日期：2019 年 4 月 2 日

经济回升确认 价格隐忧上升

——2019 年 3 月份宏观经济数据预测

分析师：胡月晓
Tel：021-53686171
E-mail：huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

■ 主要观点：

3 月份宏观数据预测：CPI 1.9，PPI 0.2，出口 15.0，进口 0.2，顺差 200（USD）亿，M2 8.0，M1 4.0，新增信贷 13000 亿，信贷余额 13.4，工业 6.5，消费 8.6，投资 6.3。

市场看法：经济中长期前景预期仍偏弱

按照彭博最新的宏观长期前景 POLL（3 月 18 日-3 月 25 日，67 家机构有效回复），市场对中国经济中长期前景依然偏弱，但也无进一步恶化：经济增速延续稳中偏弱格局，通胀和流动性保持平稳；外贸看低预期有所上升；投资和消费预期平稳中偏向下行；反映当期经济状况的工业经济运行预期略有走弱。经济格局的市场预期表明，2018 年 4 季度以来“补短板”加码，以及两会期间的政策放松，降税减费等行为，还并未影响到市场预期，中国经济增长偏软的预期依然未得到改变。

我们看法：平稳中回暖迹象将渐现

我们仍是最乐观者——从经济增长第一动力的投资发展看，投资将见底企稳回升迹象明显，从而经济回升将具有高度确定性！随着中美谈判取得进展以及降成本、补短板政策的落实，经济回暖迹象将进一步呈现，资本市场平稳中慢牛走势的格局不变！笔者依然认为，国内因素是主要的决定中国经济前景变化的因素，尤其是投资，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；基建投资带动投资整体回升，2019 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！。

房地产市场：楼市运行价稳量增

货币环境趋松带来资本市场回暖的同时，楼市也受影响活跃度回升，成交和价格出现了双回暖态势。虽然从中国调控历史看，严控是停止上涨不下降，一旦调控放松，房价则展开报复性反弹；然而，受经济形势和政策前景、土地市场变化影响，未来房价走势大规模反弹的可能性较低。由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，即使房价出现回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

食用农产品价格反常上行，生产资料价格低位徘徊

消费品价格运行，通常有明显的季节性波动规律：就春节因素的影响而言，节前升高和节后回落是普遍规律。数据变化表明，消费价格运行的季节性波动规律被打破，3 月消费价格在春节后反常上行。工业品价格受大宗商品反弹的影响，延续缓慢回升态势。从猪肉价格走势看，疫情已越过第二阶段——价格短暂平稳阶段，开始呈现上涨态势。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：经济中长期前景预期仍偏弱

按照彭博最新的宏观长期前景 POLL（3 月 18 日-3 月 25 日，67 家机构有效回复），市场对中国经济中长期前景依然偏弱，但也无进一步恶化：经济增速延续稳中偏弱格局，通胀和流动性保持平稳；外贸看低预期有所上升；投资和消费预期平稳中偏向下行；反映当期经济状况的工业经济运行预期略有走弱。经济格局的市场预期表明，2018 年 4 季度以来“补短板”加码，以及两会期间的政策放松，降税减费等行为，还并未影响到市场预期，中国经济增长偏软的预期依然未得到改变。2019 年、2020 年和 2021 年 GDP 年度增长的本次预测中位数分别为 6.2、6.0 和 5.8，和上次预测数一致，趋势上偏向下行，可见市场对中国经济的信心并无好转。持续 4 个季度的 GDP 预测值仍表现为微幅下降态势，表明市场心态偏弱。价格预期平稳，通胀、通缩都不是市场担忧，但预测值比上月预测进一步小幅下降；货币增长前景预期基本不变，虽然前期货币边际放松预期取得共识，但进一步放松显然也不为政策偏好——资金既不会变紧，也不会更松。

我们看法：平稳中回暖迹象将渐现

我们仍是最乐观者——从经济增长第一动力的投资发展看，投资将见底企稳回升迹象明显，从而经济回升将具有高度确定性！随着中美谈判取得进展以及降成本、补短板政策的落实，经济回暖迹象将进一步呈现，资本市场平稳中慢牛走势的格局不变！

笔者依然认为，国内因素是主要的决定中国经济前景变化的因素，尤其是投资，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；基建投资带动投资整体回升，2019 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“去杠杆”是个长期过程，货币中性基调并不会因供给侧改革重心转向“补短板”和“降成本”而改变；中性政策基调决定了未来货币增长偏低的长期性，但为托底经济，货币也不会收缩过紧，未来货币增长将在一个狭窄区域内实现“刀刃”增长。为维持货币平稳，未来 6-12 月再降准的概率还是较高的，2019 年降存贷款基准利率的可能性也在提高。

3 月高频数据分析

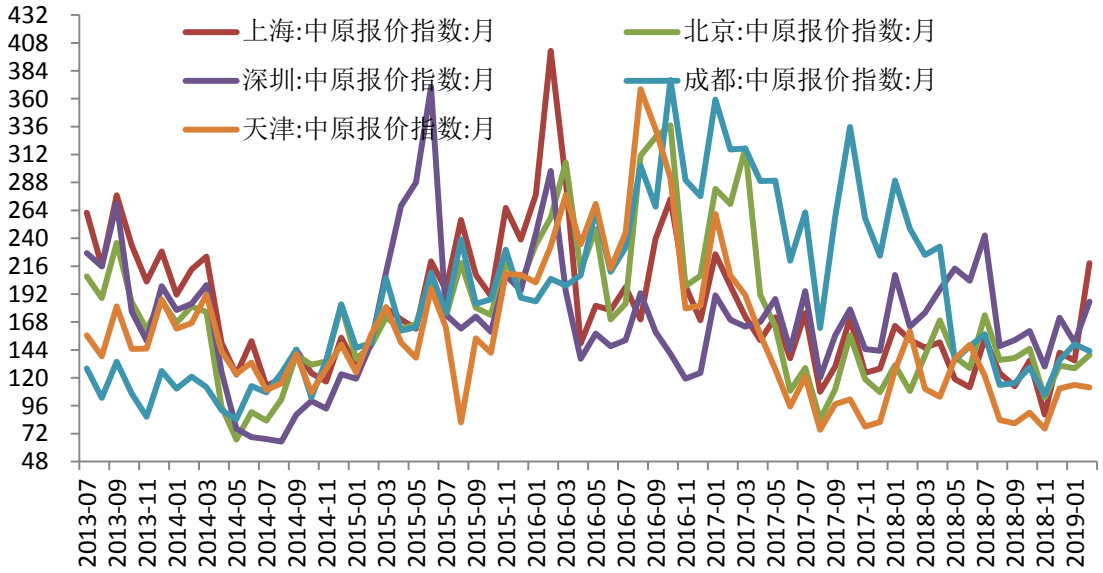
房地产市场：楼市运行价稳量增

货币环境趋松带来资本市场回暖的同时，楼市也受影响活跃度回升，成交和价格出现了双回暖态势。虽然从中国调控历史看，严控是停止上涨不下降，一旦调控放松，房价则展开报复性反弹；然而，受经济形势和政策前景、土地市场变化影响，未来房价走势大规模反弹的可能性较低。

回顾 2016 年 9 月以来的本轮楼市调控历史，调控政策大致经历了“统一调控”——“重心微调”——“因城施策”三个阶段。2018 年 4 季度后，楼市政策出现微调现象，全面收紧让位于“因城施策”的差异化策略。展望未来，楼市调控将进了因城施政的具体实施阶段!2009 年后，越来越多的城市宣布将实施楼市调控“一城一策”试点。

从中原报价指数情况看，楼市价格涨势在经历了前期高位回落后的低位走平阶段后，开始呈现波动回升态势，我们前期担忧房价变动棘轮效应——能上难下，开始呈现显露迹象。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。不过，由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，即使房价出现回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

图 1：主要城市住宅价格延续低位回升（当月同比，%）

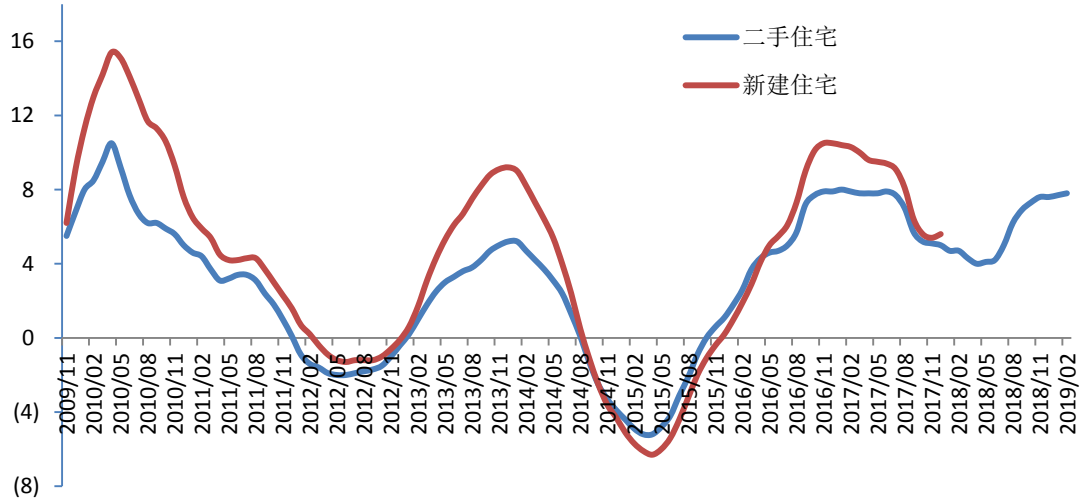


数据来源：wind，上海证券研究所

从 2019 年 2 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看一线和三线城市新建商品住宅、二手住宅销售价格环比微涨；二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨，二手住宅环比下降。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中：北京下降 0.2%，上海和广州分别上涨 0.3%和 1.1%，深圳持平。二手住宅销售价格环比上涨 0.1%。其中：北京和深圳分别上涨 0.2%和 0.5%，上海和广州分别下降 0.1%和 0.2%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅连续三个月相同；二手住宅销售价格环比下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手

住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。

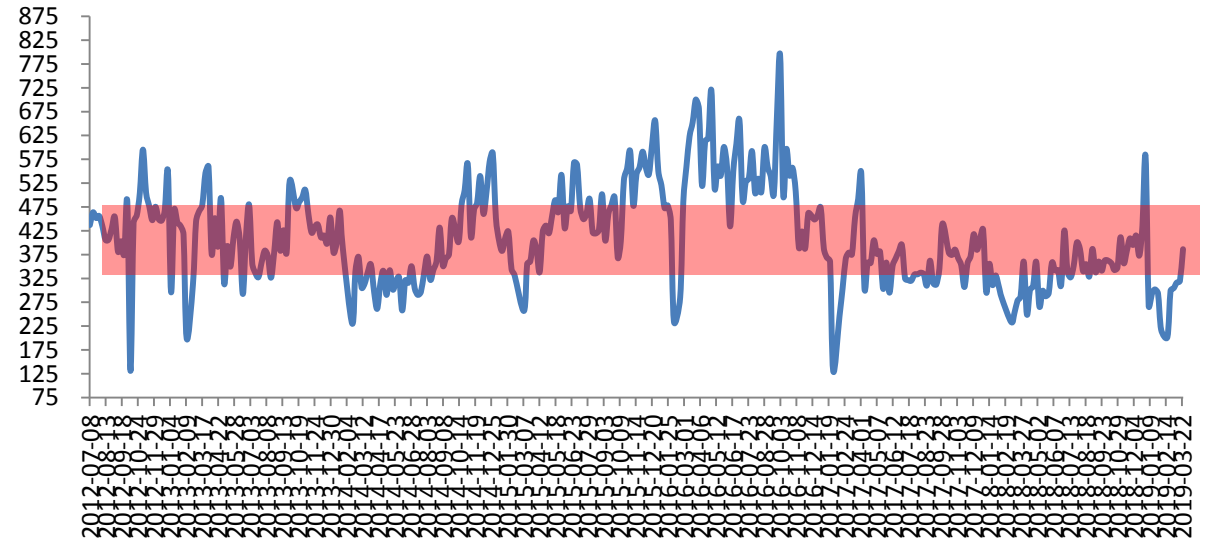
图 2：70 城市住宅价格回升后企稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

2018 年底召开的全国住房和城乡建设工作会议要求，2019 年要以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制，坚决防范化解房地产市场风险。坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任，加强市场监测和评价考核，切实把稳地价稳房价稳预期的责任落到实处。我们认为中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，未来各地将继续严格执行前期已出台的调控政策，楼市政策将依然维持收紧态势。从中央到地方，政策正从多维度平衡市场，调控进入了一个博弈平衡期，防止房价过快上涨，也防止房价大幅下跌。

图 3：30 个大中城市房屋成交显著回升（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

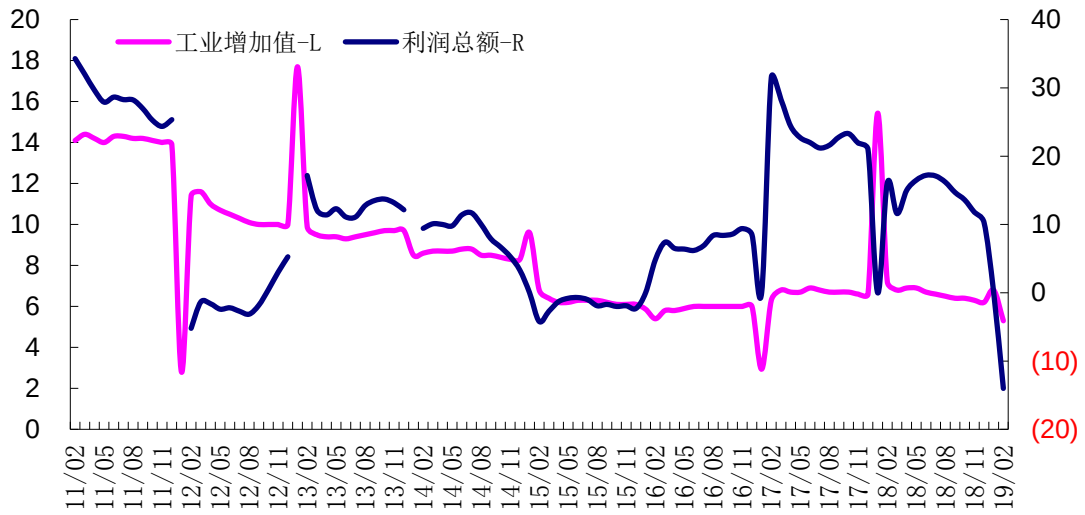
随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现继续下探迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区。2019 年 3 月份，全国 30 大中城市的周成交规模大幅回升，周成交规模平均仅有 331.7 万方，上月为 239.4 万方（扣除春节影响），2018 年同期为 262.8 万方，成交呈现显著回升态势。从前期成交规模变化下降平台的态势及政策基调看，未来成交仍将延续地位态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区已经找到。

工业利润季节性回落

与上年 1-2 月份相比，今年春节假期因素对工业企业生产经营影响周期更长，客观上给企业生产经营带来影响。

2019 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 14.0%，下降幅度较大，但统计局也表示，剔除春节因素后，规模以上工业企业利润总额与上年同期持平略降。观察中国工业经济运行历史，当前的工业利润下降，正如统计局解释，主要为季节性下降。汽车、石油加工、钢铁、化工等主要行业利润受春节假期因素影响，下降明显。。1-2 月份，汽车行业工业品出厂价格同比下降 0.4%，石油加工行业下降 1.3%，钢铁行业下降 2.5%，化工行业下降 2.3%。受工业品价格下降等影响，汽车行业利润同比减少 370.7 亿元，石油加工行业减少 317.3 亿元，钢铁行业减少 290.6 亿元，化工行业减少 188.8 亿元，上述 4 个行业合计下拉利润增速 14.2 个百分点。经测算，扣除上述 4 个行业，规模以上工业利润同比增长 0.2%。此外，工业生产、销售增速略有放缓，也一定程度影响企业利润增长。

图 4：中国工业经济运营情况（%，月）

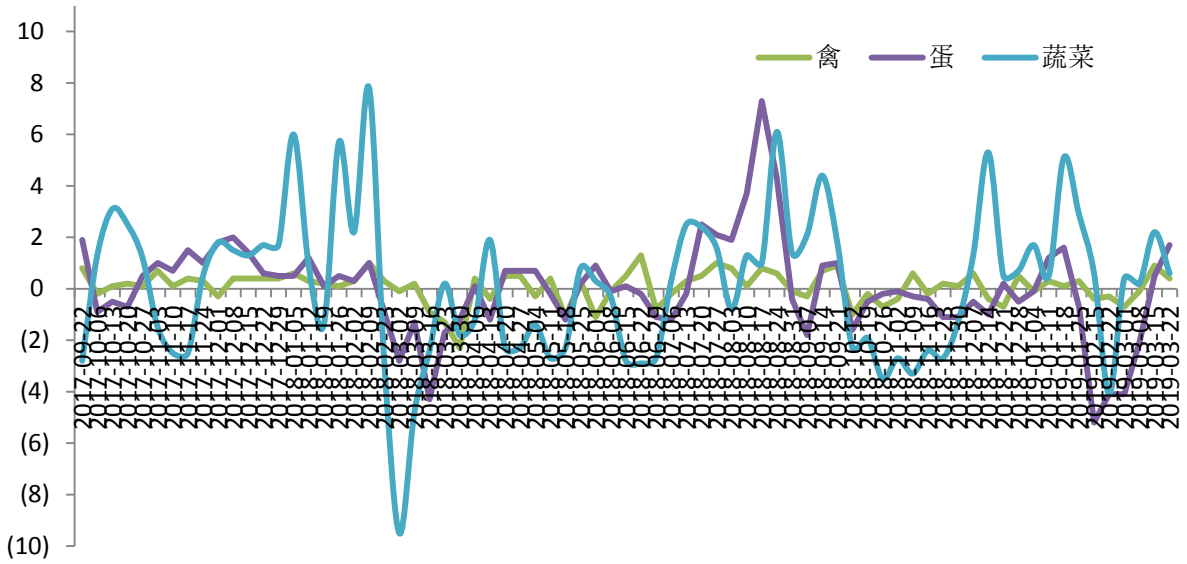


数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格反常上行，生产资料价格低位徘徊

消费品价格运行，通常有明显的季节性波动规律：就春节因素的影响而言，节前升高和节后回落是普遍规律。因此，2 月份后的消费品价格，在食用品价格回落的带动下，整体一般是呈现下行态势，尤其是 3-7 月。然而，今年 3 月的各类副食品价格却升多降少，尤其是猪肉价格开始呈现回升态势。数据变化表明，消费价格运行的季节性波动规律被打破，3 月消费价格在春节后反常上行。工业品价格受大宗商品反弹的影响，延续缓慢回升态势。从猪肉价格走势看，疫情已越过第二阶段——价格短暂平稳阶段，开始呈现上涨态势。

图 6：商务部食用农产品价格指数反常上升（各类别/周环比，%）



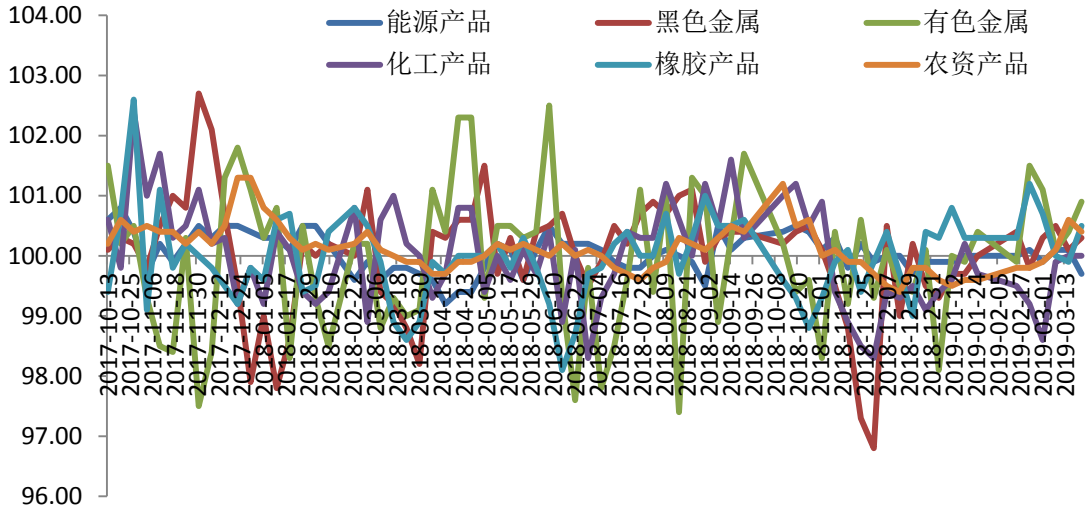
数据来源：wind，上海证券研究所

从实际生活表现和统计关系看，近期数据反常较为明显。2019 年 3 月，由于前期通胀数据回落和经济困难情绪上升，通胀预期已基本消退。消费品价格的季节性波动规律作用下，通胀压力减缓的趋势仍将持续。我们预计 3 月份 CPI 环比变动仅有-0.7，比往年偏高，但在基数效应影响下， CPI 同比将上行。

工业品价格主要是指生产资料价格的变动，这基本取决于大宗商品价格的走势。长期来看的工业价格水平受大宗商品价格变动影响，以稳为主，惯性波动；短期看，由于石油价格正处从市场长期均衡值下部区域反弹进程中，因此生产资料价格稳中偏升格局不变。

我们一直认为，大宗商品价格在上台阶后在均衡区间波动是中长期趋势，未来工业品价格将呈现稳中趋降的态势，同比值变化主要受基数变化的影响，趋势上回落已成定局。受减税降费的影响，未来工业品价格的也会有一个小幅跳落的下台阶行为；3 月份受预期影响，价格运行也先行呈现了偏弱态势。

图 7：商务部生产资料价格指数地位企稳（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 3 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1　2019 年 3 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
3/31	PMI	50.5	49.2	50.0	49.2
4/1	财新 PMI	50.2	49.9	49.8	49.5
4/11	CPI 涨幅%	1.9	1.5	0.7	2.1
	PPI 涨幅%	0.2	0.1	0.3	3.1
4/12	出口增速%	15.0	-20.7	-2.7	-3.0
	进口增速%	0.2	-5.2	15.6	14.8
	贸易顺差（亿美元）	200	41.2	50	-57.7
4/17	城镇固定资产投资（当月）%	6.2	6.1	6.1	7.1
	当年累计%	6.3	6.1	6.1	7.5
4/17	工业增加值%	6.5			6.8
	当年累计%	6.3	5.3	6.3	6.0
4/15	M2 增速%	8.0	8.0	8.4	8.3
	M1 增速%	4.0	2.0	2.0	7.2
	信贷新增（10 亿元）	1300	885.8	1000	1120
	信贷增速	13.4	13.4	13.5	12.8
4/17	消费增速%	8.6	8.2	8.5	10.1
	当年累计%	8.3	8.2	8.5	9.8
4/17	1 季度 GDP 增速%	上月预测：6.6		本月调整：6.6	
	当年累计%	上月预测：6.8		本月调整：6.8	

数据来源：上海证券研究所。

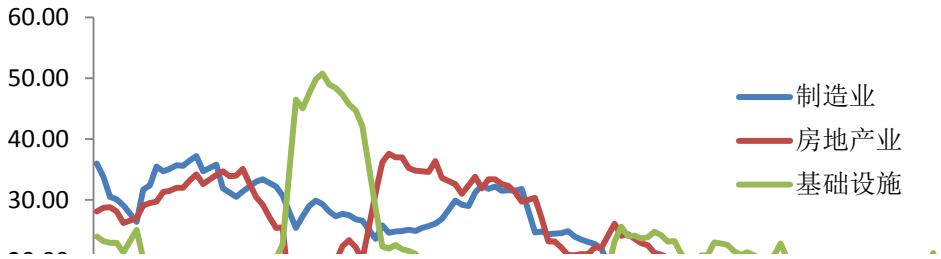
投资延续回升态势

我们看好经济回升的基础是投资的回升，从投资回升的动力看，2019年投资持续回升是高度确定的，这必将带来经济的回暖。这是我们在市场中旗帜鲜明看多经济和市场的基础。2019 年 1-2 月份，全国固定资产投资开局平稳，共完成固定资产投资（不含农户）44849 亿元，同比增长 6.1%，增速比去年全年加快 0.2 个百分点，自去年 9 月份起呈现平稳回升的态势。

基础设施等短板领域投资已呈现了显著的企稳回升态势。1-2 月份，基础设施投资同比增长 4.3%，增速比去年全年提高 0.5 个百分点，延续了自去年四季度以来企稳回升的运行态势。其中，铁路运输业投资增长 22.5%，去年全年为下降 5.1%；道路运输业投资增长 13%，增速比去年全年提高 4.8 个百分点；信息传输业投资增长 16.1%，增速提高 13 个百分点；生态保护和环境治理业投资增长 48.9%，增速提高 5.9 个百分点。

从投资主要类别构成看，2018 年投资低迷主要是基建投资“拖后腿”。2018 年我国投资增速的下降主要是基础设施投资回落的结果，2019 年的投资变化将与 2018 年正好相反，基建投资将带动整体投资回升。2018 年，全国共完成固定资产投资（不含农户）635636 亿元，比上年增长 5.9%。2018 年一季度、上半年和前三季度投资增速分别为 7.5%、6%和 5.4%。全年制造业投资比上年增长 9.5%，增速比上年提高 4.7 个百分点，高于全部投资 3.6 个百分点；基础设施投资比上年增长 3.8%，增速虽比年初的 18%水平明显回落。

图 8：中国投资增长见底回升态势明显（当季同比，%）



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_13371