

旬度经济观察

——经济持续走弱，社融不及预期

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 3 月 11 日

内容提要

2 月中采 PMI 触及四年来低点，观察微观层面的数据，发电耗煤同比增速持续下滑，高炉开工率走平，水泥价格回落，工业生产处于偏弱的水平。与此同时，一二月出口数据大幅走弱，显示全球经济复苏节奏放缓。

在全球经济趋势性走弱，国内环保限产边际趋松的背景下，周期品价格从年初以来持续上涨，这或许和相关行业库存调整有关。根据历史的模式，短期 PPI 环比仍有望上行，但年内 PPI 环比进一步走弱的可能性较大。

新近公布的金融数据显示，地方政府专项债持续发力，但难以抵消人民币贷款以及表外融资的双双回落，社融增速经历上月的大幅反弹后出现回落，金融数据的延续性或许会对权益市场产生显著影响。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

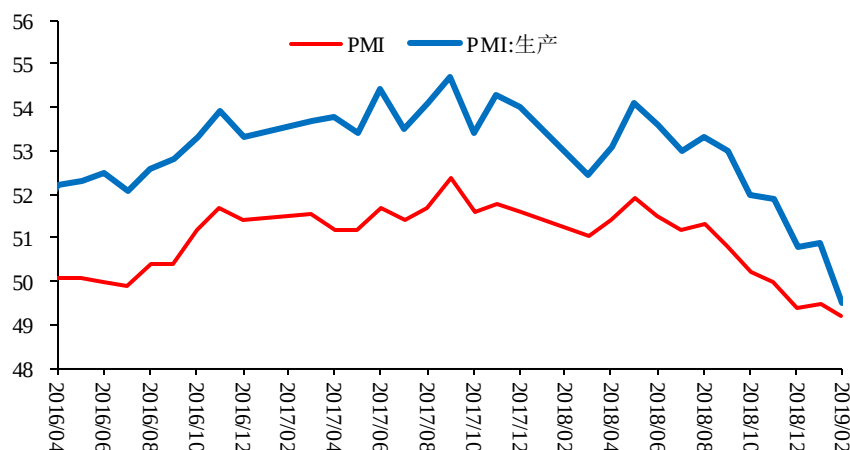
一、工业生产持续走弱

2月中采制造业PMI录得49.2，较上月回落0.3个百分点。其中生产、库存分项全面走弱，而与贸易相关的新出口、进口订单回落幅度较大。观察同期微观数据，发电耗煤同比增速持续下滑，高炉开工率走平，水泥价格回落，可见生产活动还处在一个偏弱的水平。

价格方面，PPI环比回升，PMI主要原材料购进价格、南华工业品指数延续一月以来的涨势。今年以来在全球经济大幅走弱、国内环保限产边际趋松的情况下，工业品价格维持强势，这可能和周期行业供应端存货调整有关。

合并来看，国内需求还在持续萎缩，一季度的经济下行压力仍然较大。今年的两会政府工作报告将经济增长目标由去年的“6.5%左右”，调整至“6%—6.5%”，同时上调赤字率、增发专项债、以及超预期扩大减税降费规模，这表明政府对经济下行有更大的包容度，并逐步发力进行逆周期调节。我们预计积极财政政策对GDP的拉动作用相比去年多增0.72个百分点。

图1: PMI生产和新订单



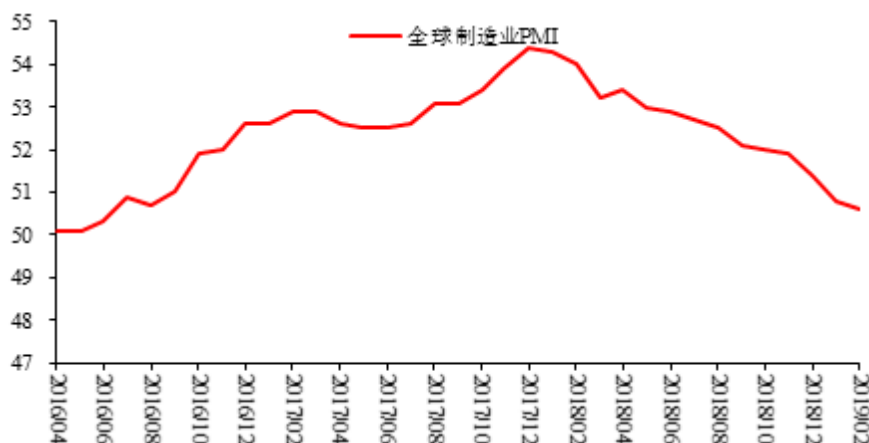
数据来源: Wind, 安信证券

新近公布的进出口数据显示，2月美元计价出口同比-20.7%，较上月增速大幅回落 30 个百分点；美元计价进口同比-5.2%，较 9 月增速回落 3.7 个百分点。

由于春节因素对一二月的出口数据产生显著扰动，我们将一二月的出口数据合并考虑，一二月出口增速的累积同比与去年 12 月持平，仍处于偏弱水平。出口分项来看，中国对美国、日本、欧盟的出口均在走弱，这与年初以来全球经济超预期放缓有关，相应的韩国出口年初以来也出现大幅回落。中国出口美西集装箱指数从去年 11 月开始回落，目前已经回归历史均值水平，表明去年 6 月以来的出口抢运趋于结束。

往后看，随着中美贸易谈判期限的延长以及两国态度的短期缓和，未来出口抢运再次发生的可能性趋弱，出口的表现将更多依赖于全球经济的走向。看起来全球经济仍在趋势性走弱，主要央行纷纷下调经济增长预期并放缓收紧货币政策的步伐。逆全球化升温、贸易摩擦加剧、以及全球主要经济体政治不确定性增加，这些因素进一步对全球贸易活动产生压制，我国今年出口的走弱可能仍会延续较长时间。

图2：全球制造业 PMI

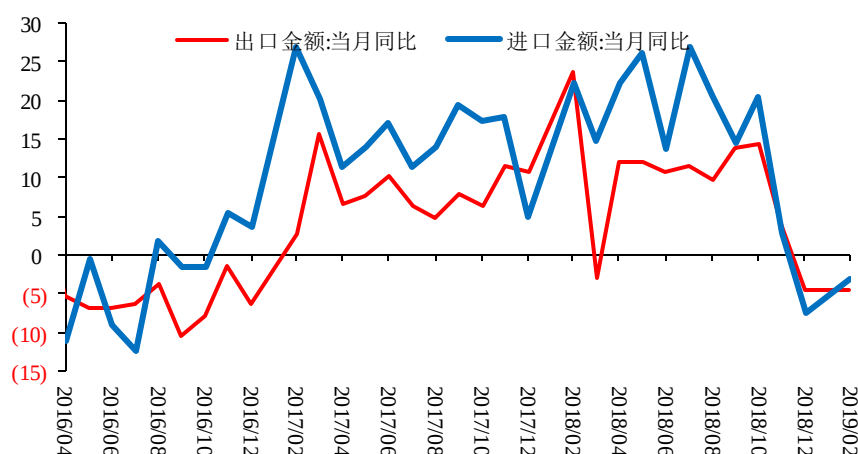


数据来源：Wind，安信证券

进口方面，一二月的进口累积同比增速-3.1%，较去年12月小幅回升，但仍位于历史较低水平。分国家看，中国从美国、日本、欧盟和东盟的进口相对去年12月均有回升。分产品看，中国进口的大豆相对去年12月出现大幅回升，这可能与中美贸易关系短期转暖有关，此外汽车消费触底反弹对相应的进口也形成了支撑。

整体来看，国内需求还在持续走弱，积极财政政策的落地以及经济的趋势性回暖尚需时间，进口在上半年可能将仍然承压。

图3：进口同比和出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

每年2月为1-2月累计同比

二、PPI 环比回升短期或仍将延续

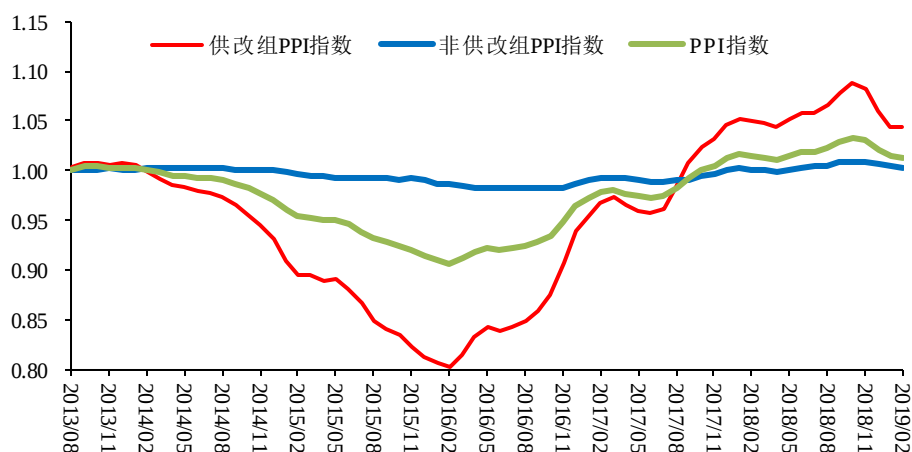
2月PPI持续回升，环比-0.1%，较上月上行0.5个百分点；同比录得0.1%，与上月持平。

分类看，生产资料价格环比大幅反弹，生活资料价格环比小幅回落。

分项看，石油、黑色、有色相关的行业涨幅居前，环比也有明显改善，进而带动生产资料价格持续回暖。在全球经济趋势性走弱，受供给侧改革影响的行业

生产、投资走强的大背景下，周期品价格从年初以来持续上涨，这或许和相关行业库存调整有关。根据历史的模式，短期 PPI 环比仍有望上行，但年内 PPI 环比进一步走弱的可能性较大。

图4：限产行业 and 对照组 PPI 指数



数据来源：Wind，安信证券

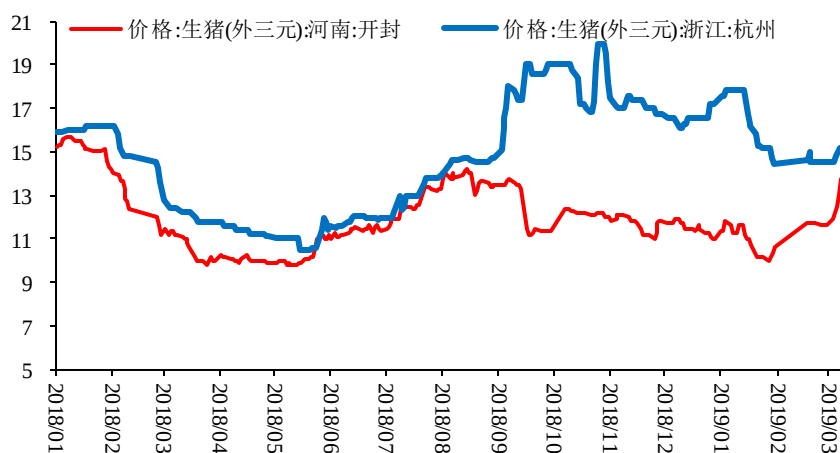
2 月 CPI 同比 1.5%，较上月小幅回落 0.2 个百分点，其中食品分项回落 1.2 个百分点，非食品分项与上月持平。CPI 环比 1%，较上月回升 0.5 个百分点。

食品分项和非食品分项环比均不及历史均值，共同拉低当月 CPI 同比。

食品分项中，蛋类、奶类、鲜果价格表现较历史偏弱，猪肉价格较上月明显反弹，但幅度仍低于历史同期水平，鲜菜价格表现较强。非食品分项中，旅游、交通、娱乐分项同比均出现回落，这与此前公布的春节旅游、观影数据不佳相一致，今年春节消费的走弱对 CPI 产生压制。

往后看，非洲猪瘟的影响还在延续，全国猪肉价格处于上涨的过程中，考虑到经济的趋势下行，粮食供应充裕、劳动力平稳，未来通胀有望小幅震荡。

图5：不同城市猪价，元/千克



数据来源：Wind，安信证券

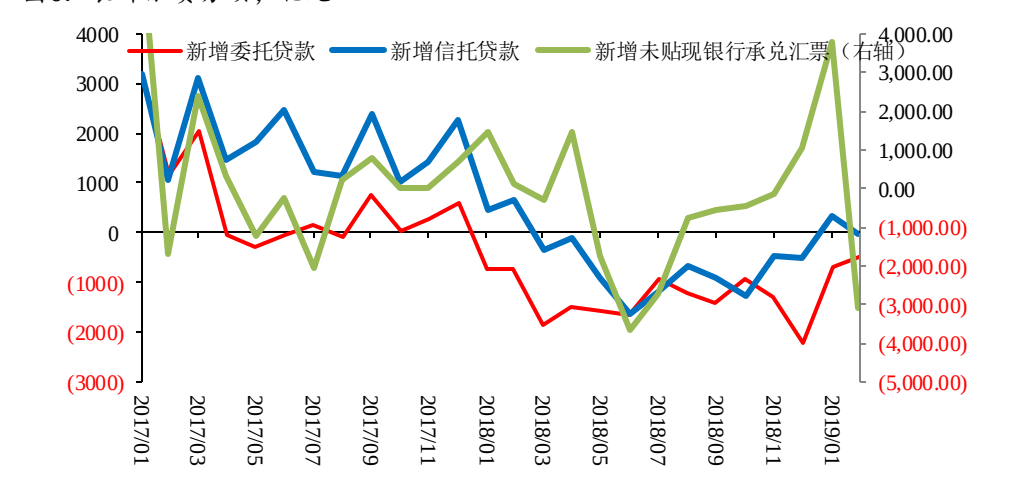
三、社融数据不及预期

新近公布的货币信贷数据，2月新增社融7030亿元，同比少增4847亿元；余额同比10.1%，较上月回落0.3个百分点。2月新增人民币贷款8858亿元，较去年同期小幅上涨465亿元；余额同比13.4%，与上月持平。

分项看，社融中新增人民币贷款7641亿元，同比少增2558亿元，这是去年下半年来首次贷款新增量同比转负；新增委托、信托、未贴现银行承兑汇票代表的表外融资合计减少3648亿元，其中未贴现银行承兑汇票回落幅度尤其明显，这与票据融资监管加强有关，合并考虑信托、委托资金，其新增量同比环比也均有下滑。将企业中长贷、委托贷款、信托贷款等企业中长期资金加总来看，指标大幅回落，显示企业中长期融资仍面临较大压力。

合并来看，新增人民币贷款以及表外融资双双回落，难以完全被地方政府专项债的发行抵消，社融增速经历上月的大幅反弹后出现回落。

图6: 表外融资分项, 亿元



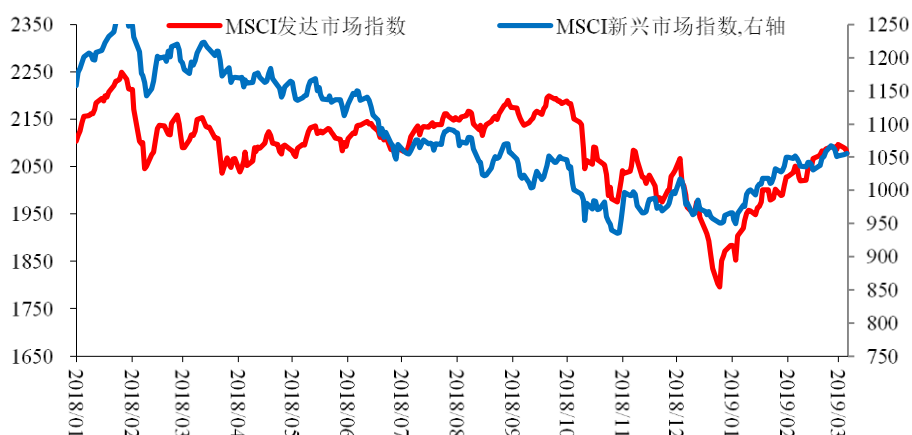
数据来源: Wind, 安信证券

今年年初以来全球主要央行货币政策转鸽带来市场风险偏好的调整, 全球权益市场进而开启同步上涨的节奏, 而在日本、欧元区经济增长预期下调后, 市场仍然维持较强的走势, 这或许表明市场已经充分吸收经济基本面走弱的预期。

在此背景下, 社融增速反弹、叠加中美贸易摩擦短期缓解的影响, 国内权益市场持续反弹, 投资者情绪高涨, 交易量激增, 指数回到去年6月的水平。

我们倾向于认为社融增速的反弹是2月以来带动国内市场上涨尤为重要的因素, 而随着新近公布的社融增速回落, 市场短期可能面临调整的压力。但整体来看, 2月社融增速仍高于去年年底, 全球央行的加息态度以及中美贸易关系尚未出现重大转变, 市场出现趋势性下跌的可能性较低。

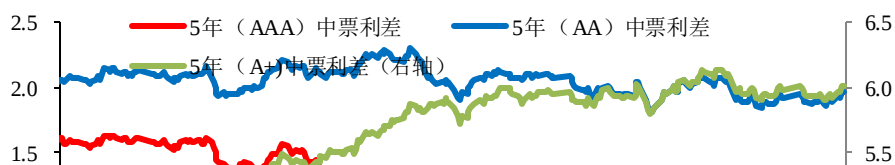
图7: MSCI 新兴和发达国家指数



数据来源: Wind, 安信证券

权益市场的上涨对债券市场带来冲击，年初以来利率债和信用债收益率同步上行，而不同评级信用债利差仍然维持高位。相对权益市场，信用债市场的风险偏好改善尚不明显，政府工作报告中提出“全年国有大型商业银行小微企业贷款增长 30%以上”，这将有助于民营企业融资压力的缓解，其实际落地也会带来信用利差的修复。

图8: 不同评级信用债利差, %



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_13770

