

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

3 月生产企稳, 能源与猪价修复 或支撑物价改善

——宏观追踪

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019 年 03 月 25 日

相关研究

- 1 《宏观报告: 一季度宏观经济开局平稳, 政策落地料将加快-宏观追踪》 2019-03-18
- 2 《宏观报告: 2 月社融回调, 通缩延续, 政策托底呵护市场-宏观跟踪》 2019-03-11
- 3 《宏观报告: 逆周期调节加码, 宏观政策发力持续-宏观专题》 2019-03-05
- 4 《宏观报告: 2 月春节效应渐逝, 经济企稳仍需时日-宏观月报》 2019-02-28
- 5 《宏观报告: 央行为永续债背书, CBS 着力“宽信用”-宏观专题》 2019-01-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

数据:

2019 年 1-2 月用电量数据显示: 1-2 月, 全社会用电量 11063 亿千瓦时, 累计同比增长 4.5% (前值 8.49%), 2 月当月同比增速 7.2% (8.78%), 同比缓慢回落。

1-2 月份全国原煤产量 5.1 亿吨, 同比下降, 报-1.5%, 前值 2.1%。1-2 月全国进口原煤 5114 万吨, 较去年同期增长 4.9%, 1 月进口煤炭增速达 19.5%。

1-2 月全国天然气生产量 286.8 亿立方米, 同比增长 9.2% (前值 8.8%)。1 月份和 2 月份分别进口天然气 981 万吨和 757 万吨, 同比增长 26.8% 和 9.0%。

观点:

- 企业用电量或将提升: 第三产业和居民用电分别保持 10.5% 和 11.1% 的同比增速, 但是工业用电增速受季节性因素影响回落, 1-2 月工业用电累计同比仅为 1% (前值 7.9%), 第二产业累计同比增长 1.2%, 创下 2016 年 6 月以来的新低。考虑到两会过后复产加速, 工业用电开始修复, 未来仍有上升空间, 反映宏观经济增速边际改善。
- PPI 或受能源价格提振: 上周美联储宣布美元加息暂缓, 缩表延迟, 对大宗商品产生提振作用, 国际油价反弹, 对 CPI 中的非食品项和 PPI 中的生产资料分项均有正向贡献, 2 月燃料价格环比 3.5% (-3.6%); 柴油和汽油价格分别上涨 3.9% 和 3.6%。3 月生资价格修复, 有助于提升当前处于正负边界的 PPI 改善。
- 猪价环比上升带动 CPI 上升: 主要原因有三。一是天气转暖疫情高发, 猪肉价格自非洲猪瘟催化, 猪农主动去库, 供给收窄; 二是猪粮比上升, 玉米价格回落, 中美关系缓和进口玉米或进一步抑制粮食价格, 猪价持续走高和玉米的走弱导致猪粮比持续走高, 激发加快出栏; 三是能繁母猪存栏环比快速回落。当前受猪瘟影响存栏低, 且猪粮比高, 供给紧, 价格仍有上涨空间。
- 整体来看: 一季度生产和需求尚未明显改善, 但消费投资增速已经开始在政策推动下趋稳, 若基建持续发力叠加海外大宗商品随美元预期走弱上涨都将带动原材料价格上涨, 对基本面和物价产生支撑, 纾困难度降低, 货币政策大力对冲的必要性也将减弱, 各类货币工具空间收窄, 对借助放水养鱼提振股市和债市的预期将会减弱。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严; 中美关系多变

内容目录

1. 1-2 月用电量触底，3 月生产修复或在路上.....	3
2. 3 月能源供需紧平衡，支撑生产资料价格.....	4
3. 猪肉价格 3 月快速上升，推升 CPI.....	4
4. 物价水平整体平稳，但底部修复概率增大.....	6
5. 结论与建议	6

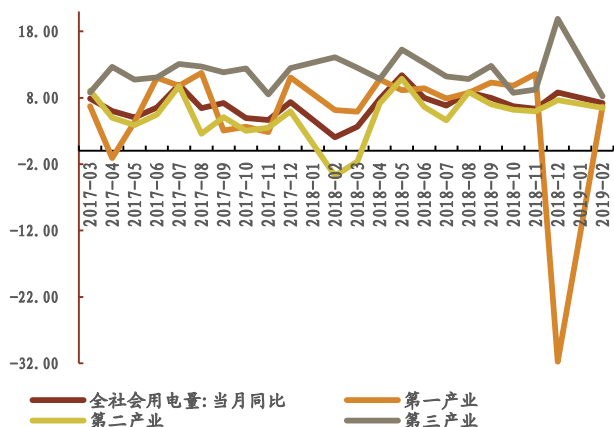
图表目录

图 1: 2 月全社会用电量当月同比增速回落 (%)	3
图 2: 1-2 月居民用电上升，工业生产用电回落 (%)	3
图 3: 1-2 月居民用电占比扩大，行业用电占比减少	3
图 4: 1-2 月先行指标预示 3 月工业生产趋稳修复.....	3
图 5: 油价反弹，交通成本环比上升.....	4
图 6: 1-2 月美元指数趋弱，人民币稳中有升	4
图 7: 猪周期循环.....	4
图 7: 猪周期提前触底，2 季度 CPI 或修复.....	5
图 8: 3 月猪价批发环比快速增长	5
图 10: CPI 同比增速与猪肉价格波动一致.....	5
图 11: 母猪存栏低，也反映短期存栏难以修复	5
图 12: 玉米价格回落，猪粮比回升，加速出栏	6
图 13: 春节存栏环比增速低位，2 月更处历史低位	6

1. 1-2 月用电量触底，3 月生产修复或在路上

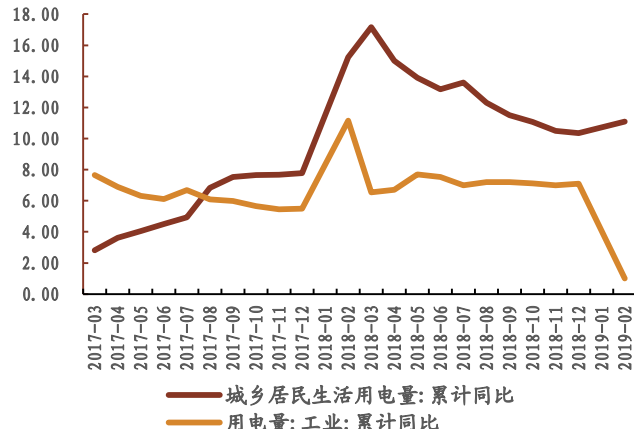
1-2 月全社会用电量稳中回落——累计同比增长 4.5%（前值 8.49%），2 月当月同比增速 7.2%（1 月为 8.78%），同比缓慢回落。用电量回落的主因有三：一是暖冬效应，2019 年 1 月和 2 月全国平均气温较上年同期偏高，采暖需求边际减弱；二是春节较上年提前 10 天，生产淡季工业需求减弱；第三，去年同期的高基数效应。3 月在两会结束后，环保要求宽松，用电量随着生产开工也开始触底反弹。

图 1：2 月全社会用电量当月同比增速回落（%）



资料来源：中原证券，wind

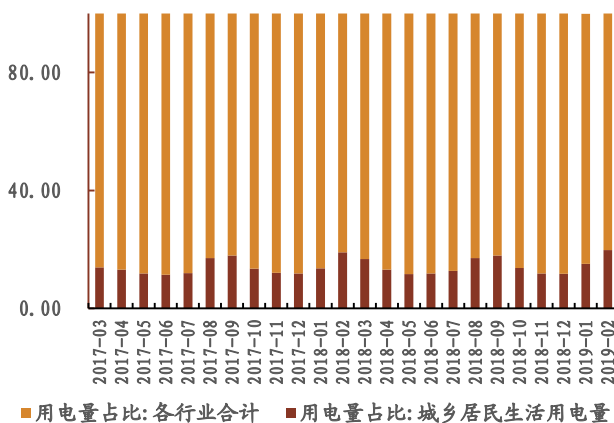
图 2：1-2 月居民用电上升，工业生产用电回落（%）



资料来源：中原证券，wind

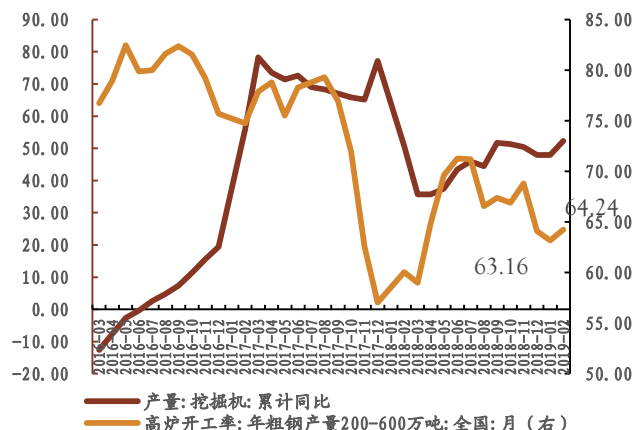
从用电部门的结构上看，1-2 月份，居民用电增速加快达到 11.1%，但工业电累计同比下滑明显，报 1%（前值 7.9%），第二产业累计同比增长 1.2%，增速降至 2016 年 6 月以来的新低，主因各行业生产增速均有放缓。第三产业用电保持 10.5%，连续 13 个月双位数增长，然而考虑到居民用电比重较小大约为 30%，工业生产修复才是带动用电增速上升的关键。

图 3：1-2 月居民用电占比扩大，行业用电占比减少



资料来源：中原证券，wind

图 4：1-2 月先行指标预示 3 月工业生产趋稳修复



资料来源：中原证券，wind

2 月份，代表投资的先行指标挖掘机产量累计同比增速加快，从 1 月份的 47.9% 上涨到 2 月份的 52.3%；代表工业生产的先行指标高炉开工率也从 63.16% 上升到 64.24%，叠加 1-2 月投资累计增速 6.1%（前值 5.8%），以及消费增速同比 8.2%，前值 8.16%，表现好于预期，预

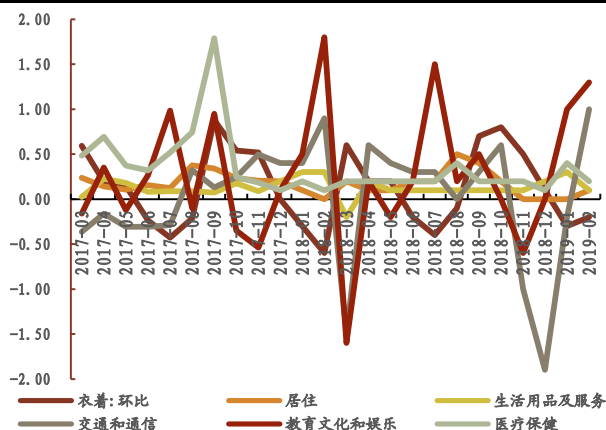
计3月经济基本面或边际改善，同时也将带动用电量增速回升。

2.3 月能源供需紧平衡，支撑生产资料价格

一月神木矿难减产以及两会环保，降低原煤供给，需求端，3月复产后，工业企业对上游能源采购需求增大，这对于原本库存低位又受美元走弱提振的原油商品价格更有带动作用，或将对3月PPI价格指数形成支撑。

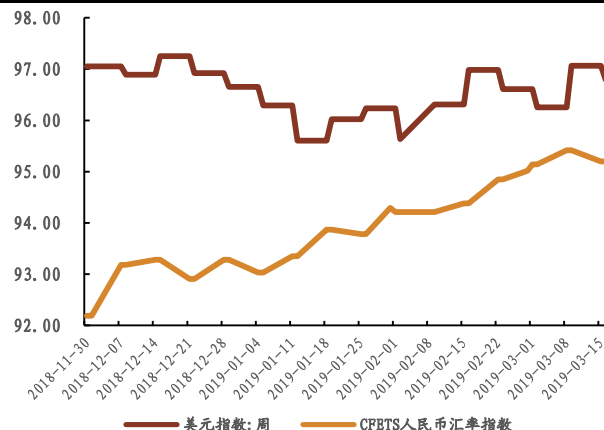
从产量上看：原油减产延续，原煤生产低位修复。原煤方面：1-2月份原煤产量-1.5%（前值2.1%），转负的主因是1.12神木矿难，榆林大批煤矿未能如期复产。1-2月进口原煤5114万吨，较去年同期增长4.9%，3月复产验收以及第三批煤矿复产计划发布。两会结束环保宽松，原煤产量增速料将转正。天然气产量增速加快，前两月286.8亿立方，同比增长9.2%（前值8.8%），2月进口增速9%。能源价格整体高位支撑生产资料价格从而带动PPI修复上行至0.5%。

图5：油价反弹，交通成本环比上升



资料来源：中原证券，wind

图6：1-2月美元指数趋弱，人民币稳中有升

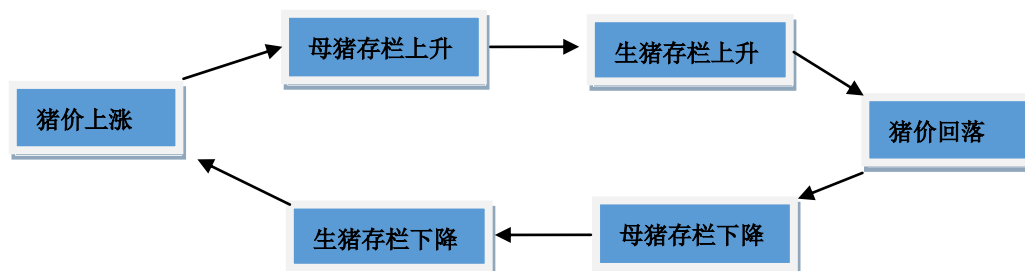


资料来源：中原证券，wind

3. 猪肉价格3月快速上升，推升CPI

猪周期波动主要通过食品项影响CPI走势，2019年猪肉占CPI权重为2.5%，畜肉类占比4.4%，但考虑到猪价对所有肉制品均有替代效应，猪价上涨将会间接影响食品项中其它肉制品供求关系，进而影响CPI。从历史表现看，猪周期运行轨迹与CPI波动趋势整体具有一致性。

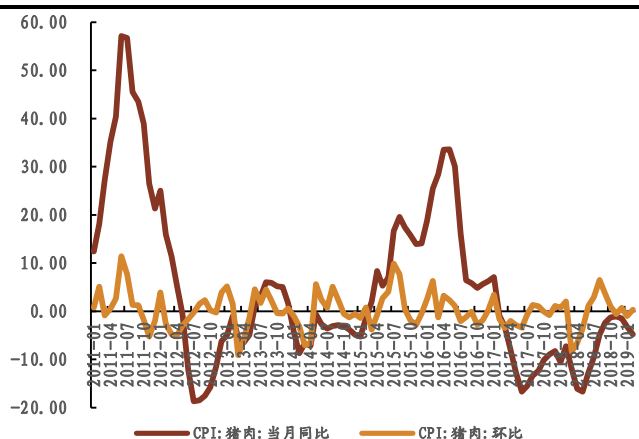
图7：猪周期循环



资料来源：中原证券

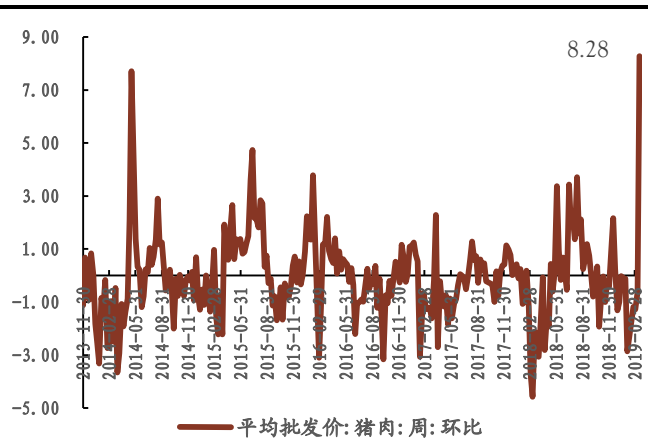
3月乃至2季度猪肉价格环比上涨的主要原因有三：一是天气转暖疫情高发，猪肉价格自非洲猪瘟催化，猪农主动去库，供给收窄；二是猪粮比上升，玉米价格较上周累计最高下调100元/吨以上，3月山东玉米价格在1810-1870元/吨，中美关系缓和进口玉米或进一步抑制粮食价格，猪价持续走高和玉米的走弱导致猪粮比持续走高，激发加快出栏；三是能繁母猪存栏环比加速回落。当前受猪瘟影响，生猪存栏低，母猪同样低位，即使猪粮比高有激励效应，但短期难以摆脱低存栏带来的供求紧平衡，因此预计猪肉价格仍有上涨空间。

图 8: 猪周期提前触底, 2 季度 CPI 或修复



资料来源：中原证券，wind

图 9: 3 月猪价批发环比快速增长



资料来源：中原证券，wind

图 10: CPI 同比增速与猪肉价格波动一致

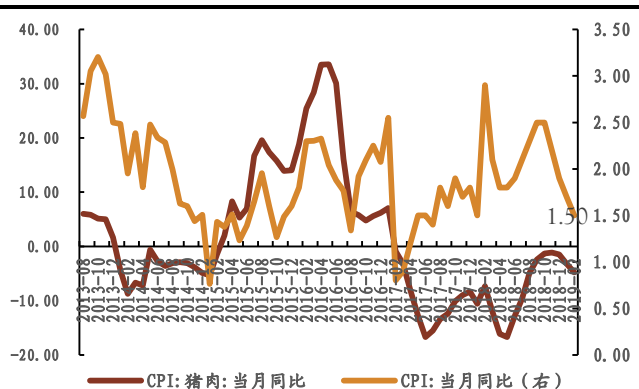
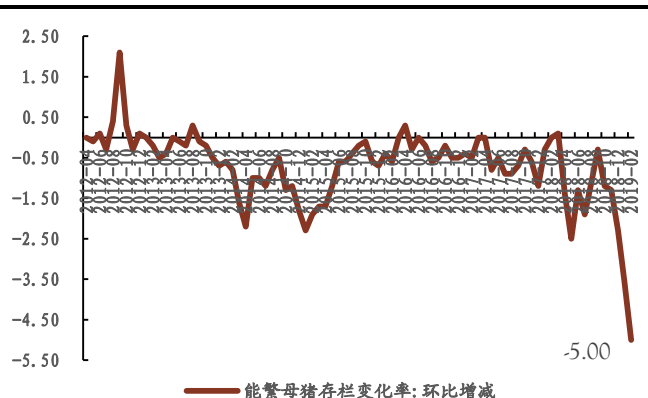


图 11: 母猪存栏低, 也反映短期存栏难以修复



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_13518

