

月度报告

2019年3月5日
(2019年第2期)

中诚信国际
宏观经济

开年宏观数据超预期，基本面仍需谨慎

—1月宏观经济形势分析

概述

◇ 热点事件

- 2019年“一号文件”发布，重点聚焦脱贫攻坚等八个方面。
- 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，针对民营企业融资难、融资贵问题出台了一系列政策措施。
- 国常会、中央政治局会议学习再度重申防风险重要性。

◇ 经济基本面：外贸金融数据表现超预期，基本面仍需谨慎

- 外贸数据超出预期。春节效应带动下，对主要贸易伙伴出口均有回暖，但春节因素干扰下出口能否持续改善尚不确定，进口虽有改善但经济下行期后续依然承压。
- 食品价格表现弱于历史同期，猪肉价格下跌加快带动CPI同比继续回落。生产资料价格持续下跌，PPI同比降至新低。通缩压力进一步凸显，预计CPI或小幅续跌，PPI或维持当前低位。
- 货币政策持续边际宽松叠加年初季节性增量，新增社融超预期，表外由负转正，表内创单月历史新高，票据融资增长迅速。宽货币背景下M2增速回升，季节性因素影响下M1增速下滑。
- 1月份人民币获更多支撑，汇率延续上月升势，考虑内外多种因素，预计2019年人民币汇率总体将宽幅波动。
- 中采PMI与财新PMI走势不一，受春节拉动供需走弱不明显，考虑到1月社融超预期增长，PMI未来或将走强。节日效应下非制造业PMI回升。生意社大宗商品供需指数(BCI)为负，反映制造业经济较上月呈收缩状态。
- **宏观政策调整仍坚持稳增长、防风险双底线，利率持续低位运行但下行空间收窄。**

近期以来，市场预期有所改善，但宏观政策仍在稳增长、防风险之间寻求平衡，大幅加杠杆的可能性较小。预计未来一段时间内，货币政策持续边际宽松但“大水漫灌”可能性较小，货币政策边际宽松带来的宽松资金面加上经济基本面处于长期弱势，使得利率将持续在低位运行，但下行区间有限，不及2018年。在这样的市场环境中，超额收益更多来自结构性的行情，利率债的配置收益边际降低，投资者对信用债的配置偏好将有所提升。在政策支持下，城投债和地产债的投资偏好或将有所修复，或是投资者评级下沉的主要品种；纾解民企相关政策倾向于龙头企业，且民企经营基本面未出现明显改善，民企债的投资偏好后续能否提升仍需观察。

联络人

作者

研究院 首席经济学家办公室

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

庞鸿泽 010-66428877-136

hzpang@ccxi.com.cn

相关报告：

政策动态求稳，经济下行不减——2018年宏观经济分析与2019年预测，2019年1月14日；

宏观经济继续走弱，新兴市场国家汇率波动施压人民币——7月宏观经济形势分析，2018年8月20日；

稳杠杆VS贸易战，中国经济何去何从？——2018年上半年宏观经济分析与预测，2018年7月23日

社零额增速创新低，消费真的这么差？——5月宏观经济形势分析，2018年6月27日

信用收缩加剧流动性风险，不同行业风险走势分化——从上市公司财务指标看宏观风险，2018年6月19日

生产需求走势分化，信用收缩风险抬升——4月宏观经济形势分析，2018年5月25日；

宏观数据如预期走弱，经济存下行隐忧——2018年一季度宏观经济形势分析与展望，2018年4月25日；

一、 宏观政策：重要文件聚焦民企融资难与扶贫攻坚，中央重申“防风险”重要性

关于加强金融服务民营企业的若干意见发布，缓解民营企业融资难“出实招”。据新华社2月14日电，近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，针对民营企业融资难、融资贵问题出台了一系列落实性较强的政策措施，如通过调整商业银行MPA考核评估参数、增加再贷款和再贴现额度并将政策范围覆盖至包括民营银行在内的金融机构等方式加强对民营企业的信贷支持，通过完善股票发行和再融资制度、扩大定向可转债适用范围和发行规模、推进在上海证券交易所设立科创板并试点注册制等方式鼓励民营企业直接融资，并通过支持金融机构通过资本市场补充资本等方式提升金融机构服务实体经济的能力，等等。意见的出台体现了中央对于民营企业融资难的高度重视，所提出的政策措施针对性、实操性均较强。但值得关注的是，当前民营企业的融资难问题，既有政策环境的问题，但更多的是民营企业自身的问题，融资政策的宽松有可能加剧民营企业的道德风险，也对金融机构尤其是中小银行金融机构的风控能力提出了更高的挑战。短期内，政策的调整，如MPA考核向民营企业贷款的倾斜、支持金融机构补充资本金等利好政策或将有利于提高金融机构服务民营企业融资的积极性，但政策的长效落实仍有赖于民营企业经营基本面的改善。

2019年“一号文件”发布，重点聚焦扶贫攻坚等八个方面。21世纪以来第16个指导“三农”工作的中央一号文件19日由新华社授权发布，文件分为脱贫攻坚、保障农产品有效供给、加快补齐农村人居环境和公共服务短板、壮大乡村产业、深化农村改革、完善乡村治理、加强农村基层组织建设、加强党对“三农”工作的领导等八个方面。在具体目标上，提出做好稳定粮食产量、实施大豆振兴计划和奶业振兴行动、加快突破农业关键核心技术、实施稻谷、小麦等重要农产品保障战略、发展乡村新型服务业、抓好农村人居环境整治三年行动、启动家庭农场培育计划、实施数字乡村战略等工作。尤为值得一提的是，文件再次提出深化农村土地制度改革，允许承包土地的经营权担保融资，全面推开农村土地征收制度改革和农村集体经营性建设用地入市改革，加快建立城乡统一的建设用地市场。

中央重要会议再度重申“防风险”重要性。2月20日，李克强总理在国务院常务会议上表示中国将坚持稳健的货币政策，坚决不搞“大水漫灌”，同时指出在为企业提供流动性的同时，避免“套利”和资金“空转”等行为，防止产生新的风险。中共中央政治局2月22日就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，习近平总书记强调，防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务。总书记提出需注重在稳增长的基础上防风险，强化财政政策、货币政策的逆周期调节作用，确保经济运行在合理区间，坚持在推动高质量发展中防范化解风险。

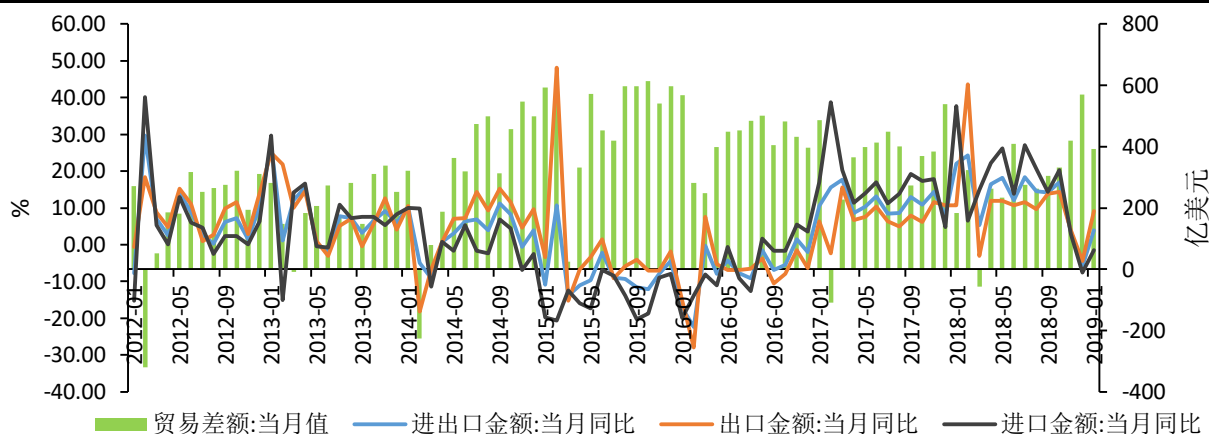
二、 经济基本面：外贸金融数据超预期，基本面仍需谨慎

1月份公布的宏观数据较少，从已公布的1月份宏观经济数据来看，金融外贸数据均超出预期，人民币持续升值，贬值压力有所缓解。与此同时，在中美贸易谈判进展较为顺利，宏观政策“稳增长”持续的情况系，市场对2019年经济增长的预期也有所好转。但值得一提的是，当前中国经济增长的内外环境并未出现显著的改善，全球经济复苏放缓和大国博弈背景下外部不确定性依然存在，内部需求虽然随着减税降费和基建投资的重视略好于预期，但并未出现根本改善。同时，虽然2018年四季度以来

多项利好政策持续支持民企，但民企的缺乏抵押、担保能力较差、追偿难度较大，金融机构对民企的风险偏好能否改善仍存在不确定性。综合来看，经济下行态势未改，不宜对经济基本面过于乐观。

(一) 开年首月外贸回暖，但“春节效应”干扰下持续性仍需观察

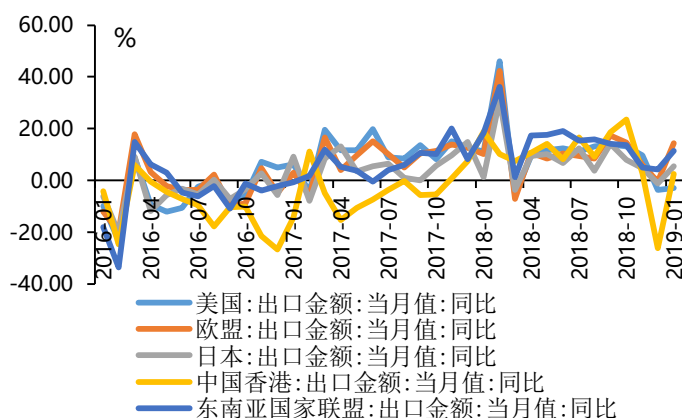
图 1：出口大幅回升，进口同比降幅收窄



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

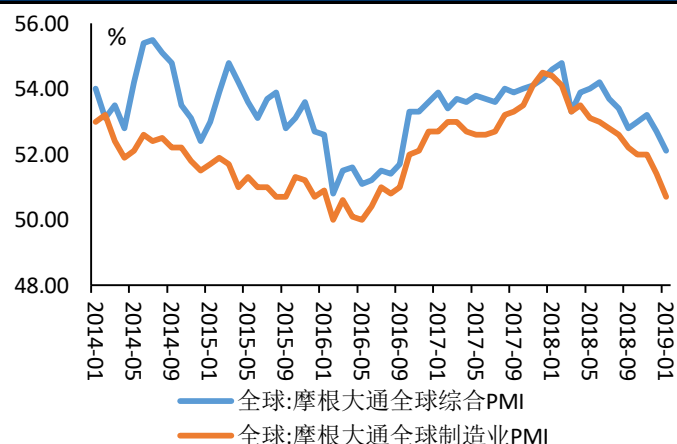
对主要贸易伙伴出口均有回暖，但春节因素干扰下出口能否持续改善尚不确定。1月份，进出口同比上涨4.0%，较上月回升9.8个百分点。其中，出口回暖明显，同比增长9.1%，较上月大幅回升13.5个百分点。对主要贸易伙伴出口虽程度不同，但均有所改善：对美出口同比下降2.77%，虽然同比下降，但降幅较上月有所收窄；对欧盟、日本、东盟出口分别同比增长14.49%、5.64%、11.5%，分别较上月回升14.82、6.67、7.1个百分点；此外，对香港出口同比增速由上月的25.97%大幅回升至2.55%，通过香港进行的转口贸易有所改善。但是，每年一季度的外贸受到春节等季节性因素的干扰较大，由于2月初即将迎来春节，不排除不少企业将2月份的出口量提前至1月，导致1月份出口量集中体现。后续来看，虽然中美贸易冲突的缓解可能对出口形成一定利好，但全球复苏持续放缓背景下，出口或仍面临压力。

图 2：对主要贸易伙伴出口均不同程度回暖



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：全球经济复苏放缓，出口压力仍存



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

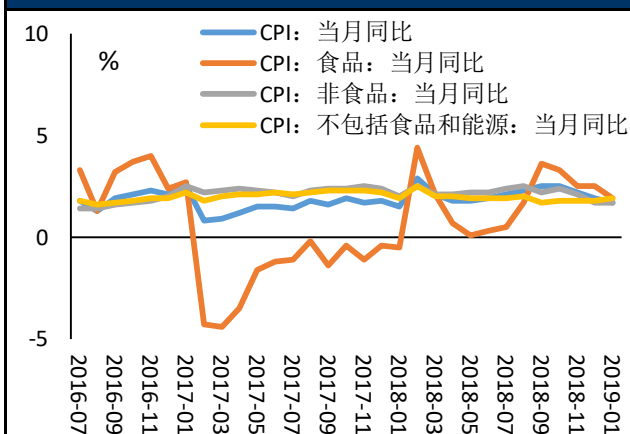
进口虽有改善但经济下行期后续依然承压。1月份进口同比下降1.5%，虽然依然保持回落态势，

但降幅较上月收窄6.1个百分点。由于进口增速较去年同期大幅度回落(去年同期进口同比增长37.6%)，贸易顺差较上年同期有所多207亿美元。从主要进口产品看，受钢铁、原油等大宗商品价格同比增速放缓影响，相关商品进口量增速与进口额增速出现一定程度的分化，1月份铁矿砂及其精矿进口量同比回落9.05%，但进口额同比仅回落2.06%；原油进口量同比增长4.82%，但进口额同比回落0.48%。此外，值得一提的是，随着中国兑现对美承诺，大豆进口较上月回升165.7万吨，结束了上年8月以来的持续回落态势。不过，1月份对美进口额仍延续下滑态势，仅为92.42亿美元，同比下降41.2个百分点，为2016年3月以来最低值。后续来看，随着中美贸易谈判的顺利推进，中国对美进口或将出现一定程度的恢复，同时中国主动扩大进口的政策未变，进口存在一定的支撑因素。但是，目前国内PMI与PMI进口指数仍处于荣枯线以下，国内需求低迷态势短期难以改善，进口持续增长仍存在压力。

(二) 通胀水平降至新低，需关注通缩风险

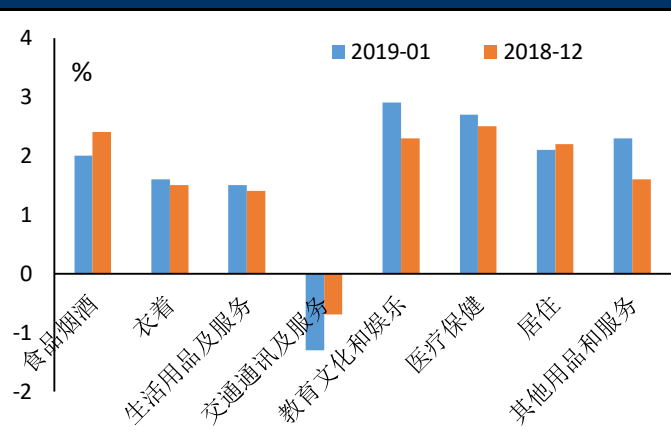
食品价格表现弱于历史同期，猪肉价格下跌加快带动CPI同比继续回落。1月CPI同比上涨1.7%，较12月回落0.2个百分点。1.7%的同比涨幅中，翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为0.5个百分点。其中，食品同比上涨1.9%，涨幅较上月收窄0.6个百分点；非食品同比上涨1.7%，与上月持平；核心CPI同比上涨1.9%，涨幅扩大0.1个百分点。食品价格表现弱于历史同期，蔬果蛋类价格涨幅皆有所收窄；因猪瘟疫情导致养殖主体提前加快出栏，加上部分地区生猪禁运解除，猪肉供给上升，猪肉价格跌幅走阔带动畜肉类价格同比涨幅收窄0.6个百分点至0.2%，猪肉价格对CPI的拖累较上月有所加重。非食品项中各类价格同比六涨一降，除交通类价格下滑和居住类价格涨幅略有下滑外，其他各项价格受春节拉动涨幅略有加快，节日效应下服务类对CPI的支撑加强。

图4：1月CPI回落、核心CPI小幅上涨



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图5：1月CPI八大类构成

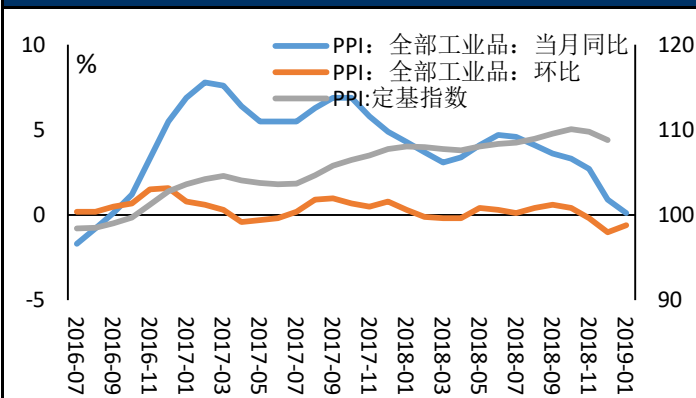


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

生产资料价格持续下跌，PPI同比降至新低。1月，PPI同比上涨0.1%，涨幅较12月大幅收窄0.8个百分点。0.1%的同比涨幅中，翘尾影响约为0.7个百分点，新涨价影响约为-0.6个百分点。其中，生产资料价格由升转降，同比下降0.1%；生活资料价格上涨0.6%，涨幅小幅收窄0.1个百分点。石油价格同比由升转跌，黑色、有色同比跌幅走阔，煤炭涨幅收窄。受国际原油价格持续下跌影响，石油和天然气开采业价格同比涨幅持续收窄、由升转跌，同比下跌5%；钢材价格下跌，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下跌2.9%；受大宗商品价格下跌影响，有色金属冶炼和压延加工业价格同比跌幅走阔，

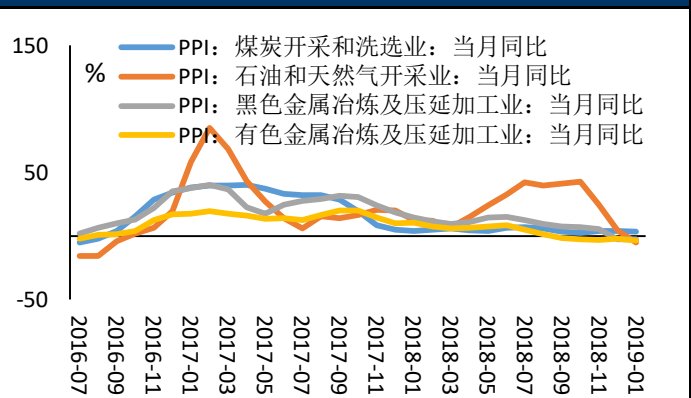
同比下降 3.5%；煤炭开采和洗选业价格同比涨幅小幅收窄，同比上涨 3.2%。PPIRM 同比涨幅继续回落，与 PPI 剪刀差收窄。1 月，PPIRM 同比上涨 0.2%，较上月回落 1.4 个百分点，但同时 PPI 回落幅度较大，PPIRM 与 PPI 剪刀差收窄 0.6 个百分点。燃料动力、黑色金属材料、化工原料、建筑材料类等价格同比涨幅均较上月收窄，部分价格出现下降；有色金属材料、农副产品类价格同比跌幅略有走阔。

图 6：PPI 同比继续大幅回落，PPI 定基指数下行



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 7：煤炭、钢铁、石油和有色金属 PPI 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

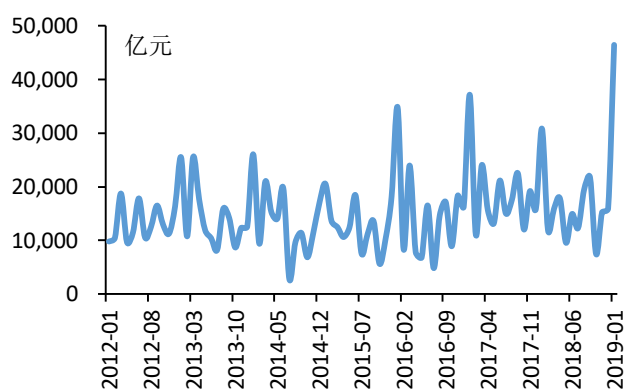
通缩压力进一步凸显，CPI 或小幅续跌，PPI 或维持当前低位。从 1 月价格数据来看，CPI、PPI 涨幅分别降至 2017 年 11 月和 2016 年 9 月以来最低水平，且两者增幅剪刀差大幅走阔，通缩压力进一步凸显。从 CPI 来看，2 月正值春节期间，猪肉需求量较大的背景下猪肉价格或止跌，或将对 CPI 形成一定支撑；但考虑到 2 月翘尾因素回落叠加去年高基数效应影响，2 月 CPI 上涨或受一定拖累，预计 2 月 CPI 将小幅续跌。从 PPI 来看，大宗商品价格近期有所企稳、国际油价出现反弹，PPI 短期或维持现有水平；但在国内经济下行压力不减、需求疲软生产放缓的背景下，PPI 回升乏力，且考虑到全球经济增长动能不足、边缘政治问题持续发酵的影响，国际油价上升持续性存疑，对 PPI 的中长期支撑或有限。

（三）宽信用效果显现社融超预期，表外由负转正表内创新高

新增社融超预期，表外由负转正，表内创单月历史新高。1 月份新增社融规模超出预期，高达 4.64 万亿元，较上月多增 3.1 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元，宽信用效果显现。其中，新增表内融资 3.6 万亿元，创有数据以来历史新高。表内融资的大幅回暖有多方面的原因：一方面，表内融资部分增长为年初季节性增量；另一方面，2019 年以来，货币政策持续边际宽松，存款准备金率下调 1 个百分点，普惠金融小型和微型企业贷款考核标准放松，支持商业银行多渠道补充资本金，提高永续债发行审批效率，央行创设 CBS 提高银行永续债流动性等政策措施强化了银行流动性回暖预期，提高了银行放贷的积极性；此外，市场普遍预期利率下行，银行有早放贷早锁定收益的动机。政策的持续宽松也带动了表外融资的回暖，1 月份新增表外融资 3432 亿元，较上月多增 5161 亿元，同比多增 2254 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票增速最为迅猛，增加 3786 亿元，同比多增 2349 亿元，委托贷款减少 699 亿元，较上月少减 1544.8 亿元，但同比仅少减 15 亿元，信托贷款增加 345 亿元，较上月少减 163.7 亿元，同比少增 110 亿元。此外，货币政策边际宽松背景下市场利率下行，带动企业债券融资继续回暖，企业债券净融资 4990 亿元，同比增加 3768 亿元，在非金融企业境内股票融资同比回落背景下仍带动

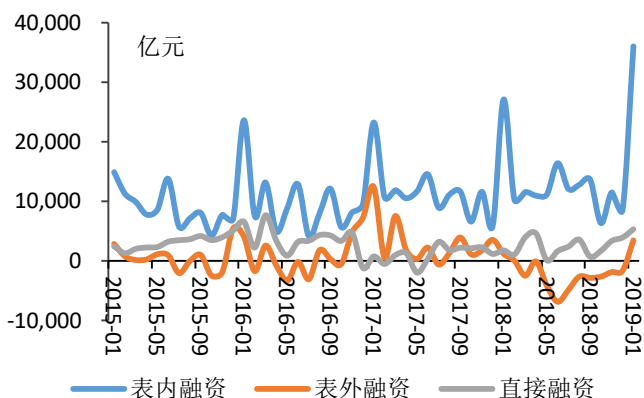
直接融资回暖，1月份新增直接融资增加5283亿元，较上月多增1449亿元，同比大幅增加3561亿元。此外，地方政府专项债发行提前，1月份新增地方政府专项债券净融资1088亿元。

图8：1月新增社融规模大幅高于同期



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图9：表内融资创历史新高，表外融资回暖

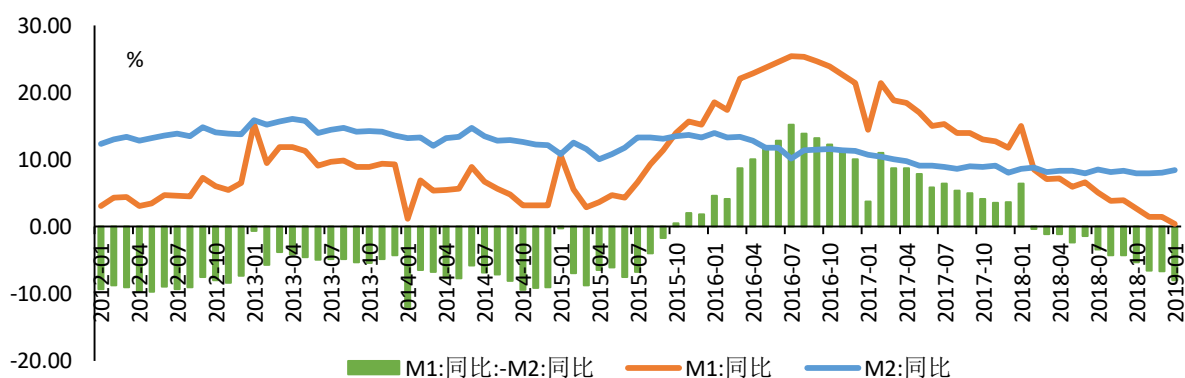


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

(四) 宽货币背景下 M2 增速回升，季节性因素影响下 M1 增速下滑

1月份，M2增速小幅回升至8.4%，较上月回升0.3个百分点，M1同比增速回落1.1个百分点至0.4%，二者剪刀差达到8%，较上月进一步扩大1.4个百分点。2018年至今多次降准和释放流动性的宽信用货币政策使得M2增速回升显著，中长期流动性供应增加。但是，由于临近春节，与2018年春节在二月中旬错位，企业发放薪资、奖金集中在一月，单位活期存款大幅降低也使得M1增速下滑。春节因素扰动过后，M1增速或将出现一定程度反弹，但在金融创新背景下，M1反弹幅度或仍将有限。

图10：M2与M1剪刀差进一步走阔



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

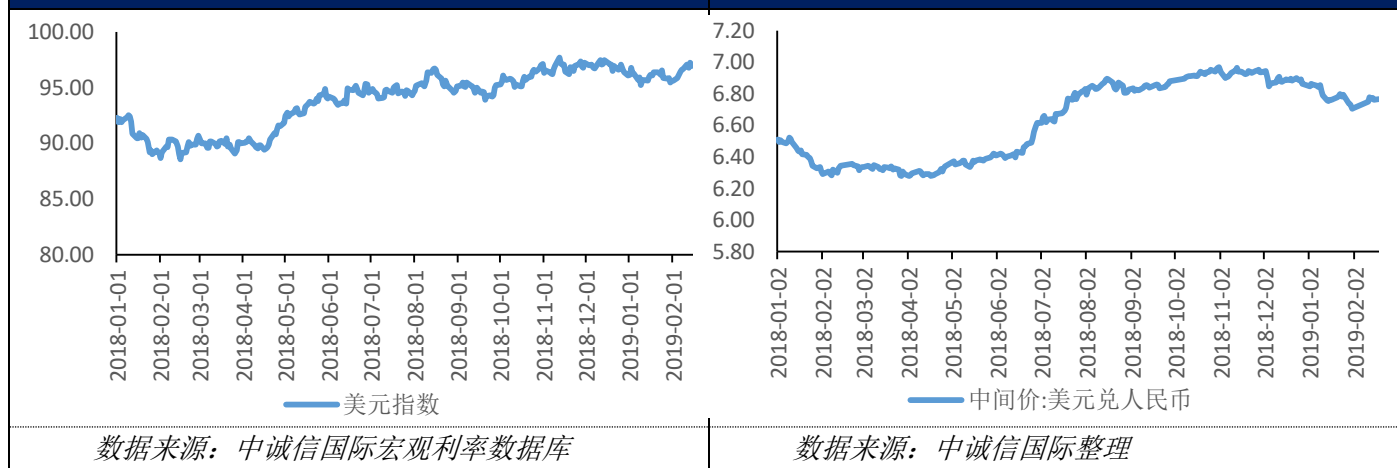
(五) 1月人民币汇率获更多支撑，未来汇率预期总体将宽幅波动

1月份人民币汇率延续升势。截至1月底，美元兑人民币中间价收报6.7343，较2018年年底上升1.88%。2018年受中美贸易战加剧，中国央行转向相对宽松货币政策，市场对中国经济走势预期分化等综合影响，人民币汇率承压，全年贬值5.4%。但随着美联储加息放缓，中美贸易摩擦缓和，稳增长政策不断加码，海外资金持续流入，人民币汇率在1月获更多因素支撑小幅上升。虽然经济下行压力仍

存，但在边际放松的货币政策和积极的财政政策的不断推动下，经济基本面持续恶化可能性较低，人民币汇率贬值压力小于 2018 年。美联储预计 2019 年美国经济增长将从 2018 年的 3% 放缓至 2.3% 左右，美国经济复苏可能走弱，但是考虑到欧洲等经济体经济走弱的幅度可能更大，美联储虽然偏鸽但全年仍处于加息周期，美元仍有支撑，预计 2019 年人民币汇率总体将宽幅波动。

图 11: 美元指数走势

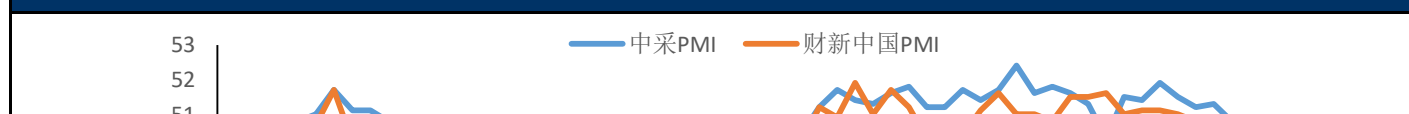
图 12: 人民币汇率



(六) 中采 PMI 与财新 PMI 走势不一，受春节拉动供需走弱不明显

1 月中采 PMI 为 49.4%，环比回落 0.6 个百分点。分项指标有升有降，生产指数、进出口订单小幅走强，新订单指数、在手订单指数出现小幅回落；受春节靠近一月底季节性影响，企业库存减少，产成品库存指数降低、原材料库存指数升高；受煤炭、石油、黑色、有色开采等价格涨幅趋缓影响，原材料购进价格和出厂价格涨幅继续下跌，1 月 PPI 继续下行。生产经营活动预期指数小幅回落，表明企业对未来预期有所下降。1 月财新 PMI 为 48.3%，较上月降低 1.4 个百分点，与中采 PMI 走势分化，或与二者覆盖样本不同有关。考虑到春节因素形成一定扰动，PMI 参考意义有所下降，而 1 月社融超预期增长，PMI 未来或将走强。

图 13: 中采 PMI 与财新 PMI 走势分化



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_13890

