

从央行调查问卷看经济冷暖

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

● 宏观经济热度指数同比回升，名义经济增长或将阶段性企稳

如果观察企业家宏观经济热度指数同比增量，可以发现该指标存在明显的3.5年周期，这与基钦周期的长度一致。宏观经济热度指数同比增量与统计局PMI、财新PMI等变量均有良好的相关性。宏观经济热度指数同比增量在2019Q2见底，2019Q3-Q4持续回升，在时点上与财新PMI比较一致，统计局PMI则滞后一些，这种背离可能与人民币汇率有关。但无论统计局PMI与财新PMI是否背离，最终名义经济增长都出现了企稳，只是力度不同。

● 订单指数同比增量回升，2020H1可能处于补库存周期

订单指数（出口订单指数+国内订单指数）同比增量领先库存周期大约2个季度，前者已经在2019Q2触底并连续2个季度回升，据此推测，2020H1可能处于补库存周期。在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大，经济企稳的动力变强，实际需求层面上，我们认为未来出口、基建投资、汽车消费、地产竣工增速都存在回暖的可能。

● 猪肉价格回调，未来物价上涨预期降温

受春节效应影响，四季度未来物价上涨预期一般比上季度更强。但2019Q4未来物价预期指数较上季度下降1个百分点，2001年以来，Q4来物价预期指数出现环比下降的年份只有2008年、2011年和2019年。这三年的一个共同点是，四季度均经历猪肉价格从高位回调。11月以来猪肉价格回调与供给恢复导致近期物价上涨预期出现降温。但由于供需缺口巨大且非洲猪瘟还在肆虐，2020年猪肉价格可能要接受更高的位置，而且持续性更长。

● 房价上涨预期降温

房价预期上涨比例从2019Q3的29.3%降至2019Q4的26.5%，2019年11月百城住宅房价环比下跌城市数上升至2016年以来最高，反映过去几年房价“只涨不跌”的预期在逐渐被打破。与此同时，2019年底召开的中央经济工作会议提到“全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”，在这种情况下，未来部分城市房地产政策可能会有条件的放松。

● 信贷供需缺口扩大，贷款需求分化

2019年初以来，贷款需求指数同比不断回升，但内部结构出现分化：（1）基建贷款需求指数同比不断回升，而制造业贷款需求指数同比维持低位，这与2019年基建投资好于制造业投资相一致。（2）大型与中型企业贷款需求在2019年下半年开始加速回升，而小型企业贷款需求回落。

如果用“（贷款需求指数-贷款审批指数）：同比增量”衡量信贷供需缺口的变化，可以发现信贷供需缺口在2019Q2触底随后连续2个季度回升，信贷供需缺口领先十年期国债收益率2个季度，结合我们前文对名义GDP的判断，2020年上半年利率债存在上调压力。当然，2019Q2以来货币政策松紧适度，货币政策感受指数在窄幅波动，这在过去是很少见的，同时也是2019年十年期国债收益率区间窄幅震荡的原因之一。

● 风险提示：政策落实不及预期

目 录

1、宏观经济热度指数同比回升，名义经济增长或将阶段性企稳	3
2、订单指数同比增量回升，2020H1 可能处于补库存周期	6
3、猪肉价格回调，未来物价上涨预期降温	7
4、房价上涨预期降温	8
5、信贷供需缺口扩大，贷款需求分化	9
6、一周高频数据观察	11
6.1、发电耗煤量回升	11
6.2、原油价格上涨	11
6.3、蔬菜价格上涨，猪肉价格下跌	12
6.4、房地产销售面积增速回落	12
6.5、隔夜利率跌破 1%	13
6.6、美元指数下跌，人民币汇率升值	14

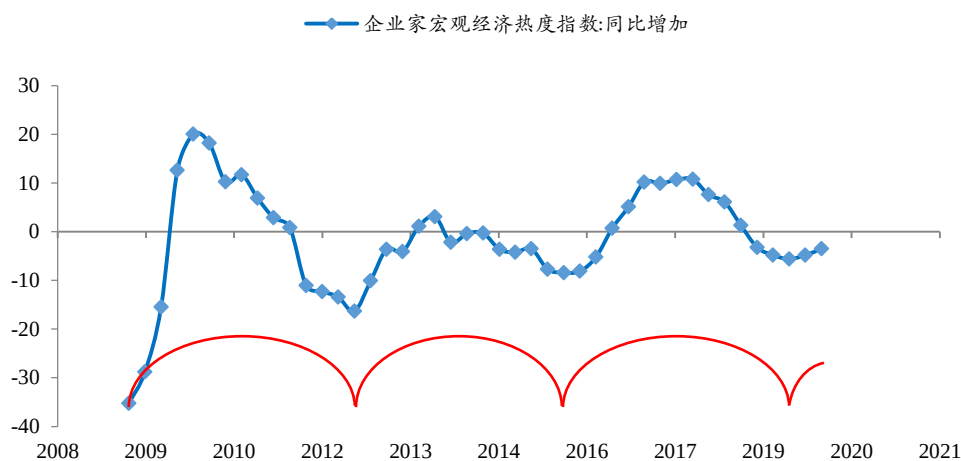
图表目录

图 1: 宏观经济热度指数同比增量存在明显的 3.5 年周期	3
图 2: 宏观经济热度指数同比增量与统计局 PMI 以及财新 PMI 均有良好的相关性	3
图 3: 最近 2 轮短周期底部，财新 PMI 均先于统计局 PMI 与全球制造业 PMI 触底	4
图 4: 2015 年底与 2019 年中均在前期经历过人民币大幅贬值，而 2012 年对应前期人民币大幅升值	4
图 5: 宏观经济热度指数同比增量与十年期国债收益率	4
图 6: 宏观经济热度指数同比增量与螺纹钢价格同比增速	5
图 7: 宏观经济热度指数同比增量与央行资产负债表变化	5
图 8: 宏观经济热度指数同比增量与金属切削机床产量	5
图 9: 宏观经济热度指数同比增量与 M1 增长率	6
图 10: 订单指数同比增量领先库存周期	6
图 11: 在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大	7
图 12: 一季度物价水平往往比上季度要高	7
图 13: 2001 年以来，Q4 物价预期指数出现环比下降的年份只有 2008 年、2011 年和 2019 年	8
图 14: 2009 年、2011 年与 2019 年四季度猪肉价格下跌	8
图 15: 房价上涨预期降温	9
图 16: 基建和制造业贷款需求分化	9
图 17: 基建投资增速小幅回升	10
图 18: 小型企业贷款需求调整较为滞后	10
图 19: 信贷供需缺口领先十年期国债收益率	10
图 20: 货币政策感受指数与十年期国债收益率窄幅波动	11
图 21: 发电耗煤量回升 (%)	11
图 22: 原油价格上涨 (美元/桶)	12
图 23: 蔬菜价格上涨 (元/公斤)	12
图 24: 房地产销售面积增速回落 (%)	13
图 25: 隔夜利率跌破 1%	13
图 26: 美元指数回落	14
图 27: 人民币汇率升值	14
表 1: 央行公开市场操作 (2019.12.23-12.27)	13

1、宏观经济热度指数同比回升，名义经济增长或将阶段性企稳

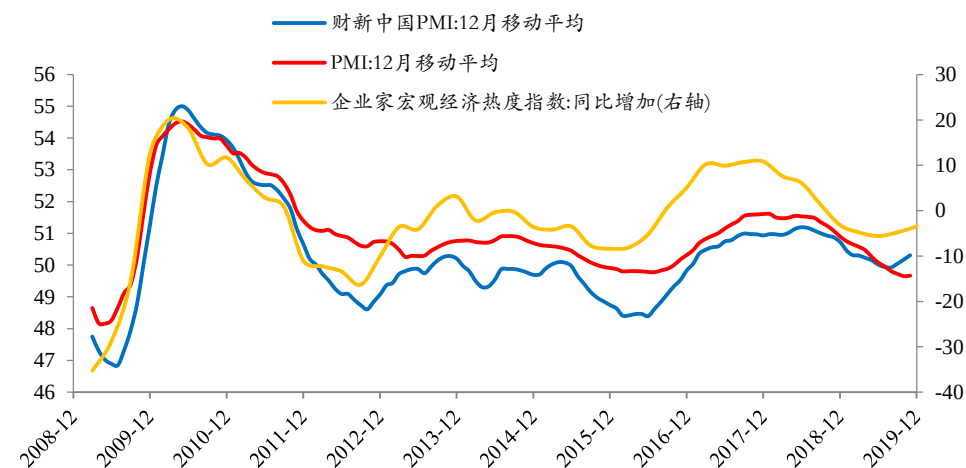
如果观察企业家宏观经济热度指数同比增量，可以发现该指标存在明显的 3.5 年周期，这与基钦周期的长度一致。宏观经济热度指数同比增量与统计局 PMI、财新 PMI、十年期国债收益率、M1 增长率等变量均有良好的相关性，其中，财新 PMI 自 2019 年 7 月以来持续回升，统计局 PMI 在 11 月回升至扩张区间并且其同比增速出现 2018 年下半年以来首次回升。宏观经济热度指数同比增量在 2019Q2 见底，2019Q3-Q4 持续回升，在时点上与财新 PMI 比较一致，统计局 PMI 则滞后一些，在 2015 年底亦存在这个现象。统计局 PMI 与财新 PMI 的背离，可能与人民币汇率有关。财新 PMI 主要以中小型出口企业为主，中小型出口企业对人民币汇率波动更敏感，2015 年底与 2019 年中均在前期经历过人民币大幅贬值，相应的，这两次财新 PMI 比统计局 PMI 与全球制造业 PMI 更快触底。而 2012 年三者是同步触底的，对应前期人民币大幅升值。但无论统计局 PMI 与财新 PMI 是否背离，最终名义经济增长都出现了企稳，只是力度不同。

图1：宏观经济热度指数同比增量存在明显的 3.5 年周期



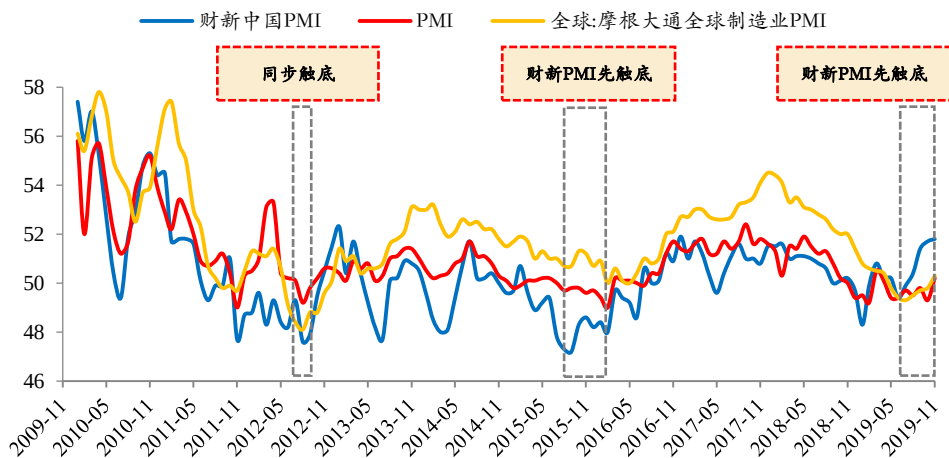
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：宏观经济热度指数同比增量与统计局 PMI 以及财新 PMI 均有良好的相关性



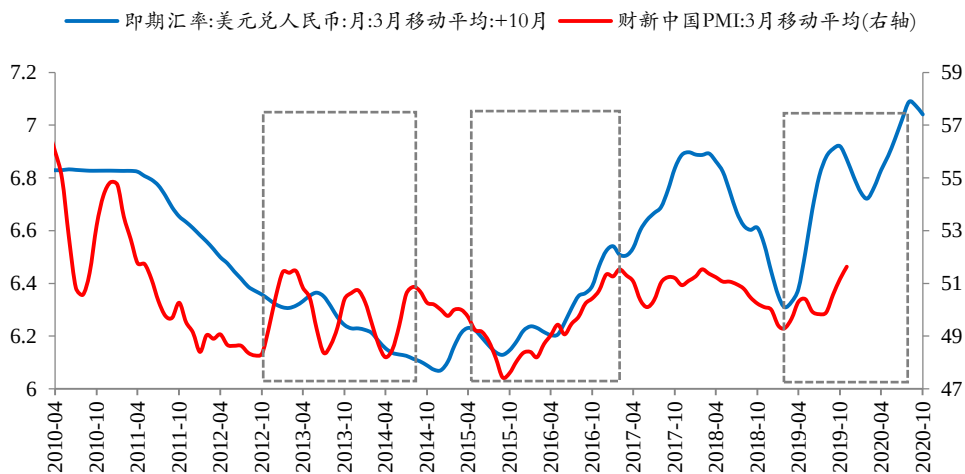
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 最近2轮短周期底部，财新PMI均先于统计局PMI与全球制造业PMI触底



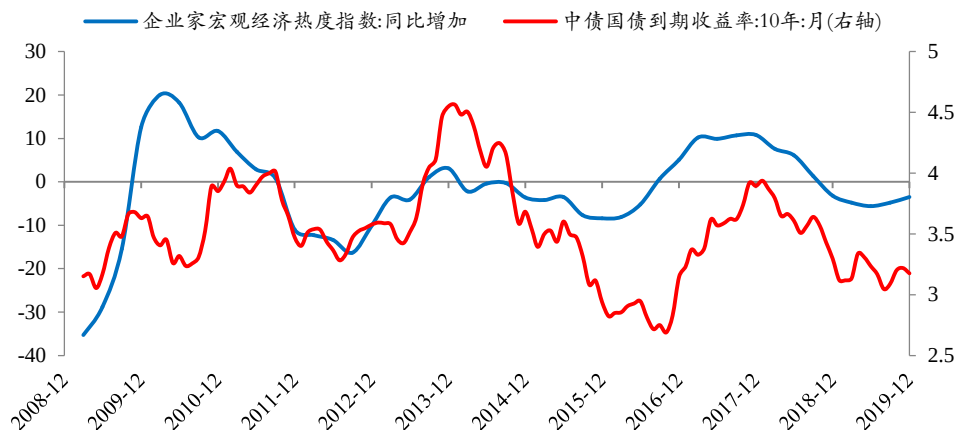
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2015 年底与 2019 年中均在前期经历过人民币大幅贬值，而 2012 年对应前期人民币大幅升值

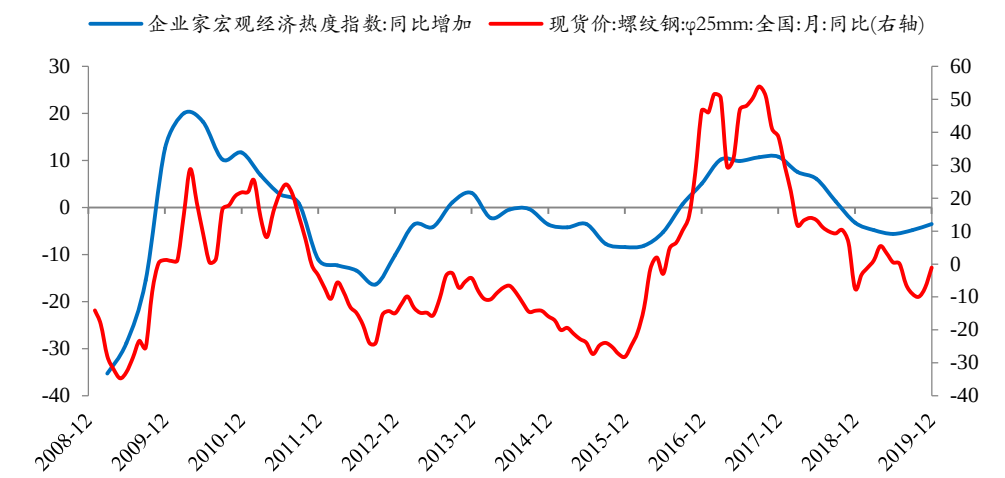


资料来源：Wind，新时代证券研究所

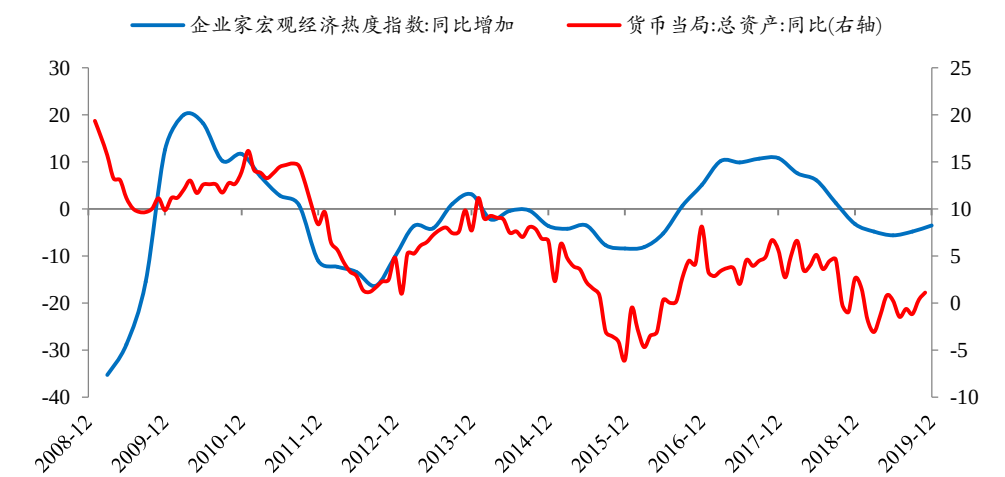
图5： 宏观经济热度指数同比增量与十年期国债收益率



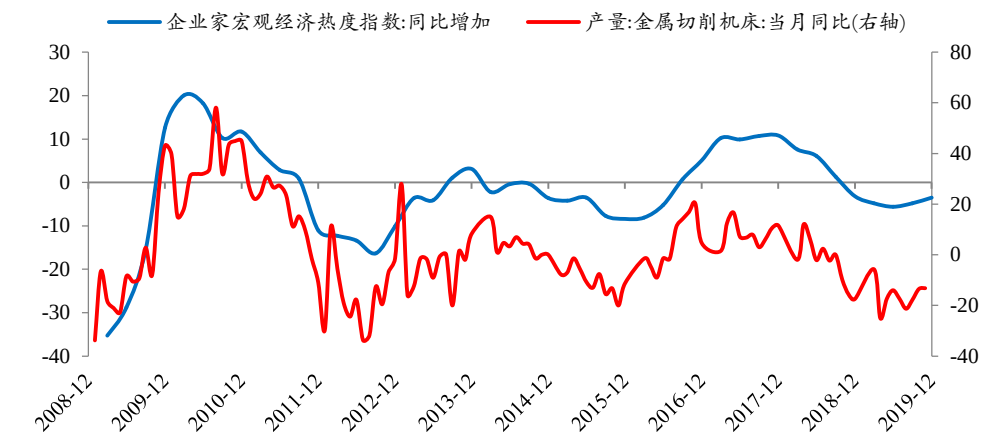
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 宏观经济热度指数同比增量与螺纹钢价格同比增速

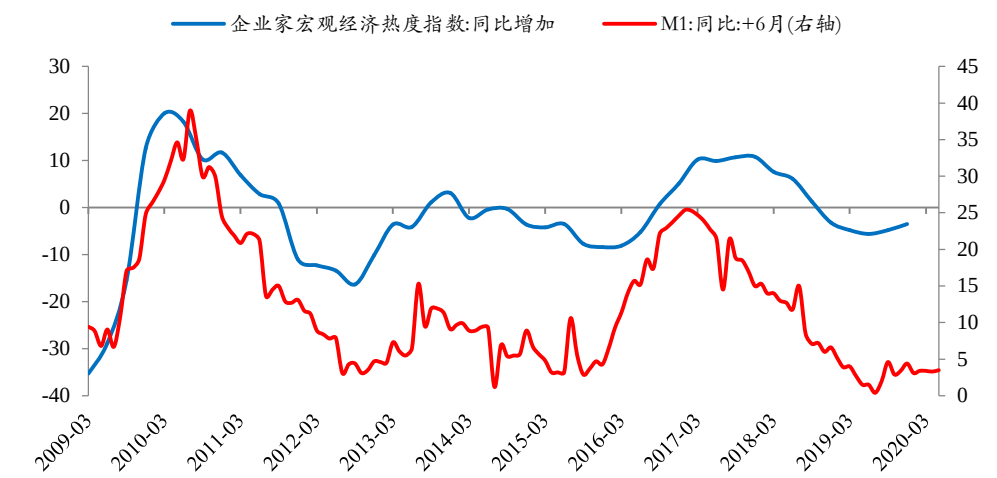
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 宏观经济热度指数同比增量与央行资产负债表变化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 宏观经济热度指数同比增量与金属切削机床产量

资料来源：Wind，新时代证券研究所

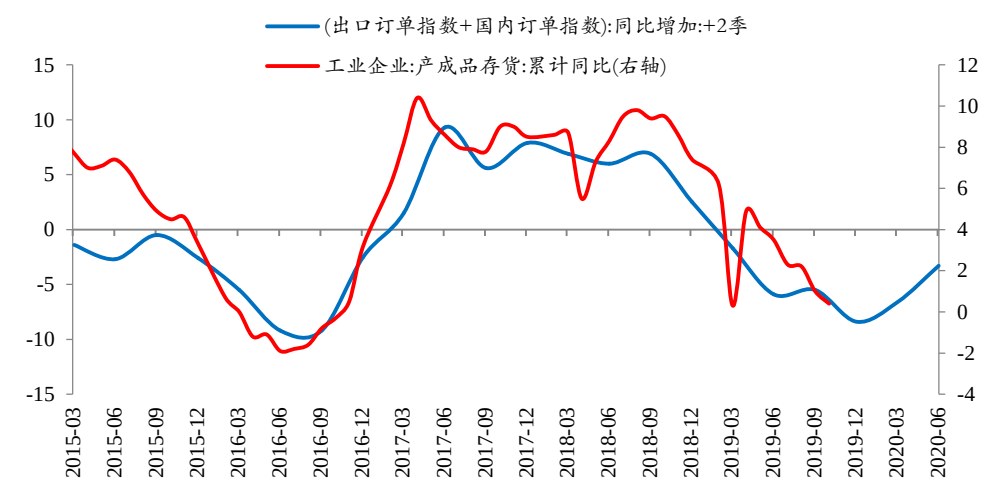
图9： 宏观经济热度指数同比增量与 M1 增长率

资料来源：Wind，新时代证券研究所

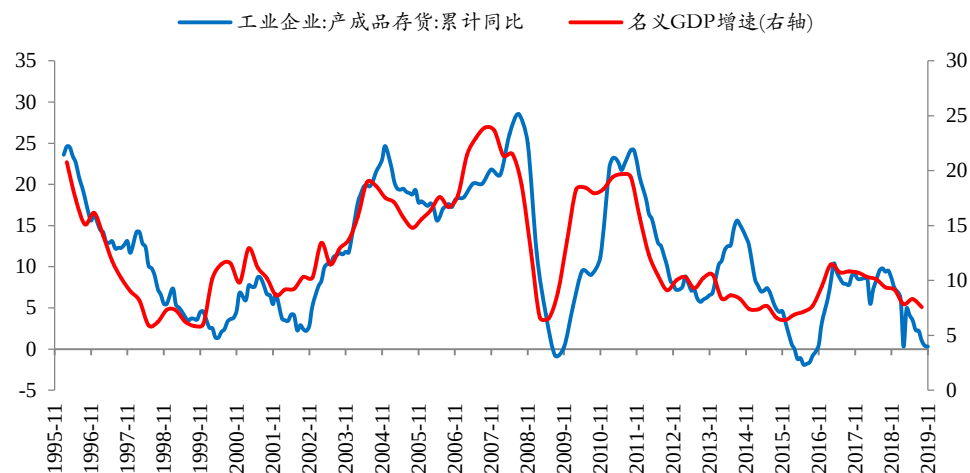
2、 订单指数同比增量回升，2020H1 可能处于补库存周期

订单指数（出口订单指数+国内订单指数）同比增量领先库存周期大约2个季度，前者已经在2019Q2触底并连续2个季度回升，据此推测，2020H1可能处于补库存周期。

库存周期并非简单的滞后指标。库存周期类似于供需缺口，低库存意味着安全垫，一旦需求边际回升，补库存的动力会比高库存时更大，这决定着，在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大，经济企稳的动力变强，实际需求层面上，我们认为未来出口、基建投资、汽车消费、地产竣工增速都存在回暖的可能。

图10： 订单指数同比增量领先库存周期

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大

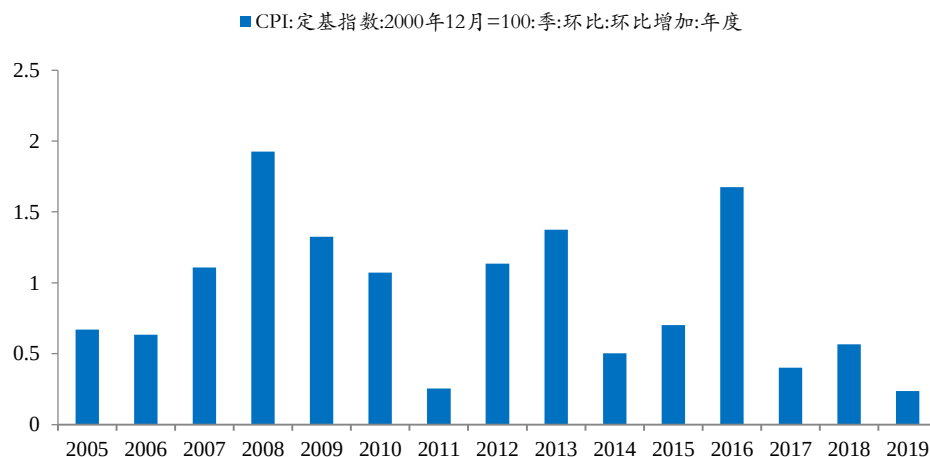
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、猪肉价格回调，未来物价上涨预期降温

受春节效应影响，一般一季度物价水平比上季度要高（图12），相应的，四季度未来物价上涨预期也比上季度更强（图13）。但2019Q4未来物价预期指数较上季度下降1个百分点，这在历史上是比较少见的，2001年以来，Q4来物价预期指数出现环比下降的年份只有2008年、2011年和2019年。这三年的一个共同点是，四季度均经历猪肉价格从高位回调（2008年比较特殊，金融危机导致总需求断崖式下降，物价全面回调）。

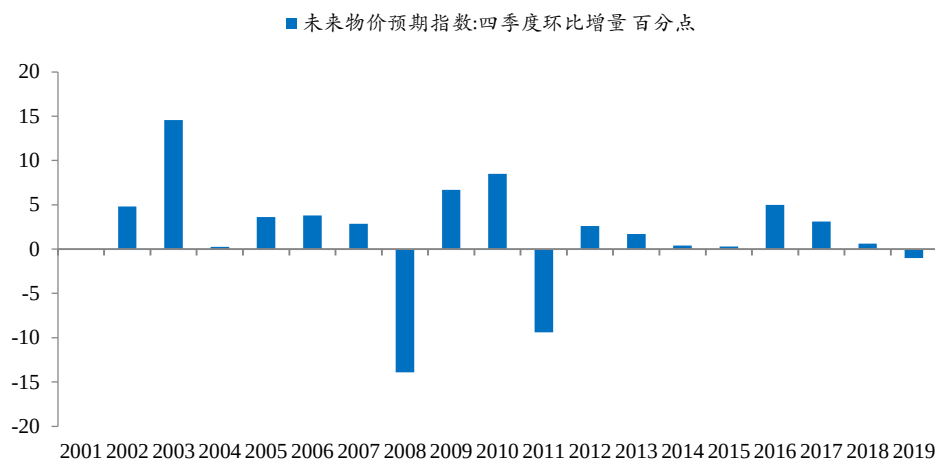
受生猪养殖户集中抛售影响，猪肉价格自11月以来出现回调。同时，近期政策通过储备肉投放、补贴、生猪保险、贷款贴息等方式保障猪肉供应，11月能繁母猪存栏环比增长4%，连续3个月回升。短期猪肉价格回调与供给恢复，导致近期物价上涨预期出现降温。

但我们认为2020年物价上涨可能会超出预期，一方面，中国的猪肉供需缺口大约在3000-4000万吨，短时间很难完全平抑；另一方面，非洲猪瘟疫苗并没出来，非洲猪瘟还在肆虐，养殖户面临的风险还是血本无归，很难出现大量的复产。因此，2020年猪肉价格可能要接受更高的位置，而且持续性更长。

图12： 一季度物价水平往往比上季度要高

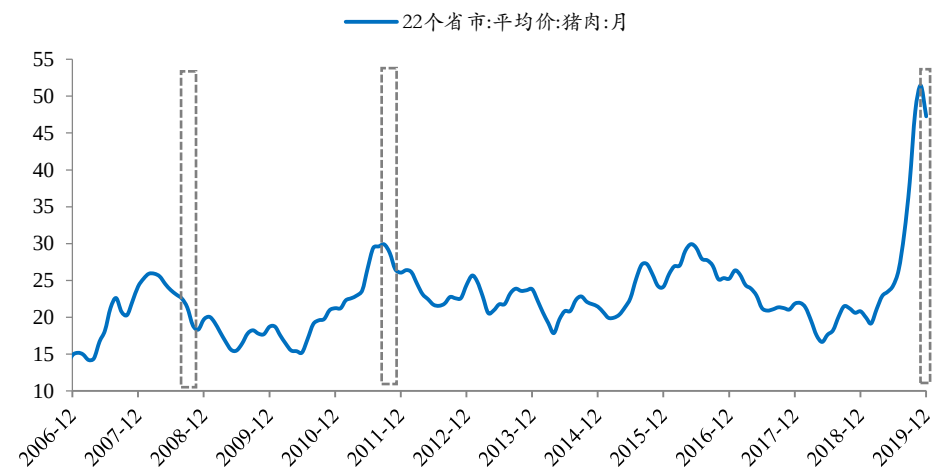
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2001 年以来，Q4 物价预期指数出现环比下降的年份只有 2008 年、2011 年和 2019 年



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 2009 年、2011 年与 2019 年四季度猪肉价格下跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_8128

