宏观经济分析报告

2019 年 4 月 30 日

经济拐点仍需等待，政策回归“常态”

中国银河研究院·宏观经济分析报告 2019 年 4 月

核心内容：

1、美联储偏鸽降息年内可能难见，欧央行宽松可能超预期

随着美国减税影响放缓，预计美国经济有回落趋势，我们认为美联储年内可能不会加息，但降息仍然显得更为乐观。欧洲经济全面下滑，我们认为 QE 重启可能需要等到下半年，经济指标不仅是德国恶化，而是至少法国和意大利跟随。

2、发展中国家小幅回暖

韩国出口下降幅度减弱，来自中国的需求带动韩国出口。中国需求的回暖也会利好资源国，巴西的经济缓慢的复苏。发展中国家经济继续回暖。

3、中国经济超预期，经济难言拐点，底部可能下半年到来

中国经济 1 季度虽然超预期，但仍有忧虑。1 季度净出口对 GDP 的贡献度大幅提升，资本形成降到了历史最低，行业上来看金融行业对 GDP 的贡献度达到 9.9%，仅次于 2017 年资本市场大繁荣时期的贡献，这种 GDP 的结构并不稳定。预计 2 季度金融业贡献有所下降，经济增速小幅回落。

4、三大需求未来都有向下趋势，投资可能更为稳定

出口仍然有不确定性，去年基数也较高。消费实际在负增长，汽车消费仍然疲软，消费可能小幅下滑。

投资上半年的增速可能仍能保持稳定，下半年稍有压力。基建投资大幅上涨的概率已经不大，全年可能维持 6%-7%左右的增长。房地产的拉动可能今年仍然可期。制造业投资已经在回落中，3 季度制造业可能止跌保持平稳。

5、货币引领下周期回升，信用周期在 9-12 个月

我们仍然认为新周期并未到来，新增社会融资增速 3 月份达到 39%，信贷周期拉动了经济的好转。央行资产负债表从 1 月份开始处于缩表状态，源于 1 月份降准对商业银行资金的让渡，商业银行扩表速度加快，可能源于政府政策口径和监管措施的放松。信贷周期已经开始，信贷周期开启会稳定投资增速，从现有 M1 和 M2 增速也推出 CPI 有上行趋势。预计如果央行不出现大的政策变化，本轮信用周期可能会持续 9-12 个月。我国信用周期很容易受到政策影响，但全球货币放松的前提下，预计央行操作会有调整，但方向不会改变。

6、中国央行宽松要等到下半年，10 月可能是最好时间

央行对货币刺激的态度一直较为暧昧，1 季度两次降准后，央行公开市场操作较为节制。1 季度 GDP 超预期后，央行对货币操作的紧迫性已经降低。预计继 1 季度经济开门红后，2 季度经济增长仍然有所保障，货币政策仍在公开市场操作、TMLF 和 MLF 之间配合。降准操作更可能是结构性，而如果降准可能在下半年到来，最有可能的时间是 10 月份左右，之后通胀渐起，货币操作可能保持谨慎。

7、政策回归常态，新周期出现仍然需要改革来开启

1 季度央行货币政策会议到政治局会议，对今年经济的描述变成了“一季度经济运行总体平稳，好于预期，开局良好”，而去年的经济工作会议对经济的预期是“稳中有变，变中有忧”，经济工作思路也变回了坚持结构性去杠杆和推动高质量发展，防范金融风险。虽然现在处于货币引领的周期中，但政府仍然在用时间换空间，如果改革可启动，那么新周期就会到来。

主要风险：CPI 上行超预期风险、石油价格上行风险、货币政策过快转向风险

分析师

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
执业证书编号：S0130515030003

周世一
☎：（8610）6656 8471
✉：zhoushiyi@chinastock.com
执业证书编号：S013051107000403

张宸
☎：（8610）8357 1342
✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖
☎：（8610）66561871
✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

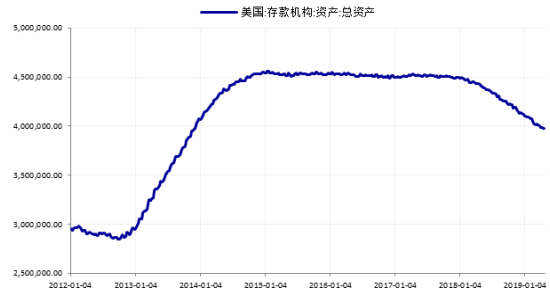
目录

一、 两大央行转向，中国经济超预期政策回归“常态” 3
二、 国际经济观察 4
（一） 发达经济体下行 4
1、美联储转鸽年内不会加息 4
2、欧元区货币宽松可期 5
（二）发展中国家经济有回暖态势 6
1、韩国得益于中国需求回暖 7
2、巴西经济缓慢复苏 7
3、印度货币宽松带动增长 8
三、国内经济走势 9
（一）先行指标回暖 9
1、季节性因素主导 PMI 9
2、其他指标显示平稳增长是主线 10
（二）同步指标回升 11
1、中上游工业生产增加加快 11
2、需求边际回暖带动工业品产量 12
（三） 经济运行稳中有忧 12
1、不稳定因素拉动 GDP 13
2、消费仍然等待刺激政策 14
3、固定资产投资成为经济稳定器 15
4、进出口贸易前景并不明亮 17
5、猪周期下 CPI 走高，四季度货币政策空间有限 18
6、PPI 下半年仍然可能跌到负值 20
（四）工业利润上半年恢复正增长 20
（五）房地产有待政策进一步放开 22
四、实体融资需求有修复 23
六、未来经济走势和政策判断 25
七、国内外主要风险 26

一、 两大央行转向，中国经济超预期政策回归“常态”

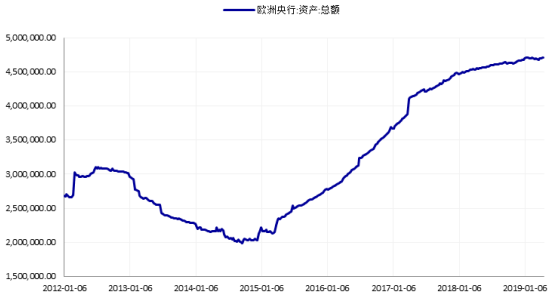
发达国家中美国经济表现继续较好，欧洲结束复苏重新回落。发展中国家中制造业国家韩国有迹象回暖，主要是受到中国需求拉动。考虑到国内国外的不确定因素，美联储做出了暂停加息的决定，并且有可能在 9 月份缩表，但仍然要根据经济数据做出未来的决策。欧央行决定将利率维持在历史低点的不变，欧央行可能会在 6 月份的会议决定采取更多货币刺激措施。

图 1：美联储资产规模继续下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：欧央行资产规模上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

中国经济 1 季度虽然超预期，但仍有忧虑。1 季度净出口对 GDP 的贡献度大幅提升，资本形成降到了历史最低，行业上来看金融行业对 GDP 的贡献度达到 9.9%，仅次于 2017 年资本市场大繁荣时期的贡献，这种 GDP 的结构并不稳定。从三大需求来看，中国出口的三大贸易伙伴，美国、欧盟和东盟，美国经济保持乐观，欧洲经济向下，东盟小幅复苏，中国出口前景仍然不明朗。内需方面，在财政资金和地方政府债券提前下拨的背景下，基建投资增速仍然较为缓慢，全年财政支出已定的情况下，基建投资大幅上涨的概率已经不大。房地产仍然较为强劲，新开工继续高速上行，施工增速也有回升，房地产行业资金来源有所好转，如果房地产行业资金能得到持续，那么竣工面积增速也会得到提升，房地产的拉动可能今年仍然可期。但制造业投资增速继续回落，制造业投资下行表明需求较为弱势。工业生产也印证了需求的弱势，上、中游行业的生产恢复较快，来自建筑工程的订单较好，民用需求仍然不理想，下游行业生产启动较慢。全社会消费总额增速大幅上行，实际消费在下降，汽车消费仍然疲弱，如果价格继续上行，则消费增速可能得到保障。

4 月 19 日的政治局工作会议通稿中对今年经济的描述变成了“一季度经济运行总体平稳，好于预期，开局良好”，而去年的经济工作会议对经济的预期是“稳中有变，变中有忧”，经济工作思路也变回了坚持结构性去杠杆和推动高质量发展，防范金融风险。中国央行 3、4 月操作偏谨慎，公开市场操作暂停长达 18 天，而 4 月 17 日央行用“逆回购和 MLF”替代了当日到期的 MLF，货币操作并不友好。1 季度货币委员会重提把好货币总闸门，信贷和社融增速与 GDP 增速匹配。从 18 年 4 季度开始的应对危机的小刺激措施政策回归常态。

二、 国际经济观察

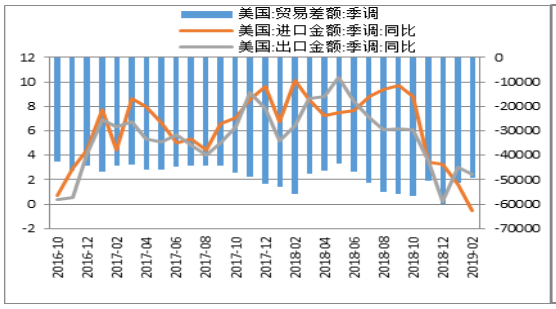
（一） 发达经济体下行

1、美联储转鸽年内不会加息

美联储最新会议显示美国政府决定年内不在继续加息，并且可能在 9 月份停止缩表。尽管 3 月份 CPI 和 PPI 创出新高，但在国内外经济增长放缓的背景下，尽管劳动力市场强劲，但薪资表现温和。零售大幅上升，表明内需旺盛，加上贸易逆差缩小，就业市场良好，一季度的美国经济维持稳定。美国经济可能在 19 年出现逐步回落，但仍是表现较好的经济体之一，美联储年内应不会加息，但降息今年可能等不到。

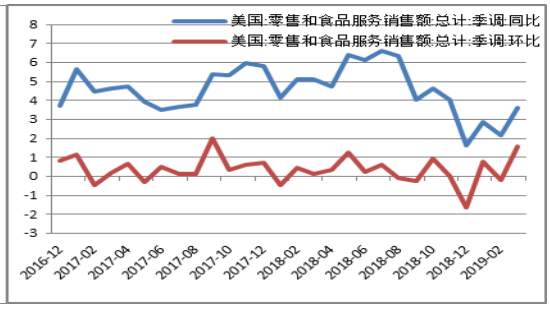
美国 3 月零售销售环比增长 1.6%，好于预期 0.9%，是一年半最大增幅，因美国家庭增加汽车和一系列其他商品的采购。零售大幅上升，表明内需旺盛，加上贸易逆差缩小，就业市场良好，一季度的美国经济维持稳定。扣除汽车、汽油、建料和食品服务的核心零售销售 3 月反弹 1.0%，2 月下滑 0.3%。核心零售销售与国内生产总值(GDP)中的消费者支出部分最为吻合。消费支出在经济活动中的占比超过三分之二，受劳动力市场收紧推动薪资上涨提振。

图 3：美国外贸增速下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：美国零售创一年最大增幅（%）



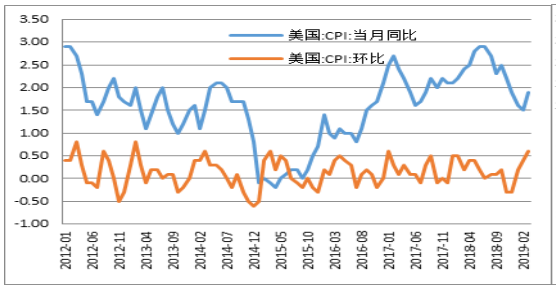
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

上周初请失业金人数为 19.2 万人好于预期 20.5 万人，降至近 50 年来最低，尽管就业增长趋势已有所放缓，但新增就业岗位仍高于跟上适龄就业人口增长所需的每月 10 万左右的水平，这表明美国就业市场依然非常稳健。零售销售反弹凸显出美国国内前景依然光明，且受到，打消了对美国经济正滑向衰退的被误导的担忧。美国至 4 月 6 日当周初请失业金人数连续 5 周下跌，录得 1969 年以来最低水平，表明劳动力市场表现持续强劲，可能改变市场对经济出现下滑的预期。当周初请人数四周均值也录得 1969 年 12 月以来新低。

美国劳工部公布的 3 月 PPI 同比 2.2%，预期 1.9%，前值 1.9%。3 月 PPI 环比增长 0.6%，预期增长 0.3%，创下去年 10 月以来最大涨幅，此前 2 月仅增长了 0.1%。3 月核心 PPI 环比上涨 0.3%，预期增长 0.2%，前值上涨 0.1%。美国 3 月核心生产者物价指数年率跟预期 2.4%一致，美国 3 月生产者物价指数月率好于预期。3 月美国 CPI 增速同比增长 1.9%，CPI 出现反弹，此前 CPI 同比增速连续四个月下滑。此外，二手汽车和卡车价格、机票和机动车辆保险价格均有所下降。

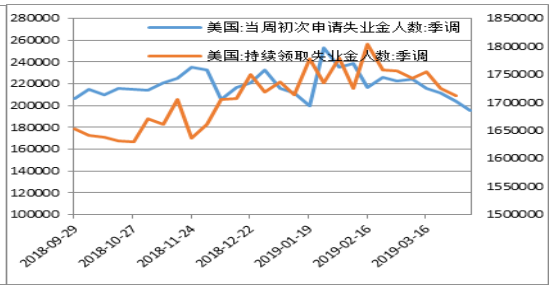
尽管美国 3 月 CPI 环比与 PPI 环比录得一年多来最高水平，但在国内外经济增长放缓的背景下，潜在通胀仍保持温和。通胀主要是受到食品、汽油和房租价格上涨的推动，3 月 CPI 较高的原因部分来自于原油价格在近几个月的接连上涨。另一方面，随着原油价格趋稳，推动美国通胀进一步升高的作用将有所减弱。但除去能源价格的核心通胀增长平缓，国内需求和全球经济增速放缓也使得通胀受抑，尽管劳动力市场强劲，薪资增速仍较为温和。

图 5：美国 CPI 回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：美国失业人数继续下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

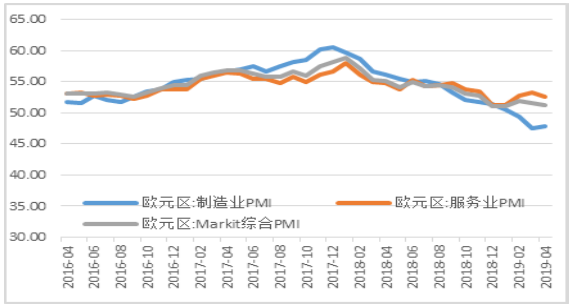
因为通胀压力不大，美联储上个月停止加息，并宣布自今年 9 月开始停止缩表。本周公布的美联储纪要，以及美联储委员的谈话显示，联储在年内不会加息。美国总统特朗普上周再度呼吁美联储降息，他用通胀不足来证明其要求美联储改变政策的合理性。美联储副主席克拉里达最新发表讲话称，美国经济运行情况良好，并接近美联储的双重目标，利率正处于中性范围内，美联储将于今年 9 月结束缩表。

克拉里达指出，目前美国经济形势较好，十分接近美联储最大就业和物价稳定的双重目标，平均时薪正在以令人满意的速度增长，通胀保持在温和且接近 2%目标的水平。美联储理事提名人摩尔认为，预计美国经济增速能达到 3%或 4%；但达到 5%的经济增速或需要一段时间；12 月的加息决定是不明智的，应该被逆转。

2、欧元区货币宽松可期

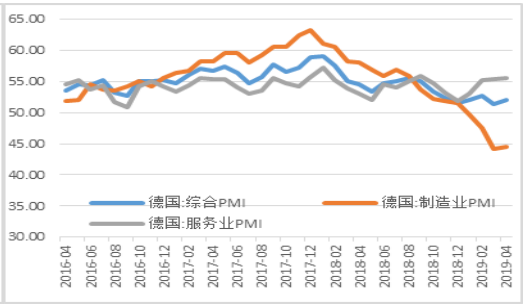
因为经济放缓，CPI 再创一年来的最低，全球贸易的不确定性影响经济，加上通胀低迷，欧央行决定将利率维持在历史低点的不变，如果情况恶化，已准备好按需要采取行动。欧洲央行可能会在 6 月份的会议决定采取更多货币刺激措施。可以说欧元区年内经济不景气已经注定，欧元区货币宽松并无疑虑，这种货币宽松要等到欧元区经济指标回暖后才可能暂停。

图 7：欧元区 PMI 下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：德国 PMI 仍在荣枯线下（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

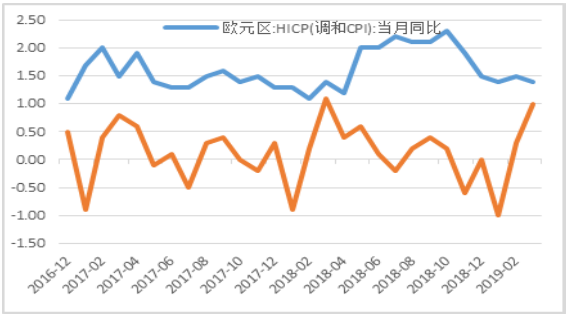
欧元区 4 月综合 PMI 初值 51.3，预期 51.8，前值 51.6;欧元区 4 月制造业 PMI 初值 47.8，九个月来首次上升，预期 48，前值 47.5;欧元区 4 月服务业 PMI 初值 52.5，为近三个月最低，预期 53.1，前值 53.3。对应的欧元区季度 GDP 增速已放缓至略低于 0.2%。

欧元区 2 月季调后贸易帐为 195 亿欧元，高于此前的 170 亿欧元。欧元区 19 国 2 月出口同比增长 4.4%，进口同比增长 4.0%。欧盟与美国的商品贸易顺差在 2019 年连续增长两个月，与中国的商品贸易逆差在 2 月扩大。新出口订单量大幅下滑，也是连续第七个月出现下滑， PMI 初值接近 2014 年以来的最低水平。服务业出现了初步的复苏迹象，而制造业继续衰退。欧美贸易争端对制造业影响很大。

欧元区主要经济体制造业活动持续疲软。由于出口不振导致的商品产量减少，德国经济今年第二季度继续收缩。与此同时，法国制造业生产明显减少，4 月份 PMI 降至四年低点。

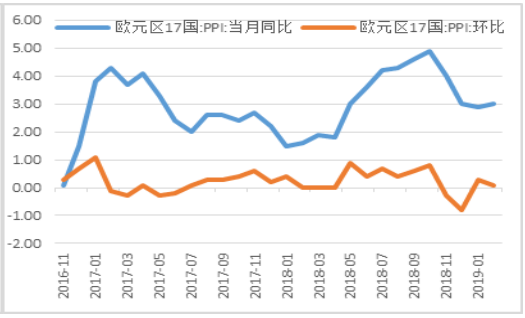
欧盟统计局公布的欧元区 3 月 CPI 年率终值为 1.4%，3 月核心 CPI 年率终值为 0.8%，这是自 2018 年 4 月以来最疲弱的数据，远低于欧洲央行低于但接近 2.0%的目标通胀率。食品、酒类和烟草价格上涨放缓导致通货膨胀受阻,其价格 3 月仅增长 1.8%,2 月时增幅为 2.3%。欧元区服务业通胀也从 2 月的 1.4%放缓至 1.1%，服务业是欧元区经济增长的主要动力。能源价格是 3 月欧元区通胀增长的唯一主要动力，从 2 月的 3.6%上升至 5.3%。

图 9：欧元区调和 CPI 下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：欧元区 PPI 下降（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

欧洲央行决定将利率维持在历史低点的不变。全球贸易的不确定性继续黯淡欧元区前景，加上通胀低迷，欧洲央行可能会在 6 月份的会议决定采取更多货币刺激措施。上个月，欧洲央行宣布维持利率不变，并提出了新一轮的 TLTRO 操做计划，旨在经济增长放缓之际维持宽松的贷款条件。它将与极低的借贷成本 —— 至少维持当前水平至年底 —— 和 QE 债券到期再投资政策构成互补。欧洲央行行长德拉吉说，目前欧元区经济的放缓可能在整个 2019 年都会持续。德拉吉还表示，执委会并未完全放弃希望，但如果情况恶化，已准备好按需要采取行动。

（二） 发展中国家经济有回暖态势

发展中国家经济体运行各有不同，但是 3 月份都显示出了一定的积极信号。我们选取了韩国、巴西和印度作为观察对象。韩国是环太平洋生产国中重要的链条，韩国出口是我们重点跟踪的数据，韩国虽然仍然在衰退中，但其制造业出现小幅回升，出口仍然处于负增长，但下滑幅度收窄。我们认为韩国的小幅回升得益于中国需求回暖，全球经济中美国的稳定和中国的回暖带动了制造业国家的回升。

巴西作为原材料出口国，与阿根廷相似，受到汇率波动影响较大，巴西的出口也出现负增长，但巴西可能有其特殊原因。而巴西经济缓慢复苏，而且巴西在进行社保改革，但如同南美国家一样，政治不稳定仍然是巴西软肋。

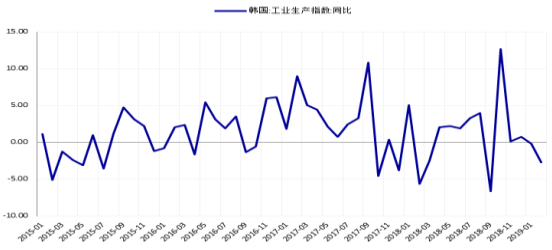
在美国相对偏鸽时，印度首先降息，印度 CPI 仍然处于较低的水平，印度需要货币政策刺激经济，印度 2018 年 4 季度 GDP 为 6.55%，印度下半年经济持续走低，货币政策向宽松前进。而现阶段较低的 CPI 仍然让印度有货币政策空间，印度可能走出独立行情。

1、 韩国得益于中国需求回暖

韩国工业生产 2 月份并未有所好转，仍然持续向下，同比增速达到-2.69%，而 3 月份的 PMI 有所好转，虽然仍然在 50%以下，但比上月上行 1.6%至 48.8%。韩国制造业的恢复得益于中国订单的恢复。通胀方面，CPI 仍然向下，但 PPI 有所上行。

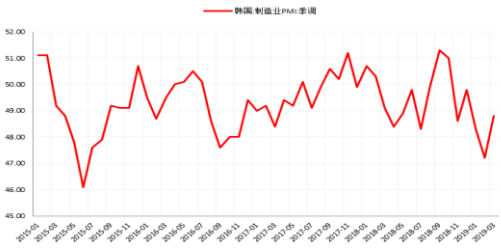
最受关注的出口数据 3 月份仍然是-8.2%，降幅有所收窄，比上月上行 3.2 个百分点。韩国出口的小幅回升有助于其制造业的回暖，但是其出口回升很大一部分原因可能是中国经济的边际好转带动，其出口和生产的持续恢复主要看中国需求的恢复速度。

图 11：韩国工业生产回落（%）



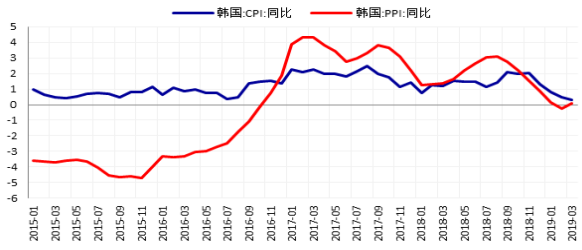
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：韩国制造业 PMI 小幅回升（%）



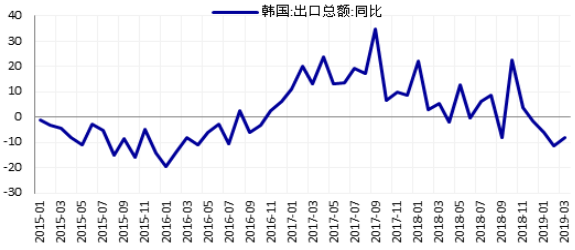
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 13：韩国通胀指数回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 14：韩国出口同比降幅僵若（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

2、 巴西经济缓慢复苏

巴西 GDP 走势今年表现较好，以雷亚尔计算的 GDP 增速 2 月份达到 6.23%，比上个月上行 0.38%，但以美元计算的 GDP 增速为 2.9%，与上月基本持平。同时巴西的物价指数有所上行，3 月份达到 4.58%，从历史上来看，这个数字对巴西来讲并不高，但是与半年前相比，物价逐步抬升。

今年以来巴西的出口增速持续下降，3 月份出口增速只有-10.42%，巴西的出口回落与巴西淡水河谷矿难后铁矿出口减少有关，但世界经济不景气也拉低巴西出口。

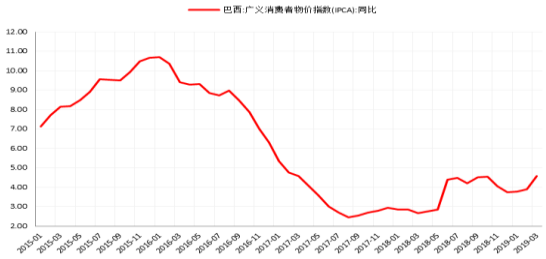
雷亚尔今年以来出现逐步贬值的趋势，雷亚尔的贬值利好巴西出口，对于顺差国巴西来说是一个利好。

巴西总统宣布巴西施行改革，尤其是他的社保改革方案与 2 月 20 日提交，如果在国会通过可节省公共开支。但巴西改革进程较为曲折，而不稳定的政局也带动了雷亚尔的波动，4 月初以来雷亚尔贬值就在于投资者对巴西政局变动较为敏感。

图 15：巴西 GDP 走势上行（%）

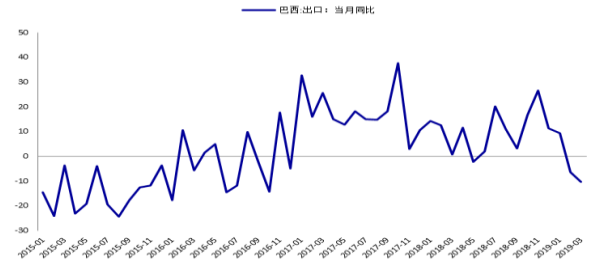
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 16：巴西广义消费者物价指数上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 17：巴西出口增速回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 18：雷亚尔贬值（%）

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、 印度货币宽松带动增长

印度制造业 PMI 上月回落了 1.7 个百分单至 52.6%，制造业景气度仍然在 50%以上。印度的进出口增速表现良好，3 月份出口增速上行了 11.02%，进口增速 1.45%，1 季度平均来看，出口仍然较为强劲，进口稍显弱势。

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_12857