

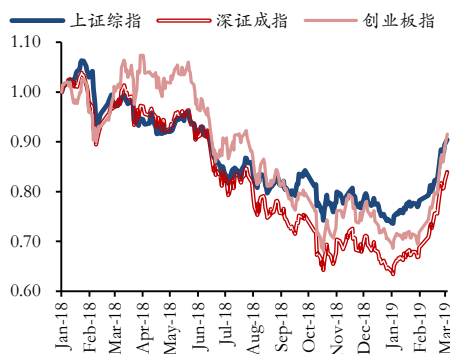
2019 年 03 月 05 日

证券研究报告/宏观研究/宏观月报



万和证券
VANHO SECURITIES

图表 1 近一年主要指数走势



分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

经济下行压力不减，政策逆周期托底

主要观点：

制造业景气度偏弱，去库存或近尾声。2月统计局制造业PMI为49.2%（前值49.50%）再创新低，其中新订单边际改善，生产滑落至荣枯线下，价格持续回升，原材料、产成品库存双降，显示出企业主动去库存行为没有停止，生产整体处于收缩趋势，但政策刺激及需求增加的局面或将提振企业经营预期，逐步向补库存过渡。

CPI涨幅不及预期，PPI趋下行。1月CPI同比1.7%（前值1.9%），环比0.5%（前值0%），受季节和春节影响，食品和服务价格普遍上涨，分别受猪肉价格和成品油价格拖累，食品和非食品CPI涨幅均不及预期；PPI同比增速下滑，环比跌幅收窄，1月以来原油、螺纹钢等主要工业品价格持续反弹，通缩压力暂缓，预计2月PPI有所回升。

外贸数据超预期，春节效应存在。1月我国以美元计价进出口同比4.0%、出口9.1%，进口同比-1.5%，贸易差额391.6亿美元，均较上月显著改善，春节效应是主要拉动力，分国家和地区看，我国对韩国和东盟出口增速持续攀升，对欧盟、日本、香港出口同比改善，对美国出口跌幅收窄。

社融增速回升，M1增速探底。1月新增社融4.64万亿元，创下历史最大规模，信贷和债券融资显著改善，非标融资增量由负转正，其中未贴现银行承兑汇票是主要增量，委托贷款、信托贷款对社融的拖累有所减少，地方专项债提前发放。1月M1同比增长0.4%，增速创历史新低，表明企业现金流状况仍未改善，信用传导效应有待继续观察，我们预计社融增速趋势企稳，宽松格局仍将延续。

政策方面：

2月18日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》粤港澳大湾区建设是习近平总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的国家战略，该纲要为大湾区2022年基本形成、2035年全面建成国际一流湾区和世界级城市群做出了长期的纲领性安排。2月21日，人民银行发布《2018年第四季度中国货币政策执行报告》报告强调稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。2月22日，习近平强调要深化金融供给侧结构性改革，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，构建全方位、多层次金融支持服务体系。

风险提示：世界贸易摩擦加剧，流动性持续紧缩，人民币持续贬值，地缘政治风险推动避险情绪升温。

目录

一、国内经济.....4

 （一）制造业 PMI 创新低，生产整体疲弱.....4

 （二）外贸数据超预期，春节效应存在.....6

 （三）CPI 涨幅不及预期，PPI 趋下行.....7

 （四）社融数据亮眼，信用传导仍待观察.....8

二、2 月国内主要金融监管及调控政策梳理.....9

 （一）中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》.....9

 （二）央行发布《2018 年第四季度中国货币政策执行报告》.....11

 （三）习近平强调深化金融供给侧结构性改革.....11

三、风险提示.....12

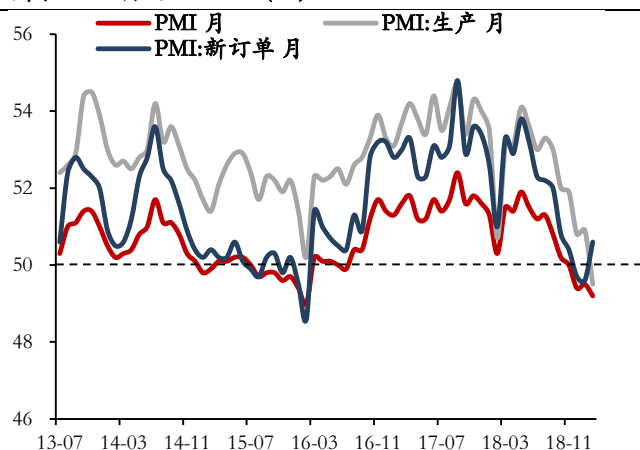
图表 1 近一年主要指数走势	1
图表 2 制造业 PMI (%)	4
图表 3 PMI: 企业 (%)	4
图表 4 PMI: 价格 (%)	5
图表 5 PMI: 库存 (%)	5
图表 6 主要工业品价格走势 (右轴: 美元/桶)	5
图表 7 PMI: 进出口 (%)	6
图表 8 主要经济体制造业 PMI(%).....	6
图表 9 进出口月度数据 (%)	6
图表 10 贸易差额 (亿美元, %)	6
图表 11 CPI 月度同比 (%)	7
图表 12 CPI 月度环比 (%)	7
图表 13 PPI 月度数据 (%)	8
图表 14 PPI 月度数据: 分项目 (%)	8
图表 15 社会融资规模分项情况: 同比多增 (亿元)	9
图表 16 社会融资规模月度值 (亿元)	9
图表 17 货币供应量增速 (%)	9

一、国内经济

(一) 制造业 PMI 创新低，生产整体疲弱

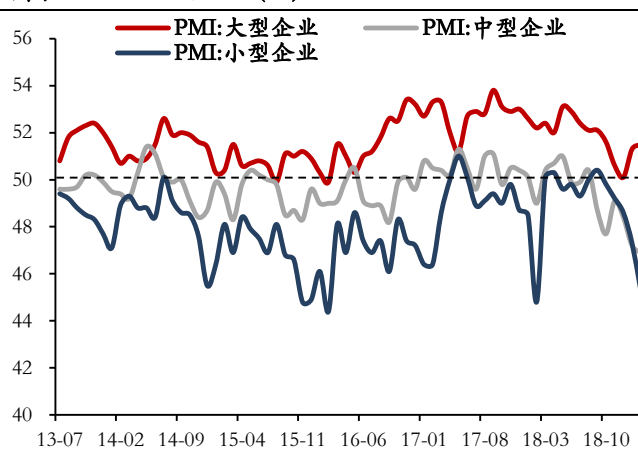
2 月统计局制造业 PMI 为 49.2%（前值 49.50%）再创新低，主要受原材料库存回补减弱拖累；PMI 结构分化明显，大型企业持续回暖，中小型企业进一步下滑。生产指数 49.5%（前值 50.90%）滑落至荣枯线下；受节后复工影响，需求回暖，新订单 50.60%（前值 49.6%）边际改善；采购量 48.30%（前值 49.1%），制造业景气依然偏弱。宏观经济仍然面临较大压力，开年整体疲弱。

图表 2 制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

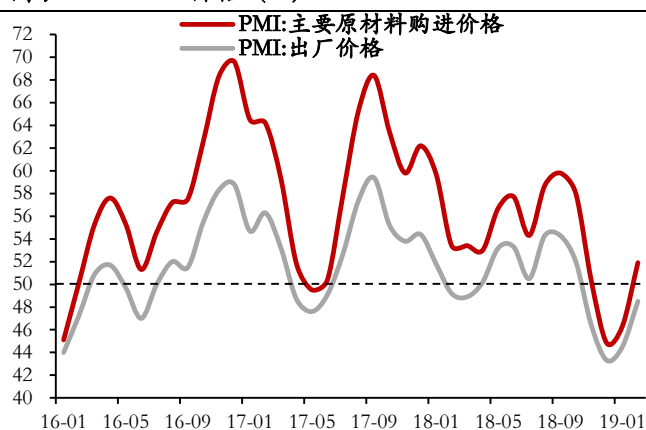
图表 3 PMI：企业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

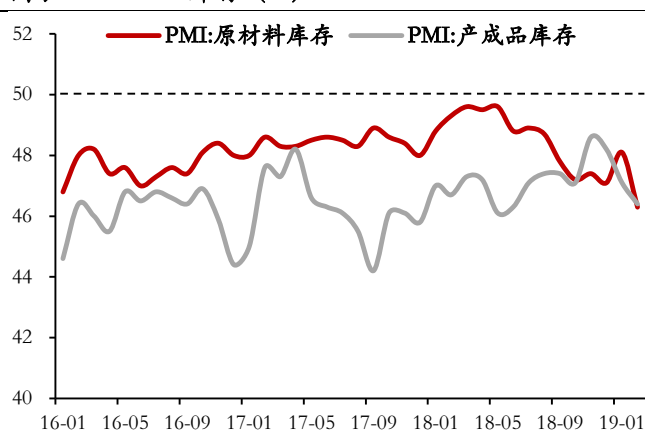
价格持续反弹，通缩压力暂缓。2 月原材料购进价格 51.90%（前值 46.3%），出厂价格指数 48.50%（前值 44.5%），随着节后复工需求增加，价格指数低位持续反弹，印证今年以来原油、螺纹钢等主要工业品价格持续反弹行情；2 月布伦特原油现货价格环比增长 8.77%，南华工业品指数环比 4.11%，螺纹钢指数环比 1.87%，动力煤指数环比 1.1%。

图表 4 PMI: 价格 (%)



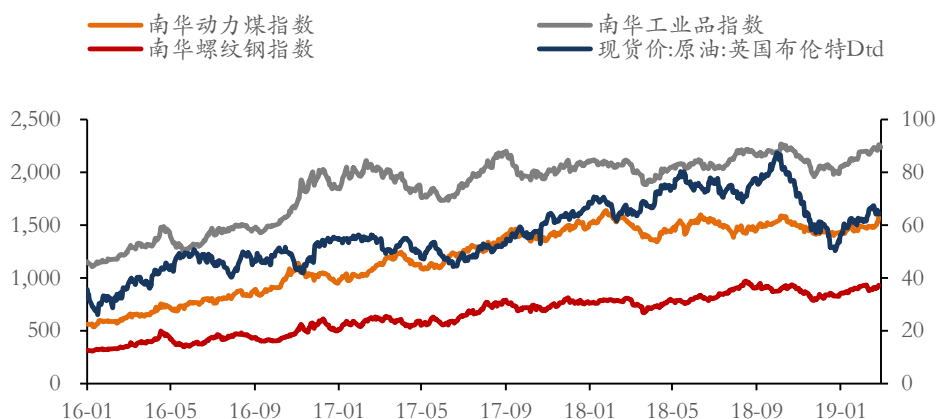
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 5 PMI: 库存 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 6 主要工业品价格走势 (右轴: 美元/桶)

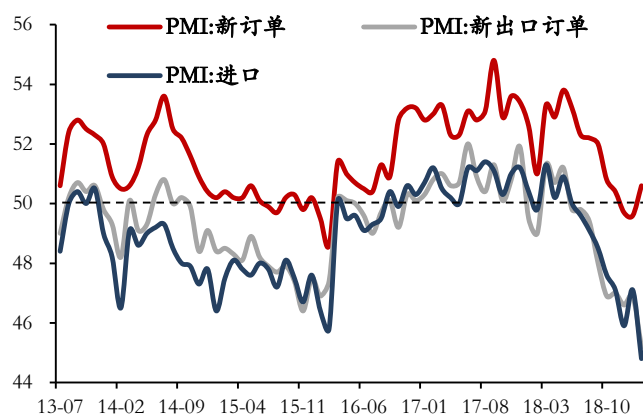


资料来源: Wind, 万和证券研究所

企业持续去库存, 经营预期或将改善。原材料库存 46.30% (前值 48.10%), 产成品库存 46.40% (前值 47.1%), 库存双降且采购量同时收缩, 显示出企业仍在主动去库存, 生产整体仍处于收缩趋势。生产经营活动预期指数 56.2% (前值 52.50%), 目前企业面临需求和价格持续上行的局面, 且国家不断出台各项稳增长的政策, 或对企业主的预期产生积极影响, 企业或将逐步增加原材料库存和生产力度, 去库存大概率进入尾声, 有望向补库存过渡。

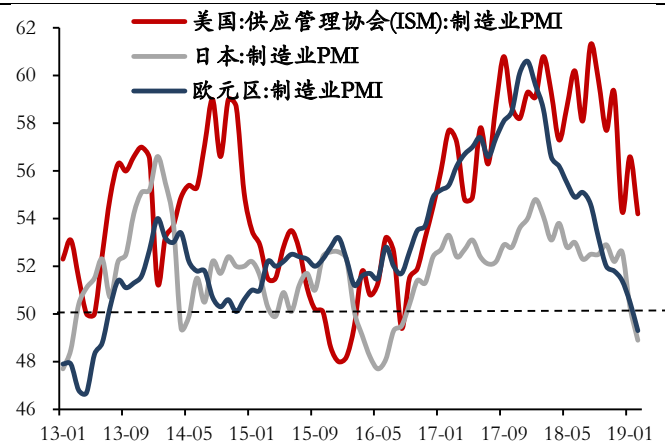
外需弱于内需, 出口承压。新出口订单指数 45.20% (前值 46.90%), 进口 44.80% (前值 47.10%), 表明在贸易摩擦不确定性的影响下, 近期进出口下行压力有所加大。同时, 2 月全球主要经济体数据表现不佳, 其中美国制造业 PMI 指数 54.2, 创 2016 年 11 月以来新低, 日本、欧元区制造业 PMI 均跌破荣枯线, 海外需求疲软。此外, 美联储不断释放鸽派信息, 预计年底终止缩表, 人民币贬值压力边际持续改善, 出口短期改善压力较大。

图表 7 PMI: 进出口 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 8 主要经济体制造业 PMI (%)

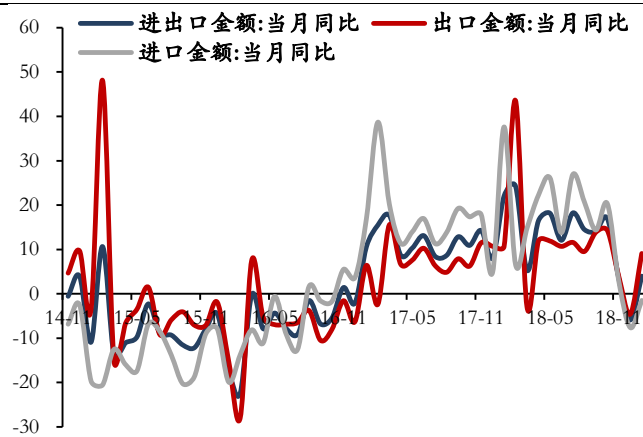


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 外贸数据超预期, 春节效应存在

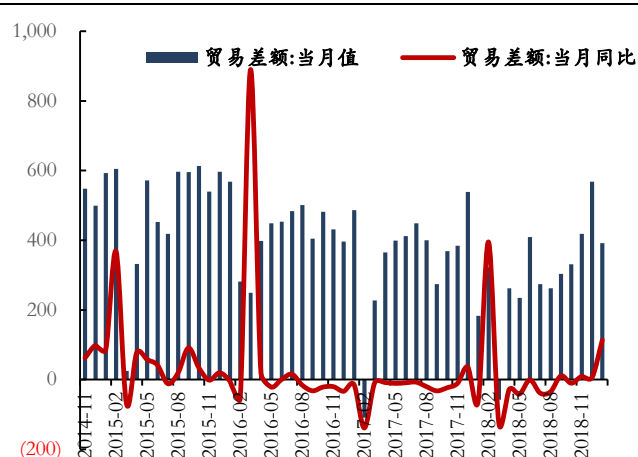
1 月我国以美元计价进出口同比 4.0% (前值-5.8%)、出口 9.1% (前值-4.4%), 进口同比-1.5% (前值-7.6%), 贸易差额 391.6 亿美元, 同比 112.6%。我们认为反弹主要源自春节效应。2019 年春节在 2 月初, 2018 年则在 2 月中旬, 意味着出口商可能在 1 月集中出货, 造成了数据波动。

图表 9 进出口月度数据 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 10 贸易差额 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

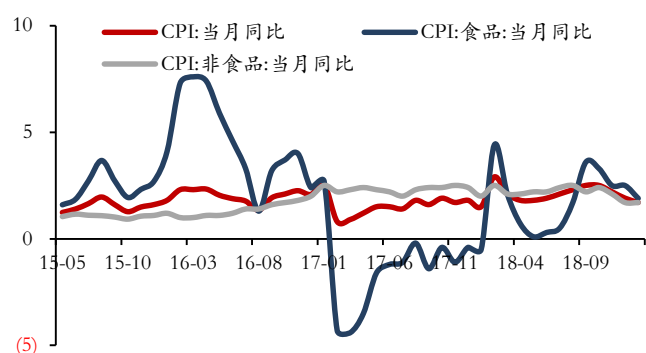
分国家及地区来看, 1 月我国对美国出口同比增长-2.77%, 跌幅收窄; 对欧盟、日本、香港出口同比分别增长 14.49%、5.64%和 2.55%, 显著改善; 对韩国和东盟同比分别增长 14.03%和 11.50%, 增速持续攀升; 从商品种类看, 机电 (6.72%)、纺织纱线 (14.29%)、服装 (4.03%)、家具 (12.09%)、高新技术产品 (2.54%) 出口增速均显著回升。

进口增速跌幅收窄，一方面，进口铁矿石（-2.06%）和原油（-0.48%）同比增速较上月下滑 22.28 和 43.19 个百分点，拖累进口金额增长，农产品（16.55%）增速由负转正；另一方面，其他主要进口商品包括机电产品（-5.64%）、集成电路（-7.52%）、高新技术产品（-5.36%）增速低位反弹，跌幅收窄。

（三）CPI 涨幅不及预期，PPI 趋下行

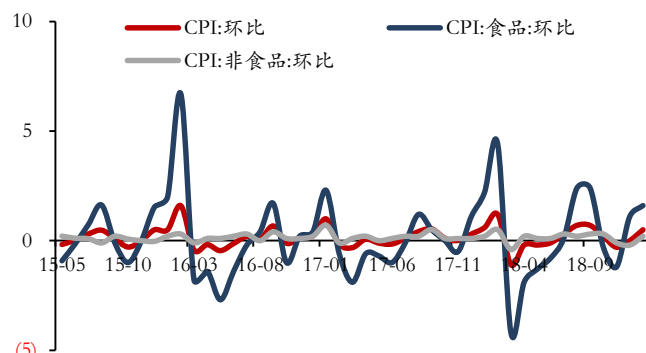
1 月 CPI 同比 1.7%，前值 1.9%，环比 0.5%，前值 0%；分项来看，食品 CPI 同比 1.9%，前值 2.5%，环比 1.6%，前值 1.1%，受季节和春节影响，食品价格普遍上涨，其中，鲜菜、鲜果和水产品上涨较多，但部分地区生猪禁运解除，供应增加致猪肉价格下降，拖累 CPI；非食品 CPI 同比 1.7%，前值 1.7%，环比 0.2%，前值 -0.2%，寒假和春运期间出行需求增多，务工人员集中返乡，部分服务价格上涨明显，但是成品油价格下降对非食品 CPI 造成拖累。食品和非食品价格涨幅均低于预期，由于春节错位效应，预计 2 月 CPI 或进一步下降。

图表 11 CPI 月度同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

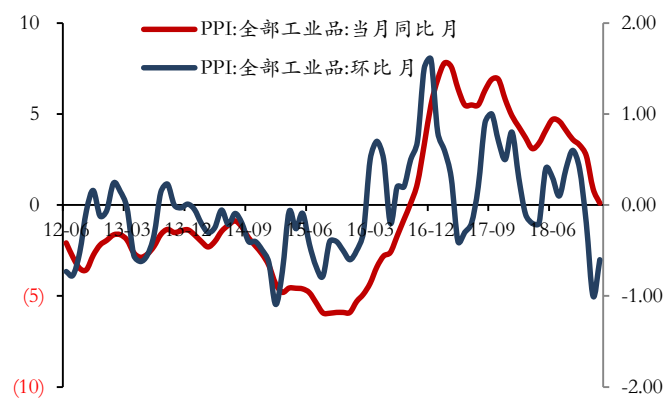
图表 12 CPI 月度环比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

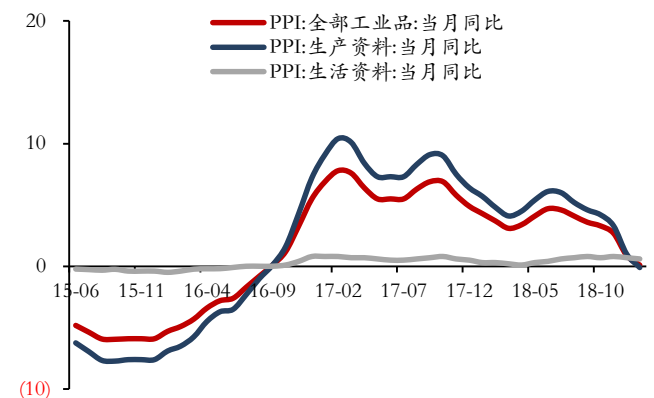
1 月 PPI 同比 0.1%，前值 0.9%，环比 -0.6%，前值 -1%；分项看，生产资料同比 -0.1%，前值 1%，环比 -0.8%，前值 -1.3%，其中采掘工业、原材料工业价格涨幅下滑，1 月以来国际油价和国内钢价持续反弹拉动油气开采业（同比 -5%）、石油煤炭加工（同比 -1.6%）、黑金冶炼加工（同比 -2.9%），化学原料制品（同比 -2%）价格跌幅收窄；生活资料同比 0.6%，前值 0.7%。考虑到上年同期 PPI 增速较低，预计 2 月 PPI 增速或小幅提升。

图表 13 PPI 月度数据 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 14 PPI 月度数据: 分项目 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

(四) 社融数据亮眼, 信用传导仍待观察

社融增速回升。1月新增社融4.64万亿元,创下历史最大规模,较上年同期增加1.56万亿。信贷和债券融资显著改善,1月新增人民币贷款3.57万亿,同比多增8850亿元;企业债券融资4990亿元,同比多增3768亿元。非标融资增量由负转正,未贴现银行承兑汇票增加3786亿元,同比多增2349亿元,是非标融资的主要增量,此外,委托贷款、信托贷款同比增量较上月显著改善,对社融的拖累减少。地方政府专项债提前发行,同比多增1088亿元。

1月,金融机构新增人民币贷款3.23万亿元,同比多增主要由短期贷款及票据融资贡献,其中非金融性公司短期新增贷款同比多增扩大,中长期同比小幅提升,反映了信贷供给改善,风险偏好仍偏谨慎;居民户新增贷款主要由中长期贷款贡献,短期贷款同比小幅下滑。

M1增速探底 M2企稳回升。1月M1同比增长0.4%,增速创历史新低;M2

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_13893

