

## 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓

### 摘要

高频数据显示8月数据延续弱平稳态势，信用收缩尚未完全传导至基本面，存在一定滞后。基本面呈现出需求较供给更快放缓的格局，因而工业品价格持续下跌，工业品通缩压力加大。经济总体延续疲弱格局。虽然近期猪肉价格大幅上涨推升通胀压力，CPI在近几个月存在破3%可能，但考虑到CPI明显超过3%可能性有限，同时猪肉价格上涨属于供给冲击，管理需求的货币政策对其调控效果有限，因而对货币政策影响有限。

结构性基调下，货币政策的主要约束依然是向实体经济传导渠道受阻，小微、民企和制造业融资能力有限，而房地产和基建融资继续受到管控，实体信用将继续收缩。资金将继续堆积在银行间市场。银行和外资配置债券资产的意愿将持续提升。流动性堰塞湖总体格局不变，利率债向好的趋势就不会发生变化。我们继续看多利率债，10年期国债利率预计将下降至2.6%-2.8%左右。

风险提示：经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
2. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
3. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
4. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
5. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第12期 (2019-08-25)
6. LPR能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
7. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
8. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
9. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
10. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)

## 1 经济平稳放缓，需求走弱快于生产

**经济平稳放缓，需求走弱速度快于生产。**8月高频数据显示生产面保持弱平稳。六大发电集团耗煤量增速有所回升，显示前期信用收缩尚未完全传导至生产面。而考虑到9月1日美国对中国出口商品再度加征关税，8月提前出口的效应将再度出现，因而出口增速或保持高位，这意味着下游出口行业产出也不会弱。因而我们认为生产面将保持弱平稳水平。但相对来说，需求面可能出现更快速度的下行。在库存水平未发生明显变化情况下，工业品价格在8月再度明显下跌，这意味着需求走弱的速度快于生产。

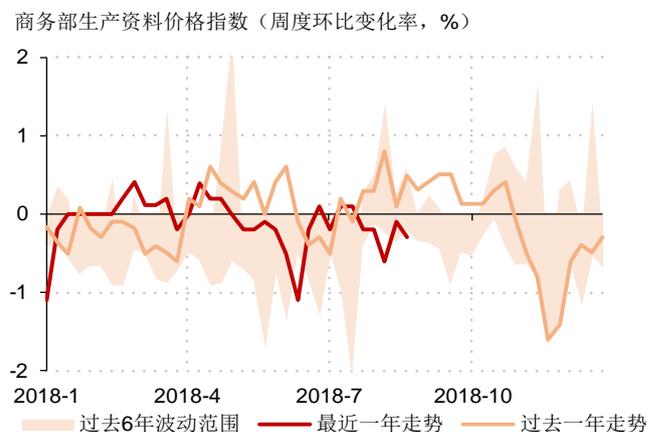
**需求下滑速度快于供给，工业品通缩压力加大。**由于需求下滑速度快于供给，工业品价格在8月持续下滑。商务部生产资料价格指数显示，8月环比持续下跌，同时考虑到去年同期的高基数因素，PPI同比跌幅将进一步加大，通缩压力上升。而通缩压力上升将带动企业盈利再度放缓，降低投资需求，加大经济放缓压力。

图1：六大发电集团耗煤量跌幅收窄



数据来源：wind、西南证券整理

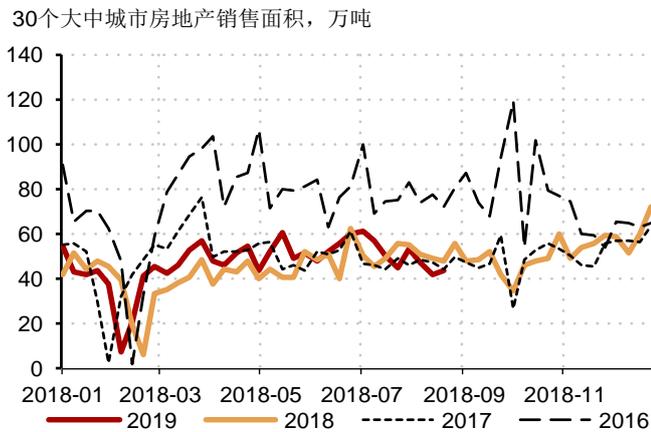
图2：工业品价格持续下跌



数据来源：wind、西南证券整理

**调控政策强化房地产下行压力加大。**近期政策对房地产调控力度明显加强，在政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”之后，政策对房地产的管控不断加强，包括对房地产贷款持续收紧。这导致房地产销售放缓速度加快，8月30个大中城市商品房销售面积同比下跌8.3%，跌幅较上月扩大14.7个百分点。房地产企业拿地速度同样明显放缓。随着房地产企业资金面收紧，下半年房地产投资也将随之放缓，这将在短期加大经济放缓压力

**基建投资或继续保持弱势，制造业投资以及消费需求难以明显复苏。**8月开始，地方债发行速度放缓，同时隐形债务新增量依然受到管控环境下，地方政府总体资金来源并未明显改善，因而基建投资继续疲弱。高频数据中疲弱的水泥价格也从侧面印证了这个判断。而制造业投资滞后于企业盈利，在企业盈利持续放缓的环境下，制造业投资继续疲弱，难以有明显复苏。随着环保标准由“国五”向“国六”转变影响的退出，汽车销售重回负增长状况，乘用车厂家批发高频数据继续同比下滑，显示消费也将在7月延续弱势。

**图 3：30 个大中城市房地产销售面积继续放缓**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：企业盈利决定工业部门投资水平**

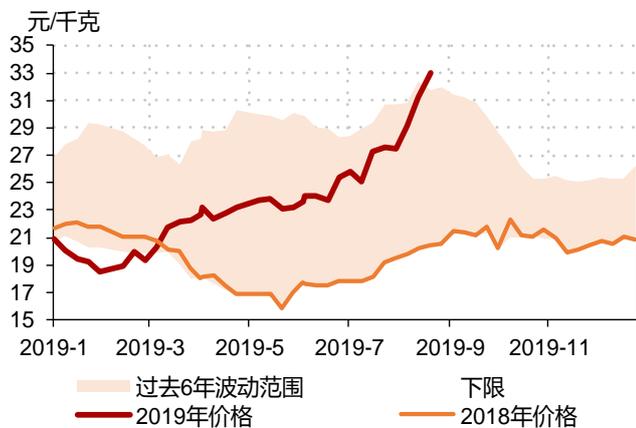

数据来源：wind、西南证券整理

## 2 猪价加速上涨推升通胀，但目前看尚无需过度担忧

近期猪肉价格再度起飞。8月以来，猪肉价格在过去1年多连续上涨基础上再度起飞，22省市猪肉价格从8月2日的27.4元/公斤快速上涨至8月22日的33.0元/公斤，在20天内大幅上涨20.3%。猪肉价格绝对水平也创下2006年有数据以来的历史新高（图1）。猪肉是居民必须消费品之一，同时也是CPI的主要组成作用。猪肉价格上涨将推升居民消费成本，推高CPI，并可能进而制约货币政策。因而，近期猪肉价格如此快速上涨引发包括决策层在内的广泛关注。8月22日国务院会议确定稳定生猪生产和猪肉保供问价措施，猪肉价格上涨已经惊动高层，也从侧面凸显了这个问题的重要性。

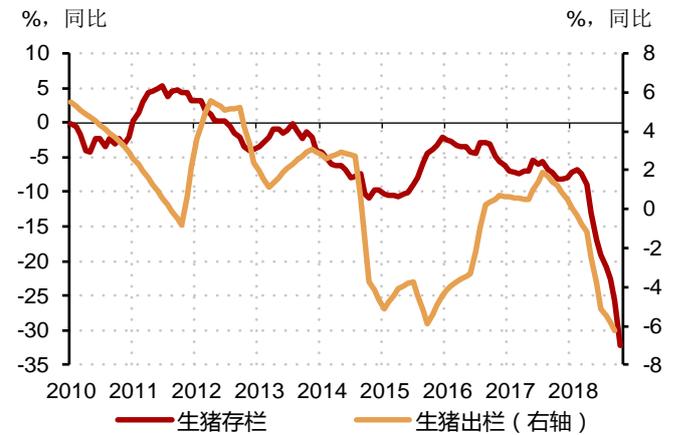
我们基于生猪出栏与存栏比例反映的供给缺口判断，未来猪肉价格依然有继续上涨可能。我们利用领先一年的生猪出栏和存栏比例对趋势偏差值，与22省市猪肉价格的相关性，来对22省市猪肉价格做预测。结果显示，当前供给缺口意味着未来猪肉价格将继续攀升，未来一年高点可能攀升至40元/公斤以上。而在经历今年8月的快速上涨之后，截止8月22日，22省市猪肉均价已经来到33元/公斤，也就是说，猪价还可能较现在水平再上涨25%左右。如果供给依然得不到有效改善，猪价涨幅可能较目前估计水平更高，猪价上涨压力不容轻视。

图 5：22 省市猪肉平均价格走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：生猪存栏与出栏数同比增速



数据来源：wind、西南证券整理

猪肉价格上涨将推升通胀压力，CPI 大概率在今年 8、9 月份破 3%，年末可能达到 3.3% 左右。根据 22 省市猪肉价格同比增速与 CPI 中猪肉分项增速的关系，可以预测 CPI 中猪肉分项同比增速将持续回升，预计将从今年 7 月 27.0% 左右的水平攀升至年末的 69.4%。相应的将对 CPI 产生明显推升作用。我们用定基指数法，结合猪肉在 CPI 中的权重，来估算对 CPI 同比增速的推动作用。并假定非猪肉 CPI 环比增速与过去 8 年的季节性均值相同，以此来预测未来几个月 CPI。结果显示，CPI 将在 8、9 月份破 3%。年末将达到 3.3% 左右。通胀压力上升，但未出现失控情况。明年猪肉价格是否会大幅攀升，继续推高 CPI，取决于下半年生猪补库速度如何。

在缺乏宏观面支撑情况下，猪肉价格上涨对债市影响更多是情绪面，实质影响有限。虽然猪肉价格上涨将在未来几个月推升通胀水平，但我们认为货币政策无需收紧。主要原因是这种通胀并非需求驱动，而是来自供给面冲击。而货币政策则是调节需求的工具，对供给冲击调节能力有限。如果缺乏宏观面的支撑，猪肉价格单一商品价格上涨，也不会对债市形成明显冲击。例如 2015 年 3 季度猪肉价格上涨虽然推升了通胀水平，但由于货币政策未发生调整，宏观基本面依然偏弱，因而债市并未调整。债市利率反而在股灾之后持续下行。因而当前猪肉价格上涨对债市冲击有限。债市的决定变量依然是经济基本面走势和货币政策状况

图 7：猪价上涨将继续推升 CPI 增速



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：经验数据显示猪价上涨不一定会推高利率



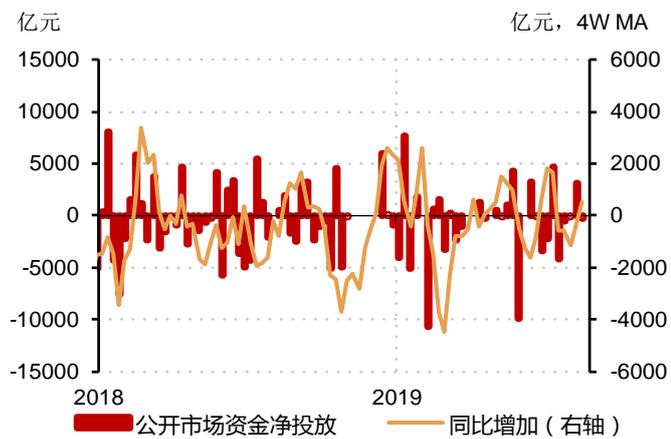
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 结构性政策基调不变，流动性堰塞湖延续

**政策继续坚持结构性导向，资金向实体传导依然不畅通。**政策继续坚持结构性导向，具体来说，就是增加金融体系对制造业、民企和小微企业支持，严格控制对房地产市场的贷款以及房地产企业融资规模，控制地方政府隐性债务。但房地产融资在以往融资中占有很高比例，对房地产融资的管控将带来信用收缩压力。另外，民企、小微和制造业企业在经济放缓过程中融资需求走弱，资产变差，融资能力不足，因而难以实现有效的信用投放。

**信用投放或继续收缩。**政策导向和微观激励不一致可能导致信用投放继续收缩。由于对传统融资渠道管控显著加强，而新的融资渠道短期缺乏微观激励，难以放量，同时，中小银行资金来源不足也将抑制其资金投放能力，未来一段时间信用可能再度收缩。8月央行通过公开市场回笼投放1530亿元，较去年同期小幅多出705亿元，央行继续保持审慎，在外围利率持续下降环境下依然保持MLF利率不变。但即使这样，流动性依然宽松，显示8月信贷可能继续保持疲弱。

图9：公开市场资金投放



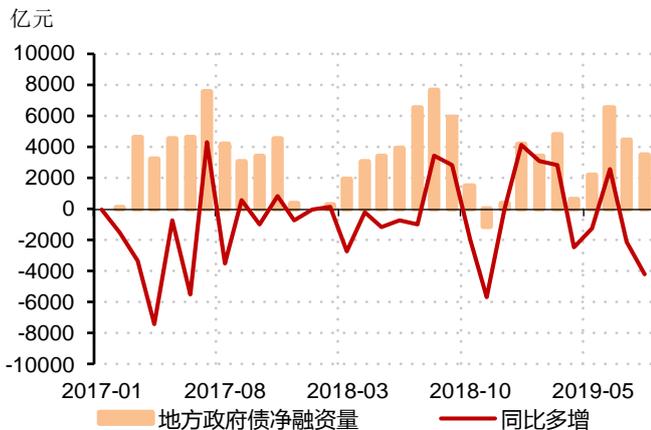
数据来源：wind、西南证券整理

图10：低评级债券信用利差结束下降趋势，保持高位



数据来源：wind、西南证券整理

**社融同比增速继续放缓。**一方面，信用投放不畅导致社融环比走弱。除信贷承压之外，地方债发行在8月继续放缓，当月地方债净融资3486亿元，同比少4169亿元。另一方面，去年表外融资收缩幅度最大时期在6月份，而后表外融资减少幅度有所收窄，低基数效应减退，而去年3季度地方债发行放量更是进一步抬高了基数效应。因而7月之后社融同比增速将小幅放缓。我们预计8月社融在1.55万亿左右，同比增速下行至10.7%左右，未来或将继续下行。

**图 11：地方政府融资放缓**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 12：低基数效应继续减退**

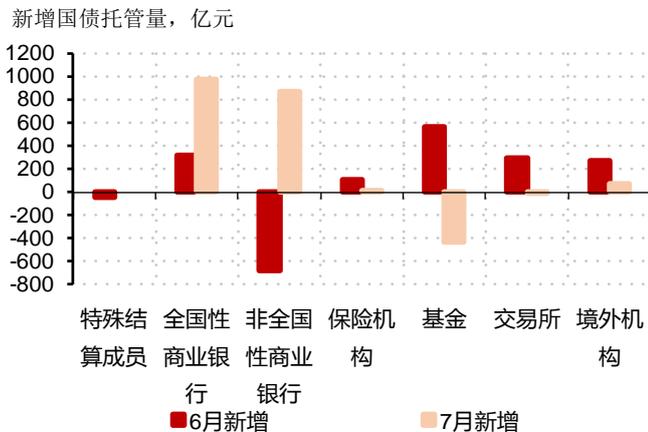

数据来源：wind、西南证券整理

**流动性堰塞湖持续，基本面走弱和流动性宽松将继续奠定利率债向好格局。**结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。

**市场目前担忧央行是否会引导短端利率进一步下行，这将决定长端利率空间。**央行近两个月的审慎态度令市场担忧央行是否会引导短端利率进一步下行。但是，我们需要看到，在经济疲弱环境下，央行如果不改变结构性政策，资金会不断向银行间市场淤积，流动性将继续保持宽松。而如果央行要增加信贷社融投放，则需要宽松的流动性配合以增加银行的房贷能力。因而流动性宽松的格局不会变化。如果央行政策持续之后，甚至再度推升短端利率，那么资金趋紧将导致信贷社融更大幅度的放缓，经济前景更为悲观，这是收益率曲线甚至倒挂，因而长端利率同样具有下行空间。

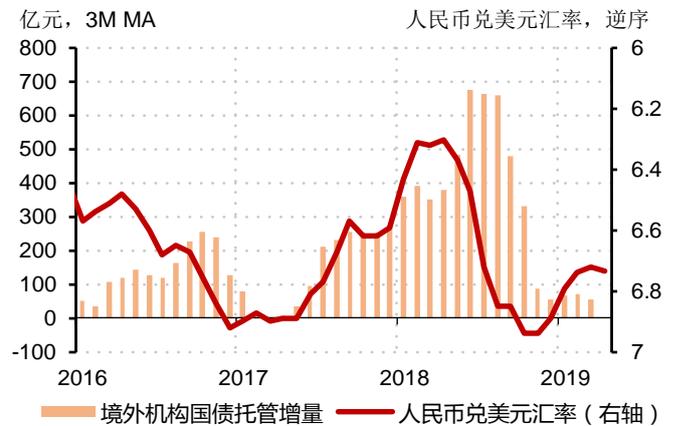
**银行和外资是主要的配置力量，将推动长端利率继续下行。**从 6、7 月托管数据可以看出，银行和境外资金在持续配置利率债。在结构性政策下，受资产荒影响，商业银行持续增配地方政府债在内的利率债。7 月全国性商业银行增持国债近千亿元，非全国性商业银行增持国债也有 800 亿元以上。而外部利率大幅下降导致中外利差拉大，也进一步增加了外资增持国内利率债的意愿。6 月和 7 月托管数据显示外资在持续增持利率债。银行和外资将成为利率债增值的主要力量，也是决定本轮利率债运行的主要逻辑来源。**我们预计 10 年期国债利率有望下降至 2.6%-2.8% 水平。**

图 13: 商业银行和外资持续增配利率债



数据来源: wind、西南证券整理

图 14: 汇率将趋于平稳, 对外资进入影响有限



数据来源: wind、西南证券整理

表 1: 西南证券月度宏观数据预测

		2018-7	2018-8	2018-9	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	预测误差及修正		市场预期	
														2019-7F	2019-8F	2019-8F
CPI	同比%	2.1	2.3	2.5	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9	-0.1	0.5	2.5	2.3
PPI	同比%	4.6	4.1	3.6	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.9	-1.5	0.2	-0.5	-0.7	-1.6
工业增加值真实增速/1	同比%	6.0	6.1	5.8	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	5.4	5.2	0.8	0.2	5.6	5.6
固定资产投资名义增速/1	同比%	5.5	5.3	5.4	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	-0.1	0.0	5.7	5.5
消费品零售名义增速/1	同比%	8.8	9.0	9.2	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	8.2	8.1	0.9	0.0	8.2	8.1
新增人民币贷款	亿人民币	14500	12800	13800	8858	16900	10200	11800	16600	10600	10000	12000	-600	0.0	11167	13000
社会融资总额	亿人民币	12161	19286	22054	7030	28593	13592	13952	22629	10112	15500	17500	3388	-2500.0		
M2增速	同比%	8.5	8.2	8.3	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.0	7.9	0.4	-0.4	8.3	8.1
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0	0.0	1.50	1.50
出口名义增速 (美元计价)	同比%	12.2	9.8	14.4	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	4.0	-3.0	-6.3	8.0	-0.2	-2.5
进口名义增速 (美元计价)	同比%	27.3	19.9	14.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.6	-8.0	-10.0	-6.4	2.0	-8.8	-3.3
贸易顺差	亿美元	280.5	278.9	312.8	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	502.3	430.2	-15.6	48.6	426.8	268.0
人民币兑美元汇率 (月末值)	人民币/美元	6.82	6.82	6.88	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.10	0.01	0.25		
存款准备金率 (月末值)	%	15.5	15.5	15.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	0.0	0.5		

资料来源: CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注: 表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异, 预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2: 西南证券季度宏观数据预测

		16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3F	19Q4F	预测误差及调整	
																19Q3F	19Q4F
GDP同比增速	同比%	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.1	6.1	0.0	0.0
CPI (季度平均)	同比%	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.9	3.1	0.4	0.7

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\\_10434](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10434)

