

经济开局平稳，下行压力犹存

2018 年 4 月 26 日

普信投资研究中心

www.puxinasset.com

要点

中国：

一季度 GDP 增速为 6.8%，符合预期值，持平去年四季度，但是略低于去年同期。经济开门运行良好。但我们认为经济下行压力犹存，经济呈前高后低的走势。主要有三个方面因素：一是外围经济增长出现放缓迹象，叠加贸易战影响，可能会对出口形成压力；二是受地方政府融资受到限制，基建投资增速下滑，叠加房地产调控政策下，房地产投资回落，共同导致固定资产投资增速下降；三是一季度居民实际收入增速不及 GDP 增速，由于最终消费支出受收入的制约，收入增长的不力，可能最终造成消费增速不及预期。

美国：

3 月美国经济数据有喜有忧，经济增长似有放缓趋势。去年四季度消费对经济贡献最大，但今年一季度消费支出似有放缓，对外贸易逆差扩大，进一步对经济形成拖累，预计一季度 GDP 增速会有放缓。

欧元区：

欧元区经济增长同样出现放缓态势。从生产端看，欧元区主要国家制造业 PMI 均出现下滑；需求端看，消费也不及去年同期；出口也面临压力；通胀水平不及预期值，宽松货币政策持续。

王笑欧

wang.xiaou@puxinasset.com

王信鑫

wang.xinxin@puxinasset.com

风险提示：贸易战风险；经济超预期下滑

目 录

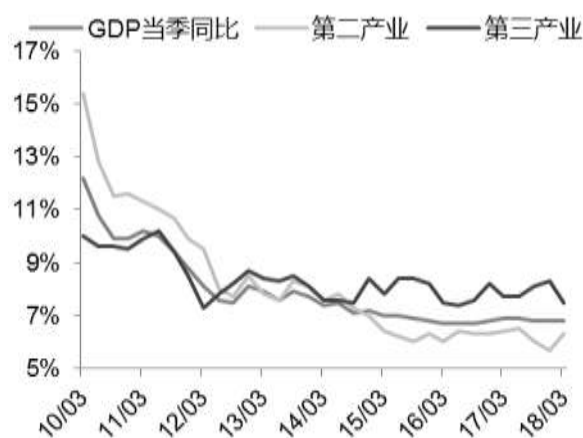
一、经济运行	1
➢ 一季度经济运行良好，经济下行压力犹存.....	1
➢ 基建投资超预期下滑，民间投资热情依然高涨.....	1
➢ 制造业 PMI 回升，工业增加值回落	2
➢ 一季度进出口平稳，贸易结构继续优化	3
➢ 一季度消费稳定，后期可能因收入增速放缓承压	4
二、货币金融	6
➢ CPI 如期回落，通胀压力不大	6
➢ 社融增速创新低，信贷数据符合预期.....	7
➢ 外储稳定，国际收支均衡.....	8
三、海外经济	10
➢ 美国经济	10
➢ 欧元区经济.....	11

一、经济运行

➤ 一季度经济运行良好，经济下行压力犹存

一季度 GDP 增速为 6.8% 符合预期值，持平去年四季度，但是略低于去年同期。经济开门运行良好。但我们认为经济下行压力犹存，经济呈前高后低的走势。

图表 1：一季度经济运行良好，GDP 符合预期



数据来源：Wind，普信资产

从拉动经济的三匹马上看，消费、出口增长，对 GDP 增长形成正向拉动作用，且消费的基础作用继续增强。一季度最终消费支出对经济增长的贡献率达到 77.8%，高于资本支出贡献率 46.5 个百分点；以美元计，一季度出口同比增长 14.1%，保持较快增长。一季度经济运行较好，实现了开门红走势，但我们认为后期经济增长下行压力犹存，主

要有三个方面因素：一是外围经济增长出现放缓迹象，叠加贸易战影响，可能会对出口形成压力；二是受地方政府融资受到限制，基建投资增速下滑，叠加房地产调控政策下，房地产投资回落，共同导致固定资产投资增速下降；三是一季度居民实际收入增速不及 GDP 增速，由于最终消费支出受收入的制约，收入增长的不力，可能最终造成消费增速不及预期。综合以上原因，我们认为后期经济下行压力犹存。

➤ 基建投资超预期下滑，民间投资热情依然高涨

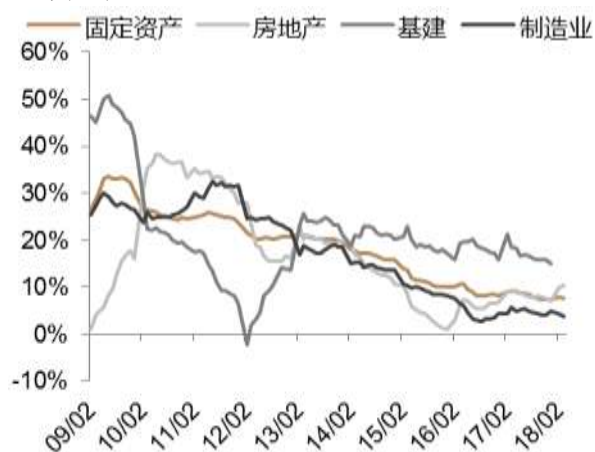
基建投资回落，房地产投资延续高增速。

3 月固定资产投资同比增速为 7.5%，增速较去年同期下滑 1.7 个百分点，较 1-2 月份略有下降。其中，房地产投资同比增 10.4%，好于去年同期，但我们认为居民端去杠杆、房地产调控基调不变的情况下，房地产投资高增速不可持续。基建投资同比增 13%，较去年同期（23.5%）显著下滑，较 1-2 月下滑 3.1 个百分点。下滑的主要因素有两个：一是去年基数较高，造成超预期下滑；二是地方政府融资受限，财政收入不足以支撑大量的基建投资。制造业投资同比增 3.8%，去年同期值为 5.8%，1-2 月值为 4.3%。

18 年金融处于严监管环境，表外融资回

归表内、通道业务受阻，企业融资主要来源为银行信贷，但是信贷资源有限，或将对固定资产投资形成负面影响。

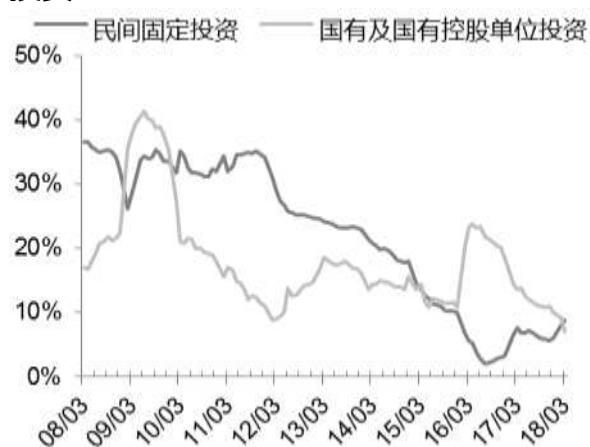
图表 2：固定资产投资增速下滑，房地产投资继续上升



数据来源：Wind，普信资产

民间投资热情依然高涨。延续去年四季度来的整体回暖的态势，3月民间投资增速为8.9%，较1-2月提高0.8个百分点，再次超过国有企业投资增速，远高于整体固定资产投资增速。改革的一系列政策，激发了民间投资的热情，在企业融资有限的情况下，民间投资或成为一大主力。

图表 3：民间投资热情依旧，再次超国有企业投资

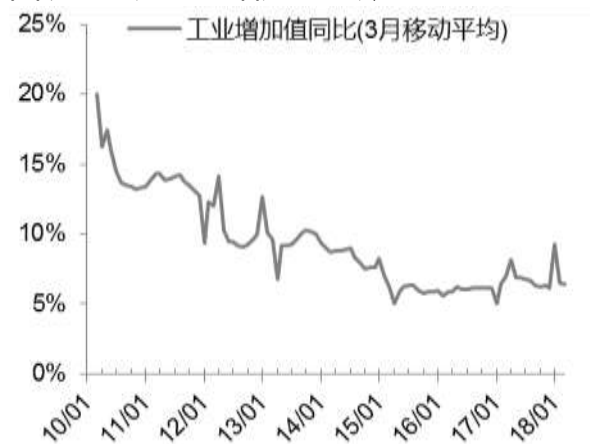


数据来源：Wind，普信资产

制造业 PMI 回升，工业增加值回落

工业增加值如期回落。3月工业增加值回落至6.0%，1-2月增速为7.2%，一季度，规模以上工业增加值同比增长6.8%。3月工业增加值回落主要原因是供暖季结束，电力、燃气等行业增加值同比回落至5.8%，同时春节错月，造成企业开工较晚也是其回落的因素之一。

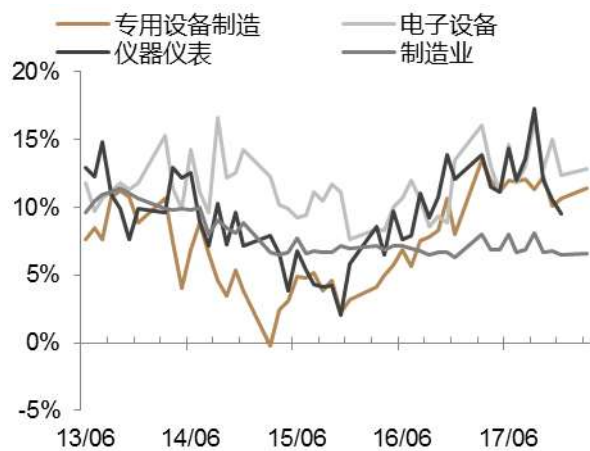
图表 4：3月工业增加值如期回落



数据来源：Wind，普信资产

制造业结构持续升级。3月制造业工业增加值同比增长6.6%，高于整体工业企业，高科技和装备制造分别增长11.9%和8.8%，超过制造业整体增速5.1个百分点和2.0个百分点，产业链不断升级。

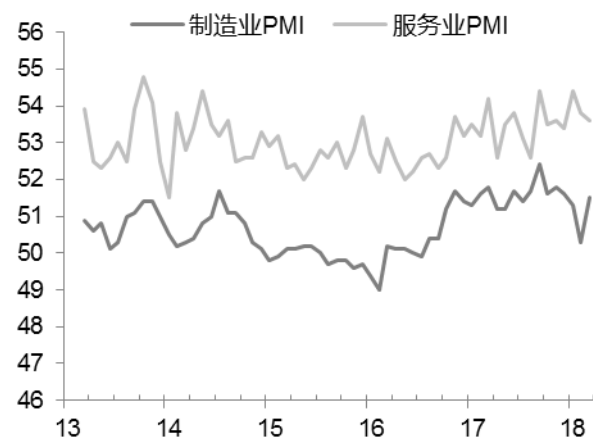
图表5：制造业产业链持续升级



数据来源：Wind，普信资产

3月制造业PMI为51.5%，较前两个月有所回升，但是低于去年同期值，表明制造业虽处于扩张区间，但是趋势放缓，与三月高炉开工率不高相一致，小型企业回升显著。春节因素消退，服务业PMI进一步回落。

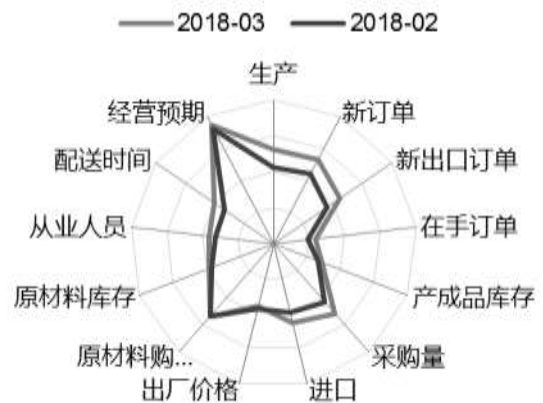
图表6：制造业PMI回升，但是低于去年同期值



数据来源：Wind，普信资产

从分项看，各个分项均有不同程度的回升，其中新出口订单指数回升与出口增速回落趋势不同，主要是受春节扰动导致。

图表7：PMI分项指数均有回升



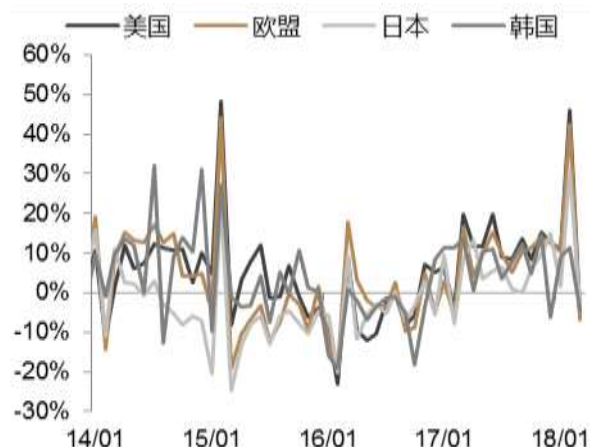
数据来源：Wind，普信资产

➤ 一季度进出口平稳，贸易结构继续优化

3月以美元计出口增速下降2.7%，前值

为增长 44.5%，贸易出现顺差。出口出现超预期下滑，我们认为春节错月以及去年高基数是其主要原因，贸易战并非是其影响因素，分国家看，我国对主要出口国，美国、欧盟、韩国以及日本等国出口增速均出现不同程度的下滑。

图表 8 :对主要贸易伙伴出口增速均出现回落

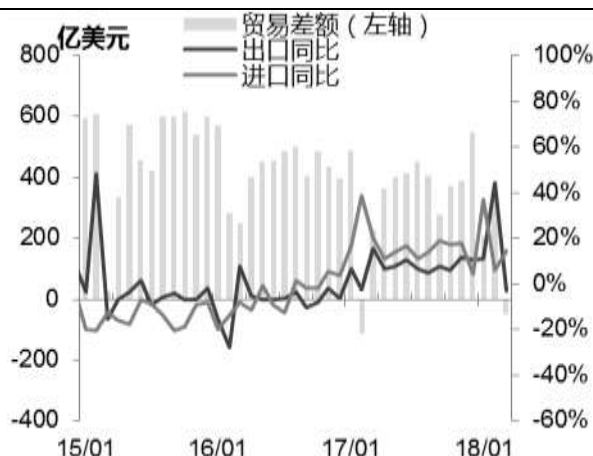


数据来源：Wind，普信资产

与 15 年情景相似，2 月春节因素导致 3 月开工较晚，部分出口提前至 2 月，且去年春节在 1 月份，3 月基数较高，共同造成 3 月出口出现负增长。一季度出口同比增速 14.1%，实现了高速增长，对 GDP 有正向拉动作用，与外围经济持续向好相符。

3 月进口同比增速为 14.4% 好于市场预期值，一季度进口增速为 18.9%，内需尚好，不排除贸易战影响下企业提前进口原材料。

图表 9：出口增速转负，贸易出现顺差



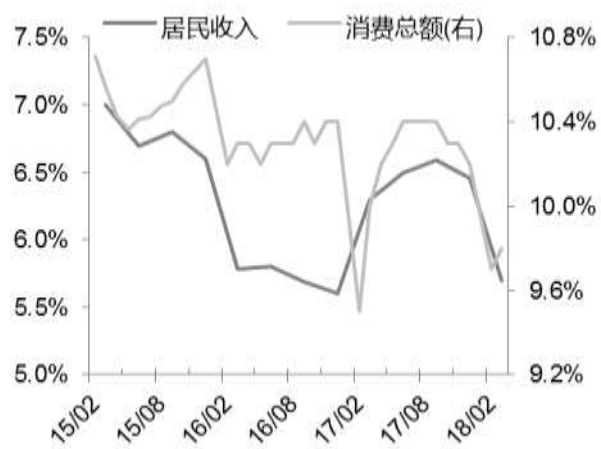
数据来源：Wind，普信资产

3 月欧美日等国家制造业 PMI 均出现回调，制造业扩张趋势放缓，经济增速有放缓趋势，会对我国出口形成负向影响，二季度出口增速或将出现回调。随着 18 年，我国改革开放的进一步扩大，进口增速或将维持高速增长增长，贸易平衡进一步改善。

➤ 一季度消费稳定，后期可能因收入增速放缓承压

消费增长重回两位数，但收入或成制约因素。一季度社会消费零售总额同比增 9.8%，较 1-2 月上升 0.1 个百分点，3 月单月同比增速为 10.1%，超出市场预期值。从环比角度看，3 月环比上升 0.73%，显示虽然春节结束，但是消费依然旺盛。随着春节结束，电商的促销力度下降，网络零售同比较 1-2 月下降，但依然是消费的主要驱动力。随着 18 年不断利好进口消费的政策，或对后期消费形成支撑，但一季度居民收入同比增速 5.7%，远不及 GDP 的增速，后期会对消费形成制约。

图表 10:收入增速不及 GDP 增速，或制约消费增长



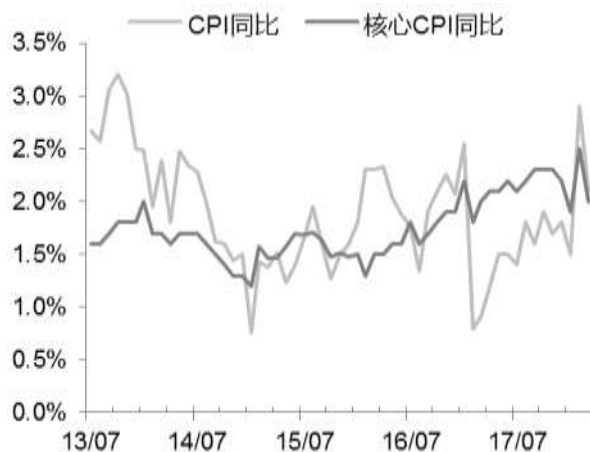
数据来源：Wind，普信资产

二、货币金融

➤ CPI 如期回落，通胀压力不大

CPI 如期回落，温和通胀趋势不变。3月CPI 同比增速为 2.1%，低于我们的预期值（2.4%），前值为 2.9%，环比下降 1.1%。春节扰动消退，食品、服务、消费品价格下降，带动 CPI 回落。我们认为全年通胀压力不大，通胀对货币政策不会形成制约压力。

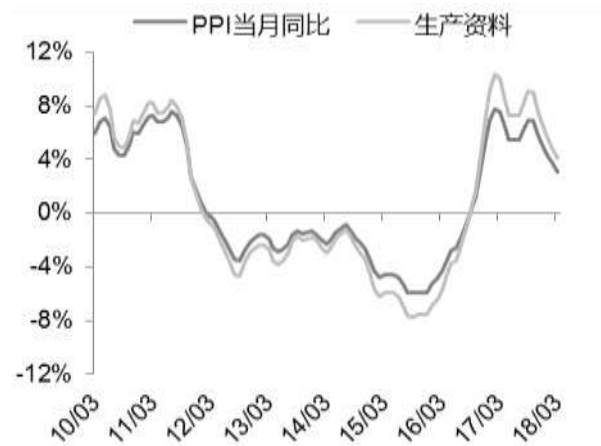
图表 11：CPI 如期回落，通胀压力不大



数据来源：Wind，普信资产

石油价格下调，带动 PPI 继续回落。3月 PPI 同比上涨 3.1% 前值为 3.7% 环比下降 0.2%，降幅较前值（-0.1%）扩大。

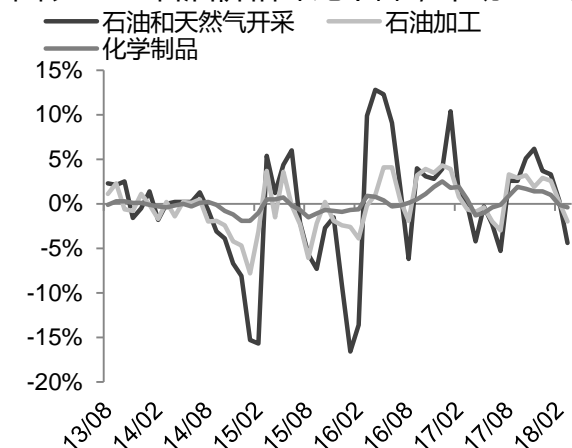
图表 12：PPI 同比进一步回落



数据来源：Wind，普信资产

3月国际石油价格下降，带动影响 PPI 的石油化工产业链环比下降，进而带动 PPI 回落。

图表 13：石油价格环比下降，带动 PPI 回落

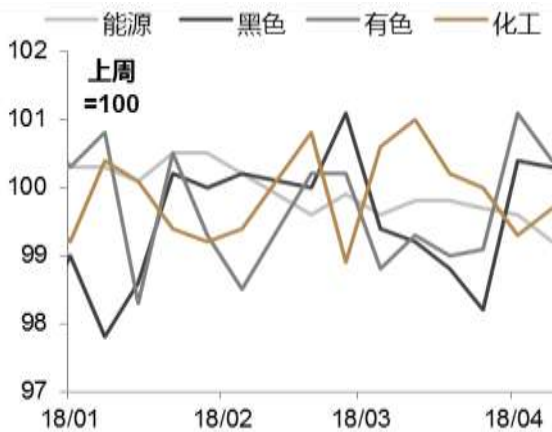


数据来源：Wind，普信资产

温和通胀趋势未改，预计 4 月 CPI 继续回调。我们认为全年的通胀将处于温和水平，

通胀压力不大，根据我们的测算模型，4月CPI同比进一步回落至1.8%。而根据高频数据，叠加近期石油价格的小幅上涨，预计4月PPI或有小幅反弹。

图表 14：4月高频数据价格环比上涨

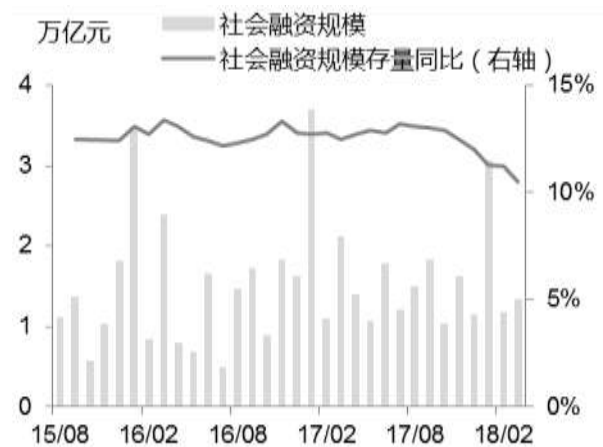


数据来源：Wind，普信资产

➤ 社融增速创新低，信贷数据符合预期

3月社融增速降至10.5%，再创历史新低。表内融资占比不变，表外融资在监管下继续回落，融资转向表内，但银行信贷资源有限，激发企业债券融资上升，3月债券融资较上月上涨376%。

图表 15：社融增速再创新低

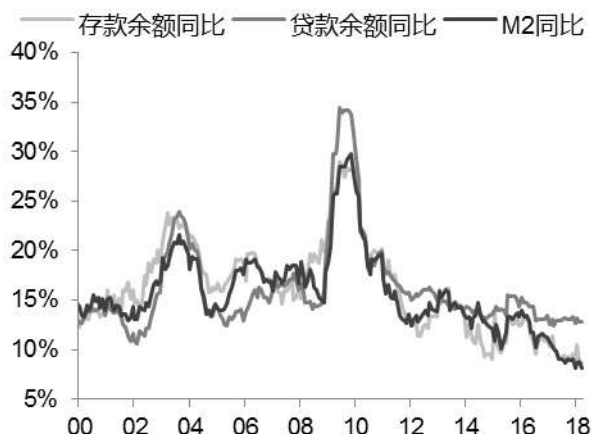


数据来源：Wind，普信资产

新增信贷数据符合市场预期。3月新增人民币贷款1.12万亿，基本符合市场预期。分结构看，企业信贷新增5653亿，同比增加53%，企业信贷需求旺盛，主要因素是表外融资受到金融监管开始向表内转型；居民端受居民去杠杆影响，新增信贷较去年下降28%，短期信贷下降更为显著。在表外融资受阻的情形下，预计信贷增速会平稳上升。

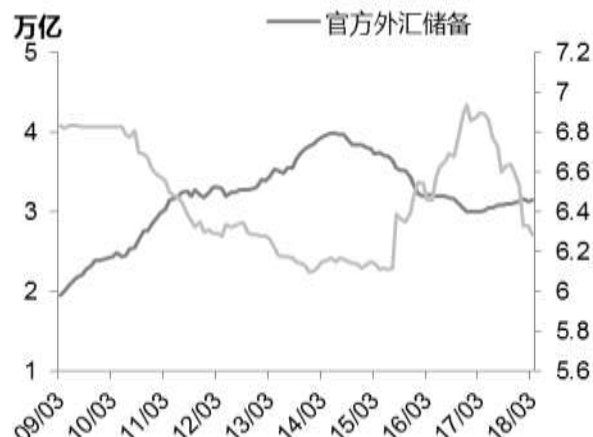
M2增速环比下降，维持低增速增长。3月M2同比增速为8.2%，前值为8.8%，继续维持低增长，居民存款下降，财政支出不及预期，或是3月M2下降的主要因素。表外融资及通道业务受阻，基础货币派生能力下降，或是去年一年M2维持低速的主要原因。在防范金融系统风险思想的指导下，表外业务持续去化，预计M2增速将维持9%以下。

图表 16：M2 增速环比下降，维持低位增长



数据来源：Wind，普信资产

图表 17：外汇储备小幅回调



数据来源：Wind，普信资产

➤ 外储稳定，国际收支均衡

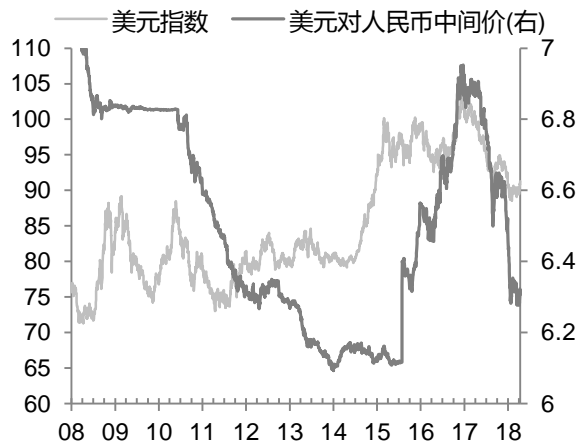
外储储备小幅回调，跨境资本未见异动。

3月我国外汇储备余额 31428.2 亿美元，较 2 月回升 83.4 亿美元。3 月外储出现回调，我们分析主要有两个因素：一是汇率波动，3 月美元指数下跌，月末较月初跌幅为 0.8%，人民币兑美元升值导致的估值效应对外汇储备形成正向拉动；二是 3 月美、欧等国家债券收益率下调。值得注意的是，3 月中美贸易战硝烟密布的情况下，并未出现跨境资本流出异动，一方面是人民币汇率未出现大幅贬值，另一方面也表明，境外资金对我国经济的信心。

人民币稳步升值，双向波动机制愈见成熟。

3 月在中美贸易战纷纭下，跨境资本没有显著流出，截止到 4 月 20 日，人民币兑美元较月初升值 0.72%，美元指数贬值 0.41%。

图表 18：3 月美元指数震荡，人民币升值



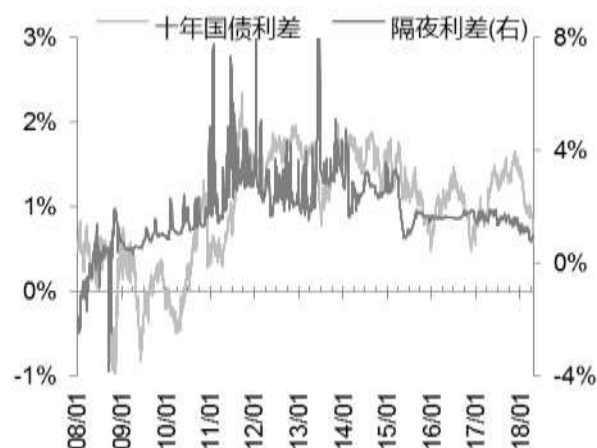
数据来源：Wind，普信资产

4 月 11 日，易纲行长在博鳌论坛上表示，“央行在过去的相当长一段时间内没有进行过外汇干预，并认为目前的外汇市场可以很好地服务个人和企业，也可以让中国及外国公司方便地进行贸易和投资。我认为未来外

汇市场也会运行的更好。”暗示在贸易战中，中国并不会打汇率这张牌。

长期看，人民币或有贬值压力。对人民币兑美元汇率的主要因素有跨境资本流动、中美利差。从利差角度看，近期中美十年期国债利差进一步收窄，隔夜利率差也在降低，对人民币形成贬值压力；从跨境资本流动看，近期跨境资本较稳，但随着中国金融市场的开放程度扩大，或会吸引外资流入，对人民币形成支撑。但从历史数据看，影响较大的是中美的利差，故我们认为人民币贬值压力加大。

图表 19：中美利差进一步收窄



数据来源：Wind，普信资产

三、海外经济

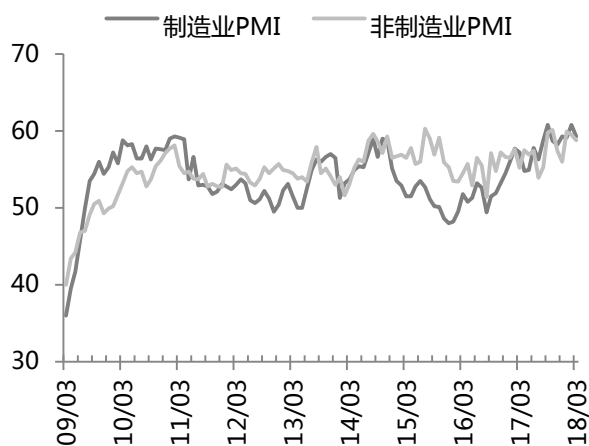
➤ 美国经济

3月美国经济数据有喜有忧,经济增长似有放缓趋势。去年四季度消费对经济贡献最大,但今年一季度消费支出似有放缓;对外贸易逆差扩大,进一步对经济形成拖累,预计一季度GDP增速会有放缓。

生产端显著下滑,制造业扩张增速放缓。

3月美国工业生产指数下滑至4.31%,前值为4.6%;制造业PMI也下调至59.3%,较前值回落1.5个百分点,服务业PMI为58.8%,前值为59.5%,扩张趋势放缓。

图表 20：制造业扩张趋势放缓

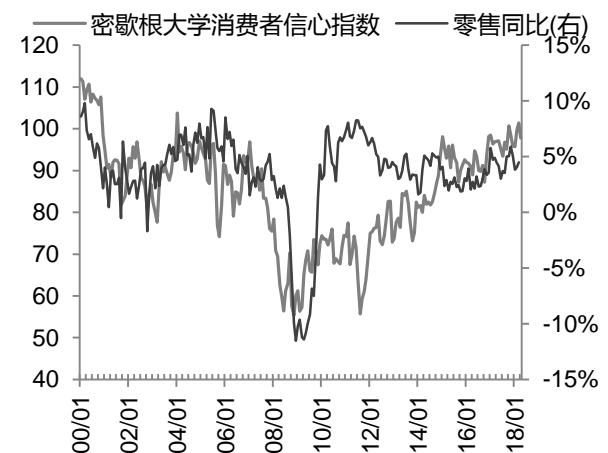


数据来源：Wind，普信资产

需求端下降,消费者信心不足。3月零售和食品服务销售同比为4.5%,随较前值增长0.4个百分点,但是低于去年同期0.4个百分点。耐用消费品、非耐用消费品都出现下降。

4月密歇根大学消费指数为86.8,不及前值及去年同期值,反映消费者对未来经济并不乐观。

图表 21：消费信心指数下降,零售不及去年

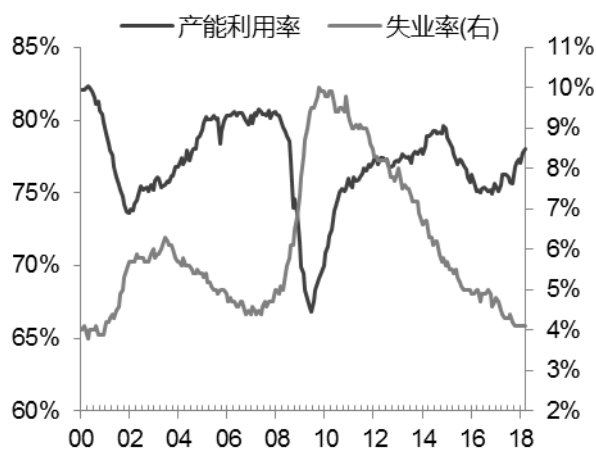


数据来源：Wind，普信资产

新增非农就业不及预期,失业率持续六

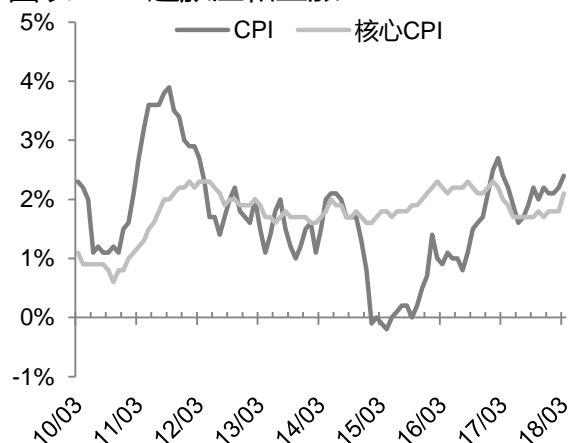
个月保持4.1%。3月美国新增非农就业人数为10.3万人,较上个月下降68.4%,远不及市场预期值,但失业率连续第六个月保持在4.1%,08年以来的最低水平。产能利用率为78%,前值为77.7%,恢复到了危机前的水平。或能反映工业的生产达到的最高值,市场已经达到充分就业状态,进一步提升的空间不大。

图表 22 :失业率持续保持 4.1%，产能利用率持续回升



通胀温和上涨，预计加息进程不变。 3月CPI 同比为 2.4%，录得一年来最高增长；核心CPI 为 2.1%，基本符合预期。总体看一季度CPI 同比增长 2.9%，17 年四季度为 2.3%，通胀温和上涨，符合美联储预期，美联储加息进程预计不变。最近的调查显示，市场预期美联储六月加息的概率达到 100%。随着加息的进程，预计加息带来的经济紧缩效应也会逐渐显现。

图表 23：通胀温和上涨



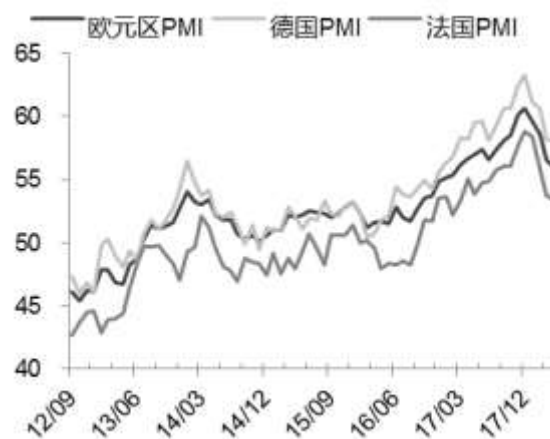
数据来源：Wind，普信资产

欧元区经济

欧元区经济增长同样出现放缓态势。从生产端看，欧元区主要国家制造业 PMI 均出现下滑；需求端看，消费也不及去年同期；出口也面临压力；通胀水平不及预期值。

主要国家制造业 PMI 下降，扩张态势继续放缓。 18 年以来，欧元区制造业扩张态势一直处于放缓态势，3 月制造业及服务业 PMI 继续下滑，主要国家 PMI 也处于下降趋势。进入 18 年，工业生产指数也处于下调。

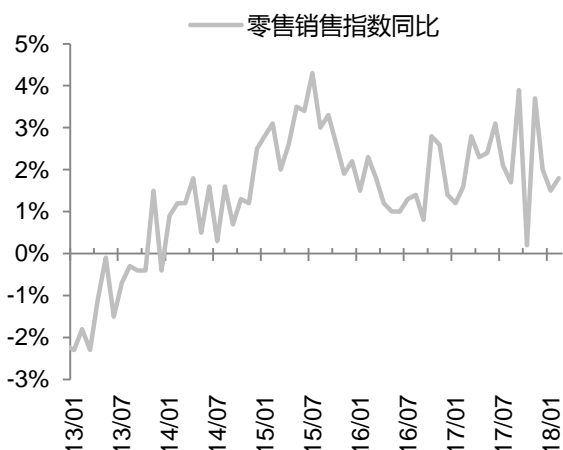
图表 24：欧元区制造业 PMI 连续下降



数据来源：Wind，普信资产

需求端小幅回调，不及市场预期。 2 月欧元区零售指数同比为 1.8%，较 1 月有小幅回调，较去年同期值低 1 个百分点。且居民收入增长不力，未来消费继续回升的动力不足。

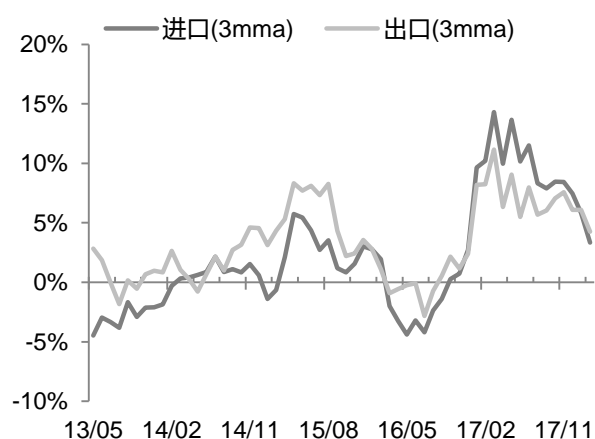
图表 25：消费小幅回调，不及预期



数据来源：Wind，普信资产

出口增速下降，对经济拉动作用进一步下降。去年四季度出口对欧元区的经济增长拉动 1.3 个百分点，但是自去年 10 月份以来出口增速逐渐放缓。其主要出口国，如我们前面分析，18 年美国经济增长放缓，中国需求下降，外围环境整体不及 17 年，所以我们认为欧元区出口对经济的拉动效应将减少。进口出现快速的下降，内需也减少。

图表 26：进出口增速放缓

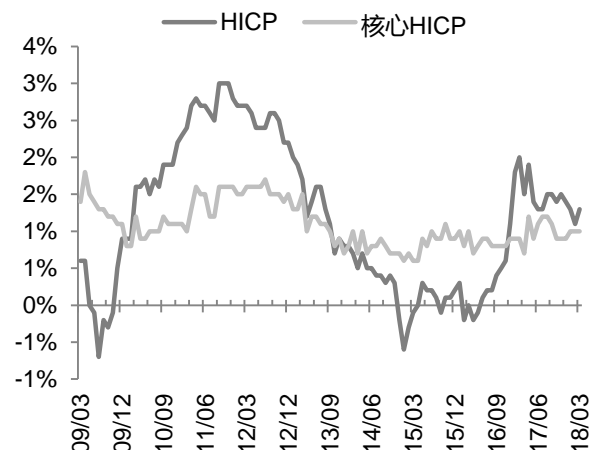


数据来源：Wind，普信资产

通胀不及预期。3 月欧元区通胀同比为

1.3%，较前值上升 0.2 个百分点，核心通胀为 1%，持平前值，不及预期。通胀上行缓慢，预计短期内，欧元区将保持宽松的货币政策。

图表 27：核心通胀持平前值，不及预期



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。