国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.5.6

宏观月报

国元期货研究咨询部

经济数据好于预期 市场预期逐步兑现

主要结论：

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。IMF 预测中国 2019 年经济增速预计为 6.3%，大幅下行概率不高，不必过于悲观。

从基本面来看，一季度经济数据确实好转，多数超出了市场预期，甚至部分数据大幅好于 2018 年四季度，市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善，对于中长期经济的前景没有年初那么悲观了，市场信心逐渐恢复。但目前谈宏观基本面见底还为时尚早，判底需要更多的数据支持。我们判断目前经济仍有一定的惯性下滑概率。

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

目　　录

一、经济处于下行通道 1
二、价格指标上涨 12
三、进出口增速回升 14
四、金融数据全面回升 16
五、欧美经济稳中回落 20
六、后期宏观趋势研判 23

附　图

图 1：GDP 增速 1
图 2：GDP 分产业 1
图 3：制造业 PMI 2
图 4：非制造业 PMI 2
图 5：PMI 生产和新订单指数 3
图 6：各类型企业 PMI 3
图 7：工业增加值 4
图 8：工业增加值 4
图 9：固定资产投资 7
图 10：基础设施投资 7
图 11：财政收入 8
图 12：财政支出 8
图 13：房地产开发投资 9
图 14：社会消费品零售总额 9
图 15：工业企业利润总额累计值 11

图 16：营业收入 11
图 17：CPI 13
图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素 13
图 19：PPI 14
图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素 14
图 21：进出口同比 15
图 22：月度进出口数据 15
图 23：外汇储备 16
图 24：外汇占款 16
图 25：货币供应 17
图 26：社会融资规模 17
图 27：M2、社会融资剪刀差 19
图 28：贷款余额同比增速 19
图 29：美国 CPI 20
图 30：美国 PMI 20
图 31：美元指数 21
图 32：中美息差 21

图 33：欧洲 CPI 22

图 34：欧洲 PMI 22

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，目前来看一季度开局良好、经济运行平稳。IMF 上调 2019 年中国 GDP 增速预测 0.1%至 6.3%。

整体来看，一季度经济数据多数超出市场预期。市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善，对未来的预期偏乐观。

一、经济处于下行通道

2019 年一季度 GDP 为 213433 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.4%，与上年四季度相比持平，比上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8769 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 82346 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 122317 亿元，增长 7.0%。第三产业占比 57.3%，较上年同期提高 0.8 个百分点，第一、二产业占比下降。

IMF 在其 4 月最新公布的《世界经济展望》报告中，下调了今年世界经济增长预期，但同时看好中国经济增长前景。IMF 将 2019 年中国经济增长预期由 6.2%上调至 6.3%，同时预计明年中国经济增速为 6.1%。

图 1：GDP 增速

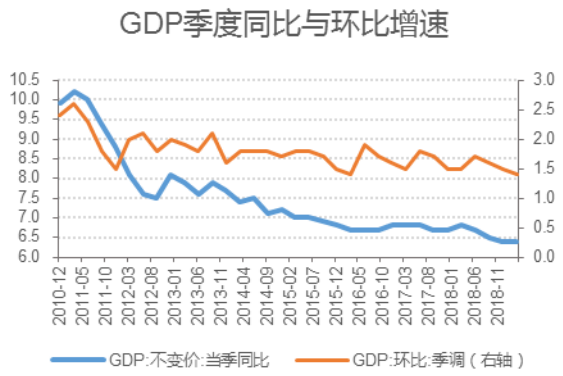
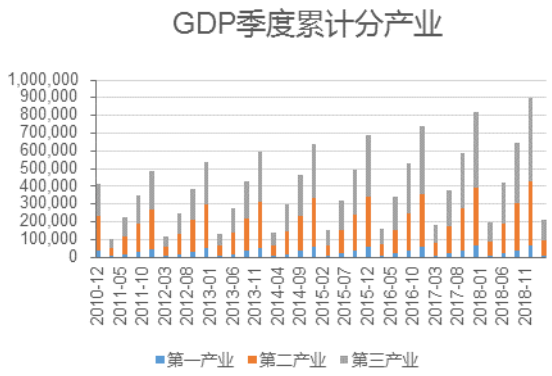


图 2：GDP 分产业



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

领先指标来看，4 月份制造业 PMI 较上月回落，继续保持在扩张区间。从上一轮扩张周期来看，自 2016 年 8 月以来制造业 PMI 连续 27 个月位于景气区间，2017 年 9 月份到达此轮高点 52.4，2018 年 5 月份开始持续回落，2018 年 12 月首次滑落到收缩区间，可以判断造业景气度回落，经济扩张速度放缓。

3 月份的制造业 PMI 数据大幅回升至 50.5%，四个月来再次回到扩张区间，强化了经济年中回暖的市场预期，实际上数据可能受到季节性因素的影响，还需继续观察求证。

及至 4 月回落至荣枯临界点边缘，非制造业 PMI 回落，各分项指标多数回落，经济扩张边际放缓，产需两端均有弱化。

图 3：制造业 PMI

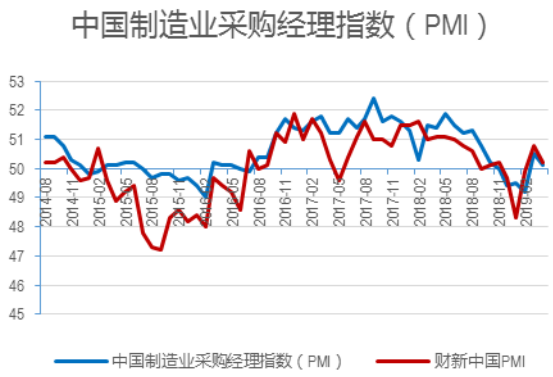
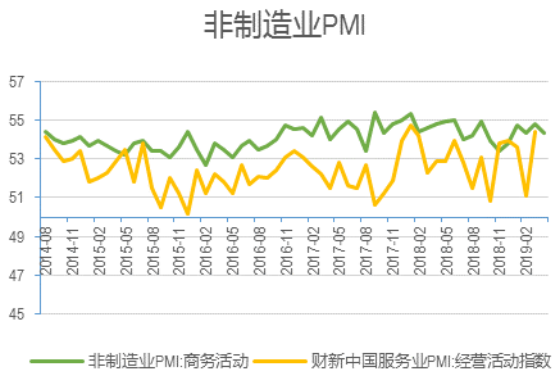


图 4：非制造业 PMI



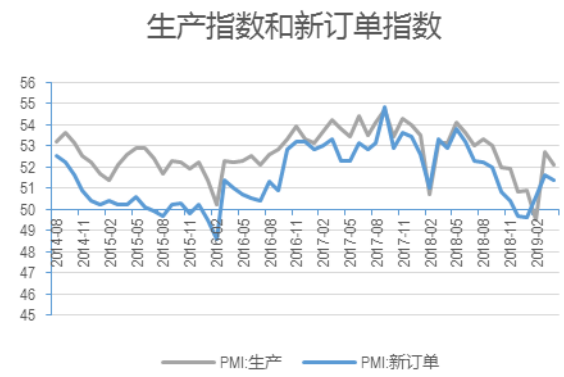
数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

4 月份 PMI 数据回落，春节效应及增值税减税抢跑效应消退，比较符合市场预期。2019 年 4 月中国官方制造业 PMI 为 50.1%，比上月回落 0.4 个百分点，

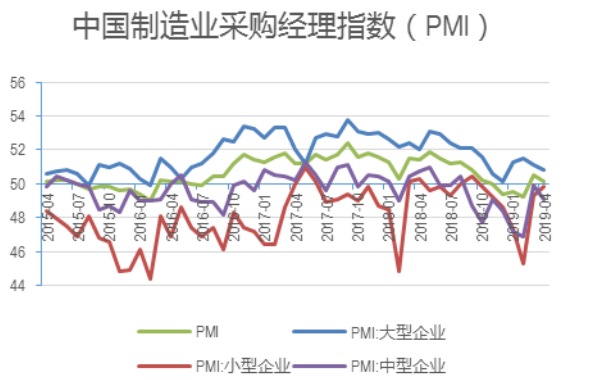
继续保持在扩张区间。财新 PMI 为 50.2，较 3 月回落 0.6 个百分点，连续两个月处于扩张区间，但扩张幅度有所减弱。官方非制造业 PMI 为 54.3%，比上月回落 0.5 个百分点，但仍位于较高扩张区间，表明非制造业总体保持较快增长态势。财新中国服务业 PMI 为 54.5，较 3 月上升 0.1 个百分点，为 2012 年 6 月以来次高，显示服务业经营活动进一步扩张。

图 5：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 6：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。新订单指数为 51.4%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，位于临界点之上，表明制造业市场需求总体稳定。生产指数为 52.1%，比上月回落 0.6 个百分点，位于临界点之上，表明制造业生产扩张步伐有所放缓。从业人员指数为 47.2%，比上月下降 0.4 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量有所减少。

从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8%，低于上月 0.3 个百分点，高于临界

点；中型企业 PMI 为 49.1%，低于上月 0.8 个百分点，位于临界点之下；小型企业 PMI 为 49.8%，高于上月 0.5 个百分点，抵近临界点。大型制造业景气度较高，对比中小企业经营压力偏大。市场预期一些对于中小企业扶植政策的效应有待进一步释放。

产出方面，工业生产走强，规模以上工业增加值增速超预期上升。

2019 年 3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.5%，比 1-2 月份加快 3.2 个百分点。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，3 月份产出增速较高，超出市场预期的 6%幅度较多，对一季度整体拉动效果较大。

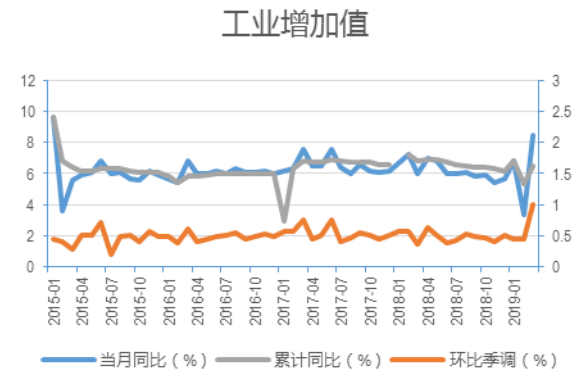
分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 4.6%，增速较 1-2 月份加快 4.3 个百分点；制造业增长 9.0%，加快 3.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.7%,加快 0.9 个百分点。制造业回暖对生产端增长的贡献较大。

分行业看，3 月份，41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长，比 1-2 月增加 2 个。分产品看，3 月份，605 种产品中有 414 种产品同比增长，比 1-2 月增加 60 个。

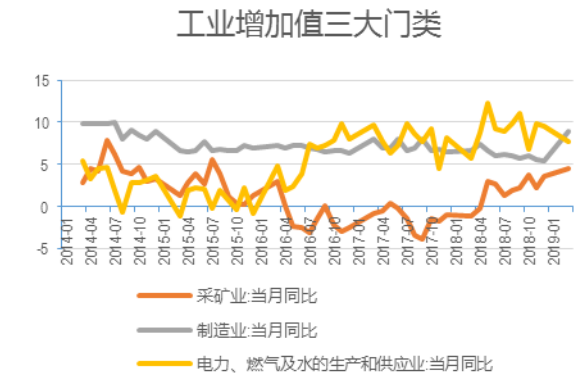
生产端 4 月以来，发电耗煤增速小幅回落，意味着工业生产可能又有走弱迹象。

图 7：工业增加值

图 8：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

2018 年 9 月开始份规模以上工业增加值增长跌至 5.8%，暂时性的跌破的 6.0%的长期平台（2015-2018 年），及至半年后的 2019 年 1-2 月工业增加值同比增速 5.3%，降至 17 年来最低水平。结合去年 4 季度的经济形势，我们判断可能会出现一次产出趋势性下滑。

3 月份出现了市场经济触底预期增强、生产端大幅提升，短期内大概率再将产出拉回 6.0%的长期平台之上。生产回升的效果还需要更长时间的观察。需要考察的是工业品需求是否同步回升，若工业产出大幅提升而需求不能同步跟上的话，PPI 与 PPIRM 会在后期遇到一定的压力。

投资方面，固定资产投资增速止跌持稳。2009 年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2018 年 8 月份降至 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。2018 年 9 月之后固定资产投资逐步在低位止跌回升。

3 月份固定资产投资增速为 10 个月新高。2019 年 1-3 月份，全国固定资产

投资 101871 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1-2 月份加快 0.2 个百分点。从环比速度看，3 月份固定资产投资增长 0.45%。其中，民间固定资产投资 61492 亿元，同比增长 6.4%，增速比 1-2 月份回落 1.1 个百分点。

分产业看，第一产业投资 2408 亿元，同比增长 3%，增速比 1-2 月份回落 0.7 个百分点；第二产业投资 33224 亿元，增长 4.2%，增速回落 1.3 个百分点；第三产业投资 66240 亿元，增长 7.5%，增速提高 1 个百分点。第三产业对固定资产投资增速的贡献最大。

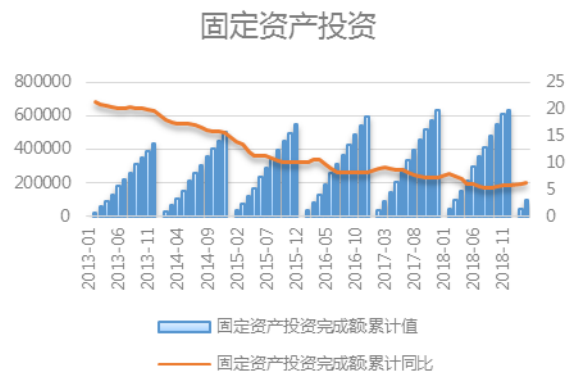
2019 年市场预期地产投资增长放缓，或拖累投资领域，后期虽不乐观但目前来说地产投资还比较强势。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年以来逐步企稳回升，在 2019 年上半年还将维持正增长，在公共部门投资对私人部门的挤出效果显现之前对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 2019 年固定投资增速稳定在 5%左右。

其中基建投资方面，自 2017 年 2 月基础设施投资增速创下 27.3%的高点之后，呈回落趋势，2017 年属于高位缓慢回落，2018 年加速回落于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后虽有小幅回升，但一直处于低位。2019 年初基础设施投资增速继续小幅回升。1-3 月份，基础设施投资同比增长 4.4%，增速比 1-2 月份提高 0.1 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，水利管理业投资下降 5.5%，降幅扩大 3.7 个百分点；公共设施管理业投资下降 0.6%，降幅收窄 2.3 个百分点；道路运输业投资增长 10.5%，增速回落 2.5 个百分点；

铁路运输业投资增长 11%，增速回落 11.5 个百分点。目前基建发力点在于道路、铁路领域。

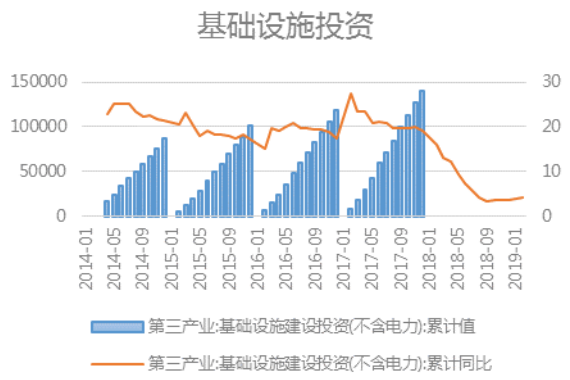
考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年，而且 2019 年越往后基数的作用越明显。

图 9：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 10：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

不过从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。2018 年 1-12 月累计，全国一般公共预算收入 183352 亿元，同比增长 6.2%。从支出来看，1-12 月累计，全国一般公共预算支出 220906 亿元，同比增长 8.7%。**2018 年财政收入增速低于支出增速 2.5 个百分点**，财政预算也是有一定的压力。

2019 年 1-3 月累计，全国一般公共预算收入 53656 亿元，同比增长 6.2%。全国一般公共预算支出 58629 亿元，同比增长 15%。今年前 3 个月财政收支增速差 8.8 个百分点。

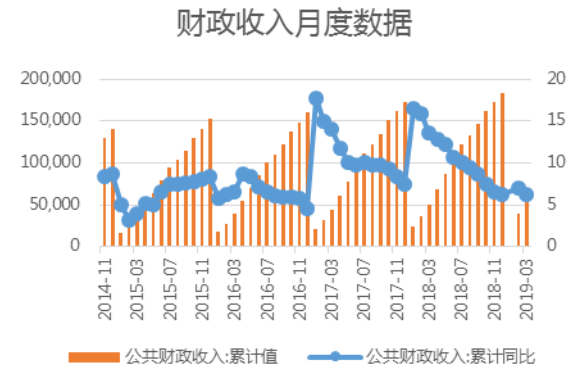
考虑到今后的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。

2019 年有减税降费两万亿的目标，财政收入增速大概率下降甚至负增长。最后把财政支出的增速也拖下来。

今年将制造业等行业现行 16%的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%；保持 6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。

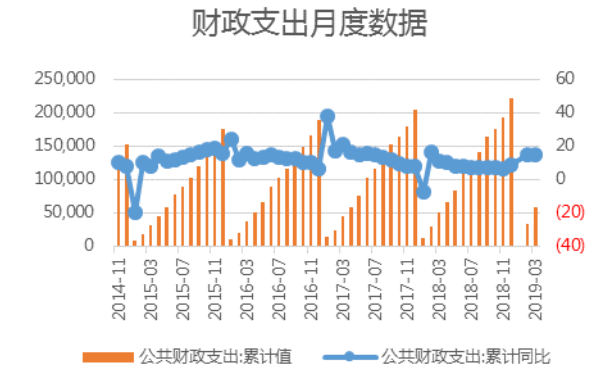
今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，为重点项目建设提供资金支持。2019 年完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设。通过地方债、企业债融资支持基建力度较大。

图 11：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 12：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资增速有所加快。2019 年 1-3 月份，全国房地产开发投资 23803 亿元，同比增长 11.8%，增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点，增速创 2014 年 11 月以来的新高。其中，住宅投资 17256 亿元，增长 17.3%，增速回落 0.7 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.5%。年初**市场预期**房地产开发投资

增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。

房地产开发投资增速提高主要是受项目施工进度加快的拉动。1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 699444 万平方米，同比增长 8.2%，增速比 1-2 月份提高 1.4 个百分点。房屋新开工面积 38728 万平方米，增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点。房屋竣工面积 18474 万平方米，下降 10.8%，降幅收窄 1.1 个百分点。从施工、开工、竣工增速差异来判断开发商可能采用了高周转开发策略，但拿地意愿不高其实对于明后年市场情况也不是非常有把握。1-3 月份，房地产开发企业土地购置面积 2543 万平方米，同比下降 33.1%，降幅比 1-2 月份收窄 1 个百分点

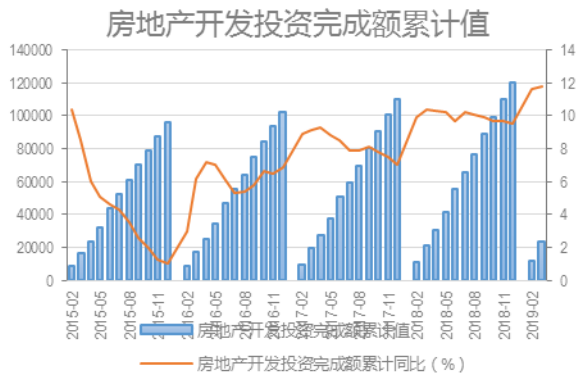
1-3 月份，商品房销售面积 29829 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月份收窄 2.7 个百分点。商品房销售额 27039 亿元，增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。房地产销售状况一般，与前年去年相反今年以来一线城市好于三四线。

2019 年 3 月末，商品房待售面积 51646 万平方米，比 2 月末减少 605 万平方米。比 2016 年 2 月的 73931 万平方米下降三成，历时三年房地产去库存效果明显。政策由由“去库存”转向完善供给。

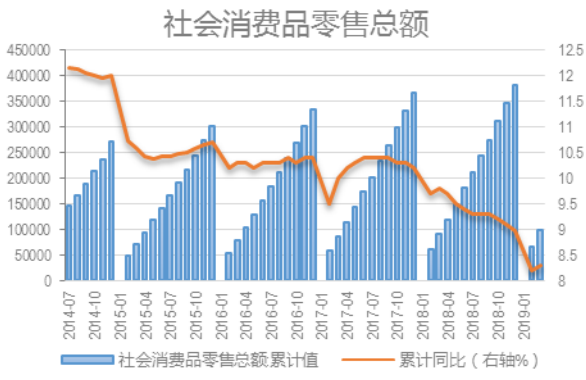
若地产销售增速不能跟上开发增速，后期售房压力增大，2019 年整体房地产投资增速不会太高，逐步回落的概率大。但目前由于信贷宽松地产还是投资中最坚挺的部分。

图 13：房地产开发投资

图 14：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速小幅回升。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，2018 年开始连网购的增速都下行了。2019 年初的情况大体与 2018 年相同。

2019 年 1-3 月份，社会消费品零售总额 97790 亿元，同比名义增长 8.3%。其中，3 月份社会消费品零售总额 31726 亿元，同比增长 8.7%。全国网上零售额 22379 亿元，同比增长 15.3%。

2019 年一季度，全国居民人均可支配收入 8493 元，比上年同期名义增长 8.7%，与去年持平，实际增长 6.8%。全国居民人均消费支出 5538 元，比上年同期名义增长 7.3%，较去年下降 1.1%，实际增长 5.4%。

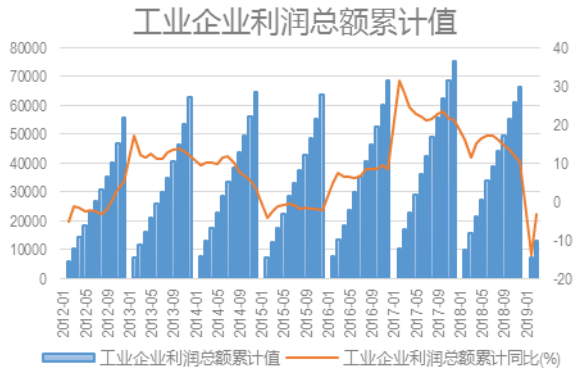
居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。目前居民部门的收入增长收经济下行影响的可能性较大，3 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%。

企业盈利水平下滑。2018 年工业利润总体保持较快增长，由于工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数高等原因，数据较 2017 年整体回落。

2019 年企业盈利水平继续下降。2019 年 1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12972 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-2 月份收窄 10.7 个百分点。在 41 个工业大类行业中，28 个行业利润总额同比增加，13 个行业减少。1-3 月份，规模以上工业企业实现营业收入 24.4 万亿元，同比增长 7.2%，比 1-2 月份提高 3.9 个百分点。产品价格下降、销售增速略有放缓影响企业利润增长。

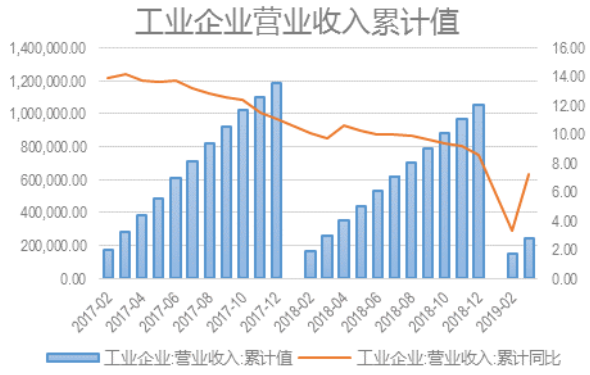
本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月单月增速 27.7%，10 月累计增速 23.3%，随后一直维持在高位，可以说 2018 年上半年的利润基数较高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

图 15：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 16：营业收入



数据来源：Wind、国元期货

目前企业盈利水平还处于较高的位置上，后期的宏观经济状况不能支持传统产业高利润，盈利预期下滑，逐步回归历史平均水平。2017 年为此轮经济小周期

中企业盈利的高点，2018、2019 年企业盈利下滑的概率较高。市场预期 2019 年企业盈利增速继续高速增长有一定压力，2019 年重点考察的还是供应收缩程度与需求的变化以及新的政策导向下的增长点。

二、价格指标上涨

价格指标同比上涨、环比涨幅下降，通胀预期抬升。

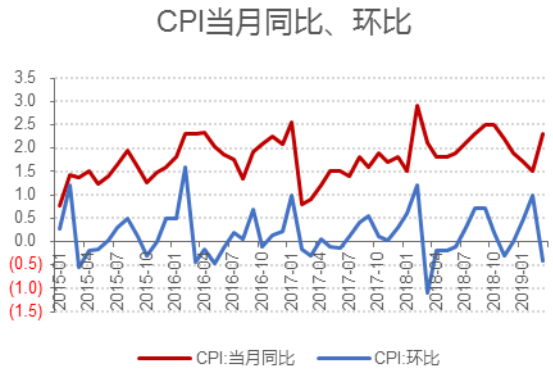
2019 年 3 月 CPI 同比上涨 2.3%，环比下降 0.4；PPI 同比上涨 0.4%，环比上涨 0.1%。CPI 同比增速较上月上升 0.8%，PPI 同比较上月上升 0.3%，价格指标整体呈上涨趋势；CPI 环比比上月下降 1.4%，PPI 环比比上月上涨 0.2%，商品价格受季节性影响的因素逐步消退。后期 CPI 全年保持温和增长，PPI 继续回落并在 0 值附近盘横一段时间的概率较大。

2019 年 3 月份，CPI 同比上涨 2.3%。其中，城市上涨 2.3%，农村上涨 2.3%；**食品价格上涨 4.1%**，非食品价格上涨 1.8%；消费品价格上涨 2.4%，服务价格上涨 2.0%。食品价格中猪、牛、羊肉价格同比涨幅较大，影响较大。据测算，在 3 月份 2.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.1 个百分点，新涨价影响约为 1.2 个百分点。新涨价因素有所回落，后期在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 大概率保持温和上涨，通胀总体可控。

从环比看，CPI 由 2 月上涨 1.0%转为下降 0.4%。主要是春节因素消退鸡蛋、水产和鲜菜等食品价格较 2 月份下降。

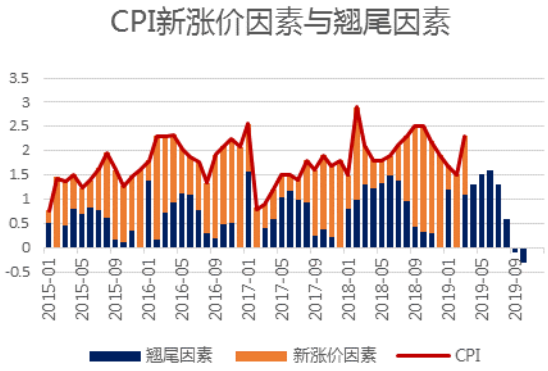
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的经济周期也没有通缩的可能，消费价格近期温和上涨的概率较大。考虑到 4 月份的翘尾影响约为 1.3，CPI 同比不会太低，应处于 2%以上的温和通胀。

图 17：CPI



数据来源：Wind，国元期货

图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素

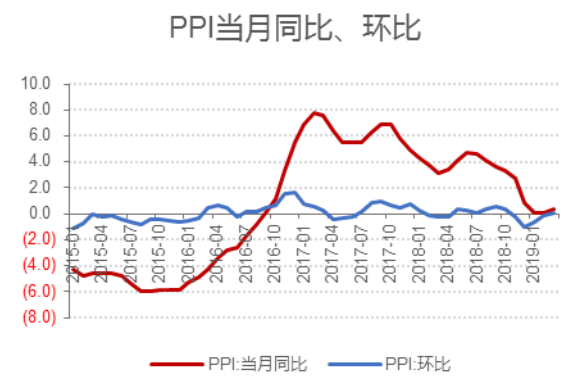


数据来源：Wind、国元期货

2019 年 3 月份，PPI 同比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，环比上涨 0.1%；PPIRM 同比上涨 0.2%，环比持平。PPI 同比上涨的 0.4%中，生产资料价格由上月下降转为上涨 0.3%；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。据测算，在 3 月份 0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.9 个百分点，**新涨价影响约为-0.5 个百分点**。

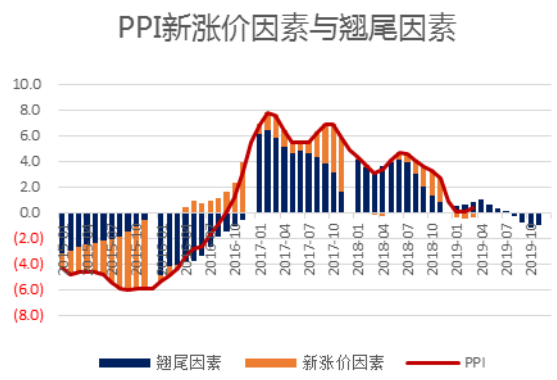
考虑到 3 月份受春节因素影响的生活资料上涨可能告一段落，我们判断 4 月 PPI 继续处于弱势区域。结合上年的翘尾因素的正面影响将在 4、5 月份达到高点，PPI 在 5 月之后继续走弱的概率较大。

图 19：PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

2019 年初由于需求不足，价格指标大幅上涨的概率不高。市场预期由于新涨价动能不足将会促使 PPI 继续回落，直至 0 值之下。市场对消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持温和增长态势。

三、进出口增速回升

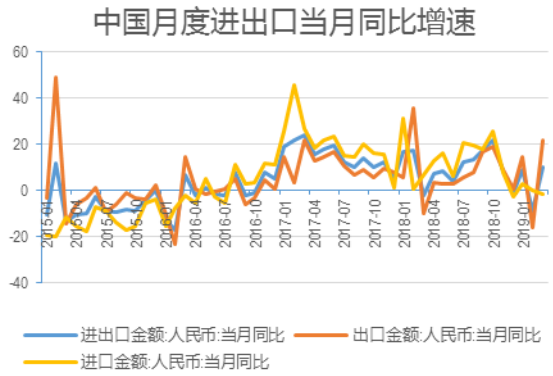
2019 年 3 月进出口数据回升，好于市场预期，季节性错峰因素消退。今年 3 月份，我国进出口总值 2.46 万亿元，增长 9.6%。其中，出口 1.34 万亿元，增长 21.3%；进口 1.12 万亿元，下降 1.8%；贸易顺差 2212.3 亿元。

累计数据来看，进出口总值 7.01 万亿元人民币，比去年同期增长 3.7%。其中，出口 3.77 万亿元，增长 6.7%；进口 3.24 万亿元，增长 0.3%；贸易顺差 5296.7 亿元，扩大 75.2%。累计增速比较低，2018 年 1 季度总值增 9.5%、出口增 7.1%、进口增 12.2%。

贸易数据目前累计还保持了正增长。分析认为，进口增速回落可能反映了

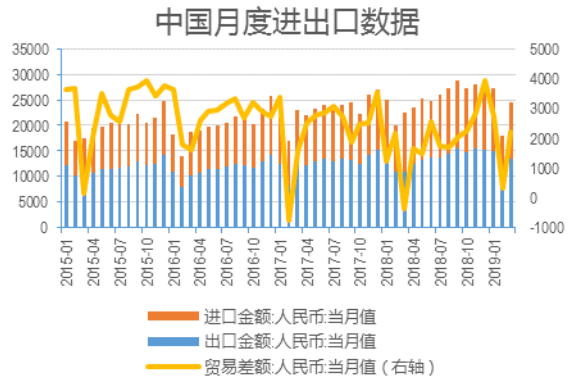
年初内需下滑的倾向，当然还需要拉长时间观察才能确认。目前全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，对外需预期的影响比较大。对于中国来说经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，2019 年进出口增速回落的概率大。

图 21：进出口同比



数据来源：Wind、国元期货

图 22：月度进出口数据



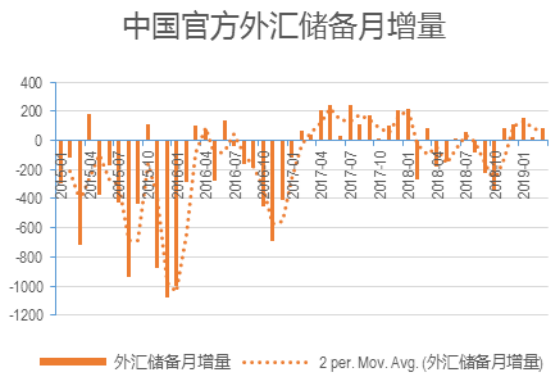
数据来源：Wind、国元期货

外汇储备连续五个月增加，央行继续增持黄金。中国 3 月外汇储备 30987.61 亿美元，环比增 85.81 亿美元，上月为 30901.8 亿美元，为连续五个月上升。从储备资产价格来看，3 月美国和欧洲央行释放宽松政策，带动了欧美债券市场价格上行，成为拉动 3 月外储增加的主要因素。中国 3 月黄金储备 6062 万盎司，环比增加 36 万盎司，为央行连续第四个月增持，累计增持 138 万盎司。自 2016 年 10 月至 2018 年 11 月央行持有黄金数量一直维持在 5924 万盎司。去美元化、风险资产走强的市场预期增强。

中国 3 月末央行口径外汇占款 21.3 万亿元，环比下降 4.59 亿元，为连续第八

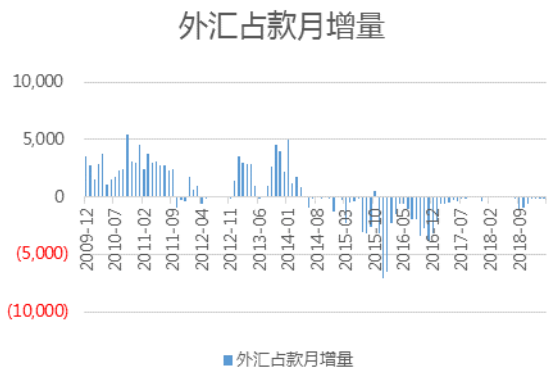
个月下滑。外汇占款进一步下滑，不过降幅减缓。今年以来资本流动趋势较为平稳，人民币汇率贬值压力下降。3 月以来，人民币汇率保持在 6.7 左右窄幅波动，市场预期基本平稳。外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。2017 年以来，央行外汇占款波动趋缓。外汇占款规模趋于稳定，一方面说明资本流入流出趋于平衡，另一方面也是央行大幅度减少直接入市干预的结果。

图 23：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 24：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

四、金融数据全面回升

前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，在经济下行期货币增速处于历史偏低水平或成为常态。3 月 M2 余额 188.94 万亿元，同比增长 8.6%；社会融资规模存量 208.41 万亿元，同比增长 10.7%；人民币贷款余额 142.11 万亿元，同比增长 13.7%。在 2 月份金融数据不及市场预期之后，3 月份全面回升，一季度金融数据波动比较大，整体来看好于 2018 年四季度。央行宽信用的各项举措效果逐步显现，实体领域的融资需求明

显回升。

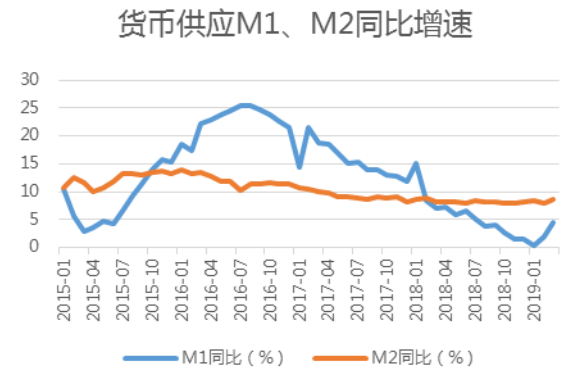
货币供应方面，3 月末 M2 余额 188.94 万亿元，同比增长 8.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 0.4 个百分点;M1 余额 54.76 万亿元,同比增长 4.6%，增速比上月末高 2.6 个百分点，比上年同期低 2.5 个百分点；M0 余额 7.49 万亿元，同比增长 3.1%。一季度净投放现金 1733 亿元。

自 2018 年 6 月 M2 同比增速创下历史新低以来，M2 同比增速至今一直在 8.0-8.5%低位区域内小幅波动，3 月份则 M2 增速回升幅度比较大，考虑到货币政策的逆周期调节作用市场普遍预期 M2 增速有一定的启稳概率。不过考虑到目前的名义 GDP 增速大约在 7.8%左右，M2 大幅上升的可能性也不大。M1M2 增速剪刀差收窄，反映目前实体经济体面临的资金偏紧状况改善，货币活性温和提升。

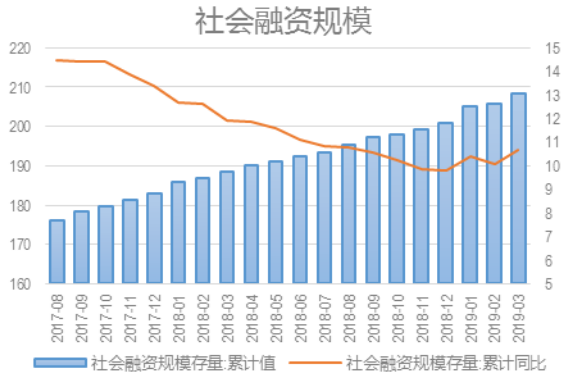
金融数据长期处于低位之后，1 月份货币信贷社融增速超出市场预期，引起市场流动性宽松预期，提振市场情绪，市场分析认为 M1、M2 增速处于底部，后市震荡盘升的概率大。随后 2 月季节性回落，3 月再次回升确认了 1 月份的方向。目前货币政策进入了观察期，短期内难以更加宽松，但是也不会改变从宽货币到宽信用的大方向。

图 25：货币供应

图 26：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货



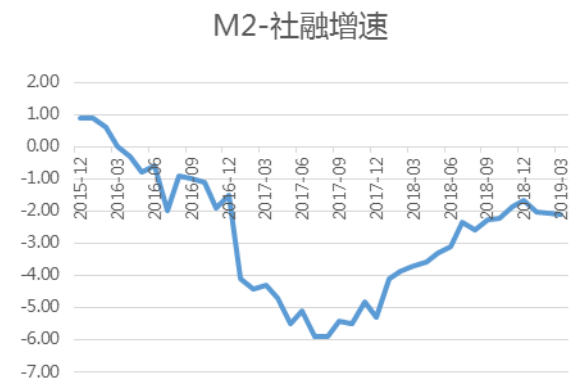
数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速长期下降之后暂时止跌回升。央行从 2018 年 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，但由于传导机制存在时滞，直至 2019 年初才出现了单月回升，至于社融是否扭转了下滑趋势，仅凭短期数据判断风险比较大。

存量看 3 月末社会融资规模存量为 208.41 万亿元，同比增长 10.7%。其中同比增长的有：对实体经济发放的人民币贷款余额为 140.98 万亿元，同比增长 13.8%；企业债券余额为 20.79 万亿元，同比增长 10.5%；**地方政府专项债券余额为 7.81 万亿元，同比增长 40.4%**；非金融企业境内股票余额为 7.06 万亿元，同比增长 4.2%。同比下降的有：委托贷款余额为 12.15 万亿元，同比下降 11%；信托贷款余额为 7.88 万亿元，同比下降 7.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 4.01 万亿元，同比下降 12.1%。从结构来看，仅人民币贷款余额、地方政府专项债券存量占比高于去年，其余科目均有一定程度的下降。从 3 月份的增量来看，贷款、企业债、地方政府专项债为社融中的主要增量部分。

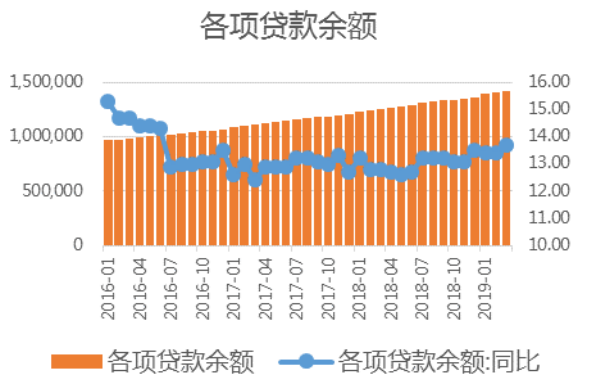
目前货币政策边际放松以期改善实体经济中紧信用的状态，改善实体企业的融资环境提升融资需求。我们认为略高于名义 GDP 增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义 GDP 增速在 7.8%左右。

图 27：M2、社会融资剪刀差



数据来源：Wind、国元期货

图 28：贷款余额同比增速



数据来源：Wind、国元期货

存贷款方面，2019 年 3 月末人民币贷款余额 142.11 万亿元，同比增长 13.7%，增速比上月提高 0.3 个百分点。从新增贷款结构来看，在监管关注之后票据冲量的行为减少，经济回暖预期增强之后信贷结构好转，银行的风险偏好有提高的迹象。中长期贷款增量提高，信贷结构改善，反映实体融资需求回升。3 月末人民币存款余额 183.82 万亿元，同比增长 8.7%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平。存款增速低于贷款增速。

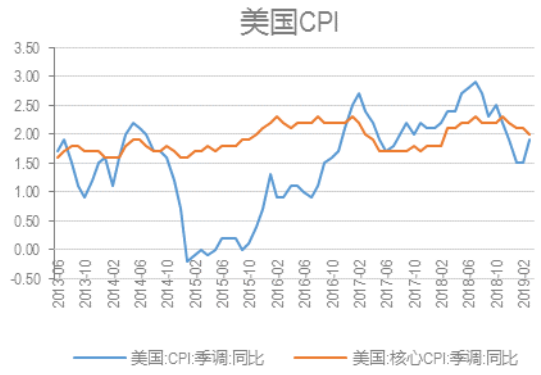
一季度的金融数据波动比较大，先是 1 月份超预期、再是 2 月份不及预期，然后是 3 月份又好于预期。整体来看，一季度的金融数据好于去年四季度，市场情绪好转。短期内货币政策难以更加宽松，不过由于 2019 年经济下行压力仍存，货币政策的大方向也不会立刻转变。

五、欧美经济稳中回落

全球经济整体呈复苏态势，不同经济体之间有所分化。主要发达经济体延续复苏，但部分经济指标有所放缓。不同经济体之间差异扩大，全球经济增长的同步性降低，全球经济金融脆弱性有所上升。

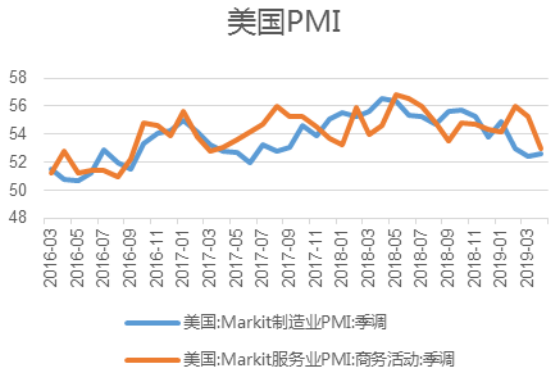
美国经济整体向好但有所回落，美元加息压力放缓美元指数高位震荡，美国股市强势反弹突破前期高点。美国 4 月 Markit 制造业 PMI 为 52.6，3 月为 52.4，预期 52.4 强于预期。美国 4 月 Markit 服务业 PMI 终值从 3 月的 55.3 降至 53，为 2017 年 3 月来新低。美国 4 月 Markit 综合 PMI 终值从 3 月的 54.6 降至 53。

图 29：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 30：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国 3 月 CPI 同比升 1.9%；核心 CPI 同比升 2%是一年来最低增速。美国 3 月份整体通胀率同比增幅自 2 月份创两年多来的最低水平 1.5%加速至 1.9%。食品价格继续走高，目前正以 2015 年以来最快的同比速度运行。能源价格通缩继

续缓解。不包括食品和能源的核心 CPI 继续小幅走低。

美国 4 月非农就业人口新增 26.3 万人创 3 个月新高，预期 19 万人，前值 19.6 万人。美国 4 月失业率 3.6%，创 49 年来新低。4 月劳动力参与率为 62.80%，平均每小时工资同比增幅为 3.20%。美国 4 月非农就业好于预期，结合一季度 GDP 和 3 月消费等数据，说明美国经济增长基础坚实。

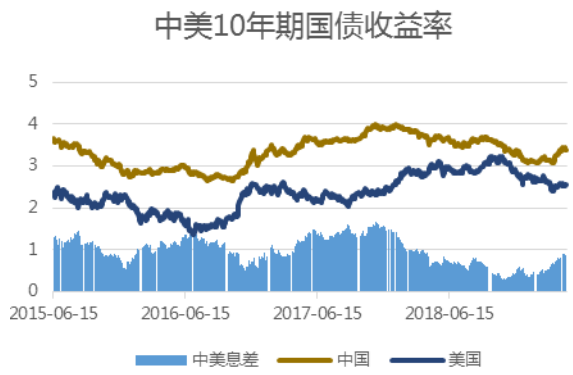
在 3 月的议息会议上，美联储释已经停止加息步伐。美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由于美国经济放缓，美联储对于继续加息的态度已经软化。5 月 1 号美联储主席鲍威尔表示我们没看到利率上调或下调的强烈理由。

图 31：美元指数



数据来源：Wind、国元期货

图 32：中美息差



数据来源：Wind、国元期货

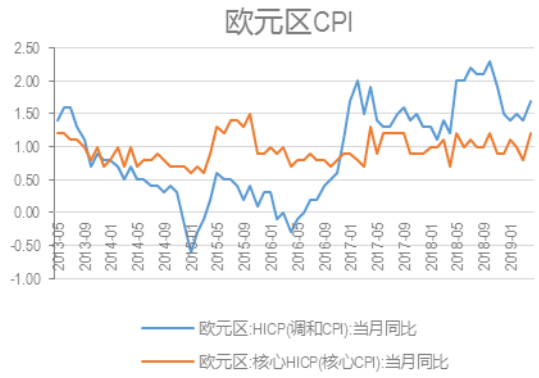
欧元区经济数据回落表现疲弱。欧元区的制造业衰退已经持续至第三个月，几乎没有迹象表明经济很快能出现转机。制造业料将在第二季度拖累整个欧元区经济增速。欧元区 4 月制造业 PMI 终值为 47.9，高于前值 47.8，但仍低于表

明经济处于扩张的 50 的水平。德国 4 月制造业 PMI 终值为 44.4，预期值为 44.5，前值为 44.5；法国 4 月制造业 PMI 终值为 50，预期值为 49.6，前值为 49.6；意大利 4 月制造业 PMI 终值为 49.1，预期值为 47.8，前值为 47.4。

欧元区通胀回落。欧元区 4 月 CPI 公布值 1.7%，前值 1.4%，预期 1.6%。德国 4 月 CPI 初值同比升 2%，预期 1.6%，前值 1.3%。法国 4 月 CPI 同比 1.2%，预期 1.2%，前值 1.1%。意大利 4 月 CPI 同比初值 1.1%，预期 1.1%，前值 1%。

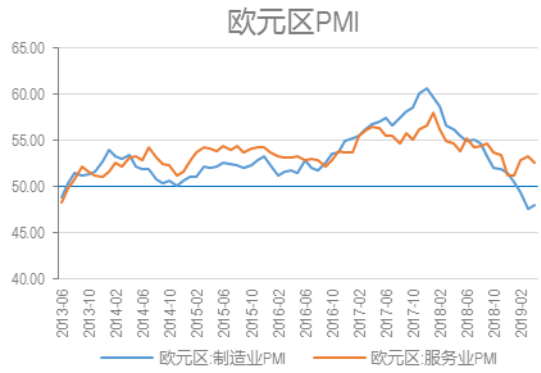
欧元区 3 月失业率 7.7%，预期 7.8%，前值 7.8%。

图 33：欧洲 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 34：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

欧元区的复苏显示出严重分化，整体而言，德国、法国的经济增长较为稳健，而一些南欧国家包括意大利、西班牙、葡萄牙的经济复苏不够稳固，社会问题较多。复苏过程的分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。

六、后期宏观趋势研判

现阶段宏观经济有一定的增长压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数。市场预期2019年中国经济增速预计为6.2%，大幅下行概率不高。

2019年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资2018年下半年逐步企稳回升，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资。

2019年进出口增速回落的概率大。由于2018年“抢出口”的因素存在，并且国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，市场分析认为2019年进出口能够企稳实现5-8%的增长，且进口强于出贸，内需略强于外需。

2019年CPI延续温和通胀的趋势，2019年初价格指标回落的概率不高，2019年全年或超过2.2的历史均值。2019年PPI 增速大概率回落，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难，市场预计回落至0值之下。

因此在2019年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较2018年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

开年以来市场情绪好转，对于去年年末极端悲观的市场预期进行了一定程度的修正，市场流动性充裕，风险偏好整体提升。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

大连营业部
地址:大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809

上海营业部
地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室
电话：021-68400292

合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

合肥金寨路营业部
地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
电话：0551-62895501

西安分公司
地址:陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

重庆营业部
地址：重庆市江北区观音桥步行街融恒时代广场 14-6
电话：023-67107988

厦门营业部
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心 1707-1708 室
电话：0592-5312522

深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部
地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

龙岩营业部
地址：福建省龙岩市龙岩大道商务板块 E 栋 1302
电话：0597-2529256

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933