

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月春节效应渐逝, 经济企稳仍需时日

——宏观月报

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019年02月28日

相关研究

- 1 《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
- 2 《宏观报告: 央行为永续债背书-宏观专题》 2019-01-25
- 3 《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
- 4 《宏观报告: 情景似曾相识, 历史能否再现——从周期视角谈当前 A 股运行趋势-宏观专题》 2018-12-27
- 5 《宏观报告: 改革发力“稳增长”, 政策红利可期——中央经济工作会议点评-宏观专题》 2018-12-22

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:

- 根据国家统计局2月28日发布的景气度指标, 2月中采制造业 PMI 报收 49.2%, 前值 49.5%; 官方非制造业 PMI 报 54.3%, 前值 54.7%; 综合 PMI 产出指数报 52.4%, 前值 53.2%。

点评:

- 经济下行不改——PMI 虽有修复仍处收缩域。景气度指标分化, 财新指数下滑, 宏观经济企稳预期尚未明确。1 月经济开局平稳, 2 月难掩延续下行压力, 宏观运行维持弱势格局。稳增长, 守住底线的政策目标呼唤更强力逆周期调节。
- 春节抢单刺激出口——1-2 月外贸数据存在干扰因素较多, 中美贸易谈判延续, 不确定性刺激企业提前出口, 防御外部风险。此外, 外贸企业中小民企居多, 此前减税降费政策激发运营活力。人民币汇率前期修复, 美元走强后小幅回落, 价格优势释放。
- 节前被动补库——1 月生产收缩, 但受季节因素和年初备货因素影响, 对工业上游需求带来利好, 原材料库存明显上升, 推升原材料价格指数上行, 但同时需求仍弱延续走弱, 这使得下游库存继续下降, 春节对工业品价格的拉动作用有限, 被动补库行情对大宗商品的带动也仅是暂时的结构行情。
- CPI 稳中回落——1 月节前需求对食品项影响较大, 除了猪肉和能源以外, 大多数食品价格上涨, 但最终涨幅回落 0.6 个百分点, 报 1.9%。非食品分项价格上涨 1.7%, 涨幅与上月相同。
- 政策支持民企不放松——《关于加强金融服务民营企业的若干意见》发布, 五点着力: 加快民企首发上市和再融资审核进度; 推进科创板和注册制; 鼓励金融机构加大民企债券投资力度; 对商业银行储备资本逆周期调节; 取消险资财务性股权投资行业范围限制, 规范战略性股权投资。
- 风险提示: 经济下行压力、外部风险

指标	2018. 1	2018. 2F
工业增加值 (%)		6
CPI (%)	1.7	1.5
PPI (%)	0.1	0.3
社消 (%)	0	7.8
进口同比 (%)	-1.5	-3
出口同比 (%)	9.1	-2
贸易顺差 (亿美元)	391.6	213
M2 (%)	8.4	8.5
新增人民币贷款 (亿元)	32300	9700
美元/人民币	6.7	6.7

内容目录

1. 经济下行不改——PMI 震荡但仍处收缩域.....	3
1.1. 内需修复，生产惯性下行.....	3
1.2. 外部环境复杂，短期反弹不改外需趋弱.....	4
2. 物价数据趋势下行——通货紧缩预期增强.....	6
3. 社融数据修复反弹，宽信用改善.....	7
3.1. 需求端，社融规模低位反弹，宽信用发力.....	8
3.2. 供给端，1月 M2 增速修复.....	9
4. 逆周期调节仍需进一步发力对冲.....	10
5. 投资策略.....	12

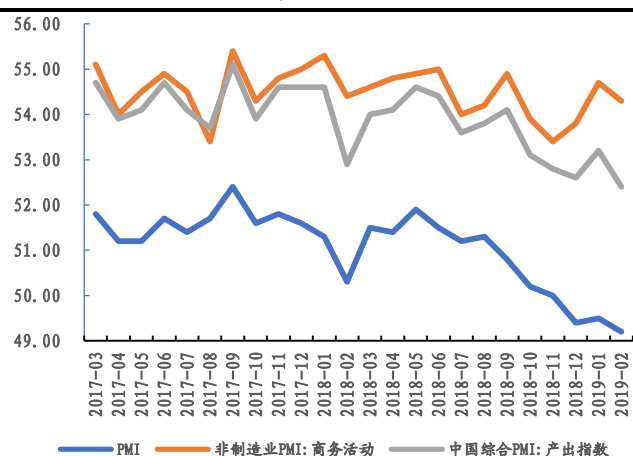
图表目录

图 1: 2 月三大指标均有回落.....	3
图 2: 经济下行压力不减.....	3
图 3: 1 月生产指数和新订单指数剪刀差扩大.....	3
图 4: PPI 走低，需求回落，利润收窄.....	3
图 5: 1 月粗钢产量震荡修复.....	4
图 6: 1 月发电煤耗企稳上升.....	4
图 7: 1 月出口增速加快上升.....	4
图 8: 1 月 BDI 指数降至低位.....	4
图 9: 1 月进口金额与增速.....	5
图 10: 1 月国际大宗商品价格走势.....	5
图 11: 1 月外贸数据超预期修复，但仍在弱势区间.....	5
图 12: 1 月主要工业国家制造业 PMI 表现.....	5
图 13: 1 月食品项拖累 CPI 回落.....	6
图 14: 核心 CPI 上升，食品和能源价格下行.....	6
图 15: 生资同比涨幅回落转负从 1%到-0.1%.....	7
图 16: 主要生资行业的价格表现.....	7
图 17: 1 月社融规模增幅扩大（亿元）（%）.....	8
图 18: 1 月社融存量同比增速和增幅反弹（亿元）（%）.....	8
图 19: 1 月表外收缩结束，表外贡献增加（亿元）.....	9
图 20: 1 月地方政府专项债增量持续发力（亿元）.....	9
图 21: 1 月财政性存款环比修复，同比回落（亿元）.....	9
图 22: 1 月外汇占款底部企稳（亿元）（%）.....	9
图 23: M2 增速上升，M2-M1 剪刀差扩大.....	10
图 24: 1 月现金投放增加，带动 M0 增速上升.....	10
表 1: 2018 年至今货币政策工具的运用.....	10

1. 经济下行不改——PMI 震荡但仍处收缩域

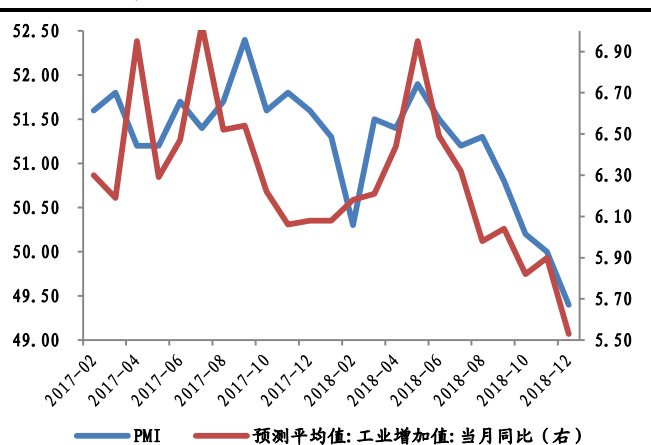
根据 2 月 28 日统计局公布的景气度指标,2 月中采制造业 PMI 报收 49.2%(49.5%),较前值小幅回落 0.3 个百分点,挣扎于荣枯分界线下收缩区间;官方非制造业 PMI 报收 54.3%,较前值回落 0.4 个百分点;综合 PMI 产出指数报收 52.4%,较前值明显回落 0.8 个百分点。三大景气度指标均有下行,宏观经济趋稳预期尚未明确。1 月春节因素提振开局平稳,步入 2 月经济难掩延续下行压力,宏观运行维持弱势格局。

图 1: 2 月三大指标均有回落



资料来源: 中原证券, wind

图 2: 经济下行压力不减

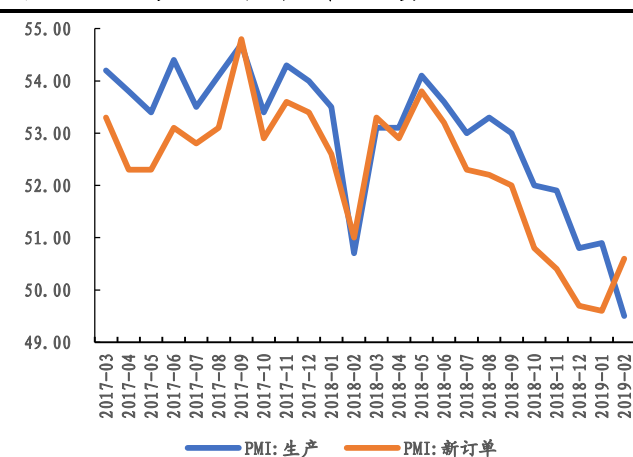


资料来源: 中原证券, wind

1.1. 内需修复, 生产惯性下行

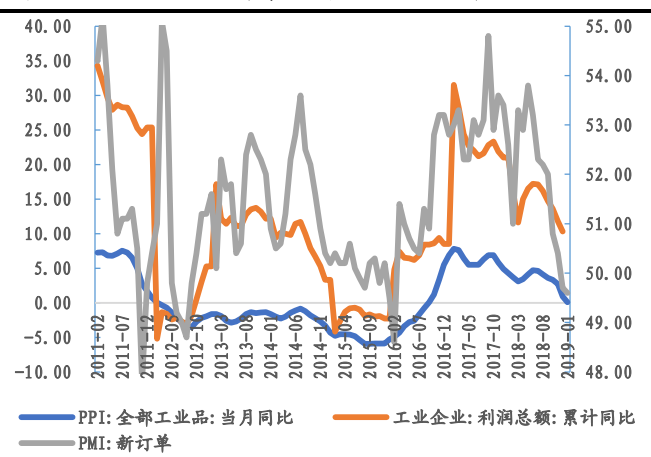
2 月景气度内需数据依然偏弱, 预示一季度宏观运行进一步探底, 从分项指标看: 代表供给的生产指数与代表需求的新订单指数鲜有分化, 生产在 1 月修复后 2 月快速下降, 而需求则是恰恰相反, 供需未能同步, 往往是拐点即将出现的征兆, 需求提前于供给触底反弹, 或意味未来将带动生产好转。生产指数为 49.5%, 前值 50.9%; 新订单指数为 50.6%, 前值 49.6%。剪刀差扩大, 需求反转, 生产见底。

图 3: 1 月生产指数和新订单指数剪刀差扩大



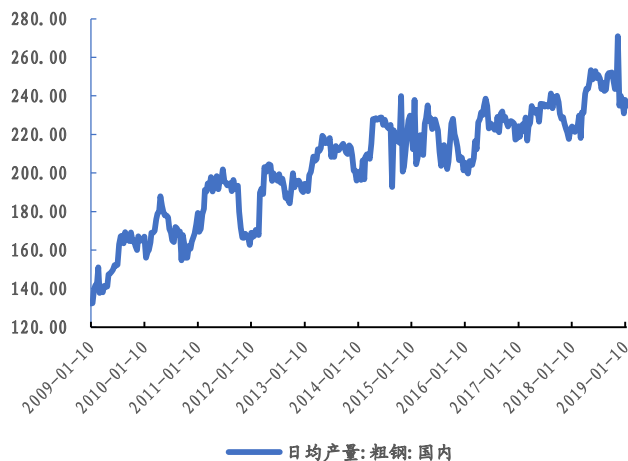
资料来源: 中原证券, wind

图 4: PPI 走低, 需求回落, 利润收窄



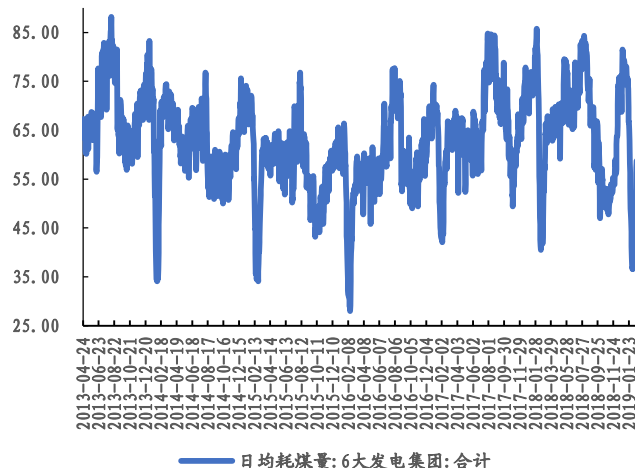
资料来源: 中原证券, wind

图 5：1 月粗钢产量震荡修复



资料来源：中原证券,wind

图 6：1 月发电煤耗企稳上升



资料来源：中原证券,wind

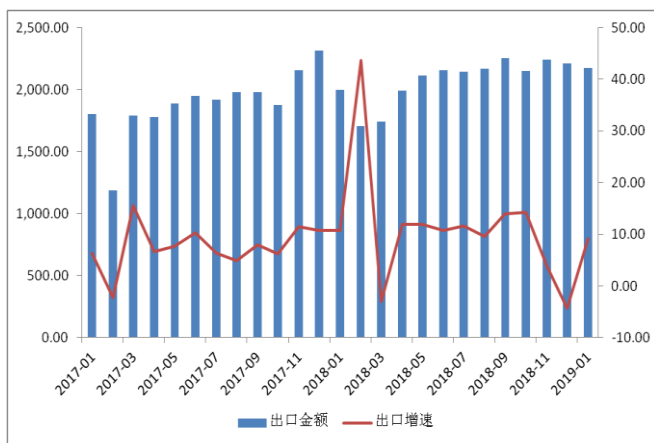
由于 1 月没有经济数据公布，仅从高频数据上看，1 月-2 月春节前后工业生产在底部修复中，粗钢和发电量产能逐步释放，这一趋势在节后的 2 月份看来仍有进一步修复可能，但尚不具备全面回暖条件。

主要原因有三：一是季节性因素，年前属于施工淡季，年底劳动力市场也表现疲弱，步入 2 月节后返工潮来临，将带动 2 月生产端修复；二是年底核算季的财务回笼压力减弱，1 月全面降准政策和减税降费拉低财政存款，货币偏宽松格局延续叠加普惠金融政策释放，货币环境持续改善；三是，根据 PMI 库存分项显示，去年以来需求端持续疲弱，避险情绪下，下游企业低位库存，年初备货补库行情，支撑上游原材料价格，但是从 PPI 走势上看，供给最终将受制于需求，因此对 2 月不形成持续扩张产能的动力，企业盈利仍有下行压力。

1.2. 外部环境复杂，短期反弹不改外需趋弱

从海关总署发布的外贸数据看：中国 1 月出口（以美元计）同比增 9.1%，预期降 3.3%，前值降 4.4%；进口降 1.5%，预期降 10.2%，前值降 7.6%，均超预期。

图 7：1 月出口增速加快上升



资料来源：中原证券，wind

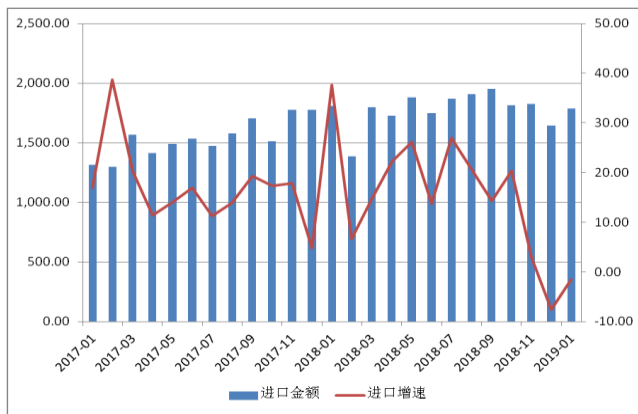
图 8：1 月 BDI 指数降至低位



资料来源：中原证券，wind

出口方面：推升出口增速超预期的主因有三，一是春节抢单效应逝去，历史数据显示出口抢单因素存在；二是对美贸易权重下降。欧盟、日本、东盟和一带一路沿线国家及地区的出口增速提升明显，对美国出口则为负增长；三是民企纾困助力出口。

图 9：1 月进口金额与增速



资料来源：中原证券，wind

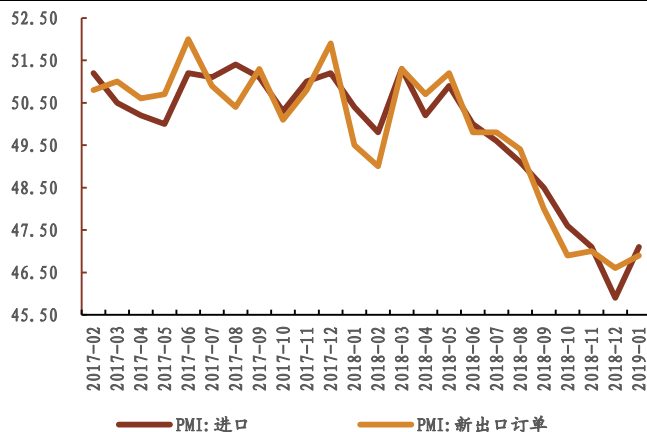
图 10：1 月国际大宗商品价格走势



资料来源：中原证券，wind

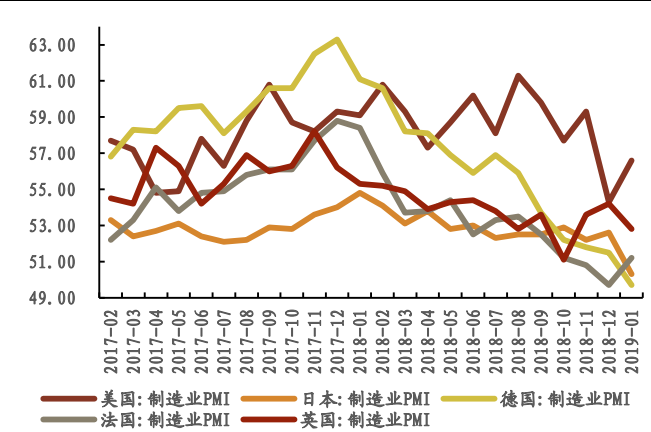
进口低位延续主因有三：一是，经济下行和内需转弱拖累进口表现。2018 年四季度，我国经济实际 GDP 增速降至 6.4%，1 月 PMI 新订单指数 49.6%，对铁矿砂和大豆进口数量减少；二是，大宗商品价格回落，进口金额增速受拖累，1 月 WTI 和布伦特原油均价较去年同期分别低 12 美元/桶和 9.6 美元/桶；三是，基数效应和汇率因素。2018 年 1 月进口金额增速 37.6%，创去年一季度单月最高值。今年 1 月人民币汇率较去年同期贬值近 8%。

图 11：1 月外贸数据超预期修复，但仍在弱势区间



资料来源：中原证券，wind

图 12：1 月主要工业国家制造业 PMI 表现



资料来源：中原证券，wind

1 月进出口指标企稳反弹，其中代表出口的新出口订单指数报 46.9%(46.6%)较上月上升 0.3 个百分点；进口指数报 47.1%(45.9%)，较上月上升 1.2 个百分点。主要原因有二：一是中美贸易摩擦紧张局势暂时缓解，出口下行趋势也有所缓和，虽仍处于收缩域且低于同期，但整体趋于平稳；二是季节性因素和春节效应，进口需求得到支撑。同时

外贸数据虽有修复但整体仍在弱势下行通道中。

从全年来看进出口指数整体回落趋势仍在，主要原因有五个方面：

一是，生产上，国内经济运行平稳，需求拖累叠加进入冬季环保监管趋严，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，政策上，贸易环境走势不明，中美虽有缓和意向，但并未实际行动改善外贸；

三是，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；

四是，美国明年加息 2-3 次后，或将结束，此前财政刺激的效果开始钝化，美国经济增速回落，其它主要工业国 PMI 也开始下行，外需基本面恶化；

五是，中美领导人通话带来好的信号，人民币汇率承压，呵护汇率稳定，抵消了持续贬值拉动出口的预期。

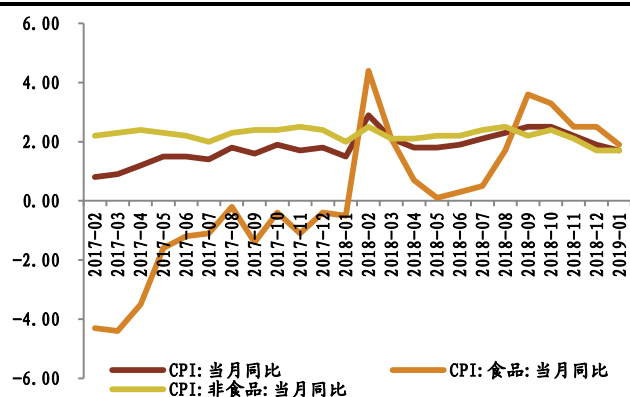
整体上看，全球经济放缓背景下，我国遇到前所未有的复杂外部环境，国内经济景气度指标处于低位，宏观运行维持弱势格局，一方面，高层稳增长实现全面小康社会的决心不动摇，要守住底线，就必然需要更强力度的内外部政策对冲；另一方面，创新驱动需要进一步扩大开放，外需趋弱并不能丝毫削弱这一基本国策深入落实，中美博弈是常态，最后的纳什均衡必然会实现，中国也不会因噎废食。孕育新技术、新动能，苦练内功是经济发展转型的必经之路。

2. 物价数据趋势下行——通货紧缩预期增强

1 月 CPI 温和走低，PPI 加快回落。根据 2 月 15 日统计局发布的物价数据显示，1 月份 CPI 同比涨幅 1.7%，前值 1.9%；PPI 同比增速 0.1%，前值 0.9%。经济下行伴随通货紧缩预期走高。

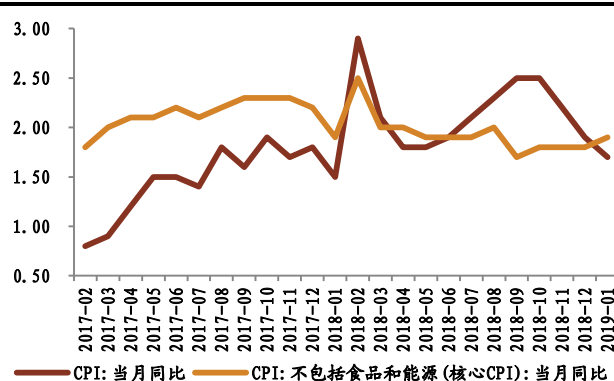
1 月节前需求对食品项影响较大，除了猪肉和能源以外，大多数食品价格上涨，但最终涨幅回落 0.6 个百分点，报 1.9% (2.5%)。非食品分项价格上涨 1.7%，涨幅与上月相同。

图 13: 1 月食品项拖累 CPI 回落



资料来源：中原证券，wind

图 14: 核心 CPI 上升，食品和能源价格下行



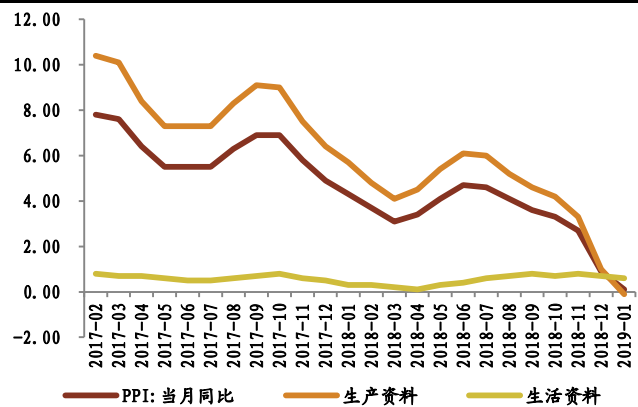
资料来源：中原证券，wind

从食品项看：1 月主要食品同比增速稳中回落，2 月份，除猪肉外，主要食品价格受春节影

响提振，但去年春节也在 2 月份，当时 CPI 同比处于年内新高的 2.9%，翘尾因素作用下，今年 2 月份的 CPI 同比将持续维持在 2% 以内（预计 1.5%）。

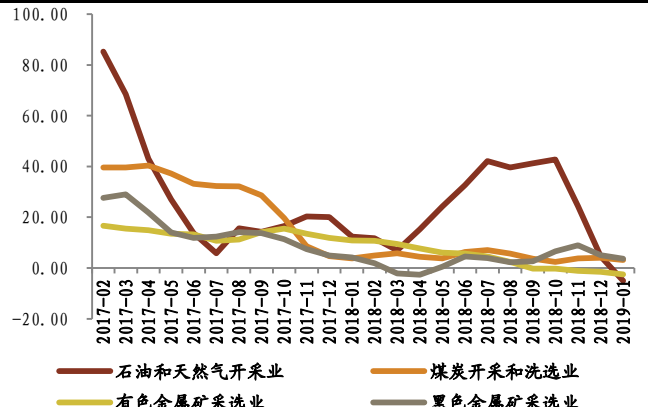
从非食品项看：教育文化和娱乐、医疗保健、居住价格分别上涨 2.9%、2.7% 和 2.1%；汽油和柴油价格分别下降 6.2% 和 6.5%，连续 2 个月同比下降。

图 15：生资同比涨幅回落转负从 1% 到 -0.1%



资料来源：中原证券,wind

图 16：主要生资行业的价格表现



资料来源：中原证券,wind

PPI 大幅回落。1 月份，PPI 同比上涨 0.1%，创近两年新低；涨幅比上个月回落 0.8 个百分点，比去年全年回落 3.5 个百分点。煤炭开采和洗选业，上涨 3.2%。价格由升转降的有石油和天然气开采业，下降 5.0%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.6%；化学原料和化学制品制造业，下降 2.0%。价格降幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，下降 3.5%，比上月扩大 1.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 2.9%，扩大 0.2 个百分点。考虑去年负的基数，预计回升至 0.5% 附近。

3. 社融数据修复反弹，宽信用改善

2019 年 1 月末 M2 余额 186.59 万亿元，同比增长 8.4% (8.1%)；M1 余额 54.56 万亿元，同比增长 0.4% (1.5%)；新增人民币信贷 3.23 万亿元，金融机构贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元；社会融资规模增量 4.64 万亿元，存量 205.08 万亿元，同比多增 1.56 万亿元，增速 10.4%，环比增加 3.05 万亿元；M2-M1 剪刀差持续扩大（企业资金占比和其资金活化度上升），货币供需扩张，宽货币初现成效。

具体分析看：1 月社融增量边际改善，票据、企业债发挥主要贡献，表外回表首次转正，社融存量呈现弱势开始反弹格局。金融数据明显好转的主要原因有三：一是以减税降费为代表的财政政策，正在转化成具体措施落地，尤其是对制造业和小微企业优惠力度加码，例如：税务总局发文，31 个省、自治区、直辖市均已发文明确，小微企业“六税两费”按 50% 幅度顶格减征。财政存款减少一定程度上释放了流动性；二是普惠金融政策刺激，信用环境改善助推企业信贷改善，结构上也从中短期贷款向长期贷款转化；三是 1 月全面降准货币政策以及公开市场操作释放流动性。

从社融增量上，1 月新增社融为 4.63 万亿元，较前值的 1.59 万亿元大幅增加。从社融分

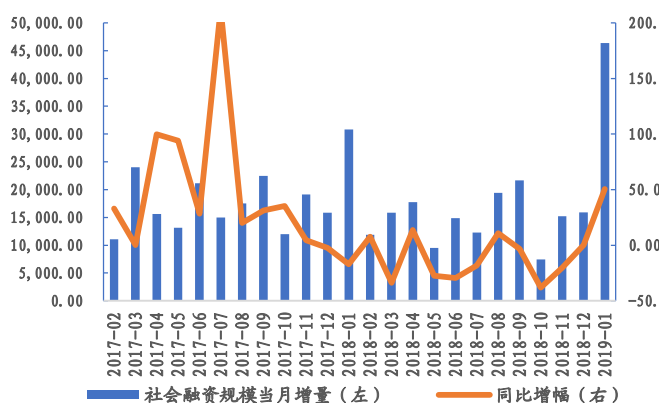
项来看,新增人民币贷款为 3.57 万亿元,高于前值的 0.93 万亿元以及去年同期的 2.69 万亿元,非标融资转正,信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票合计余额 3431.92 亿元,而 12 月份则为-1729 亿元,和去年同期的 1178.24 亿元相比,也多增 2253.68 亿元。非标摆脱了对社融的拖累作用,仅有新增委托贷款一项为-699.28 亿,也较 12 月份的-2210.49 亿,跌幅收窄。

1 月社融存量 205.08 万亿元同比增长 10.42%,前值 9.78%;人民币贷款余额为 138.26 万亿元,同比增长 13.60%,前值 13.15%;广义货币(M2)余额 186.59 万亿元,前值 182.67 万亿元,同比增长 8.4%,前值 8.1%;狭义货币(M1)余额 54.56 万亿元,同比增长 0.4%,前值 1.5%。

3.1. 需求端,社融规模低位反弹,宽信用发力

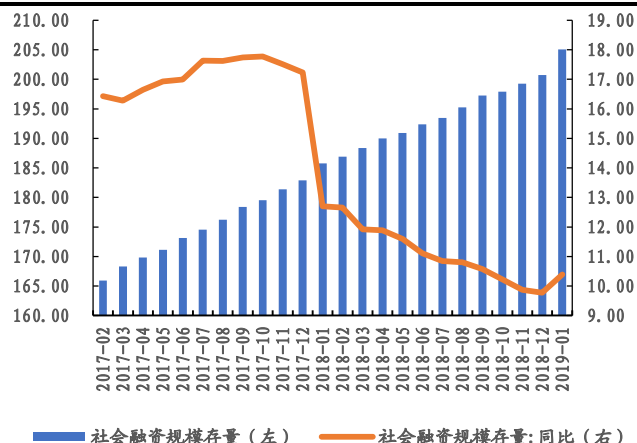
1 月社融增量明显回升,报 4.6352 万亿元,较前值多增 30460 亿元。社融反弹的主要原因有四:一是 2018 年 10 月以来的货币政策和信用政策的逐步宽松和一些列政策救市举措,降低了短端利率,融资成本下降;二是票据融资迎合了中小企业的融资需求,呈现了价低量涨的局面,带动企业融资规模上升;三是信用放宽松,企业债券融资规模增长;四是银行对消费贷等短期信贷的核准放宽,居民口短期融资上升。

图 17: 1 月社融规模增幅扩大 (亿元) (%)



资料来源: 中原证券, wind

图 18: 1 月社融存量同比增速和增幅反弹 (亿元) (%)



资料来源: 中原证券, wind

从社融结构上看,当前表外资金回表开始转正。不仅仅是表内的新增人民币贷款大幅上升,招 3 5668 万亿,前值 0 9269 万亿,与去年同期相比多增 8818 万亿,再叠加表外非标转正。

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_13983

