恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

中国经济正走出至暗时刻

——全面解读 1-2 月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2019/3/14

首席经济学家： 任泽平

研究员： 罗志恒
✉luozhiheng@evergrande.com

联系人： 孙婉莹
✉sunwanying@evergrande.com

联系人： 华炎雪
✉sunwanying@evergrande.com

事件：中国 1-2 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 5.6%，前值 6.2%。1-2 月城镇固定资产投资同比 6.1%，预期 6.1%，前值 5.9%。1-2 月社会消费品零售总额同比 8.2%，预期 8.2%，前值 9%。1-2 月新增社会融资规模为 5.31 万亿元，比上年同期多 1.05 万亿元；2 月 M2 货币供应同比 8.0%，预期 8.4%，前值 8.4%。

请务必阅读正文之后免责条款部分

目录

1 核心观点：社融企稳回升，内需回暖，经济年中触底前低后稳 4
2 社融企稳回升，信贷结构改善，货币政策将持续放松但不会大水漫灌 6
3 春节雨雪停工及出口下滑带动生产下滑，新兴制造保持高增长 8
4 固投受基建和房地产推动上升，2019 年触底回升，但回升幅度不大 9
5 地产销售负增长，施工支撑投资高位，销售、土地购置、新开工下行预示地产投资将回落 10
6 制造业投资放缓，高端制造投资放缓但仍快于整体，未来在内需回暖、价格企稳回升和宽信用的支撑下企稳 12
7 基建投资持续反弹，在温和上调赤字率和扩大专项债的支撑下拖底经济 13
8 社零消费增速低迷，后续受益于降低增值税和个税而平稳 14
9 外需疲软，出口新订单指数创 10 年新低，未来将持续下行 15
10 增值税减税对冲猪周期压制通胀，考虑到传导时滞 CPI 短期将上升、PPI 通缩压力暂缓 17
11 PMI 新订单、价格和经营预期指数回升，预示主动去库存渐入尾声 18

图表目录

图表 1： 2019 年 1-2 月合计新增社融及分项 6
图表 2： 2013-2019 年 1-2 月合计新增社融规模 7
图表 3： 2 月新增居民户贷款大幅下降，企业贷款大幅上升 7
图表 4： 2019 年 2 月 M2 增速微降，M1 增速大幅反弹 8
图表 5： 受春节因素和阴雨天气影响，1-2 月工业生产有所放缓 9
图表 6： 一产、二产投资回落，三产投资上升 9
图表 7： 基建、房地产投资反弹，制造业走弱 9
图表 8： 社融反弹预示固定投资反弹 10
图表 9： 地产投资增速上升，销售负增长 11
图表 10： 土地购置面积大幅下行 11
图表 11： 制造业投资有所下滑 12
图表 12： 企业资产负债表修复 12
图表 13： 高新技术投资增速远高于制造业整体 13
图表 14： 财政发力支撑基建反弹 13
图表 15： 1-2 月社零消费增速持续低迷 15
图表 16： 春节扰动，2 月进出口同比下行 16
图表 17： 外需持续走弱 16
图表 18： 对美出口增速大幅下滑，连续 3 个月为负 16
图表 19： 韩国 2 月出口同比落入负值 16
图表 20： 全球 BDI 指数大幅下行，贸易活动趋弱 16
图表 21： CPI、PPI 企稳，通缩压力下降 17
图表 22： 猪周期拐点将至 18
图表 23： 春节后仔猪价格迅速上涨，三周涨幅达 30% 18
图表 24： 制造业 PMI 连续第 3 个月低于荣枯线 19
图表 25： 产成品库存和采购下行，仍处去库存周期 19
图表 26： 受春节停工和阴雨天气影响，建筑业景气略回落 20

1 核心观点：走出至暗时刻，社融、订单、股市等先行指标触底回升，经济年中触底、前低后稳，资本市场否极泰来

我们在 2015 年提出“经济 L 型”，2018 年下半年提出“2019 年中经济二次触底”。从近期政策和数据看，中国经济正走出至暗时刻。财政货币政策开始回暖，大幅减税列入政府工作报告，发展多层次资本市场、优化民营经济发展环境得到高度重视，对去年的一些错误认识和做法予以纠偏，新一轮开放的紧迫性增强。虽然经济还在惯性下滑，但社融、内需订单、股市等先行指标开始触底回升。只要中国务实推动市场化导向的新一轮改革开放，未来最好的投资机会仍然在中国。

2019 年宏观形势主要判断：经济年中触底，资本市场否极泰来。上半年中国经济还将惯性下滑，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。经济有自身运行规律，关注世界经济、金融、库存、产能、房地产、政治等六大周期。**年初 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）和企业盈利底（2019 年下半年）将先后出现。货币宽松和周期轮动，债市、股市、房市、商品将先后转好。**

未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。2018 年 12 月中央经济工作会议和 2019 年政府工作报告强调强化逆周期调节，货币政策将保持松紧适度，流动性合理充裕，疏解宽货币到宽信用渠道，支持民企和小微企业融资。财政政策更加积极，大规模减税降负，赤字率温和上调，扩大专项债支持基建。

1-2 月份经济金融数据表明：财政货币政策取得初步效果，内需回暖，尤其是社融和基建投资触底回升，由于不是大水漫灌，属温和回升；从经济周期运行看，主动去库存周期渐入尾声，从量价齐跌到价格反弹，企业补库存的意愿在酝酿。具体看，当前宏观经济的八大特点和趋势：

一、货币金融数据是领先指标，社融企稳回升，信贷结构改善，货币政策将持续放松但不会大水漫灌。1-2 月社融新增 5.31 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，整体呈现反弹态势，实体经济融资环境改善（2013-2019 年 1-2 月新增社融为 3.62、3.54、3.41、4.31、4.81、4.27、5.31 万亿，央妈是爱我们的，但不是溺爱），宽货币宽信用政策开始见效。1-2 月企业中长期贷款增加占比上升，信贷结构改善，企业活力有所增强，但仍待政策持续发力。未来减税和基建发力将支撑 M2 反弹。货币政策松紧适度，畅通宽货币到宽信用的渠道，支持民企和小微企业融资，降息降准可期。

二、固定资产投资回暖，主要由房地产和基建投资支撑，先行指标新开工项目计划总投资、到位资金和社融均预示固投触底回升。财政政策持续发力，专项债加速发行拉动基建投资回升，基建（含水电燃气）投资同比 2.5%，较去年全年回升 0.7 个百分点，此前连续三个月回升。交通运输投资中的铁

路投资增速高达 20%。从先行指标看，新开工项目计划总投资 1-2 月份同比增长 4.9%，去年全年是下降 17.7%；新开工项目到位资金也保持小幅增长；M2、社融领先于固定资产投资，因此 2019 年固定资产投资触底回升但幅度不大。

三、地产投资显著回升，主要由施工面积支撑，但销售、拿地、新开工均下行，地产投资高增长难以持续，房地产市场要防止一二线城市房价反弹和三四线库存反弹，建立居住导向的住房制度和长效机制。1-2 月房地产投资增速为 11.6%，较 2018 年全年回升 2.1 个百分点，主要是施工面积上升支撑。当前新开工面积增速下滑但仍大幅高于竣工面积，表明房企仍在加快高周转预售回款。房企到位资金来源仍以销售回款（居民购房的自有资金）为主，贷款同比仍为负增长，但是国内贷款降幅缩窄、个人按揭贷款增速上升表明银行端在边际放松对地产的融资。从未来看，地产销售、土地购置和新开工面积等领先指标下行以及去年的大量土地流拍预示地产投资下行压力大。《政府工作报告》提出 2019 年要“落实城市主体责任，改革和完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”，建立居住导向的住房制度和长效机制，关键是人地挂钩和金融稳健。房地产税从“稳妥推进”到“稳步推进”，房地产税势在必行，将通过影响预期和持有成本进而影响供求关系和房价，房地产税推进需要遵循“立法先行、充分授权、分步推进”的原则。

四、制造业投资明显下滑，有色、金属制品等大幅下滑，高技术和装备制造投资增速放缓但仍高于整体。伴随基建等带动的需求回暖、PPI 企稳回升和减税降费带动的盈利改善、宽货币到宽信用传导生效，企业盈利底预计在三四季度出现，制造业投资将逐渐企稳。

五、地产相关消费拖累社零消费增速，后续受益于降低增值税和个税将保持平稳。1-2 月社零售消费同比名义 8.2%，与去年 12 月持平；实际增速 7.1%，比去年 12 月提升 0.5 个百分点。从消费品类看，受地产销售下滑影响，地产相关的家具、家电音像器材、建筑装潢增速明显放缓；汽车消费连续两个月降幅收窄，支撑整体消费；升级类消费类如通讯器材、化妆品和金银珠宝类同比增速提高。**未来消费增速受居民收入增速下行、居民杠杆率高的影响难以大幅提高，但随着增值税、个税减税效应的显现以及“稳定汽车消费”等政策实施，有利于消费保持平稳。**

六、CPI 短期上行、PPI 短期企稳。2 月 CPI 环比 1.0%，连续 3 个月环比上涨，但因为高基数效应，同比下滑。猪周期拐点和猪瘟驱动猪价大概率上行，同时增值税作为价外税，减税将直接导致商品价格下降，对冲猪周期，通胀不会制约货币政策。因此从全年来看，CPI 上行压力仍然可控，不会对货币政策形成掣肘。PPI 短期企稳，主要是油价回暖和基建发力支撑，但年内通缩压力尚未完全解除，前低后稳。

七、PMI 新订单、价格和经营预期指数回升，预示主动去库存渐入尾声。当企业面临需求和价格的持续上行，将改变生产经营预期，并增加原材料采购和生产，去库存进入尾声向补库存过渡，此时经济触底并走向企稳，预计发生在 2-3 季度。

八、受全球经济见顶回落、中美贸易战和全球产业链转移影响，外需大幅下滑，新出口订单指数创十年新低。1）全球经济见顶回落，外需和全球贸易活动大幅放缓。2 月全球制造业 PMI 指数 50.6%，连续 10 个月下滑，创 2016 年 7 月以来新低。2 月全球 BDI 指数同比-44.1%，较 1 月大幅下降 29.7 个百分点，连续 4 个月为负，1-2 月累计同比-28.5%。 2 月韩国出口同比-11.1%，连续 4 个月出现大幅下滑，1-2 月累计同比-8.4%，较去年降幅扩大 6.7 个百分点。**2）中美贸易磋商虽取得实质性进展，但**

2018 年美方对华逆差占其总逆差占比再创新高，中美贸易仍存不确定性。中国对美国连续 3 个月的出口负增长表明中美贸易摩擦的影响已经显现，中美贸易逆差占美国货物贸易逆差的比重持续上升，2018 年占比接近 48%。**3）中国 2 月 PMI 新出口订单指数连续 9 个月低于临界点，创十年新低。4）全球贸易摩擦下产业转移在持续发生，中国加工贸易占比下降。**

2 社融企稳回升，信贷结构改善，货币政策将持续放松但不会大水漫灌

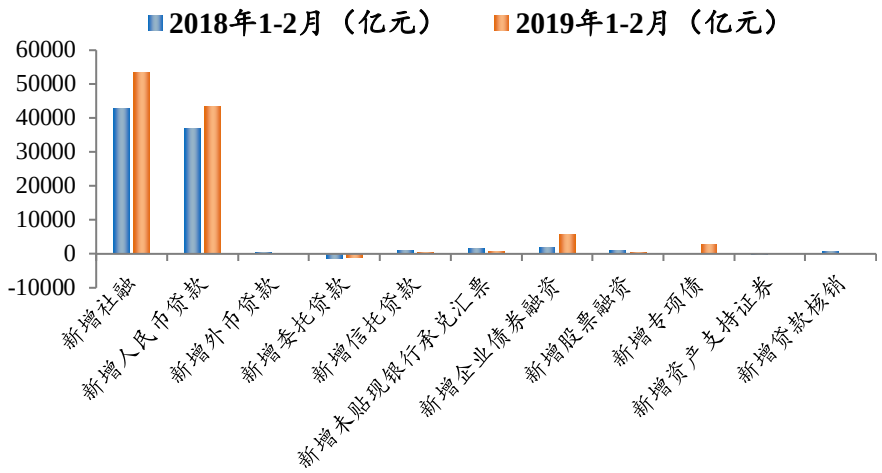
1-2 月社融呈反弹态势，实体经济融资环境改善，预计 3 月仍将继续反弹。2 月社融存量增速 10.1%，较 1 月下降 0.3 个百分点，但仍然比去年底上升 0.3 个百分点。1-2 月社融新增 5.31 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，整体呈现反弹态势，实体经济融资环境改善（2013-2018 年 1-2 月新增社融为 3.62、3.54、3.41、4.31、4.81 和 4.27 万亿），宽货币宽信用政策开始见效。其中，人民币贷款、企业债券融资和地方专项债稳定增长，成为支撑社融增长的主动力。

信贷结构持续改善，企业活力有所增强，但仍待政策持续发力。1-2 月企业中长期贷款增加 1.92 万亿元，占比 46.5%，为 2018 年 8 月以来的首次反超；短期贷款和票据融资增加 1.43 万亿元，占比 34.6%，贷款结构持续改善。

1 月 M2 反弹，2 月受财政存款大幅增加、季节性因素等影响，M2 增速微降至 8%，但未来减税和基建发力将支撑 M2 反弹。1 月 M2 反弹至 8.4%，2 月 M2 同比增速 8%。其一，2 月 2-19 日央行连续 18 天未开展逆回购操作，市场流动性相对不足；其二，2 月财政存款增加 3242 亿元，同比多增 7868 亿元，拖累 M2 增速回落，主要是地方债提前发行并大量扩容导致；其三，央行严查票据套利，导致结构性存款有所下降，拖累 M2。未来，财政政策发力、减税等政策将有力支撑 M2 增速反弹。

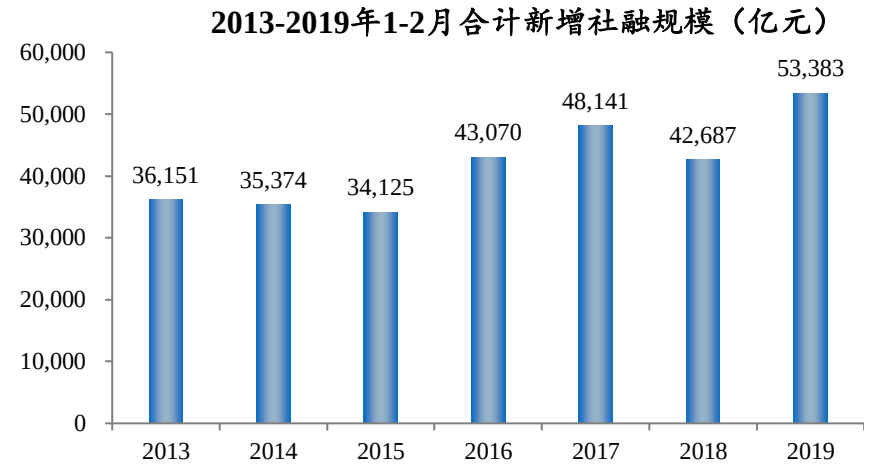
央行的货币政策取向是继续放松，流动性合理充裕，但不会大水漫灌。我们延续此前 1 季度社融触底回升、但幅度不大的判断。其一，政府工作报告着力解决企业融资难贵问题，既要不搞“大水漫灌”，又要灵活运用货币政策工具。**首先，要化解流动性约束，对中小银行定向降准。**央行提供流动性支持，化解流动性约束。因此，2019 年央行有望加大对中小银行定向降准力度，释放的资金用于民营和小微企业贷款。**其次，要化解银行资本约束，多渠道支持银行补充资本金。**近期央行鼓励商业银行发行永续债、央行创设票据互换工具（CBS），支持商业银行多渠道补充一级资本金，保证 2019 年国有大型商业银行小微企业贷款增长 30%以上。**最后，要化解利率传导约束，推动利率市场“两轨合一轨”。**央行已经连续 3 次强调“两轨合一轨”，利率市场化改革是未来金融改革的重点方向。**其二，货币政策松紧适度，纾解宽货币到宽信用渠道，支持民企和小微企业融资，降息降准可期。**中央经济工作会议和政府工作报告不提“中性”，并指出 M2 及社融增速与名义 GDP 增速匹配。根据财政赤字率 2.8%及 2.76 万亿赤字规模，可大致推算出 2019 年名义 GDP 增速为 9.5%。我们认为 2019 年 M2 和社融增速在 10%左右可能较为合理，预计 2019 年 M2 和社融都将延续反弹态势。

图表1：2019 年 1-2 月合计新增社融及分项



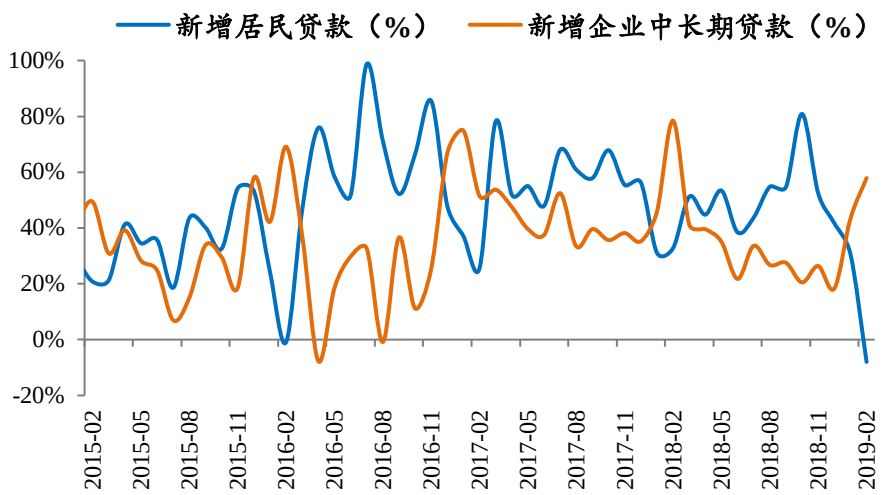
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：2013-2019 年 1-2 月合计新增社融规模



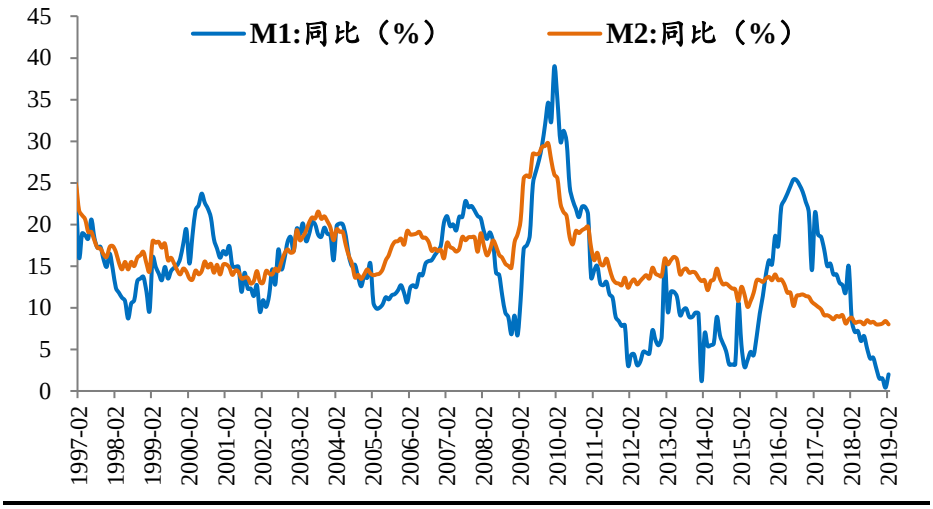
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：2 月新增居民户贷款大幅下降，企业贷款大幅上升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：2019 年 2 月 M2 增速微降，M1 增速大幅反弹



资料来源：Wind，恒大研究院

3 出口低迷和春节雨雪停工拖累生产下滑，新兴制造保持高增长

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_13678