

宏观研究/数据预测月报

2019年03月01日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

宫飞 执业证书编号: S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

1《宏观: 经济下行压力仍存, 稳增长信号明确》2019.01

2《宏观: 经济有下行压力, 政策基调以稳为主》2018.12

3《宏观: 继续看好利率债和基建类城投债表现》2018.11

经济下行压力仍存, 政策以稳为主

2月经济数据预测

经济下行压力仍存, 政策基调以稳为主

2018 全年经济增速 6.6%, 国内工业生产持续弱势、工业企业盈利增速下滑, 我们认为经济下行压力仍然存在。中央经济工作会议将“逆周期调节”及“稳定总需求”放在首位, 充分体现政策以稳为主的总基调。财政政策方面, 我们预计今年减税降费累计将超 2018 年总体水平; 货币政策预计将逐渐由灵活适度转向稳健略宽松。PMI 持续处于低位, 预示经济下行压力仍大, 我们预计 2019 年 GDP 增速回落至 6.2%, 未来各项政策仍将以稳为主。债券市场受扩信用和流动性转向风险资产的影响, 短期可能承压, 未来随着央行降低政策利率, 10 年期国债收益率可能会下行。

预计 1-2 月工业增加值累计同比+5.6%, 1-2 月固定资产投资累计同比增速+5.5%

从高频数据监测结果来看, 截至 2 月 27 日, 1 月、2 月份的六大发电集团耗煤量同比增速(日均)明显低于去年同期。我们预计 1-2 月工业增加值累计同比为+5.6%。在工业企业盈利整体未见好转前, 预计工业生产端仍存在下行压力。我们预计 1-2 月制造业投资累计同比增速+8%; 基建投资(统计局口径)累计同比增速+5%; 地产投资累计同比+7%。预计 1-2 月整体固定资产投资累计同比增速+5.5%。

预计 2 月 CPI 同比+1.6%、PPI 同比零增长

农业部高频数据监测显示, 截至 2 月 27 日, 今年 2 月份猪肉价格同比跌幅较上月小幅扩大。结合 CPI 环比的历史季节性表现, 我们预计 2 月通胀环比+1.1%、同比+1.6%, 同比增速继续小幅回落。政治局会议定调继续扩大内需, 我们认为未来钢铁、水泥等行业价格或仍将受益于需求侧刺激政策。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测, 截至 2 月 27 日, 2 月份黑色金属、煤炭、有色、原油等行业价格环比表现均强于 1 月份。我们预计 2 月 PPI 环比零增长、同比零增长。

人民币计价, 预计 2 月出口同比增加 9%, 进口增加 6.7%, 贸易顺差 381 亿美元

中美贸易摩擦取得边际缓和, 伴随着抢出口的负面影响逐渐消失的情况下, 我们认为出口数据过于悲观的预期可能会有所修正。但考虑到全球经济走势不容乐观, 同时中美贸易摩擦的核心是结构性改革, 因此长期来看出口数据仍存较大不确定性。进口方面, 春节后企业先启动原材料采购和进口, 预计对进口数据带来改善。随着美国经济见顶、强美元指数周期到达拐点, 人民币升值将部分对冲国内经济下行压力, 对进口数据提供底部支撑作用。若稳增长政策发力不及预期, 那么进口数据后续仍将承压。

预计信贷新增 1 万亿左右, 社融新增 1.3 万亿, M2 增速 8.5%, M1 增速 1%

1 月份信贷金融数据超预期反映了实体经济出现大幅下滑的风险在缓释, 同时银行贷款具有较为明显的季节性, 通常一季度信贷高于其他季度。我们认为, 2 月份信贷“惯性”延续 1 月份良好开局的概率较高, 我们预测 2 月份信贷 1 万亿, 同比增速 13.4%; 预计 2 月份社融新增 1.3 万亿, 增速 10.4%, 与之对应的广义货币存款增速 M2 在 8.5% 左右, 同时由于房地产调控的延续, 狭义存款 M1 增速在 1% 左右。

预计 1-2 月社会消费品零售总额同比增速为 8.2%

预计 1-2 月社会消费品零售总额增速为 8.2%, 较去年全年 9% 下行 0.8 个百分点, 今年消费数据大概率维持较低水平, 难有很强上行动力。经济下行压力仍大, 棚改货币化率大概率降低也对消费构成明显负向拖累, 消费顺周期性将继续体现。其中, 预计 1-2 月汽车消费增速有环比改善, 但仍为负值。春节期间电影票房、旅游数据均不及预期, 体现居民消费升级意愿减弱, 未来消费走势主要取决于经济形势及居民预期。

风险提示: 基建、地产反弹与中美贸易摩擦等因素对市场形成超预期影响。

工业生产、经济增长仍存下行压力，政策基调以稳为主

2018 全年经济增速 6.6%，全球经济复苏局势及相关外需仍有较大不确定性，国内工业生产持续弱势、工业企业盈利增速下滑，我们认为经济下行压力仍然存在。中央经济工作会议将“逆周期调节”及“稳定总需求”放在首位，充分体现政策以稳为主的总基调。

财政政策方面，我们预计今年减税降费累计将超 2018 年总体水平；货币政策预计将逐渐由灵活适度转向稳健略宽松，未来稳社融增速将充分调动银行积极性，可能从鼓励银行增加信贷投放及信用债购买等角度展开，同时可能出台更多的结构性宽松措施；预计上半年政策将着力改善小微企业经营环境、以及应对可能的失业率上行问题。

PMI 持续处于低位，预示经济下行压力仍大，我们预计 2019 年 GDP 增速回落至 6.2%，未来各项政策仍将以稳为主。经济下行、盈利回落基本确认，股市难以通过盈利驱动，近期股市上涨源自外资流入的助推，我们认为股市外资赚钱效应带来的散户入市有可能进一步推高市场。我们在年度策略报告中提出，进攻逻辑应看好成长股龙头，如 5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新性基建领域；防守逻辑阶段性看多 CPI 与 PPI 剪刀差扩大带来的农产品、食品饮料、商贸零售等消费类行业盈利修复行情。自我们提出该看好逻辑以来，从 2019 年初至今（2019 年 1 月 2 日至 2 月 28 日），通信行业累计涨幅 25.6%，农林渔牧行业累计涨幅 26.8%（行业分类采用 SW 一级行业分类标准）。债券市场受扩信用和流动性转向风险资产的影响，短期可能承压，未来随着央行降低政策利率，10 年期国债收益率可能会下行。

尽管我国经济增速继续存在下行压力，但经济结构转型也在同时有序进行。根据国家统计局公布，2015-2017 年我国经济发展新动能指数分别为 123.5、156.7、210.1，分别比上年增长 23.5%、26.9%和 34.1%，增长速度逐年加速。新动能指数包含网络经济指数、经济活力指数、创新驱动指数、转型升级指数、知识能力指数五个部分，2017 年增速最快的是网络经济指数。同时，在经济增速下行过程中，最终消费对 GDP 的贡献率维持在较高位置，2018Q4 最终消费对 GDP 累计同比增长的贡献率达到 76%，连续四个季度维持在 75%以上。消费升级需求仍是经济发展可供挖掘的重要成分。

预计 1-2 月工业增加值累计同比+5.6%

2018Q1-Q4 工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%。从近期 PPI、工业企业盈利、PMI 的弱势表现来看，我们认为未来制造业生产端较难出现大幅复苏。

我们认为，国内政策持续强调扩大内需，今年基建投资有望较 2018 年反弹；如果经济下行压力持续加大，2019 年三季度有放松一线和部分二线城市地产刚需调控的可能性，这些需求侧的刺激措施可能对制造业生产端相关行业（工程机械，通用设备等）形成一定的对冲拉动，未来工业增加值中枢可能是稳中微降的局面。但在工业企业盈利整体未见好转前，预计工业生产端仍存在下行压力。

从高频数据监测结果来看，截至 2 月 27 日，1 月、2 月份的六大发电集团耗煤量同比增速（日均）明显低于去年同期。我们预计 1-2 月工业增加值累计同比为+5.6%。

预计 1-2 月固定资产投资累计同比增速+5.5%

我们预计 1-2 月制造业投资累计同比增速+8%；基建投资（统计局口径）累计同比增速+5%；地产投资累计同比+7%。预计 1-2 月整体固定资产投资累计同比增速+5.5%。

PPI 同比增速延续下行，工业企业盈利增速回调，PMI 表现较为低迷，这些因素均对制造业投资形成制约。但我们认为国家可能在高新制造业领域持续加大长周期资本投入，对冲传统制造业投资的下行压力；2018 年 12 月中央经济工作会议把推动制造业高质量发展放在 2019 年重点工作任务的第一位，同时强调要解决好民营和中小微企业融资难、融资贵问题，明确了供给侧改革重心转向降成本和补短板方向。我们认为今年货币政策将重点强调扩大信用，可能继续运用结构性宽松政策对冲表外融资的下行压力，有望使得中小企业、民间企业融资难的问题得到一定缓解。

我们预计 2019 全年基建增速可能反弹到 10%左右，维持对于放松基建的顺序“先中央后地方，先铁路后公路”的判断。中央经济工作会议指出我国现阶段投资潜力仍然较大，要加快 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设步伐，我们认为以上方向将是中长期来看，基建补短板的重要发展方向。今年 2 月以来多类工业品价格出现反弹，可能反映了基建需求有复苏迹象的预期；地方政府专项债从年初以来就启动发行，保障了基建投资资金来源。随着天气转暖，我们预计今年上半年基建投资增速有望进一步回升。

我们认为，在房住不炒的政策要求下，地产企业的高周转模式难以持续，前期拿地较多导致滞后计入房地产开发投资的因素正在消失。我们预计房地产调控政策短期难以大幅放松，维持在需求侧刺激出台前，地产投资增速未来平缓下行的判断。

但如经济下行压力继续加大，单靠基建较难达到改善信用环境、释放信用的效果，减税、消费刺激政策等可能也无法有效对冲下行压力。地产及地产后周期对拉动经济增长有重要支撑作用，我们预计 2019 年三季度房地产政策可能出现边际转向，但转向也会在坚持“房住不炒”的大逻辑下，重点保护刚需，放松一线和部分二线城市的调控措施，达到兼顾稳增长与保障民生之效。

预计 2 月 CPI 同比+1.6%、PPI 同比零增长

1 月猪肉 CPI 环比-1%、2 月份农业部监测猪肉价格环比仍然下跌（截至 2 月 27 日），我们认为主要原因一是非洲猪瘟疫情尚未完全得到控制，各大养殖主体可能出于避险需求、集中提前加快出栏，短期放大猪肉供给；另一方面，根据统计局官方表述，随着东北地区毛猪运输解禁，大量已经压栏许久的毛猪输入到屠宰厂，供大于求压制了猪价。但我们认为，从中期来看，疾控政策造成的存栏母猪量去化、提前出栏的行为导致的供给提前发生，仍将使得猪肉供给承受较明显的负面影响。由于 2018 年二季度同期基数较低，我们仍认为猪肉 CPI 可能在 2019 上半年同比转正。

1 月 PPI 环比跌幅较前值略有收窄，2018 年 12 月中央经济工作会议定调注重逆周期调节、稳定总需求，我们预计今年基建增速可能较 2018 年反弹、三季度存在放松部分重点城市地产刚需调控的可能性，钢铁、水泥等部分工业品价格可能会提前反映政策刺激的预期。但结合历史表现，我们判断今年需求侧刺激对 PPI 环比的正向影响可能低于 2016-17 年间供给侧政策影响。从基本面因素来看，全球经济复苏动能不足以推动油价持续稳定上行。2018 年四季度以来，PMI、PPI、工业企业盈利增速指标均呈现下行，我们认为工业企业盈利短期难现回升拐点。今年最可能影响 PPI 超预期下行的因素，在于实体经济下行压力加大、而需求侧刺激效果不及预期。

农业部高频数据监测显示，截至 2 月 27 日，今年 2 月份猪肉价格同比跌幅较上月小幅扩大。结合 CPI 环比的历史季节性表现，我们预计 2 月通胀环比+1.1%、同比+1.6%，同比增速继续小幅回落。

政治局会议定调继续扩大内需，我们认为未来钢铁、水泥等行业价格或仍将受益于需求侧刺激政策。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至 2 月 27 日，2 月份黑色金属、煤炭、有色、原油等行业价格环比表现均强于 1 月份。我们预计 2 月 PPI 环比零增长、同比零增长。

预计 2 月出口（人民币计价）同比增加 9%，进口（人民币计价）同比增加 6.7%，贸易顺差 381 亿美元

我们预计 2 月出口当月同比增速按照人民币计价 9%，按照美元计价为 5.4%。春节过后企业“节前抢出口”效应消失，随着回乡过节工人的陆续返岗，生产和出口企业大都集中在正月十五（2 月 19 日）后恢复正常。我们预计，2 月出口数据较 1 月将有小幅回落。2 月欧元区制造业 PMI 持续下跌至 49.2，创 2013 年 7 月以来新低；日本制造业 PMI 跌至 48.5，创 2016 年 7 月以来新低。2 月 24 日第七轮中美经贸高级别磋商结束，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施。我们认为，中美贸易摩擦取得边际缓和，伴随着抢出口的负面影响逐渐消失的情况下，出口数据过于悲观的预期或有所修正。但考虑到主要发达国家经济增速放缓，全球经济走势不容乐观，同时中美贸易摩擦的核心是结构性改革，因此长期来看出口数据仍存较大不确定性。

预计 2 月进口增速按照人民币计价增长 6.7%，按照美元计价增长 2.4%，预计 2 月份贸易顺差为 381 亿美元。2 月份春节假期结束，节后企业先启动原材料采购和进口，预计对进口数据带来改善。同时，出口数据的回落，进口数据的修复将使 2 月贸易顺差单月有所下降。1 月人民币兑美元平均汇率跌至 6.79，刷新去年 7 月以来新低。随着美国经济见顶、强美元指数周期到达拐点，人民币升值将部分对冲国内经济下行压力，对进口数据的提供底部支撑作用。若稳增长政策发力不及预期，那么进口数据后续仍将承压。

预计信贷新增 1 万亿左右，社融新增 1.3 万亿，M2 增速 8.5%，M1 增速 1%

1 月份信贷金融数据超预期反映了实体经济出现大幅下滑的风险在缓释，同时银行贷款具有较为明显的季节性，通常一季度信贷高于其他季度。我们认为，2 月份信贷“惯性”延续 1 月份良好开局的概率较高，我们预测 2 月份信贷 1 万亿，同比增速 13.4%；预计 2 月份社融新增 1.3 万亿，增速 10.4%，与之对应的广义货币存款增速 M2 在 8.5% 左右，同时由于房地产调控的延续，狭义存款 M1 增速在 1% 左右。

预计 1、2 月份全国城镇调查失业率分别为 5% 和 5.3% 左右

预计 1、2 月全国城镇调查失业率分别为 5% 和 5.3%，分别较去年底上行 0.1 和 0.4 个百分点，年初阶段性失业压力有所显现。年初开工不及预期，尤其是三四线地产企业开工不及预期、环保督查、以及贸易摩擦导致抢出口带来的透支效应是拖累失业率的三项核心因素。我们此前不断提示年初月份失业率上冲风险，且认为失业率的政策底线不会有 5.5% 那么高。我们预计未来以稳为主的政策主线下，就业政策、民营小微企业支持政策仍将陆续出台。

预计 1-2 月社会消费品零售总额同比增速为 8.2%

预计 1-2 月社会消费品零售总额增速为 8.2%，较去年全年 9% 下行 0.8 个百分点，今年消费数据大概率维持较低水平，难有强上行动力。经济下行压力仍大，棚改货币化率大概率降低也对消费构成明显负向拖累，消费顺周期性将继续体现。其中，预计 1-2 月汽车消费增速有环比改善，但仍为负值。春节期间电影票房、旅游数据均不及预期，体现居民消费升级意愿减弱，未来消费走势主要取决于经济形势及居民预期。

图表1： 2月宏观经济数据预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019M1 预计	2019M1 实际	2019M2 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.8	6.7	6.5	6.4	-	-	-
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.8	6.6	6	5.7	-	-	5.6
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	7.5	6	5.4	5.9	-	-	5.5
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9.9	9	9	8.3	-	-	8.2
CPI							
(当期同比, %)	2.2	1.8	2.3	2.2	1.9	1.7	1.6
PPI							
(当期同比, %)	3.7	4.1	4.1	2.3	0	0.1	0
出口							
(当期同比, %)	17.1	11.5	11.7	4.6	-0.6	9.1	9
进口							
(当期同比, %)	19.7	20.7	20.7	5.2	-3.5	-1.5	6.7
贸易差额							
(亿美元)	499.7	906.2	841.3	1320.5	235	391.6	381
M2							
(当期同比, %)	8.5	8.2	8.3	8	8.1	8.4	8.5
社会融资总额							
(当期, 亿元)	58534	42156	53336	38556	33000	46352.6	13000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	48473	39171	40342	28725	30000	35668.4	10000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	5	4.8	5	4.9	-	-	5.3
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.34	6.62	6.88	6.86	6.73	6.72	6.68

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示: 房地产政策可能出现边际转向, 基建与地产投资可能迎来反弹; 中美贸易摩擦对进出口数据长期影响仍存较大不确定性。

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_13988

