

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

2月社融回调，通缩延续，政策托底呵护市场

——宏观跟踪

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019年03月11日

相关研究

- 1 《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
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《宏观报告: 央行为永续债背书-宏观专题》 2019-01-25
- 5 《宏观报告: PMI再创新低, 中央释放全面降准信号意在对冲-宏观专题》 2019-01-06

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:

根据3月9日统计局公布的物价指数显示, 2月CPI报收1.5%(1.7%), 较上月回落0.2个百分点; PPI报收0.1%(0.1%), 与前值持平;

根据3月8日海关发布的外贸数据显示, 按美元计价, 1-2月, 我国进出口总值6627.2亿美元, 下降3.9%。其中, 出口3532.1亿美元, 下降4.6%; 进口3095.1亿美元, 下降3.1%; 贸易顺差437亿美元, 收窄13.6%。

3月10日统计局2月M2货币供应同比增长8.0%, 较上月回落0.4个百分点, 2月当月人民币贷款增加8858亿元, 同比多增465亿元, 预期为9500亿元。

点评:

- 金融数据: 2月经济下行压力增大, 生产放缓, 企业中长期融资需求回落, 跨年叠加地产销售持续走弱, 居民中长期信贷收缩。同时, 未贴现银行票据走弱, 不支撑表外融资修复, 三方面因素共同拖累下, 2月新增社融不及预期。
- 物价数据: CPI同比增速在高基数下回落0.2个百分点, 鲜菜、鲜果、猪肉等食品价格环比上升, 非食品项中能源价格也因国际油价反弹提振; PPI趋势回落压力不减, 但是因翘尾因素作用, 同比增速持平上月报0.1%。
- 外贸数据: 中美谈判缓解, 应激效应钝化, 叠加去年同期的高基数效应和内外需走弱的客观条件, 以及人民币修复等因素共同作用, 进出口增速均有回落, 但出口表现不及进口, 贸易顺差收窄。
- 两会政策导向: 积极财政呼唤减税降费继续发力, 财政赤字目标上调至2.8%, 推动基建投资在重点领域落地; 货币政策稳健中性, 体现逆周期调解和稳杠杆, 引导利率并轨并下行, 打通信用通道, 助力民企融资困境缓解。
- 整体来看: 生产和需求尚未改善, M2增速也处于历史低位, 政策仍需持续发力托底, 交投情绪改善, 政策对市场的保护力度走强。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 通缩预期持续，PPI 挤压利润空间	3
2. 外贸增速趋势回落	5
3. 2月当月社融表现不及预期	5
4. 货币政策适度宽松，稳健中性仍是主基调	6
5. 结论与建议	7

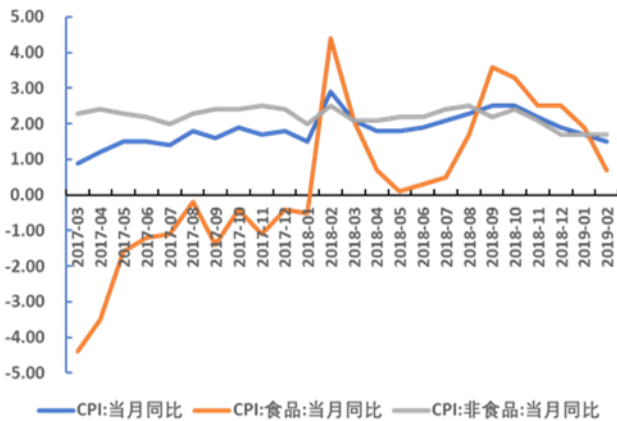
图表目录

图 1: 2月 CPI 食品分项同比延续回落 (%)	3
图 2: 2月鲜菜、猪肉、鲜果价格同比回落 (%)	3
图 3: 2月食品项和非食品项均环比上涨	3
图 4: 2月食品项主要分项环比增速上涨	3
图 5: 2月油价反弹，交通成本环比上升	4
图 6: 2月文娱、交通通信、医疗保健环比增速居前	4
图 7: 2月生产资料价格持平	4
图 8: 2月三大分项均保持弱势	4
图 9: 2月进出口增速回落	5
图 10: 2月汇率走高，贸易顺差收窄	5
图 11: M2 增速回落，M2-M1 剪刀差收窄	6
图 12: 社融增量回落	6

1. 通缩预期持续，PPI 挤压利润空间

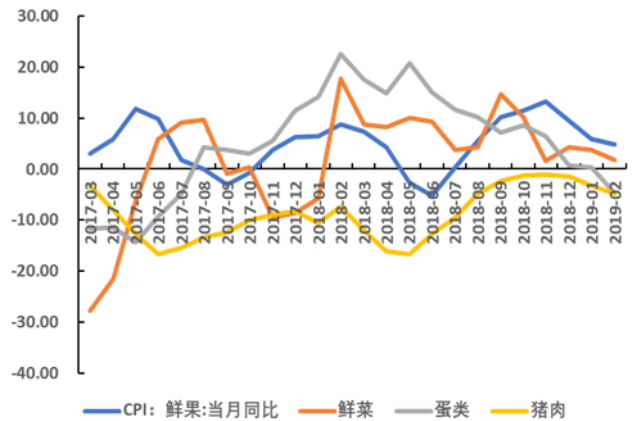
2月CPI回落，从主要分项上看，食品项同比增速0.7%（前值1.9%），回落1.2个百分点；非食品项同比增1.7%（前值1.7%）。1-2月CPI在高基数下，同比中枢下移，但环比仍在修复上行。春节因素和天气因素影响，鲜菜、鲜果和水产品价格较1月环比上涨。带动CPI环比上涨1.0%（前值0.5%），涨幅扩大。

图 1：2 月 CPI 食品分项同比延续回落（%）



资料来源：中原证券，wind

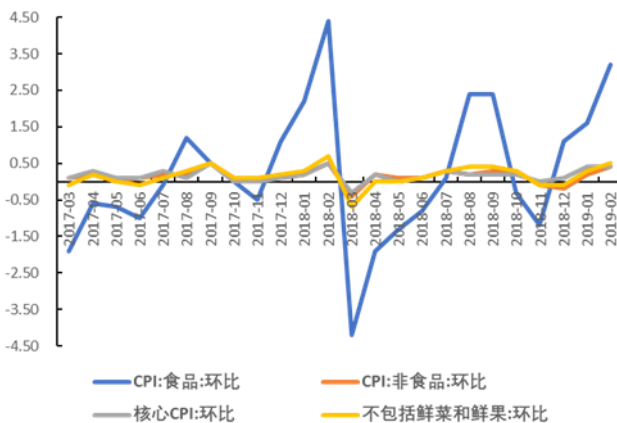
图 2：2 月鲜菜、猪肉、鲜果价格同比回落（%）



资料来源：中原证券，wind

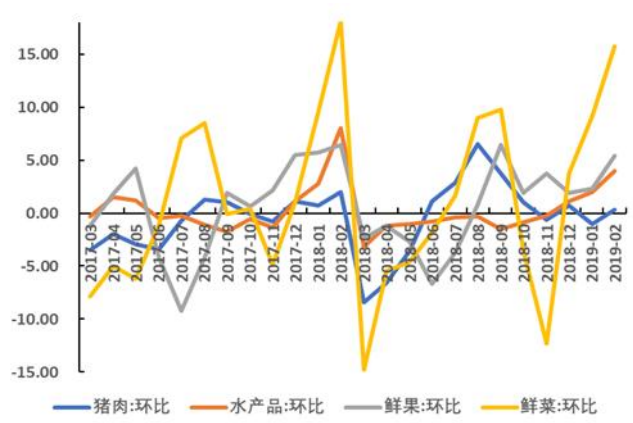
食品项中，具体来看，2月蔬菜、鲜果供需从紧，推升CPI环比增速，鲜菜环比上涨15.7%（9.1%），由于鲜菜在CPI的权重为2.48%，带动CPI环比上升0.41个百分点；受疫情影响，出栏提前，猪肉价格环比增速报0.3%，处于修复的路上（上月-1%），猪肉在CPI权重为2.5%，环比带动CPI上升0.01个百分点，预测猪周期或在三季度走出底部。

图 3：2 月食品项和非食品项均环比上涨



资料来源：中原证券，wind

图 4：2 月食品项主要分项环比增速上涨

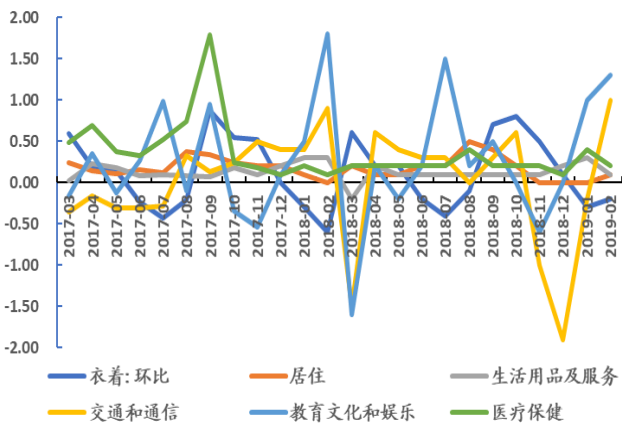


资料来源：中原证券，wind

从非食品项看，非食品价格环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，同比增速为1.7%持平上月。具体来看：2月环比增速的前三位分别为文娱、交通和医疗，分别1.3%、1.0%和0.2%。其中交通通信涨幅转正报1%（前值-0.2%）；医疗环比增幅收窄0.2%（前值0.4%），文娱价格环比增幅扩大1.3%（前值1%），衣着价格环比回落，但跌幅收窄-0.2%（前值-0.3%），

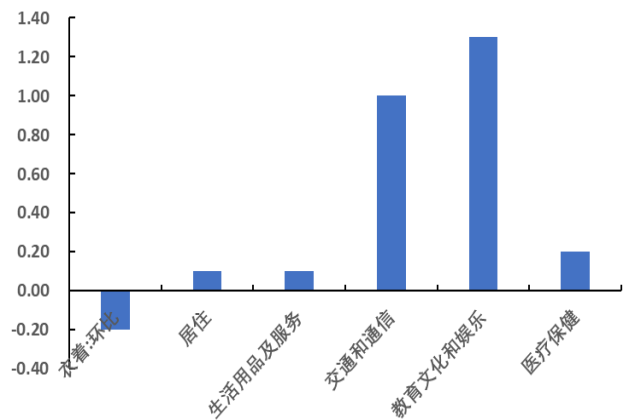
非食品项主要受国际油价反弹影响。燃料价格环比 3.5% (前值-3.6%);柴油和汽油价格分别上涨 3.9%和 3.6%。

图 5: 2 月油价反弹, 交通成本环比上升



资料来源: 中原证券, wind

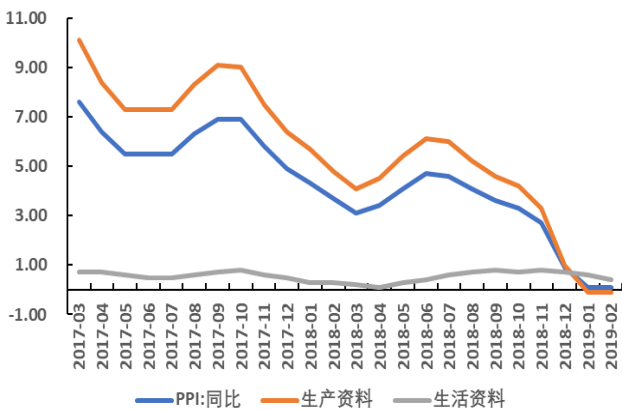
图 6: 2 月文娱、交通通信、医疗保健环比增速居前



资料来源: 中原证券, wind

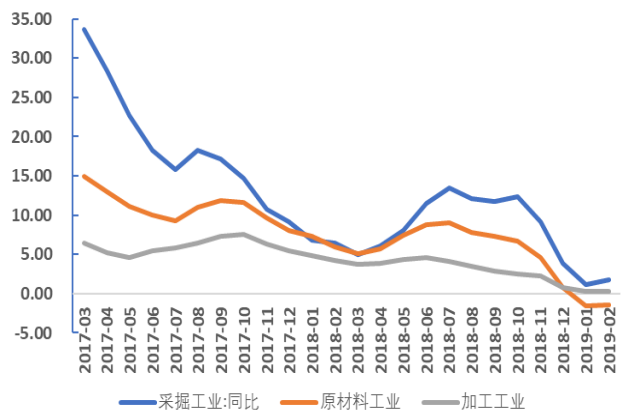
2 月生产资料持平但实际存在下行压力, 主要原因有三个方面: 一是, 生产上, 国内经济运行平稳, 内需尚弱。生产与消费活动均呈放缓态势, 对海外原料进口需求也转弱; 二是, 库存上, 下游生产放缓对上游原料库的需求不强, 库存仍有下降空间, 对生资价格没有较强支撑。三是, 油价上, 上周国际油价暂时反弹, 对冲上游需求回落, 但限产并非市场所为, 未来仍有回调空间, 二季度随着投资和基建发力, 生资价格或有修复但难通过上游输入推涨成本。

图 7: 2 月生产资料价格持平



资料来源: 中原证券, wind

图 8: 2 月三大分项均保持弱势



资料来源: 中原证券, wind

CPI 同比增速连续 3 个月处于 2%以内, 通胀压力不大。高基数是 2 月 CPI 下降的主因。但节后食品项环比价格修复, 鲜菜、鲜果、猪肉的价格纷纷上行, 非食品项中能源价格提振, 环比也在上升。

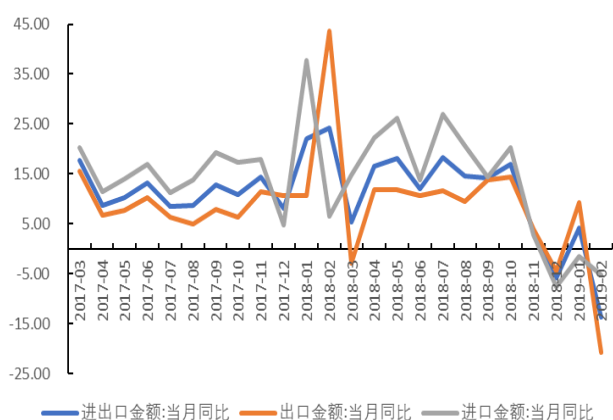
PPI 同比增速的中枢可能延续回落, 工业企业盈利增速短期难以看到回升拐点, 在经济下行背景下, 降准降息的可能性都在增大, 但降准依然是首选, 没有通胀掣肘, 未来通过货币工具释放流动性, 保障资金面合理充裕, 缓解信用危机, 效果将更为明显。

整体来看，一季度通胀下行，步入 1 时代，这与两会制定全年通胀压力 3% 以内的论述相比存有空间，赋予货币政策工具更多发力选择。

2. 外贸增速趋势回落

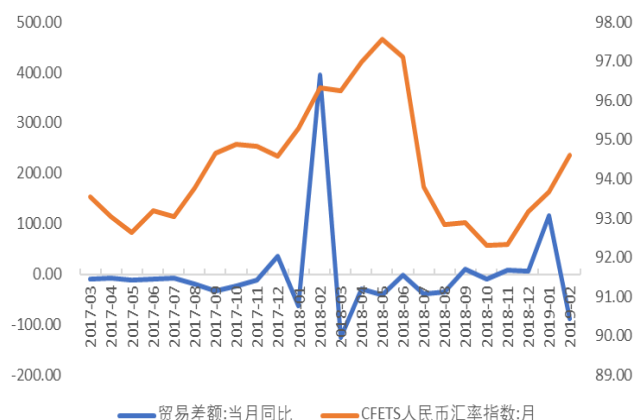
2 月份，我国进出口总值 2663.6 亿美元，同比增长-13.8% (4.1)。其中，出口 1352.4 亿美元，增长-20.7% (9.3%)；进口 1311.2 亿美元，增长-5.2% (-1.5%)；贸易顺差 41.2 亿美元，收窄-87.2% (115.83%)。出口同比负增长已创 2016 年 3 月份以来的新低。

图 9：2 月进出口增速回落



资料来源：中原证券，wind

图 10：2 月汇率走高，贸易顺差收窄



资料来源：中原证券，wind

外贸数据不及预期。主要原因有三：一是，全球经济复苏放缓，外需基本面走弱，尤其是美国经济增速放缓。2 月美国 PMI 数据回落，环比下降 2.4 至 54.2%，低于市场预期，创自 2016 年 11 月以来最低值；二是去年同期经济反弹拉动出口增速进入高位，基数效应使然；三是应激效应虽有钝化，贸易战缓和，但替代效果需要时间消化，出口放缓大势所趋；

进口增速回落原因有二：一是 2 月内需趋弱，大宗商品虽有短暂反弹但下行预期下价格修复仍需时间；二是高基数效应和春节因素，进口增速虽不及预期，仍好于出口。综合 1-2 月数据来看，全球经济增速略有放缓，而且去年同期基数比较高，去年年初还没有受到贸易摩擦的影响。春节效应逝去，外贸数据也将回归平稳。

考虑出口增速持续回落和进口增速有望修复，预计顺差收窄是趋势。人民币汇率短期修复，但长期仍将下行，波动较为平滑，对出口贡献有限。

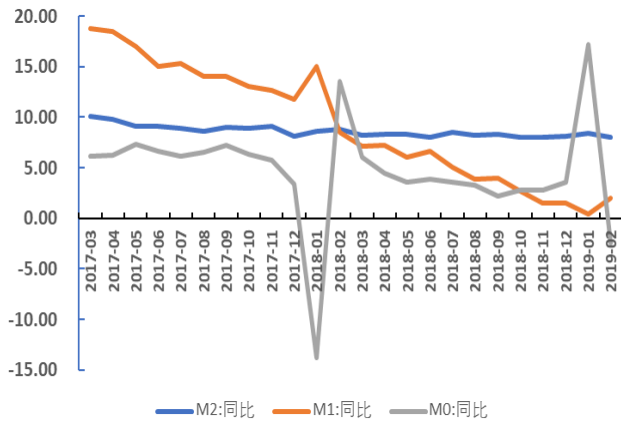
3. 2 月当月社融表现不及预期

2019 年 2 月末 M2 余额 186.74 万亿元,同比增长 8% (8.4%); M1 余额 52.72 万亿元,同比增长 2% (0.4%), M2-M1 剪刀差收窄,活性减弱; 2 月社融 7030 亿元,比上年同期少 4847 亿元。

结构上看，有三个特点：一是**信贷增速放缓**。2 月信贷增加 7641 亿元，同比少增 2558 亿元。外币贷款减少 105 亿元，同比多减 191 亿元；二是**表外依然收缩**。三项合计减少 3648 亿

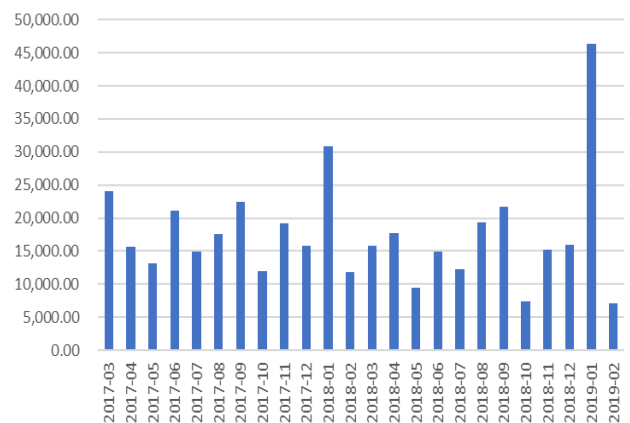
元。其中：委托贷款减少 508 亿元，同比少减 242 亿元；信托贷款减少 37 亿元，同比多减 711 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3103 亿元，同比多减 3209 亿元，生产淡季，春节票据需求减弱；三是直接融资增量分化。企业债券净融资 805 亿元，同比多 191 亿元；地方政府专项债券净融资 1771 亿元，同比多 1663 亿元；股票融资 119 亿元，同比少 260 亿元。

图 11: M2 增速回落, M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：中原证券，wind

图 12: 社融增量回落



资料来源：中原证券，wind

2019 年 2 月人民币贷款增加 8858 亿元 (32300 亿元)，同比多增 465 亿元。其中：企业部门新增贷款 8341 亿 (25800)，同比多增近 900 亿元，居民部门贷款减少 706 亿元 (9898 亿元)，同比少增 3457 亿元。

结构上看，有两个特点：

一是居民信贷增速放缓。居民短贷减少 2932 亿元，同比多减 2463 亿元，中长贷增加 2226 亿元，同比少增 994 亿元。主因春节因素叠加地产走弱；

二是企业中长期信贷走弱。短贷增加 1480 亿，同比多增约 70 亿，中长贷增加 5127 亿，同比少增近 1500 亿，主因 1 月信贷替代和透支 2 月需求。

前两个月人民币贷款增加 4.11 万亿元，2 月新增信贷 8858 亿元 (1 月为 3.23 万亿)，同比多增 3748 亿元。居民贷款增加 9192 亿元，短期贷款减少 3 亿元，中长期贷款增加 9195 亿

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_13744



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn