

投资增速有所回升 实体融资明显改善

——2019 年 1-2 月宏观经济运行简析

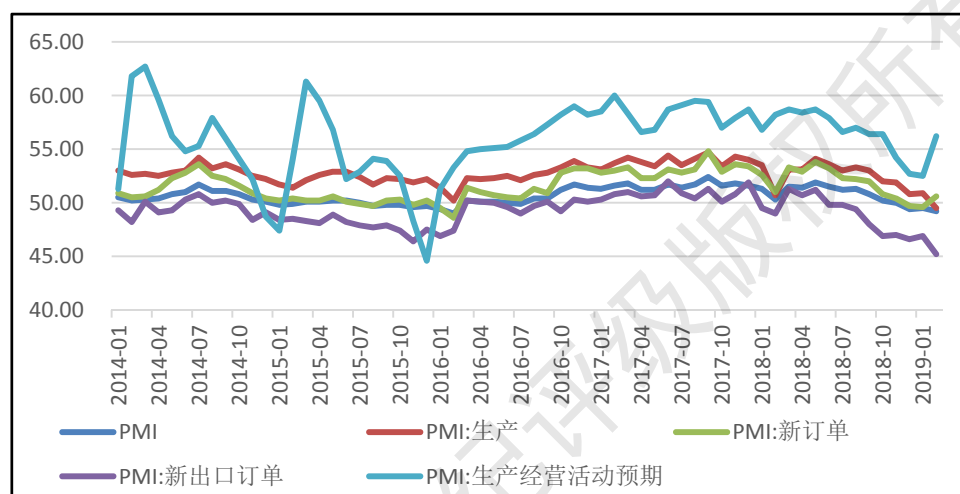
研发部/ 孙田原

摘要：2019 年 2 月，我国制造业 PMI 位于收缩区间，但新订单指数及生产经营活动预期明显回升。1-2 月我国工业增加值增速等生产端数据较去年同期有所放缓，但结构优化趋势不改且 2 月出现向好势头；需求端方面投资、实际消费增速均较上年年末有所增加。在年初央行降准、支持银行发行永续债补充资本金以及各项支持小微企业融资的政策支持下，银行贷款及企业债券融资显著增加，叠加地方政府债发行规模的显著增长，推动了整体社融规模的回升。

一、PMI 仍处收缩区间，投资增速有所回升

2019 年 2 月，我国制造业 PMI 指数为 49.2%，较上月下降 0.3 个百分点，连续第三个月处于收缩区间。分项来看，其中生产指数为 49.5%，较上月下降 1.4 个百分点；新订单指数为 50.6%，较上月上升 1.0 个百分点；新出口订单指数为 45.2%，较上月下降 1.7 个百分点，下降幅度较大。虽然制造业 PMI 处于低位，但 2 月生产经营活动预期为 56.20%，较上月大幅上升 3.7 个百分点，3 月制造业 PMI 或将出现回升。2 月服务业 PMI 指数为 53.5%，虽然较 1 月下降 0.1 个百分点，但仍然是去年下半年以来的次高点。

图表 1 我国制造业 PMI 走势（单位：%）



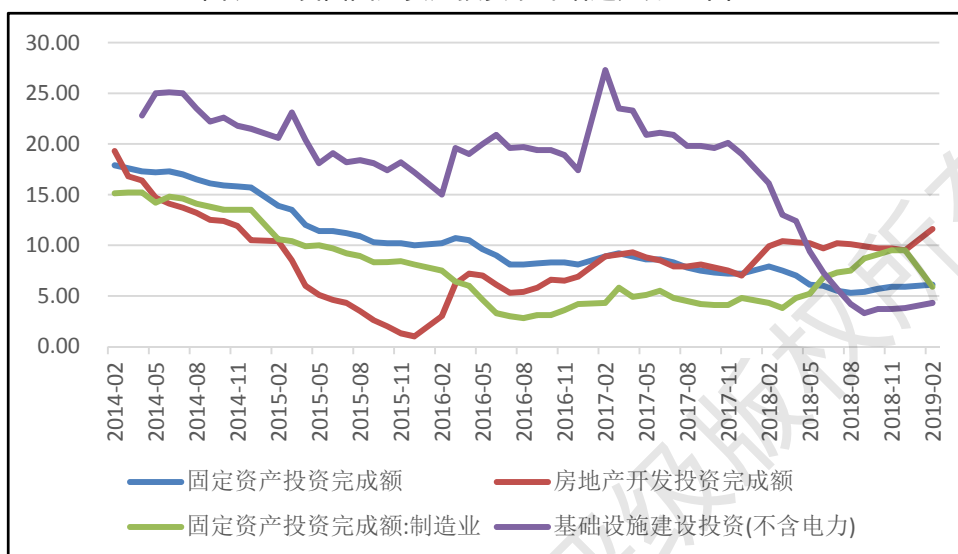
数据来源：Wind，新世纪评级整理

生产端，2019 年 1-2 月，我国工业增加值同比增速为 5.3%，较去年全年的 6.2%下降 0.9 个百分点，较去年同期 7.2%下降 1.9 个百分点。战略新兴产业增加值继续保持快速增长，同比增速为 10.1%，比去年全年上升 1.2 个百分点，工业生产结构进一步优化；1-2 月我国发电量增速为 2.9%，较去年全年的 6.8%下降

3.9 个百分点，但 2 月当月增速已回升至 6.8%，整体趋势向好。1-2 月，生产端数据整体较去年有所放缓，但结构优化趋势不改，且 2 月 PMI 指数中新订单及生产经营活动预期较上月明显上升，体现了市场预期的好转，未来工业增加值等增速有望企稳。

需求端，投资增速有所回升。2019 年 1-2 月我国固定资产投资额累计增速为 6.1%，增速较去年全年增长 0.2 个百分点。分项来看，基建投资增速延续了去年 9 月以来的回升态势，2019 年 1-2 月不含电力的基础建设投资累计增速为 4.3%，较去年全年上升 0.5 个百分点；制造业投资增速有所下降，1-2 月制造业投资累计增速为 5.6%，较去年全年下降 3.9 个百分点，但仍比去年同期上升 1.3 个百分点；房地产投资增速出现较大增长，1-2 月房地产投资增速为 11.6%，较去年全年上升 1.1 个百分点。考虑到 1-2 月房地产销售面积有所下降且开发商土地购置面积也有所下降，未来房地产投资增速或有所下降。自去年下半年基建补短板政策陆续出台后，基建投资增速已连续回升，同时 2019 年政府工作报告中提出今年财政政策要加力增效，较去年提出的措辞更为积极，财政赤字额度及地方政府专项债额度也较去年有所提高。在此背景下，未来基建增速有望继续保持回升态势，也将对整体投资增速起到支撑作用。

图表 2 我国固定资产投资累计增速走势（单位：%）

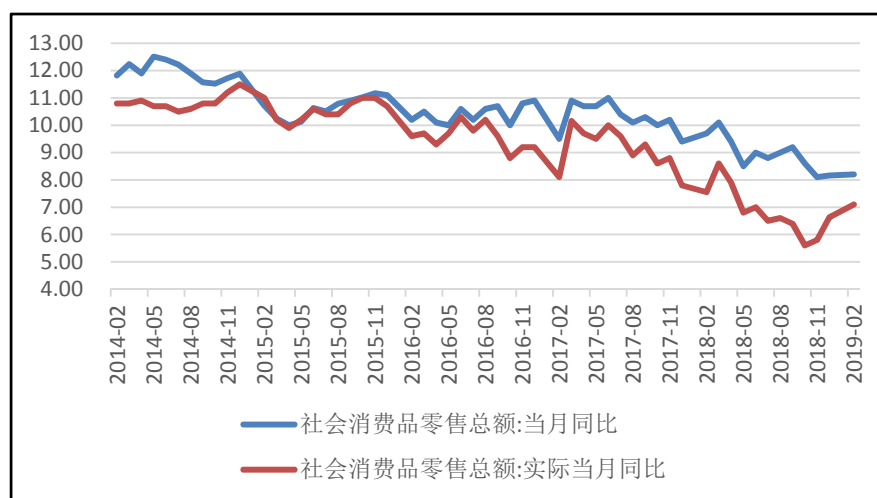


数据来源：Wind，新世纪评级整理

消费方面，2019 年 1-2 月我国社会消费品零售总额同比增长 8.2%，增速与 2018 年 12 月基本持平。2019 年以来，我国 CPI 同比增速延续了去年年末以来的下降趋势，1、2 两月同比增速分别为 1.7%及 1.5%，在此情况下，社会消费品零售总额的实际增速由去年 12 月的 6.6%上涨至 7.1%，较去年全年增长 0.2 个百分点，实际消费有所回暖。从分项来看，汽车消费继续负增长，1-2 月同比下降 2.8%，拖累了整体消费的增长；食品、日用品及药品消费增长较快，分别同比增长 10.1%、

15.9%和 10.3%。由于个税抵扣政策已于今年开始实施，将对消费增速起到一定的支撑作用。

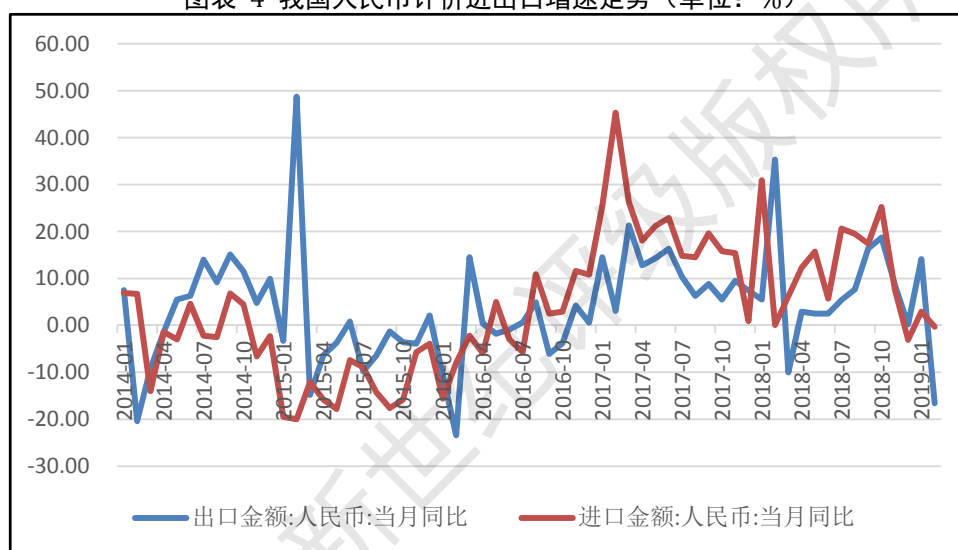
图表 3 我国社会消费品零售总额增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

进出口方面，1-2 月份进出口金额增速下降明显，人民币计价出口金额同比增长 0.1%，进口金额同比增长 1.5%，出口与进口增速分别较去年同期下降 17.20 个百分点和 14.2 个百分点。1-2 月我国进出口增速出现大幅下降的原因可能是由于今年春节位于 2 月初，较去年偏早，对 1-2 月的进出口影响程度较去年偏大。根据海关总署数据，2 月下旬及 3 月上旬，我国进出口增速已大幅回升，2 月中下旬进出口同比增长 21%；3 月上旬（截至 9 日凌晨），进出口同比增长 24.7%，出口回升势头更加强劲，同比增速达到 39.9%，由于中美贸易谈判的预期较为乐观，预计未来进出口增速将得到明显回升。

图表 4 我国人民币计价进出口增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

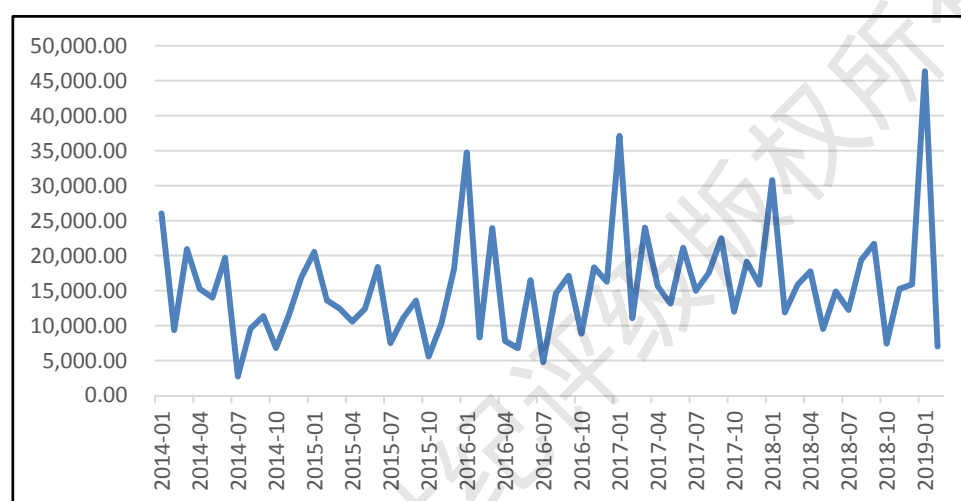
随着中美贸易谈判的乐观预期，2019 年以来人民币对美元汇率明显走高，2 月下旬以来人民币中间价在 6.70 附近波动，处于去年 8 月以来最高水平；截至 2019 年 2 月末，我国外汇储备为 30901.80 亿元，较 1 月增加 22.56 亿元，连续第五个月出现上升。人民币汇率近期处于较高水平，2019 年政府工作报告中也提出将保持人民币汇率处于合理均衡水平，人民币汇率预计将保持平稳走势。

二、新增社融增速回升，实体融资改善

2019 年 1-2 月，我国新增社会融资规模为 53382.56 亿元，同比增长 25.06%，增速较 2018 年年末出现明显回升。从新增融资的构成上来看，对实体经济发放的人民币贷款增加 43309.36 亿元，同比增长 16.90%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增长 238.47 亿元，同比下降 32.38%；委托贷款减少 1207.28 亿元，同比少减 256.86 亿元；信托贷款增加 308.02 亿元，同比下降 72.38%；未贴现的银行承兑汇票增加 683.18 亿元，同比减少 55.73%；企业债券融资 5546.00 亿元，同比增长 197.17；地方政府专项债券 2858.90 亿元，同比增长 2554.81%；股票融资 408.00 亿元，同比下降 53.57%。

银行贷款方面，2019 年 1-2 月新增人民币贷款 41158.00 亿元，同比增加 10.07%。从贷款结构上来看，居民中长期贷款新增额为 9192.00 亿元，同比下降 21.88%；居民短期贷款减少 2.00 亿元，同比少增 2639.00 亿元；企业中长期贷款新增额为 19127.00 亿元，同比下降 3.81%；企业短期贷款增加 7399.00 亿元，同比增长 73.45%；票据融资新增 6855.00 亿元，同比多增 7283.00 亿元。

图表 5 我国新增社会融资规模走势（单位：亿元）

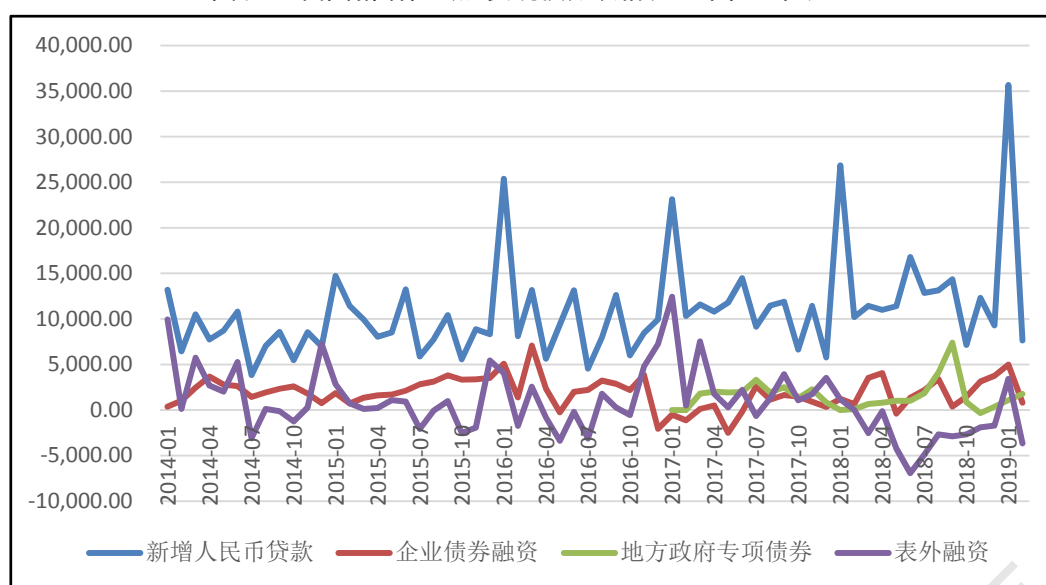


数据来源：Wind，新世纪评级整理

从 2019 年 1-2 月的新增社会融资规模数据来看，新增贷款规模的增加、企业债券及地方政府专项债净融资额的大幅上升是新增社融增速较去年 12 月回升的主要支撑。同时，与去年 12 月相比，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑

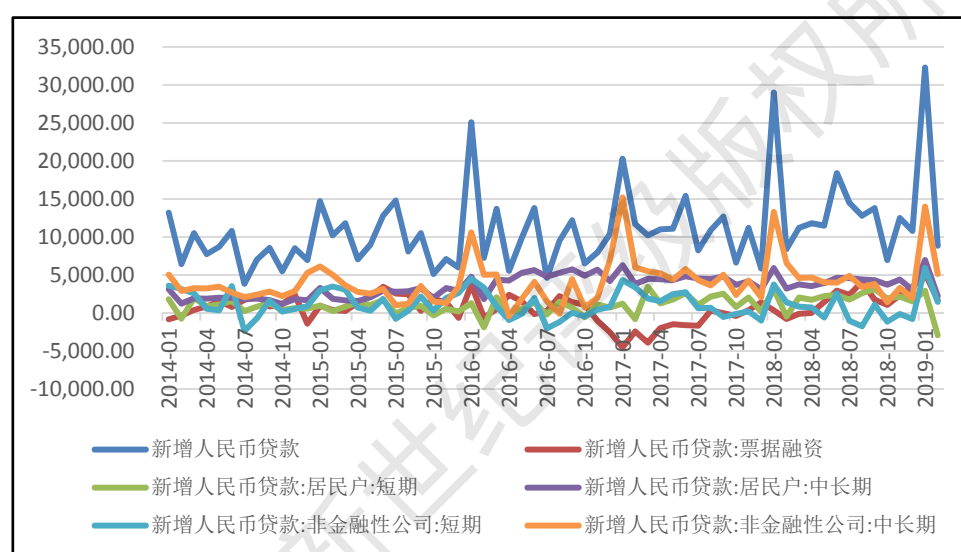
汇票三项表外融资降幅也出现了明显收窄。银行贷款中，企业贷款占比显著上升，包含票据融资的企业贷款占比为 81.10%，较去年同期的 65.83% 明显上升，企业融资情况得到改善，一系列的支持实体融资政策成效正在释放，但当前企业融资增长主要是短期贷款及票据融资，表明银行在中长期信贷投放上仍偏谨慎。今年的政府工作报告提出，稳健的货币政策要松紧适度，社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，坚持不搞“大水漫灌”，2 月末存量社会融资规模增速为 10.08%，与名义 GDP 增速基本一致，同时近期监管正在对票据套利行为进行限制，票据融资中的水分将被挤出，整体社融增速料将在当前水平上下小幅波动。

图表 6 我国新增社会融资规模分项情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

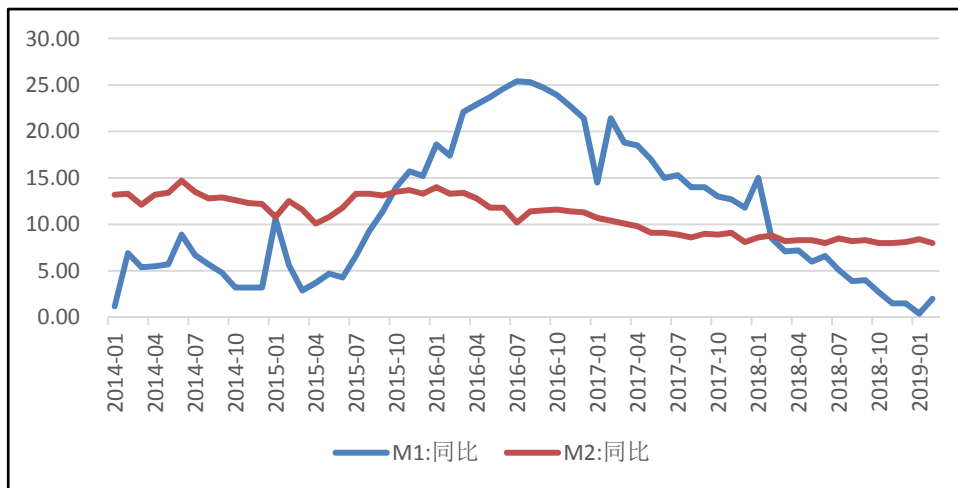
图表 7 我国贷款分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2019 年 2 月，我国 M1 同比增速为 2.0%，环比上升 1.6 个百分点；M2 同比增速为 8.0%，环比下降 0.4 个百分点。1-2 月的货币增速变化受春节影响较大，由于今年企业年终奖发放集中于 1 月，故 1 月 M1 增速较低，2 月有所回升，但 1-2 月平均来看，M1 增速偏低，M1 与 M2 的剪刀差仍有所扩大，表明企业的资金状况仍然偏紧，整体信用扩张仍然需要时间。

图表 8 我国货币投放增速情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、总结与展望

2019 年 2 月，我国制造业 PMI 指数继续处于收缩区间，而新出口订单指数及生产经营预期均明显回升，未来预期向好。工业增加值、发电量增速较去年同期有所下降，但发电量增速 2 月当月已开始回升向好。2019 年 1-2 月整体投资增速有所上升，基建投资增速延续去年 9 月以来的回升态势，房地产投资也出现明显增长，同时今年的政府工作报告提出财政政策将加力提效，财政赤字及地方政府专项债额度也较去年有所增加，预计未来基建投资增速将继续回升，支撑整体投资增速；1-2 月消费增速与去年 12 月持平，在近两月 CPI 增速持续下降的环境下，扣除物价因素后，实际消费增速较去年 12 月有所上升，个税抵扣政策的正式实施将对今年的消费增速形成一定的支撑作用。受春节假期影响，1-2 月我国进出口增速出现下降，而 2 月下旬以来的进出口增速明显上升，在中美贸易谈判较为乐观的预期下，未来我国进出口增速预计将出现明显回升。整体上，我国经济生产端开局偏弱，经济增长仍存下行压力，但在财政政策加力增效、大规模的减税降费即将落地、中美贸易谈判正朝更好的放下发展的推动下，我国经济增长滑出 6.0%-6.5% 增长区间下限的可能性极低。

2019 年 1-2 月，在央行降准、支持银行发行永续债补充资本金以及各项支持小微企业融资的政策支持下，表内贷款及企业债券融资显著增长，叠加地方政府债发行规模的上升，新增社融同比增速明显回升。实体融资改善，但在社融增长

与名义 GDP 增速相当的政策目标及票据融资监管趋严的影响下，整体社融增速料在当前的水平上下小幅波动。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，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，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。