

## 经济数据表现整体较强 可持续性有待观察

研发部/ 孙田原

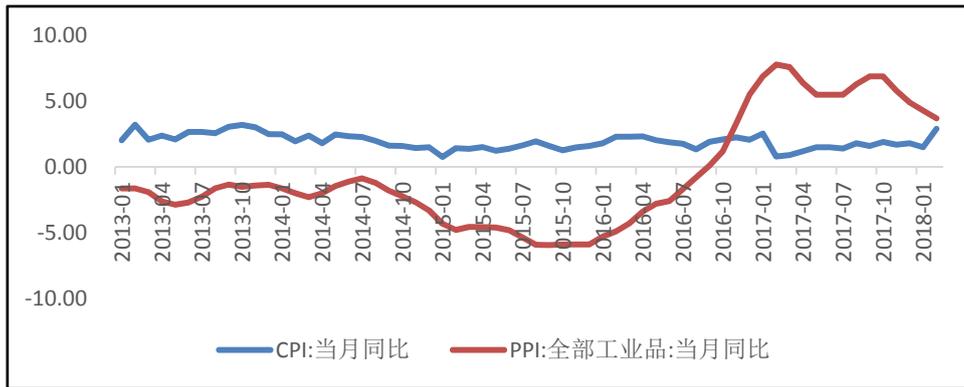
**摘要：**由于春节错位效应，蛋类及鲜菜价格同比大幅上升，使得 CPI 达到 2013 年 12 月以来高位，PPI 受基数效应继续下降。2 月制造业 PMI 在春节假期影响下继续下降，但仍呈扩张态势。1-2 月合计，我国规模以上工业增加值累计增速环比及同比均有所扩大；固定资产投资总额增速也在房地产投资的带动下有所加快，但基建及制造业投资有所放缓。受去年基数较低以及国外主要经济体表现强劲带动，出口增速大幅增长，而由于春节停工所致，进口金额同比小幅减少。虽有春节出境旅游消费分流，1-2 月消费增速环比仍略有上升，2 月汽车销售在春节错位情况下也保持了增长。受春节假期影响及房地产销售降温影响，2018 年 2 月新增贷款下降明显，而由于直接融资增加明显，社会融资规模增幅小幅增加。由于财政存款释放影响，M2 增速环比略有上升，但仍处于低位。汇率方面，在 2 月 8 日达到“8·11 汇改”以来的高点后，人民币汇率有所下跌，前期升值走势暂告一段。受美元升值、美债收益率上升叠加春节出境游外汇需求增加影响，外汇储备连续 12 月上升后首次出现下降。

### 一、春节效应助推 CPI 达到近期高点，PPI 继续下降

2018 年 2 月，我国 CPI 同比上涨 2.9%。具体来看，食品价格同比上涨 4.4%；非食品价格同比上涨 2.5%，其中，医疗保健类价格同比上涨 6.0%，教育文化和娱乐价格上涨 3.7%，居住价格上涨 2.2%。CPI 同比增速上升的原因主要是由于春节错位，蛋类及鲜菜价格同比大幅上升，分别同比上升 22.5% 及 17.7%，水产品及鲜果价格均上涨 8.7%。剔除春节影响，1-2 月 CPI 平均同比上涨了 2.2%，也为一年以来高点。由于 2017 年全年 CPI 一直处于较低水平，在低基数效应下 2018 全年 CPI 或将延续 1-2 月的情况，较去年同期涨幅提高。

2018 年 2 月，我国 PPI 同比上涨 3.7%，较上月下降 0.6 个百分点，环比下降 0.1%。从主要行业看，环比价格下降的有黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.7%。环比价格由升转降的有燃气生产和供应业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业，分别下降 0.9%、0.8% 和 0.4%。环比价格涨幅回落的有石油和天然气开采业，上涨 0.4%，比上月回落 2.9 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 0.2%，回落 2.4 个百分点。环比价格涨幅扩大的有煤炭开采和洗选业，上涨 1.2%，扩大 0.4 个百分点；水的生产和供应业，上涨 0.5%，扩大 0.3 个百分点。

图表 1 我国 CPI 及 PPI 增速走势（单位：%）



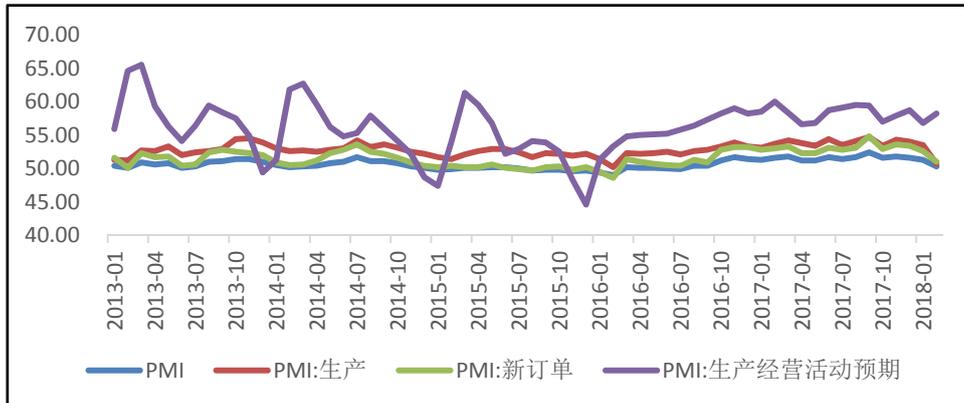
数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 二、受春节假期影响，PMI 继续下降，但仍处扩张区间

2018 年 2 月，由于春节假期企业生产停工，制造业 PMI 指数环比下降 1 个百分点至 50.3%，为连续第三个月出现下降但仍处扩张区间。

分项来看，2018 年 2 月制造业 PMI 生产指数为 50.7%，环比下降 2.8 个百分点，新订单指数为 51.0%，环比下降 1.6 个百分点。生产及新订单指数受春节假期停工影响，环比下降较为明显。同时，2 月对经营活动预期指数为 58.2%，环比上升 1.4 个百分点，表面企业对未来发展较为乐观，随着节后生产复工，制造业 PMI 或将出现回升。

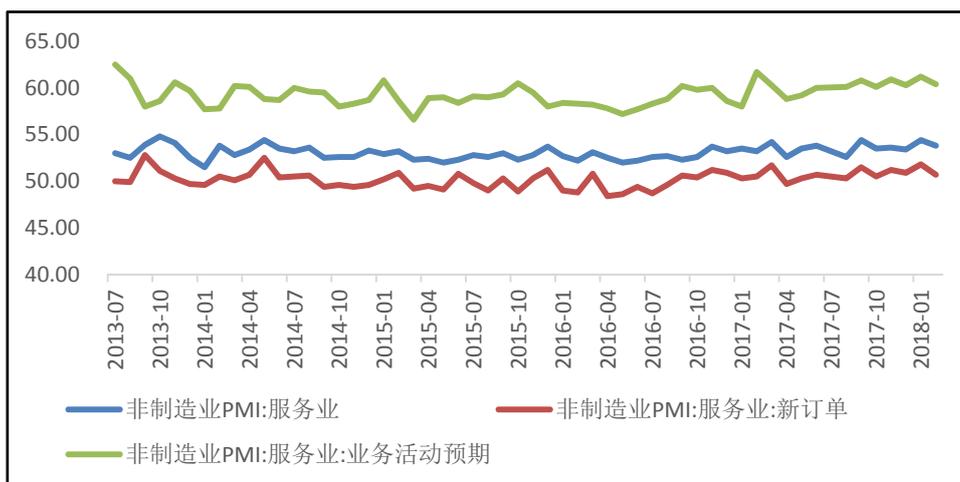
图表 2 我国制造业 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2 月我国服务业 PMI 指数为 53.8%，环比略有下降，但仍保持高位，服务业发展持续向好。其中新订单指数为 50.7%，业务活动预期为 60.4%，表明企业对未来预期仍然非常乐观。

图表 3 我国服务业 PMI 走势（单位：%）

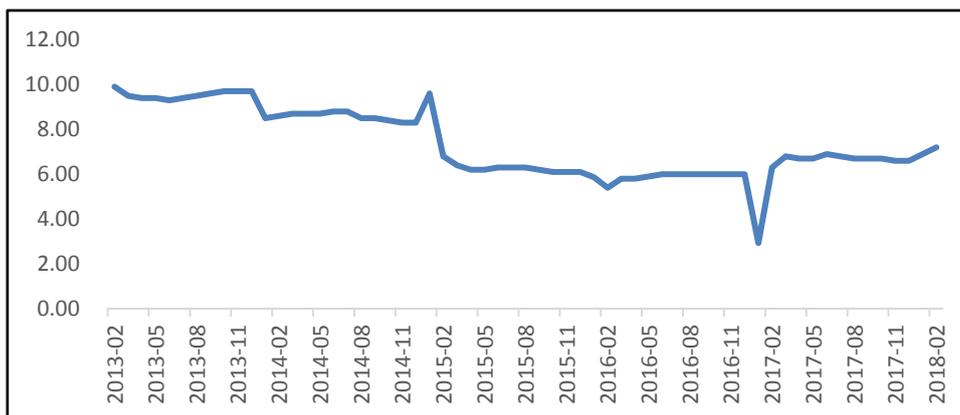


数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 三、工业增加值及固定资产投资增速双双上升

2018年1-2月，我国规模以上工业增加值同比增加7.2%，增速环比扩大了0.6个百分点，同比则扩大了0.9个百分点。从各行业增速来看，通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械和器材制造业及计算机、通信和其他电子设备制造业等高端制造业增加值增速明显高于平均增速，体现了当前提质增效的改革目标下制造业结构的良好优化。随着两会顺利召开后，2018年环保限产力度会进一步明晰，同时节后市场需求释放不达预期，黑色商品价格快速下跌，对3月的工业生产表现均会带来一定压力。

图表 4 中国规模以上工业增加值累计同比增速（单位：%）

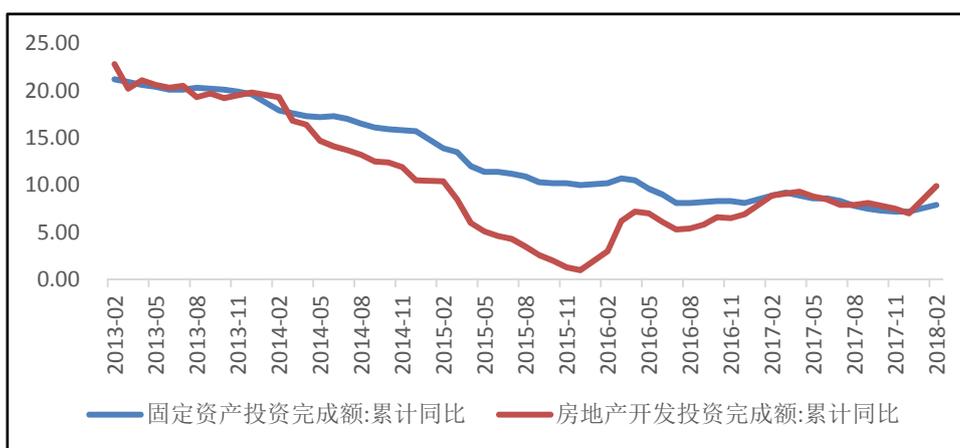


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018年1-2月，我国整体固定资产投资完成额同比增长7.9%，涨幅环比扩大0.7个百分点。其中，基础建设投资额同比增长16.1%，增速比去年全年下降2.9个百分点；制造业固定资产投资同比增长4.3%，增速较去年全年下降了0.5个百分点；房地产投资完成额同比增长9.9%，增幅环比扩大2.9个百分点。从数

据来看，1-2月基建及制造业投资额增长均有所放缓，固定资产投资的增长受房地产投资增长拉动较大。本次政府工作报告中提出2018年铁路基建投资将有所减少，其余公路等投资保持持平，全年基建投资或保持回落趋势。制造业方面，当前制造业投资结构有所优化，高技术行业投资增速高于平均，但在部分行业仍存在产能过剩的背景下，短期内整体投资额大幅增长的可能性不大。1-2月房地产投资增速的扩大主要是因土地购置费增长所致，而房地产新开工面积以及房地产企业土地购置面积增速均有所放缓，在整体房地产市场仍受到严格调控的背景下，后期房地产投资额增速或将呈现缓慢下降趋势。整体而言，后期我国固定资产投资总额增速或有所回落。

图表 5 中国固定资产投资总额及房地产投资总额累计同比增速（单位：%）

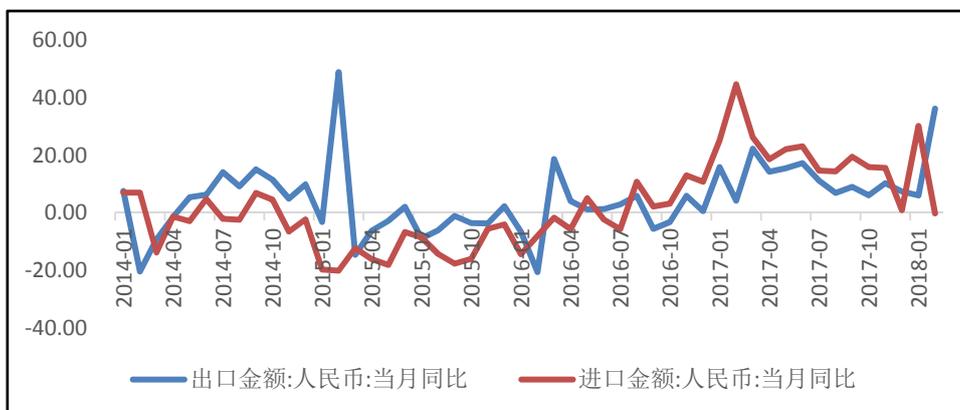


数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### 四、出口金额大幅增长，进口微降

2018年2月，以人民币计价我国出口金额同比增长36.2%，环比扩大30.2个百分点，比2017年同期增加32.0个百分点；进口金额同比微降0.2%，增速环比缩小30.4个百分点，较去年同期下降44.9个百分点。

图表 6 我国进出口金额增速走势（单位：%）

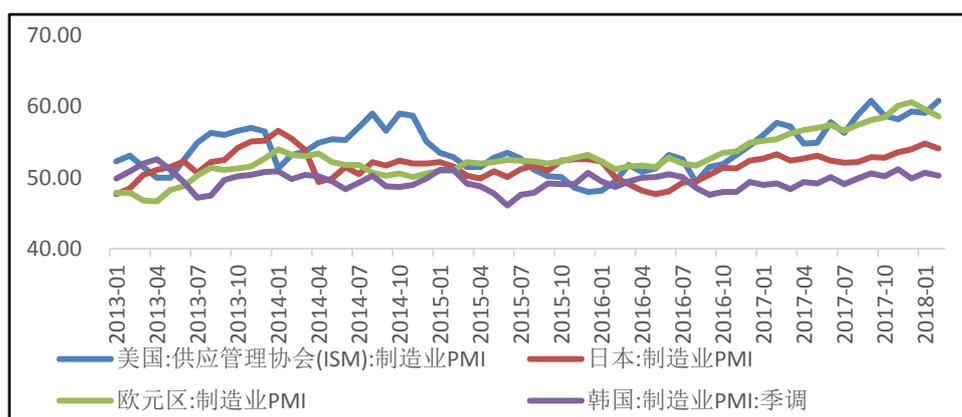


数据来源：Wind，新世纪评级整理

出口增速大增一方面是由于全球经济持续回暖，2018年2月，外部主要经济体表现强劲，美国、欧元区、日本及韩国的PMI指数为60.80%、58.60%、54.10%及50.30%，持续处于扩张区间，对中国商品的需求相应扩张，带动了我国出口金额的增长。另一方面，由于去年春节始于1月28日，2月上中旬企业基本处于停工状态，导致去年出口基数较低，从而使得今年2月出口增速明显上升。进口同比微降一方面是由于去年同期基数较高，另一方面则是由于春节停工使得企业对生产原料的进口出现下降。

剔除春节假期影响，综合考虑1-2月累计数据，以人民币计价我国出口金额同比增长18.0%，进口金额同比增长15.2%，均保持了较高的增长速度，体现了我国对外贸易良好的发展态势，在3月企业陆续开工后，对外贸易有望进一步向好，将对整体经济产生正面影响。但特朗普正式签署了对进口钢铁和铝产品分别征收25%和10%关税的行政命令，意味着美国可能将要开始进行贸易战，虽然中国对美出口钢铁及铝制品较少，此次加征关税对中国影响不大，但若美国进一步挑起贸易战，则可能对中国出口造成影响。

图表7 主要国家制造业 PMI 走势（单位：%）

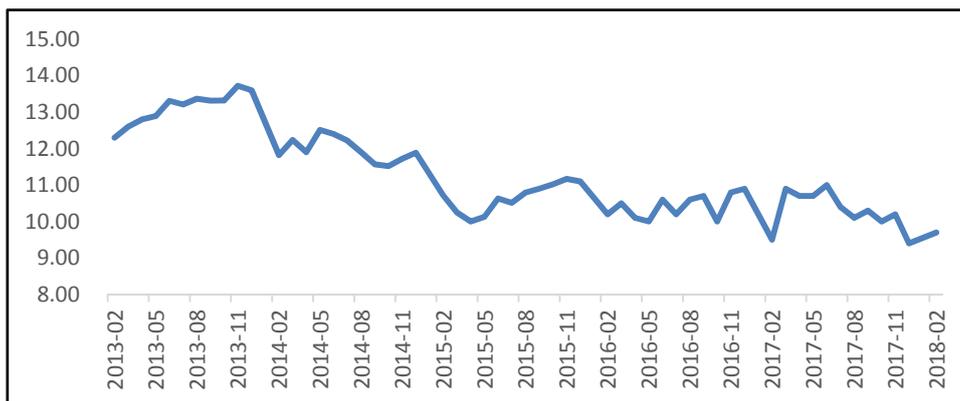


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 五、消费增长稳定，消费升级态势仍显著

2018年1-2月，全国社会消费品零售总额同比增长9.7%，虽有春节出境旅游消费分流，但涨幅仍环比扩大0.3个百分点。分类来看，消费升级类商品快速增长，中西药品类、化妆品类、通讯器材类商品零售额同比分别增长10.1%、12.5%和10.7%。此外，2018年2月前三周，按乘联会数据统计，我国汽车销售数量同比增长0.4%，在春节错位的情况下仍然实现正增长，说明汽车消费仍然保持稳健增长。在就业和居民收入保持稳定增长的情况下，预计未来我国消费数据有望继续保持稳定增长。

图表 8 中国社会消费品零售总额同比增速（单位：%）

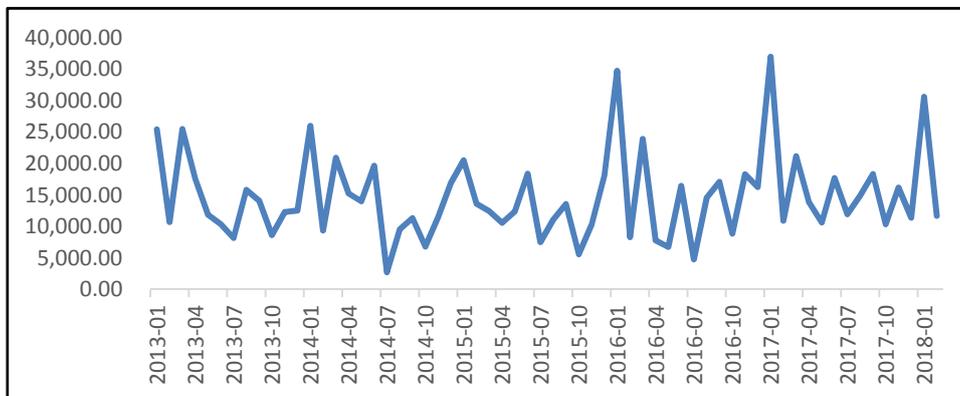


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 六、表外融资继续向表内转移，企业信贷融资需求有所放缓

2018年2月，我国新增社会融资规模为1.17万亿元，与去年同期相比多增792亿元。从新增融资的构成上来看，2月对实体经济发放的人民币贷款增加1.02万亿元，同比下降1.13%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加86亿元，同比下降76.66%；委托贷款减少750亿元，同比少增1922亿元；信托贷款增加660亿元，同比减少37.84%；未贴现的银行承兑汇票增加102亿元，同比多增1821亿元；企业债券和股票等直接融资为1101亿元，同比多增1656亿元。

图表 9 我国新增社会融资规模走势（单位：亿元）



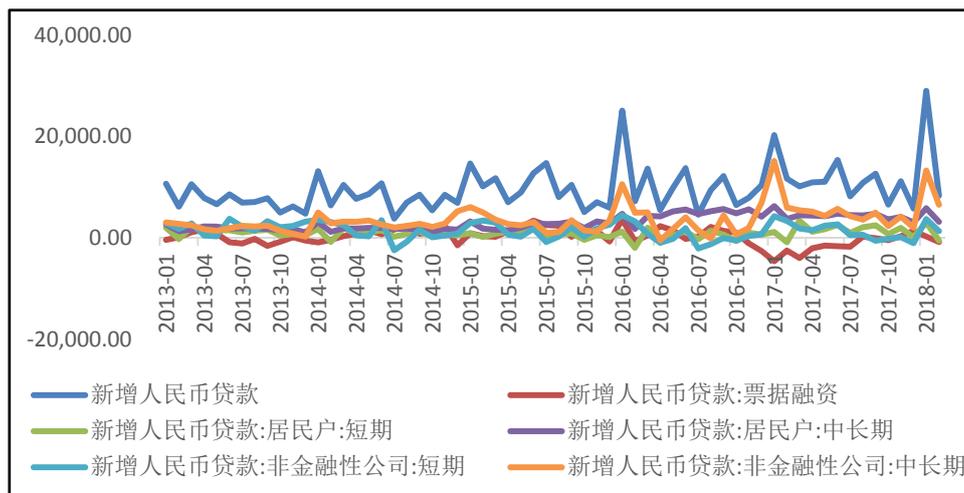
数据来源：Wind，新世纪评级整理

从分布来看，2月份对实体经济发放的人民币贷款占比为87.18%，是社会融资最重要的组成部分；委托贷款、信托贷款等表外融资继续收缩，两者合计新增额为负，显示出了融资继续从表外向表内转移。而债券及股票等直接融资同比多增较多，是社融增长的主要拉动。

在银行贷款方面，2月新增人民币贷款8393亿元，同比下降28.26%。从贷款结构上来看，2月居民长期贷款新增额为3220亿元，同比下降15.52%；居民短期贷款减少469亿元，同比少减333亿元；2月企业中长期贷款新增额为6585

亿元，同比增长 942%。2 月信贷增长下降明显一方面是由于春节假期导致部分信贷提前或延后发放，另一方面房地产销售持续降温影响到整体信贷总额。剔除春节假期影响，从 1-2 月累计来看，企业信贷整体新增额为 24615 亿元，同比增长 11.91%，但主要原因是由于去年同期大幅减少 6939 亿元的票据融资在今年大幅少减，而企业短期及中长期贷款新增额则分别下降 2559 及 1333 亿元，在当前表外融资收紧的情况下，表内贷款规模同样出现下降可能表明当前企业融资需求有所下降。

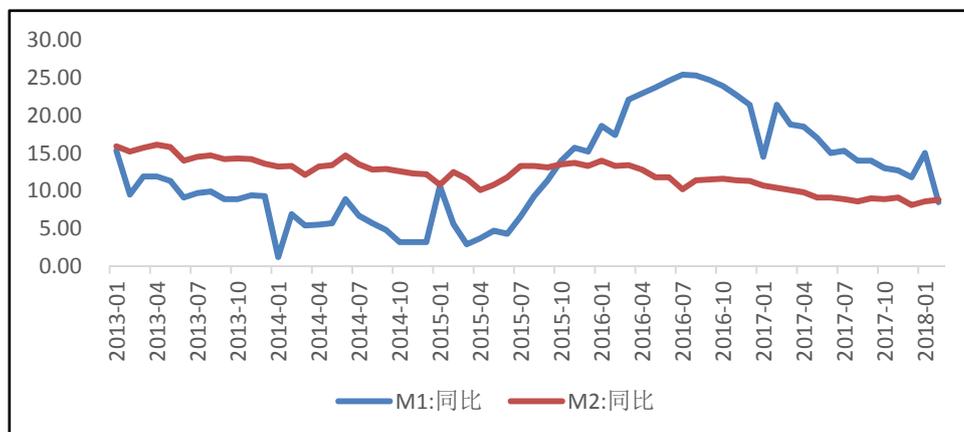
图表 10 我国贷款分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018 年 2 月，我国 M2 同比增速为 8.8%，环比上升 0.2 个百分点，M2 同比增速回升的原因主要是 2 月财政存款减少 5287 亿元，而原本财政存款不计入 M2，在支出后，进入到了 M2 的统计范围。此次全国人大政府工作报告中没有提到 M2 增长的目标，而在整体金融去杠杆的背景下，2018 年 M2 增速预计将持续保持个位数增长。2 月 M1 同比增速为 8.5%，环比下降 6.5 个百分点，而 M0 同比增长 13.5%，均为春节错位导致。

图表 11 我国货币投放增速情况（单位：%）

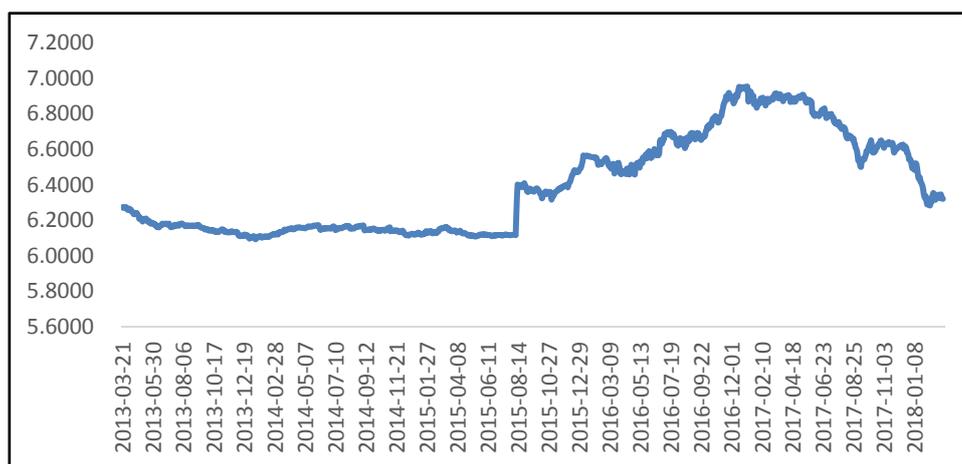


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 七、人民币对美元升值暂告一段，外汇储备略有下降

2018年2月，受美元指数有所走强，人民币对美元汇率在2018年2月8日达到“8·11汇改”以来的高点6.2882后略有回调，在6.30-6.35区间运行。短期内，美国经济表现强劲，通胀水平向目标水平不断靠拢，美联储加息的节奏存在加快的可能，同时今年美联储缩表规模较去年将明显增加，美元指数自2017年以来的走弱或将暂告一段落，对应人民币汇率的升值走势也将告一段落。但中长期来看，人民币的汇率将更多的与中国经济的发展情况有关。当前中国经济已经进入“L”型中的一横，处于提质增效的关键阶段，随着改革措施的不断推进落实，中国经济“稳中向好、稳中有进”的预期不会改变，将对人民币汇率形成一定的支持。同时，美元指数在美国提振出口以及缓解政府债务压力的需求导向下，仍然存在走弱的需要。结合考虑中国推进人民币国际化的需要，中长期内人民币汇率在宏观调控管理下呈稳中有升的走势也更为适宜。

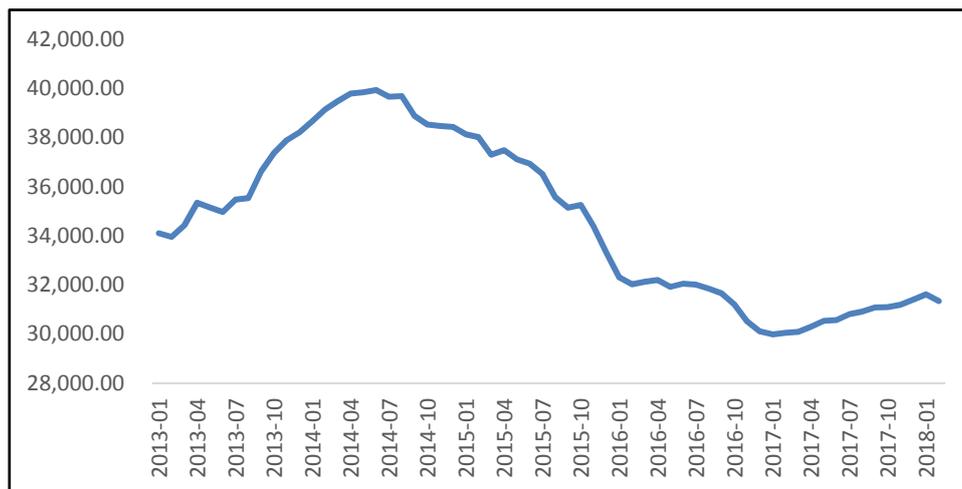
图表 12 人民币对美元中间价走势（单位：元/美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

而由于近期美元升值以及美债收益率上升影响，外汇储备中非美元储备及美债的估值均有所下降，叠加春节出境游的外汇需求增加，2月我国外汇储备结束连续12个月上升后小幅下降270亿美元至31344亿美元。

图表 13 我国外汇储备规模走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 八、展望

当前我国经济已经进入“L”型中的一横，处于提质增效的关键阶段，随着改革措施的不断推进落实，中国经济“稳中向好、稳中有进”的预期不会改变。2018年1-2月经济数据表现整体较强，开局向好，但在经济增速目标略有淡化背景下，这种强劲表现的可持续有待观察。

物价方面，随着春节假期的结束，CPI将会回落，但较上年会略有上升，PPI在去年高基数下将继续回落。消费方面，在就业和居民收入增长保障下继续稳定增长无疑，并且消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变。投资方面，因房地产新开工面积以及房地产企业土地购置面积增速均有所放缓、需求端亦持续放缓，房地产开发投资增长后劲不足，在基建投资增速较上年放缓、制造业投资尚未改善的情况下，以房地产投资带动的固定资产投资回升面临回调压力，但经济提质增效下的投资结构优化趋势不变。对外贸易方面，进口在节后生产复工后将重回高速增长，外部主要经济体经济前景向好，外需带动出口快速增长有望持续，但需警惕外贸环境恶化风险。

2018年金融的强监管将更加深化、细化，社会融资结构将继续调整，表外融资向表内转移将持续，债券直融在经历去年的萎缩后，压制的融资需求在近期利率下降带动下有所释放且有望持续。在“有效控制宏观杠杆率”导向下，货币管控是核心，M2个位数增速将是常态，企业部门和金融部门的债务增速将下降。