



猪周期启动，通胀上行

——3 月经济数据预测

宏观定期

潘向东（首席经济学家） 刘娟秀（分析师） 邢曙光（联系人） 陈韵阳（联系人）

家)

证书编号:	010-83561312	18046221202	证书编号: S0280118040020
S0280517100001	liujuanxiu@xsdzq.cn	xingshugguang@xsdzq.cn	
	证书编号: S0280517070002	证书编号: S0280118060007	

相关报告

宏观报告: 信用扩张短期难改经济下行压力——2 月经济数据预测

2019-2-24

● 3 月经济形势回顾

元宵节过后，迎来了开工旺季，从高频数据来看，3 月供给扩张，但需求疲弱。受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，央行减少公开市场投放，3 月货币市场利率中枢较 2 月上升。年初以来全球市场风险偏好修复，风险资产出现了超跌反弹，但随着风险偏好修复接近尾声，资产价格波动率加剧，3 月以来资本市场表现为：股市区间震荡、债市回暖、人民币汇率稳定。

● 3 月经济数据预测

开工旺季，企业用电需求增加，3 月工业生产或扭转下行趋势，实现扩张。另外，受春节错位影响，3 月出口增速可能较 1-2 月显著回升，也将在一定程度支撑工业生产，但这不具有可持续性。3 月内需依然疲弱，虽然基建投资增速大概率继续回升，但房地产新开工增速放缓，房地产投资增速或高位回落；由于前期工业企业盈利放缓以及终端需求不强，制造业投资增速也可能下滑。另外，汽车消费增速或放缓，加上前期商品房销售面积同比增速走弱，拖累地产链相关消费，社零增速可能下降。3 月以来蔬菜、猪肉价格大幅上升，随着猪周期启动，CPI 同比增速或显著回升。经济尚未企稳，宽信用仍在路上，加上季节效应，信贷和社融有望大幅回升。

● 4 月资本市场展望

海外市场 risk off，A 股波动或加剧。3 月 22 日，欧美 3 月制造业 PMI 均明显低于预期，引发 10 年期与 3 月期美债收益率倒挂，这为金融危机以来首次，美股出现暴跌，并在未来一段时间可能继续走弱。美股走弱或意味着海外市场从年初以来的 risk on 转换为 risk off，波动率 VIX 将回升，对 A 股或产生冲击。同时，A 股估值已经有所修复，随着数据真空期结束，A 股逻辑重回基本面，数据显示经济尚未企稳。因此，短期 A 股可能从普涨转为结构性行情，但短期波动可能不改长期上行趋势。

债市有望突破前期低点。一是海外市场 risk off，美债受追捧，美债长端利率下行，中国国债长端利率或跟随；二是全球进入“比差环节”，中国货币政策空间打开，而货币政策优先考虑就业，短期货币政策将延续宽松，流动性合理充裕；三是本轮宽信用主体是民营企业，对房地产与基建设没有像以前一样大幅刺激，宽信用过程是漫长的，流动性陷阱格局未变；四是出口和房地产投资带来的经济下行压力仍存。

债市突破前期低点可能存在两个阻力。其一，仔猪价格飙升，未来“猪通胀”回归，可能引发通胀预期甚至滞胀预期再度升温；其二，十年期国债收益率自 2018 年以来已经大幅下降，其绝对收益空间偏低，机构可能纠结是否入场。

● 风险提示：猪肉价格大幅上涨引发货币政策收紧；经济超预期下行

目 录

1、 3 月经济形势回顾.....	3
1.1、 开工季供给扩张，但需求疲弱	3
1.2、 资金面有所收紧	5
1.3、 资本市场风险偏好修复接近尾声	6
2、 3 月经济数据预测.....	7
2.1、 出口拉动供给扩张	8
2.2、 内需疲弱	8
2.3、 经济尚未企稳	10
2.4、 猪周期启动，通胀上行	10
2.5、 社融、信贷超季节性扩张	11
3、 4 月资本市场展望.....	11
3.1、 海外市场 risk off，A 股波动或加剧.....	11
3.2、 债市有望突破前期低点	12

图表目录

图 1: 钢材社会库存快速累积（万吨）	3
图 2: 水泥价格环比弱于季节性（%）	4
图 3: 螺纹钢价格走势弱震荡（元/吨）	4
图 4: 乘用车零售走弱（%）	4
图 5: 商品房销售面积增速回升（%）	5
图 6: 逆回购到期与投放（亿元）	5
图 7: MLF 到期与投放（亿元）	5
图 8: 货币市场利率中枢上升（%）	6
图 9: 股市震荡	6
图 10: 债市回暖（%）	7
图 11: 人民币汇率横盘	7
图 12: 生产指标走势（%）	8
图 13: 中国建筑建筑业新签合同额累计同比增速回升（%）	9
图 14: 春节错位对 3 月出口增速的影响	9
图 15: 螺纹钢库存累积速度较快（%）	9
图 16: 油价上涨支撑进口增速（%）	10
图 17: 猪肉、蔬菜价格环比强于季节性（%）	10
图 18: PPI 环比有望转正（%）	11
图 19: 新增地方专项债净融资额	11
表 1: 2019 年 3 月经济数据预测	7

元宵节过后，迎来了开工旺季，用电需求增加，3月工业生产或扭转下行趋势，实现扩张。另外，受春节错位影响，3月出口增速可能较1-2月显著回升，也将一定程度支撑工业生产，但这不具有可持续性。3月内需依然疲弱，虽然基建投资增速大概率继续回升，但房地产新开工增速放缓，房地产投资增速或高位回落；由于前期工业企业盈利放缓以及终端需求不强，制造业投资增速也可能下滑。另外，汽车消费增速或放缓，加上前期商品房销售面积同比增速走弱，拖累地产链相关消费，社零增速可能下降。3月以来蔬菜、猪肉价格大幅上升，随着猪周期启动，CPI同比增速或显著回升。经济尚未企稳，宽信用仍在路上，加上季节效应，信贷和社融有望大幅回升。

1、3月经济形势回顾

1.1、开工季供给扩张，但需求疲弱

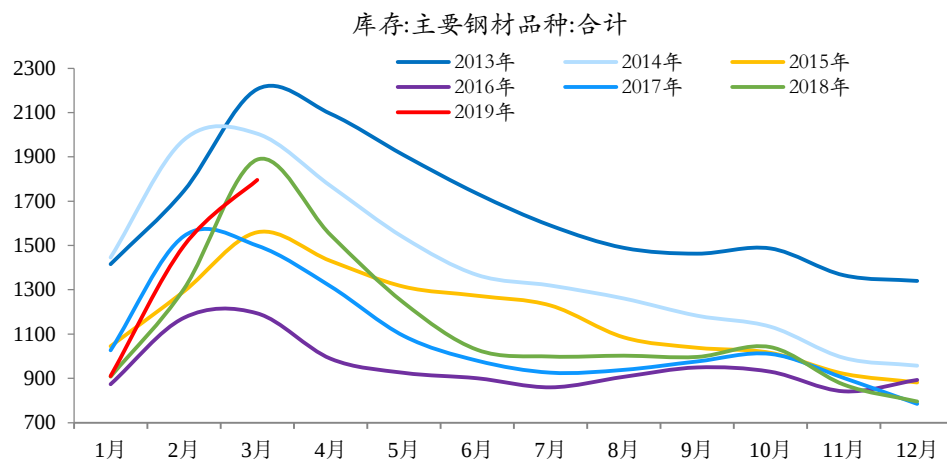
元宵节过后，迎来了开工旺季，从高频数据来看，3月供给扩张，但需求疲弱。

上游供给扩张。企业复工后，用电需求增加，3月（截至3月22日）发电耗煤量环比增长33.7%，增速较2月（-30%）显著回升。虽然3月15日采暖季结束，但唐山等地区被环保负责人严厉指责，导致高炉开工率均值从2月的65.72%下降至3月的63.61%。整体来看，上游行业供给在扩张。

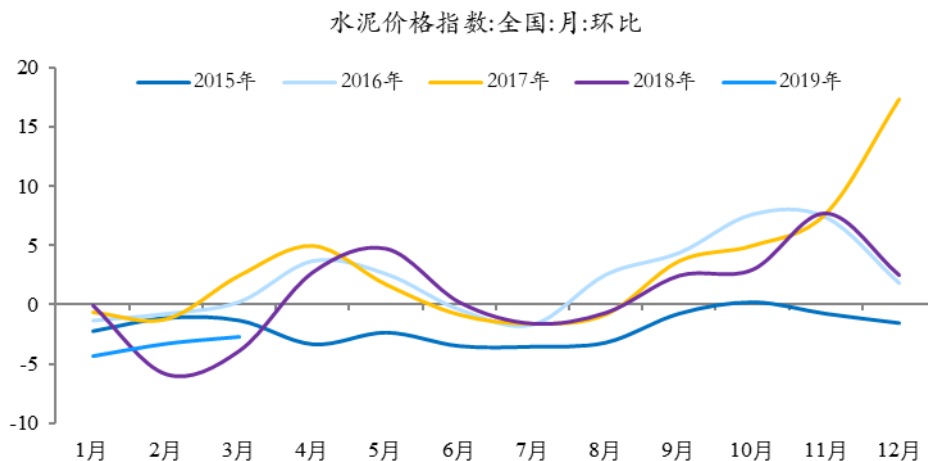
中游钢材库存快速累积，水泥价格弱于季节性意味着需求不强。2019年以来，钢材社会库存快速累积，在近几年里，累积速度仅慢于2018年，螺纹钢价格走势弱震荡，同时，3月水泥价格环比增速弱于季节性，意味着需求可能不强。

下游需求分化。3月以来（截至3月15日），乘用车零售同比下降21%，降幅较1-2月（-9.7%）扩大，汽车消费增速或放缓。商品房销售面积季节性回升，环比增速基本符合季节性，不过受春节错位影响，同比增速从8.3%上升至14%。

图1： 钢材社会库存快速累积（万吨）



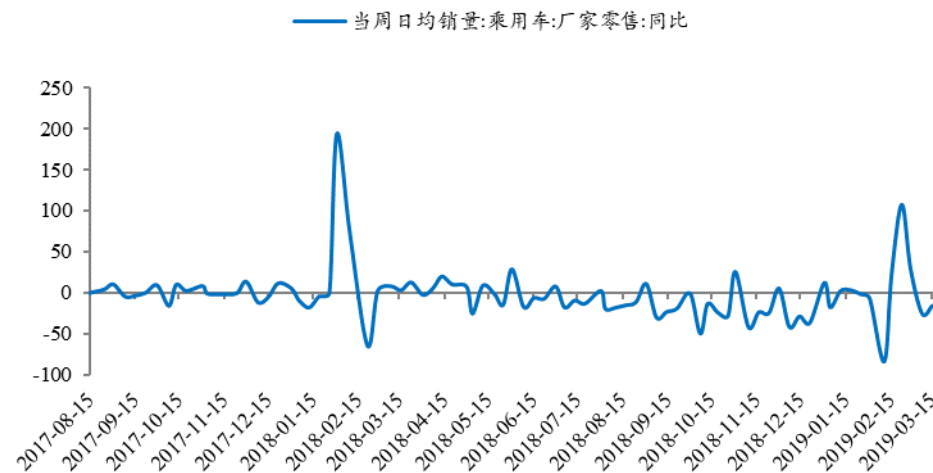
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 水泥价格环比弱于季节性（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

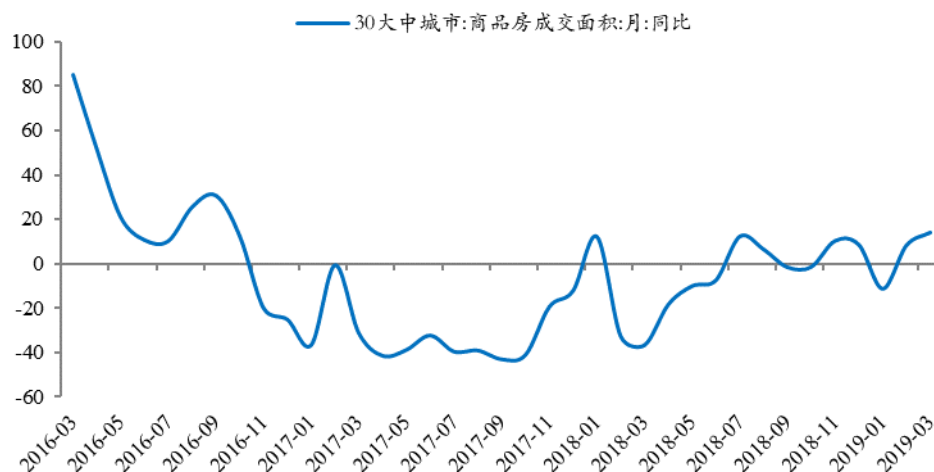
图3： 螺纹钢价格走势弱震荡（元/吨）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 乘用车零售走弱（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：商品房销售面积增速回升（%）

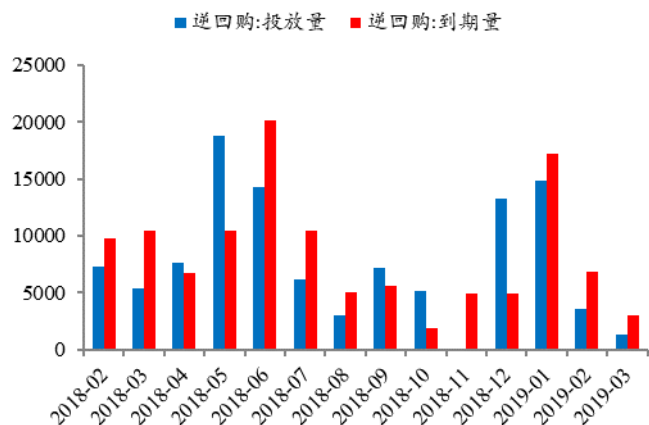


资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、资金面有所收紧

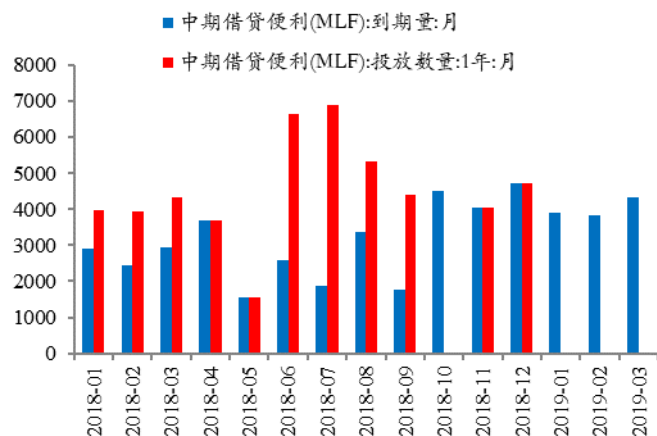
2019年3月以来（截至3月22日），逆回购到期量3000亿元，MLF到期量4315亿元，受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，央行减少公开市场投放，合计净回笼（含国库现金）5825亿元。3月货币市场利率中枢较2月上升，DR007均值从2.43%上升至2.53%，R007均值从2.58%上升至2.6%，Shibor 1W均值从2.5%上升至2.57%。

图6：逆回购到期与投放（亿元）

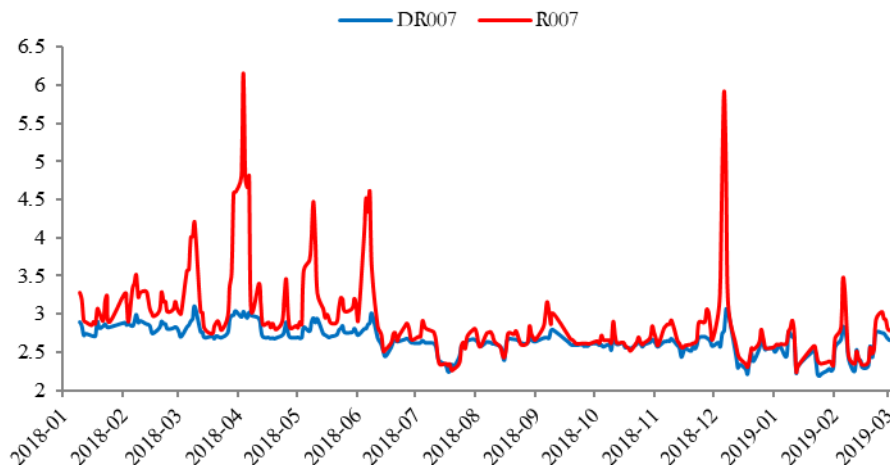


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：MLF到期与投放（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 货币市场利率中枢上升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、 资本市场风险偏好修复接近尾声

年初以来全球市场风险偏好修复，风险资产出现了超跌反弹，但随着风险偏好修复接近尾声，资产价格波动率加剧。

股市区间震荡：3月以来（截至3月22日），上证综指收涨5.55%，但基本在（3000,3100）的区间震荡，上证A股隐含的风险溢价从1月初见顶回落，并在2月加速下降，3月下降幅度收窄，风险偏好修复或接近尾声。

债市回暖：数据真空期结束，中国经济尚未企稳，同时，海外央行政策转向宽松，美联储3月FOMC会议偏鸽，美债收益率大幅下行，率先突破横盘局面，中国货币政策空间进一步打开，债市回暖，十年期国债收益率回到了3.1%附近。

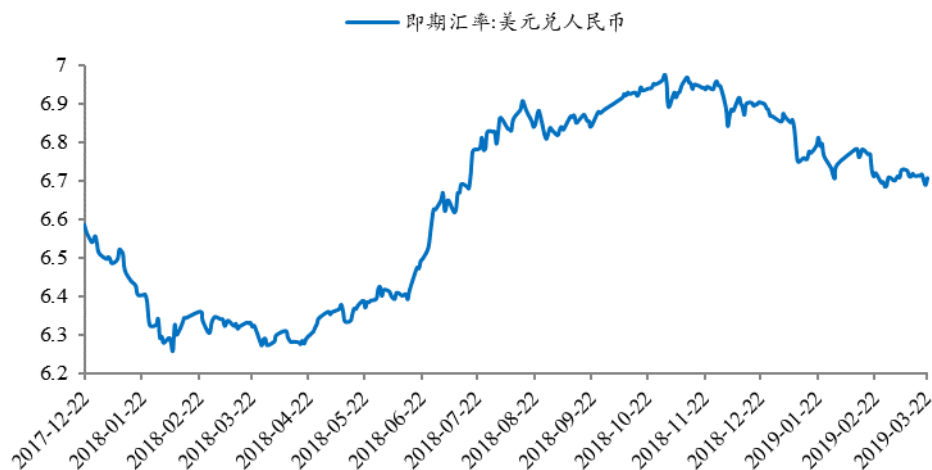
人民币汇率稳定：2月22日人民币对美元即期汇率为6.7183，较1月末的6.7105变化不大，人民币汇率稳定。全球央行货币政策转向宽松，欧美日等发达经济体制造业PMI不断下滑，全球进入“比差环节”，美元上升阻力加大，人民币贬值压力缓解。

图9： 股市震荡

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 债市回暖 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 人民币汇率横盘

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、3 月经济数据预测

表1： 2019 年 3 月经济数据预测

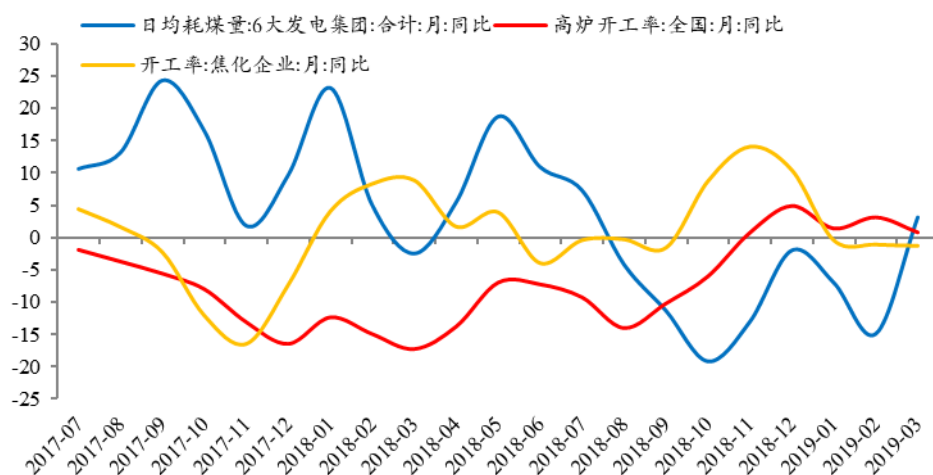
	2018 全年	2019 年 2 月实际值	2019 年 3 月预测值
GDP 同比 (%)	6.6	-	6.2-6.3 (一季度)
工业增加值同比 (%)	6.2	5.3*	6.4
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	6.1*	5.9
社会消费品零售总额同比 (%)	9.0	8.2*	7.8
出口同比 (%)	9.9	-20.7	15
进口同比 (%)	15.8	-5.2	-13
贸易差额 (亿美元)	3517.6	41.2	436.7
CPI 同比 (%)	2.1	1.5	2.7
PPI 同比 (%)	3.5	0.1	0.3
M2 同比 (%)	8.1	8	7.7
新增人民币贷款 (万亿元)	16.2	0.8858	1.3
新增社会融资规模 (万亿元)	19.3	0.7	1.45

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：*为 1-2 月累计增速

2.1、出口拉动供给扩张

工业增加值同比增速回升：从生产指标高频数据来看，2019年3月（截至3月22日）发电耗煤量同比增速从1-2月的-10.4%提升至3.17%，高炉开工率同比增速从2.3%下降至0.81%。同时，受春节效应影响，3月出口增速可能较1-2月显著回升，将带动制造业增加值同比增速上升。综合来看，预计3月工业增加值同比增速回升至6.4%。

图12： 生产指标走势（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、内需疲弱

固定资产投资累计同比下降：基建投资方面，2019年1-2月中国建筑建筑业新签合同额累计同比增速大幅回升至13.5%，发改委项目审批加速，预计1-3月基建投资增速继续回升；房地产投资方面，前期土地成交放缓，土地购置费增速或继续回落，1-2月施工面积增速回升与2018年竣工面积处于低位有关，后续或随新开工增速放缓，从而拉低建安工程投资增速，预计1-3月房地产投资增速高位回落；制造业投资方面，由于前期工业企业盈利放缓以及终端需求不强，1-3月制造业投资增速可能下滑。综合来看，1-3月固定资产投资增速或小幅回落至5.9%。

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_13509

