宏观研究

证券研究报告

宏观周报

渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

宏观经济分析报告

出口波动 物价回升 终端需求提振缓慢

——宏观经济周报

分析师：宋亦威 SAC NO：S1150514080001 2019 年 5 月 13 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 以美元计，4 月出口同比增速较上月降幅较大，主要受春节错位引致 3 月同比增速较高以及全球经济扩张动能放缓影响。尽管考虑到中美经贸谈判会对 5 月出口行为产生一定干扰，但受去年同期抢出口行为引致基数偏高影响，5 月出口增速或小幅回落。4 月进口同比增速大幅回升至 4%，应与大宗商品价格回升、积极财政政策落地及增值税调减引致进口商延后备货有关。在经济弱复苏之际，积极财政政策仍将持续呵护总需求，叠加中国主动扩大进口长远考量与减税影响，预计进口增速将保持一定韧性。
- 4 月 CPI 同比增速回升至 2.5%，主要仍受食品项环比跌幅明显弱于季节性影响。展望未来，猪肉价格的环比回升仍将支撑食品项增速，叠加翘尾因素小幅抬升影响，预计 5 月 CPI 增速将小幅回升。4 月 PPI 同比增速提升至 0.9%，主要与原油、钢铁价格上涨有关。近期地缘政治冲突逐步升温，美国称将对伊朗启动以降低其原油出口为目的的新一轮制裁，而与此同时，沙特与阿联酋等国则表示将在减产协议规定的产量限额内实施增产，以弥补伊朗原油的供给缺口。故而受此影响，减产协议对油价的支撑作用将有所弱化，短期内油价将承压，再叠加翘尾因素回落较大，5 月 PPI 增速或将有所回落。
- 4 月社融明显下滑，M2 同比小幅回落，应与财政政策支出力度与企业信贷扩张下降及重提“房住不炒”有关；从结构层面看，企业中长期贷款明显少增指向贷款结构不佳，亦说明企业终端需求不足依然存在。总的来看，面对终端需求提振缓慢的现实，一季度银行主动加力投放后令企业需要较长的时间对富余资金加以消化，由此引发了 4 月信贷的少增。管理层有关“稳”和“进”权重的预调微调将主导国内需求的改善力度，面对中美贸易争端再度升级，“稳”的诉求或将有所抬升，货币和财政的支持力度也将略强于政治局会议后的市场预期，为信用扩张提供支撑。“稳”将决定 M2 和社融增速的下限，“进”则限制住了它们的上限，两者增速以目前水平为中枢的窄幅波动将是管理层乐见的情况。
- 高频数据跟踪**表明：**

  下游方面，地产销售同比增速由正转负，土地供应、成交依旧低迷。汽车销量单周小幅反弹，但整月销量跌幅走扩。整体来看，终端需求仍待改善。

  中游方面，中游涨跌互现，需求仍相对疲弱。

  上游方面，煤炭价格趋稳。有色方面，LME 铜、铝、锌价格均回落。原油价格延续震荡下行。BDI、BCI 环比回落，同比跌幅收窄但依旧明显。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求疲弱态势稍有改善，但依旧偏弱。
- 风险提示：全球贸易争端和国内经济下行超预期。

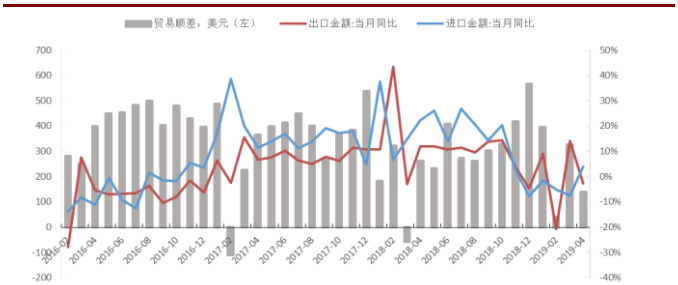
一、出口波动剧烈 进口回暖明显

出口方面，以美元计，4 月出口同比增速-2.7%，较上月降幅较大，较一季度也回落了 4.1 个百分点，主要受春节错位引致 3 月同比增速较高以及全球经济扩张动能放缓影响。具体来说，一方面，4 月出口增速较上月大幅回落 16.9 个百分点，与春节错位下出口基数较低故而 3 月同比增速回升较快有关；另一方面，与剔除春节效应的一季度相比较，4 月出口增速仍小幅回落，指向全球经济扩张动能放缓的负面影响有所显现。从国别看，相较于 3 月，对各主要国家地区的出口增速纷纷回落；而相较于第一季度，对日本出口增速回落较快。从产品类别看，尽管劳动密集型产品相较于 3 月降幅最大，但与一季度相比，高新技术产品边际回落较为明显，故而由此来看，中美经贸摩擦对我国贸易结构影响仍然存在。展望未来，尽管考虑到中美经贸谈判会对 5 月出口行为产生一定干扰，但受去年同期抢出口行为引致基数偏高影响，5 月出口增速或小幅回落。

进口方面，以美元计，4 月进口同比增速 4%，较上月大幅回升 11.6 个百分点，应与大宗商品价格回升、积极财政政策落地及增值税调减引致进口商延后备货有关。从价格看，CRB 指数与南华商品指数同比增速均延续回升态势；从数量看，原油、机床、铜进口数量均有所回升，表明积极财政政策逐步发力后，国内对原材料的需求有所回暖；而汽车进口同比增速的大幅改善，则可能与国内汽车销量仍较低迷的背景下，进口商选择在增值税下调后递延进货时间，以降低商品价格有关。此外，从国别看，对东盟进口同比增速回升较为明显，应主要是受到我国主动扩大进口战略选择的影响。展望未来，在经济弱复苏之际，积极财政政策仍将持续呵护总需求，再叠加中国主动扩大进口的长远考量与减税政策影响，预计进口增速将保持一定韧性。

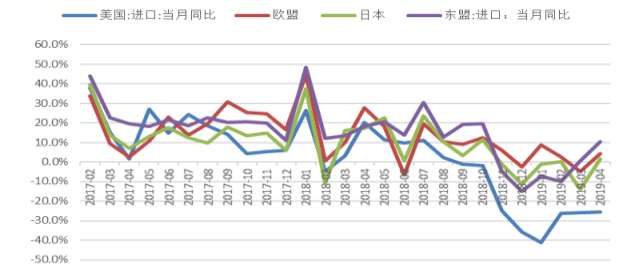
总的来看，本月出口增速降幅较大，进口增速回暖明显，故而贸易顺差有所收窄。长期来看，受全球扩张动能的走弱与中国主动扩大进口战略意图影响，贸易顺差收窄趋势难改。

图 1：出口增速回落 进口增速回暖



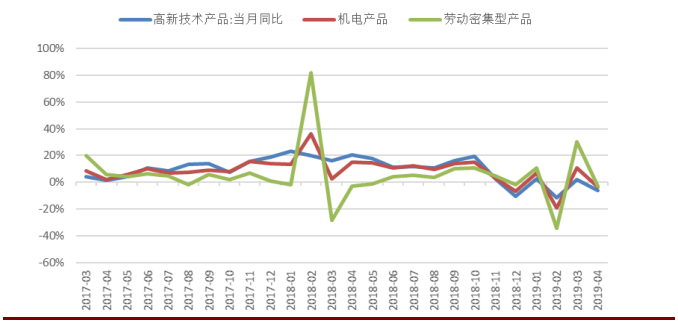
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：对东盟进口同比增速回升较快



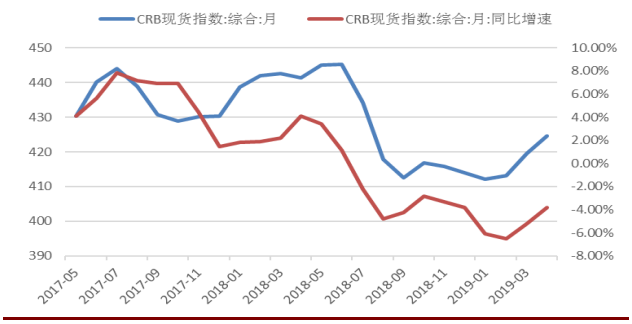
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：劳动密集型产品同比增速降幅较大



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：CRB 指数同比延续回升



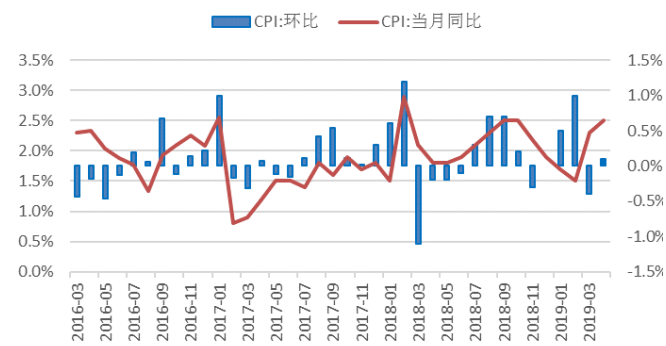
资料来源：Wind，渤海证券研究所

二、CPI 小幅回升 PPI 超预期上行

CPI 方面，4 月 CPI 环比上涨 0.1%，带动同比增速回升至 2.5%，主要仍受食品项环比跌幅明显弱于季节性影响。具体来说，食品项方面，受非洲猪瘟持续发酵影响，猪肉价格延续了上月环比回升的态势，且环比涨幅边际有所走扩，一方面近期高频数据显示猪肉价格仍在上涨，另一方面去年同期猪肉价格环比回落引致基数偏低，故而 5 月猪肉价格仍将支撑 CPI 增速；鲜菜鲜果蛋类表现强于季节性规律亦提振了食品项环比增速。非食品项方面，减税造成的成品油价格下调拖累交通环比增速；衣着环比涨幅偏弱，或在一定程度上表明消费需求依然不高；而房租环比涨幅的回落则指向房住不炒政策下租金有所趋稳。展望未来，受非洲猪瘟疫情蔓延影响，猪肉价格的环比回升仍将支撑食品项增速，再考虑到 5 月翘尾因素小幅抬升影响，预计 5 月 CPI 增速将小幅回升。此外，核心 CPI 同比增速小幅回落，环比增速涨幅弱于季节性规律，均指向我国消费型内需依旧不强，故而一方面在经济弱复苏之际，财政政策仍需发力以呵护总需求，另一方面，在稳增长与调结构之间谋求平衡之时，货币政策尚不会转向，其将更多的依赖政策工具进行结构调整。

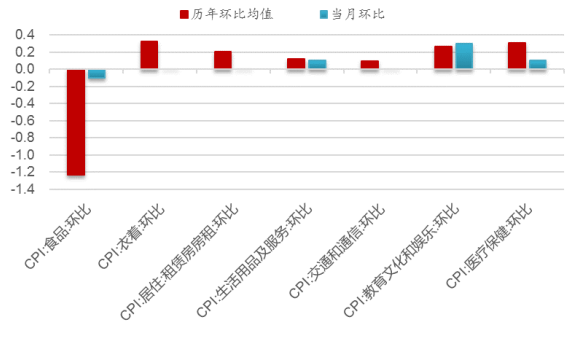
PPI 方面，4 月 PPI 环比增速回升 0.2 个百分点至 0.3%，拉动同比增速提升至 0.9%，主要与原油、钢铁价格上涨有关。具体来说，生产资料方面，采掘工业环比增速虽回落偏快，但仍高于原材料工业和加工工业；从行业层面看，石油、黑色金属环比增速较高，表明原油与钢铁价格的上涨是主要力量。生活资料方面，食品项环比增速回升明显。展望未来，近期地缘政治冲突逐步升温，美国称将对伊朗启动以降低其原油出口为目的的新一轮制裁，而与此同时，沙特与阿联酋等国则表示将在减产协议规定的产量限额内实施增产，以弥补伊朗原油的供给缺口。故而受此影响，减产协议对油价的支撑作用将有所弱化，短期内油价将承压，再叠加翘尾因素回落较大，故而 5 月 PPI 增速或将有所回落。

图 5：CPI 同比增速小幅回升



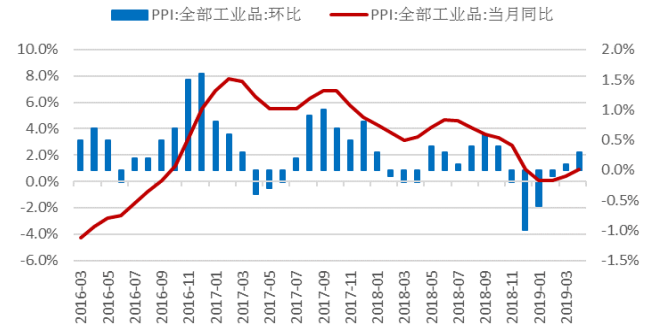
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：食品项表现强于季节性



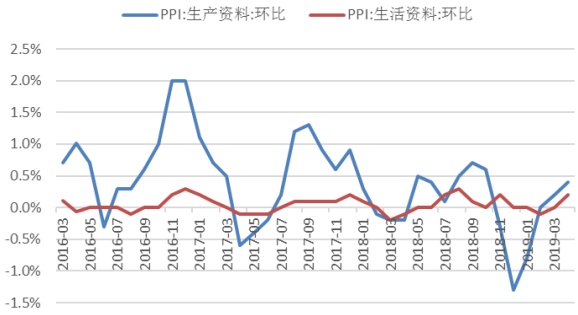
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：PPI 同比超预期上行



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：生产生活资料环比均回升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

三、终端需求提振缓慢 信用扩张力度收缩

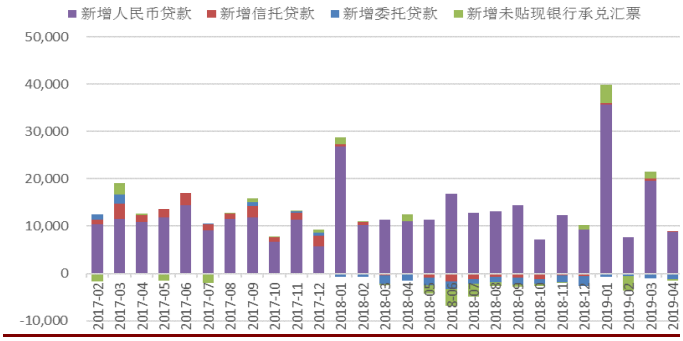
社融明显少增， M2 同比小幅回落。 4 月份信用扩张力度明显放缓，存贷款增速均出现小幅下降，由此导致 M2 同比较 3 月份回落 0.2 个百分点。与此同时，M1 同比增速回落则更为明显，虽然历年 M1 在 4 月份的增长态势均明显低于 3 月，且不乏净减少的情况出现，但是今年近 7000 亿元 M1 的减少额度则远超历史同期，究其原因，除管理层重提“房住不炒”后居民部门存款向企业部门的转移力度受阻外，财政支出力度及企业信贷扩张下降也抑制了企业活期存款的增长。

贷款结构不佳，企业中长期贷款明显少增。在 4 月份 1.02 万亿的新增贷款中，居民部门占据半壁江山，而企业部门占比则略超过 1/3，而且企业中长期贷款明显少增，企业终端需求不足依旧存在，在一季度供给加力后，需求提振不佳的情况下，企业中长期信贷扩张力度降低实在情理之中。对于居民部门而言，在管理层重提“房住不炒”后，该部门信贷的扩张或将再度承压。**表外票据融资再度负增长，直接融资环比加力。** 4 月份未贴现银行承兑汇票由正转负，当月减少 357 亿元，同比多减 1810 亿元，尽管信托和委托贷款同比小幅多增，但无法扭转表

外融资同比少增的事实。直接融资方面，企业债和股票融资则在 3 月份的基础上继续小幅抬升。

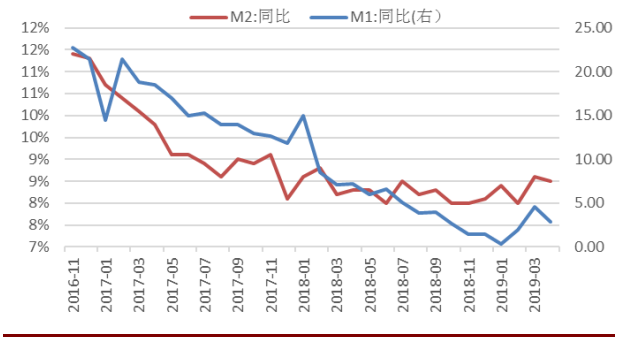
综上所述，面对终端需求提振缓慢的现实，一季度银行主动加力投放后令企业需要较长的时间对富余资金加以消化，由此引发了 4 月信贷的少增。管理层有关“稳”和“进”权重的预调微调将主导国内需求的改善力度，面对中美贸易争端再度升级，“稳”的诉求或将有所抬升，货币和财政的支持力度也将略强于政治局会议后的市场预期，为信用扩张提供支撑。“稳”将决定 M2 和社融增速的下限，“进”则限制住了它们的上限，两者增速以目前水平为中枢的窄幅波动将是管理层乐见的情况。

图 9： 社融明显少增



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10： M1、M2 小幅回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

四、贸易争端波澜再起 外部不确定性仍大

上周中美经贸磋商再现波折，5 月 6 日特朗普称将对 2000 亿美元的中国进口商品征收的关税由 10%上调至 25%，并于 5 月 10 日正式落地，对此中方表示将不得不采取必要的反制措施。此次美方主要还是为了增加谈判的筹码，以在谈判过程中为美国谋求更大的利益，且美国近期公布的较为强劲的数据与 2 万亿基建计划也使特朗普底气更足。但我们认为，中方在谈判的过程中极大概率会保持战略定力，譬如秉持内外资一致的原则加快金融开放等有利于我国经济改革进程的，尚有转圜协商的余地，但单方面让步以遏制我国经济发展的苛刻条款仍不具有签署的可能性。而面对不确定性较大的外部冲击，稳增长与调结构的权重或将迎来边际变动，若经贸摩擦再度升级，财政政策有边际加码宽松的可能。正如 5 月 10 日李克强总理主持召开企业减税降费专题座谈会上时强调，要让减税降费红利切实惠及企业，为促进经济平稳健康运行发挥重要作用。

五、上中下游跟踪

5.1 地产销售增速转负，汽车销售依旧承压

5 月第一周地产销售增速由正转负。从结构看，一、三线城市增速均由正转负且边际降幅较为明显。土地方面，土地供应受基数偏低影响同比增速改善明显，但环比有所回落，成交同比增速跌幅走扩，整体来看土地供应成交依旧低迷。汽车方面，尽管 4 月第五周乘用车市场零售批发走势小幅反弹，其中零售同比增速为 25%，前值为-32%；批发同比增速为 37%，前值为-22%；但从 4 月整体汽车销量数据来看，以乘联会数据计算，4 月零售同比-16.9%，批发为-17.4%，两者较上月均跌幅有所走扩。故而整体来看，终端需求仍然偏弱。

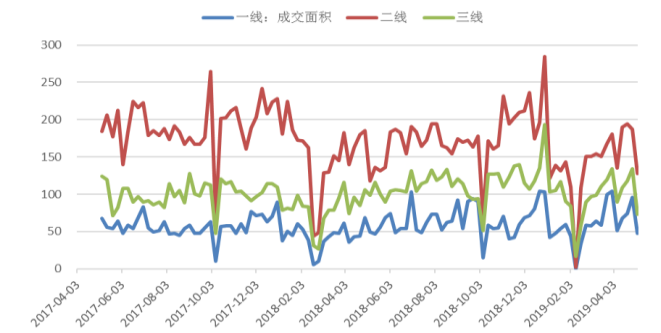
5.2 中游价格涨跌互现，需求仍相对疲弱

钢铁方面，高炉开工率回落偏快，螺纹钢价格趋稳，热轧板卷价格微有上调，冷轧板卷价格略有回落。铁矿石指数延续回升。水泥价格趋稳，中原、长江地区较强。化工方面，PTA 价格延续回落趋势，PTA 开工率小幅回升，涤纶 POY 略有回落。总体而言，中游价格涨跌互现，需求仍相对疲弱。

5.3 上游价格涨少跌多，全球需求疲弱态势稍有改善

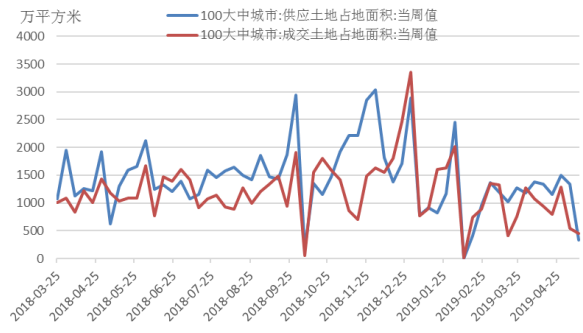
煤炭价格趋稳，六大发电集团日均耗煤量延续回落态势，同比有所恶化，发电集团煤炭库存小幅回落，秦皇岛港库存小幅回升。有色方面，LME 铜、铝、锌价格均回落。原油价格延续震荡下行。BDI、BCI 环比回落，同比跌幅收窄但依旧明显。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求疲弱态势较上周稍有改善，能否延续仍需观察。

图 11：地产销售增幅由正转负



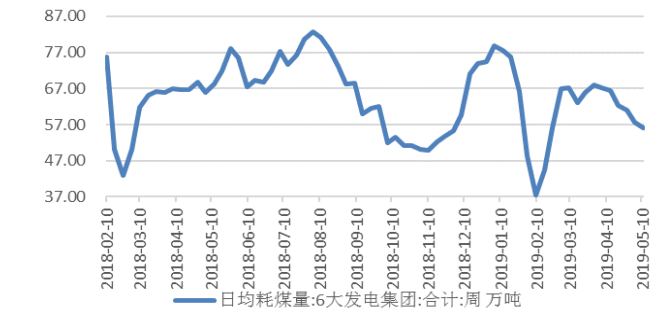
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：土地供应成交依旧低迷



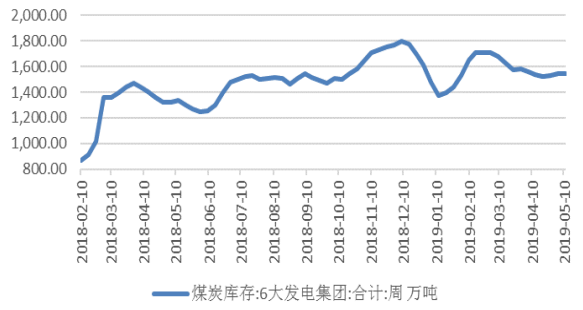
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 13：发电集团日均耗煤量延续回落态势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 14：发电企业煤炭库存小幅回落

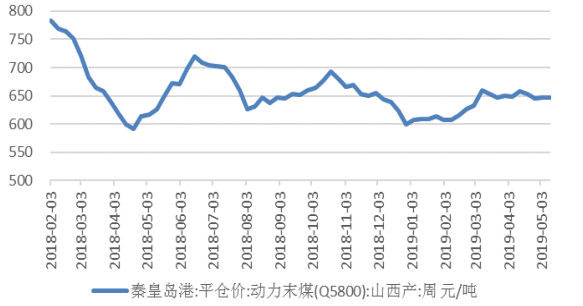


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 15：秦皇岛港库存小幅回升

资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 16：煤炭价格趋稳



资料来源：Wind，渤海证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12542