

普信投资研究中心

www.puxinasset.com

报告摘要:

● 中国

春节扰动加大, PMI 不及预期。2月制造业 PMI 为 50.3% (前值为 51.3%), 回落幅度较大, 但依然处于景气区间。工业增加值超预期。1-2月, 规模以上工业增加值同比实际增长 7.2%, 分行业看, 三大行业中两大行业增加值大幅提升。

以美元计 2月出口同比大幅上升至 44.5%, 预期值是 11%, 前值 11.1%, 创 2015年 2月来单月最高增速, 对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口增长, 对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。关注贸易战带来的风险。

消费不及预期, 但总体趋势较好。1-2月固定资产投资增速超预期。其中, 民间投资增速触底反弹, 土地购置费分期缴纳延后, 导致房地产投资同比明显改善, 但与住宅销售数据相背离, 反弹趋势料难以持续。

2月 CPI 超预期跳升, 春节扰动因素较大, 预计是年内最高值, 我们测算 3月 CPI 同比将回落至 2.4%。PPI 继续回落; 财政支出超预期带动 M2 小幅反弹, 表外融资继续向表内转化, 2月外储首次下降, 结束 12连升, 主要是估值因素导致。

● 海外

美国新增非农就业人数超预期, 虽然零售不及预期, 但工业生产恢复强劲, 经济依然向好; 通胀基本符合预期, 核心通胀向目标值靠拢, 美国加息步伐预计难超预期。

欧元区制造业 PMI 回落, 不及预期, 依然处于景气区间但扩张趋势放缓; 工业生产超预期回落, 或表明欧元区经济增长趋势放缓; 通胀不及预期, 货币政策短期内料将保持。

风险提示: 1、贸易战风险。 2、全球货币正常化超预期

目录

一、经济运行	1
➤ 制造业扩张放缓，经济新动力增长强劲	1
➤ 外需强劲带动出口超预期	2
➤ 消费升级持续向好	3
➤ 固定资产投资超预期，民间投资热情高涨	4
➤ 房地产销售与投资走势背离	4
二、货币金融	5
➤ CPI 超预期跳升，PPI 继续回落	5
➤ M2 小幅抬升，社融符合预期	6
➤ 估值效应导致外储下降	7
➤ 美联储加息“重锤落下”，人民币升值压力趋缓	8
三、海外经济	9
➤ 美国经济	9
➤ 欧元区经济	10

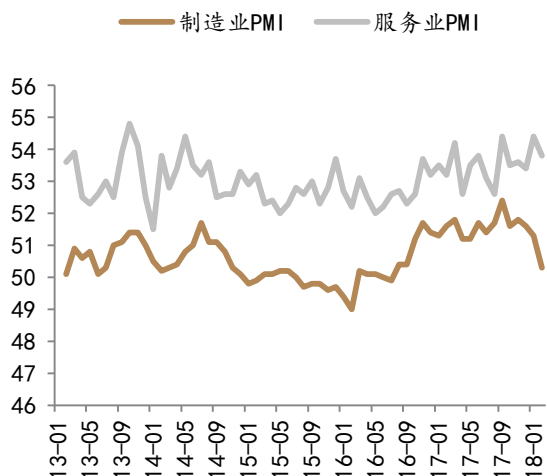
一、经济运行

➤ 制造业扩张放缓，经济新动力增长强劲

春节扰动加大，PMI 不及预期。2月制造业 PMI 为 50.3%(前值为 51.3%)，不及市场预期，回落幅度较大，但依然处于景气区间。纵观历史数据发现，历年春节所在 2 月份，PMI 都会处于较低值。2 月 PMI 大幅回落，春节因素干扰是其主要因素：一方面春节期间动工少，工作日减少；另一方面春节因素导致的季调出现较大波动，中采咨询称“时间序列季调方法的因子中，其中一个因子是最近年份的数值影响更大。2018 年春节假期全部落在 2 月份，而 2017 年春节平均分布在 1-2 月，则本年 2 月调升的幅度就相应缩窄。”

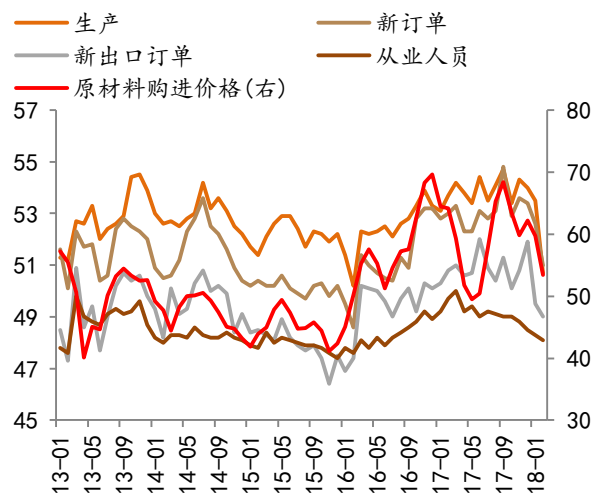
2 月 PMI 回落趋势与高频数据趋势背离，数据有效性有待考证，市场不必过于悲观，且 2 月 PMI 值高于过去三年的平均值。具体分项看，原材料购进价格、出厂价格指数分别回落 6.3、2.6 个百分点，与 2 月 PPI 回落趋势相一致；新出口订单回落 0.5 个百分点，但是 2 月出口增速大幅超市场预期；新订单指数连续第三个月回落，内部需求放缓；高技术制造业 PMI 为 54.0%，分别高于上月和制造业总体 0.8 和 3.7 个百分点，与高新技术制造业固定资产投资增速高涨相佐证；装备制造业 PMI 为 51.0%，分别高于上月和制造业总体 1.0 和 0.7 个百分点，装备制造业扩张加速。

图表 1 我国制造业和服务业 PMI



数据来源: wind, 普信资产

图表 2 PMI 分指标走势

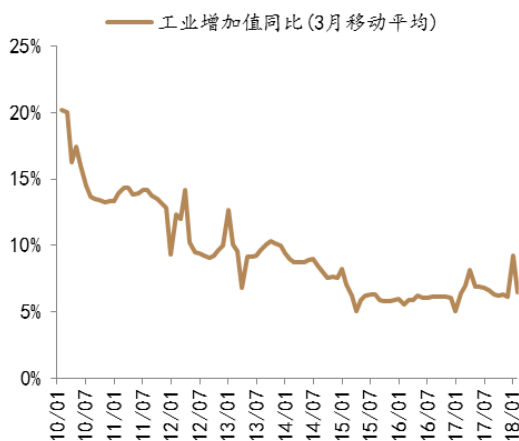


工业增加值超预期。1-2 月，规模以上工业增加值同比实际增长 7.2%，去年同期值为 6.3%，超出市场预期值 6.2%。分行业看，三大行业中两大行业增加值大幅提升，是 1-2 月工业增加值调升的主要因素。具体看，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.3%，较去年同期调升 4.9 个百分点，或是因为今年冬天偏冷，供暖导致这些行业增加值大幅提升，带动了工业增加值的上升。采矿业

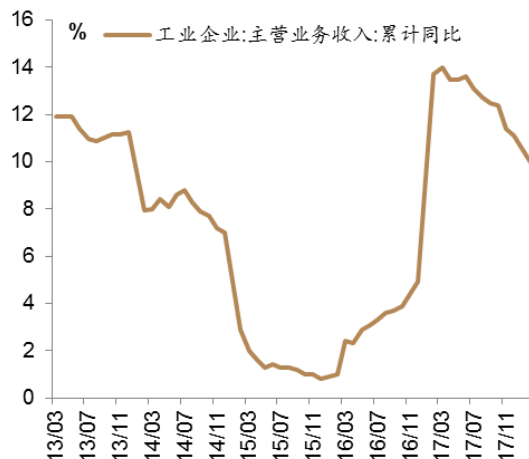
同比增 1.6%，而去年同期值为-3.6%。2月制造业 PMI 走低，但制造业同比增 7.0%，与去年基本持平。

1-2月工业企业利润同比增 16.1%，2017 年全年水平为 21%，PPI 持续回落是其利润增速下降的主要因素，去年基数较高也是一大原因。从单月值看，1-2月工业企业利润同比增速较 12 月上升 5.3 个百分点，由于供暖导致电力热力水生产供应行业利润增速由负转正，提高 45.9 个百分点至 35.2%，是增速较 12 月上升的主要原因，与工业增加值数据相辅证。

图表 3：工业增加值同比（3mma）



图表 4：工业企业利润



数据来源：wind，普信资产

➤ 外需强劲带动出口超预期

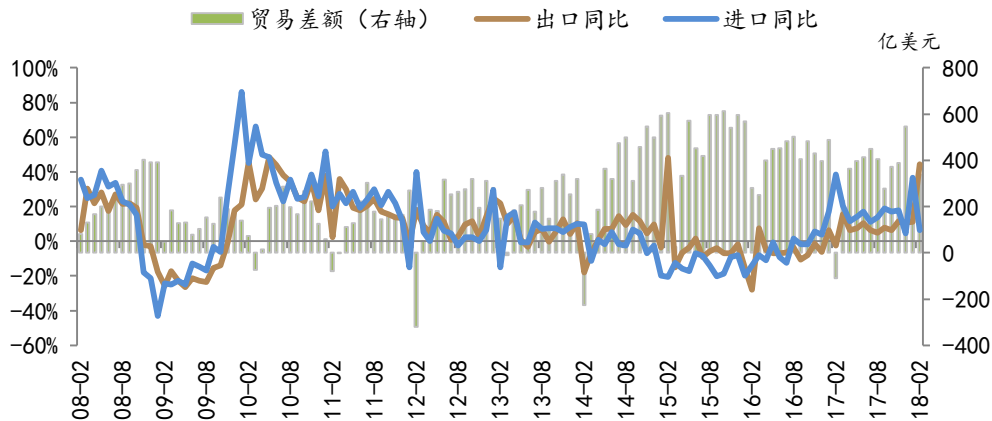
出口数据超预期，关注全球贸易保护风险。以美元计 2 月出口同比大幅上升至 44.5%，预期值是 11%，前值 11.1%，创 2015 年 2 月来单月最高增速，去年基数较低是其中一大因素，但 1-2 月累计出口同比增速为 24.4%，高于 17 年四季度 9.7% 的增速，显示外需依然较为强劲。

对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。前 2 个月，中欧贸易总值 6795.9 亿元，增长 17.2%，占我外贸总值的 15%。中美贸易总值为 6277.5 亿元，增长 15.8%，占外贸总值的 13.9%。与东盟贸易总值为 5745.3 亿元，增长 22.7%，占外贸总值的 12.7%。中日贸易总值为 3120.3 亿元，增长 6.1%，占外贸总值的 6.9%。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 1.26 万亿元，增长 21.9%，高于整体增速 5.2 个百分点。随着一带一路的建设，对沿线国家出口或将逐渐成为拉动我国外贸的主要动力之一。

3 月 8 日，特朗普签署关税决定，对进口钢铁和铝分别征收 25% 和 10% 的关税，加拿大和墨西哥暂时得到豁免，关税决议不及预期强硬。2017 年我国对美出口钢铁仅占我国钢铁出口总量的 1.6%，预计钢铁税的征收不会对我国造成较大冲击。但特朗普对中国投资、进口高科技及其他战略新兴产业领域的限制，

将不利于中长期技术创新及产业升级。此外，此举可能引发其他国家的反制政策，进而影响全球性贸易战争和我国经济。

图表 5：我国进出口增速和贸易差额

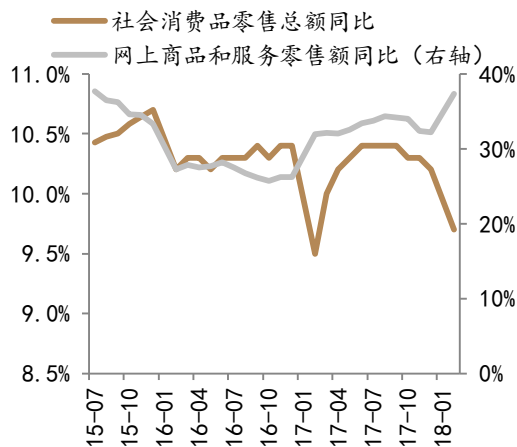


数据来源：Wind, 普信资产

➤ 消费升级持续向好

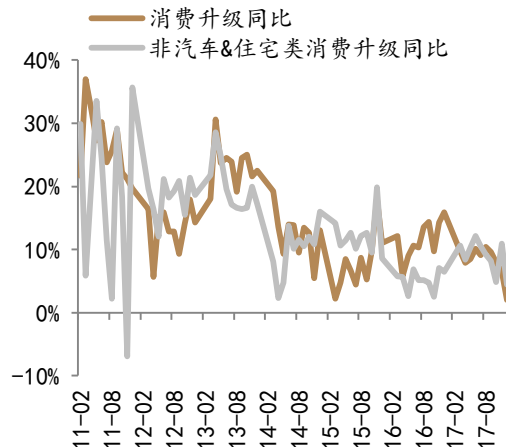
消费升级持续向好，汽车带动消费平稳增长。1-2月社会消费品零售总额61,082亿元，同比增长9.7%，低于市场预期，较去年同期调升0.2个百分点，增长较为平稳。汽车消费是拉动社会消费平稳增长的主动力：受上年同期基数较低等因素影响，1-2月份，限额以上单位汽车类商品增速明显回升，同比增长9.7%，拉高社会消费品零售总额增速约1.1个百分点。据测算，今年春节全国共接待游客超过3.8亿人次，同比增长12.1%，实现旅游收入4750亿元，同比增长12.6%。消费升级持续向好，且对经济的拉动越来越大。消费的另一大亮点是网上零售同比增长35.6%，较去年全年提高7.6个百分点。前两个月网上零售同比大幅提高，主要是由于电商在春节期间加大促销力度，季节性因素为主。

图表 6：社会消费品零售总额



数据来源：wind, 普信资产

图表 7：消费升级

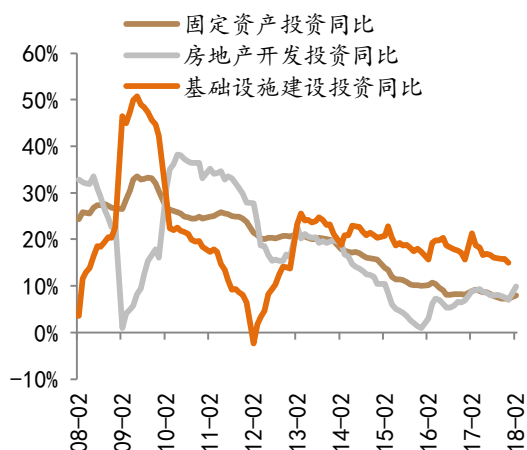


➤ 固定资产投资超预期，民间投资热情高涨

固定资产投资超预期，高端制造等经济新动能增长强劲。1-2 月份，全国完成固定资产投资（不含农户）44626 亿元，同比增长 7.9%，增速比去年全年加快 0.7 个百分点，自去年 3 月来首次反弹，主要带动因素是房地产行业投资大幅提升，农林牧渔行业的投资也有一定的拉动作用。具体看，1-2 月制造业投资累计同比增 4.3%，较 2017 年下降 0.5 个百分点，但中高端领域制造业投资呈现出较好的增长态势，经济新增长动力强劲；基建投资累计同比增长 16.1%，较 2017 年增速下行 2.9 个百分点；地产投资累计同比增长 9.9%，创两年来新高；1-2 月农林牧渔业投资累计同比增长 25.3%，较去年 12 月大幅反弹 16.2 个百分点。

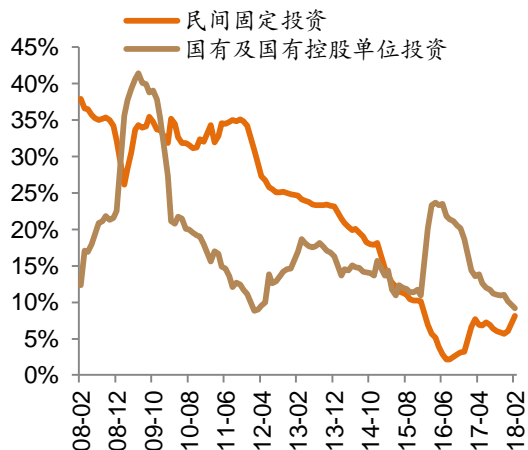
改革政策带动民间投资热情高涨。延续 2017 年民间投资整体回暖向好的态势，今年 1-2 月份民间投资同比增长 8.1%，增速比去年全年和去年同期分别提高 2.1 和 1.4 个百分点，比全部投资高 0.2 个百分点。或表明政策的一系列改革增加了民营企业家的投资热情。

图表 8:固定资产投资完成额



数据来源：wind，普信资产

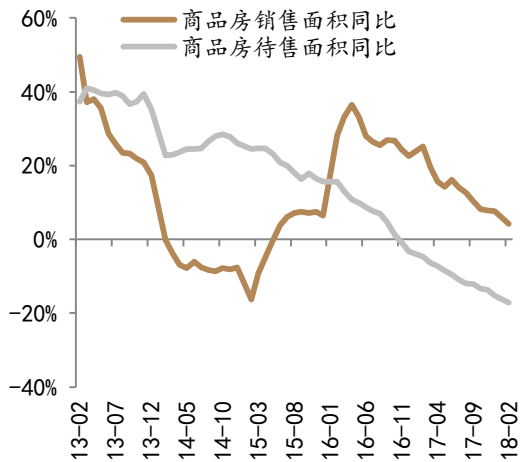
图表 9:民间固定资产投资



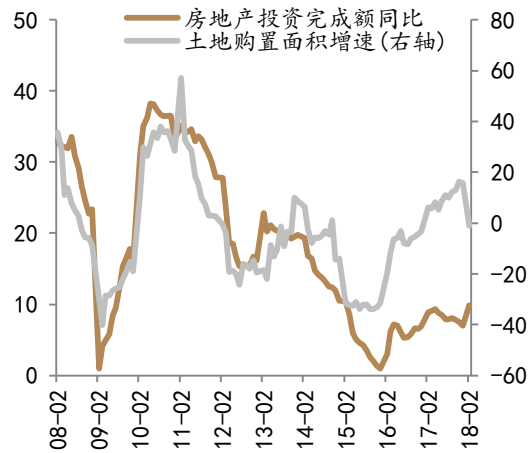
➤ 房地产销售与投资走势背离

土地购置费分期缴纳，推升房地产投资超预期，商品房销售和库存双下降。前两个月，全国房地产开发投资同比增长 9.9%，较去年全年提高 2.9 个百分点，增幅超市场预期。但商品房销售面积同比增长 4.1%，增速比去年全年回落 3.6 个百分点，新开工面积同比增 2.9%，增速回落 4.1 个百分点。房地产投资与销售、新开工数据出现相反趋势，主要是由两个因素造成：一方面去年土地购置费大幅增长，由于购置费分期缴纳，致使前两个月投资增速大幅增长；另一方面建材等价格的上升，带动投资上涨。春节期间，农民工返乡热潮也是新开工面积下降的因素。前两个月房地产投资反弹趋势难以持续，在房地产调控主调不变，因城施策成为主基调环境下，预计 18 年销售难超预期。

图表 10: 商品房销售面积同比



图表 11: 房地产投资增速



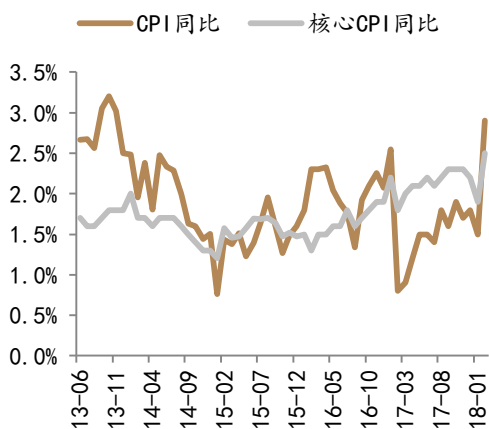
数据来源: wind, 普信资产

二、货币金融

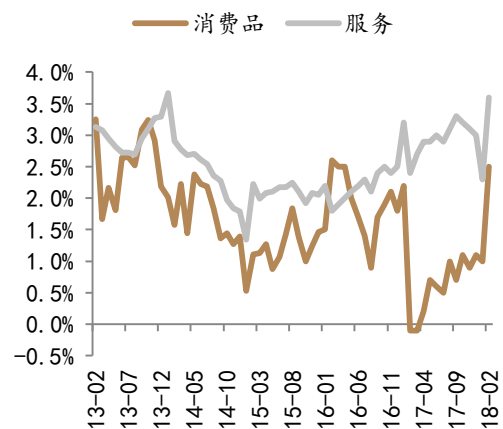
➤ CPI 超预期跳升，PPI 继续回落

春节拉动 CPI 跳升。2 月 CPI 同比上调至 2.9% (前值为 1.5%)，远超出市场预期，也超出我们的预期值 2.4%，春节错位及降温天气是其主要原因。具体看，由于春节及天气因素，食品烟酒价格同比上涨 3.6%，其中，蛋类、鲜菜及水果类大幅上升，对 CPI 正向拉动效应明显；由于生猪饲养周期的调整，猪肉价格不及市场预期，向下拉动 CPI 约 0.2 个百分点。春节期间，居民外出及旅游增加，拉动非食品类价格上涨 2.5 个百分点，交通和通信、医疗保健、教育和娱乐价格上涨较为明显。

图表 12 CPI 同比



图表 13 消费品、服务价格同比

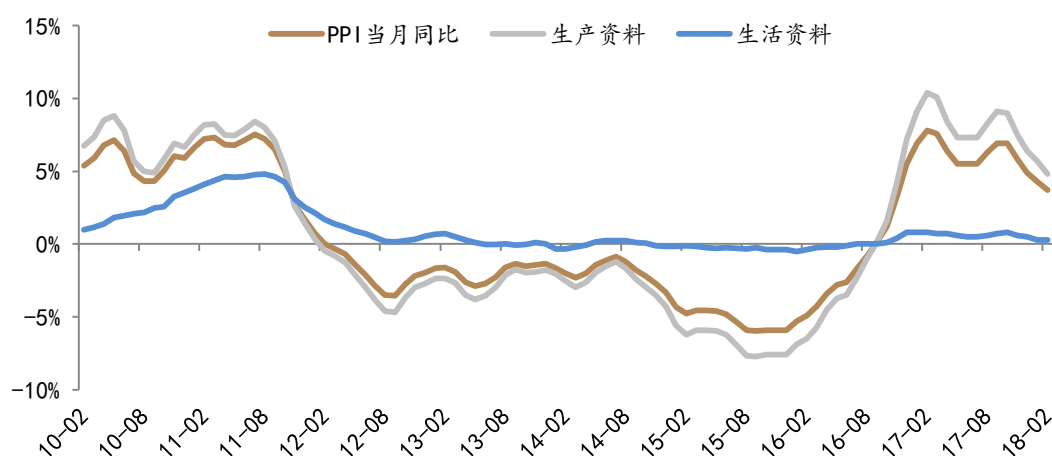


数据来源: wind, 普信资产

PPI 同比继续回落。2月PPI同比增速4.7%（前值为4.3%），据测算，去年价格变动的翘尾影响约为3.5个百分点，新涨价影响约为0.2个百分点。价格微幅上涨，或主要是春节开工减少，导致出厂价格有所调升，工业行业未有通胀风险。主要行业中，非金属、黑色金属、石油煤炭、有色金属、化学原料五大行业同比均有回落，合计向下拉动PPI约0.57个百分点。

3月CPI回落，PPI继续回落。参考以往数据，春节后，鲜菜及畜肉价格回落，对CPI形成向下拉动作用。2月CPI或是全年高位，根据我们的测算模型，我们预计3月CPI回落至2.4%左右。3月高频数据显示，油价下降、煤炭价格高位回落，预计3月PPI同比将会继续回落。

图表 14. PPI、生产资料、生活资料价格环比



数据来源: wind, 普信资产

➤ M2 小幅抬升，社融符合预期

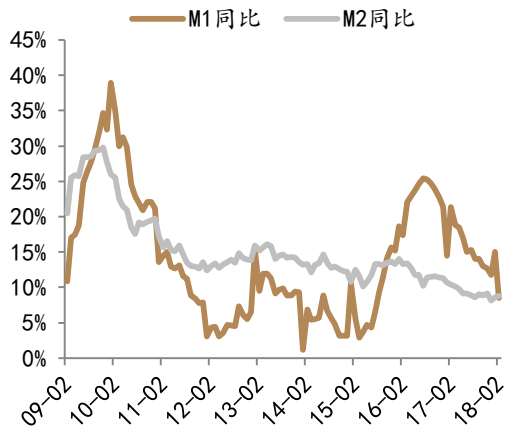
表外融资继续回落，社融增速符合预期。2月新增社融1.17万亿，较去年同期增长828亿，基本符合市场预期。2月社融存量同比增11.2%（前值为11.3%），继续向M2靠拢。为了剔除春节影响，综合观察1-2月累计数据。1-2月表外融资累计为1190亿，同比减少1.18万亿，新增信贷累计同比增加3601亿元；新增直接融资累计为2810亿（去年同期值为418亿）。在金融监管下，表外业务持续向表内转化，企业也更多的寻求直接融资获取资金，未来这一趋势或将得到延续。

企业需求旺盛，开年信贷较强。2月新增人民币贷款为8393亿（前值为2.9万亿），环比大幅下降的原因或主要是受春节以及年前MPA考核导致：春节期间工作日短，企业贷款需求下降；12月MPA考核导致银行延迟发放贷款，导致1月份新增贷款大幅提高（1月新增企业贷款为1.78万亿）。综合1-2月数据看，1-2月累计新增人民币贷款为3.7万亿，较去年同期增加5407亿，企业信贷需求较为旺盛。

财政支出超预期，带动M2小幅回升。2月M2同比增长8.8%（前值为8.6%），超出市场预期。财政支出超预期增加，是M2回升的主要因素，2月新增财政存款为-5287亿（前值为9809亿）。17年经济工作会议中将防控系统性金融风险

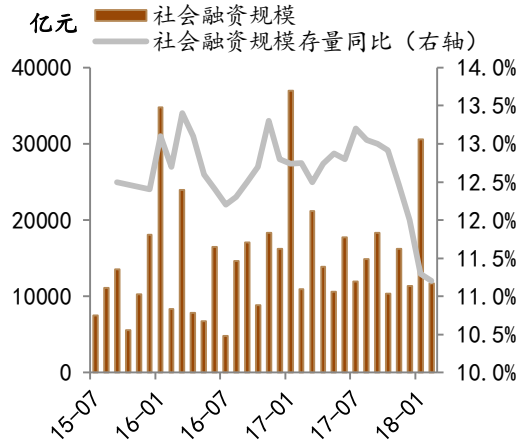
作为 18 年的三大攻坚战之一，我们认为 18 年金融严监管的趋势不变，叠加去杠杆的进程，M2 或将保持低位运行。

图表 15 M1 和 M2 同比



数据来源: wind, 普信资产

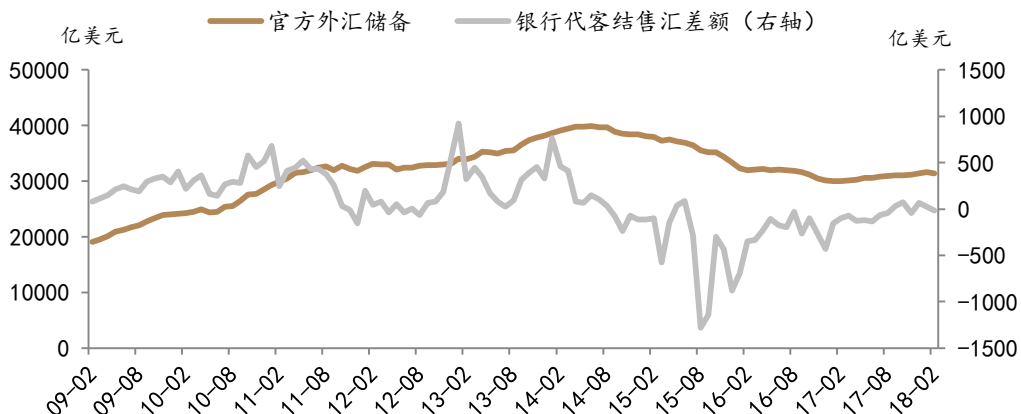
图表 16 社会融资规模增量与存量



➤ 估值效应导致外储下降

外汇储备终结 12 连升，但趋势依然稳定。 2 月外汇储备 31344.8 亿美元，不及预期，环比下降 0.85%，终结了连续 12 个月的增长态势。我国外汇储备自 17 年 1 月跌破 3 万亿美元，连续 12 个月回升。2 月外汇储备下降主要缘于三个方面：一方面，汇率波动导致估值减少。2 月，美元指数由月初 89.12 上升 1.77% 至月底的 90.66，美元的升值，对外汇储备资产的估值形成负面影响；另一方面，2 月美债收益率上行，降低了外汇储备的价值。2 月，5 年期美债收益率上行 13bp；最后，春节期间，我国居民出境旅游造成一定程度上的外汇储备下降。

图表 17: 我国外汇储备

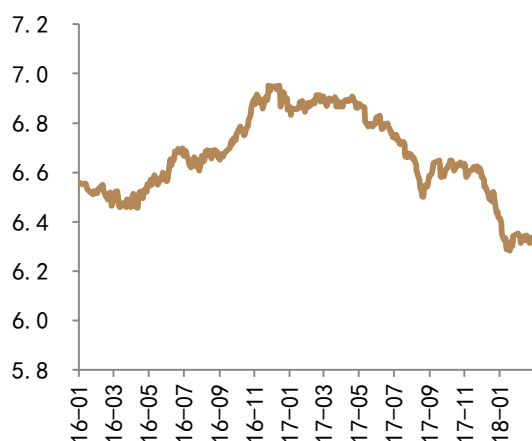


数据来源: wind, 普信资产

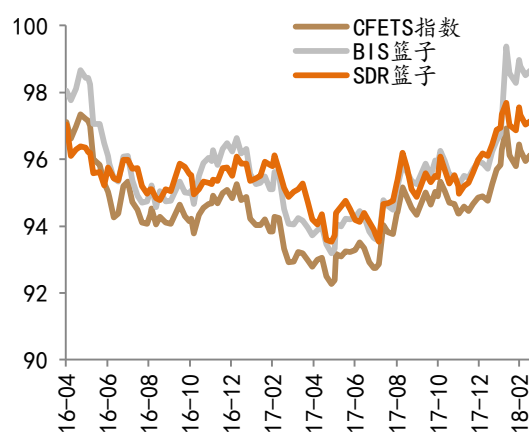
➤ 美联储加息“重锤落下”，人民币升值压力趋缓

人民币双向波动，单向升值压力趋缓。3月期间，人民币兑美元处于双向波动，截至22日，美元兑人民币中间价为6.3396，月初值为6.3352。22日凌晨时间，美联储公布加息决定，上调基准利率25个基点，完全符合市场预期，随后美元小幅贬值；央行上调7天逆回购利率5bp，基本符合市场预期。随着美联储加息重锤的落地，人民币升值的压力减缓，主要逻辑有二：首先从中美利差角度看，3月以来中美十年期国债利差均值为90bp左右，低于12年以来的历史均值水平，利差的降低，国际资本的流入可能减缓，从而降低了人民币的升值压力；其次，从政策角度看，央行颁布的《2018年银行外汇管理评分标准》中，取消了对贸易收汇/结汇的比例要求，外汇管理更趋于中性。

图表 18 美元兑人民币汇率中间价



图表 19 人民币汇率指数



数据来源: wind, 普信资产

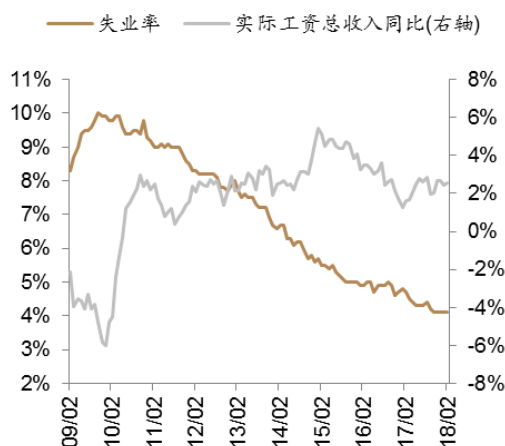
三、海外经济

➤ 美国经济

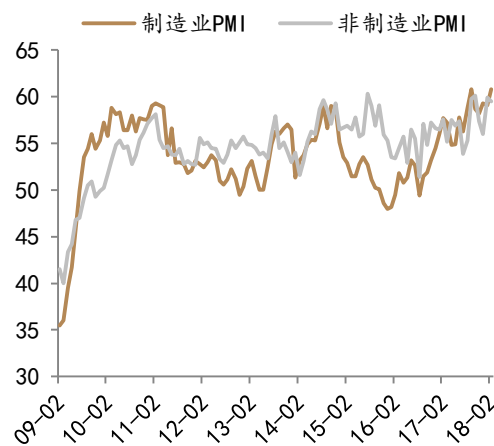
新增非农就业超预期，经济形势较好。2月美国新增非农就业人数为31.3万人，远超市场预期值，创2016年7月以来最高值；失业率连续保持在4.1%，虽不及市场预期，但依然位于历史低位。

制造业需求强劲，PMI创新高。2月ISM制造业PMI值为60.8(前值为59.1)，创13年来历史新高。具体分项看，新订单指数和产出指数分别较前月下降1.2、2.5个百分点；就业指数大幅提升5.9个百分点至59.7，好于预期，表明经济形势较好；客户库存指数为43.7，依然位于低位，且持续下降，反映了内部供应不足；订单库存指数为59.8(前值为56.2)，制造业需求较为旺盛。

图表 20 美国新增非农人数和失业率



图表 21 美国制造业和非制造业 PMI



数据来源: wind, 普信资产

工业产出反弹，零售不及预期。2月美国工业产出环比增长1.1%，超出市场预期值，经历了1月的负增长(-0.3%)后出现强劲反弹；工业产能利用率提升至78.12%(前值为77.42%)。2月零售同比下调至4.24%，较前值下降1.58个百分点。

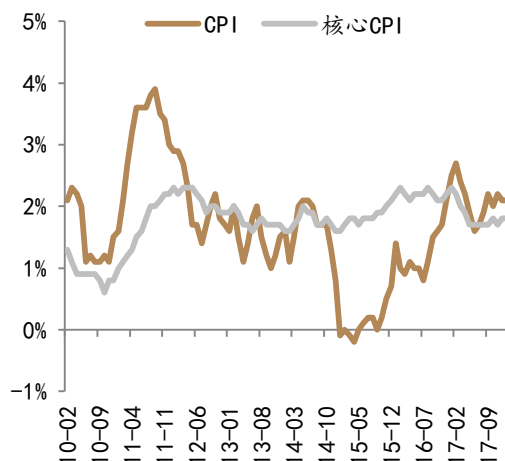
通胀符合预期，核心通胀向目标值靠拢。2月CPI同比增长2.2%(前值为2.1%)，符合市场预期，连续六个月保持在2%以上；核心CPI同比增1.8%(前值为1.8%)，持平预期值，向目标值靠拢。薪资增速从高位2.9%回调至2.6%，不及市场预期，但依然保持较高增速。薪资增速的回调，降低了薪资推升通胀的担忧，但由于特朗普的关税政策，引发了由于进口价格上涨而导致的通胀水平上升的担忧，3月密歇根大学消费者1年通胀预期初值达到2.9%。

图表 22 工业指数和零售总额同比



数据来源: wind, 普信资产

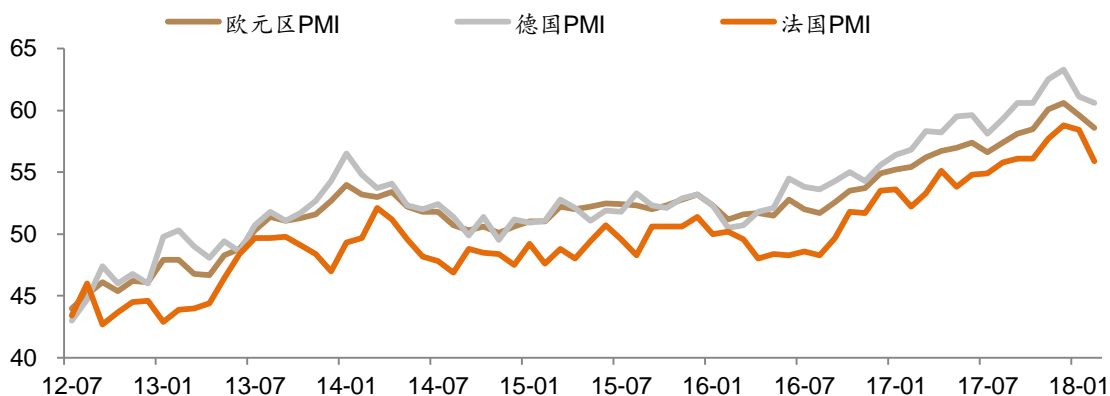
图表 23. 美国 CPI 与核心 CPI 同比



➤ 欧元区经济

欧元区制造业扩张放缓。2月制造业 PMI 为 58.6（前值为 59.6），较前值小幅回落，依然处于扩张区间但扩张趋势放缓，新出口订单及新订单指数均回落，或是欧元汇率上升所影响。德国制造业 PMI 回落 0.5 个百分点至 60.6，但工业产出依然保持强劲；法国制造业 PMI 为 55.9（前值 58.4），新订单和新出口订单拖累制造业整体扩张速度。

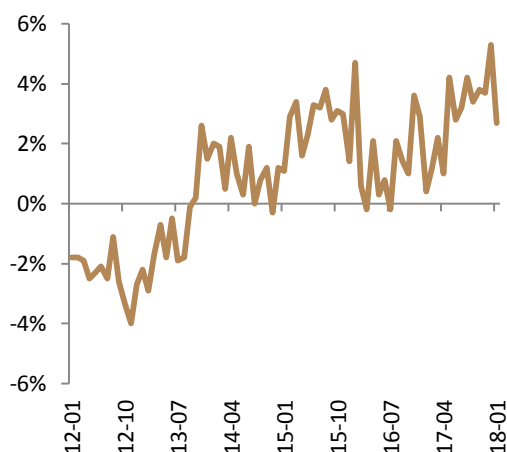
图表 24. 欧元区制造业 PMI



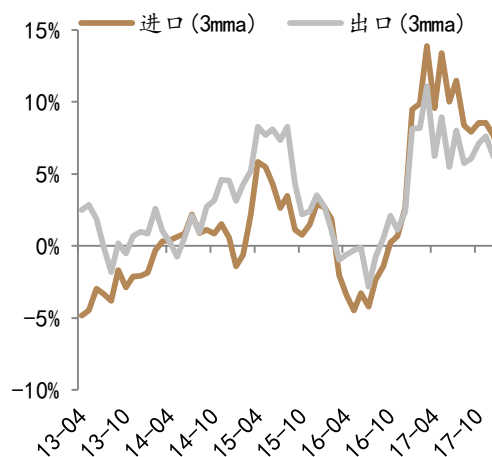
数据来源: wind, 普信资产

工业生产超预期回落，出口大幅增加。1月欧元区工业生产指数同比增长 2.7，较前值回落 2.6 个百分点，环比增长-1%（前值为 0.4%），增长不及预期。1月欧元区出口同比增长 9.1%，较 12月大幅提升 8.2 个百分点，1月欧元兑美元升值，但外部需求较强，出口大幅增长。

图表 25 工业生产指数同比



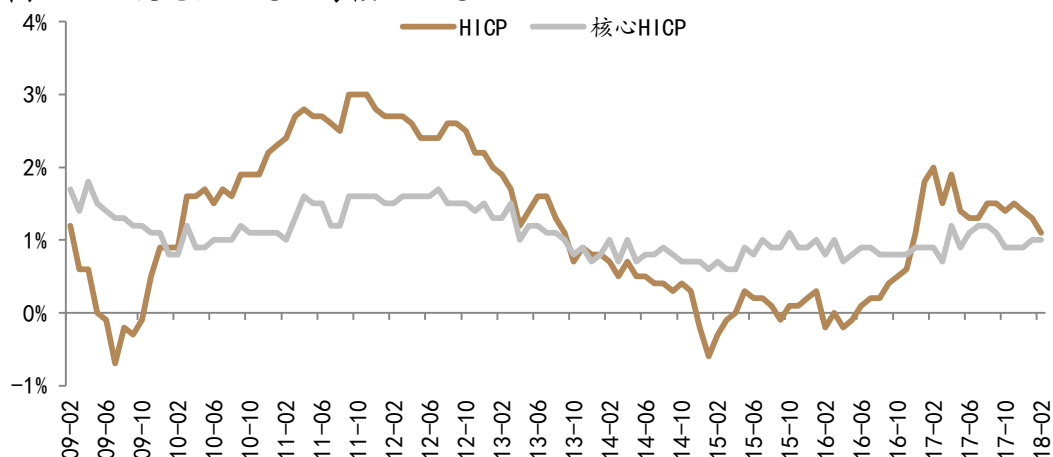
图表 26 出口和进口同比



数据来源: wind, 普信资产

通胀不及预期, 货币政策预将维持。2月欧元区CPI为1.1%, 不及预期值, 较前值回落0.2个百分点。核心CPI为1%, 与前值持平, 基本符合市场预期。3月欧央行表示维持三大利率不变, 对经济前景预期乐观。2月数据显示, 经济增速或有放缓, 且通胀不及预期, 短期内, 预计欧央行不会收紧货币政策。

图表 27. 欧元区 HICP 与核心 HICP



数据来源: wind, 普信资产

普信投资研究中心

普信投资研究中心核心成员均拥有海内外顶尖金融机构从业经验，及世界一流学府的硕士及以上学历。

投研中心依托现有完整、标准的投研体系，覆盖宏观、策略、金融产品、海外市场等多个板块领域。中心秉承客观、严谨的投资理念，结合买方、卖方及独立研究机构的市场资讯，助力客户及时把控宏观方向、清晰梳理市场逻辑，为客户提供精准、独到的投资分析和具有领先意义的决策参考。

信息披露

分析师声明

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。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，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。

免责声明

本报告仅供普信资产管理有限公司（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，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。

本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为普信资产管理有限公司，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。