

宏观周报：政策效果逐渐显现

◎投资要点：

证券分析师：刘思佳
执业证书编号：S0630516080002
电话：021-20333778
邮箱：liusj@longone.com.cn

相关研究报告

CPI 同比重回“2”时代。3月CPI同比2.3%，前值1.5%，同比反弹0.8个百分点；环比-0.4%，前值1.0%。3月CPI大幅反弹，主要受食品价格超季节性反弹影响，预计CPI受猪肉价格影响今年整体中枢会抬升至2.5%左右（2018年为2.1%），未来3个月基数较低，CPI同比不排除突破3%的可能，但预计央行对通胀的容忍度会增加，货币政策的整体方向保持不变。

PPI 同比反弹。3月PPI同比0.4%，前值0.1%；环比0.1%，前值-0.1%。因近期油价上涨，带动石油行业价格增速回升，响水爆炸事件影响化工品涨价，短期可能对PPI有所支撑，同时近两个月PPI基数较低，4月PPI仍有可能继续反弹，但在供给侧效应边际减弱以及需求不足的影响下，预计PPI趋势不改，整体仍将保持低位运行，不排除回落至0%的可能。

基数效应导致出口反弹，进口相对偏弱。2019年3月，以美元计价，中国进口同比-7.6%，前值为-5.2%，出口同比14.2%，前值为-20.7%，贸易顺差326.5亿美元，前值为40.1亿美元。从出口来看，3月当月的出口增速回升，主要受去年同期基数影响。整个一季度出口增速较去年四季度有所回落，同时，海外发达经济体PMI数据持续走弱，全球经济增速放缓，IMF连续下调全球经济增速预期，外需疲软无法支撑中国出口增速的大幅度反弹，预期出口增速仍然面临压力。从进口来看，原油价格回升、汽车销量低迷，导致进口增速回落，整个一季度进口增速仍然相对偏弱。整体来看，一季度进出口增速均出现了一定下滑。海外经济增速放缓，以及中美贸易摩擦仍然是影响出口的主要因素；信贷数据走好，国内经济大概率企稳，支撑进口增速反弹，预计全年贸易顺差仍然大概率收窄，净出口对经济增长的压力仍在。

金融数据大超预期。2019年3月，金融机构新增人民币贷款1.69万亿元，同比多增5700亿元。整体信贷结构由居民和公司贷款支撑，信贷结构有所改善。2019年3月，新增社会融资规模2.86万亿元，同比多增1.28万亿元。社融存量增速回升至10.7%，较上月上升0.62个百分点，社融增速进入2019年以来连续3个月保持在10%以上。3月社融结构改善，人民币贷款贡献较多，非标融资也不再拖累社融增长，企业债、地方政府专项债稳定增长，社融大概率已企稳，宽信用正在路上。2019年3月，M2同比增长8.6%，前值8.0%；M1同比增长4.6%，前值2.0%，M2与M1之间的剪刀差继续收窄，M1触底回升表现企业融资环境有所改善，流动性边际上可能企稳。

商品房成交面积环比回落，同比上升。高炉开工率环比上升，六大发电集团耗煤量环比回落、高炉开工率环比上升，高频数据显示工业生产改善持续。猪肉价格环比小幅下跌，农产品批发价格指数环比下跌。螺纹钢、动力煤、水泥价格周环比上涨，有色金属价格周环比下跌，动力煤价格环比持平，3月PPI反弹如期出现，受基数影响4月可能继续反弹。

从流动性来看，央行长时间暂停逆回购，4月面临缴税期，流动性可能短期会收紧，预计将会重启逆回购操作，3月金融数据大超预期，短期降准概率减少。

正文目录

1. 最新资讯	4
1.1. 李克强在德国《商报》发表题为《开放合作 互利共赢》署名文章	4
1.2. 发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》	4
1.3. 中国-欧盟领导人举行会晤同意发表联合声明	4
1.4. 美国威胁对欧盟产品加征关税	5
1.5. IMF 下调今年全球经济增长预期至 3.3%，上调中国经济增长预期 0.1 个百分点至 6.3%	5
1.6. 央行召开 2019 年研究工作会议	6
1.7. 美联储公布 3 月议息会议纪要	6
1.8. 欧盟和英国同意将英国“脱欧”日期推迟至 10 月 31 日	7
1.9. 欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地	7
2. 宏观点评	8
2.1. CPI 同比重回“2”时代，PPI 同比反弹	8
2.2. 基数效应导致出口反弹，进口相对偏弱	9
2.3. 金融数据大超预期	10
3. 经济增长	12
4. 通货膨胀	13
5. 流动性	15
6. 下周将公布的重要经济数据	17

图表目录

图 1 (CPI 同比和环比增速, %)	8
图 2 (食品和非食品 CPI 同比增速, %)	8
图 3 (PPI 同比和环比增速, %)	9
图 4 (生产资料和生活资料价格同比增速, %)	9
图 5 (进出口总金额与贸易差额, 亿美元、%)	10
图 6 (出口和进口金额同比增速, %)	10
图 7 (M1 和 M2 同比增速, %)	11
图 8 (新增人民币贷款及各项贷款余额同比, 亿元, %)	11
图 9 (新增社会融资总量及同比变化, 左: 亿元, 右: %)	11
图 10 (社会融资规模存量占比, %)	11
图 11 (30 大中城市:商品房成交面积, 万平方米)	12
图 12 (6 大发电集团日均耗煤量, 万吨)	12
图 13 (高炉开工率, %)	12
图 14 (中国公路物流运价指数, 点)	12
图 15 (波罗的海干散货指数 BDI, 点)	13
图 16 (中国出口集装箱运价指数,)	13
图 18 (平均批发价:猪肉, 元/公斤)	13
图 19 (农产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	14
图 20 (菜篮子产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	14
图 21 (螺纹钢期货收盘价, 元/吨)	14
图 22 (环渤海动力煤 Q5500K 综合平均价格指数, 元/吨)	14
图 23 (水泥价格指数, 点)	14
图 24 (上期有色金属指数, 2002 年 1 月 7 日=1000)	14
图 25 (公开市场货币净投放累计, 亿元)	15
图 26 (公开市场货币净投放, 亿元)	15

图 27 (银行间质押式回购加权利率隔夜, %)	15
图 28 (银行间质押式回购加权利率 7 天期, %)	16
图 29 (中债国债到期收益率 10 年期, %)	16
表 1 下周将公布的重要经济数据	17

1.最新资讯

1.1.李克强在德国《商报》发表题为《开放合作 互利共赢》署名文章

文章中提到，中国开放的大门不会关上，只会越开越大。越来越多的欧洲企业正在成为中国新一轮改革开放举措的受益者。此次中欧领导人会晤期间，双方将围绕加快中欧投资协定谈判（BIT）的时间表和路线图积极对表，共同推动中欧地理标志协定谈判取得显著进展，举行第四次中欧创新合作对话。

“16+1 合作”是跨区域的务实合作平台，与自由贸易和全球化的方向是一致的。当今世界，这样的合作机制还有很多。“16+1 合作”得以顺利开展并不断深化，是因为中国同中东欧国家的发展水平有高度的相似性和互补性，目的是互利共赢、共同发展。我多次说过，“16+1 合作”坚持在中欧关系和欧盟法律法规框架下进行，有利于促进欧盟的均衡发展，也有利于欧盟的团结，是中欧关系的有益补充。

1.2.发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》

4 月 8 日，发改委发布通知，为深入贯彻落实中央经济工作会议精神，特制定《2019 年新型城镇化建设重点任务》。其中包括：

深入推进城市群发展。有序实施城市群发展规划。加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。

推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展。户籍人口在城市落户目标取得决定性进展，实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上；

城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。

2019 年底所有义务教育学校达到基本办学条件“20 条底线”要求，在随迁子女较多城市加大教育资源供给，实现公办学校普遍向随迁子女开放，完善随迁子女在流入地参加高考的政策。

全面推进建立统一的城乡居民医保制度，提高跨省异地就医住院费用线上结算率，推进远程医疗和社区医院高质量发展。

按照国家统一部署，在符合空间规划、用途管制和依法取得前提下，允许农村集体经营性建设用地入市，允许就地入市或异地调整入市。

1.3.中国-欧盟领导人举行会晤同意发表联合声明

当地时间 4 月 9 日下午，国务院总理李克强在布鲁塞尔同欧洲理事会主席图斯克、欧盟委员会主席容克共同主持第二十一一次中国-欧盟领导人会晤。会晤后，双方一致同意发表《第二十一一次中国-欧盟领导人会晤联合声明》。

在双边关系上，双方承诺 2019 年将在谈判中，特别是投资自由化承诺方面，取得结束谈判所必需的决定性进展，以便在 2020 年达成高水平的中欧投资协定。5G 将为未来经济社会发展提供基础性支撑。双方欢迎在 2015 年中欧 5G 联合声明基础上的对话合作机制取得的进展和进一步交流，包括产业界之间开展技术合作。

在全球挑战与治理上，双方坚定支持以规则为基础、以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，反对单边主义和保护主义，并致力于遵守世贸组织规则。双方将继续推动中国“一带一路”倡议和欧盟欧亚互联互通战略、泛欧交通运输网络对接，并欢迎在中欧互联互通平台签署中欧基于铁路的可持续通道联合研究框架协议。双方将在中欧互联互通平台框架下加强交流。

1.4. 美国威胁对欧盟产品加征关税

据新华社消息，美国总统特朗普 9 日在社交媒体推特上发文称，世界贸易组织发现欧盟向空客公司提供的补贴对美国造成不利影响，美国将对价值约 110 亿美元的欧盟输美产品加征关税。分析人士认为，此举将令波音、空客两大公司的补贴诉讼大战日趋复杂化，并可能进一步加剧美欧之间的经贸摩擦。

此前一天，美国贸易代表办公室发表声明说，世贸组织已多次发现欧盟向空客提供的补贴对美国造成不利影响。美国贸易代表办公室 8 日开始启动美国《1974 年贸易法》第 301 条款的程序，拟定可能会加征关税的欧盟产品，发布初步征税清单并征求公众意见。美国贸易代表办公室估计欧盟相关补贴每年对美国造成的损失约为 110 亿美元。

美国贸易代表莱特希泽 8 日在声明中说，美国政府的最终目标是与欧盟达成协议，终止对大型民用航空飞机的所有不符合世贸组织规则的补贴。

据媒体透露，欧盟委员会官员 9 日表示，欧盟也在准备对美国违规补贴波音公司的贸易报复措施，同时欧盟对与美国磋商持开放态度。

以波音和空客两大航空巨头为焦点的美国和欧盟航空业反补贴争端由来已久。2004 年，美国向世贸组织提出诉讼，指控欧盟以各种形式向空客提供非法补贴；而欧盟随后也向世贸组织起诉美国向波音提供非法补贴。

对此，世贸组织曾先后裁定，美国和欧盟均存在对各自航空企业提供非法补贴的问题。世贸组织上诉机构去年还裁定，欧盟及其 4 个成员国未履行此前裁决，仍在违规补贴空客。世贸组织今年 3 月 28 日发布的针对美国波音公司补贴案执行情况的上诉机构报告显示，美国也仍在违规补贴波音公司。

1.5. IMF 下调今年全球经济增长预期至 3.3%，上调中国经济增长预期 0.1 个百分点至 6.3%

据新华社消息，国际货币基金组织 9 日发布最新一期《世界经济展望报告》，将 2019 年全球经济增长预期下调至 3.3%，比今年 1 月份的预测低 0.2 个百分点。

IMF 在报告中说，受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升等多重因素影响，全球经济增长从去年下半年开始减速。但 IMF 预测，全球经济有望在 2019 年下半年逐步反弹，2020 年将回升至 3.6% 的增长水平。

IMF 将今明两年新兴市场和发展中经济体经济增长预期分别下调 0.1 个百分点至 4.4% 和 4.8%。其中，IMF 将今年中国经济增长预期上调 0.1 个百分点至 6.3%，同时预计明年中国经济增速为 6.1%。

IMF 首席经济学家吉塔·戈皮纳特表示，虽然全球经济有望持续增长，但仍然面临不少下行风险，包括贸易政策不确定性犹存、英国无协议“脱欧”风险加剧、市场信心恶化可能导致全球金融环境收紧等。她敦促各国政策制定者应避免政策失误，采取措施提高经济的包容性和韧性，并通过加强多边合作解决贸易争端，确保政策不确定性不会削弱投资。

1.6. 央行召开 2019 年研究工作会议

2019 年 4 月 8 日，人民银行召开 2019 年研究工作会议。会议指出，当今世界面临百年未有之大变局，机遇与挑战并存。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，经济韧性强、潜力足、回旋余地大，具备长期向好和深化改革的条件和基础。深刻把握当前重要战略机遇期的新内涵，紧密围绕高质量发展和构建现代金融体系的中心任务，以深化金融供给侧结构性改革为主线，着眼现代金融体系效率性、稳定性、普惠性、开放性四大核心要素，主动作为，聚焦重点难点问题，深化特色研究，进一步提高研究工作的针对性和有效性，多出高质量研究成果，更好地为科学决策提供可靠智力支撑。不断健全工作机制，加强上下联动，积极调动全系统资源，充分发挥整体协同优势，努力推动央行研究工作再上新台阶。

1.7. 美联储公布 3 月议息会议纪要

据新华社消息，美国联邦储备委员会 10 日公布的 3 月份货币政策会议纪要显示，多数美联储官员认为，考虑到经济前景和风险的变化，联邦基金利率目标区间今年内可能保持不变。这份会议纪要显示，美联储将继续密切关注经济数据。大部分与会官员认为，鉴于经济前景及相关风险的变化，联邦基金利率目标区间可能在今年内保持不变。部分官员则表示，如果经济走势符合预期，今年晚些时候适度提高利率目标区间是“合适的”。与会官员指出，今年初美国经济表现疲软，特别是家庭支出和企业投资趋缓阻碍了经济增长。但总体而言，美联储官员普遍对经济前景感到乐观，预计经济活动将继续扩张，劳动力市场将保持强劲，通货膨胀率将保持在 2% 左右。纪要还显示，考虑到失业率处于低点，同时财政刺激力度减弱对经济增长造成压力，与会官员认为美国经济上行和下行风险“大致平衡”。一方面，家庭支出和企业投资加速增长、减税刺激政策影响持续、劳动力市场持续改善以及消费者信心增强将拉动经济增长；另一方面，一些疲软的数据“可能是经济活动大幅恶化的前兆”。同时，美国贸易政策和全球经济发展面临不确定性可能不利于美国经济增长。美联储于 3 月 19 日至 20 日召开货币政策会议，并在会后宣布将联邦基金利率目标区间维持在 2.25% 至 2.5% 不变。同时，美联储表示有意从 5 月份开始放缓资产负债表缩减步伐，计划 9 月底结束缩表计划。

与 2018 年四次加息、且不断释放将继续渐进加息的信号大为不同，今年以来美联储对加息保持耐心，强调重点关注与就业和通胀相关的经济数据。在 3 月份的货币政策会议

之前，美联储预计今年年底前可能加息两次。但随着美国经济和全球经济增长放缓，美联储不得不重新考虑其货币政策。

自 2015 年 12 月启动本轮加息周期以来，美联储已经 9 次加息，并在 2017 年 10 月开启缩减资产负债表计划，以逐步退出金融危机后出台的超宽松货币政策。

1.8. 欧盟和英国同意将英国“脱欧”日期推迟至 10 月 31 日

欧盟召开紧急峰会于 11 日凌晨达成协议，同意英国将“脱欧”的新大限日推迟至今年 10 月 31 日，并将在 6 月对“脱欧”局势进行评估。这一“灵活延期”的达成意味着欧盟给第二次延迟“脱欧”开了绿灯，避免了 12 日这一新“脱欧”日到来时的“硬脱欧”局面，也为英国各方寻求妥协提供一段“喘息期”。英国可以再次获得半年多的时间来弥合分歧、打破僵局。

1.9. 欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地

欧洲中央银行 10 日召开例行货币政策会议，继续维持欧元区主导利率为零，并预期在 2019 年年底不会加息，继续维持对欧元区增长前景的负面评估。不少投资机构认为，由于经济前景不佳，欧洲央行货币政策有进一步放宽的可能。

欧洲央行延续了 3 月份例会对关键利率和再投资政策的表述，即预期维持现行的关键利率水平至少到 2019 年年末；将已购买的到期证券全部本金进行再投资，并持续到欧洲央行开始加息后。这样的表态符合市场预期。

在当天举行的新闻发布会上，欧洲央行行长德拉吉表示，欧元区经济疲软已被证实“比此前预期更久”。尽管有迹象表明，一些抑制增长的特殊因素正在消退，但与地缘政治因素、保护主义威胁和新兴市场脆弱性有关的不确定性仍然存在。货币政策仍需足够宽松，以保障实现欧洲央行制定的通胀目标。

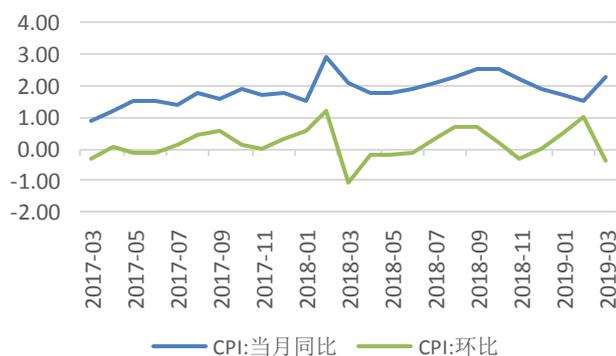
2.宏观点评

2.1.CPI 同比重回“2”时代，PPI 同比反弹

2019年3月CPI同比2.3%，前值1.5%，同比反弹0.8个百分点；环比-0.4%，前值1.0%。

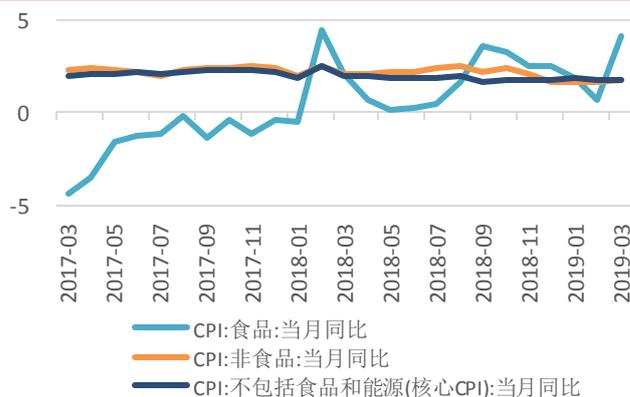
CPI食品同比4.1%，前值0.7%，非食品1.8%，前值1.7%，核心CPI1.8%，前值1.9%。3月CPI大幅反弹，主要受食品价格超季节性反弹影响，一般春节后食品价格环比回落程度较大，而2019年3月食品CPI环比仅为-0.9%，明显强于往年，而非食品价格略微拖累CPI涨幅。从同比来看，猪肉价格自2017年2月以来首次转正，贡献CPI正增长，为5.1%，非洲猪瘟影响猪肉供给，猪肉价格大概率将延续上涨；受低温阴雨天气影响，鲜菜价格在春节后并未如期回落，同比涨幅反而大幅扩大为16.2%，影响CPI上涨约0.42个百分点。从非食品分项来看，从CPI七大项分类来看，居住(-0.1%至2.1%)，生活用品及服务(-0.1%至1.2%)，医疗保健(-0.1%至2.7%)出现回落，衣着(+0%至2.0%)，教育文化和娱乐(+0%至2.4%)持平上月，交通和通信(+1.3%至0.1%)。预计CPI受猪肉价格影响今年整体中枢会抬升至2.5%左右(2018年为2.1%)，未来3个月基数较低，CPI同比不排除突破3%的可能，但预计央行对通胀的容忍度会增加，货币政策的整体方向保持不变。

图1 (CPI同比和环比增速，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 (食品和非食品CPI同比增速，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

CPI 同比 2.3% 前值 1.5% 环比 -0.4% 前值 1.0% 主要资料来源同比为 0.2%

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_13141

