



中国宏观经济月报

2019/4/6

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点:

- **经济继续稳中小幅下行。**年初经济稳中小幅下行，消费较为稳定，外贸增速和贸易顺差均回落，投资出现结构性分化，制造业投资增速回落，房地产和基建投资增速提升。

利润增速大幅下滑将带动工业投资继续回落，近期房地产和基建起到稳经济的作用。我们预计今年房地产投资增速会阶段性见顶回落，而自2018年底以来速度和力度均加快的基建项目审批和资金预算将逐步落地，到时基建将在稳经济中起到更大作用。

经测算，我们预计第一季度实际GDP增速为6.3%左右，较2018年第四季度回落0.1个百分点。

- **物价涨幅显著提升。**2月CPI同比上涨1.5%，我们预计3月CPI同比上涨2.4%左右，环比下降0.2%左右。

在猪周期和猪瘟的共同作用下，今年猪肉价格会大幅上涨，进而带动CPI涨幅高于上年。但在需求端尚未显著好转、货币增速较为稳定、猪肉在CPI中权重下降等因素的共同作用下，猪肉价格大幅上涨对CPI的拉升幅度较为有限，预计全年CPI涨幅低于政府工作报告中3%的目标值。

- **货币社融增速小幅提升。**预计3月金融机构整体新增人民币贷款12,000亿元左右，M2同比增速为8.2%左右，较上月高0.2个百分点。

经济稳中小幅下行，通胀适度上涨，二者共同作用推升10年期国债收益率。

基于央行货币政策和资产负债表变动推算，3月末超额准备金率降至1.2%左右，4、5月政府存款和法定准备金金额的增加等将进一步挤压超额准备金率，央行大概率会降准或重启MLF，以保证合理的流动性水平。



目 录

一、经济运行总览.....	5
1、景气度显著改善.....	5
2、消费增速与上年末持平，但低于上年同期.....	8
3、财政收支增速低于上年同期，但基金支出增速大增.....	10
4、投资增速小幅提升，制造业回落，房地产和基建提升.....	11
5、进出口增速双双显著回落.....	17
二、CPI 和 PPI 涨幅提升，CPI 提升幅度较大.....	20
1、居民消费价格涨幅大幅提升.....	20
2、工业生产者价格涨幅提升.....	23
三、货币增速较上月提升.....	25
四、小结.....	29



图表目录

图表 1: 制造业采购经理指数	6
图表 2: 非制造业采购经理指数	6
图表 3: 库存变动情况	6
图表 4: 各类企业的 PMI 指数	6
图表 5: 中采制造业 PMI 成分指数	7
图表 6: 克强指数走势	7
图表 7: 粗钢产量及增速	7
图表 8: 居民收支名义增速	8
图表 9: 居民收支实际增速	8
图表 10: 社会消费品零售总额	9
图表 11: 社会消费品零售总额同比增长率	9
图表 12: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率	10
图表 13: 各类商品零售额当月同比增长率	10
图表 14: 国家财政收支当月情况	11
图表 15: 国家财政收支累计情况	11
图表 16: 全国固定资产投资同比增长率	12
图表 17: 全国固定资产投资分产业增速	12
图表 18: 固定资产投资同比增长率	12
图表 19: 投资实际增速	12
图表 20: 工业增加值增速	13
图表 21: 三大产业增加值同比增长率	13
图表 22: 各行业增加值同比增长率	14
图表 23: 各行业增加值同比增长率 (续)	14
图表 24: 工业企业利润总额增长率	14
图表 25: 收入及成本同比增速	14
图表 26: 各类企业利润增速情况	15
图表 27: 各类企业收入增速情况	15
图表 28: 各行业利润增速情况	16
图表 29: 各行业利润增速情况 (续)	16
图表 30: 房地产活动情况	17
图表 31: 房地产开发资金来源增速	17
图表 32: 进出口金额	18
图表 33: 进出口增速	18
图表 34: 对美国出口情况	18
图表 35: 对欧盟出口情况	18
图表 36: 对香港出口情况	19



图表 37: 对东盟出口情况	19
图表 38: 劳动密集型行业出口增速	19
图表 39: 高新技术品行业出口增速	19
图表 40: 大宗商品进口数量增速	20
图表 41: 大宗商品进口金额增速	20
图表 42: 居民消费价格指数走势	21
图表 43: CPI 同比增长率	21
图表 44: CPI 食品各中类指数走势	21
图表 45: CPI 非食品各中类指数走势	21
图表 46: 食品各中类指数同比增长率	22
图表 47: 食品各中类指数环比增长率	22
图表 48: CPI 环比增长率	22
图表 49: 翘尾因素与新涨价因素	22
图表 50: CPI 食品环比增长率的月度走势图	23
图表 51: CPI 非食品环比增长率的月度走势图	23
图表 52: 工业生产者出厂价格同比增长率	24
图表 53: 工业生产者出厂价格环比增长率	24
图表 54: 工业生产者购进价格增速	24
图表 55: 工业生产者购进价格分类指数走势	24
图表 56: 当月外汇占款新增额	25
图表 57: 基础货币	25
图表 58: 各层次货币供应量同比增长率	26
图表 59: 人民币存款及贷款增长走势	26
图表 60: 各部门存款同比增长率	27
图表 61: 新增人民币贷款的部门结构	27
图表 62: 新增人民币贷款的期限结构	27
图表 63: 社会融资规模累计值及累计增速	27
图表 64: 社会融资规模结构	28
图表 65: 社会融资规模占比	28



一、经济运行总览

3月经济景气度显著改善，但其中季节性因素可能影响更多。

一季度经济状况可以概括为——第二产业小幅下滑，第三产业有所改善；投资方面，制造业增速回落，房地产和基建增速提升。

1、景气度显著改善

从景气度指标看，3月我国中采制造业 PMI 指数为 50.5%，环比高 1.3 个百分点。中采非制造业 PMI 指数为 54.8%，环比高 0.5 个百分点。同月，财新采购经理指数（财新 PMI）为 50.8%，环比高 0.9 个百分点。财新服务业采购经理指数（财新服务业 PMI）为 54.4%，环比高 3.3 个百分点。随着节后企业普遍复工复产，制造业指数和非制造业指数均显著提升。

从细分指数看，中采制造业 PMI 五个分类指数全部上升

内需和外需双双改善。新订单指数为 51.6%，较上月高 1.0 个百分点；其中，新出口订单指数为 47.1%，较上月高 1.9 个百分点；进口指数为 48.7%，较上月高 3.9 个百分点；节后企业开工生产带动内需订单和外需订单均显著提升。

全球制造业 PMI 指数保持平稳，服务业 PMI 指数小幅提升。本月全球制造业 PMI 指数为 50.6%，与上月持平；全球服务业 PMI 指数升 0.4 个百分点至 53.7%；全球综合 PMI 指数升 0.2 个百分点至 52.8%。制造业经济景气度与上月持平，服务业景气度有所提升，带动了我国外需订单指数的上升。

生产增速显著加快。生产指数为 52.7%，较上月高 3.2 个百分点，生产增速显著加快。

就业小幅改善。从业人员指数为 47.6%，较上月高 0.1 个百分点，就业小幅改善。

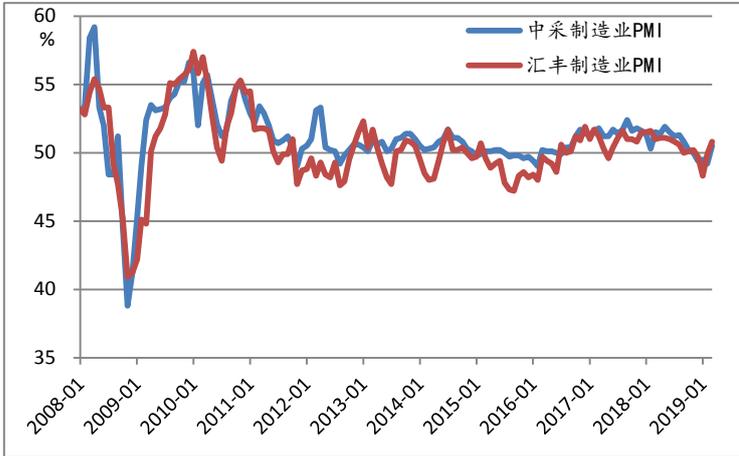
供货速度提升。供应商配送时间指数为 50.2%，较上月高 0.4 个百分点。

库存指数双双提升。原材料库存指数为 48.4%，较上月高 2.1 个百分点；产成品库存指数为 47.0%，较上月高 0.6 个百分点；开工生产提升了原材料和生产平的库存需求。

分企业规模看，大企业回落、中小企业显著改善。大型企业 PMI 指数为 51.1%，较上月低 0.4 个百分点；中型企业 PMI 指数为 49.9%，较上月高 3.0 个百分点；小型企业 PMI 指数为 49.3%，较上月高 4.0 个百分点。大企业景气度回落、中小企业景气度提升。

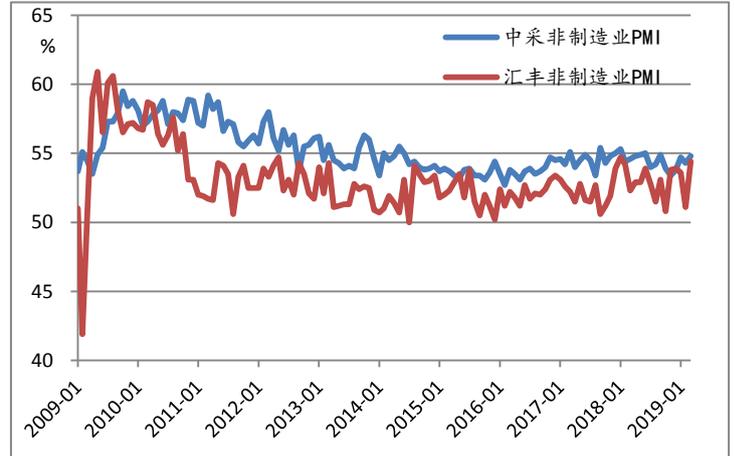


图表 1: 制造业采购经理指数



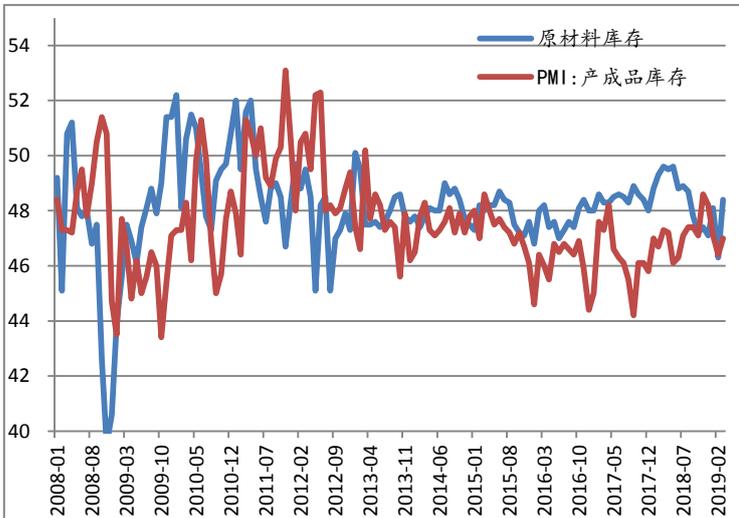
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 2: 非制造业采购经理指数



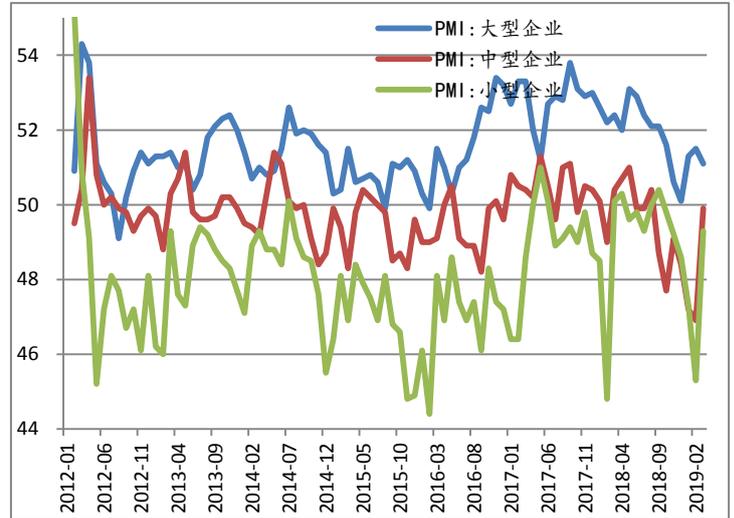
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 3: 库存变动情况



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

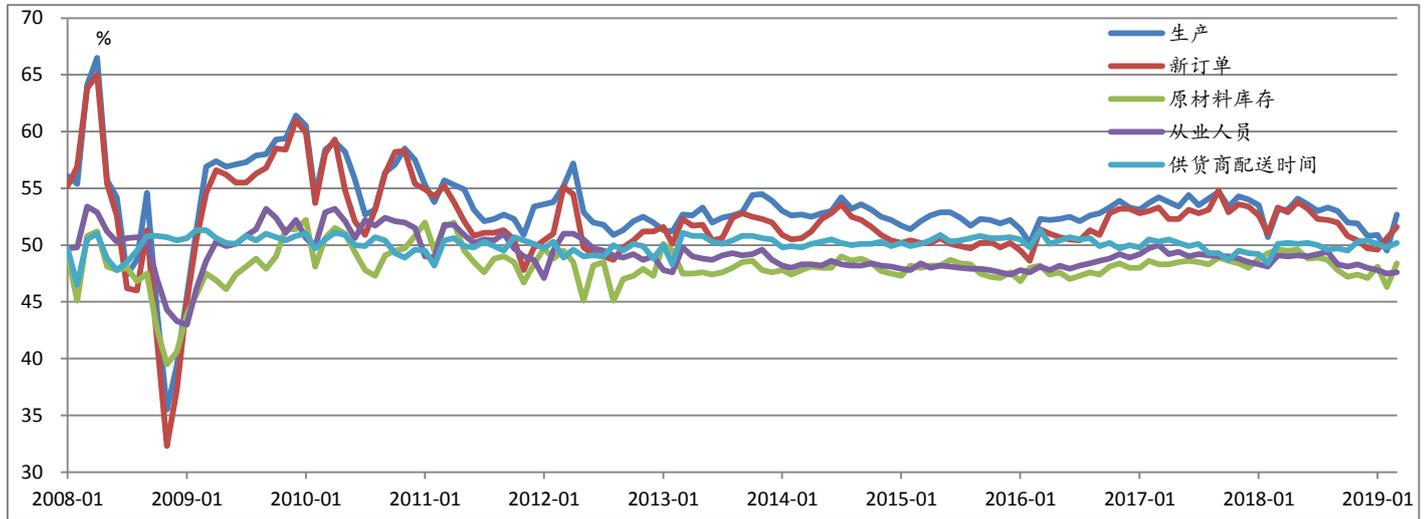
图表 4: 各类企业的 PMI 指数



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院



图表 5: 中采制造业 PMI 成分指数

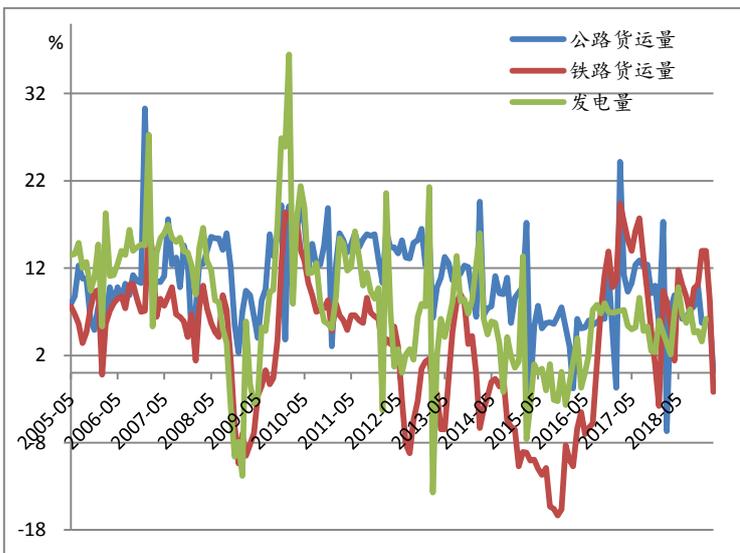


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

中上游数据较上月好转

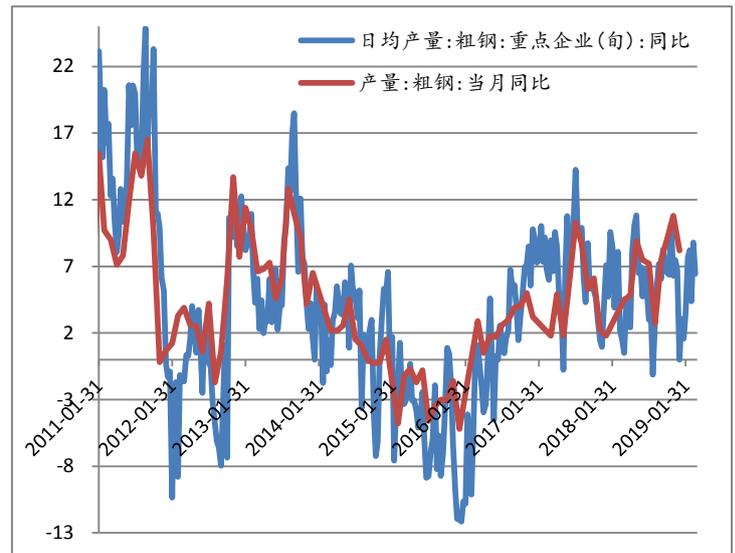
从中上游高频数据看, 2月各类增速普遍回落, 3月有所提升。3月6大发电厂用煤量增速由跌转增, 意味着发电量及工业生产增速有所提升。

图表 6: 克强指数走势



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7: 粗钢产量及增速



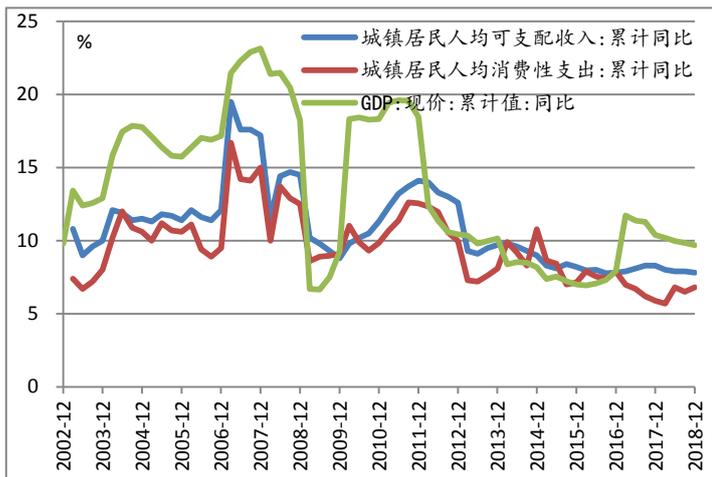
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院



2、消費增速与上年末持平，但低于上年同期

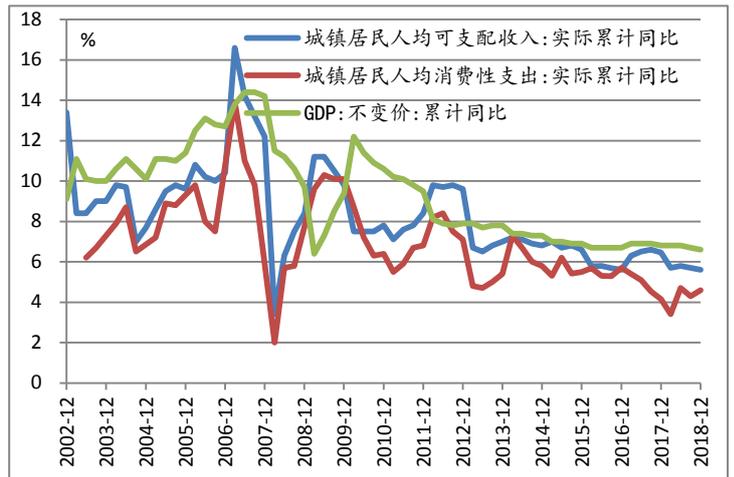
从居民家庭收支调查数据看，2018年全年城镇居民人均可支配收入39,251元，同比增长7.8%，较前三季度低0.1个百分点，较上年同期低0.5个百分点；扣除价格因素，实际同比增长5.6%，较前三季度低0.1个百分点，较上年同期低0.9个百分点；人均消费支出26,112元，同比增长6.8%，较前三季度高0.3个百分点，较上年同期高0.9个百分点；实际同比增长4.6%，较前三季度高0.3个百分点，较上年同期高0.4个百分点。总体而言，居民收入增速继续小幅回落，支出增速有所提升。收入增速的回落会抑制2019年的居民消费。

图表 8：居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 9：居民收支实际增速

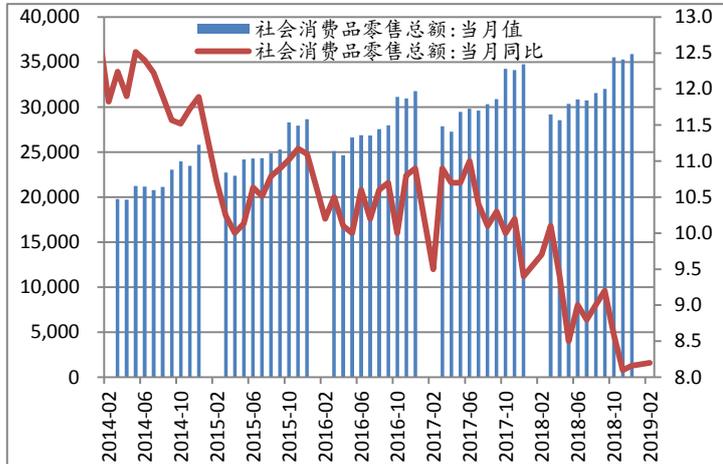


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

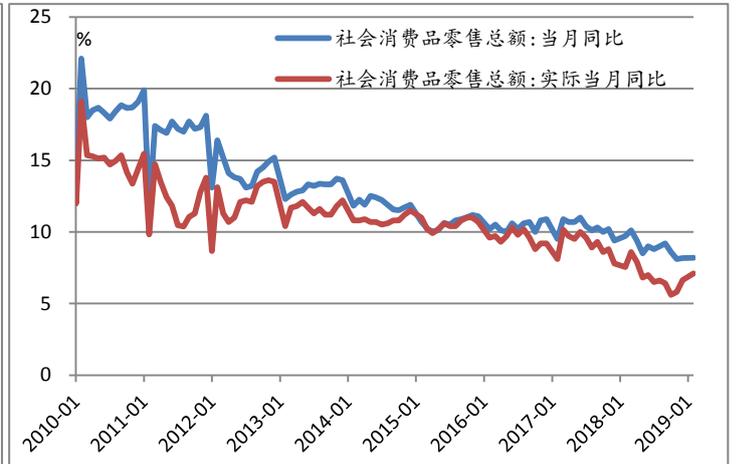
2019年1-2月社会消费品零售总额为6.6万亿元，同比增长8.2%，与上年末持平，较上年同期低1.5个百分点；经价格调整后，实际同比增长7.1%，较上年末高0.5个百分点，较上年同期低0.4个百分点。



图表 10: 社会消费品零售总额



图表 11: 社会消费品零售总额同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

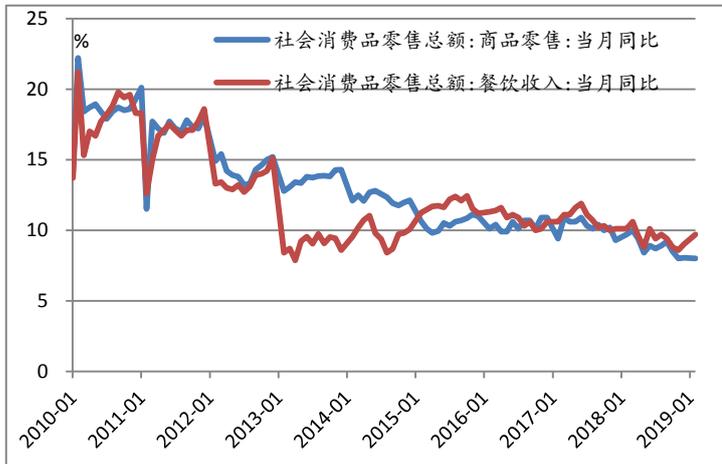
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

从消费形态看, 商品零售增速保持稳定, 餐饮增速有所提升。1-2月商品零售 5.88 万亿元, 同比增长 8.0%, 与上年末持平, 较上年同期低 1.7 个百分点; 餐饮收入 7,251 亿元, 同比增长 9.7%, 较上年末高 0.7 个百分点, 较上年同期低 0.4 个百分点。

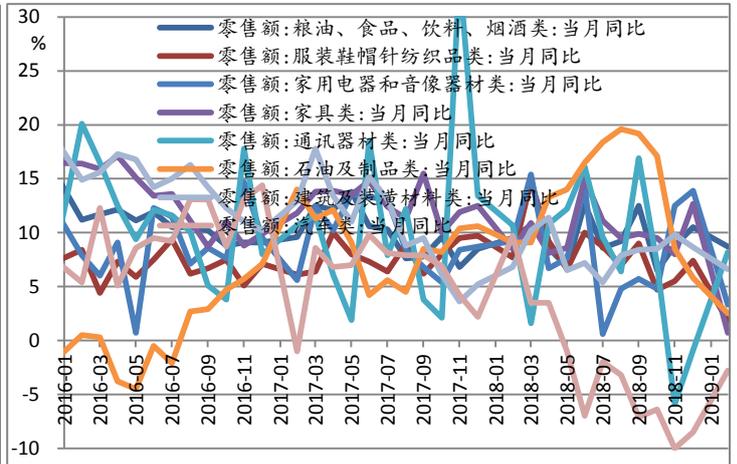
分商品看, 本月大多商品增速较上月回落, 只有汽车类、通讯器材类、书刊杂志类增速提升, 但汽车增速依然为负。从增速数值看, 只有书刊杂志类、日用品类、中西药品类、粮油食品类增速高于 10%, 其他各类增速均低于 10%。销售额高的几类商品增速均处于低位, 汽车增速继续为负, 石油及制品类增速降至 2.5%, 服装鞋帽类增速也降至 1.8%。



图表 12: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率



图表 13: 各类商品零售额当月同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

3、财政收支增速低于上年同期，但基金支出增速大增

2019年1-2月财政收入39,104亿元，同比增长7.0%，较上年同期低8.8个百分点；税收收入35,114亿元，同比增长6.6%，较上年同期低11.8个百分点；非税收收入3,990亿元，同比增长10.8%，较上年同期高14.3个百分点。财政支出33,314亿元，同比增长14.6%，较上年同期低2.1个百分点。

前两个月财政收入大于财政支出，财政盈余金额为5,790亿元。

财政收入中，个人所得税改革使得个税增速继续大幅回落，汽车销量下滑使得车辆购置税增速下降，进出口增速下降和关税政策调整等使得关税增速下降；资源税、出口退税、国内消费税维持较高增速；增值税和企业所得税增速维持在正常增速10%左右。

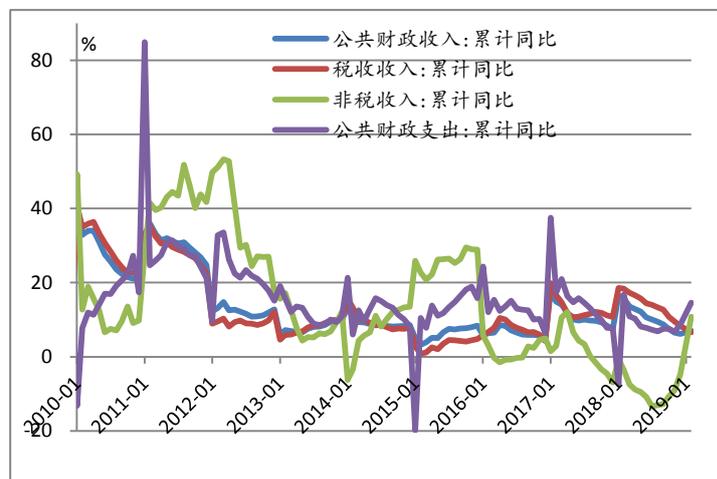
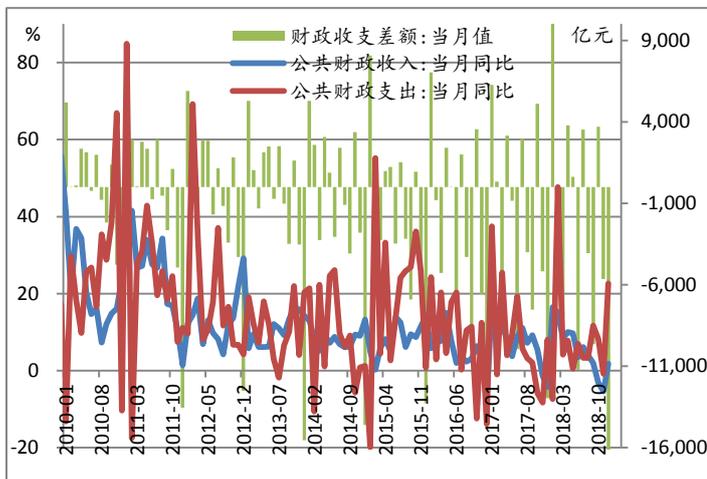
财政支出中，基建相关支出大幅增长，交通运输支出同比增长55%，节能环保支出增长45.3%，其他各类支出也维持较高增速。

政府基金收入增速回落，支出增速成倍增长。今年土地出让金收入大幅下滑，政府基金收入增速随之降至负值，但地方政府通过发行地方债融入资金，维持基金支出的高增长，前两个月支出金额较上年同期增长1.1倍。



图表 14: 国家财政收支当月情况

图表 15: 国家财政收支累计情况



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

4、投资增速小幅提升，制造业回落，房地产和基建提升

2019年1-2月全国固定资产投资4.5万亿元，同比增长6.1%，增速较上年年末高0.2个百分点，较上年同期低1.8个百分点。分产业看，第一产业投资950亿元，同比增长3.7%，较上年末低9.2个百分点，较上年同期低24.1个百分点；第二产业投资1.4万亿元，同比增长5.5%，较上年末低0.7个百分点，较上年同期高3.1个百分点；第三产业投资3.0万亿元，同比增长6.5%，较上年末高1.0个百分点，较上年同期低3.7个百分点。第一产业和第二产业增速回落，第三产业增速提升。

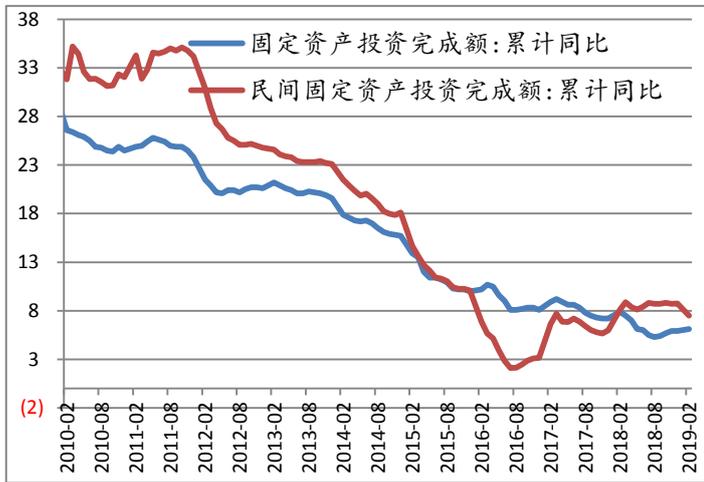
在第二产业中，采矿业投资同比增长41.4%，较上年末高37.3个百分点；制造业投资同比增长5.9%，增速回落3.6个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比下降1.4%，降幅收窄5.3个百分点。

其实，第二产业投资增速回落主要指制造业回落，第三产业提升指房地产业和交通运输业等行业提升，交通运输和第二产业中的电热燃气水的生产和供应业是基建的重要组成部分，所以“二产回落三产提升”换个表达方式即为——制造业回落，房地产和基建提升。

民间投资增速回落。2019年1-2月民间固定资产投资4.5万亿元，同比增长7.5%，增速较上年末低1.2个百分点，较上年同期低0.6个百分点。

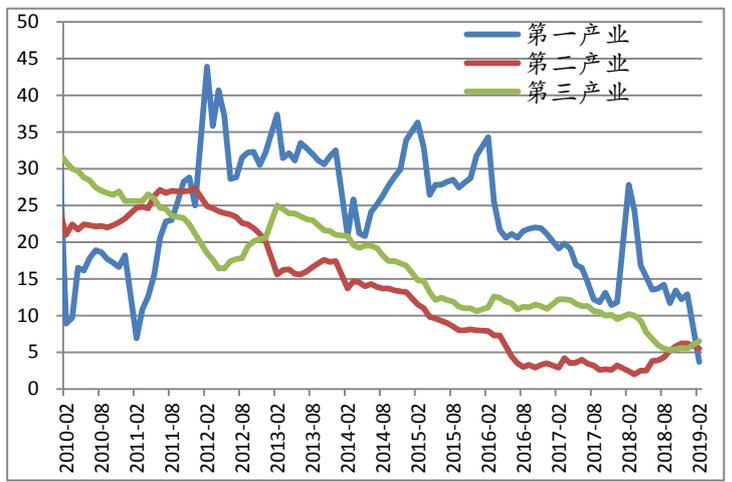


图表 16: 全国固定资产投资同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 17: 全国固定资产投资分产业增速

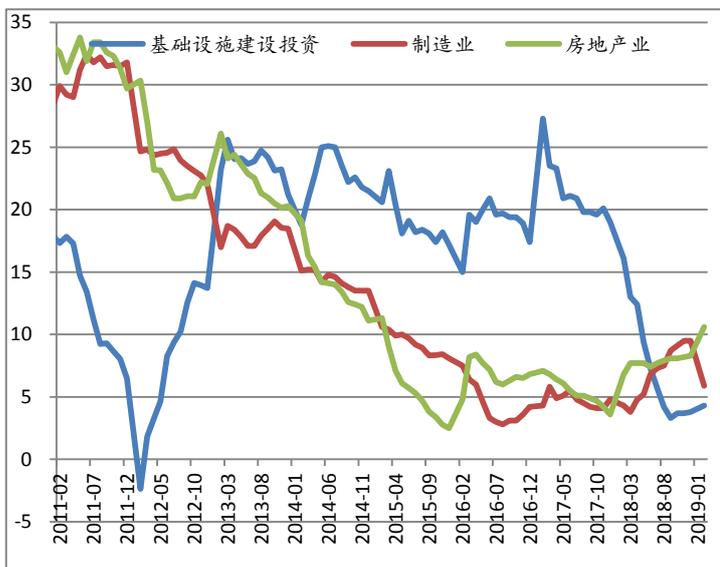


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

从固定资产投资三大分类看, 1-2月基建投资增速较上年末提升0.5个百分点至4.3%; 制造业增速回落3.6个百分点至5.9%; 房地产业增速提升2.3个百分点至10.6%。制造业大幅回落, 房地产业显著提升, 基建小幅提升。

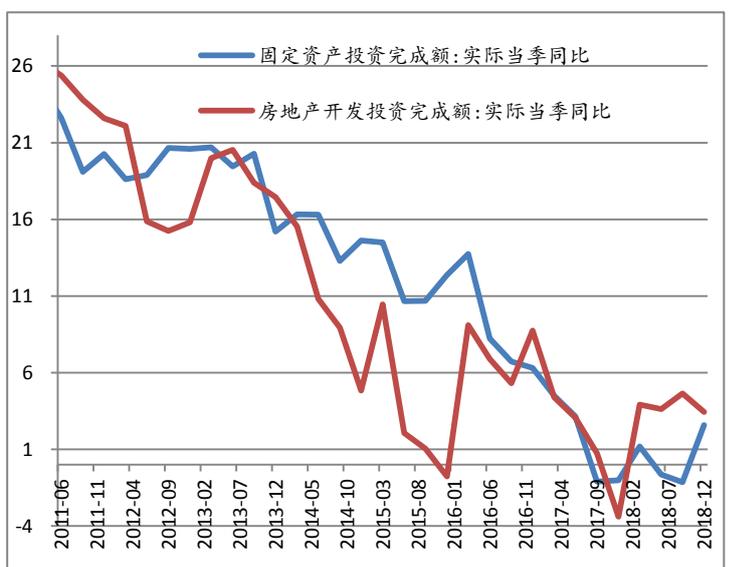
从实际增速看, 4季度总固定资产投资增速显著提升, 较第3季度高3.7个百分点至2.6%。其中, 房地产开发投资增速则较上季度回落1.2个百分点至3.5%。

图表 18: 固定资产投资同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 19: 投资实际增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院



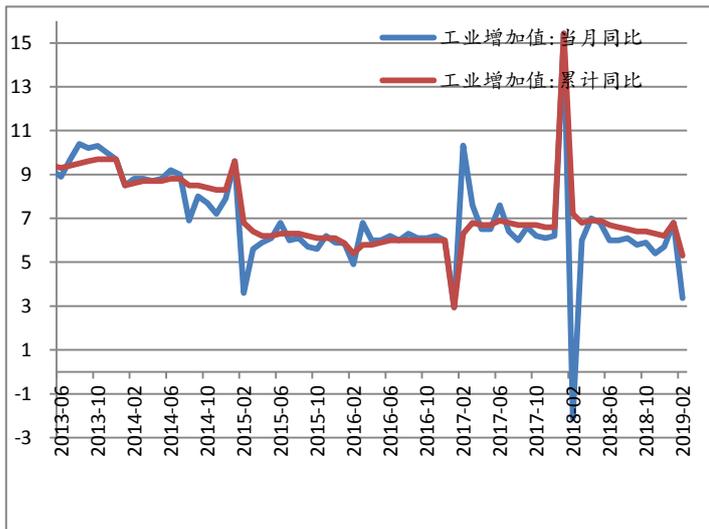
工业增加值增速下降

2019年1-2月，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较上年末低0.9个百分点，较上年同期低1.9个百分点。

分三大门类看，采矿业和电热气水生产与供应业增速回落，制造业微幅提升。采矿业增加值同比增长0.3%，较上年末低3.3个百分点；制造业同比增长5.6%，高0.1个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长6.8%，低2.8个百分点。

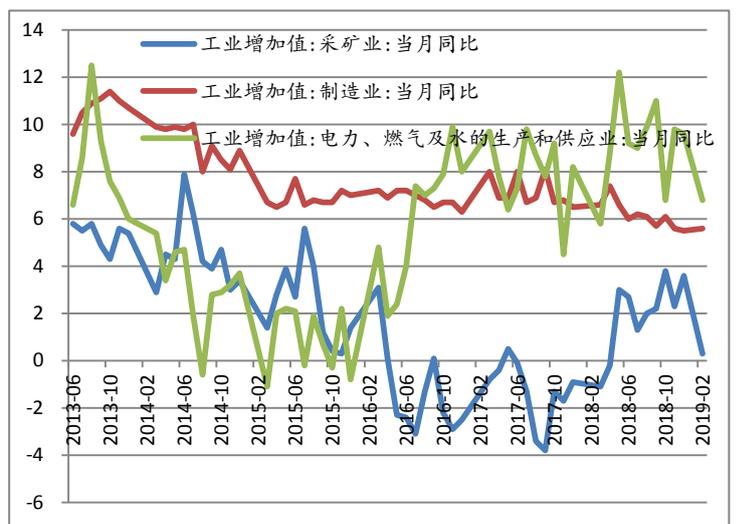
分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业¹增加值同比增长6.0%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长7.5%，电力、热力的生产和供应业同比增长6.1%；化学原料和化学制品制造业同比增长4.3%，电气机械和器材制造业同比增长8.0%，通用设备制造业同比增长4.4%；大多数行业增速回落。

图表 20：工业增加值增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 21：三大产业增加值同比增长率

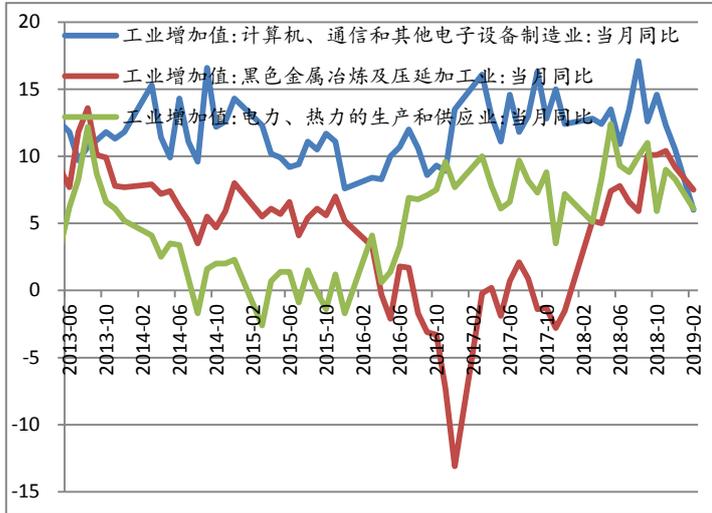


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

¹这几个行业的增加值在在工业增加值中占比最高。从2003年-2011年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为7.9%，电力、热力的生产和供应业为7.0%，化学原料和化学制品制造业为6.6%，电气机械和器材制造业为5.8%，通用设备制造业为4.6%。

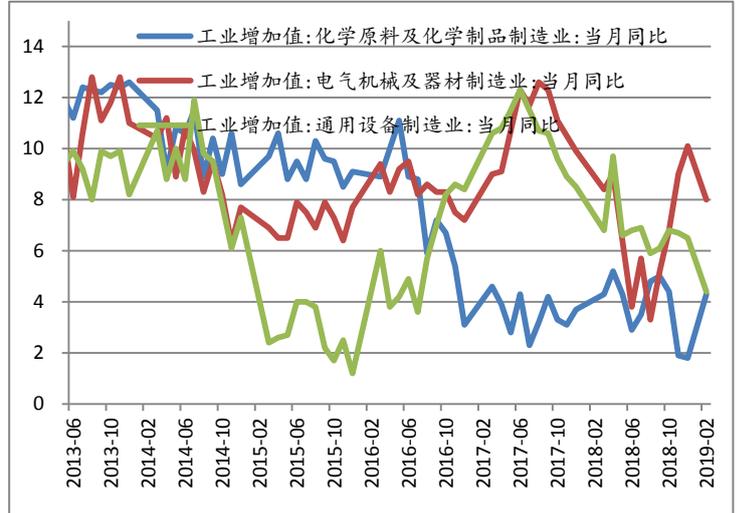


图表 22: 各行业增加值同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 23: 各行业增加值同比增长率 (续)

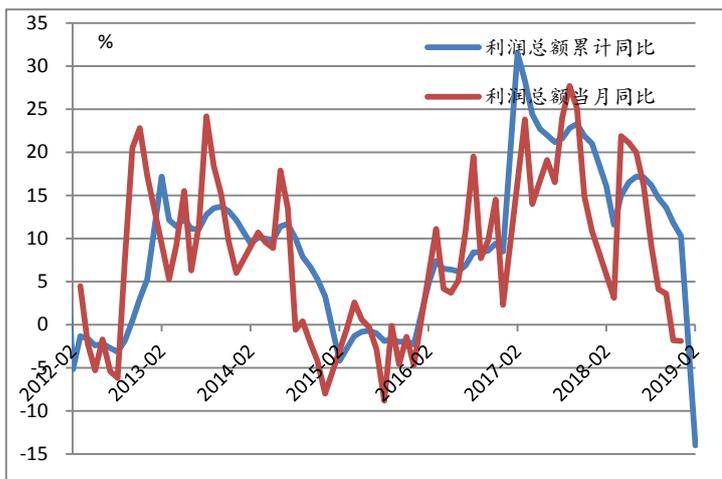


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

利润增速继续大幅下降

2019年1-2月全年全国规模以上工业企业实现利润总额7,080亿元, 同比下降14.0%, 增速较上年末低24.3个百分点, 较上年同期低30.1个百分点。

图表 24: 工业企业利润总额增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

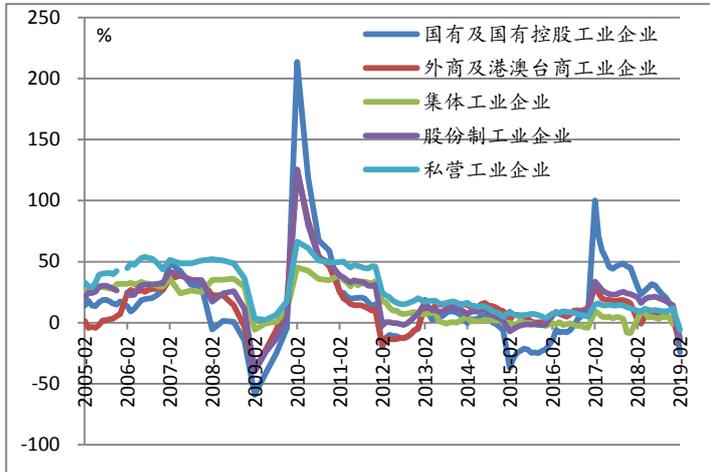
图表 25: 收入及成本同比增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

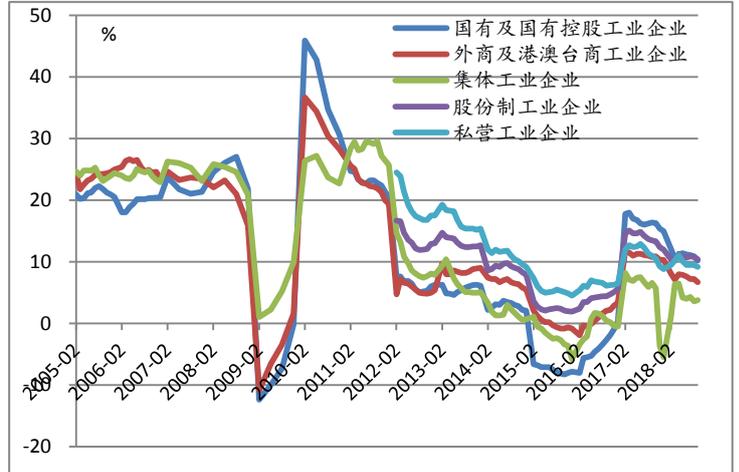


图表 26: 各类企业利润增速情况



资料来源: 国家统计局、wind、致富研究院

图表 27: 各类企业收入增速情况



资料来源: 国家统计局、wind、致富研究院

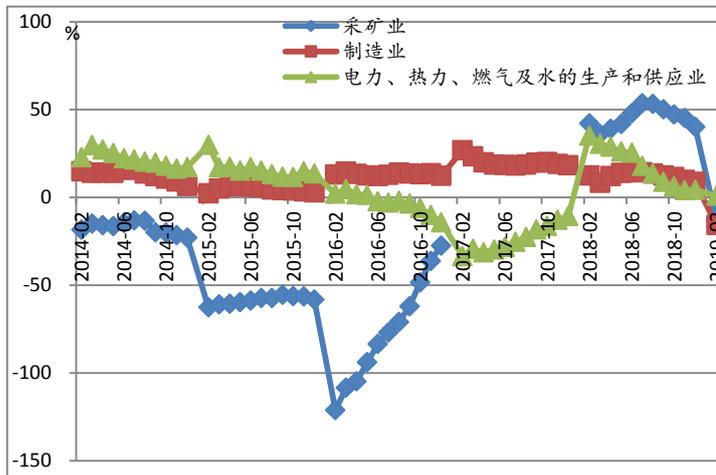
分行业看, 1-2月采矿业实现利润总额701.5亿元, 同比减少12.6%, 增速较上年末低52.7个百分点; 制造业利润总额5,682亿元, 同比减少15.7%, 增速低24.4个百分点; 电力、热力、燃气等公用事业利润总额697亿元, 同比增长0.9%, 增速低3.4个百分点。

大多数行业利润增速均大幅回落, 17-18年持续保持高增速的中上游行业——石油和天然气开采业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品业增速降幅普遍超过50%。制造业中大多行业也大幅回落, 计算机、通信和其他电子设备制造业利润下降21.6%, 汽车制造下降42%, 只有电气机械及器材制造业、专用设备制造业增速还在10%左右。

总之, 对工业部门而言, 从利润到投资到增加值, 增速全都回落。

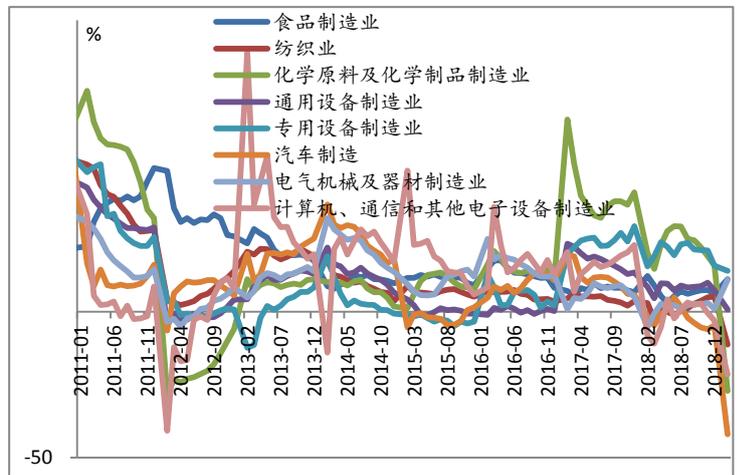


图表 28: 各行业利润增速情况



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 29: 各行业利润增速情况 (续)



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

房地产活动回落

房地产销售增速降至负值。2019年1-2月全国商品房销售面积为1.4亿平方米，同比下降3.6%，增速较上年末低4.9个百分点。商品房销售额1.3万亿元，同比增长2.8%，增速低9.4个百分点。

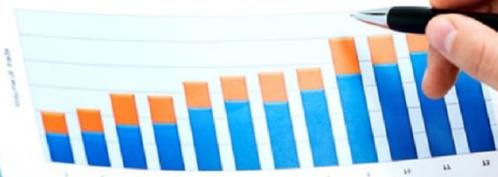
土地购置增速大幅回落。1-2月土地购置面积1,545亿平方米，同比下降34.1%，增速较上年末低48.3个百分点。房屋新开工面积1.9亿平方米，同比增长6.0%，增速低11.2个百分点。

房地产开发投资增速有所提升。1-2月全国房地产开发投资1.2万亿元，同比增长11.6%，增速高2.1个百分点。

房地产投资资金增速也回落。房地产开发企业到位资金2.4万亿元，同比增长2.1%，增速较上年末低4.3个百分点。其中，个人按揭贷款增长6.5%；房地产开发贷款下降0.5%；自筹资金下降1.5%；定金及预收款增长5.6%。资金增速回落将抑制房地产投资增速的提升。

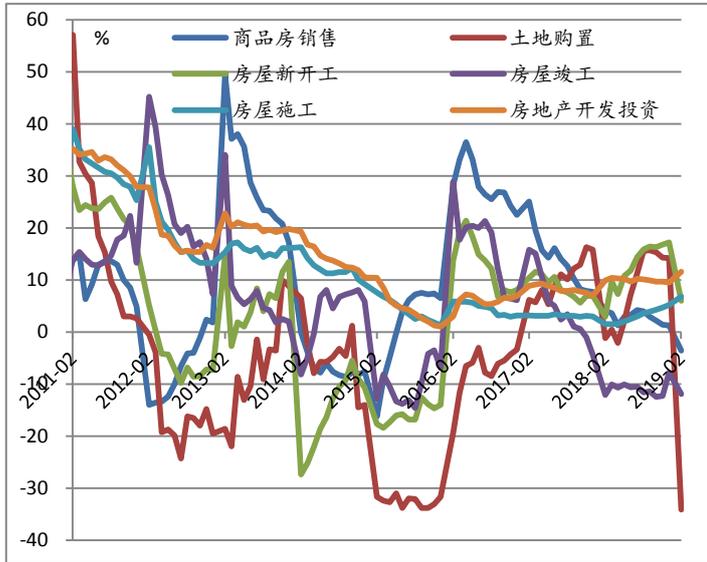
本月房地产开发投资维持较高增速的原因主要在于——自2018年以来，土地购置增速持续提升带动房屋新开工增速持续提升，但房屋竣工增速全年基本保持在-10%左右，开工正增长竣工负增长致使施工增速持续提升；今年，虽然土地购置和房屋新开工增速从高位回落，但新开工依然维持正增速，在竣工负增速的共同作用下，施工增速继续提升，进而带动房地产投资增速提升。

按照这种走势，今年土地购置增速将维持在低位，新开工增速将受其影响逐渐回落，新开工与竣工之间增速差逐渐缩小甚至倒挂，到时房地产开发投资增速



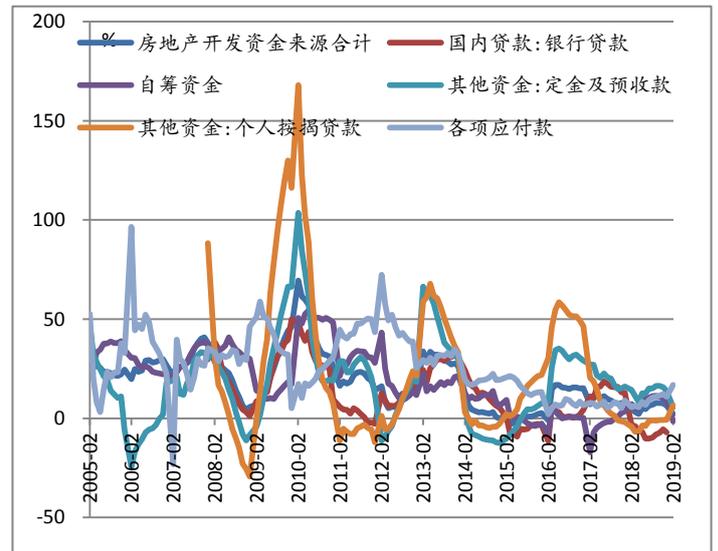
将逐渐回落。

图表 30: 房地产活动情况



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 31: 房地产开发资金来源增速

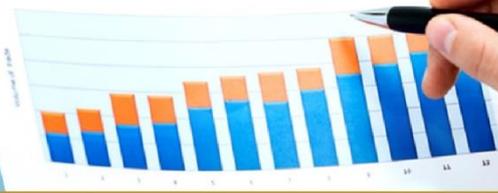


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

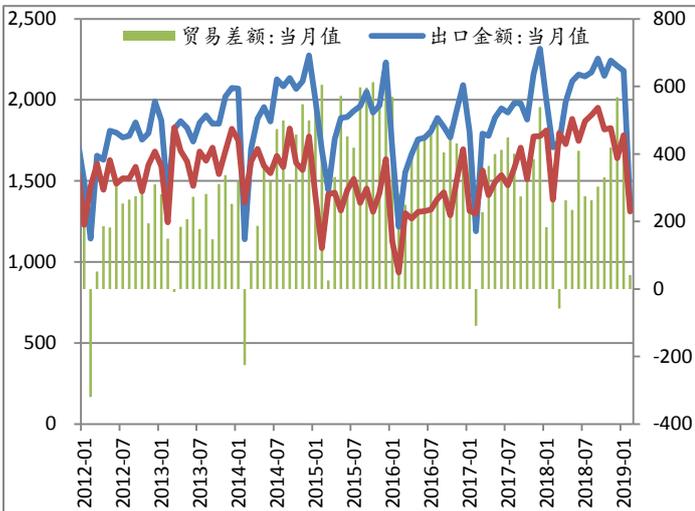
综合来看, 一季度工业有所下滑, 房地产和基建起到稳经济的作用。展望今后几个季度, 利润增速大幅下滑将继续制约工业投资, 房地产投资增速先升至阶段性顶部随后逐渐回落, 而自 2018 年底以来速度和力度均加快的基建项目审批和资金预算将逐步落地, 到时基建将在稳经济中承担更大份额。

5、进出口增速双双显著回落

2 月我国实现出口 1,352 亿美元, 同比减少 20.8%, 较上月低 30.1 个百分点; 实现进口 1,311 亿美元, 同比减少 5.2%, 降幅较上月扩大 3.6 个百分点。当月录得贸易顺差 40.8 亿美元。本月进出口增速双双显著回落。

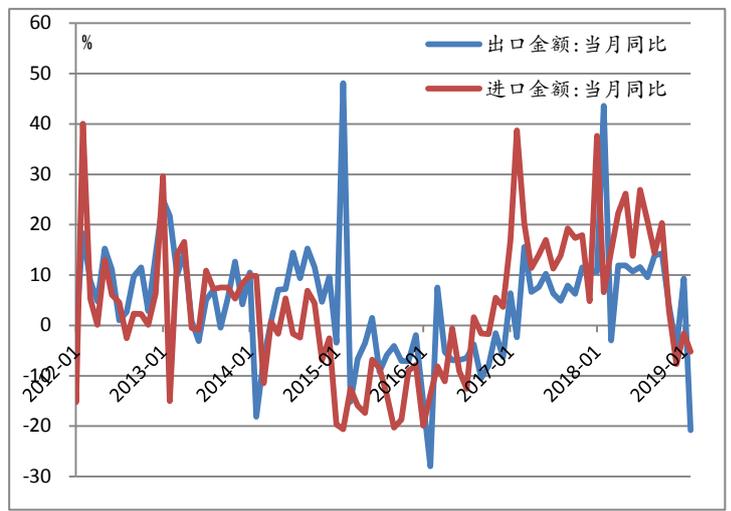


图表 32: 进出口金额



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

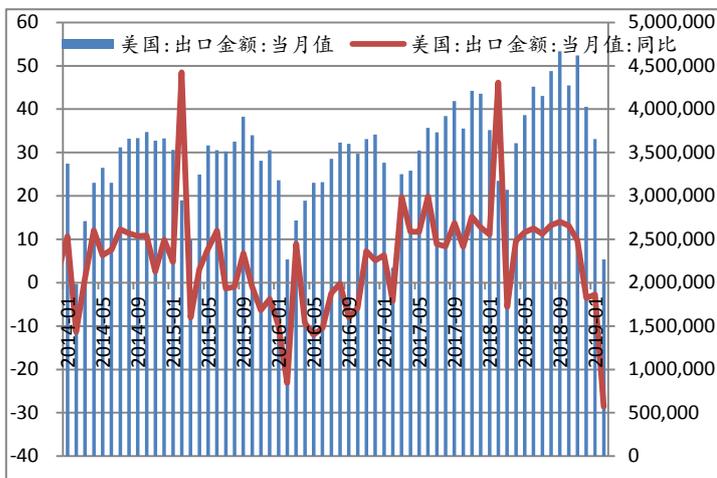
图表 33: 进出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

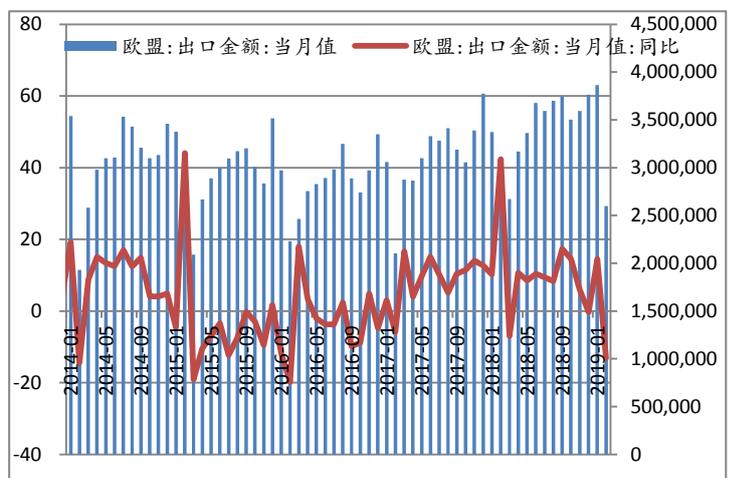
从地域分布看, 对所有地区出口增速均显著回落。2月对美国出口227亿美元, 同比减少28.6%, 降幅较上月扩大25.8个百分点; 对欧盟出口260亿美元, 同比减少13.2%, 较上月低27.6个百分点; 对香港出口131亿美元, 同比减少26.5%, 较上月低29.0个百分点; 对东盟出口173亿美元, 同比减少13.2%, 较上月低24.7个百分点。

图表 34: 对美国出口情况



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

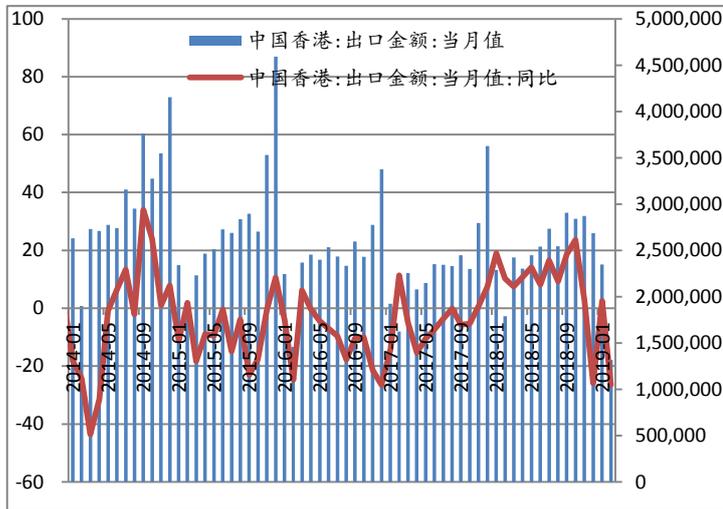
图表 35: 对欧盟出口情况



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

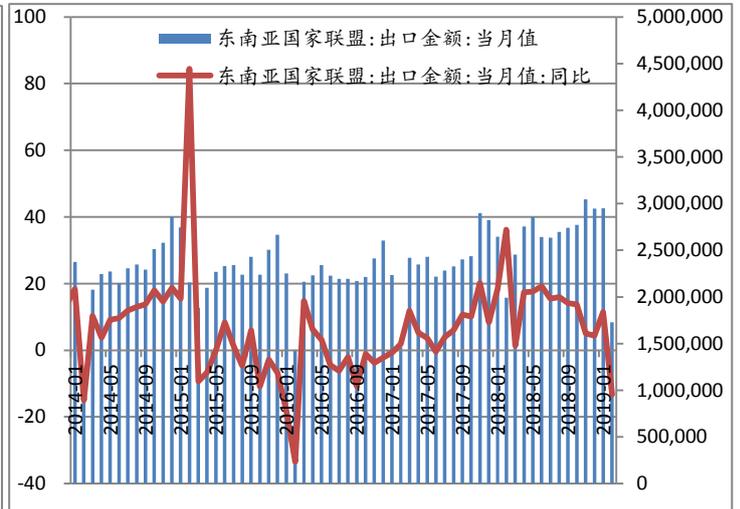


图表 36: 对香港出口情况



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

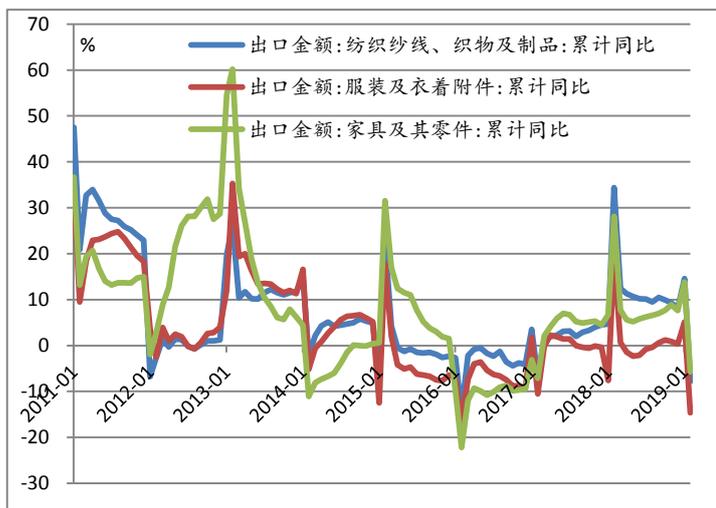
图表 37: 对东盟出口情况



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

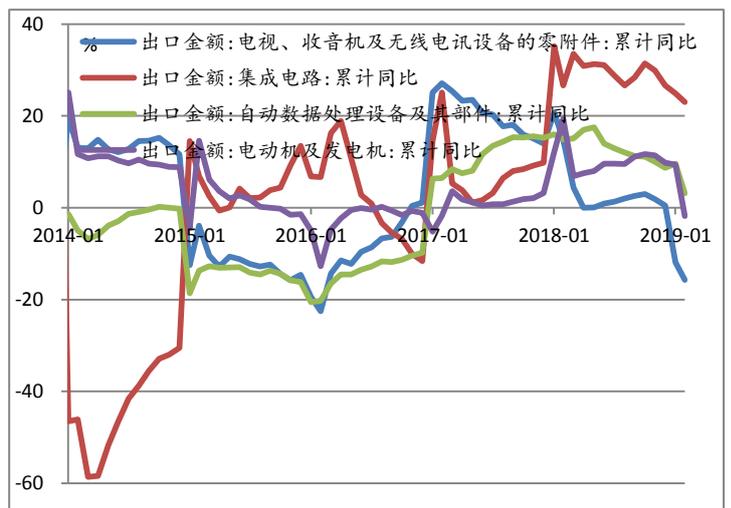
从出口行业看, 无论劳动密集型产品还是高新技术产品, 增速均大幅回落。

图表 38: 劳动密集型行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

图表 39: 高新技术产品行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

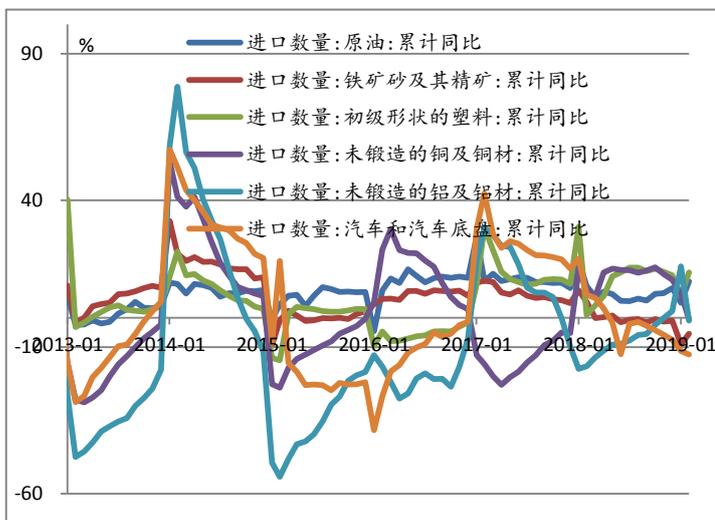
进口方面, 进口数量上, 今年只有原油和塑料继续保持较高增速, 其他类别增速大多已降至负值。铁矿增速自 2018 年下半年以来一直微跌, 2 月降至-5.5%。铜上年持续保持较高增速, 今年开始逐月下跌, 2 月也降至负值。铝上年全年保持负增速, 最近几个月略有好转。汽车及底盘也自 2018 年下半年以来持续维持



負增速，今年这两个月增速在-12%左右。

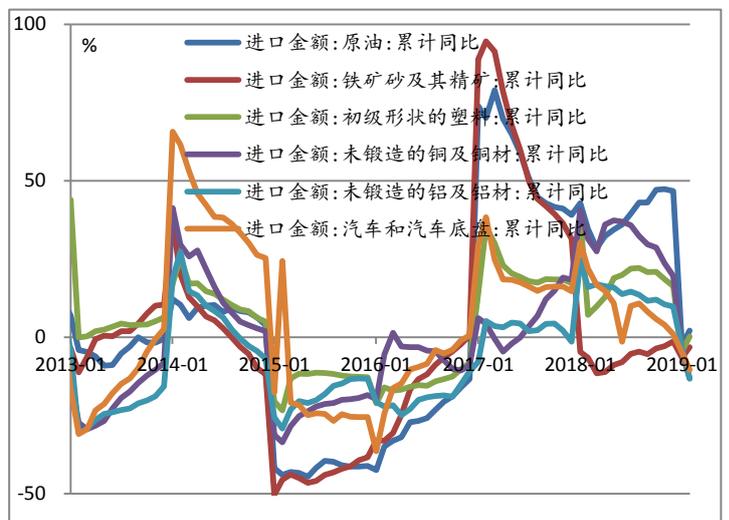
进口金额上，各大宗商品增速均较上年大幅下滑。原油从上年初40%左右的正增速降至0附近，铁矿上年初到现在持续维持负增速，塑料从20%左右的正增速降至0附近，铜从40%左右的正增速降至-13%的负增速，汽车从30%左右的正增速降至-10%的负增速。大宗商品进口增速的普遍大幅回落意味着我国内需较为疲弱。

图表 40: 大宗商品进口数量增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

图表 41: 大宗商品进口金额增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

二、CPI 和 PPI 涨幅提升，CPI 提升幅度较大

1、居民消费价格涨幅大幅提升

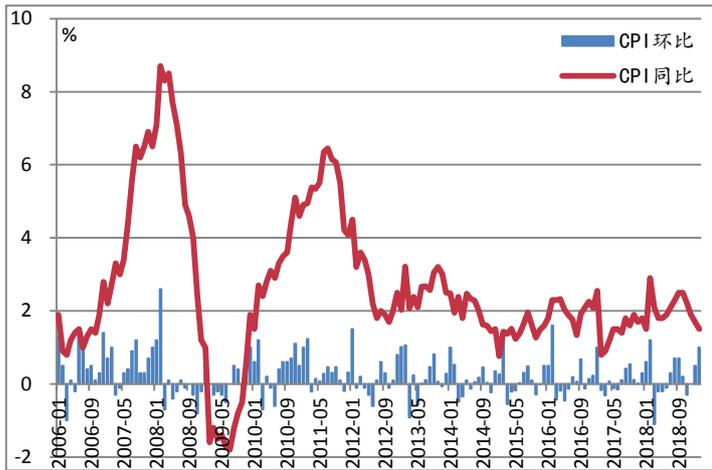
2月全国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨1.5%，环比上涨1.0%。其中，食品价格环比上涨3.2%，非食品价格环比环比上涨0.4%。

本月食品价格环比大多上涨。除蛋类之外，其他食品价格均有不同程度的上涨，按涨幅大小排序为：鲜菜、鲜果、水产品 and 畜肉类。鲜菜价格环比上涨15.7%，同比上涨1.7%；鲜果价格环比上涨5.4%，同比上涨4.8%；水产品价格环比上涨4.0%，同比下降2.5%；畜肉类价格环比上涨0.9%，同比下降0.9%（其中，猪肉价格环比上涨0.3%，同比下降4.8%）。蛋类价格环比下降4.5%，同比下降4.7%。



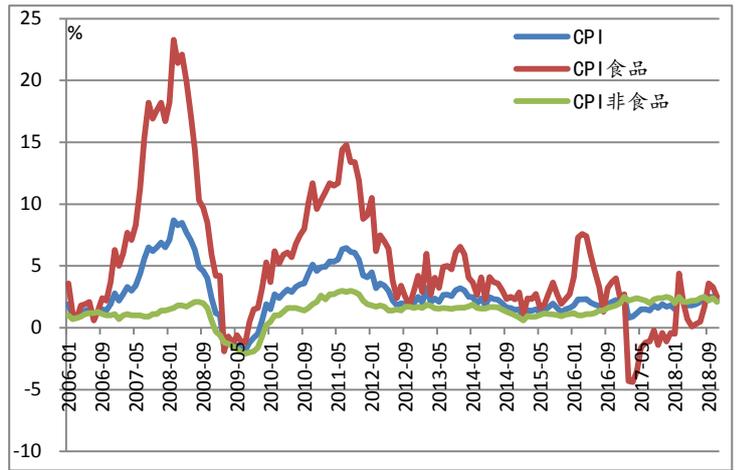
非食品價格中，七個中類價格環比“六升一降”。上漲的有：教育文化和娛樂、交通和通信、醫療保健、其他用品和服務、生活用品及服務、居住，環比分別上漲 1.3%、1.0%、0.2%、0.2%、0.1%和 0.1%；衣着價格下降，降幅為 0.2%。

圖表 42：居民消費價格指數走勢



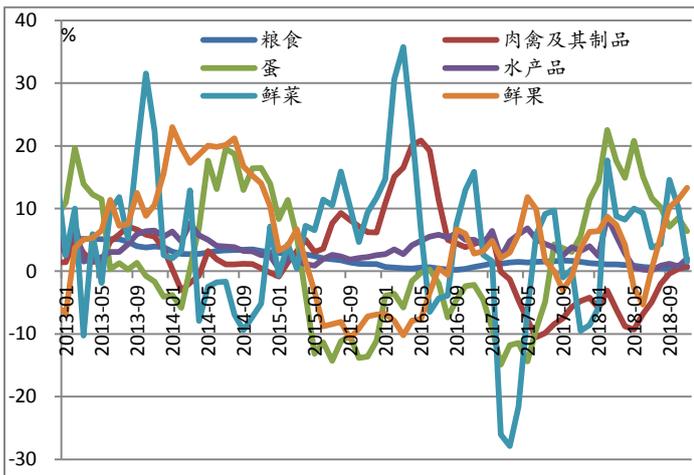
資料來源：國家統計局、Wind、致富研究院

圖表 43：CPI 同比增長率



資料來源：國家統計局、Wind、致富研究院

圖表 44：CPI 食品各中類指數走勢



資料來源：國家統計局、Wind、致富研究院

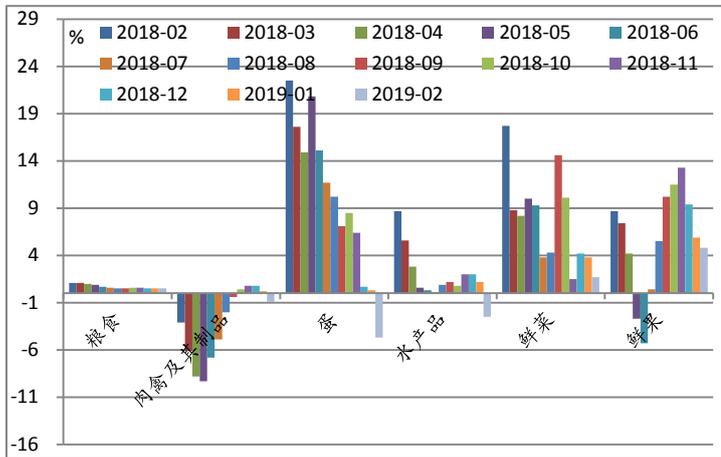
圖表 45：CPI 非食品各中類指數走勢



資料來源：國家統計局、Wind、致富研究院

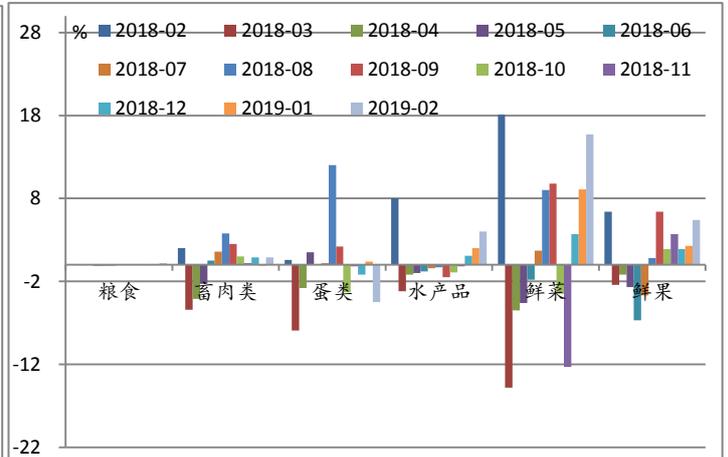


图表 46: 食品各中类指数同比增长率



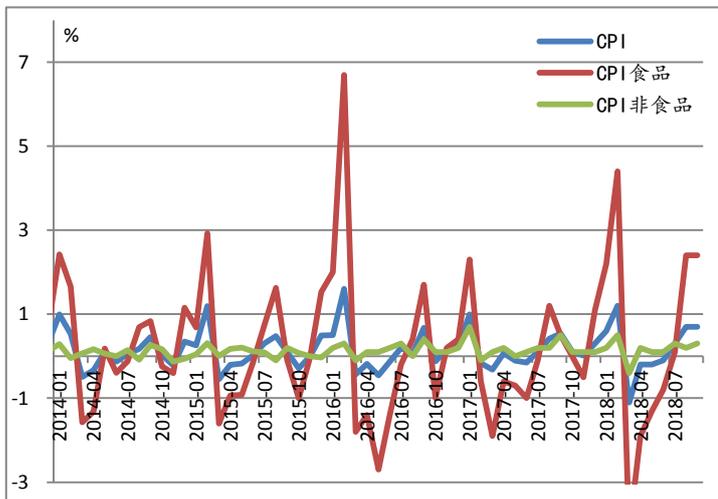
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 47: 食品各中类指数环比增长率



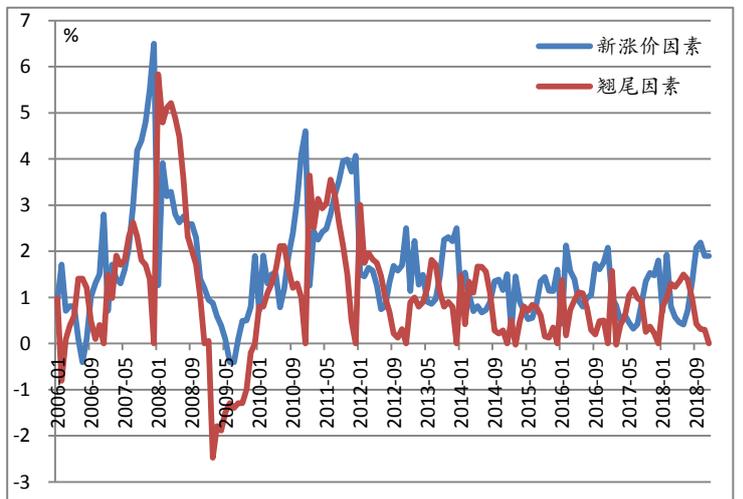
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 48: CPI 环比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

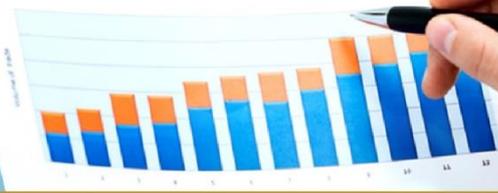
图表 49: 翘尾因素与新涨价因素



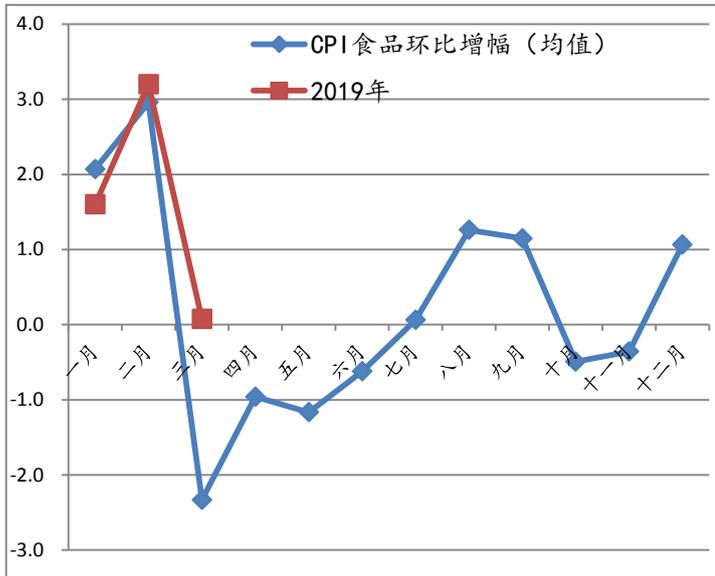
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

基于我们对各类商品和服务价格的跟踪观察，春节过后，食品价格和非食品价格涨幅普遍回落。食品价格中，大多商品价格保持稳定或小幅回落，只有猪肉价格大幅上涨。非食品价格中，衣着价格季节性增长，教育文化和娱乐价格显著回落，其他类别价格大多温和上涨。二者综合之后 CPI 环比回落 0.1% 左右。

我们预计，3 月食品价格环比近乎持平，非食品价格环比小幅回落，CPI 整体环比回落 0.1% 左右，同比上涨 2.4% 左右。

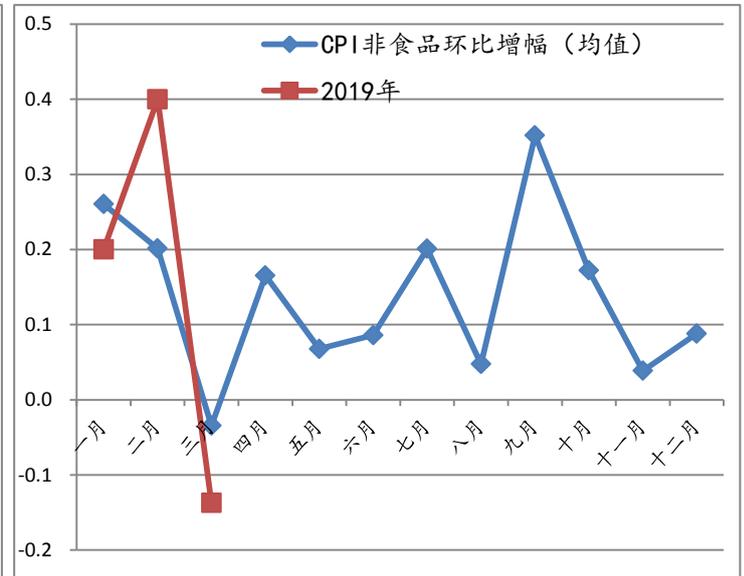


图表 50: CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 51: CPI 非食品环比增长率的月度走势图



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

2、工业生产者价格涨幅提升

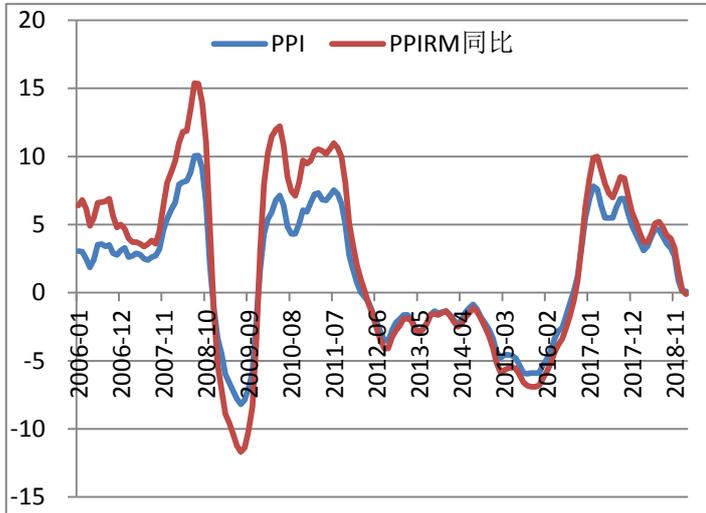
2月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨0.1%，与上月持平；环比下降0.1%。其中，PPI生产资料价格同比下降0.1%，与上月持平；PPI生活资料价格同比上涨0.4%，较上月低0.2个百分点，环比与上月持平。

2月工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.1%，环比下降0.1%。

工业生产者购进价格中，建筑材料类、黑色金属材料类、燃料动力类、化工原料类、有色金属材料类增速分别为5.5%、1.6%、-0.5%、-2.3%和-2.9%，分别较上月高-0.9个、0.6个、-0.8个、-0.7个和0.4个百分点，黑色和有色价格有所上升，其他类别增速回落。

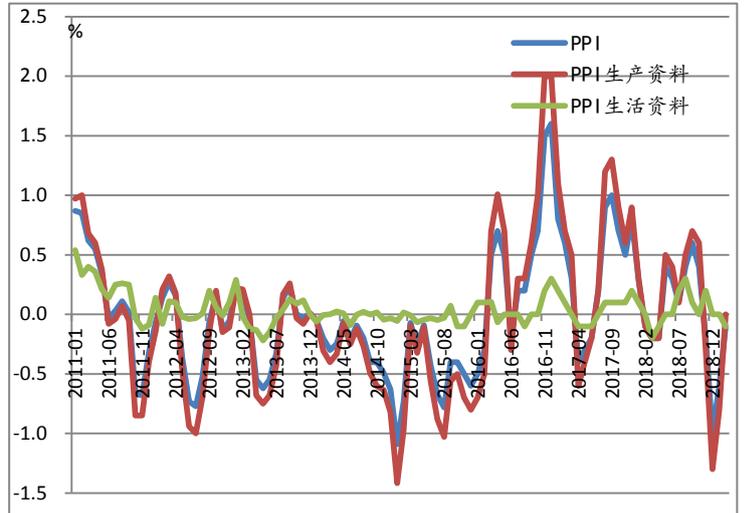


图表 52: 工业生产者出厂价格同比增长率



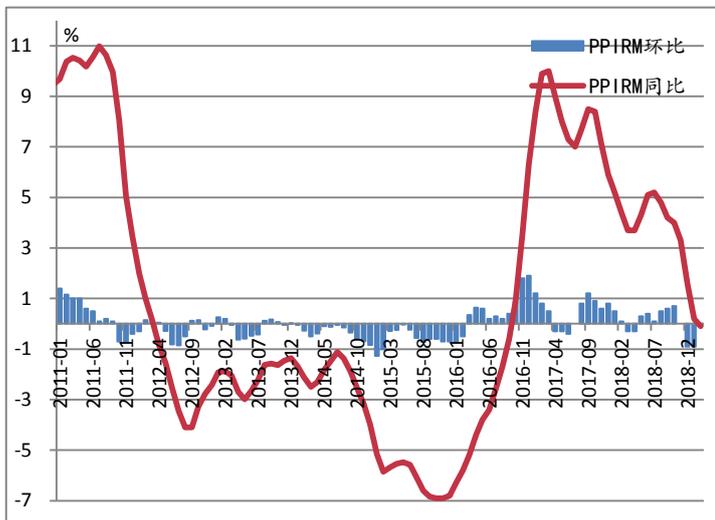
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 53: 工业生产者出厂价格环比增长率



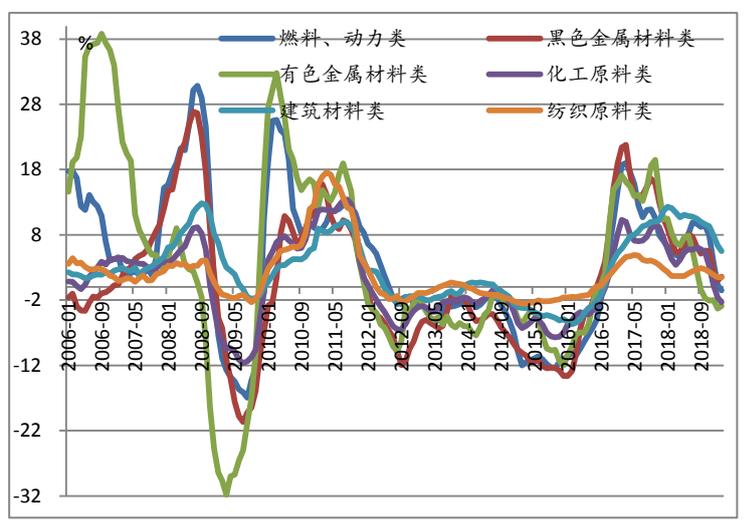
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 54: 工业生产者购进价格增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 55: 工业生产者购进价格分类指数走势



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

3月主要原材料购进价格指数为53.5%，环比高1.6个百分点；出厂价格指数为51.4%，环比高2.9个百分点。当月大宗商品价格普遍上涨，结合基期数据，我们认为3月PPI同比增速较2月提升。

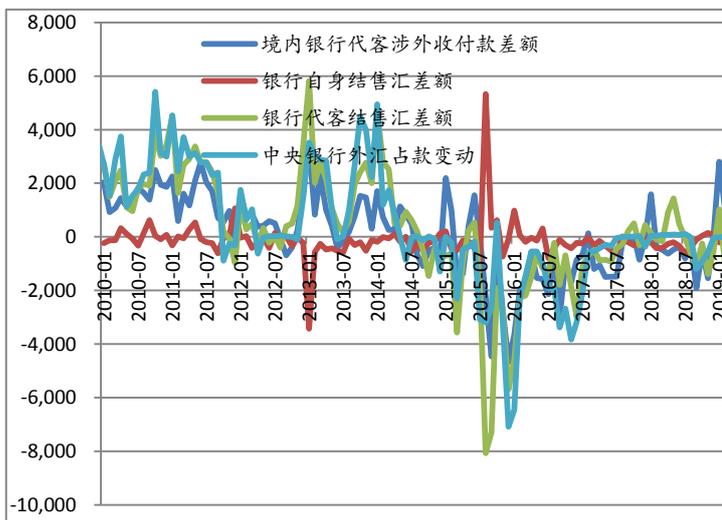


三、货币增速较上月提升

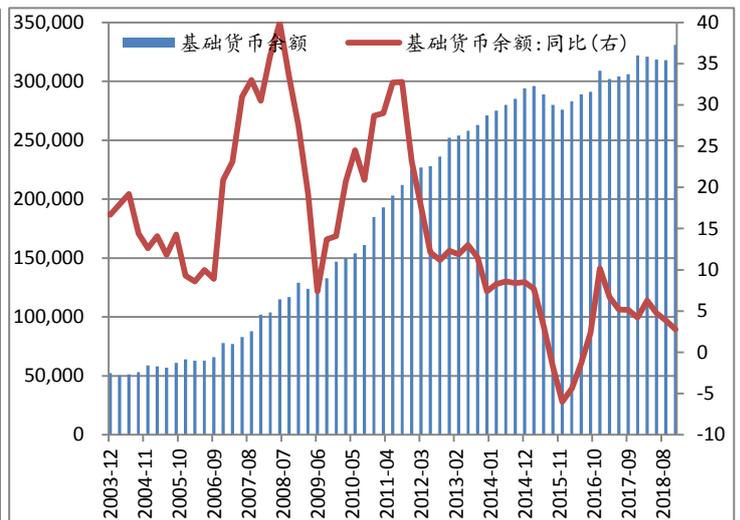
2018年年末，基础货币余额 33.1 万亿元，同比增长 2.8%，分别较上季度末和上年同期低 1.1 个和 1.4 个百分点。货币乘数为 5.52 左右，较上月回落 0.4 个百分点。

2019年2月我国官方外汇储备总额为 30,902 亿美元，较上月多 23 亿美元。在人民币升值、中美谈判顺利进行等因素的共同作用下，最近几个月外汇储备及外汇占款金额较为稳定。

图表 56：当月外汇占款新增额



图表 57：基础货币



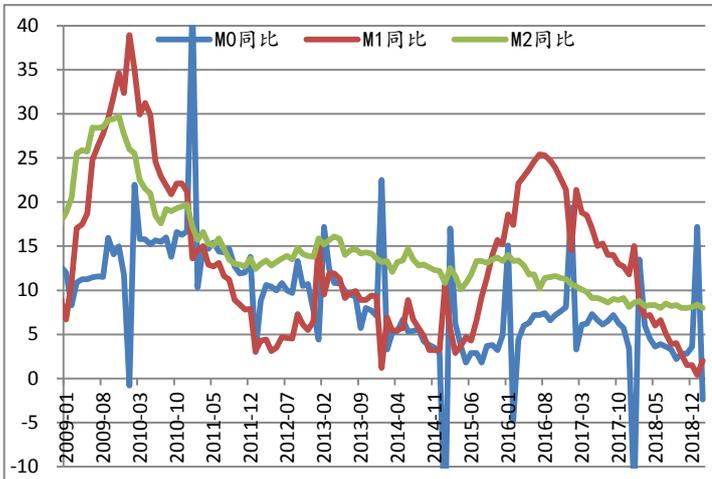
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

2月末，广义货币（M2）余额 186.7 万亿元，同比增长 8.0%，增速较上月末低 0.4 个百分点，较上年同期低 0.8 个百分点。狭义货币（M1）余额 52.7 万亿元，同比增长 2.0%，增速较上月末高 1.6 个百分点，较上年同期低 6.5 个百分点。流通中货币（M0）余额 7.9 万亿元，同比减少 2.4%，增速分别较上月末和上年同期低 19.6 个和 15.9 个百分点。双节过后，流通中货币转变为活期存款，M0 增速大幅回落，M1 增速提升。M2 增速受春节日期等因素的影响有所回落。

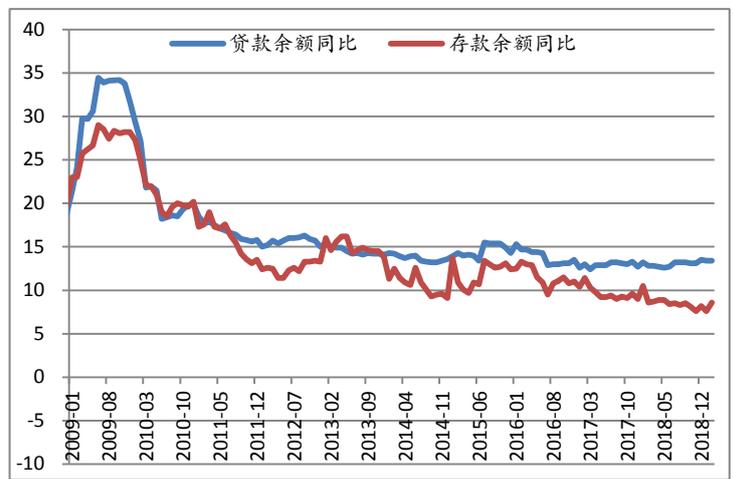


图表 58: 各层次货币供应量同比增长率



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 59: 人民币存款及贷款增长走势



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

2月末,人民币存款余额182.1万亿元,同比增长8.6%,增速较上月末高1.0个百分点,与上年同期持平。其中,储蓄存款余额为76.8万亿元,同比增长12.7%。企业存款余额54.6万亿元,同比增长5.6%。财政存款余额为4.9万亿元,同比增长7.6%,储蓄存款增速回落,企业存款和财政存款增速提升。

2月新增人民币存款为13,100亿元,同比多增16,111亿元。其中,住户存款增加13,300亿元,非金融企业存款减少12,000亿元,财政性存款增加3,242亿元,非银行业金融机构存款增加6,757亿元。

2月末,人民币贷款余额140.4万亿元,同比增长13.4%,增速较上月末持平,较上年同期高0.6个百分点。

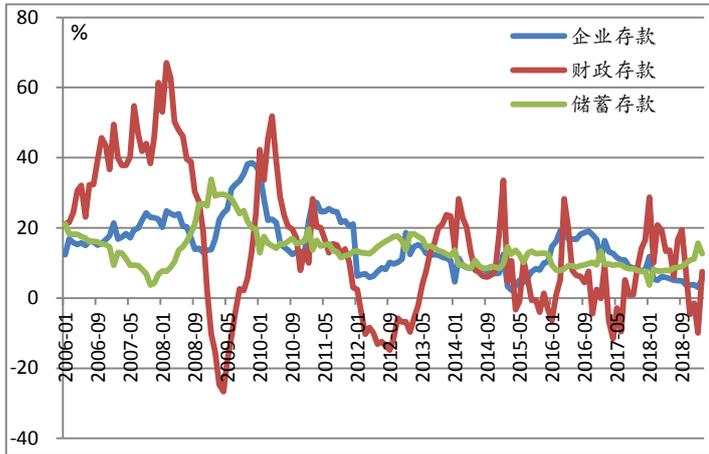
2月新增人民币贷款8,858亿元,同比多增800亿元。其中,住户贷款减少706亿元,非金融企业贷款增加8,341亿元,非银行业金融机构贷款增加1,221亿元。居民部门获得贷款金额下降且低于往年同期,企业部门获得贷款金融增加。

综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素,我们预计3月新增人民币贷款12,000亿元左右,M2同比增速较上月提升,同比增长8.2%左右。

今年经济稳中小幅下行,通胀适度上涨,二者共同作用推升10年期国债收益率。

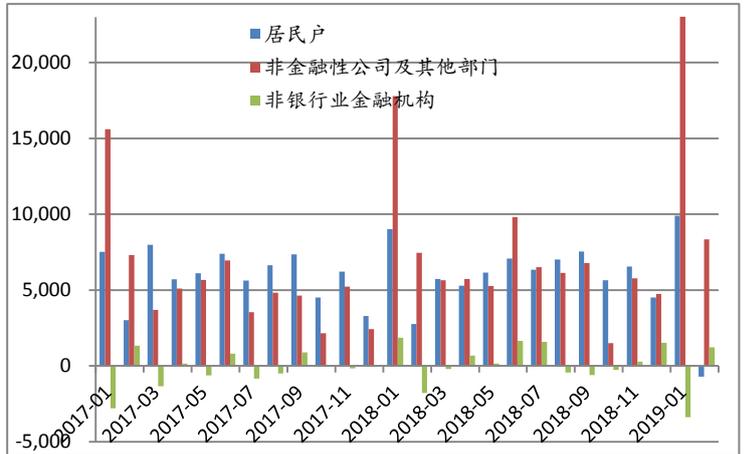


图表 60: 各部门存款同比增长率



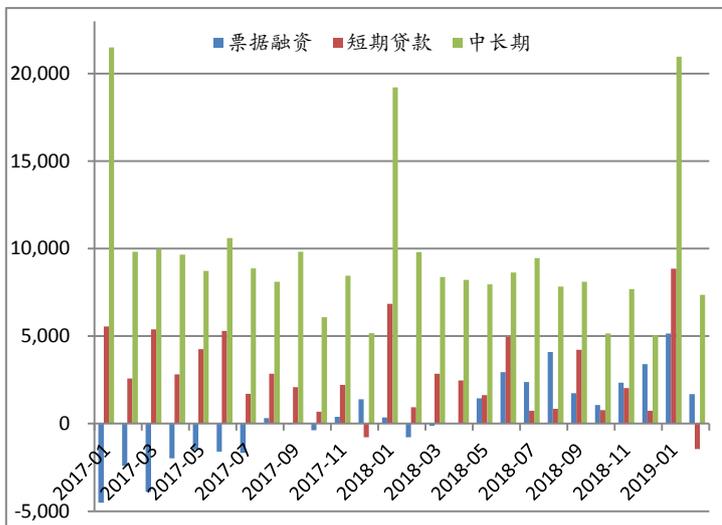
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 61: 新增人民币贷款的部门结构



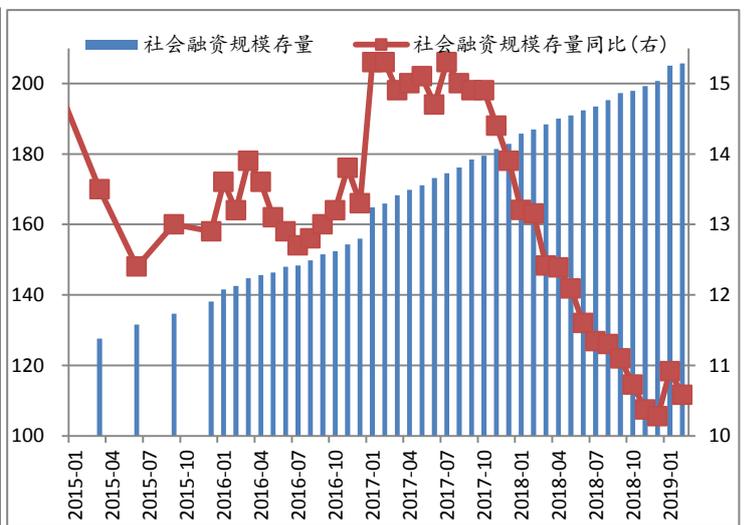
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 62: 新增人民币贷款的期限结构



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 63: 社会融资规模累计值及累计增速



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

社会融资增速较 2 月提升。截至 2019 年 2 月末，社会融资规模存量 205.7 万亿元，同比增长 10.1%，较上月末低 0.3 个百分点，较上年同期低 2.6 个百分点。

对实体经济发放的人民币贷款余额为 139.0 万亿元，同比增长 13.3%，在社会融资规模存量中占比为 67.6%，占比小幅提升；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.2 万亿元，同比下降 12.0%，在社会融资规模存量中占比为 1.1%；



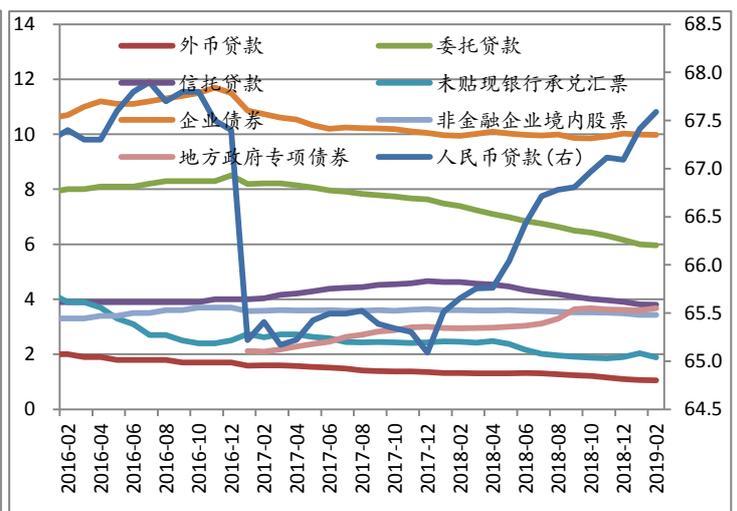
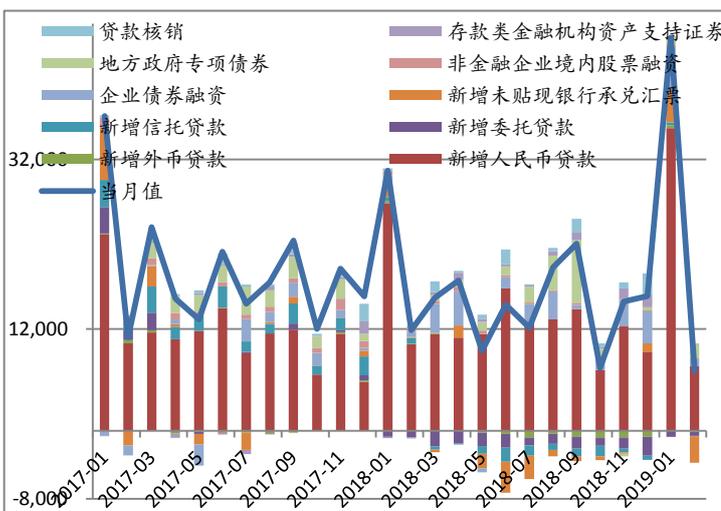
委托貸款餘額為 12.3 萬億元，同比下降 11.5%，在社會融資規模存量中占比為 6.0%；信託貸款餘額為 7.8 萬億元，同比下降 8.9%，在社會融資規模存量中占比為 3.8%；未貼現的銀行承兌餘額為 3.9 萬億元，同比下降 15.7%，在社會融資規模存量中占比為 1.9%；企業債券融資餘額為 20.5 萬億元，同比增長 10.7%，在社會融資規模存量中占比為 10.0%；地方政府專項債券餘額為 7.6 萬億元，同比增長 37.5%，在社會融資規模存量中占比為 3.7%；非金融企業境內股票融資餘額為 7.1 萬億元，同比增長 4.7%，在社會融資規模存量中占比為 3.4%。總體而言，人民幣貸款占比繼續提升，企業債和地方政府專項債占比較為穩定，其他各類占比普遍下降。

2 月當月社會融資規模新增 7,029 億元，較上月少 39,323 億元，較上年同期低 4,824 億元。其中，人民幣貸款增加 7,641 億元，同比少增 2,559 億元；外幣貸款折合人民幣減少 105 億元，同比少增 192 億元；委托貸款減少 508 億元，同比少減 241 億元；信託貸款減少 37 億元，同比少增 697 億元；未貼現的銀行承兌匯票減少 3,103 億元，同比多減 3,209 億元；企業債券淨融資增加 805 億元，同比多 201 億元；地方政府專項債券融資增加 1,771 億元，同比多 1,663 億元，非金融企業境內股票融資 119 億元，同比少 260 億元。本月除了企業債和地方政府專項債融資額高於上年同期之外，其他各項融資額均差於上年同期。

隨著企業復工生產經營，3 月社融金額會顯著增長，同時結合上年同期數據和其他高頻數據看，3 月社融增速較 2 月有所提升。

圖表 64：社會融資規模結構

圖表 65：社會融資規模占比



資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院

資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院



四、小结

年初经济稳中小幅下行，消费较为稳定，外贸增速和贸易顺差均回落，投资出现结构性分化，制造业投资增速回落，房地产和基建投资增速提升。利润增速大幅下滑将带动工业投资继续回落，近期房地产和基建起到稳经济的作用。我们预计今年房地产投资增速会阶段性见顶回落，而自2018年底以来速度和力度均加快的基建项目审批和资金预算将逐步落地，到时基建将在稳经济中起到更大作用。经测算，我们预计第一季度实际GDP增速为6.3%左右，较2018年第四季度回落0.1个百分点。

2月CPI同比上涨1.5%，我们预计3月CPI同比上涨2.4%左右，环比下降0.2%左右。在猪周期和猪瘟的共同作用下，今年猪肉价格会大幅上涨，进而带动CPI涨幅高于上年。但在需求端尚未显著好转、货币增速较为稳定、猪肉在CPI中权重下降等因素的共同作用下，猪肉价格大幅上涨对CPI的拉升幅度较为有限，预计全年CPI涨幅低于政府工作报告中3%的目标值。

预计3月金融机构整体新增人民币贷款12,000亿元左右，M2同比增速为8.2%左右，较上月高0.2个百分点。经济稳中小幅下行，通胀适度上涨，二者共同作用推升10年期国债收益率。基于央行货币政策和资产负债表变动推算，3月末超额准备金率降至1.2%左右，4、5月政府存款和法定准备金金额的增加等将进一步挤压超额准备金率，央行大概率会降准或重启MLF，以保证合理的流动性水平。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk