

日期：2019 年 2 月 11 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

价格趋降 货币趋松

——2019 年 1 月份宏观经济数据预测

■ 主要观点：

1 月份宏观数据预测：CPI 1.8, PPI 0.5, 出口-4.8, 进口-20.0, 顺差 450 (USD) 亿, M2 8.2, M1 3.5, 新增信贷 26000 亿, 信贷余额 12.9, 工业-, 消费-, 投资-。

市场看法：经济平稳中分歧加大

经济平稳仍是市场主流看法，但市场分歧比较明显：通胀维持偏高态势，对进出口增长的乐观态度显著消退。年度数据公布后，各机构对经济前景的信心大都趋弱，弱势中近期市场对经济前景信心的分歧，明显趋于扩大。笔者认为，价格在季节性规律作用下，延续稳中趋落态势；外贸维持弱平稳，货币增速回升，流动性边际改善。

我们看法：平稳中逐渐回暖

12 月份的实际经济数据表明，中国经济维持平稳的难度不少。但我们仍坚持认为经济稳中偏升的态势，不会是市场看法的缓慢下降。货币稳中偏松态势不变；为降融资成本，政策组合会着力使现有利率水平下降，货币增速会有小幅反弹。汇率预期改变，使得降准的空间进一步加大，力度或超预期。经济企稳回升加上市场扩容节奏的改变，将带来未来股市的持续向上行情，但行情发动仍需等待市场对经济预期和市场节奏预期的改变，短期市场将进入犹豫期。

楼市运行价平量稳

2019 年 4 季度后，楼市政策出现微调现象，全面收紧让位于“因城施策”的差异化策略，这意味着楼市的高压态势有所放松，楼市政策压力结束上行，市场进入政策效果观察期，我们预期这个观察期将持续 1-2 年。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。

食用农产品价格季节性回升，大宗带动生产资料价格低位企稳

对 2019 年的全年价格形势，我们预测如下：上半年受猪肉价格非正常低迷影响，叠加季节性规律作用，CPI 将在延续下降，并在年中零基线上下触底，下半年在猪肉回升影响下走稳，低位徘徊；受基数变动影响，工业品价格在大宗商品价格企稳走平后，PPI 同比价格走势全年都将运行在零基线上下低位态势，年末才有可能略回升。

经济、货币平稳中趋松造就资本市场回暖基础

随着未来投资的企稳，中国经济稳中偏升态势将愈加明显，并将造就中国股市持续向上基础。宽信贷后信用环境紧张局面将缓解，流动性环境和信用市场对资本市场回升的约束将逐渐消退。尽管资本市场低迷延续和监管规范后经营扩张放缓，但政策放松后金融机构经营扩张又呈现了回暖迹象。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：经济平稳中分歧加大

按照《证券市场周刊》在 2018 年 12 月份数据未公布前做的 2019 年 1 月份宏观数据提前预测，经济平稳仍是市场主流看法，但各机构间看法显著分散，显示市场分歧比较明显：通胀维持偏高态势，对进出口增长的乐观态度显著消退。年度数据公布后，各机构对经济前景的信心大都趋弱，弱势中近期市场对经济前景信心的分歧，明显趋于扩大。笔者认为，价格在季节性规律作用下，延续稳中趋落态势；外贸维持弱平稳，货币增速回升，流动性边际改善。

1 月份 CPI 提前预测的中值和均值分别为 2.1 和 2.2，预测分布区间 (1.5, 2.7)，表明机构间存在着较大的分歧；PPI 提前预测的中值和均值分别为 1.3 和 1.5，预测分布区间 (-0.2, 2.6)，市场预期中分歧上升最为明显。

我们看法：平稳中逐渐回暖

12 月份的实际经济数据表明，中国经济维持平稳的难度不少。但我们仍坚持认为经济稳中偏升的态势，不会是市场看法的缓慢下降。货币稳中偏松态势不变；为降融资成本，政策组合会着力使现有利率水平下降，货币增速会有小幅反弹。另外，汇率预期改变使得降准的空间进一步加大，力度或超越我们预期。

笔者认为，2019 年中国经济将开启走出底部之旅；经过 2 年多努力，IPO 堰塞湖水位已显著降落。经济企稳回升加上市场扩容节奏的改变，将带来未来股市的持续向上行情，但行情发动仍需等待市场对经济预期和市场节奏预期的改变，短期市场将进入犹豫期。经济转型时期，工业经济运行平稳中有集中化趋势，造就了金融市场上价值投资理念和行为的基础。经济平稳、货币结构改善带来的利率下行趋势，“股债双升”基础正逐渐铺就。

1 月高频数据分析

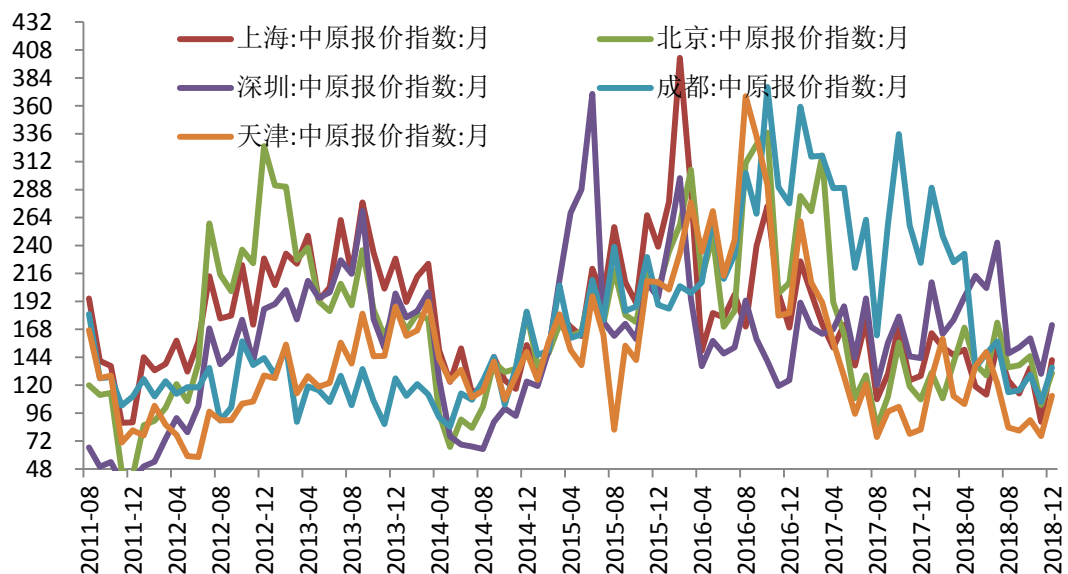
楼市运行价平量稳

2019 年 4 季度后，楼市政策出现微调现象，全面收紧让位于“因城施策”的差异化策略，这意味着楼市的高压态势有所放松，楼市政策压力结束上行，市场进入政策效果观察期，我们预期这个观察期将持续 1-2 年。回顾 2016 年 9 月以来的本轮楼市调控历史，调控政策大致经历了“统一调控”——“重心微调”——“因城施策”三个阶段。第一阶段以收紧、限制为主要特征；第二阶段将楼市调控重心由压投机、挤泡沫，转向“三稳”（地价、房价、预期），房价由防大涨转向防大跌；当前刚刚转入的第三阶段，则开始了政策的差异化发展。

“稳地价、稳房价、稳预期”已成为楼市调控新目标。由于楼市对地方财政的直接影响，房市运行的平稳一直是政府楼市调控的内在要求。随着楼市开始降温，楼市调控的重点已经从“防大涨”转向“防大跌”，保持房地产市场的平稳发展，成为近期楼市调控政策的重心。楼市调控一度使得市场价格“失真”，个别开发商为回避监管，将装修和配套等分拆除购房合同。前期调控的很多措施在于落实价格的真实性，进入下半年后，楼市价格的真实性逐步提高，政府逐渐认可房价在调控下“涨不动”的现实，进一步向市场显示的调控目的信号是——保持房价平稳。展望未来，楼市调控将进入因城施政的具体实施阶段！从中原报价指数情况看，楼市价格涨势在经历了前期高位回落后的低位走平阶段后，开始呈现小幅回升态势，我们前期担忧房价变动棘轮效应——能上难下，开始呈现显露迹象。虽然从中国调控历史看，严控是停止上涨不下降，一旦调控放松，房价则展开报复性反弹；然而，受经济形势和政策前景、土地市场变化影响，未来房价走势不确定明显提高。

“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。因此即使房价出现短暂回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

图 1：主要城市住宅价格延续低位企稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

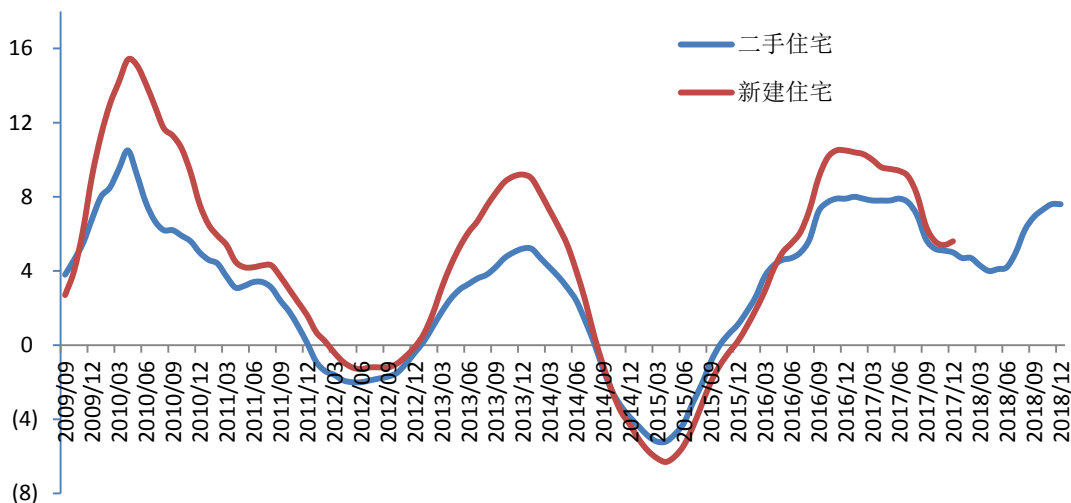
从 2018 年 12 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看，一线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅扩大，二手住宅价格继续下降；二三线城市新建商品住宅和二手住宅价格环比涨幅均回落。12 月份，各地继续坚持因城施策，切实履行城市主体责任，促进房地产市场平

稳健康发展。一线城市新建商品住宅年底成交有所增加，价格有所上涨，二三线城市则继续保持稳定。

一二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比累计平均涨幅比上年同期均回落，三线城市新建商品住宅价格同比累计平均涨幅与上年同期相同，二手住宅有所扩大。12 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 2.8%，涨幅比上年同月扩大 2.2 个百分点；1-12 月平均，同比上涨 0.5%，涨幅比上年同期回落 9.6 个百分点。

15 个热点城市新建商品住宅销售价格环比下降的城市有 3 个。12 月份，15 个热点城市新建商品住宅销售价格环比下降的城市有 3 个，与上月相同，最大降幅为 0.4%；上涨的有 12 个，增加 1 个，最高涨幅为 3.0%。同比下降的城市有 1 个，比上月减少 1 个，最大降幅为 0.4%；上涨的有 14 个，增加 1 个，最高涨幅为 15.9%。

图 2：70 城市住宅价格延续稳中趋升（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

房地产市场：成交在平稳区间下部走稳

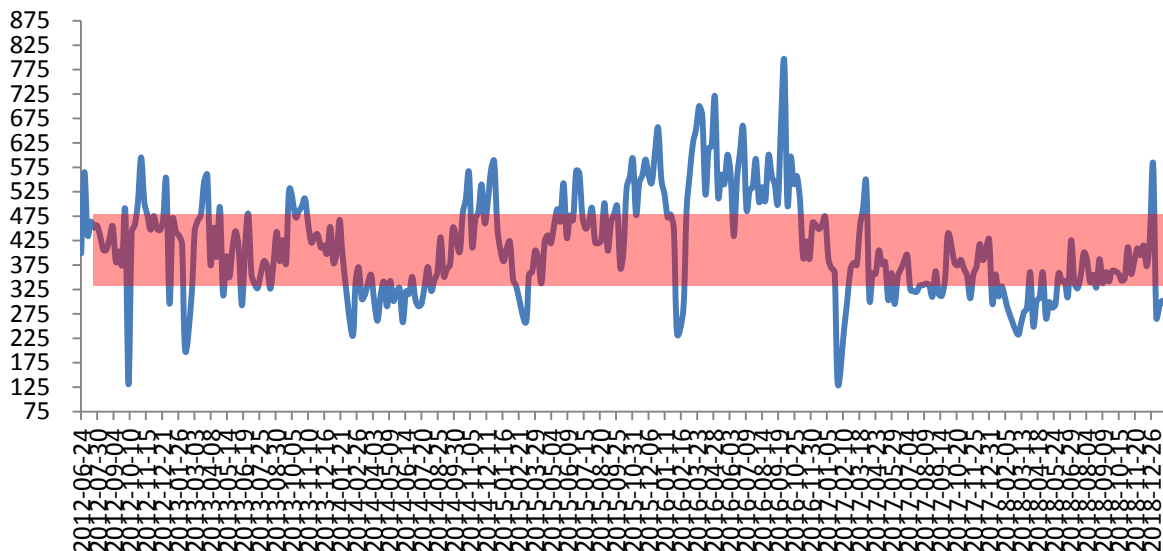
从 2017 年 3 月起，限购、限贷、限价、限售的“四限”手段逐渐在全国推广，住宅市场显著降温。2018 年底，楼市调控政策进入因城施策阶段，多个城市出现楼市调控松动迹象，但楼市调控不放松态势持续，具有拐点效应的市场化调控手段继续得到严格实施。

我们认为，虽然三四线城市出现楼市调控松动迹象，但全国调控基调并未改变，中央的调控方针并未出现松动，加强市场监管稳控楼市秩序仍然是楼市调控重点。中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，未来各地将继续严格执行前期已出台的调控政策，楼市政策将依然维持收紧态势。从中央到地方，政策正从多维度平衡市场，调控进入了一个博弈平衡期，防止房价过快上涨，也防止房价大幅下跌。

伴随楼市调控政策出现松动，楼市成交已在下降台阶的基础上出现企

稳迹象。2019 年 1 月份，全国 30 大中城市的周成交规模延续平稳，周成交规模平均仅有 289 万方，上月为 440 万方，2018 年同期为 324 万方，成交态势平稳，呈现显著的低位走稳特征。从前期成交规模变化下降平台的态势及政策基调看，未来成交能否延续回升仍有待观察。

图 3：30 个大中城市房屋成交延续平稳（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

用电增长平稳预示经济运行平稳

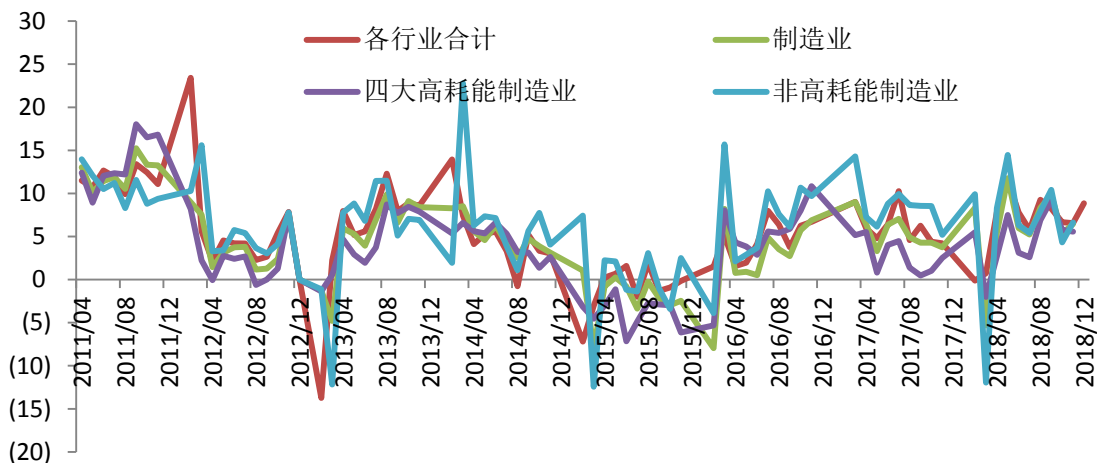
2019 年 1 月 29 日，国家能源局发布 2018 年全社会用电量等数据。2018 年，全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%、同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速；各季度同比分别增长 9.8%、9.0%、8.0%和 7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。全国人均用电量 4956 千瓦时，人均生活用电量 701 千瓦时。

第三产业用电量继续快速增长。全年第三产业用电量 1.08 万亿千瓦时，同比增长 12.7%，增速同比提高 2.1 个百分点；拉动全社会用电量增长 1.9 个百分点，比上年提高 0.5 个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长 23.5%，继续延续近年来的快速增长势头，其中互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业用电量增速均超过 60%；批发和零售业用电量增长 12.8%，其中充换电服务业用电量增长 70.8%；受电气化铁路、城市公共交通运输、港口岸电、装卸搬运和仓储业等用电持续快速增长拉动，交通运输、仓储和邮政业用电量增长 11.7%。

城乡居民生活用电量快速增长。全年城乡居民生活用电量 9685 亿千瓦时，同比增长 10.3%，增速同比提高 2.6 个百分点；拉动全社会用电量增长 1.4 个百分点，比上年提高 0.4 个百分点。随着城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，以及新一轮农网改造升级、居民取

暖“煤改电”的大力推进，尤其在气温因素的作用下，冬季取暖和夏季降温负荷快速增长，带动了城乡居民生活用电快速增长。

图 4：各行业用电增长平稳波动中回升（同比，月）

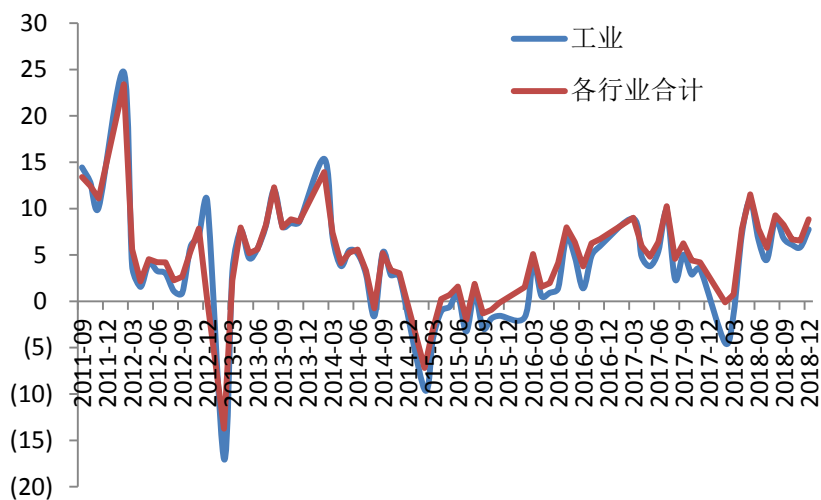


数据来源：wind，上海证券研究所

第二产业及其制造业用电量增长较快，高技术及装备制造业用电领涨。2018 年，第二产业用电量 4.72 万亿千瓦时、同比增长 7.2%，增速为 2012 年以来新高，同比提高 1.7 个百分点，拉动全社会用电量增长 5.0 个百分点。制造业用电量同比增长 7.2%，各季度增速分别为 6.5%、8.0%、7.0%和 6.2%。从几大类行业来看，高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，与同期技术进步、转型升级的相关产业和产品较快增长态势基本一致。四大高载能行业用电量增长 6.1%，增速同比提高 1.2 个百分点，各季度增速分别为 4.8%、5.3%、7.3%和 7.0%，因国家和地方“稳投资”等措施逐步发力，并受上年低基数影响，下半年增速回升。

消费品制造业用电量增长 5.5%，各季度增速分别为 5.7%、7.9%、5.1%、3.5%，与社会消费品零售总额增速放缓趋势相吻合。第二产业用电量占全社会用电量的比重为 69.0%、比上年降低 0.8 个百分点。其中，四大高载能行业用电量比重比上年降低 0.6 个百分点；高技术及装备制造业用电量比重提高 0.1 个百分点。第三产业、城乡居民生活用电量比重分别提高 0.6 和 0.2 个百分点，第一产业用电量比重为 1.1%，与上年持平。

图 5：工业和行业用电平稳中回升（当月同比，%）

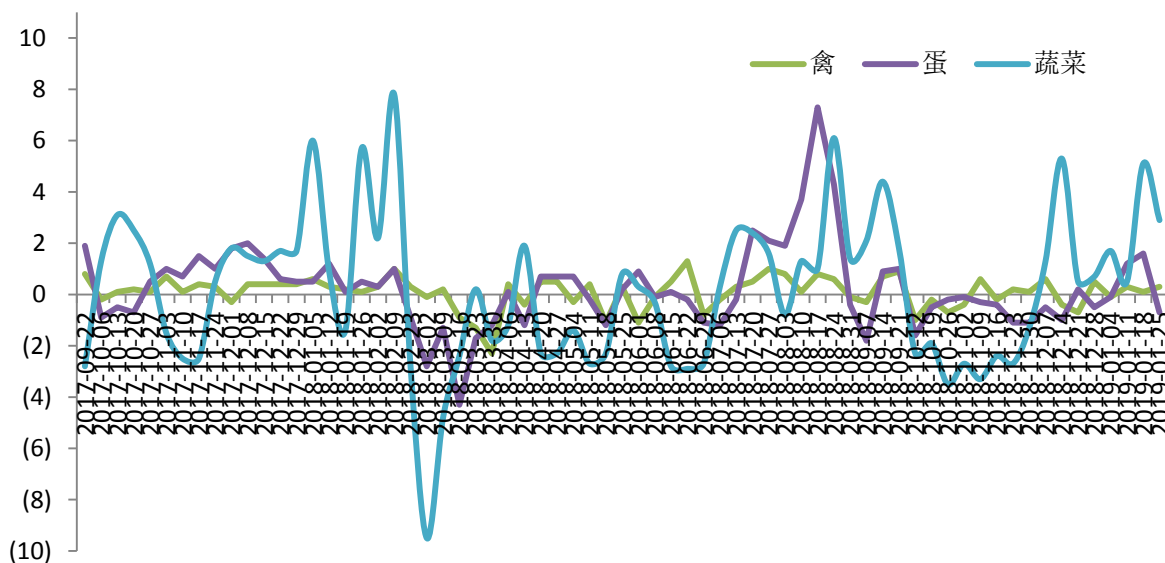


数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性回升，大宗带动生产资料价格低位企稳

消费品价格则基本呈现了季节性波动规律，在食用农产品价格回升的带动下，整体回升。猪肉价格受疫情影响，短期供应成爆发性增长，使得猪肉短期价格走势出现了与往年不同的走势——供大于求带来的价格下行作用超过了春节因素带来呈现了价格上涨作用。我们之前就认为，前期的通胀压力主要来自于短期扰动，主要受疫病引起的猪肉等副食品涨价影响，非食品中居住上涨较多。但对决定消费品价格走势的猪肉价格，1 月份呈现了与过去不同的走势，1 月份反常走低。

图 6：商务部食用农产品价格指数继续季节性上行（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

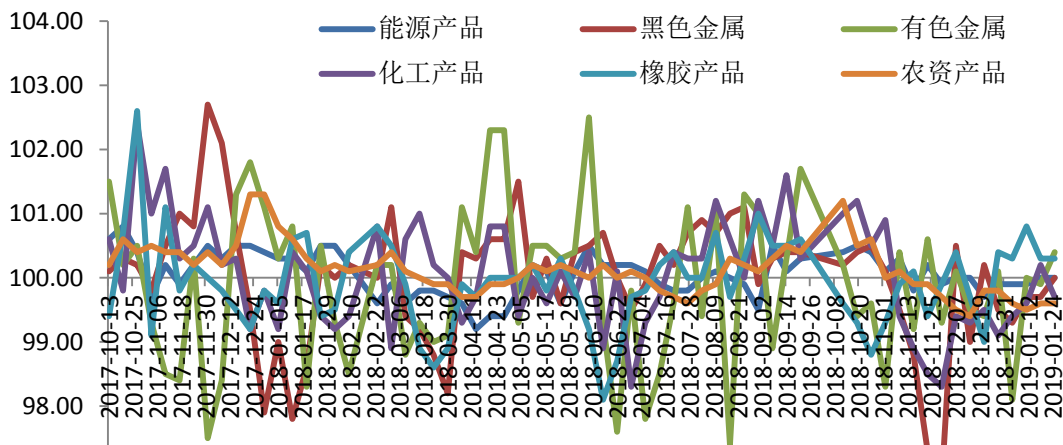
2019 年 1 月，由于前期通胀数据回落和经济困难情绪上升，通胀预

期明显消退。消费品价格的季节性波动规律作用下，通胀压力减缓的趋势仍将持续。从猪粮比价看，猪肉供应年内或再现紧张局面，下半年猪肉价格大幅上涨的可能性正在升高。我们预计1月份CPI环比变动仅有0.5，比往年偏低，将带动CPI同比小幅下行。

工业品价格主要是指生产资料价格的变动，这基本取决于大宗商品价格的走势。长期来看的工业价格水平受大宗商品价格变动影响，以稳为主，惯性波动；短期看，由于石油价格已快速下行到市场长期均衡价值下部区域，未来延续反弹可能性很大。我们一直认为，大宗商品价格在上台阶后在均衡区间波动是中长期趋势，未来工业品价格将呈现稳中趋降的态势，同比值变化主要受基数变化的影响，趋势上回落已成定局。

按统计局公布，1月份流通领域重要生产资料市场价格降多涨少，整体趋向下行，我们认为这主要是受大宗商品价格下跌影响。统计局对24个省（区、市）流通领域9大类50种重要生产资料市场价格的监测显示：2018年12月下旬与12月中旬相比，7种产品价格上涨，36种下降，7种持平；2019年1月上旬与2018年12月下旬相比，7种产品价格上涨，39种下降，4种持平；2019年1月下旬与1月中旬相比，14种产品价格上涨，27种下降，9种持平。

图7：商务部生产资料价格指数延续回落（各类别/周环比，%）



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_14313

