

进出口增长放缓 广义货币明显回升

——2019年4月宏观经济运行评析

2019年4月·宏观月报

2019年4月29日

主要观点：

- 工业增加值增速回落但保持较好增长
- 制造业 PMI 下降，非制造业 PMI 小幅上升
- 投资走势趋稳，基建投资加快
- 消费略有放缓，汽车消费负增长
- 需求疲弱叠加高基数，进出口负增长
- 食品价格涨幅放缓，CPI 同比小幅回升
- 翘尾因素带动 PPI 同比涨幅小幅扩大
- M2 增速持续回升，流动性保持松紧适度
- 人民币汇率窄幅震荡

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘健（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文：

一、制造业生产略有放缓，非制造业扩张加快

1、工业生产略有放缓，制造业 PMI 下降

工业增加值增速回落但保持较好增长，制造业 PMI 小幅下降。4 月以来重点企业粗钢日均产量 195 万吨/日，铁精粉日均产量 195 万吨/日，高炉开工率上升到 70%左右，都比 3 月略有上升，工业回暖势头有望保持。柯桥纺织价格指数略有上升，轻工业生产略有加快。高频的南华工业品指数整体上升，4 月中旬上涨到接近 2290 点，但下旬下降到 2250 点左右，工业需求状况表现出先强后弱现象。六大发电集团日均耗煤量有所减少，4 月平均耗煤 64 万吨/日，同比走势由涨转跌。全国综合煤炭价格指数下降到 161 点，这与天气转暖供暖耗煤减少有关，同时表明工业生产可能有所放缓。1-3 月全国规模以上工业企业利润总额同比-3.3%，降幅显著收窄，其中 3 月份利润增长 13.9%，是近 8 个月最高增速。但利润的快速增长可能难以持续，随着同比基数加大，4 月之后利润增速或将回落到个位数。4 月工业增加值同比基数上升 1 个百分点，将影响到增速。预计 4 月工业增加值增长 6.5%，增速低于上个月，但增势依然较好；制造业 PMI 小幅回落到 50.3%。4 月实施增值税新政，万亿减税开始落地，有助于为制造业减负，提振市场信心，未来制造业 PMI 有望保持在荣枯线以上。

2、非制造业 PMI 小幅上升，建筑业扩张加快

建筑业景气状况上升，公路货运增长加快，非制造业 PMI 上升。3 月非制造业 PMI 上升到 54.8%，建筑业季节性显著回升。4 月建筑业 PMI 有望延续上升势头，预计上升到 62%左右。主要钢厂建筑钢材库存持续下降，4 月第四周降到 256 万吨，分别比 2 月、3 月末下降 200、60 万吨。华南建筑钢材价格指数上升到 67.5 点，比上个月末上升 1.5 点。建筑钢材库存减少、价格上升，表明建筑耗材明显增加。房地产投资超预期加快，带动当前建筑业扩张。但房地产行业预期并不乐观，未来支撑作用可能减弱。随着大量基建补短板项目全面开工，将支撑建筑业景气状况处于较高水平。4 月中国公路物流运价指数小幅上升，下旬在 986 点左右，但同比仍然负增长。近期全国公路货运量增长加快，但客运量增速有所回落。第三产业用电量增长加快，服务业保持扩张态势。综合判断，建筑业和服务业 PMI 都可能上升，非制造业 PMI 上升至 55%。综合 PMI 为 54%。

二、需求端略有趋缓，进出口增长放缓

1、投资走势趋稳，基建投资加快

固定资产投资走势趋稳，基建投资加快，房地产投资处于高位，制造业投资放缓。从周频的中钢协钢材价格指数来看，4月小幅上升，第四周钢材综合价格指数为112.67点，所有品种的钢材价格指数都有不同程度的上涨。但四月中旬之后涨势减弱，部分钢材价格从4月19日之后有所回落。从高频的主要钢材价格来看，螺纹钢、镀锌板卷、热轧板卷、圆钢、线材等价格都呈现先升后降特点，4月下旬都有不同程度回落。4月全国水泥综合价格指数小幅上升，从147.31点上升到149.57点，但4月最后一周涨势减弱。分区域看，华东、华北和西南地区水泥价格逐渐上升，西北、中南地区保持平稳，东北地区先跌后升。从钢材价格和水泥价格走势来看，投资状况整体保持平稳，但4月下旬出现走弱迹象。一批重点项目全面开工，交通固定资产投资高位运行，铁路、民航、高速公路等均保持两位数增长。预计基建投资增长有望提速，可能上升至4.7%左右。一季度房地产开发投资超预期增长11.8%，当前房地产开发投资增速有望保持高位，是带动固定资产投资的主要力量。由于一季度全国商品房销售面积同比-0.9%，土地购置面积同比-33.1%，4月全国100个大中城市土地成交面积同比-25.8%，土地成交总价同比-30.8%，都在大幅萎缩，将对后续房地产开发投资形成制约。市场需求依然偏弱，受全球经济增长放缓带来的外需走弱影响，与出口相关的制造业投资预期较弱。制造业投资可能继续下降到4.5%左右，有色金属冶炼和汽车制造业投资拖累。大规模减税有助于制造企业经营改善，企业信贷大幅增长，可能促进二季度之后制造业投资企稳。预计4月固定资产投资累计增长6.3%，与上个月基本持平。

2、消费略有放缓，汽车消费负增长

消费增速小幅回落。4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄，日均销售面积同比增长14.3%，比上个月下降7.6个百分点。其中一线和三线城市同比涨幅收窄，与上个月相似；二线城市涨幅基本不变。年初房地产市场出现短期回暖，当前与房地产相关的家具、家电、装潢等消费有望保持增长势头，但未来相关需求可能减弱。截止4月第二周，全国汽车零售跌幅继续扩大，同比为-23%，对消费的拖累将加重。4月电影票房收入、观影人次下降，文化娱乐类消费有所放缓。4月义乌中国小

商品指数小幅下降，月末在 100.47 点，比月初下降 0.28 点。临沂商城价格指数小幅上升，其中建筑装潢材料类价格上升，文教办公用品、服装服饰价格下降。餐饮消费基本保持平稳。综合判断，4 月消费增长 8.5%，增速略有放缓。

3、内外需疲弱叠加高基数，进出口负增长

出口增速回落。3 月 PMI 中新出口订单等领先指标回升，近期 BDI 指数稳步增长，并创近两个月以来新高。但美国经济好转主因贸易顺差带动，为衰退型顺差，广交会对美出口订单下降三成，欧元区经济景气度也依然较低，加之 2018 年二季度开始有一轮显著的“抢出口”效应，也将压低出口增速。预计 4 月出口同比增长-0.5%，出口额约 1890 亿美元左右。

进口增速继续负增长。中美贸易谈判稳步推进，中国将逐步扩大对美进口。3 月 PMI 中进口指数大幅回升至 48.7，创 2018 年 9 月以来新高，一定程度上预示着未来进口可能逐步改善。不过，4 月中国经济可能回落并保持弱平稳态势，大宗商品价格回落可能抑制进口增速，4 月以来 CRB 现货综合指数逐步下降，目前保持在 422 左右，同比下降 5%左右。预计 4 月进口同比增长-2%，进口额约 1690 亿美元。预计贸易顺差约 200 亿美元。

三、CPI 和 PPI 同比涨幅扩大，物价水平小幅上升

1、食品价格涨幅放缓，CPI 同比小幅回升

进入 4 月份以来，商务部公布的食用农产品价格周环比在第一个星期出现上涨之后，连续两个星期环比回落。分产品来看，蔬菜供应量充足导致蔬菜价格略有下降，而猪肉价格在经历了一段时间的上涨之后，涨势有所放缓。受此影响，预计本月食品价格环比将出现小幅下降，预计降幅在 1 个百分点左右。近期国际油价有所回升，4 月份国内成品油价经历一次下调和两次上调。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月略有回升至 1.9%的水平，仍然维持在 2%以内。同时，4 月翘尾因素将小幅回升到 1.3%的水平。综合以上因素，初步判断 2019 年 4 月份 CPI 同比涨幅可能在 2.2-2.6%左右，取中值为 2.4%，涨幅相比上月继续小幅回升。

自去年 8 月份非洲猪瘟疫情发生以来，生猪和能繁母猪的存栏同比降幅逐月扩大，专家初步预计今年下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%，从而引发市场对于未来猪肉价格上涨引发全面通胀的担忧。我们认为，虽然疫情导致供给减少最终肯定会传导到价格端，但如果没有其他因素的配

合，因为猪肉一个单独的产品涨价导致全面通胀的可能性很小，猪肉价格上涨并不会全部传导到 CPI。由于猪肉价格与 CPI 中猪肉分项并不是完全对等的，CPI 的猪肉分项中还包括猪肉制成品，其波动性会明显小于猪肉价格本身，而且随着近年来猪肉制成品权重的提升，使得二者的相关性逐渐减弱。我们测算发现猪肉价格与 CPI 中猪肉分项之间的弹性已经从最高时的接近 0.9 下降至目前的 0.5 左右（即猪肉价格上涨一个百分点，导致 CPI 中猪肉分项上涨 0.5 个百分点），同时猪肉在 CPI 篮子中的权重也在逐年下降，已经从 2012 年的 3.5% 下降到 2019 年的 2.35% 左右。据此测算，即使年内猪肉价格涨幅达到 70%，其传导到 CPI 中猪肉分项的涨幅为 35%（ $70\% \times 0.5$ ），进而对 CPI 同比的影响幅度在 0.8 个百分点左右（ $35\% \times 2.35\%$ ）。所以不排除下半年个别月份在猪肉价格涨幅最高时 CPI 同比单月可能会突破 3%，但较长时间维持在这一水平的可能性不大。全年来看，CPI 同比涨幅仍能控制在 3% 以内，能够完成政府年初提出的物价控制目标。

2、PPI 新涨价因素减弱，翘尾因素带动同比涨幅小幅扩大

从 4 月已公布的周频生产资料价格走势看，主要产品价格上涨势头减弱，部分产品价格有所回落，黑色金属、农资产品价格上涨，有色金属、橡胶产品、化工产品价格下降。在流通领域，主要生产资料价格中有 40% 的产品价格上升，52% 下降，8% 基本持平，生产资料价格下降的种类略有增多。从 9 大类生产资料价格看，黑色金属产品价格涨幅最大，环比涨幅超过 2%；非金属建材、农产品、农业生产资料、石油天然气价格小幅上涨；林产品、化工产品、有色金属、煤炭 4 类价格下降，其中有色金属和煤炭类产品价格下降较明显。预计 2019 年 4 月 PPI 环比涨势放缓，不排除小幅下降的可能，在 -0.1% 到 0.2% 之间。去年 4 月 PPI 环比 -0.2%，环比涨幅可能低于今年 4 月，对同比有一定低基数影响。PPI 翘尾因素为 0.99%，比上个月上升 0.2 个百分点，对 PPI 有抬升作用。综合判断，预计 4 月 PPI 环比基本保持平稳，上个月的上漲趋势减弱。同比涨幅小幅上升，预计在 0.5% 到 0.7% 之间，取中值为 0.6% 左右，上涨的主因是翘尾因素，而新涨价因素减弱。

四、流动性松紧适度，人民币汇率窄幅震荡

1、M2 增速持续回升，流动性保持松紧适度

信贷增速维持稳定，M2 增速持续反弹。数据显示，一季度虽然信贷增

速保持较快，但投向结构依然存在改善空间。随着 4 月减税政策的落地，制造业、固定资产投资类信贷需求有望上升。加之为配合财政发力，预计银行放贷节奏短期内不会显著放缓。尽管表外融资难有明显回升，但主要受信贷保持高增速、地方债发行持续较多的影响，预计社会融资规模增速继续反弹。信贷平稳较快增长、金融机构有价证券配置增长态势良好，都可能积极推动 M2 增速持续回升。唯一偏负面的因素是 4 月季节性缴税大月可能拖累 M2 增速的反弹幅度。综上分析，预计 4 月信贷增量约 1.3 万亿，而 M2 增速进一步反弹至 8.9% 之上。

货币政策维持稳健基调，流动性保持松紧适度。从近期中央政治局会议和央行货币政策委员会例会精神可知，未来货币政策将维持稳健。尽管经济指标出现企稳迹象，但货币政策仍有维持货币市场流动性松紧适度的必要。一方面，流动性过紧不利于初步出现企稳迹象的实体经济持续恢复。但另一方面，年初国内股市快速回升，若市场对于货币政策偏松调整的预期强烈，似乎有酝酿一轮新的资产泡沫的危险，这显然也不是货币政策的调控初衷。因此，央行向市场传递货币政策稳健适度基调，降低市场政策持续偏松调整预期，加大引导金融定向支持中小微等民营企业力度，都表明了央行未来政策坚持逆周期调节不变。预计未来一月内货币市场利率将维持相对稳定，DR007 利率在 2.8% 附近波动。

2、人民币汇率窄幅震荡，外汇占款继续维持在 0 附近

人民币汇率窄幅震荡。欧洲“火车头”德国经济失速，法国商业经济景气指数大幅下滑，欧元区经济底部仍有待确认。美国经济数据超预期，美联储货币政策可能进入观望期，短期内进一步“放鸽”概率较低。加之英国脱欧无休止纠纷，地缘政治风险有上升态势，市场避险情绪可能上升，美元指数仍可能保持相对强势。不过，中国短期经济数据也好于预期，外汇市场供求基本平衡，市场预期平稳，人民币汇率或将在当前水平上继续窄幅波动。

外汇占款小幅增长。4 月以来，人民币对美元汇率维持在 6.71 左右窄幅波动，中下旬以来，受美元指数上涨影响，小幅贬值至 6.73 左右。但市场预期总体平稳，跨境资金流动形势有望保持基本稳定，预计 4 月外汇占款可能 0 附近。

主要图表：

表：4 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4
GDP:当季同比 (%)	-	6.4	-	-	6.4	-
CPI:当月同比 (%)	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.4
PPI:当月同比 (%)	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.6
出口金额:当月同比 (%)	5.4	-4.4	-9.1	-20.8	14.2	-0.5
进口金额:当月同比 (%)	3	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	-2
贸易差额:当月值(亿美元)	447.5	570.6	391.57	41	326	200
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	5.9	5.9	-	6.1	6.3	6.3
消费零售 TRS:当月同比 (%)	8.1	8.2	-	8.2	8.7	8.5
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	5.4	5.7	-	5.3	8.5	6.5
制造业 PMI (%)	50	49.4	49.5	49.3	50.5	50.3
非制造业 PMI (%)	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	55
新增人民币贷款:当月值(亿元)	12500	10800	32300	8858	13000	13000
M2:余额同比 (%)	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.9
外汇占款 (亿元)	-571	-40	-12	-3	-5	0
定期存款利率:1 年(整存整取)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12845

