

物价出口纷纷回升 信用扩张好于预期

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年4月15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

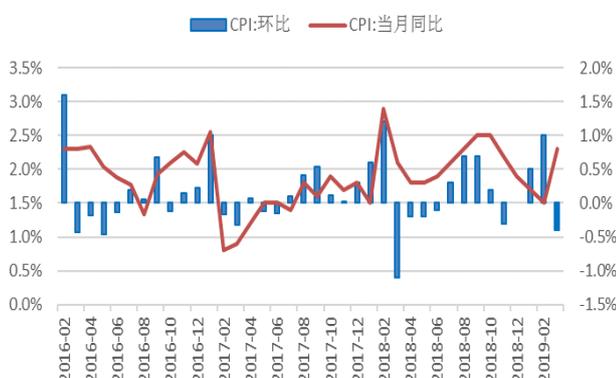
- **CPI 大幅上行, PPI 小幅回升。**3月CPI同比增速回升至2.3%，主要受食品项环比跌幅弱于季节性影响。具体来说，食品项方面，猪肉鲜菜表现强于季节性规律，鲜果价格环比涨幅收窄；非食品项方面，油价支撑下交通通信环比降幅弱于季节性。展望未来，猪价上涨叠加油价回升，再考虑翘尾因素小幅抬升，预计4月CPI增速将略有回升。PPI方面，3月PPI同比增速提升至0.4%，主要与油价上涨有关。具体来说，生产资料方面，采掘和原材料工业环比增速快于加工工业，表明供给依旧是价格提升的主导力量；而石油开采业和石油加工业环比增速较快，反应国际原油价格的上涨带动石油产业链价格提升是主导力量。展望未来，受翘尾因素小幅上行及原油价格延续回升影响，4月PPI或将小幅上行。
- **出口大幅上行, 内需尚待改善。**以美元计, 3月出口同比增速回升至14.2%，主要受春节错位引致低基数及对欧盟、东盟出口增速大幅提升影响。此外，虽然3月对美出口增速有所回升，但一季度对美出口增速较去年大幅回落，故中美经贸磋商释放积极信号影响仍在持续。展望未来，IMF近期再度下调全球经济增长预期，因而全球经济扩张动能依旧疲软，故出口高速增长恐难维持，预计4月出口增速应大幅回落。进口方面，3月进口同比增速-7.6%，应仍与我国内需偏弱有关。大宗商品价升量跌，主要受原油、机床进口数量大幅回落拖累。此外，1月至今进口同比增速延续下滑态势，或表明内需依然偏弱，故而积极财政政策仍将持续发力以呵护总需求。展望未来，随积极财政政策逐步落地，国内对生产原材料的需求也将回升，叠加4月9日起部分商品进口税率下调影响，进口增速或将保持一定韧性。
- **供给需求双双发力, 信用扩张好于预期。**2019年3月信贷扩张在春节因素消逝后再度显著发力，社融和信贷均超预期多增。从结构看，票据融资扩张弱化，但中长期贷款占比并未提升，短期贷款为当月信贷多增的主力。进一步从社融结构来看，非标融资再回暖，稳增长目标下监管对表外融资的限制有所放松；而企业债发行同比少增，这或许与前期债券发行加力有关。总的来看，财政刺激和银行的主动供给造就了3月份信用扩张的加力超预期。终端需求对信用扩张的抑制有所弱化，但是企业和居民部门的中长期贷款增长均不及短期贷款，这一事实表明需求不足依旧存在，财税刺激对需求的影响力仍需密切观察；考虑到银行主动供给主要源于“早贷款早受益”的思想，于是若终端需求的扩张强度提升缓慢，那么随着主动投放力度的减弱，信用扩张力度也将受限，而且M2和社融增速需要同GDP增长相适应，因此我们坚持认为这两者的改善空间是有限的。
- **高频数据跟踪表明：**
 - 下游方面，**地产销售增幅收窄，土地供应略有改善，土地成交稍显低迷。汽车零售增速稍有改善，批发增速转负，3月汽车销量跌幅收窄主要与经销商备货有关，整体来看，终端需求尚未见企稳回升之势。
 - 中游方面，**价格涨多跌少，需求疲弱迹象稍有改善。
 - 上游方面，**煤炭价格回升较快。有色方面，LME铜价微有回升，铝锌价回落偏快。原油价格高位震荡。BDI环比回升，同比跌幅走扩，BCI略有回暖，同比跌幅依旧明显。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势稍有缓解，但持续性存疑。
- **风险提示：**全球贸易争端和国内经济下行超预期。

一、CPI 大幅上行 PPI 小幅回升

CPI 方面，3 月 CPI 环比下降 0.4%，而同比增速回升至 2.3%，主要受食品项环比跌幅弱于季节性影响。具体来说，食品项方面，受非洲猪瘟发酵及产能出清影响，猪肉价格环比上涨 1.2%，涨幅强于季节性规律，考虑到去年同期供给充裕及节后需求转弱引致基数较低影响，猪肉价格对 CPI 同比增速的支撑作用将延续至二季度末；鲜菜受低温阴雨天气影响，环比跌幅弱于季节性；鲜果价格环比涨幅收窄；蛋类价格延续回落；食品项在猪肉、鲜菜拉动下，是支撑 CPI 同比增速的主要力量。非食品项方面，教育文娱、生活服务环比跌幅较大；油价支撑下交通通信环比降幅弱于季节性规律；房租环比涨幅较历年均值偏弱，值得持续关注。展望未来，受猪肉价格上涨带动影响，食品项环比降幅应有所收窄，非食品项环比增速受原油价格回升影响或将略有提振，再考虑 4 月翘尾因素小幅抬升影响，预计 4 月 CPI 增速将略有回升。此外，核心 CPI 涨幅弱于季节性表明需求整体依然偏弱，故而在稳定总需求的政策目标下，阶段性的物价上涨尚不会制约货币政策。

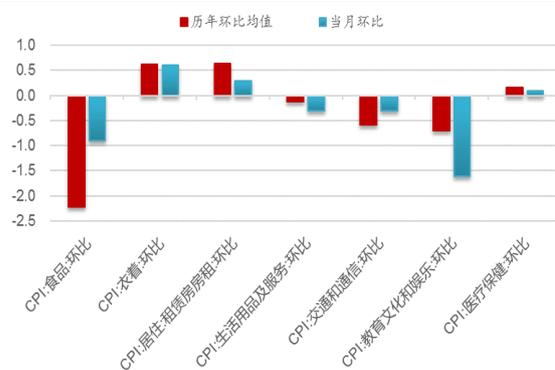
PPI 方面，3 月 PPI 环比增速由负转正，回升 0.1%，带动同比增速提升至 0.4%，主要与油价上涨有关。尽管节后积极财政政策逐步落地叠加企业复工节奏加快将有助于 PPI 同比增速的回升，但从具体分项来看，原油价格的上涨是 PPI 同比增速回升的主要支撑力量。具体来说，生产资料方面，采掘和原材料工业环比增速快于加工工业，表明供给依旧是价格提升的主导力量；而石油开采业和石油加工业环比增速较快，反应国际原油价格的上涨带动石油产业链价格提升是主导力量。生活资料方面，食品类环比增速小幅回升，耐用消费品跌幅收窄。展望未来，受翘尾因素小幅上行及原油价格延续回升影响，4 月 PPI 或将小幅上行。

图 1: CPI 同比增速大幅提升



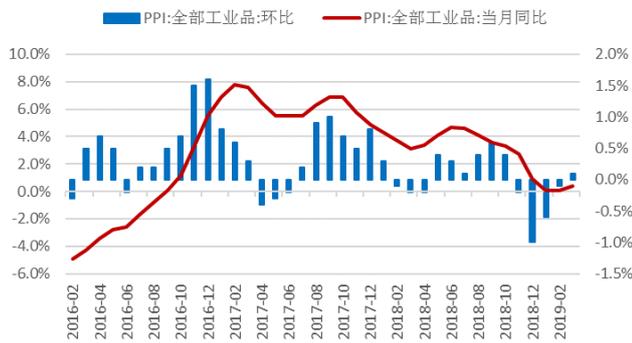
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 食品项环比跌幅弱于季节性规律



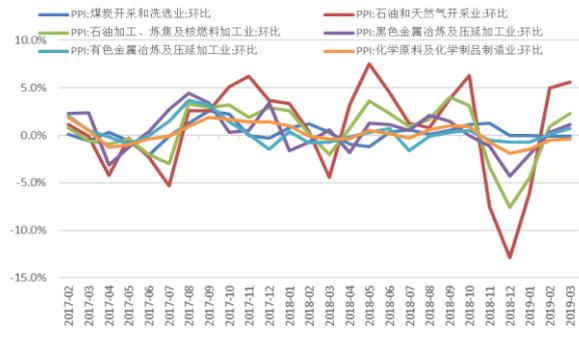
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: PPI 同比小幅抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 石油产业链环比增速较快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

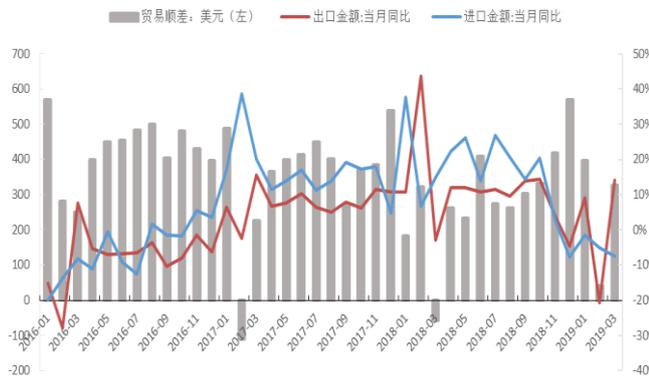
二、出口大幅上行 内需尚待改善

出口方面，以美元计，3 月出口同比增速回升至 14.2%，较上月大幅回升，主要受春节错位引致低基数及对欧盟、东盟出口增速大幅提升影响。具体来说，一方面，去年同期节后复工较晚导致基数较低有助于本期出口增速的回升；另一方面，从国别看，3 月对欧盟、东盟地区出口同比增速提升较快，一季度对欧盟、东盟地区出口增速维持在较高水平，故而对欧盟、东盟出口增速较高是支撑 3 月出口增速的主要力量。此外，虽然 3 月对美出口增速有所回升，但一季度对美出口增速较去年大幅回落，故而中美经贸磋商释放积极信号影响仍在持续。从产品类别看，劳动密集型产品提升幅度较大，主要受低基数效应影响。展望未来，IMF 近期再度下调全球经济增长预期，因而全球经济扩张动能依旧疲软，故出口高增速恐难维持，预计 4 月出口增速应大幅回落。

进口方面，3 月进口同比增速-7.6%，较上月回落 2.4 个百分点，应仍与我国内需偏弱有关。大宗商品价升量跌，从价格看，CRB 指数同比有所回升；从数量看，虽然铁矿砂、铜、大豆略有回升，但受原油、机床进口数量大幅回落拖累，进口增速下滑幅度较大。此外，值得注意的是，1 月进口增速-1.6%，2 月为-5.2%，3 月为-7.6%，1 月至今进口同比增速延续下滑态势，或表明我国内需依然偏弱，故而积极财政政策或仍将持续发力以呵护总需求。展望未来，预计随积极财政政策逐步落地，国内对生产原材料的需求也将有所回升，叠加 4 月 9 日起部分商品进口税率下调影响，进口增速或将保持一定韧性。

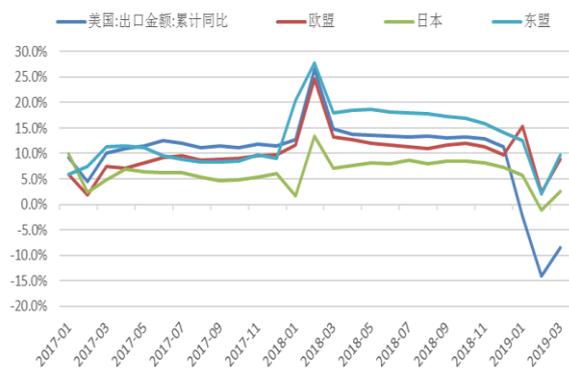
总的来看，本月出口增速大幅回升，进口增速延续回落态势，进口增速降幅较大引致贸易顺差衰退式增长。但在出口增速仍将回落，进口增速略有韧性的背景下，贸易顺差收窄趋势难改。

图 5：出口增速大幅回升 进口增速延续回落



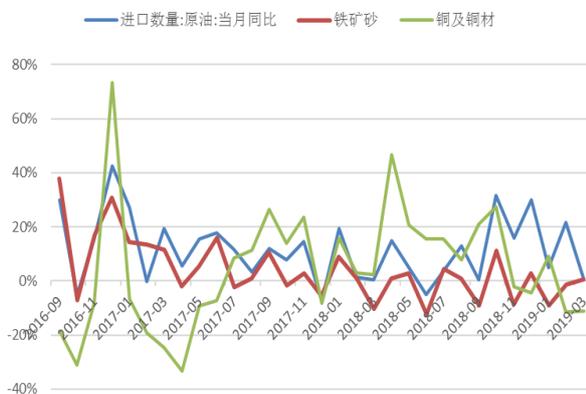
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：一季度对东盟、欧盟增速维持在较高水平



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：原油进口数量大幅回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：CRB 指数同比有所回升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

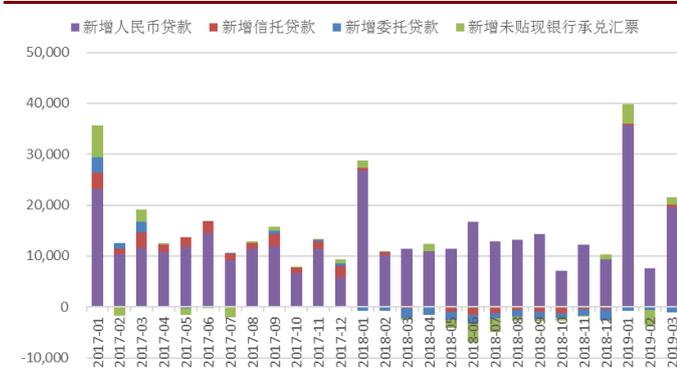
三、供给需求双双发力 信用扩张好于预期

2019 年 3 月信贷扩张在春节因素消逝后再度显著发力，社融和信贷均超预期多增，M1 受宽信用影响同比回升幅度更大，企业现金流紧张的态势进一步缓解。从结构看，新增票据融资占比下降，票据融资扩张弱化，但中长期贷款占比并未提升，短期贷款为当月信贷多增的主力，表明尽管需求在财政刺激加力的作用下有所回暖，但银行部门的主动投放依然对 3 月份的信贷多增提供了更多的助力。进一步从社融结构来看，非标融资再回暖，稳增长目标下监管对表外融资的限制有所放松；而企业债发行同比少增，这或许与前期债券发行加力有关。

综上所述，财政刺激和银行的主动供给造就了 3 月份信用扩张的加力超预期。终端需求对信用扩张的抑制有所弱化，但是企业和居民部门的中长期贷款增长均不及短期贷款，这一事实表明需求不足依旧存在，财税刺激对需求的影响力仍需密切观察；考虑到银行主动供给主要源于“早贷款早受益”的思想，于是若终端需求的扩张强度提升缓慢，那么随着主动投放力度的减弱，信用扩张力度也将受限，

而且 M2 和社融增速需要同 GDP 增长相适应，因此我们坚持认为这两者的改善空间是有限的。

图 9：社融超预期多增



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：M1 回升幅度更大



资料来源：Wind，渤海证券研究所

四、上中下游跟踪

4.1 地产销售增幅收窄，汽车批发增速转负

4 月初地产销售改善幅度有所收窄。从结构看，一线城市边际降幅最为明显，正如之前在周报中所说，我们认为之前地产销售的改善应与政策边际放松后，前期压制需求集中释放有关，地产销售已在逐步重回常态，预计地产销量难以持续改善。土地方面，土地供应略有改善，土地成交稍显低迷。4 月第一周乘用车零售同比增速为 8%，批发同比增速为 -6%，零售增速稍有改善，批发增速转负；尽管中汽协公布的 3 月汽车显示乘用车销量降幅收窄，但主要是受经销商备货增加影响，需求尚未见企稳回升之势，故而终端需求依旧偏弱。

4.2 中游价格涨多跌少，需求疲弱迹象稍有改善

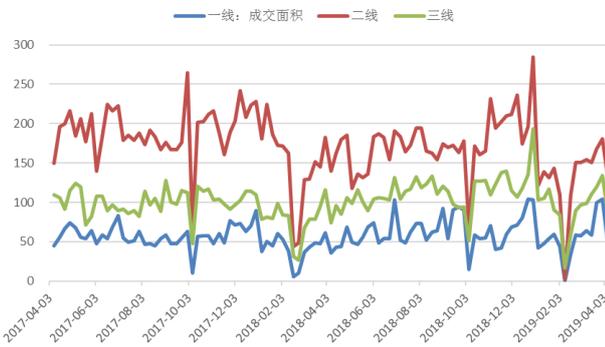
钢铁方面，高炉开工率回升依旧较快，螺纹钢、冷热轧板卷价格均回升。铁矿石指数大幅回升。水泥价格延续回升态势，长江、华东、京津冀较强。化工方面，PTA 价格回升偏快，PTA 开工率有所上行，涤纶 POY 略有回升。总体而言，中游价格涨多跌少，需求疲弱迹象稍有改善。

4.3 上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势稍有缓解

煤炭价格回升较快，六大发电集团日均耗煤量略有回落，同比略有改善，发电集

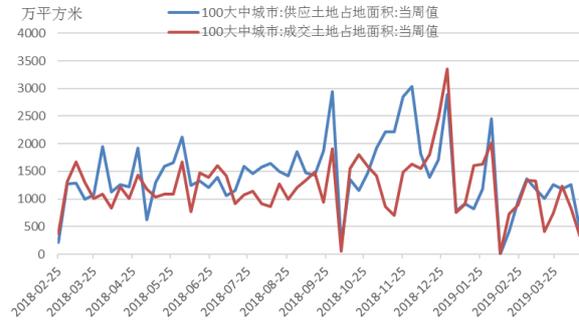
团煤炭库存小幅回落，秦皇岛港库存趋稳。有色方面，LME 铜价微有回升，铝锌价回落偏快。原油价格高位震荡。BDI 环比回升，同比跌幅走扩，BCI 略有回暖，同比跌幅依旧明显。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求疲弱态势稍有缓解，但持续性存疑。

图 11: 地产销售同比增速收窄



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 3月土地供应同比改善, 成交同比略有回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 发电集团日均耗煤量略有回落



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: 秦皇岛港煤炭库存趋稳



图 16: 煤炭价格回升较快



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_13144



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn