

民银智库研究

2019年第13期

总第105期

中国民生银行研究院

2019年4月18日

经济初现企稳 推动改革落实

——2019年一季度宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅瑾

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- **一季度全球经济下滑态势进一步确认。**美国经济开始降温，但基本面仍然稳健，并无衰退之虞，货币政策继续保持观望。欧洲受到英国脱欧和欧美谈判两大不确定因素牵制，经济继续萎靡，欧央行和英国央行继续维持宽松。日本经济受制于内外需放缓而难有起色，宽松仍有可能加码。新兴经济体在全球经济放缓、贸易保护主义和国内结构性问题等因素影响下，增长将继续分化。随着中国经济企稳、美国货币政策转向以及中美贸易争端解决，全球经济有望在下半年出现触底。需关注贸易保护加剧、大宗商品涨价、地缘风险升温等风险因素。
- **一季度我国经济初现企稳迹象。**GDP实际同比增长6.4%，避免了连续下滑。但环比增速和名义增速仍在回落。金融环境修复和财政提前发力，导致基本面出现边际向好：一是房地产开发投资继续反弹，进而带动了相关工业品生产和消费品销售；二是基建投资一季度回升至4.4%，继续发挥托底作用；三是净出口的贡献率创近10年最高水平。但制造业和民间投资仍在回落过程中，社会消费品零售实际增速仍在回落，失业率回落0.1个百分点至5.2%，仍处较高区间。
- **二季度预计GDP持稳于6.4%。**一是财政支出力度加大，且投向以基建为主，基建投资增速有望继续反弹；二是房地产开发投资在一二线城市回暖以及施工增速走高的支撑下将继续保持高位；三是减税降费政策陆续落地，以及汽车消费拖累减弱，将有助于消费走高。但还应看到政策发力空间缩小、制造业投资回暖仍需时日以及出口受到外需制约等不利因素。风险方面，需关注房地产市场震荡、失业压力以及刺激政策的负面效应。
- **政策展望与建议。**今年以来，各项逆周期调节政策相继落地，共同营造了良好的稳增长氛围。二季度货币政策强调“保持战略定力，注重预调微调”，预计逆周期调节力度略有减弱，财政政策则转向确保各项措施落地见效。随着稳增长初见成效，我们认为政策重心应转向重大改革举措的落实上来：一是完善公平竞争制度；二是深化国资国企改革；三是强化激励相容的动力机制。

目 录

一、全球经济形势：一季度回顾与二季度展望	1
(一) 一季度全球经济：下滑态势进一步确立	1
1. 美国：经济开始降温，美联储转向鸽派.....	1
2. 欧洲：经济持续疲弱，欧央行推出 TLTRO	3
3. 日本：经济低位运行，继续维持宽松.....	4
4. 新兴经济体：经济增长放缓，普遍实施宽松.....	6
(二) 二季度展望：经济继续寻底	7
1. 美国：经济增速趋于回落，货币政策保持观望.....	8
2. 欧洲：经济复苏仍将缓慢，货币政策持续宽松.....	8
3. 日本：经济继续低位运行，暂不推出额外刺激.....	9
4. 新兴经济体：内部增长韧性增强，外部风险总体可控.....	10
(三) 当前需关注的风险因素	10
1. 贸易保护影响加剧.....	11
2. 大宗商品价格上涨.....	11
3. 地缘政治风险升温.....	12
二、中国经济形势：一季度回顾与二季度展望	13
(一) 一季度回顾：经济初现企稳迹象	13
1. GDP：一季度暂时企稳，避免连续下滑.....	13
2. 供给端：工业显著反弹，服务业稳中趋降.....	14
3. 需求端：投资开局良好，消费名增实降，出口季节性反弹.....	16
4. 通胀形势：一季度 CPI 前低后高，PPI 处在通缩边缘.....	20
5. 金融环境：数据全面回暖，宽松效果显现.....	21
(二) 二季度展望：经济增速有望持稳	23
1. 供给端：工业企稳，服务业回升.....	24
2. 需求端：投资消费走稳，进出口温和增长.....	25
3. 通胀形势：通胀中枢温和提升.....	27
4. 金融环境：宽松力度或将减弱.....	28
(三) 当前需关注的风险因素	29
1. 房地产市场波动.....	29

2. 就业压力仍在.....	30
3. 刺激政策的负面效应.....	30
三、政策回顾与展望	31
(一) 一季度政策回顾.....	31
1. 货币政策：逆周期调节加码，宽信用初现成效.....	31
2. 财政政策：继续加力提效.....	32
3. 其他稳增长政策.....	34
(二) 二季度政策展望与建议.....	35
1. 货币政策展望：保持战略定力，注重预调微调.....	35
2. 财政政策展望：确保政策落地见效.....	37
3. 政策建议.....	37
主要宏观经济及金融数据一览表	39

一、全球经济形势：一季度回顾与二季度展望

（一）一季度全球经济：下滑态势进一步确立

今年一季度，全球经济下滑态势进一步确立。受贸易保护主义抬头、美国政策收紧累积效应以及地缘政治风险升温等因素影响，全球经济继续减速。摩根大通全球制造业 PMI 指数 3 月份降至 50.6%，与上月持平，均为 2016 年下半年以来最低水平。OECD 综合领先指标 2 月份回落至 99.2%，为金融危机以来的最低水平。IMF 在今年 4 月的《世界经济展望》将 2019 年增速预期再度下调 0.2 个百分点至 3.3%，可能创全球金融危机以来的新低。

具体来看，美国受消费放缓、住宅投资下滑以及政府关门等因素影响，预计经济增速继续回落，美联储政策立场由“鹰”转“鸽”，暗示 2019 年不加息，并表示将从 5 月开始放缓缩表进度。欧洲经济受内部政治风险上升、外部贸易摩擦加剧等因素影响，继续低位徘徊，欧央行将推出新一轮 TLTRO。日本面临外需下滑和内需乏力，经济将继续放缓，货币政策继续维持宽松基调。新兴经济体复苏分化，增长普遍不及预期。在美联储货币政策转鸽、国内通胀有所缓解和汇率压力减缓的背景下，印度、俄罗斯和南非等主要新兴市场经济体货币政策先后转向鸽派。

1. 美国：经济开始降温，美联储转向鸽派

美国经济开始降温。美国 2018 年四季度实际 GDP 年化季环比终值 2.2%，较初值 2.6% 有所回落，略不及预期 2.3%。美国 2018 年全年增速为 2.9%，为 2015 年以来最高，但低于特朗普政府设定的 3% 的年度目标。从一季度情况来看，受消费放缓、住宅投资下滑以及政府关门等因素影响，预计经济增速继续回落。

从宏观层面来看，个人消费继续疲弱，进出口双双回落。2 月份美国零售销售额环比降 0.2%，远低于市场预期的环比上涨。4 月份密歇根大学消费者信心指数回落至 96.9%，低于上月的 98.4%，特朗普减税对居民消费的刺激作用正在消退。美国前两个月出口同比增长 2.7%，进口同比增长 -0.2%，双双回落，贸易逆差有所收窄。从产业层面看，受美联储连续加息影响，房地产市场已经陷入低迷。2 月份美国新房开工数量环比下降 8.7%，同比下降 9.9%，成屋销售 1 月份一度跌破 500 万套关口。3 月

份 Markit 制造业 PMI 下降 0.6 个百分点至 52.4%，连续两月回落之后已创近 21 个月以来的最低水平。

不过，美国经济并无失速之虞。3 月新增非农就业人数 19.6 万人，超过预期的 17.7 万人，较上月大幅反弹，失业率持续保持低位，3 月继续维持在 3.8% 水平。健康的劳动力市场可能会继续推动零售销售并抵消美联储紧缩政策的滞后效应。3 月 CPI 同比上涨 1.9%，较上月回升 0.4 个百分点，核心 CPI 同比增速虽有所下降，但仍保持在 2% 水平。

美联储转向鸽派。美联储 3 月议息会议宣布维持 2.25%-2.5% 的基准利率不变，符合市场预期。美联储对 2019 年增长预期做了全面下调，点阵图显示 2019 年可能全年不加息，2020 年至多加息一次。美联储还表示，将从 5 月份开始放缓资产负债表的缩减速度，将减持国债的月度上限从 300 亿美元降至 150 亿美元，并在 9 月底终止缩表。其后公布的纪要显示，大部分美联储决策者认同年内不会加息，有部分参会者认为，利率“可能朝任何方向变动，这要基于未来的经济数据以及其他进展”，不排除“在今年晚些时候加息”的可能性。总体来看，美联储已逐步完成从鹰派向鸽派的立场转变，市场甚至认为美联储可能会选择降息。

图1 美国GDP环比折年率及各项拉动

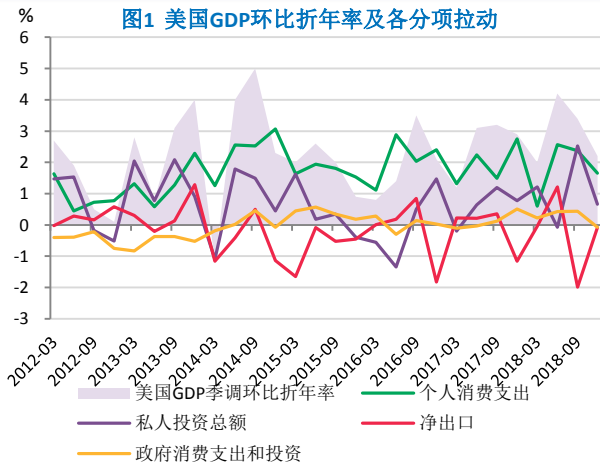


图2 美国CPI与核心CPI

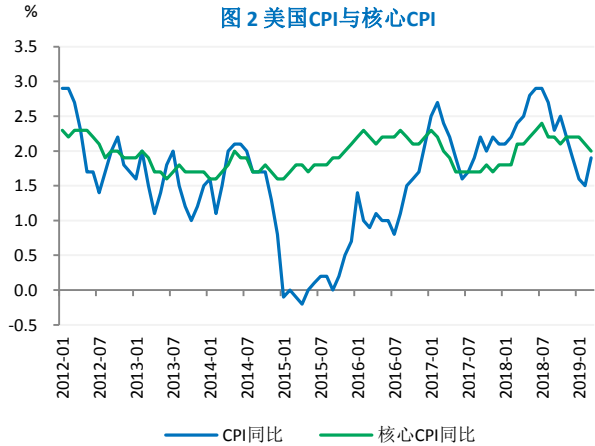


图3 美国月度进出口数据

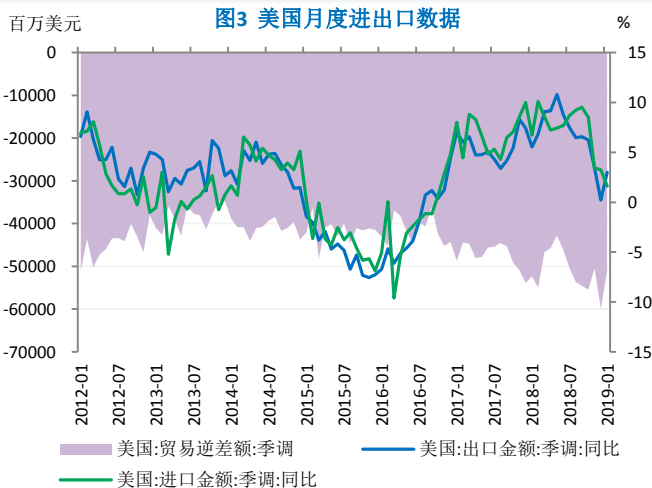
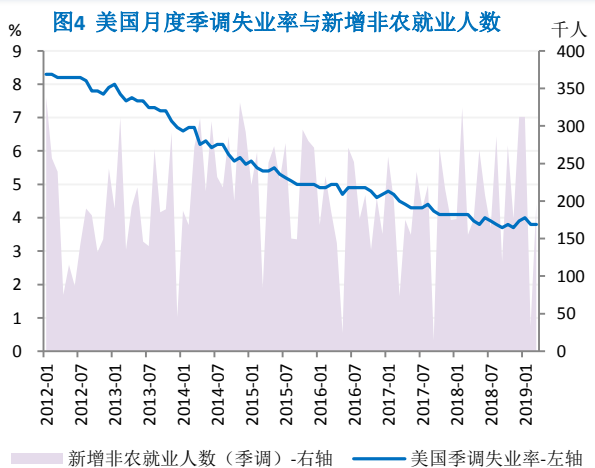


图4 美国月度季调失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：经济持续疲弱，欧央行推出 TLTRO

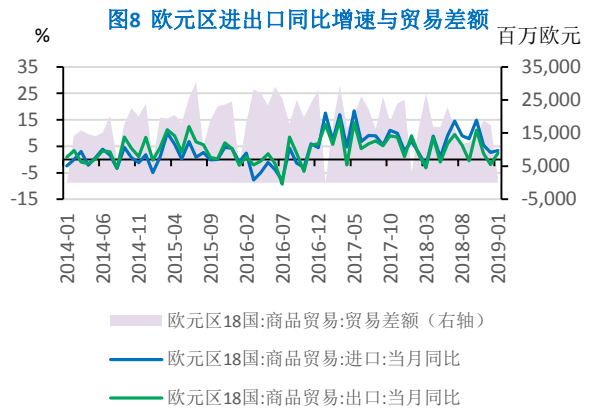
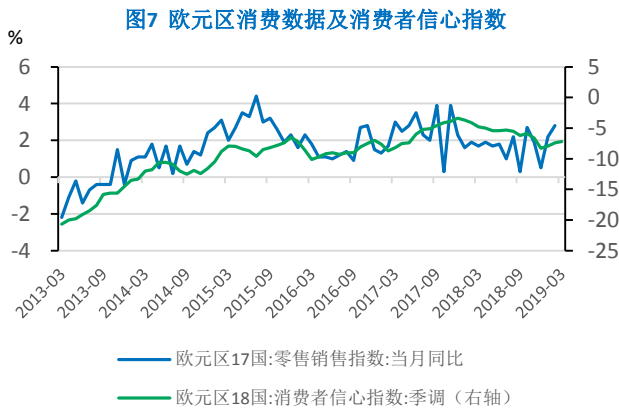
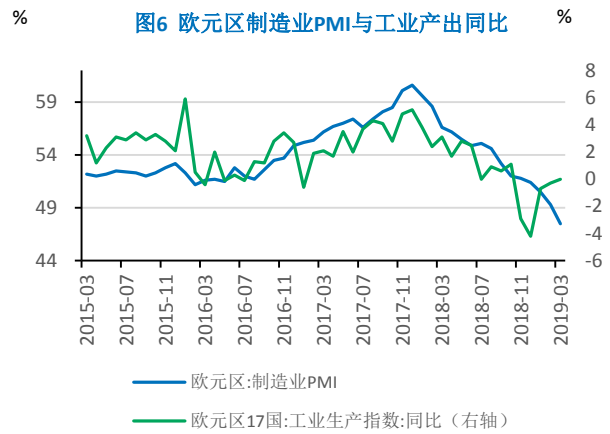
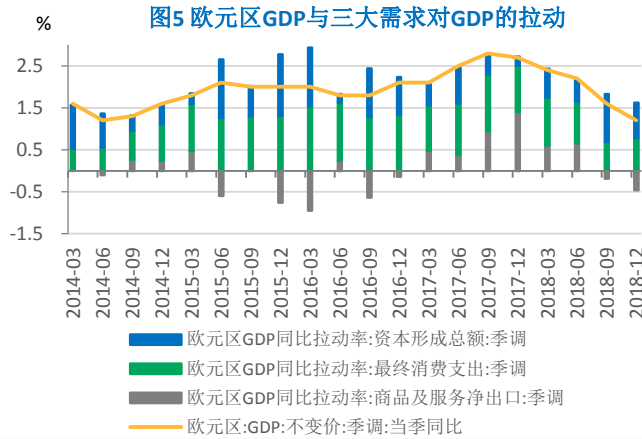
欧元区经济持续疲弱。2018 年四季度欧元区 GDP 同比增速较上季度下滑 0.2 个百分点至 1.4%，创 2014 年三季度以来新低；环比季调增长 0.2%，为 2014 年二季度以来次低水平。受内部政治风险上升、外部贸易摩擦加剧等因素影响，欧元区预计将继续低位徘徊。

生产动能减弱。受贸易纷争导致出口恶化以及德国汽车业疲软影响，2019 年一季度欧元区制造业景气度显著转差，制造业 PMI 持续下滑，由 1 月的 50.5% 降至 3 月的 47.5%，连续两个月位于收缩区间，创 2013 年 4 月以来新低。**内需尚有支撑。**2019 年 2 月，欧元区零售销售指数同比增速较上月提高 0.6 个百分点至 2.8%，为 2017 年 11 月以来新高，好于近年同期水平，显示内需尚有支撑。**通胀保持低位。**一季度欧元区通胀延续了 2018 年底的较低水平并持续保持低位，3 月欧元区调和 CPI 同比增速较上月下降 0.1 个百分点降至 1.4%，连续 5 个月不及欧央行 2% 的通胀目标；核心调和 CPI 同比增速较上月下降 0.2 个百分点至 0.8%，两项指数均为 2018 年 4 月以来低点。

英国脱欧一波三折，欧美贸易摩擦升温。4 月 10 日的欧盟峰会最终同意以 2019 年 10 月 31 日这一折衷日期作为新的英国脱欧大限，并将在 6 月份对进展情况进行评估。欧盟还同意了英国的关键诉求，即一旦脱欧协议获英国议会批准，即可终止延期。这为英国争取了 6 个月时间去推动议会批准脱欧协议。**欧盟与美国贸易摩擦再起硝烟。**2018 年 7 月，美国总统特朗普与欧盟委员会主席容克达成协议，承诺在双方致力于改善经济关系的同时，不对欧盟出口美国的汽车加征关税，进而结束了长达数月的贸易僵局。然而，随着 2019 年 4 月 8 日美国声明正筹划对包括飞机及零部件等多项欧盟产品加征约 110 亿美元的高额关税、欧盟随即扬言将采取同样手段报复，原本趋于缓和的欧美贸易纠纷再起硝烟。4 月 15 日，欧洲理事会授权欧洲联盟委员会与美国启动贸易谈判，以期在年底前达成协议、避免美国对欧盟汽车和零部件加征关税。

欧央行继续按兵不动，货币政策维持宽松。3 月 7 日，欧洲央行公布议息决议，比市场预期的更显“鸽派”。声明宣布将维持利率不变，将于 9 月开始为期两年的定向长期再融资操作（TLTRO），并修改前瞻指引，将加息预期时间由 2019 年秋季推迟至年底。欧央行之所以超预期转

向鸽派，主要源于欧元区经济下行压力进一步加大。4月10日，欧洲央行发布最新利率决议，继续按兵不动。本次会议延续了3月会议的宽松货币政策立场，强调经济仍存在放缓压力，经济前景面临下行风险，现阶段仍有必要实施刺激措施，已准备好在必要时调整所有工具，再投资和利率指引将提供支撑。



数据来源：WIND

3. 日本：经济低位运行，继续维持宽松

日本经济继续低位运行。2018年四季度日本GDP同比增长0.3%，略高于上季度的0.1%，为2015年一季度以来的次低水平。进入一季度以来，受外需不振、内需乏力影响，日本经济继续保持低位运行态势。

生产端疲弱。1、2、3月制造业PMI分别为50.3%、48.9%、49.2%，已经连续两个月位于50荣枯线下方；1、2月工业生产指数分别同比增长0.3%、-1.0%，低于去年四季度水平。**消费增长乏力。**1、2月商业销售额分别同比下降0.7%、0.8%，较去年四季度大幅下降；1、2、3月消

费者信心指数分别为 41.9%、41.2%、40.5%，延续去年四季度恶化态势。**进出口双双下滑**。1、2、3 月出口增速分别为-8.4%、-1.2%、-2.5%，显示外部需求放缓；1、2 月进口增速分别为-0.8%、-6.7%，但 3 月份小幅回升至 1.1%。**完全就业状态继续保持，劳动者报酬稳定增长**。1、2 月季调后失业率分别为 2.4%、2.3%，继续维持在低位；1、2 月家庭可支配收入分别实际同比增长 6.4%、3.6%，较去年四季度有所提升。**通胀低迷**。1、2 月 CPI 同比分别上涨 0.2%、0.2%，核心 CPI 同比分别上涨 0.8%、0.7%，较去年四季度回落，仍远低于日本央行 2% 的目标。

日本央行继续维持超宽松货币政策。鉴于当前经济形势严峻，通胀前景并不乐观，日本央行决定维持货币政策不变，继续保持宽松态势。一方面，在全球贸易争端不断和经济增速放缓的背景下，外需疲软对日本经济造成较大冲击，工业生产、零售销售、对外贸易等方面都表现出疲弱态势，一季度经济放缓风险上升；另一方面，家庭支出不足导致企业提价空间不大，物价缺乏上涨动能，且通胀水平距离 2% 的目标仍然很远。

图9 日本GDP季度同比增速

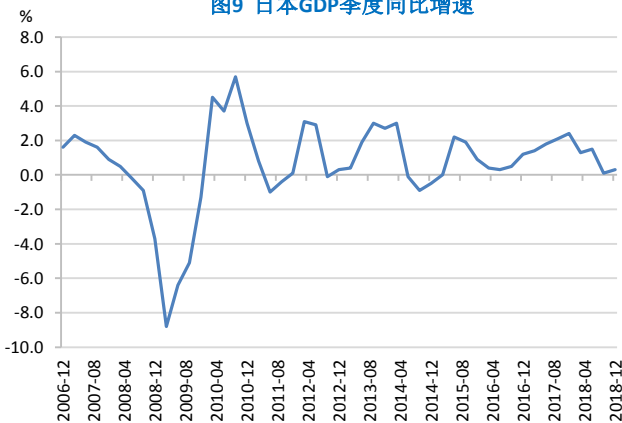


图10 日本出口和进口同比增速

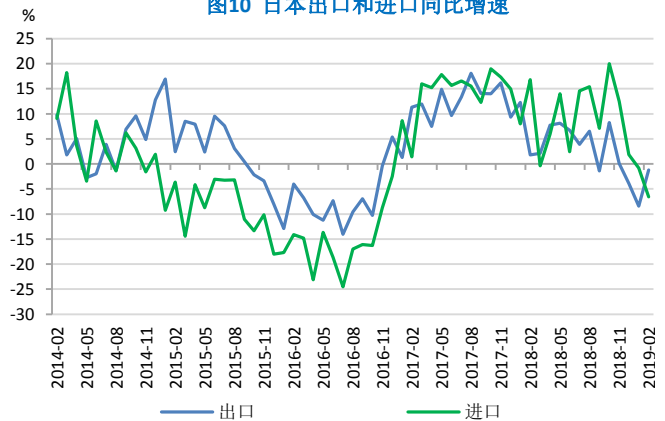


图11 日本工业生产指数与商业销售额同比增速

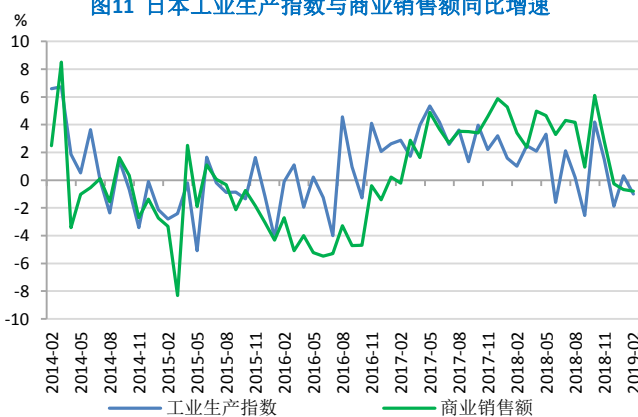
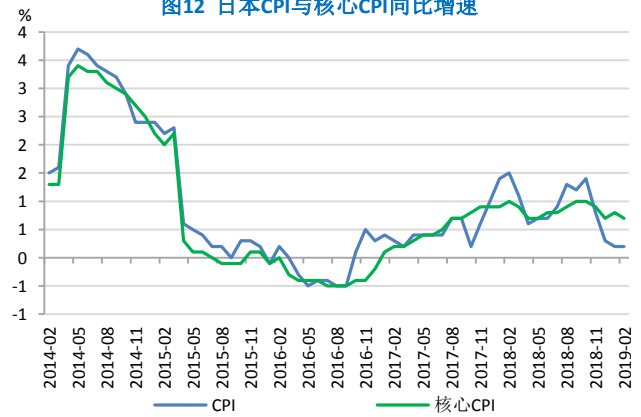


图12 日本CPI与核心CPI同比增速



数据来源：WIND

4. 新兴经济体：经济增长放缓，普遍实施宽松

2019 年一季度，以印度、俄罗斯和南非为代表的主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，只有巴西经济仍保持复苏态势；通胀方面，年初以来，主要新兴市场国家通胀呈现逐月上涨态势，但除俄罗斯外，各国整体通胀水平均低于去年四季度。在美联储转鸽背景下，印度、俄罗斯和南非等新兴市场经济体货币政策纷纷转鸽。

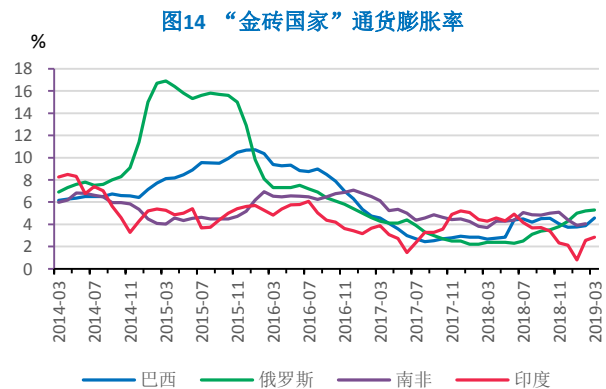
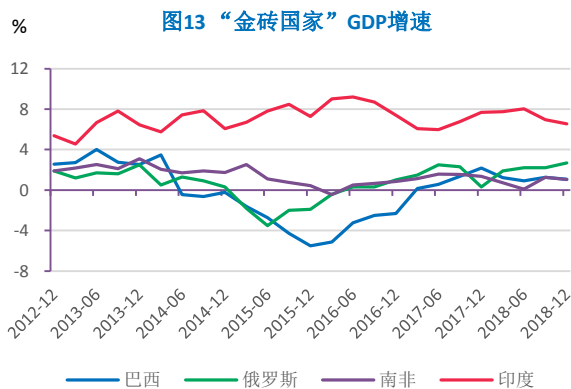
印度经济扩张放缓，央行三个月内两次降息。2018 年四季度，印度 GDP 同比增长 6.6%，较三季度下降 0.4 个百分点，为一年来最低水平。2019 年一季度以来，制造业保持平稳。1、2、3 月制造业 PMI 分别为 53.9%、54.3%和 52.6%，与 2018 年四季度水平基本相当。服务业景气度回落。1、2、3 月服务业 PMI 分别为 52.2%、52.5%和 52%，整体低于去年四季度水平。通胀有所回落。1、2 月 CPI 分别同比上升 0.8%和 2.57%，整体低于四季度水平，连续第 8 个月低于央行设定的 4%中期通胀目标。央行三个月内两次降息。4 月 4 日，印度央行决定将基准回购利率下调 25 个基点，从 6.25%降至 6%。今年 2 月印度央行曾意外降息 25 个基点。不佳的经济增长情况或是印度央行采取宽松政策的主要原因，通胀放缓让政策制定者有空间支持政府刺激经济增长，印度政府在大选到来之际也正在为经济增长做最后的努力。

巴西经济持续复苏，央行维持利率不变。2018 年四季度，巴西 GDP 同比增长 1.1%，较三季度下降 0.2 个百分点。2019 年一季度以来，制造业持续扩张。1、2、3 月制造业 PMI 分别为 52.7%、53.4%和 52.8%，已连续 9 个月保持在扩张区间，整体水平高于去年四季度，2 月制造业 PMI 创 2018 年 3 月以来最高水平。服务业景气度提升。1、2、3 月服务业 PMI 分别为 52%、52.2%和 52.7%，不仅连续 6 个月保持在扩张区间，并且整体显著高于四季度水平。通胀有所回落。1、2、3 月广义消费者物价指数分别同比增长 3.8%、3.9%和 4.6%，整体水平低于去年四季度。央行维持利率不变。3 月 28 日，巴西央行决定维持回购利率 6.75%，这是继 2018 年底加息 25 基点以后，第二次维持回购利率不变，货币政策委员会将继续评估宽松的货币政策立场。央行表示，为了实现均衡和可持续的增长，货币政策将继续侧重于将通胀预期锚定在接近通胀目标的中点。

俄罗斯经济增长放缓，央行可能开启降息通道。2018 年四季度，由于一次性因素，俄罗斯 GDP 同比增长 2.7%，较三季度提高 0.5 个百分

点。2018 年一季度以来，制造业扩张放缓。1、2、3 月制造业 PMI 分别为 54.9%、55.3% 和 54.4%，整体低于四季度水平。服务业景气度回落。1、2、3 月制服务业 PMI 分别为 50.9%、50.1% 和 52.8%，整体低于四季度水平。通胀持续上行。1、2、3 月 CPI 分别同比上升 5%、5.2% 和 5.3%，整体高于四季度水平。央行称可能开启降息通道。3 月 22 日，俄罗斯央行决定维持关键利率 7.75% 不变。俄罗斯央行表示，若经济发展符合预期，2019 年将可能降息，货币政策重返宽松立场。央行维持 2019 年 1.2-1.7% 的经济增速预期，将 2019 年底通胀预期由此前的 5.0-5.5% 降至 4.7-5.2%。

南非经济仍未企稳，央行维持利率不变。2018 年四季度，南非 GDP 同比增长 1.1%，较三季度下降 0.2 个百分点。2019 年一季度以来，生产端持续放缓。1、2、3 月 PMI 分别为 45.8%、48.2% 和 46.5%，整体弱于四季度水平。通胀有所回落。1、2 月 CPI 同比增速分别为 3.9% 和 4.1%，整体低于四季度水平。央行维持利率不变。3 月 21 日，南非央行决定维持指标利率 6.5%，这是连续第 8 次维持基准利率不变。南非央行重申，当前的经济状况需要刺激性的货币政策，近期经济活动数据不及预期，但是经济仍处于逐渐恢复的轨道上，通胀目前处于合理或舒适水平。



数据来源：WIND

（二）二季度展望：经济继续寻底

展望二季度，全球经济将继续寻底。美国经济虽然继续回落，但基本面仍然稳健，并无衰退之虞，货币政策继续保持观望，转向降息可能性不大。欧洲仍然受到英国脱欧和欧美谈判两大不确定因素的牵制，经济继续萎靡，欧央行和英国央行继续维持宽松姿态。日本经济继续受制于内外需的放缓而难有起色，但考虑到宽松政策成本，预计暂时不会推

出新的刺激政策。新兴经济体在全球经济放缓、贸易保护主义和国内结构性问题等因素影响下，增长将继续分化。但是，随着中国经济的企稳、美国货币政策的逐渐转向以及中美贸易争端的顺利解决，全球经济有望在下半年出现触底，IMF 预测 2020 年全球经济增速将由 3.3% 反弹至 3.6%，相比上次预测未作下调，持谨慎乐观态度。

1. 美国：经济增速趋于回落，货币政策保持观望

美国经济 2018 年接近 3% 的强劲增长主要得益于全球整体的增长趋势以及美国国内的财政刺激。但目前来看，风向已经逆转——全球增长开始放缓、地缘政治不确定性加剧、金融环境趋紧。尤其是，美国 3 个月、10 年期国债收益率曲线一度出现自 2007 年 7 月以来的首次倒挂，导致市场对全球经济、特别是美国经济将陷入衰退的忧虑持续上升。

美联储 3 月议息会议将 2019 年美国实际 GDP 增速预期从去年的 2.3% 下调至 2.1%，IMF 在最新一期《世界经济展望》中也将 2019 年美国经济增长速度下调 0.2 个百分点至 2.3%。预计美国二季度经济增速将呈现下降势头，但这并不代表对美国经济持悲观态度。从基本面看，目前美国失业率仍保持在 3.8% 的低位，通货膨胀率继续低于 2%，经济韧性依然较强。预计今年美国经济增速可能会显著下滑，但进入衰退的可能性较低，而是逐渐进入缓慢增长时期，形成“新常态”。

货币政策方面，近期对美联储的降息呼声再次重现。美国总统特朗普多次敦促美联储降息，并停止缩表等量化紧缩政策，美国国家经济顾问库德洛也表示，美国经济可能需要降息，没有通胀问题时美联储没必要加息。联邦基金利率期货市场预测数据显示，市场预期今年美联储降息 1 次的几率超过 40%，降息至少 2 次的几率接近 30%。不过，与此同时，也有不少美联储官员强调要保持耐心。预计在美国经济基本面基本稳定的背景下，美联储短期内保持按兵不动的可能性较大，以稳定市场预期，直到经济动能变化的证据累积到一定程度后，才会进行货币政策的实质性调整。

2. 欧洲：经济复苏仍将缓慢，货币政策持续宽松

展望二季度，预计欧元区经济复苏将继续放缓，但陷入衰退风险较小。欧元区 GDP 季调同比增速已连续五个季度下滑并创近四年新低，显示出经济动能不足已非德国汽车业疲软等因素造成的暂时性现象。

从内部来看，虽然动能有所放缓，但宽松的货币政策和内需仍将支撑欧元区经济复苏。一方面，欧元区失业率等指标始终向好并屡创新低，劳动力市场持续呈现改善势头，带动薪资有所增长并对消费形成支撑；另一方面，当前欧央行仍坚持宽松的货币政策立场，并将启动第三轮 TLTRO 为欧元区银行提供低利率贷款，进而保持良好的信贷环境、促进货币政策顺利传导并刺激实体经济发展。同时，欧元区成员国国内部风险对欧元区经济的制约作用不可小觑。

从外部来看，贸易保护主义抬头等外部因素将持续形成制约。尽管美欧贸易谈判即将展开，但欧盟批准的谈判范围并未包括农业，而美国强烈希望获得欧洲农业准入，因此坚称谈判应包含农产品问题，认为排除农业的美欧贸易协议不太可能在美国国会获得通过。在欧美贸易谈判前景仍不明朗的情况下，整个欧盟尤其是以汽车制造和出口为命脉的德国经济前景仍然堪忧。

面对重重问题和经济走弱持续的局面，一季度以来欧央行决策者多次表示所有货币政策工具均在考虑范围内，因此预计二季度乃至全年欧央行货币政策将继续加强宽松，预计在 6 月即将召开的议息会议上将公布新一轮定向长期再融资计划细节，并讨论降低负利率政策副作用的必要性和可行性。欧央行 4 月议息会议谨言慎行，未透露任何实质性超预期言论和新信息，显示出当前欧央行内部对宽松货币政策的执行力度和时间仍存在分歧。部分官员担心负利率制约银行息差和盈利能力，从长远对银行中介和金融稳定产生负面影响，认为可以通过效仿日本和瑞士实行分层存款利率来为银行减负；一部分官员则希望再延迟加息，认为可保持利率不变至 2020 年 3 月。考虑到实施“负利率+分层利率”将会传递出“欧元区负利率将维持更长时间”的政策信号，预计二季度分层利率机制难以落地。

3. 日本：经济继续低位运行，暂不推出额外刺激

2019 年二季度，预计生产、消费、出口均继续疲软。生产方面，企业信心严重不足。日本央行将今年二季度全行业企业预期信心指数下调 5 个点至 7 点。其中，小型企业的二季度预期信心指数降幅最大，尤其是小型制造业，这表明日本央行认为二季度小型制造企业经营前景十分严峻。消费方面，工资上涨缓慢导致居民消费意愿不足。消费者信心指数从去年四季度开始已经连续 6 个月恶化，各分项指标包括整体生活指数、

收入增长指数、就业指数、耐用品购买意愿指数等均在下降。对外贸易方面，随着全球经济复苏减弱，加之日美贸易谈判存在不确定性，可能会对日本出口造成负面冲击。

央行暂时不会推出额外刺激措施。截至 2018 年底，日本央行资产负债表规模已超过 GDP 规模，这是日本首次出现这种情况，是继瑞士之后的全球第二例。由于超宽松的货币政策保持不变，日本央行资产购买仍将继续，总资产仍趋于扩张，这无疑会导致持续的市场扭曲。低利率政策给银行业获利造成的长期下行压力，也可能导致金融系统不稳。黑田东彦表示，央行将会仔细权衡进一步宽松政策的利弊。这暗示扩大刺激政策的门槛将会提高，近期来看推出的可能性不大。

4. 新兴经济体：内部增长韧性增强，外部风险总体可控

新兴市场经济增长有望于二季度企稳。从内部环境看，新兴市场经济景气指数与出口情况并未持续恶化，表现出一定的经济韧性。经济景气指数方面，进入 2019 年，主要新兴市场 PMI 指数涨跌互现，未出现集体下滑。出口方面，2019 年初，代表性新兴经济体出口放缓现象有所缓解，除了巴西，印度、越南、南非等国出口均相对平稳，甚至有所回暖。新兴市场的杠杆率与外债风险边际上有缓解，全球央行货币政策正常化的步伐放缓或转向，美元指数进一步上行的动能较弱，新兴市场出现大面积金融风险的概率不高。

外部环境方面，利率和美元走势较为友好，贸易摩擦等风险有望缓解，外部风险基本可控。由于美国经济数据出现走弱迹象，金融市场波动幅度加大，美联储已经转鸽。新兴市场可能受到的利率和汇率冲击明显减弱。目前，中美贸易谈判进展顺利，双方在文本上进一步取得实质性进展，双方有望最终达成协议，由此带来的不确定风险有望阶段缓解。

（三）当前需关注的风险因素

随着美国国债市场 3 月期和 10 年期收益率倒挂结束，市场信心有所修复，VIX 指数已跌至去年 10 月初的水平，市场避险情绪明显降温。但在全球经济震荡寻底过程中，风险因素仍在累积。其中欧美、日美贸易摩擦加剧以及 WTO 的运行机制受损，将成为全球经济面临的重大风险。OPEC 的供给收缩以及伊朗、委内瑞拉受到制裁将继续推动国际油价走

高，可能会在一定阶段内形成滞胀态势，压缩各国政策空间。此外，英国脱欧、中东乱局等地缘政治问题仍将在某一时点引发市场震荡。

1. 贸易保护影响加剧

虽然中美之间经过十轮磋商即将达成协议，避免了贸易摩擦的进一步升级，但欧美之间、欧日之间的摩擦仍在加剧，谈判的焦点包括商用飞机、汽车和零部件以及农产品等。特朗普正基于实力原则同主要贸易伙伴进行双边谈判，以迫使对方增加从美国进口，减少美国贸易赤字。

由于特朗普无视世贸组织的现有规则，极力以基于单边主义的“公平贸易”替代基于多边原则的“自由贸易”，并且对其争端解决机制合法性提出挑战，目前世界贸易组织正陷入困境之中。由单边主义行为和双边贸易协定组成的“无贸易体系”，很可能导致对第三方的歧视性行为、规则大幅增加，全球货物流动的阻力将越来越大。

受贸易摩擦升级和经济不确定性加剧等因素影响，WTO 于 4 月初将今年全球贸易增长预期由此前的 3.7% 大幅下调至 2.6%，低于 2018 年的 3.0%，IMF 近日将 2019 年全球贸易增速由此前预测的 4.0% 大幅下调至 3.4%，低于 2018 年的 4.2%。

2. 大宗商品价格上涨

今年以来，尽管全球经济下滑态势进一步确认，但以国际原油为代表的国际大宗商品价格却出现飙升。截至 4 月 16 日，CRB 价格指数为 187.3，较去年底上涨 10.6%，而布伦特原油期货价格已涨破 70 美元，年内涨幅超过 30%，已进入技术性牛市。

推动国际原油价格暴涨的原因主要在于供给端而非需求端。由于 OPEC 和俄罗斯严格执行限产计划，且美国对伊朗和委内瑞拉进行制裁，导致供给端收紧。从二季度来看，由于限产计划仍在执行，且美国对伊朗原油出口的豁免即将在 5 月份到期，预计原油仍有上涨动能。

国际大宗商品价格上涨将会通过输入效应传导至各国国内，进而推动物价走高。在主要国家大多面临增长放缓的背景下，可能会产生阶段性的滞胀效果，进而会限制货币政策空间。

3. 地缘政治风险升温

英国脱欧进程仍进展缓慢，社会对脱欧形式存在严重分歧，议会关于脱欧协议也难以达成统一，致使英国不仅在 5 月底欧洲议会选举前批准协议的挑战较大，而且最终无协议脱欧的可能性仍不能完全排除。4 月西班牙大选大概率将产生悬浮议会，可能出现无法顺利组阁而导致重新大选的黑天鹅事件，预计政治不确定风险在二季度将继续拖累欧元区经济增长。

此外，伊朗、委内瑞拉的政治困局仍未解开，美、俄、欧的多方角力，进一步增加了形势的复杂性。今年部分国家如泰国、印度、阿根廷还将举行大选，欧洲将举行议会选举等。地缘政治风险可能会在某些特殊时点升温，进而引发市场震荡。

二、中国经济形势：一季度回顾与二季度展望

（一）一季度回顾：经济初现企稳迹象

一季度 GDP 同比增长 6.4%，与去年四季度持平，避免了连续减速，初现企稳迹象，不过季调环比增速为 1.4%，为 2016 年二季度以来最低，名义增速为 7.84%，仍在下降过程中，显示经济仍有下行压力。一季度经济企稳，主要由于金融环境修复和财政提前发力，推动基本面出现边际向好：一是房地产开发投资继续反弹，一季度增速为 11.8%，进而带动相关工业品生产和消费品销售；二是基建投资一季度回升至 4.4%，继续发挥托底作用；三是进出口增速虽然均低于去年同期，但顺差规模扩大，净出口的贡献率为 22.8%，创近 10 年最高水平。

但一些不利因素仍值得关注：一是制造业投资仍在回落过程中，由于工业企业利润已开始负增长，工业产能利用率仍在下降，制造业企业扩大投资的意愿尚未回升；二是社会消费品零售 3 月份虽然出现反弹，但主要受价格驱动，实际增速仍在回落；三是失业率较上月回落 0.1 个百分点至 5.2%，仍处于较高区间。

1. GDP：一季度暂时企稳，避免连续下滑

一季度 GDP 同比增长 6.4%，与 2018 年四季度持平，避免了连续减速的局面，也略好于市场预期。不过经季节调整后环比增长 1.4%（年率为 5.72%），为 2016 年二季度以来最低，名义增速为 7.84%，仍在下降过程中。因此，经济尽管有所企稳，但主要受短期政策刺激影响，基础仍需巩固。

分结构来看，第二产业同比增长 6.1%，较上季度加快 0.3 个百分点，成为 GDP 企稳的主要力量。尤其是规模以上工业在 3 月出现强劲反弹，同比增长 8.5%，较 1、2 月份加快 3.2 个百分点，虽然有春节错位影响，但也属十分强劲。一季度规模以上工业同比增长 6.5%，也高于去年全年的 6.2%。由第二产业与工业增速推算，可知建筑业增速也不慢，PMI 系列数据显示 3 月份建筑业商务活动指数为 61.7%，位于高位景气区间，应主要由基建与房地产投资带动。可以看出，自去年末中央加大对民营企业支持力度，以及一季度地方债加快发行支持基建投资以来，工业与建筑业回暖迹象较为显著，政策发力成为 GDP 企稳的重要动力。

除第二产业强劲复苏外，第一产业与第三产业增速均较上季度有所回落。其中第三产业同比增长 7.0%，较上季度回落 0.4 个百分点。从已公布的细项看，各服务业行业有所分化。受一季度社融与信贷超预期增长，以及证券市场显著回暖影响，金融业增速大幅回升，同比增长 7.0%，成为支撑服务业的主力军。此外，租赁和商务服务业，住宿和餐饮业，批发和零售业增速回暖，由此预计其余服务业可能增速有一定回落，包括交通运输、邮电通信、房地产和其他服务业等。

图15 我国GDP当季同比与环比折年率

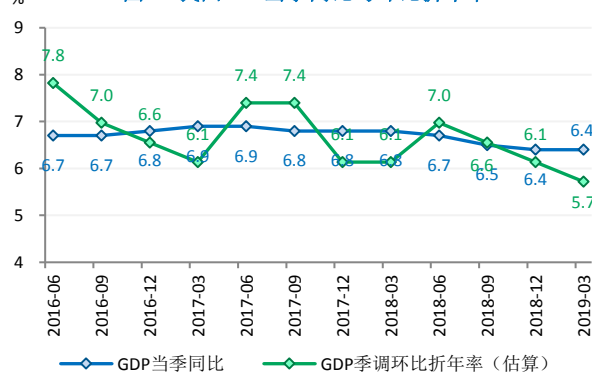
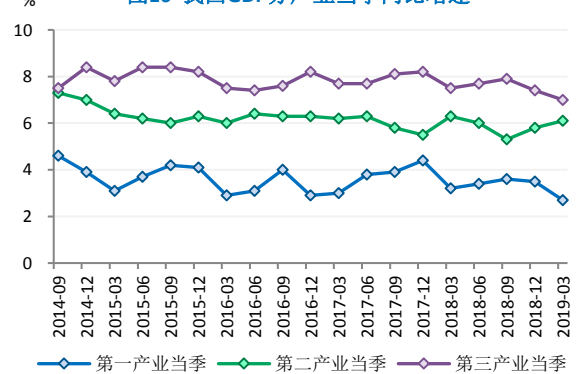


图16 我国GDP分产业当季同比增速



数据来源：CEIC

2. 供给端：工业显著反弹，服务业稳中趋降

工业生产显著反弹。一季度规模以上工业增加值累计同比增长 6.5%，略低于 2018 年同期的 6.8%，但较 2018 年全年的 6.2% 有所回升。1-2 月份，受需求放缓和季节性因素的影响，工业增加值同比增长 5.3%，连续 5 个月低于 6%，为 2010 年以来同期最低水平；3 月份，受 2018 年同期基数较低和生产季节性回暖影响，采矿业和制造业生产显著加快，推动工业增加值大幅反弹 3.2 个百分点至 8.5%，显著高于 2015 年以来同期水平，创 2014 年 7 月（不含春节期间）以来新高。

制造业 PMI 扩张速度有所回升并重返扩张区间，与工业增加值相互印证。2019 年一季度制造业 PMI 先降后升，自 2018 年 12 月份连续 3 个月运行在收缩区间后，于 3 月份反弹至 50.5%，重返 50% 的荣枯线上方，虽仍为近三年同期低点，但生产、需求、库存、就业和预期分项指数全面较上月回升，显示出制造业景气度有所回升。

分企业类型看，民营企业和中小企业生产显著加快。受 2018 年四季

度以来政府加大对民营经济支持力度提振，一季度民营企业生产显著加快。1-2 月份和 3 月份私营企业工业增加值分别同比增长 8.3% 和 14.2%，显著高于 2018 年同期的 6.6% 和 6.7% 以及 2018 年全年的 6.2%。从 3 月份大、中、小型企业制造业 PMI 来看，中小型企业制造业 PMI 回升幅度明显快于大型企业，在连续 5 个月在 50% 的荣枯线下方探底后，已接近重返扩张区间。

分行业看，中游原材料类和加工组装类行业高速增长，部分下游消费品类行业显著回升。受大宗商品价格回升影响，一季度中游原材料类行业如黑色金属加工业、有色金属加工业、非金属矿物制品业工业、金属制品业工业增加值累计同比增长 7.9%、10.1%、11.5%、11%，分别比 2018 年全年高 0.9、2.3、6.9、7.2 个百分点；受出口交货值持续回升拉动，中游加工组装类行业如通用设备、铁路船舶等运输设备、电气机械制造业分别累计同比增长 8.4%、10.9%、11%，分别比 2018 年全年高 1.2、5.6、3.7 个百分点，均高于一季度 6.5% 的工业整体增速。一季度下游消费品类行业开局较弱，季末部分行业出现显著好转。3 月份，汽车行业在连续四个月负增长后首度转正至 2.6%，较 1-2 月显著加快 7.9 个百分点；纺织业较 1-2 月大幅加快 8.8 个百分点至 9%，为 2013 年 4 月以来高点。

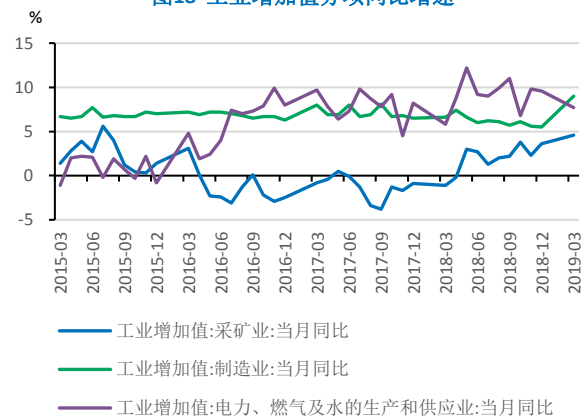
分产品看，基建和房地产相关工业产品快速增长。受房地产和基建投资拉动，一季度粗钢、钢材和水泥产量累计同比增长 9.9%、10.8%、10.4%，分别比 2018 年全年高 3.3、2.3 和 6.4 个百分点。

服务业稳中趋降。服务业生产指数前低后高。一季度全国服务业生产指数同比增长 7.4%，分别低于 2018 年同期和全年 0.7 和 0.3 个百分点。3 月份服务业生产指数同比增长 7.6%，较 1-2 月加快 0.3 个百分点。分行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业持续高速增长，一季度累计同比增长 21.2%，不及 2018 年全年的 37%，但仍为服务业平稳发展的主要动力；租赁和商务服务业增加值同比增长 8.3%，金融业增长 7.0%，住宿和餐饮业增长 6.0%，批发和零售业增长 5.8%，增速均比 2018 年四季度有所提升。服务业 PMI 保持平稳较快增长。2019 年一季度服务业 PMI 总体继续运行在扩张区间，扩张速度保持平稳较快增长，显著好于 2018 年四季度，与近三年同期基本持平。3 月份服务业 PMI 录得 53%，较上月微升 0.1 个百分点，显示服务业运行稳定。

图17 工业增加值同比与环比增速



图18 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

3. 需求端：投资开局良好，消费名增实降，出口季节性反弹

从需求端三大动力来看，一季度资本形成总额贡献率为 12.1%，为近 10 年来的最低水平。固定资产投资增速虽有回升但仍慢于去年同期，且企业仍处于去库存阶段，导致资本贡献率下降；一季度最终消费支出贡献了 65.1%，较去年各季度高于 70% 的比重显著降低。社会消费品零售增速逐月回升，但弱于去年同期，且主要受价格上涨驱动；一季度净出口的贡献率为 22.8%，一举扭转了持续四个季度的负增长局面，创近 10 年来的最高水平，主要由于出口增速季节性回暖而进口仍在回落，贸易顺差大幅增加。

（1）固定资产投资增速：基建房地产向好，制造业增速回落

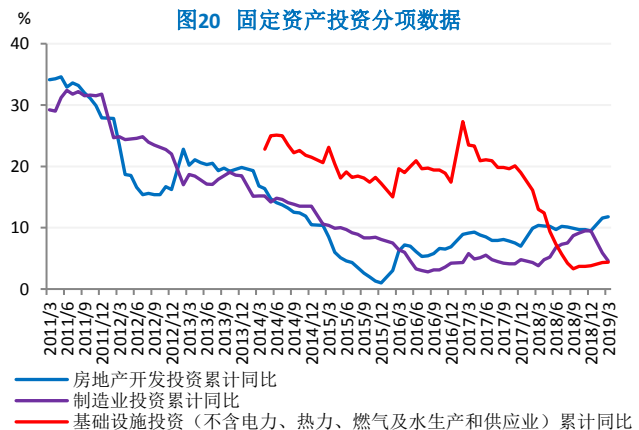
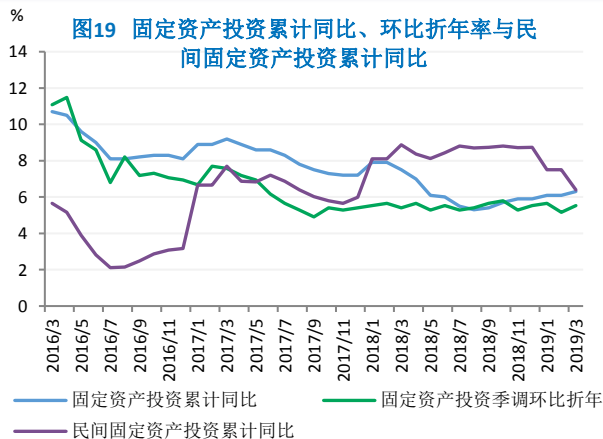
投资开局增长势头良好。2019 年 1-3 月份，全国固定资产投资同比增长 6.3%，增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点，比 2018 年同期低 1.2 个百分点；经季节调整后，3 月环比增长 0.45%，相当于折年后增长 5.54%，高于 2 月的 5.16%。3 月固定资产投资稳步回暖主要由房地产开发投资高位增长支撑，同时基建投资继续复苏也贡献了积极力量。总体来看，一季度投资延续 2018 年四季度以来的回暖态势，开年财政政策更为积极与信用环境趋于宽松对稳投资发挥了有效作用。不过，民间投资 1-3 月份同比增长 6.4%，增速比 1-2 月份回落 1.1 个百分点，主要受制造业投资回落拖累，投资内生动力尚需要增强。从三大支柱增长情况来看，一

季度基建投资连续小幅回升，制造业投资连续回落，地产投资则继续走高。

基建投资稳步复苏。1-3 月第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速较 1-2 月回升 0.1 个百分点至 4.4%。3 月为季末财政支出大月，且地方债发行前置为财政投放提供了有力支持，一季度地方政府债券已发行 1.4 万亿，远远高于 2018 年同期的 2195.44 亿。3 月以来各地加快重大项目集中开工，基建投资执行进度明显加快，但由于 2018 年同期基数较高，且资金来源仍有缺口，一季度复苏呈现缓步慢行态势。

制造业投资继续走低。1-3 月制造业投资同比增速较 1-2 月回落 1.3 个百分点至 4.6%，连续第二个月回落，为 2018 年 4 月以来的最低水平。规模以上工业企业利润增速已经转负，制造业仍处景气下降阶段，主动去库存步伐尚未结束，制造业投资呈现震荡走低态势。

房地产开发投资维持高位。1-3 月房地产开发投资同比增速较 1-2 月提升 0.2 个百分点至 11.8%，是 2014 年 12 月以来的最高水平。原因一是虽然土地成交面积已连续下跌，但 1-2 月土地购置费增速仍处于两位数高位显示土地购置费支撑仍未消退；二是近期部分一二线城市商品房成交大幅回暖改善了开发商预期与现金流，1-3 月商品房销售面积降幅收窄 2.7 个百分点至 0.9%，70 大中城市房价有所抬头，从而带动投资走高，1-3 月新开工面积反弹 5.9 个百分点至 11.9%；三是流动性较充裕条件下房地产企业融资环境显著好转，1-3 月到位资金增速大幅提高 3.8 个百分点；四是施工继续回暖，带动建安投资继续改善，1-3 月施工面积同比增长 8.2%，较 1-2 月再提高 1.4 个百分点。



数据来源：WIND

(2) 社会消费品零售：名义增速回升，实际增速回落

3 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 8.7%，较 1-2 月加快 0.5 个百分点；扣除价格因素实际增长 6.7，较 1-2 月回落 0.4 个百分点。1-3 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 8.3%，较去年同期回落 1.5 个百分点，较去年全年回落 0.7 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%，较去年同期回落 1.2 个百分点，主要原因在于汽车类、石油及制品类、居住类相关商品消费增速下滑。

居住类商品消费止跌回升。3 月商品房销售额同比增速由上月的 2.8% 反弹至 5.6%，特别是一二线城市销售明显回暖，出现“小阳春”现象，带动居住类商品消费上涨，建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品消费同比分别增长 10.8%、12.8%、15.2%，分别较 1-2 月加快 4.2、12.1、11.9 个百分点。

居民可支配收入稳定增长，消费支出结构不断升级。1-3 月份，全国居民人均可支配收入 8493 元，同比名义增长 8.7%，较去年同期回落 0.1 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.8%，较去年同期加快 0.2 个百分点；全国居民人均消费支出 5538 元，同比名义增长 7.3%，较去年同期回落 0.3 个百分点，扣除价格因素实际增长 5.4%，与去年同期持平。一季度，服务消费占全部居民最终消费支出的比重是 47.7%，较上年同期提高 1.4 个百分点，消费支出结构不断升级。

消费升级态势延续。一是网络消费增速始终高于整体消费增速。一季度，实物商品网上零售额同比增长 21.0%，增速较社会消费品零售总额高 12.7 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 18.2%，较去年同期提高 2.1 个百分点；二是部分升级类商品销售增长较快。一季度，限额以上单位化妆品类、通讯器材类商品同比分别增长 10.9% 和 10.0%，增速较整体分别高 2.6 和 1.7 个百分点。三是乡村市场零售占比稳步提高。一季度，乡村消费品零售额同比增长 9.2%，增速比城镇高 1.0 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 14.7%，较去年同期提高 0.1 个百分点。

图21 名义消费与实际消费同比增速

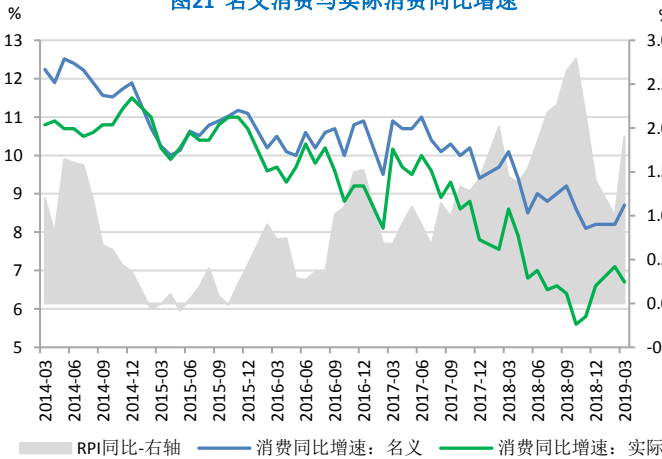
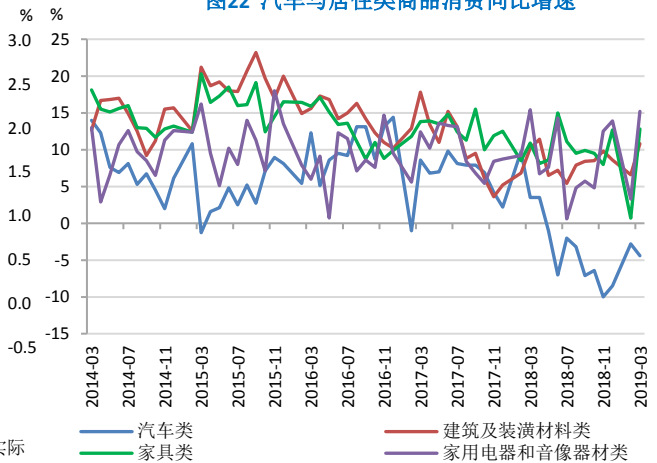


图22 汽车与居住类商品消费同比增速



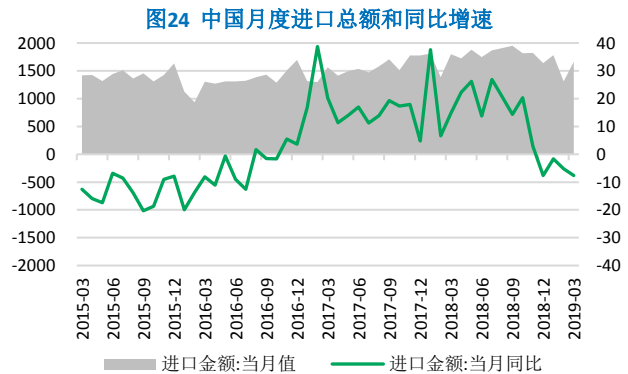
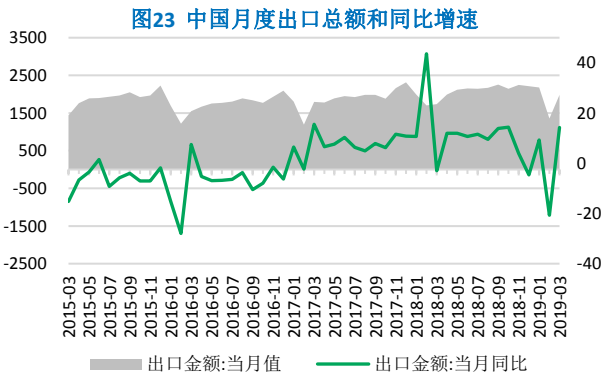
数据来源：WIND

(3) 进出口：出口季节性反弹，进口持续回落

出口反弹进口下滑，贸易顺差扩大。一季度，受到中国春节这一季节性因素影响，1月抢出口、2月停产和3月全面复工，出口增速出现“中间低两头高”的特征；由于国内生产动能仍然疲弱和基数效应等因素影响，进口增速持续下滑。2019年一季度，我国外贸进出口总值1.03万亿美元，下降1.5%。其中，出口5517.6亿美元，增长1.4%；进口4754.5亿美元，下降4.8%；贸易顺差763.1亿美元，扩大70.6%。从整体上看，一季度进、出口同比增速均弱于2018年四季度和2018年全年。但是，由于进口表现相对于出口表现更弱，一季度贸易顺差大幅增长。在拉动一季度GDP增速的三驾马车中，净出口的贡献明显提升。

一季度外贸发展呈现以下特点：一是3月当月进出口增速较快，出口呈现两位数增长。按美元计价，3月份出口1986.7亿美元，增长14.2%；进口1660.3亿美元，下降7.6%。二是一般贸易进出口增长且比重上升。一般贸易进出口4.17万亿元，增长6%，占我国进出口总值的59.6%，比去年同期提升1.3个百分点，贸易方式结构持续优化。三是对欧盟、东盟和日本等主要贸易伙伴进出口保持较快增长。对欧盟进出口总值为1.11万亿元，增长11.5%，占我外贸总值的15.8%；与东盟贸易总值为9345.5亿元，增长8.1%，占13.3%。同期，中美贸易总值为8158.6亿元，下降11%，占11.6%。四是对“一带一路”沿线国家进出口增速好于整体。对“一带一路”沿线国家合计进出口2万亿元，增长7.8%，高出外贸整体增速4.1个百分点，占外贸总值的28.6%，比重提升1.1个百分点。五是机电产品和劳动密集型产品出口同步增长。机电产品出口2.21万亿元，

增长 5.4%，占我国出口总值的 58.8%。同期，服装、玩具等 7 大类劳动密集型产品合计出口 6855.3 亿元，增长 6.5%，占出口总值的 18.2%。



数据来源：WIND

4. 通胀形势：一季度 CPI 前低后高，PPI 处在通缩边缘

3 月 CPI 同比较 2 月明显回升。3 月份 CPI 同比上涨 2.3%，增速较上月上升 0.8 个百分点，环比下降 0.4%，略低于市场预期 0.1 个百分点。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%。

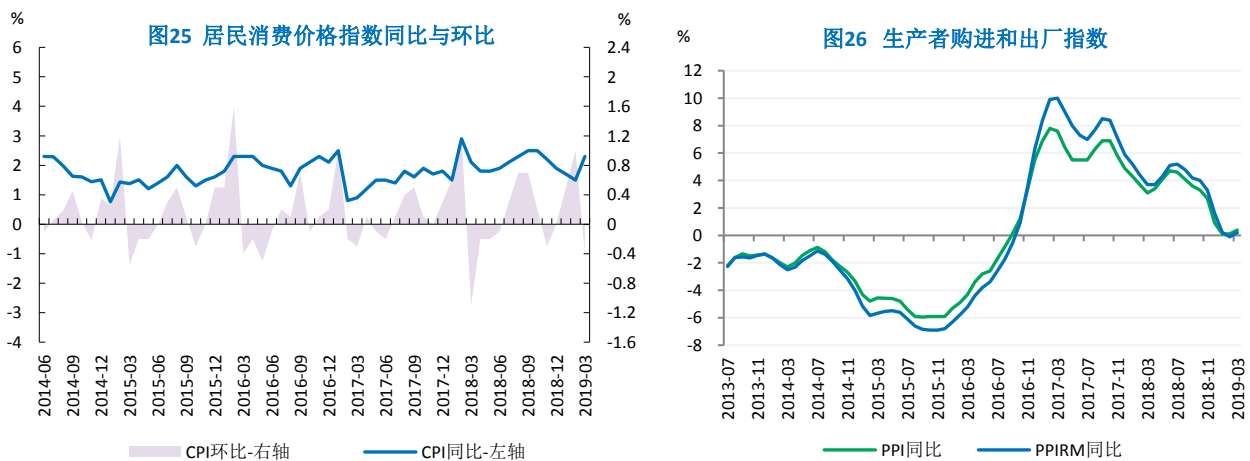
一季度 CPI 同比上涨 1.8%。较去年全年回落 0.3 个百分点，从走势看呈现先低后高，1-3 月分别同比增长 1.7%、1.5%和 2.3%。主要源于：一是受去年基数波动的影响，去年 CPI 呈现 1、2 月基数高，3 月则大幅回落的特点，此外今年春节较去年提前一周左右，节后价格回落期一部分在 2 月，导致今年 2 月涨幅较低，但 3 月涨幅较高。二是非洲猪瘟在前期引发大量生猪出栏，市场价格走低，但近期市场逐步恢复，且去产能逐渐开始有利于向价格提升方向发展，因此猪肉价格呈现前高后低。

3 月当月 CPI 同比涨幅较 2 月大幅回升 0.8 个百分点，主要原因在于食品价格未出现显著的节后回落效应。从历史看，通常 1 至 2 月份春节因素会大幅推升食品价格，而 3 月节后会大幅回落，比如去年 3 月食品价格环比大幅回落了 4.2%。反观今年 3 月食品价格仅环比回落 0.9%，远小于历史同期水平，一方面今年 2 月春节较去年春节提前一周左右，也更早结束，食品价格在 2 月当月已有部分回落；另一方面猪肉价格的反弹支撑了整体食品价格，3 月环比上涨 1.2%，是食品类别中涨幅最大的，抵消了大部分其他食品的跌幅。非食品价格涨跌互现，3 月整体环比

下降 0.2%，跌幅也不及历史同期。其中衣着随春装上市价格止跌回升，环比上涨 0.6%；成品油价格多次上调导致交通燃料环比大涨 3.6%；医疗保健和居住则继续维持长期温和上涨态势，这些因素都对非食品价格提供支撑。其余非食品价格均受春节过后影响出现回落，包括生活用品与服务环比下降 0.3%，除燃料外的其他交通通信类价格多数下跌，旅游环比大降 9.6%，以及其他用品与服务环比下降 0.5% 等。

一季度 PPI 同比上涨 0.2%，一度在通缩边缘徘徊。1、2 月份 PPI 均同比上涨 0.1%，不过 3 月份受上游能源价格回升，以及去年基数走低双重影响，PPI 同比增速回升至 0.4%，暂时脱离通缩边缘，环比上涨 0.1%。3 月工业生产者购进价格同比上涨 0.2%，环比持平，也有所回升。在一系列减税、扩大基建等托底政策下，国内工业品价格暂时走出低迷，PPI 回升预示工业企业盈利空间也有望见底回升。

整体看，当前通胀中枢保持温和，暂不会给货币政策带来较大压力。3 月不考虑食品与能源的核心 CPI 同比上涨 1.8%，与 2 月持平，环比下降 0.3%。结合 CPI、PPI 与核心 CPI 来看，当前整体通胀在食品与能源带动下小幅提升，但核心仍较为稳定，暂不会对货币政策边际宽松产生较大压力。



数据来源：CEIC

5. 金融环境：数据全面回暖，宽松效果显现

社融增量超预期，人民币贷款仍是主力，企业债和地方债支撑作用明显。一季度社会融资规模增量为 8.18 万亿元，比上年同期多 2.34 万亿元。其中，3 月份社会融资规模增量为 2.86 万亿元，比上年同期多 1.28

万亿元。从分项数据上看，新增人民币贷款仍是主力。一季度对实体经济发放的人民币贷款增加 6.29 万亿元，同比多增 1.44 万亿元，占新增社融的比重为 76.9%，较去年同期下降 6.1 个百分点。表外融资修复取得进展，但较去年同期贡献仍为负。一季度委托贷款减少 2278 亿元，同比少减 1031 亿元；信托贷款增加 836 亿元，同比多增 109 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2049 亿元，同比多增 829 亿元。企业直接融资，特别是债券融资改善显著。一季度企业债券净融资 9071 亿元，同比多增 3801 亿元；非金融企业境内股票融资 531 亿元，同比少增 752 亿元。地方债提前加速发行也是重要贡献。一季度地方政府专项债券净融资 5391 亿元，同比多增 4622 亿元。

新增人民币贷款超预期，企业贷款和短期贷款及票据占比提升。一季度人民币贷款增加 5.81 万亿元，同比多增 9526 亿元。其中，3 月份，人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 1.81 万亿元，其中，短期贷款增加 4292 亿元，中长期贷款增加 1.38 万亿元。非金融企业及机关团体贷款增加 4.48 万亿元，在新增人民币贷款中占比 77.1%，高于去年同期和上季度。其中，短期贷款增加 1.05 万亿元，中长期贷款增加 2.57 万亿元，票据融资增加 7833 亿元。非银行业金融机构贷款减少 4879 亿元。期限结构方面，短期贷款及票据融资增加 2.26 万亿，中长期贷款 3.95 万亿，短期贷款及票据占比 39%，高于去年同期和上季度。

M2 和 M1 增速双双回升，剪刀差持续收窄。M2 增速回升至 8.6%，创一年来新高，较上月末和去年同期分别回升 0.6 和 0.4 个百分点。主要原因：一是与季末财政投放力度加大有关，3 月是财政投放大月，财政存款大幅下降 6928 亿元，比 2018 年同期多降逾 2000 亿元；二是信贷投放回暖，促使存款派生能力提高。M1 增速 4.6%，M1 和 M2 负剪刀差连续两个月收窄，显示企业现金流已经在逐步好转，企业活力有所增强。

美元指数震荡回升，人民币维持较强态势。一季度，人民币兑美元呈现较为明显的升值趋势。1 月，人民币兑美元汇率与美元指数走势同步。美联储进一步加息的态度更加谨慎，美元指数受到打压，由去年末的 96.0741 降至 95.5584；中美贸易谈判取得积极进展，外部环境和市场信心有所改善，人民币兑美元中间价由去年末的 6.8632 大幅升至 6.7025。2 月，美元指数震荡走强升至 96.2218，人民币兑美元中间价仍然小幅升至 6.6901。这一方面是由于 1 月金融数据超预期，提振市场信心；另一

方面，市场避险情绪降温，外资加速流入，对人民币汇率形成较强支撑。3月，美元指数继续呈波动态势，但人民币汇率与美元相关性减弱，呈现横盘震荡走势。期间，美元指数继续攀升至 97.2417，人民币兑美元中间价降至 6.7335。相关性减弱主要受益于利好情绪支撑：中美贸易谈判距离达成协议似乎只有一步之遥，利好对外贸易和跨境资本流动；近期公布的经济数据表现良好，短期内也对汇率起到支撑作用。

图27 M1和M2同比增速

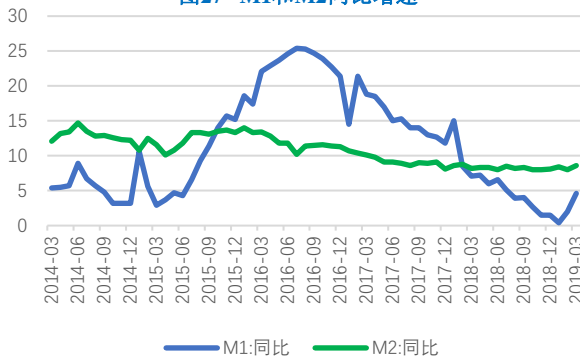


图28 人民币对美元汇率走势

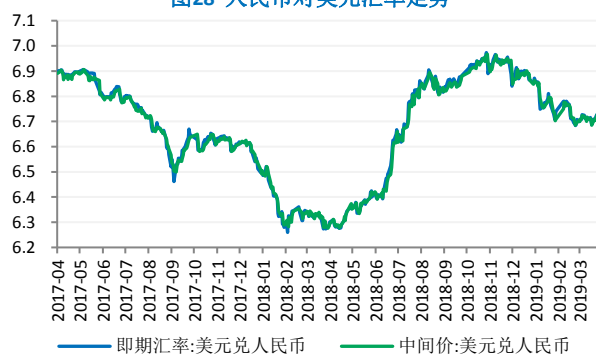


图29 DR007、Shibor3M、10年期国债收益率与一般贷款利率

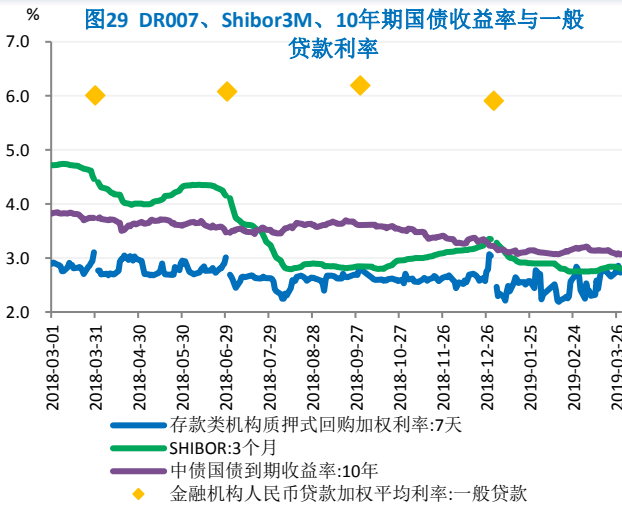
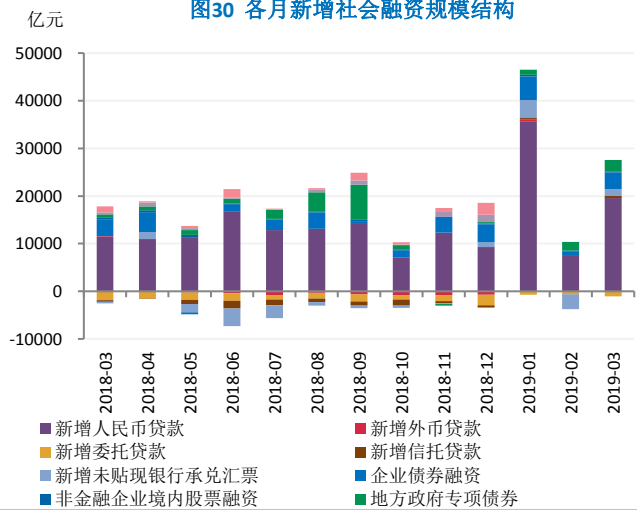


图30 各月新增社会融资规模结构



数据来源：WIND

(二) 二季度展望：经济增速有望持稳

展望二季度，经济增速有望继续持稳。一是财政支出力度加大，且投向以基建为主，预计基建投资增速将继续反弹；二是房地产开发投资在一二线城市回暖以及施工增速走高的支撑下将继续保持高位；三是减

税降费政策陆续落地，以及汽车消费拖累减弱，将有助于社会消费品零售走高。

但制约因素也值得关注：一是货币政策逆周期调节可能会收力，财政政策前置可能会导致后期力度减弱，政策的支持会逐渐减弱；二是制造业投资回暖仍需时日，工业生产在季节性因素消退后也会大概率回落；三是出口在季节性因素消退后将会受到外需趋弱制约。综合来看，预计二季度经济增速仍在 6.4% 左右。

1. 供给端：工业企稳，服务业回升

展望二季度，预计工业生产前低后高，季末有望企稳。一是从生产来看，高频数据显示，4 月份以来高炉开工率、汽车轮胎的钢胎和半钢胎周平均开工率均保持上行，显示出随着北方地区供暖季陆续结束，冬季环保限产对生产端的短期压制正逐步消除。但 4 月中上旬发电耗煤同比增速再度由 3 月的 4.2% 转为 -1.6%，指向 3 月份工业生产大幅反弹或难以持续，二季度初生产下行压力仍存，企稳尚需时日。

二是从需求来看，近日国际货币基金组织最新公布的报告第三次下调 2019 年全球经济增速预期至 3.3%，指出全球经济增长减缓、复苏不稳，预计二季度全球需求仍将持续疲软，进一步制约我国出口和工业企业出口交货值增长；基建投资回升和房地产投资维持高位将加大对工业品需求，有望继续拉动中下游制造业企业生产，预计将部分对冲外需趋弱的压力。

三是从企业盈利来看，需求和价格放缓叠加季节错位使得 1-2 月工业企业利润累计同比增速仅录得 -14%，为 2009 年以来同期最低水平，连续三个月负增长，企业经营景气和盈利持续下行。随着大宗商品价格企稳、PPI 止跌回升，二季度有望推动工业企业利润逐步修复、增强企业生产意愿和能力。

四是从政策来看，制造业增值税税率由 16% 降至 13% 已于 4 月 1 日起执行，后续将为拉动制造业生产提供支撑。同时，解决民营经济和小微企业融资难问题、改善营商环境等政策措施也有望对工业企业生产经营形成助力。综合考虑，预计 2019 年二季度工业增加值小幅回落，累计同比增长 6.2% 左右。

在政策支持和行业动能助推下，二季度服务业有望回升。从政策面

看，一是交通运输、建筑、基础电信服务等行业增值税税率从 11% 降至 10% 已于 4 月 1 日落地，将为二季度服务业回升提供支撑；二是财政部 4 月 15 日发布的《服务业发展资金管理暂行办法》将为现代服务业、民生服务业等领域提供中央财政资金支持，进一步促进服务业加快发展；三是全国各地服务业扩大开放试点逐步展开，服务业领域进一步放宽市场准入、深化“放管服”改革、优化营商环境，有利于增强服务业活力和竞争力。从行业动能来看，一是随着基础设施建设项目加快推进和工业产生企稳回升，交通运输、仓储邮政以及租赁和商务服务业等生产性服务业有望随之逐步趋稳；二是在松紧适度的货币和金融监管环境影响下，金融业增加值有望加快增长；三是随着 5G 技术发展应用加快，信息传输、软件和信息技术服务业有望继续保持高速增长。综上所述，预计 2019 年二季度服务业生产指数略有回升，累计同比增长 7.6% 左右。

2. 需求端：投资消费走稳，进出口温和增长

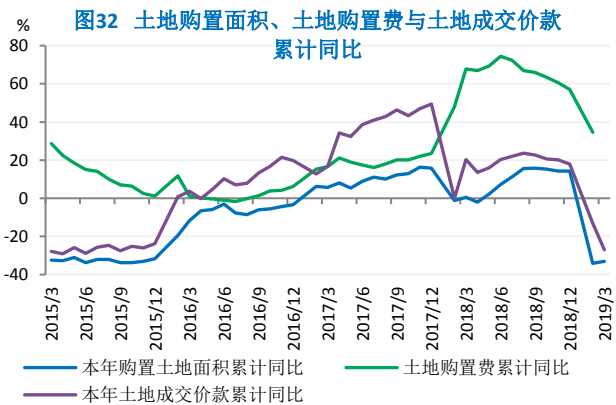
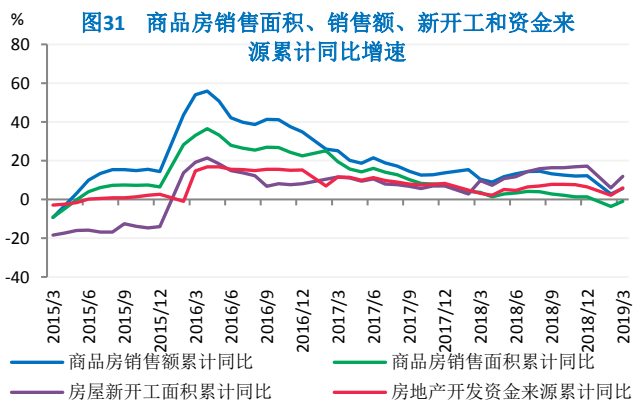
(1) 投资有望继续回稳

二季度，积极财政政策继续发力将支撑基建投资稳健复苏，制造业投资将继续受制于主动去库存和盈利恶化延续震荡下行，房地产开发投资在销售改善传导下有望保持较强韧性，投资总体将延续向好增长态势。

基建投资增长将继续加快，有望回升至 6% 以上。二季度，基建投资仍然是稳投资的重要抓手，而基建投资状况与财政开支积极程度密切相关，积极财政政策加力提效与 2018 年基数逐渐走低将使基建投资继续企稳回升。资金方面，一季度地方债发行火热，二季度发行节奏或稍缓，但专项债一季度仅发行了全年新增限额的三成，尚有较大发行空间，这是基建投资资金的主要支撑；18 部委联合发布的《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》将促进 PPP 对投资的支持；融资环境放松也有利于改善非标融资，减少其拖累。项目储备方面，2018 年四季度至今，中央及地方投资项目审批节奏明显加快，充实了项目储备，其中基建项目是重要组成部分，预计二季度重大项目将继续加快开工步伐。从结构上看，下一阶段交通、能源、水利等传统基建投资仍是重点发力方向，将逐渐回暖；5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基建将加快增长，形成新动能；脱贫攻坚、市政、民生、农村基础设施建设将加大补短板力度。

制造业投资强支撑将不再，或跌至 4% 左右。一是盈利持续恶化导致企业缺乏主动投资扩产积极性，主动去库存周期仍在继续；二是外部环境仍不明朗，出口仍有下行压力；三是内部需求并未显著好转，而 2018 年拉动制造业投资增长的设备更新改造需求告一段落。虽然 4 月 1 日执行的增值税税率下调政策以及去年底以来降低企业融资成本、减轻企业经营负担的政策将在一定程度上对冲下行压力，但总体不改制造业投资震荡下行态势。

房地产开发投资仍有高位回落压力，但韧性较强，有望保持 10% 左右增长。当前的楼市回暖仍是结构性的，房地产市场调控不会全面放松，分城施策趋势将更为明显，市场整体仍在下行调整，难以出现快速升温，销售回款压力犹存。同时，土地成交下跌将逐步带动土地购置费支撑减弱，地产投资后续仍将承压。但外部融资环境改善有助于房企继续加快施工，加之新开工仍然稳健将为地产投资带来韧性。



数据来源：WIND

(2) 二季度社会消费品零售增速有望继续反弹

二季度，多重因素会对消费形成有利支撑。一是大规模减税降费将增加居民可支配收入。今年个税改革全面落地，有利于增加居民可支配收入，刺激低端可选消费增长；各项减税降费政策相继实施，会导致产品降价，利好最终消费者，也会推动企业盈利上升，间接提高居民收入水平。二是汽车消费拖累减弱。一季度汽车销售仍处于下行通道，但相比于去年四季度跌幅有所收窄。二季度，政策利好因素叠加增值税税率下调的推动，汽车消费的拖累因素将持续减弱。三是房地产相关消费有望企稳。3 月以来，商品房成交呈现结构性回暖，前期回调充分的一二线热点城市住房成交量显著回升。在年初以来流动性充裕的背景下，多地

个人房贷利率有所松动，部分城市楼市调控政策也有微调，有望对房地产相关消费产生拉动作用。四是消费者信心增强。随着各项稳增长政策的相继落地，资本市场大幅反弹，加之企业进入开工季之后用工情况有明显好转，在一定程度上增强消费者信心。此外，在猪周期影响下 CPI 通胀压力上升，也会带动名义消费增速上涨。

与此同时，消费市场面临的问题仍然比较突出。居民消费意愿已从去年四季度的 28.6% 回落至今年一季度的 25.9%，供给短板仍有待补齐，消费环境仍有待完善。围绕促进形成强大国内市场这一目标，仍需在增强居民消费能力和消费意愿、扩大重点领域消费、营造良好的消费环境等方面持续攻坚。

(3) 二季度进出口将温和增长

国际方面，我国外贸发展的外部环境仍然比较严峻，国际环境不确定因素仍然较多，国际货币基金组织和世界贸易组织分别下调了 2019 年全球经济增长和国际贸易增速预期，外需较大概率维持低迷。再加上人民币今年以来的升值效应，预计出口增速将从 3 月高位明显回落。但外部货币政策环境转向宽松，加之各国逆周期调节政策，将在一定程度上对外需起到支撑作用。

国内方面，经济已经显现出企稳迹象，随着国内稳增长政策加码和效果逐渐显现，内需有望进一步改善。第九轮中美贸易磋商已经结束，有消息称中美双方已经非常接近达成贸易协议，这将较大改善市场情绪，促进进口增加的同时，对出口增长也有积极作用。此外，我国外贸发展呈现稳中提质态势，贸易伙伴多元化持续推进，进出口商品结构进一步优化，外贸内生增长保持较强活力。

3. 通胀形势：通胀中枢温和提升

预计二季度 CPI 将保持在 2%-3% 的区间。一是猪肉价格将逐步进入上涨周期。受非洲猪瘟影响，前期猪肉供给区产能去化较为严重，随着生猪与能繁母猪存栏量出现连续环比下降，预计未来猪肉供给将会偏紧。从 3 月份情况来看，猪肉价格已经强于历史同期，尽管 4 月份受季节影响小幅回落，但预计最早 5 至 6 月猪肉价格有望重回上涨区间。二是上游能源价格上涨将逐步向下游传导，年初以来国际油价一改去年四季度的颓势转为上涨，涨幅超过 40%，国内成品油价格也连续提价，4 月份

以来国际油价仍处在上升通道，预计前期油价上涨将逐步向下游传导，提升成本推动型通胀压力。三是总需求有所回复，一季度各项宏观数据有所企稳，投资与消费增速回升，资本市场逐步显现财富效应，市场信心与预期有所回复，这些都将从需求端提升通胀预期。四是基数效应与翘尾因素，去年二季度 CPI 出现连续三个月的环比下降，使得今年二季度 CPI 同比面临相对较低的基数，去年的翘尾效应也小幅上升。不过 CPI 尚不具备大幅上涨的可能。一方面当前经济复苏基础仍不牢固，总需求还未到过热的程度，另一方面去年全年货币增速保持低位，通胀尚不具备货币超发推升的基础，综合看预计二季度 CPI 将保持在 2.2% 到 3% 的区间内波动。

预计二季度 PPI 仍将保持低位，暂不会落入通缩区间。一是上游能源价格仍在上涨区间；二是下游工业需求有所恢复，特别是 3 月份规模以上工业增加值大幅增长 8.5%；三是从去年基数看，PPI 可能出现 4 月继续回升，但 5、6 两月持平或小幅回落的特征。整体看预计二季度 PPI 将在 0-1% 区间内波动。但三、四季度仍可能面临短暂通缩压力。

4. 金融环境：宽松力度或将减弱

展望二季度，在美联储加息节奏放缓、中美贸易谈判接近达成协议和国内经济平稳开局的背景下，我国货币政策仍将保持稳健基调，但是货币宽松的力度与信贷投放的节奏可能有变化，人民币汇率料将保持区间震荡格局。

展望二季度，预计稳健的货币政策方向不会改变，将继续支持实体经济信用环境改善、支持企业经营和中长期投资活动，但是逆周期调节力度或将减弱，将更加注重防风险与稳增长的平衡。预计人民币贷款保持企稳态势，基建投资、新兴产业、消费领域以及民营和小微企业等领域将是重点投放领域。除新增人民币贷款外，企业债和地方政府专项债是社融的重要支撑，疏通货币政策渠道措施成效逐渐显现，直接融资有望保持增长态势，预计社会融资规模将继续企稳。根据政府工作报告，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，考虑到 GDP 增速目标区间和通胀水平，预计 M2 增速继续回升空间有限，大概率会在当前水平上下波动。

人民币汇率将保持区间震荡运行格局，出现单边趋势性走势可能性不大。目前，美元指数处于趋稳震荡状态。美国经济展现疲弱迹象，美

联储暂停加息，并预告提前结束缩表，意味着美元与其他货币的相对利差难以进一步扩大，限制美元指数上行空间；同时，美国经济仍然维持相对强势表现，美元指数下行空间同样不大。在此背景下，人民币汇率走势将逐渐回归基本面，更多取决于我国经济表现和国际经贸形势的变化。一季度经济数据显示，我国经济开局平稳，积极因素逐渐增多，市场预期和信心增强，这将对人民币汇率企稳形成有力支撑。短期来看，中美贸易谈判是影响人民币汇率走势的最大不确定因素，近期内能否达成协议以及协议内容的超预期成分将显著影响人民币汇率走势，仍需要持续关注。预计二季度人民币兑美元汇率仍将围绕 6.70 窄幅波动。

（三）当前需关注的风险因素

1. 房地产市场波动

3 月份我国房地产市场出现了“小阳春”显现，房地产开发投资、销售面积和金额、新开工面积、房企到位资金等一系列核心数据均出现增速加快或跌幅收窄的情形。3 月份中国 70 个大中城市中新房价格上涨的城市数量由 57 个上升至 65 个，且一二三线城市二手房价环比涨幅全线扩大。

这一波上涨主要同一季度的信贷天量投放有关。一季度新增人民币贷款 5.8 万亿，是有记录以来的单季新高；3 月底各项贷款余额同比上涨 13.7%，创 2016 年 6 月以来新高。由于信贷投放积极，而企业生产困境仍未改观，大批资金流入房地产市场，再加上此前调控政策的钝化，以及发改委发布的《2019 年新型城镇化建设重点任务》放开了部分大中城市的落户限制，共同推动房地产回暖。

值得关注的是，去年年底居民部门的杠杆率为 53.2%，再创历史新高。而据徐小庆等人测算，以偿债率指标（即债务还本付息支出/可支配收入）来看，中国居民部门的偿债率已同美国次贷危机前水平接近。如果考虑到居民债务大部分集中在城镇居民，这一比例将会进一步提高。从三四线及以下城市来看，人口和政策因素均不构成支撑，潜在风险不容忽视。

2. 就业压力仍在

3 月份全国城镇调查失业率从 5.3% 回落到 5.2%，略有好转，一季度全国城镇新增就业 324 万人，完成全年目标任务的 29.5%，就业形势总体稳定。但从累计增速来看，今年新增就业人数已经连续 3 个月下降，一季度新增就业人数已经连续两年下降。

一季度经济虽然有所企稳，但制造业投资和民间投资增速仍在回落，出口增速也面临着较大的不确定性，这些部门是吸收新增就业的主力。今年高校毕业生人数将升至 834 万的历史新高，就业压力仍在。

3. 刺激政策的负面效应

今年监管层对中小企业融资难融资贵问题极为重视。既出台了市场化的政策（如激励相容的考核机制、降低风险溢价的一系列举措、推出科创板等），也提出了行政性的指标要求（30% 增速要求）。

需要高度注重稳增长和防风险的平衡，不能以牺牲风险控制底线投放信贷资源。如果采用运动式方式支持小微企业融资，可能会导致金融体系信用风险的快速累积，从而形成新的风险隐患。

三、政策回顾与展望

今年以来，各项逆周期调节政策相继落地，共同营造了良好的稳增长氛围。央行推出了全面降准、定向降息以及普惠金融定向降准扩围的组合拳，并通过 CBS 鼓励银行补充资本金；财政政策继续加力提效，一季度资金投放力度明显高于往年同期，新的减税降费措施已开始实施。其他激发市场主体活力政策也相继推出。

二季度货币政策转向“保持战略定力，注重预调微调”，预计逆周期调节力度略有减弱，财政政策则转向确保各项措施落地见效。随着稳增长初见成效，我们认为政策重心应转向重大改革举措的落实上来：一是完善公平竞争制度；二是深化国资国企改革；三是强化激励相容的动力机制。

（一）一季度政策回顾

1. 货币政策：逆周期调节加码，宽信用初现成效

2018 年底召开的中央经济工作会议为 2019 年的货币政策定下总基调，即稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。今年一季度以来，央行加大货币政策逆周期调节力度，综合运用多种手段为实体经济构建良好信用环境，已取得一定成效，3 月经济数据显示经济活动与货币信贷均现企稳迹象，宽货币向宽信用的传导逐步显现。

一是流动性调控更趋精细化，保持在合理充裕区间波动。一季度，央行在公开市场操作上采取“削峰填谷”节奏，维持流动性合理充裕。在各月税期、春节前夕及季末扰动较大时点及时通过逆回购、降准、TMLF 操作进行增量流动性供给，熨平市场波动；在资金面过于宽松，市场利率持续低于政策利率时，则暂停逆回购或者实施资金大规模净回笼，引导流动性回归合理充裕水平，防止其长期处于过高水平，导致市场流动性幻觉且不利于稳杠杆。一季度，7 天期存款类机构质押式回购加权利率（DR007）大致保持在 2.20%-2.80% 区间波动，利率中枢为 2.52% 左右。

二是 1 月份通过“两次全面降准+普惠金融定向降准考核标准调整+TMLF+国库现金定存”政策组合共释放资金超万亿，为银行信贷投放提供中长期稳定资金来源。央行 1 月 4 日宣布全面降准政策，于 1 月 15 日和 25 日分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，同时置换部分 MLF，这是时隔近三年后首次全面降准，不仅能更好地匹配流动性供求，更重要的是可为金融机构提供稳定中长期低成本负债，优化资金结构，支持实体经济信贷投放。1 月 23 日央行开展 2019 年一季度定向中期借贷便利（TMLF）操作 2575 亿元，实际使用期限可达到三年，且利率低于 MLF 15 个 bp，有助于压低中长期资金利率，促进货币市场利率向贷款利率传导。

三是根据实体经济需求保持货币政策松紧适度，重点改善货币信贷传导机制，纾解民企、小微融资困难。首先，支持银行通过发行二级资本债、永续债、可转债、优先股以及定向增发等多种手段开拓资本补充渠道，缓解银行资本约束，扩大信贷投放空间，疏通信用传导。央行于 1 月 24 日推出央行票据互换工具（CBS），并于 2 月 20 日开展首次操作，为银行发行永续债提供流动性支持。银监会也发布公告允许保险机构投资银行永续债。其次，通过强化考核和正向激励增强银行支持小微企业的动力和能力。监管层连续出手支持金融服务小微、民企及“三农”，中办、国办发文要求加强金融服务民营企业，国办要求政府性融资担保基金切实支持小微和“三农”，央行等五部委联合发文要求金融服务乡村振兴，除实施差别化货币信贷支持、畅通直接融资渠道外，更是针对金融机构“不敢贷、不愿贷、不能贷”的困境，完善正向激励和风险补偿机制，增强金融机构贷款意愿和能力，着力改善实体流动性环境。银保监会 3 月 13 日公布的《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》进一步对普惠型小微企业贷款提出贷款增速和户数“两增”目标，放宽普惠型小微企业贷款不良率容忍度，并鼓励银行发行小微企业专项金融债，研究完善小微企业贷款资本监管要求。

2. 财政政策：继续加力提效

财政政策方面，今年 2 万亿元减负措施的落地途径和实施细节已经基本明确，预计将会对促进居民消费、减轻企业负担、激发市场活力、推动形成积极的社会预期、促进“六稳”产生支撑作用。

一是深化增值税改革。围绕从 4 月 1 日起降低制造业、交通运输和建筑等行业增值税税率的举措，提出了三项配套措施，预计今年可减轻市场主体税负超过 1 万亿元。二是推出四项减税措施，支持改善民生和打好三大攻坚战。包括延续部分已到期的税收优惠政策，对企业符合条件的扶贫捐赠支出按规定在计算应纳税所得额时据实扣除，对企业符合条件的扶贫货物捐赠免征增值税，将从事污染防治的第三方企业的企业所得税税率下调至 15%。三是降低社保费率。围绕从 5 月 1 日起各地可将城镇职工基本养老保险单位缴费比例从原规定的 20% 降至 16% 的举措，提出了四项配套措施，预计今年可减轻企业社保缴费负担超过 3000 亿元。四是降低涉企收费。包括清理政府性基金、清理规范物流能源等经营服务性收费、清理行政事业性收费，以上措施将从 7 月 1 日起开始实施，预计全年可为企业和群众减负 3000 亿元以上。五是加快发行和用好地方政府债券。2019 年一季度，新增地方政府债券累计发行 11846.93 亿元，占提前下达部分的 85.2%，发行进度大幅提前；一季度新增债券平均利率 3.34%，较 2018 年平均发行利率 3.89% 下降 55 个基点，融资成本显著下降；新增债券资金超过 6 成用于在建项目，重点投向棚户区改造等保障性住房、铁路、公路、城镇公共基础设施、“三区三州”等重点地区脱贫攻坚、污染防治、乡村振兴、水利等领域重大公益性项目，对当前稳投资、促消费发挥了积极作用。

一季度，财政收入运行平稳。1-3 月，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，较去年同期大幅下降 7.4 个百分点，保持在合理区间。税收收入同比增长 5.4%，较去年同期下降 11.9 个百分点。其中，主体税种如国内消费税、企业所得税较去年同期增速加快，反映出宏观经济运行总体保持平稳；国内增值税、个人所得税、印花税、关税等税收增速较去年同期明显放缓，出口退税增速较去年同期明显加快，减税效应持续显现。非税收入同比增长 11.8%，较去年同期提高 19.3 个百分点，主要原因是各级财政部门积极应对减税降费带来的财政收支平衡压力，主动挖潜，多渠道盘活各类资金和资产，组织做好非税收入收缴工作。其中，涉及降费政策的有关收入继续下降，国有资本经营收入、政府住房基金收入、国有资源（资产）有偿使用收入同比增加较多。

财政支出进度加快。1-3 月，全国一般公共预算支出同比增长 15.0%，较去年同期提高 4.1 个百分点，财政支出为年初预算数的 24.9%，较去年同期高 0.6 个百分点。从主要支出项目来看，重点领域支出保持较快增

长。其中，城乡社区支出和交通运输支出同比分别增长 22.8% 和 47.4%，较去年同期分别大幅加快 12.8 和 21.0 个百分点，基建相关支出保持较高增速，是稳增长的重要发力点。政府性基金收入增速明显回落。1-3 月份，全国政府性基金收入同比下降 6.1%，较去年同期大幅回落 40.8 个百分点。其中，国有土地使用权出让收入同比下降 9.5%，连续两个月负增长。尽管政府性基金收入大幅回落，但一季度政府性基金支出同比增长 55.9%，仍保持高增速，这主要是通过盘活存量结余资金和扩大专项债支出所致。

3. 其他稳增长政策

一是更大激发市场主体活力，着力破解发展和民生难题。李克强在海南省考察时强调，要深入贯彻全国两会精神，落实政府工作报告确定的各项任务，进一步推进改革开放，更大激发市场主体活力，破解发展和民生难题，增强经济发展动力，提升人民群众获得感。实施更大规模减税尤其是大幅降低制造业税率，就是为了把更多的利留给企业，使企业更有信心和能力去发展，带动更多就业，要把减税的真金白银真正落到企业。养老托幼是突出的民生难题，发展群众家门口的社区养老托幼大有可为，国家要大力支持，出台相关优惠政策，吸引更多社会力量，为老人和孩子们提供安全优质便利的多样化服务。国家不仅需要高端科研人才，也非常需要高技能人才，要深化教育体制改革，支持企业和社会力量兴办职业教育，培养人才的专业精神、职业精神、工匠精神，用高素质人力资源推动高质量发展。

二是深入贯彻落实中央经济工作会议精神，部署 2019 年新型城镇化建设重点任务。城镇化是现代化的必由之路，也是乡村振兴和区域协调发展的有力支撑，发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，确定 2019 年新型城镇化建设的总体要求：加快实施以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，突出抓好在城镇就业的农业转移人口落户工作，推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展，培育发展现代化都市圈，推进大城市精细化管理，支持特色小镇有序发展，加快推动城乡融合发展，实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上，为保持经济持续健康发展和社会大局稳定提供有力支撑，为决胜全面建成小康社会提供有力保障。

三是适应国际国内市场环境变化，促进中小企业健康发展。中小企业是国民经济和社会发展的生力军，是扩大就业、改善民生、促进创业创新的重要力量，在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中发挥着重要作用。中办、国办印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求按照竞争中性和原则，打造公平便捷营商环境，进一步激发中小企业活力和发展动力；认真实施中小企业促进法，纾解中小企业困难，稳定和增强企业信心及预期，加大创新支持力度，提升中小企业专业化发展能力和大中小企业融通发展水平，促进中小企业健康发展。意见提出营造良好发展环境、破解融资难融资贵问题、完善财税支持政策、提升创新发展能力、改进服务保障工作以及强化组织领导和统筹协调等六大方面 23 条新举措。

四是应对复杂严峻外贸发展环境，努力实现外贸发展稳中提质。2019 年是全面建成小康社会关键之年，做好外贸工作意义重大。全国进出口工作会议要求，坚持稳中求进工作总基调，稳步推进贸易强国建设，努力促进对外贸易稳中提质，坚持推动外贸高质量发展。全年将重点做好以下 10 方面工作：一是狠抓政策落实，加强政策储备；二是稳步推进贸易强国建设，全力推动对外贸易稳中提质；三是求真务实，努力推动外贸高质量发展；四是进一步开拓多元化市场，优化国际市场布局；五是改革完善跨境电商等新业态扶持政策，积极培育贸易新业态新模式；六是促进加工贸易转型升级，提升产业链水平；七是积极主动扩大进口，优化进口结构；八是大力促进边境贸易发展；九是持续提升贸易便利化水平；十是继续深化外贸体制改革。

（二）二季度政策展望与建议

1. 货币政策展望：保持战略定力，注重预调微调

4 月 12 日召开的央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会显示央行对经济运行的看法更趋乐观，但也表示经济问题和突出矛盾依然存在。因此，二季度“稳健的货币政策要松紧适度”的总基调不会转向，货币政策仍需为稳增长营造适宜环境，但会根据经济运行情况适时进行边际上的预调微调。

一是逆周期调控将延续，但将保持战略定力。政府工作报告与央行货币政策委员会一季度例会中“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”的表述意味着货币政策走向将以实体经济需求为准绳。央行行长易纲 3 月 10 日在十三届全国人大二次会议记者会上表示“降准还有一定空间，但比起前两年已经小多了”；央行货币政策委员会一季度例会也重提“把好货币供给总闸门”；加上 3 月一系列经济金融数据显露企稳信号，以上证据表明货币政策边际宽松预期减弱，央行采取降准这一全面宽松政策将更为慎重。4 月中旬税期是观察央行货币政策动向的关键窗口，截至目前央行尚未有推出降准迹象，而是通过重启逆回购和不足额续作 MLF 平抑资金面波动，货币政策已呈现边际收紧。鉴于二季度流动性缺口仍然较大，MLF 到期近 1.2 万亿元，4、5 月均是缴税大月，6 月面临年中考核压力，因而降准仍是可选项，但 4 月降准预期已基本落空。同时，考虑到小微、民企等关键领域融资难题依然未得到根本解决，央行还是会通过结构性宽松促进资金流向实体经济，可能更多采用 MLF、TMLF 等货币政策工具支撑信贷投放，辅之以考核激励机制调整缓解信贷供给端约束，激发金融机构服务实体经济的意愿和能力。

二是将更注重政策协调，防风险的重要性进一步提升。当前财政政策相当积极，通过地方债提前大规模发行和基建投资刺激托底经济，实施减税降费政策降低企业运营成本，激发企业活力。宽松的货币政策如果与积极的财政政策配合不当造成过度宽松，可能会对稳定宏观杠杆率带来不利。因此，货币政策更应该把好调控力度，注重与财政政策、宏观审慎政策、金融监管政策等的协调，避免宏观杠杆率再度抬升。这也要求货币政策定向支持民企小微、脱贫攻坚、乡村振兴、制造业高质量发展等国家重大战略、重点领域和薄弱环节。

三是稳妥推进利率市场化改革。当前合理充裕的流动性环境促成了利率“两轨并一轨”的重要窗口期。监管层已在研究利率并轨，为完成利率市场化的“最后一公里”做好准备，这也是增强货币政策传导效力的要求。推动利率并轨的一个关键问题在于寻找新的利率“锚”，作为恰当的市场化参考利率，为存贷款定价作为参考。为此，需要加快完善政策利率体系，明确政策目标利率，增强政策利率对市场利率的引导作用；培育市场利率体系，形成市场化的贷款利率基准；同时加快培育商业银行的资产负债管理能力和定价能力。

四是优化调整金融体系结构。要构建符合实体需求的金融机构体系、资本市场体系和金融支持服务体系，增加有效金融供给，畅通金融供给

渠道，重点提升金融服务民营、小微、“三农”等实体经济关键领域的质效。间接融资方面，要疏通货币政策传导机制，建立“敢贷、愿贷、能贷”长效机制，切实加大信贷投入力度，优化信贷投放结构；直接融资方面，充分发挥股权融资和债券融资在企业不同发展阶段的支持作用，大力发展多层次资本市场，加大直接融资制度和产品创新，提升直接融资的比重。

2. 财政政策展望：确保政策落地见效

二季度财政政策预计将从以下方面发力：一是确保减税降费落实到位。国务院要求把各项工作做实做细，密切跟踪政策执行情况，及时研究解决政策实施过程中的突出问题，不断完善政策举措，加大督查和监督力度，确保各项措施落实到位，让企业和人民群众有实实在在的获得感。

二是做好预算平衡，缓解减负带来的财政支出压力。中央财政方面，应开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，压减一般性支出和“三公”经费，长期沉淀资金一律收回，同时通过适当增加赤字规模、增加调入预算稳定调节基金等，加大对地方转移支付力度，增强地方财政保障能力；地方财政方面，应主动挖潜，大力优化支出结构，多渠道盘活各类资金和资产，改革完善县级基本财力保障机制，缓解困难地区财政运转压力。

三是有效发挥地方政府债券作用。指导和督促各地加快地方政府债券发行和资金使用，尽快形成实物工作量，着力保障基建等重点项目资金，确保在建项目顺利推进，以充分发挥专项债资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用；引导金融机构加大对在建项目合理融资需求的支持力度，按照市场化原则，保障融资平台公司合理融资需求，防止盲目抽贷、压贷和停贷；加强地方债管理，通过合理设置地方政府债券期限结构、提升地方政府债券发行的市场化水平、落实偿还责任，防范区域性、系统性财政金融风险和地方隐性债务风险。

3. 政策建议

考虑到当前经济下行压力已经有所缓解，我们认为政策重心应转向重大改革举措的落实上来。近期习近平总书记在深改委第七次会议上也强调，当前很多重大改革已经进入推进落实的关键时期，应通过改革有

效解决困扰基层的形式主义问题,继续把增强人民群众获得感、幸福感、安全感放到突出位置来抓,坚定不移推动落实重大改革举措。

一是完善公平竞争制度。今年政府工作报告首次在官方文件中提出“竞争中性原则”,在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招标投标等方面,对各类所有制企业平等对待。要加快建立公平竞争审查制度,全面实行市场准入负面清单制度。

二是深化国资国企改革。政府从管企业转向管资本,改革国有资本授权经营机制,加快实现从管企业向管资本转变。继续推进混合所有制改革,全面建立国有企业职业经理人制度。

三是强化激励相容的动力机制。以约束为主转向以激励为主,全面激发企业家、基层干部、科技人员的改革积极性。重新界定顶层设计和基层创新边界,防止过多过细的顶层设计约束基层创新的空间和活力。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		18-8	18-9	18-10	18-11	18-12	19-1	19-2	19-3
国内生产总值当季									
GDP	同比增长, %		6.5			6.4			6.4
工业生产 当月									
增加值	同比增长, %	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5
消费 当月									
社会消费品	同比增长, %	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7
固定资产投资自年初累计									
总额	同比增长, %	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3
房地产开发	同比增长, %	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5		11.6	11.8
外贸 按美元, 当月									
进出口	同比增长, %	14.5	14.1	17.0	3.4	-5.8	4.0	-13.8	3.1
出口	同比增长, %	9.6	13.9	14.3	3.9	-4.4	9.1	-20.7	14.2
进口	同比增长, %	20.7	14.3	20.3	2.9	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6
贸易差额	美元, 亿	262.5	304.4	331.3	418.6	570.6	391.6	41.2	326.5
通货膨胀 当月									
CPI	同比增长, %	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3
PPI	同比增长, %	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4
社融及货币信贷									
社融规模	人民币, 万亿	1.52	2.21	0.728	1.519	1.590	4.64	0.73	2.86
新增信贷	人民币, 万亿	1.28	1.38	0.697	1.250	1.08	3.57	0.89	1.69
社融存量	同比增长, %	10.8	10.6	10.2	9.9	9.8	10.4	10.1	10.7
M1	同比增长, %	3.9	4.0	2.7	1.5	1.5	0.4	2.0	4.6
M2	同比增长, %	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

