

经济继续弱势运行，无需过度担忧通胀

摘要

3月经济金融数据将有所改善，部分由于前期政策发力，部分由于春节错位因素和去年的低基数因素。但考虑到社融回升幅度有限，结构并不理想，财政政策存在回撤可能，因而经济尚难言进入回升通道。特别是作为稳增长主要抓手的基建投资继续受制于资金来源不足，财政和地方政府债等“正门”资金增量有限，而新增地方政府隐性债务继续受到严格管控，因而基建投资难以显著回升，经济继续弱势运行。未来经济稳定增长依然需要稳增长政策持续发力，解决投资资金来源不足困境。

另一方面，近期猪肉价格推升通胀预期，我们认为无需对通胀过度担忧，首先、在缺乏需求支持情况下，猪肉单一商品价格上涨难以大幅推升通胀水平。其次，即使猪肉价格上涨推升通胀，央行货币政策也不大可能作反应，因为这种通胀冲击来自行业供给层面，而央行货币政策功能为调整需求。再次，央行货币政策不调整，则通胀回升对资本市场冲击就有限。因而无需过度担忧。

风险提示：经济下行压力加大。

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

相关研究

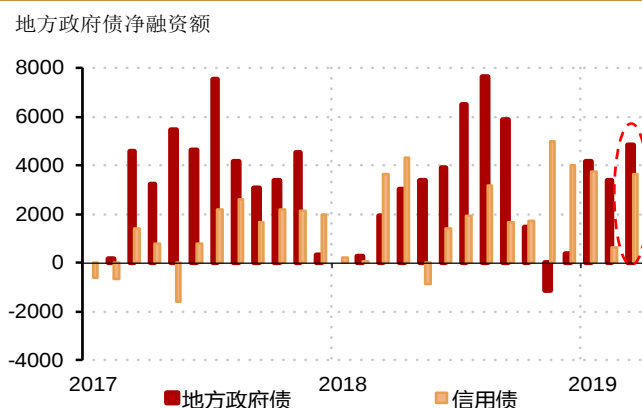
1. 需求放缓企业盈利走弱，季节因素夸大走弱程度 (2019-03-27)
2. 关于资本回报颠覆常识的四个发现——全球央行追踪第7期 (2019-03-26)
3. 利率曲线倒挂到经济衰退尚需时日 (2019-03-24)
4. 加息结束缩表停止，美联储政策进入宽松期 (2019-03-21)
5. 经济弱平稳，基建待发力 (2019-03-18)
6. 经济弱平稳，但需求端隐忧仍在 (2019-03-14)
7. 全球经济共振下行，会走入衰退吗？——全球央行追踪第6期 (2019-03-13)
8. 猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应 (2019-03-11)
9. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
10. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)

1 三月经济金融数据将有所改善

政策继续宽松与低基数效应推动金融数据继续改善。高频数据显示，3月社融增速将继续改善。截止3月27日，地方政府债在本月已经累计净融资4841亿元，全月融资将超过5000亿元，其中约4000亿元为计入社融的地方专项债。而以企业债+公司债+中票+短融+ABS+可转债衡量的信用债净融资截止2月27日为3670亿元，全月融资估计在4000亿元左右。结合当月新增贷款1.2万亿的预测，我们预计3月新增社融可能达到2.4万亿左右。另一方面，去年从3月份开始表外融资出现大幅收缩，形成明显的低基数，去年3月社融仅为1.57万亿。因而今年3月社融将明显同比多增，预计多增量在8000亿元左右，这将推升社融存量增速，我们预计社融存量增速将从上月的10.1%回升至10.5%，相应的M2增速也将出现回升。

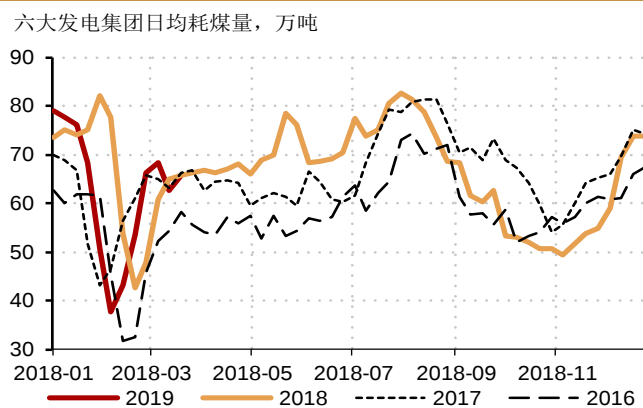
前期政策发力与春节错位共同推动3月经济数据改善。同样，观察高频数据，3月经济数据也将有所改善。六大发电集团耗煤量、30个大中城市房地产销售等高频数据均显示3月份经济增速可能有所回升。这一方面是由于前期政策发力推动经济环比企稳；另一方面，去年春节较晚对3月上旬经济活动形成抑制，产生了低基数效应。这个在出口、工业增加值等各个方面均有体现。因而今年3月出口、工业增加值等指标同比增速均将有所提升。我们预计3月工业增加值同比增速将攀升至6.0%，而出口增速也将回升至3.0%左右。

图1：地方政府债与信用债净融资额



数据来源：wind、西南证券整理

图2：春节错位导致3月生产面增速有所改善



数据来源：wind、西南证券整理

2 整体经济依然在弱势运行过程中

3月经济金融数据改善并不意味着经济触底回升，经济依然在弱势运行过程中。3月经济数据改善更多的是由于春节错位因素和低基数因素所致。考虑到社融整体回升幅度有限，存量同比增速仅从低点9.8%的水平回升至10.5%左右，预计下半年达到11%附近波动，而且回升主要依赖低基数因素。同时，社融结构并不理想，中长期贷款依然处于偏弱状态，因而对实体经济的推升作用或有所减弱。财政政策方面在经历了去年12月和今年1月财政大幅发力之后，财政政策在2月有所回升，财政投放节奏放缓。而从1-2月财政收支来看，对未来的财政空间都有所透支，这意味着未来几个月财政空间下降。地方政府债同样存在类似问题，1季度专项债供给发行8000亿左右，而2、3季度单季平均发行规模将下降至6000亿元左右，4季度则可能再度停止发行。

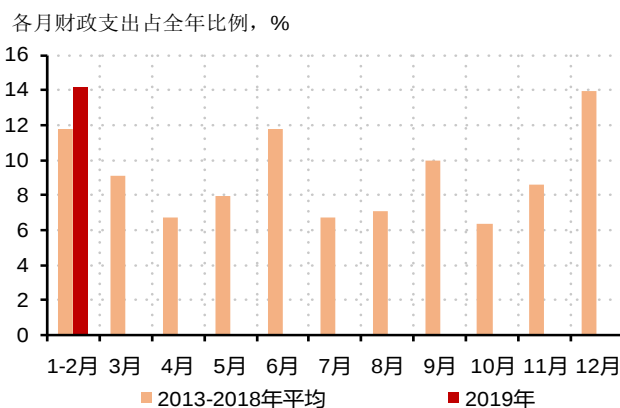
资金来源不足导致稳增长主要工具基建投资发力程度偏弱。在全球经济共振下行，外需走弱环境下，内需将是经济稳定的主要动力来源。而内需中消费疲弱，制造业投资受企业盈利下滑带动将持续放缓，房地产市场虽然具有韧性，但销售、新开工、土地购置等增速放缓也意味着投资将跟随放缓。因而基建成为稳定内需的主要动力。但受限于资金来源不足，基建投资发力程度有限，而且未来会持续受资金不足抑制。基建投资资金主要来自政府相关部门，特别是政府债务。目前决策层对政府债务的态度是“开正门、堵偏门”。但当前正门开的范围不够大，今年 2.15 万亿的专项地方债仅比去年增加了 8000 亿元，对基建的推升作用不到 5 个百分点，考虑到财政收入放缓对财政支出形成制约，土地出让收入下降等因素，政府资金对基建的拉动作用将进一步下降。而当前对新增地方政府隐性债务依然是严格管控的状况，例如本月发布的《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》进一步加强了对 PPP 的管控。而存量债务虽然各地在尝试化解，但并未成规模，因而尚未有效降低地方政府债务负担。对新增债务的管控导致基建投资资金来源不足，将对基建投资回升形成持续制约。

图 3：社融增速弱改善



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：1-2 月财政支出对未来空间有所透支



数据来源：wind、西南证券整理

3 无需过度担忧猪肉价格上行

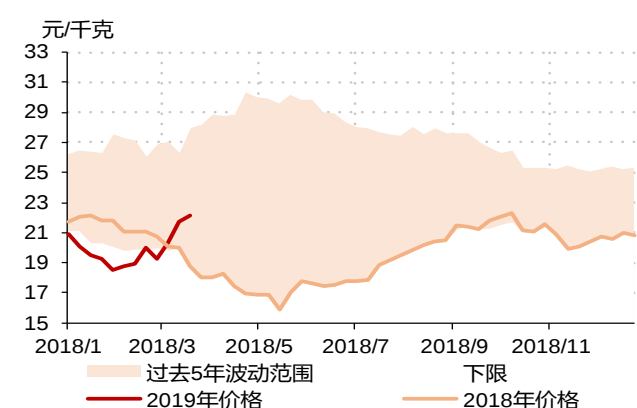
近期猪肉价格上涨引发市场普遍担忧。3 月初以来猪肉价格进入快速上涨阶段，22 省市猪肉价格反季节性上升，从 3 月 1 日的 19.3 元/公斤攀升至 3 月 22 日的 22.1 元/公斤，同比增速从 -6.9 提升至 19.9%。猪肉价格的快速攀升引发市场普遍担忧，猪肉价格上涨可能带来一连串的反应。猪肉价格上涨可能直接推升通胀水平，我们根据高频数据预测，3 月份 CPI 同比增速可能较上月上升 1.0 个百分点至 2.5% 左右。而通胀上升可能制约货币政策调整空间甚至改变货币政策方向，货币政策变化又将导致债市、股市等资本市场调整。这一系列的担忧使得市场再度高度关注猪价变化。我们对此有三点看法：

首先，猪肉单一商品难以推动通胀大幅上行，单月通胀或难以突破 3%。考虑去年基数因素在 5 月份最低，因而今年猪肉价格同比增速最高点应该在 5 月份，或者在猪肉价格持续上涨情况下，最高点可能在年末。如果 22 省市猪肉价格在 5 月份突破 3%，或在年末突破 3%，按猪肉 2.6% 的权重计算，对应的 5 月猪肉价格需要达到 26.2 元/公斤，或年末达到 32.8 元/公斤。这并非完全不可能，但考虑到近期农业部在新闻发布会中表示对非洲猪瘟的防控取得初步成果，而且高频数据显示，3 月下旬猪肉价格涨幅已经有所收窄，因而猪肉上涨动能

可能在减弱。这意味着在未来两个月继续上涨 20%至 26.2 元/公斤，或到年底再上涨 50%左右至 32.8 元/公斤的可能性较为有限。因而单月 CPI 或不会突破 3%。

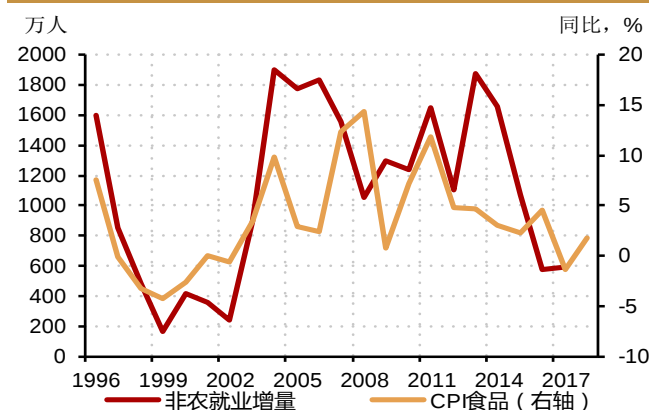
同时，更为重要的是，本轮猪周期缺乏需求面支撑，因而上涨动力可能偏弱。以往我国大的猪周期如 07 年、11 年都是经济景气阶段，猪肉价格上涨具有需求面支撑。也就是说，在经济景气阶段，非农用工需求大，劳动力转移速度快，这一方面推升农产品生产成本，另一方面，农民工进城人数增多增加了城市的食品需求。因而当时猪周期具有需求面支撑，而且伴随着其它农产品价格的普遍上升。但本轮猪周期并无需求面支撑，经济疲弱环境下劳动力转移速度缓慢，其他农产品价格大多低位运行。因而在缺乏需求面支撑情况下，但靠猪肉单一商品价格，难以有效推升通胀。

图 5：近期猪肉价格加速上涨



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：食品 CPI 与劳动力转移速度高度正相关

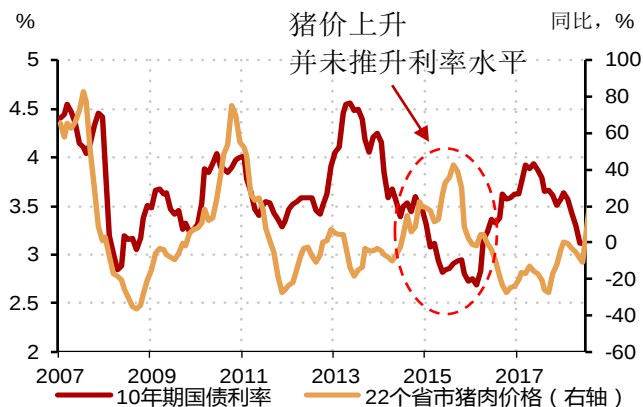


数据来源：wind、西南证券整理

其次，即使猪肉价格上涨推升通胀，央行货币政策也不大可能会作反应。事实上，在 15 年 2、3 季度发生过一次缺乏需求面配合的猪周期，当时随着猪肉价格的上涨，CPI 同比增速从低点 1.4% 攀升至 2.0%。但央行在 15 年 2 季度货币政策执行报告中明确表示：“货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平”。其背后的逻辑也很易见，因为这种单一商品价格上涨驱动的通胀主要来自于行业供给收缩，而央行货币政策功能为调控总体需求，用总体需求收缩的代价来应对单个行业供给收缩推升的通胀，往往效果较差，却代价很大。因而，在当前经济偏弱环境下，我们同样认为央行调整货币政策应对猪价上涨的可能性有限。

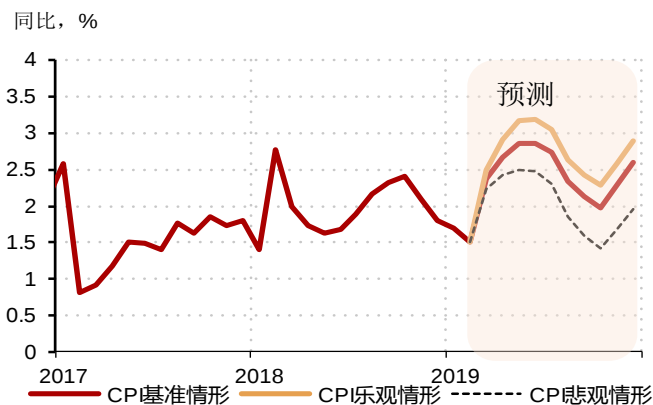
再次，央行货币政策不调整，则意味着猪价上涨对资本市场冲击有限，因而无需过度担忧。央行货币政策不调整，则意味着整个利率水平不会发生变化，因而猪肉价格上涨对资本市场冲击将有限。参照 15 年 2、3 季度猪周期，虽然猪肉价格明显上涨，但由于央行货币政策持续宽松，因而债券市场利率持续下行，特别在股灾之后，甚至加速下行，并未受猪肉价格上涨影响。因而我们认为本轮资本市场同样无需过度担忧猪肉价格上涨。

图 7：货币政策不变情况下猪肉价格上涨难以对债市形成影响



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：不同情形下猪肉价格涨幅预测



数据来源：wind、西南证券整理

4 需要持续的稳增长政策发力来稳定经济

经济依然弱势运行，需要持续稳增长政策来稳定经济。虽然 3 月份经济金融数据预计将有所改善，但更多受春节错位和低基数因素推动，考虑到资金来源不足将持续制约总需求，特别是作为稳增长主要抓手的基建投资，将受到因地方政府债务管控导致资金不足的约束，而难以大幅回升。当前经济继续弱势运行，稳增长政策尚未推动经济稳定回升，经济下行压力依然存在。虽然社融已经触底回升，但回升力度相对较弱，结构并不理想，这意味着社融改善向内需企稳的传导并不确定，同时，外需持续下滑，增加了经济放缓压力。在外需放缓环境下，未来需要稳增长政策持续发力，特别是疏通货币政策传导渠道，来保障经济能够稳定增长。

表 1：西南证券月度宏观数据预测

													预测误差及修正		市场预期	
		2018-2	2018-3	2018-4	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3F	2019-4F	2018-2F	2019-3F	2019-3F	2019-4F
CPI	同比%	2.9	2.1	1.8	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.5	2.6	-0.6	0.8	2.0	
PPI	同比%	3.7	3.1	3.4	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.5	0.8	0.2	-0.1	0.5	
工业增加值真实增速/1	同比%		6.0	7.0	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	6.0	5.9	0.0	0.4	5.8	
固定资产投资累积名义增速/1	同比%		7.5	7.0	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.0	5.8	-1.0	0.6	6.1	
消费品零售名义增速/1	同比%		10.1	9.4	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.1	8.1	-0.2	0.1	8.3	
新增人民币贷款	亿人民币	8393	11200	11800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	12000	12000	-358	-2000.0	13250	
社会融资总额	亿人民币	11854	15685	17726	22054	7288	15191	15898	46353	7030	24000	18000	6470	1000.0		
M2增速	同比%	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.5	8.5	0.5	-0.4	8.5	
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	
出口名义增速（美元计价）	同比%	44.5	-2.7	12.7	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	3.0	-5.0	8.7	3.0	2.6	
进口名义增速（美元计价）	同比%	6.3	14.4	21.5	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.0	-10.0	-2.8	1.0	-2.3	
贸易顺差	亿美元	337.4	-49.8	283.8	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	84.3	295.7	187.5	-1.7	86.0	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.33	6.29	6.34	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.70	6.65	0.01	0.05	6.68	
存款准备金率（月末值）	%	17.0	17.0	16.0	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.0	0.0	0.0		

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

		16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3F	18Q4F	19Q1F	19Q2F	预测误差及调整	
																19Q1F	19Q2F
GDP同比增长	同比%	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.3	6.2	0.0	0.0
CPI (季度平均)	同比%	2.1	2.1	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.9	2.5	0.5	0.6
PPI (季度平均)	同比%	-4.8	-2.9	-0.8	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.4	-0.1	0.0
工业增加值实际增速	同比%	5.9	6.1	6.1	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	5.8	5.5	0.3	0.0
固定资产投资名义增速	同比%	10.7	9.0	8.1	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.0	5.8	0.6	0.2
消费品零售名义增速	同比%	10.3	10.2	10.6	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.1	8.0	-0.1	0.0
新增人民币贷款	万亿人民币	4.6	2.9	2.6	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.3	4.5	-0.2	0.2
M2增速 (季末值)	同比%	13.4	11.8	11.5	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.5	8.7	-0.4	-0.3
一年期定存 (季末值)	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.00
出口名义增速 (美元计价)	同比%	-8.4	-3.8	-6.1	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	-2.9	-3.0	-1.9	0.0
进口名义增速 (美元计价)	同比%	-13.5	-6.6	-4.3	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.6	-6.0	1.2	0.0
贸易顺差	十亿美元	103.8	142.4	144.3	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	51.7	104.0	-18.9	0.0
人民币兑美元汇率 (季末值)	人民币/美元	6.46	6.63	6.68	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.70	6.60	0.05	-0.20
存款准备金率 (季末值)	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.0	0.0	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

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 3：西南证券年度宏观数据预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
GDP同比(%)	9.6	9.2	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7	6.9	6.5	6.2
第一产业	5.2	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	3.9	3.5	3.4
第二产业	9.8	10.1	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	6.0	6.1	6.1	5.8	5.1
第三产业	10.5	9.5	9.7	9.5	8.0	8.3	7.8	8.3	7.8	8.0	7.6	7.5
支出法各项对GDP增长贡献(%)												
消费	4.3	5.2	4.9	6.0	4.3	3.7	3.8	4.6	4.3	4.1	5.0	4.5
投资	5.0	7.9	6.9	4.2	3.2	4.2	3.4	1.7	2.8	2.2	2.1	1.9
净出口	0.3	-3.9	-1.2	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.6	-0.5	0.6	-0.6	-0.2
物价(同比, %)												
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	1.6
食品CPI	14.3	0.8	7.2	11.8	4.8	4.7	3.1	2.3	4.6	-1.4	1.8	1.0
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.5	0.4
GDP平减指数	7.8	-0.1	7.0	8.1	2.4	2.2	0.8	-0.5	1.2	4.3	3.1	1.1
工业增加值(同比, %)	9.9	8.8	12.6	10.8	7.9	7.6	6.9	6.0	6.0	6.6	6.3	5.3
工业企业利润(同比, %)	12.5	13.0	53.6	25.4	5.3	12.2	3.3	-1.5	8.5	21.0	10.3	0.0
社会零售总额(同比, %)	21.6	15.5	18.4	17.1	14.3	13.1	12.0	10.5	10.4	10.2	9.0	8.2
投资(同比, %)												
固定资产投资	26.6	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.3	8.1	7.2	5.9	5.2
制造业	30.7	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.0	4.2	4.8	9.5	6.0
基础设施	22.7	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	18.2	15.7	14.9	0.5	9.0
房地产	25.5	20.1	33.6	29.7	22.1	20.3	11.1	3.1	6.9	7.0	9.5	3.0
房地产(同比, %)												
房地产销售面积	-19.7	43.6	10.1	4.9	1.8	17.3	-7.6	7.0	22.5	7.7	1.3	-7.0
对外贸易												
货物出口同比 (%)	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	-2.5	-7.7	7.9	9.9	-0.1
货物进口同比 (%)	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	-15.0	-5.5	15.9	16.0	-2.5
货物顺差 (十亿美元)	298.1	195.7	181.5	154.9	230.3	259.0	383.1	618.4	510.8	422.5	351.8	404.5
国际收支												
经常项目占GDP比例 (%)	9.2	4.8	3.9	1.8	2.5	1.6	2.1	3.9	1.9	1.1	0.8	0.5

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_13473
