

## 生产短期改善，通胀依旧温和 ——2019年3月经济数据前瞻

宏观首席分析师：姜超

SAC 执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

联系人：宋潇

电话：021-23154483

**总体看法：**3月全国制造业 PMI 为 50.5%，较前两月均值明显回升，指向制造业景气季节性回升，我们预计 3 月工业增加值同比 5.8%。三四线地产销售疲软或拖累地产投资，地方政府隐性债务制约基建投资反弹力度，我们预计 3 月固定资产投资增速 7.8%。3 月乘用车零售增速继续下滑，地产销售疲软拖累相关消费，我们预计 3 月消费增速回落至 7.8%。告别春节错位效应导致的进出口增速大幅波动，在全球经济增速放缓的背景下，3 月出口同比或回升至 -4.2%，进口同比 -3.4%。3 月地方政府专项债发行放量，企业债融资也处于较高水平，我们预计 3 月新增信贷 12000 亿元左右，新增社融（旧口径）16700 亿。3 月猪价大幅上涨，其他食品价格稳定，我们预计 3 月 CPI 或大幅回升至 2.5%，3 月港口期货生资价格环比上涨 0.7%，PPI 同比回升至 0.7%。3 月数据看点：第一、工业经济数据；第二、信贷数据；第三、通胀数据。

**预计 3 月工业增加值同比增长 5.8%。**3 月全国制造业 PMI 为 50.5%，较前两月均值明显回升，升至荣枯线上并创 18 年 10 月以来新高，但仍低于过去两年同期水平，指向制造业景气季节性回升。主要分项指标中，需求、生产、价格全面回升，库存有所回补。从中观高频数据看，3 月以来：终端需求出现改善迹象，但仍有分化，地产销量增速有所反弹，但一二线与三四线差异进一步扩大，而汽车销量增速仍在探底，但下行趋势放缓；工业生产延续节后复工节奏，发电耗煤增速反弹，汽车、钢铁、化工等行业开工率也季节性回升。

**预计 3 月固定资产投资累计增速 7.8%。**3 月前 25 天 38 城日均地产销量增速回升，主因去年同期基数明显走低，同时各线城市销量分化进一步加大，一二线城市销量增速继续回升，而三四线城市销量增速仍在下滑。考虑到今年棚改计划相比去年减弱，三四线城市地产疲软态势将会持续，房地产投资增速将受资金制约缓慢下降。2 月基建投资增速反弹至 2.5%，印证我们之前的判断，今年政府隐性债务管控并未放松，基建投资将反弹但幅度有限。本轮经济托底并没有依赖地产基建，尽管 PPI 下行带动工业企业利润大幅回落，但是在 2 万亿的超预期减税政策刺激下，今年制造业投资增速下降或趋缓。我们预计 3 月固定资产投资累计同比回升至 7.8%。

**预计 3 月社会消费品零售总额同比增长 7.8%。**1-2 月社消零售增速 8.2%，限额以上零售增速 3.5%，止住了下降趋势，其中必需消费普遍走弱，汽车消费降幅收窄至 -2.8%，但地产相关的消费均出现下滑。3 月前三周乘联会乘用车批发、零售销量增速均较 2 月继续下滑，但零售下滑态势有所放缓，而三四线地产销售疲软或继续拖累地产相关消费。考虑到去年末个人所得税减免效应的逐步发酵，今年消费增速或将企稳小幅反弹，而下调增值税对消费的促进效应或在 4 月以后才会显现。我们预计 3 月消费同比增速下滑至 7.8%。

**预计 3 月出口同比 -4.2%，进口同比 -3.4%。**3 月新出口订单指数回升至 47.1%，反映春节过后外需回暖。春节的错位效应导致今年 1、2 月出口同比增速一高一低出现剧烈波动，但是 3 月出口同比增速会反映真实情况，在全球经济走弱的情况下，我们预计出口同比 -4.2%。3 月进口 PMI 指数大幅回升至 48.7%，除铁矿石以外，其他主要进口产品价格相比于去年均处于较低水平，我们预计 3 月进口同比增速小幅反弹至 -3.4%，贸易顺差下降至 -63 亿美元。

**预计 3 月新增信贷 12000 亿元，新增社融（旧口径）16700 亿元，M2 增速 8.3%。**2 月新增社融 7030 亿元，同比少增 4847 亿元，企业和地方债直接融资仍是主要贡献，而未贴现汇票大幅萎缩。无论是 1 月的社会融资大幅高增还是 2 月的回落，都存在一定的季节性因素，3 月高频数据显示，票据融资出现回升，但规模仍然难以回到 1 月水平。此外，3 月以来地方政府专项债发行明显提速，净融资规模或超 3000 亿元，而企业债融资规模也处于较高水平。我们预计 3 月新增信贷 12000 亿元左右，新增社融（旧口径）16700 亿，M2 增速回升至 8.3%。

**预计 3 月 CPI 同比大幅回升至 2.5%，PPI 同比回升至 0.7%。**3 月以来菜价小幅回落，而猪价大幅上涨，食品价格整体持平，考虑到去年同期的 CPI 环比大幅下降，我们预计 3 月份 CPI 或大幅回升至 2.5%。3 月以来国内油价上调，钢价小幅回升，煤价先升后降，生产资料价格整体上涨，3 月港口期货生资价格环比上涨 0.7%，我们预测 3 月 PPI 环比上涨 0.4%，3 月 PPI 回升至 0.7%。虽然猪价涨幅超预期，但其他食品价格基本保持稳定，食品价格整体涨幅依旧有限。此外今年 4 月份起增值税税率大幅下调，包括成品油价格等都出现明显下调，这会拉低 PPI 和 CPI 非食品价格，因而综合来看我们预计未来通胀仍将保持在 2.5% 左右温和区间。

表 1 2019 年 3 月宏观经济指标预测

指标	2017	2018	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19
<b>经济增长</b>											
GDP 同比 (%)	6.9	6.6			6.5						<b>6.7</b>
工业增加值 (%)	6.6	6.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	<b>5.8</b>
社会消费品零售 (%)	10.2	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	<b>7.8</b>
固定资产投资: 累计 (%)	7.2	5.9	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	<b>7.8</b>
出口 (%)	7.9	9.9	12.2	9.8	14.5	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	<b>-4.2</b>
进口 (%)	16.3	15.8	27.3	20.0	14.3	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	<b>-3.4</b>
贸易顺差 (亿美元)	4225	3518	281	279	317	340	448	571	392	41	<b>-63</b>
<b>通货膨胀</b>											
CPI (%)	1.6	2.1	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	<b>2.5</b>
PPI (%)	6.3	3.5	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	<b>0.7</b>
<b>货币信贷</b>											
M2 (%)	8.1	8.1	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	<b>8.3</b>
人民币贷款新增 (亿元)	135000	161700	14500	12800	13800	6970	9507	10800	32300	8858	<b>12000</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售 1 月不公布数据

## 信息披露

### 分析师声明

姜超： 宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。