

未来基本面关注什么

——宏观经济周度观察第 81 期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

2019年初以来，全球市场风险偏好明显修复，经济数据真空期，A股超跌反弹，债市在2月下半月出现小幅回调，但最近一周，股债走势震荡，经济数据真空期结束，未来一段时间资产价格走势或重回基本面主导。未来基本面重点关注就业、通胀、M1增速与房地产销售。

● 就业压力上升，货币和财政政策围绕就业来进行

2019年1-2月就业数据偏弱，季节性因素是一方面，但制造业和非制造业PMI从业人员指数和BCI企业招工前瞻指数均处于明显下滑趋势，这反映了经济下行时期，企业部门的压力开始传导至居民部门，表现为降薪裁员等。面对就业压力，货币政策或延续宽松，减税降费力度加大，让利于企业。

● 通胀：CPI增速上行，PPI增速下行，货币政策可能边走边看

2019年中国可能面临“CPI增速上升，PPI负增长”的局面，货币政策可能边走边看。如果物价大范围快速上升，同时稳就业压力缓解，那么货币政策可能会从稳健转为稳健中性；如果物价大范围快速上升，但就业压力依然很大，那么货币政策就需要对此进行权衡。不论是上述哪种情况，通胀预期甚至美林投资时钟意义上的滞胀预期或将再度升温，这将对资产价格走势产生影响。

● 关注M1同比增速走势

市场对于年内社融和M2增速回升已形成一致预期，这一预期可能已经被计入资产价格，未来需要关注M1增速的走势。2018年实体经济去杠杆对企业的影响更大，企业活期存款下降，M1同比增速不断下滑。2019年的情况可能会不一样，M1增速有望触底回升：第一，低基数。第二，票据融资规模的大幅增加往往是信用扩张的前兆，同时非标融资也可能重新扩张，因此，随着企业流动性扩张，企业存款增速将回升，同时，货币宽松导致理财、货基等低风险资产收益率进一步下降，企业将存款定期化的动机可能不强。第三，减税降费力度加大，政府让利于企业，拉升M1同比增速。

● 房地产：销售增速或持续低迷，结构分化

2019年1-2月商品房销售面积负增长。未来货币政策有望延续宽松，全国首套房贷款利率已经连续3个月回落，后续可能还会下降，理论上，这些因素有利于房地产销售增速回升，但回升的幅度有待观察。

虽然房地产销售增速可能持续低迷，但结构或继续分化。2018年房地产销售主要依靠三四线城市带动，这个趋势在2019年可能发生逆转，一线城市和强二线城市房地产销售情况可能会好于三四线城市。

● 风险提示：经济超预期下行；政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

宏观报告：盘点2018年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第72期

2019-1-1

目 录

1、 未来基本面关注什么.....	3
1.1、 就业压力上升，货币和财政政策围绕就业来进行.....	3
1.2、 通胀：CPI 增速上行，PPI 增速下行，货币政策可能边走边看.....	6
1.3、 关注 MI 同比增速走势.....	7
1.4、 房地产：销售增速或持续低迷，结构分化.....	8
2、 一周高频数据观察.....	9
2.1、 唐山环保限产力度加大，高炉开工率下降.....	9
2.2、 钢材社会库存小幅下降.....	10
2.3、 蔬菜、猪肉价格上涨.....	11
2.4、 受税期等因素影响，货币市场利率快速上升.....	12
2.5、 房地产销售面积增速小幅回落.....	13
2.6、 英国议会下院投票反对“无协议脱欧”，美元走弱.....	13
3、 本周主要关注点（2019.3.18-2019.3.24）.....	14

图表目录

图 1: 城镇调查失业率上升（%）.....	4
图 2: 1-2 月城镇新增就业人数低于季节性.....	4
图 3: 通缩带来就业压力（%）.....	4
图 4: 制造业和非制造业 PMI 从业人员指数和 BCI 企业招工前瞻指数均处于明显下滑趋势（%）.....	5
图 5: 农民工返乡潮是经济增长的晴雨表.....	5
图 6: 历史上就业存在压力时，货币政策往往宽松（%）.....	5
图 7: 不同情境下 CPI 压力测试（%）.....	6
图 8: 不同情境下 PPI 压力测试（%）.....	7
图 9: 2018 年以来 GDP 平减指数下降（%）.....	7
图 10: MI 同比增速有望回升（%）.....	8
图 11: 商品房销售由负转正往往需要看到房价同比增速触底回升（%）.....	9
图 12: 高炉开工率下降（%）.....	9
图 13: 发电耗煤量环比增速降低（%）.....	10
图 14: 钢材社会库存下降（万吨）.....	10
图 15: 南华工业品指数和原油价格上涨.....	11
图 16: 蔬菜价格上涨（元/公斤）.....	11
图 17: 猪肉价格大幅上涨.....	12
图 18: 货币市场利率上升（%）.....	12
图 19: 30 大中城市商品房销售面积增速回落（%）.....	13
图 20: 十大城市商品房存销比下降（%）.....	13
图 21: 美元走弱.....	13
图 22: 人民币升值.....	14
表 1: 央行公开市场操作（2019.3.11-3.15）.....	12

1、未来基本面关注什么

2019年初以来，全球市场风险偏好明显修复，经济数据真空期，A股超跌反弹，债市在2月下半月出现小幅回调，但最近一周，股债走势震荡，经济数据真空期结束，未来一段时间资产价格走势或重回基本面主导。未来基本面重点关注就业、通胀、M1增速与房地产销售。

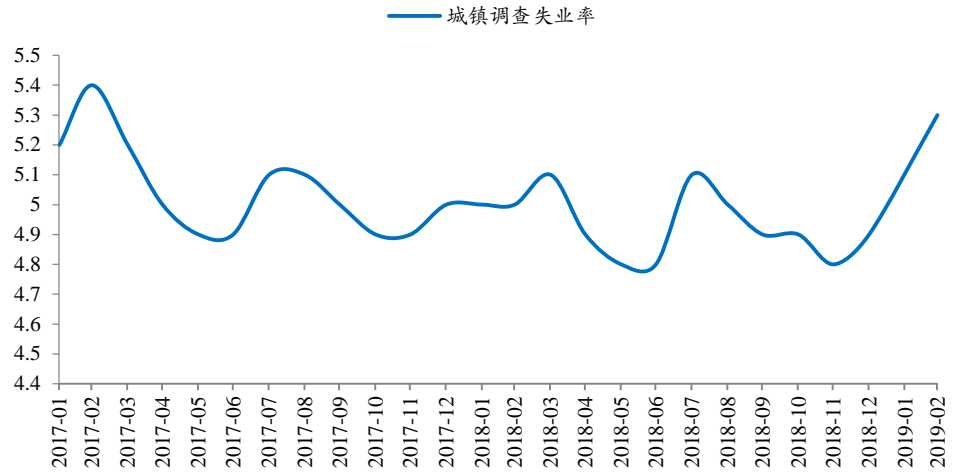
1.1、就业压力上升，货币和财政政策围绕就业来进行

政府工作报告首次将就业优先首次置于宏观政策层面，从实际情况来看，就业压力已经显现。2019年1-2月城镇调查失业率上升至5.3%，为2017年3月以来最高；1-2月城镇新增就业人数174万人，低于过去6年同期均值（182.8万人）。当然，1-2月偏弱的就业数据存在季节因素干扰，发电耗煤量等高频数据显示节后开工强度偏弱，民工返乡节奏慢，这些都可能影响就业数据。季节性因素是一方面，但制造业和非制造业PMI从业人员指数和BCI企业招工前瞻指数均处于明显下滑趋势，这反映了经济下行时期，企业部门的压力开始传导至居民部门，表现为降薪裁员等。

未来一个季度将迎来毕业季，教育部预计2019年全国高校毕业生834万人，比2018年多14万人，为2010年以来最高。而2019年全国研究生报考人数达到290万人，同比增长21.8%，创下改革开放40年来最高纪录，根据《2019年全国研究生招生调查报告》，就业压力大、提高就业竞争力为考研首要动机。就全年而言，未来就业压力还可能来自于：第一，通缩风险渐行渐近，工业企业面临盈利收缩的挑战，此前受益于供给侧改革与油价上涨的上游原材料行业首当其冲，1月以来部分上游行业价格已经通缩。第二，地产周期下行对建筑业就业的冲击。房屋新开工增速与建筑业景气度下行后，建筑业就业形势将面临压力。第三，2019年中国出口增速趋于下行，外需放缓对贸易企业影响很大。

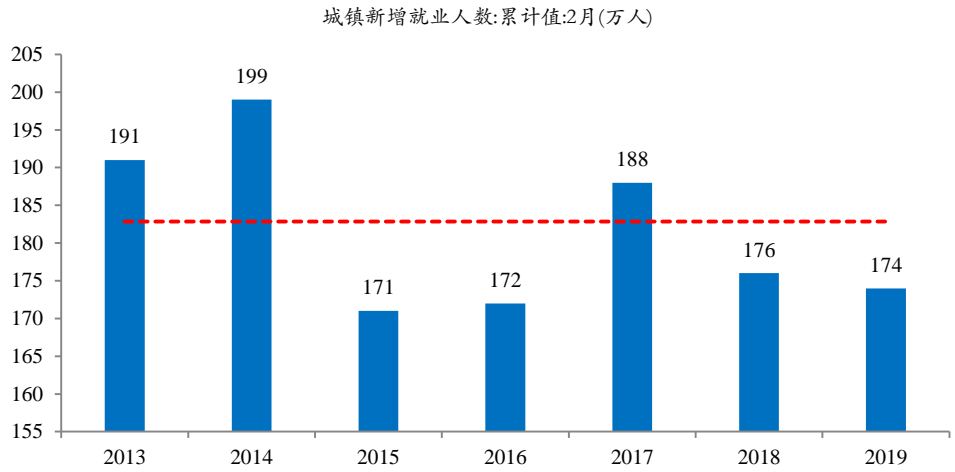
面对就业压力，未来会如何应对？首先，就业具有顺周期性，不让经济滑出合理区间，就是不能出现“失业潮”，如果未来一个季度就业形势变得更严峻，则稳增长力度或将进一步加大，新的逆周期政策有望密集出台。其次，领导人在十三届全国人大二次会议在北京人民大会堂举行记者会上指出“财政和货币政策不管是减税、还是降低实际利率水平等，在很大程度上都是围绕着就业来进行的”，事实上，过去就业承压期间，货币政策往往宽松。因此，如果就业没稳住，即便“猪通胀”带来物价上涨压力显著提升，货币政策可能不会有实质性改变。再次，领导人指出“我们是给制造业等基础行业、给带动就业面最大的中小企业明显减税”、“从趋势看，应该给实体经济、给企业让利，让他们在国民收入分配蛋糕中的比例更大，这样能更多带动就业，让就业人群增加收入。为此，政府就要过紧日子，就要让利，政府的存量利益也要动，得罪人也要动，让利于企业，让利于民，这样财政才更可持续”，政策支持下，企业融资困局已经较2018年有所缓解，但距离企业生产经营预期反转尚需时日，4月1日减增值税，5月1日降社保费率，如果减税后，企业生产经营预期明显改善，企业能够让利于民，居民部门的就业压力也将得到缓解。最后，保障城镇新增就业尤其是农民工就业，农民工返乡潮是经济增长的晴雨表，当经济增速下行时，从农村转移到城市的劳动力一旦失业，很多会选择返乡。

图1: 城镇调查失业率上升 (%)



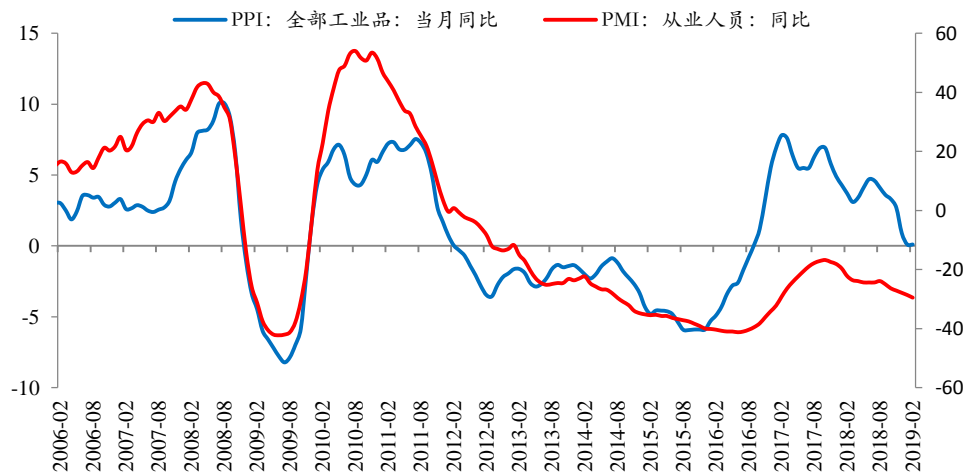
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 1-2月城镇新增就业人数低于季节性



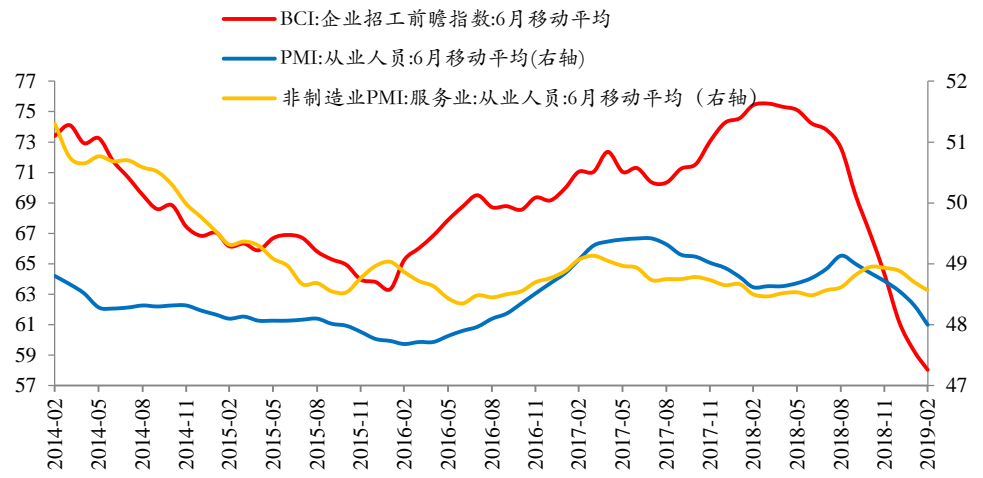
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 通缩带来就业压力 (%)



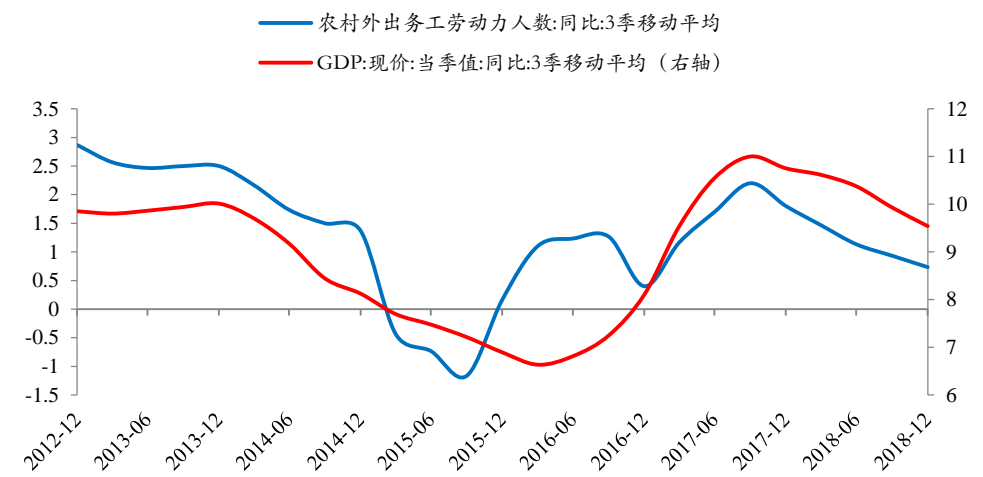
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4：制造业和非制造业PMI从业人员指数和BCI企业招工前瞻指数均处于明显下滑趋势（%）



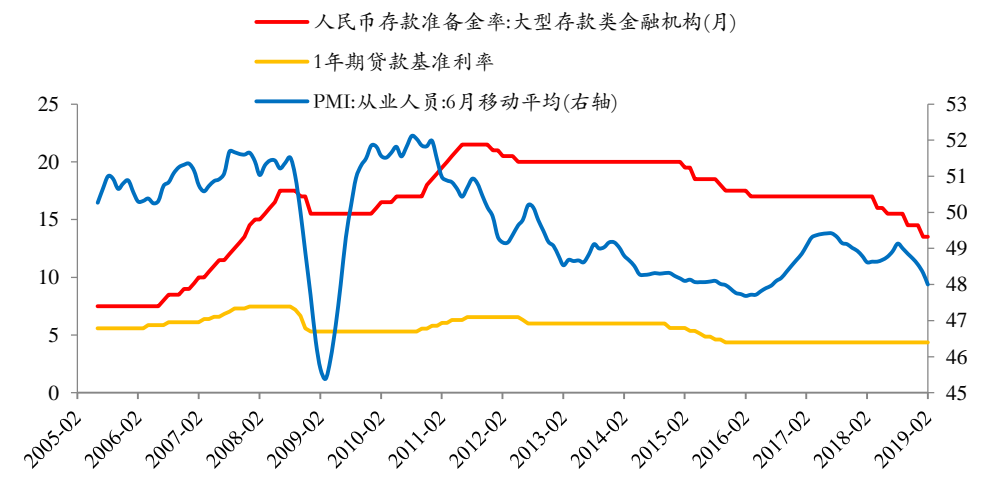
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：农民工返乡潮是经济增长的晴雨表



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：历史上就业存在压力时，货币政策往往宽松（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

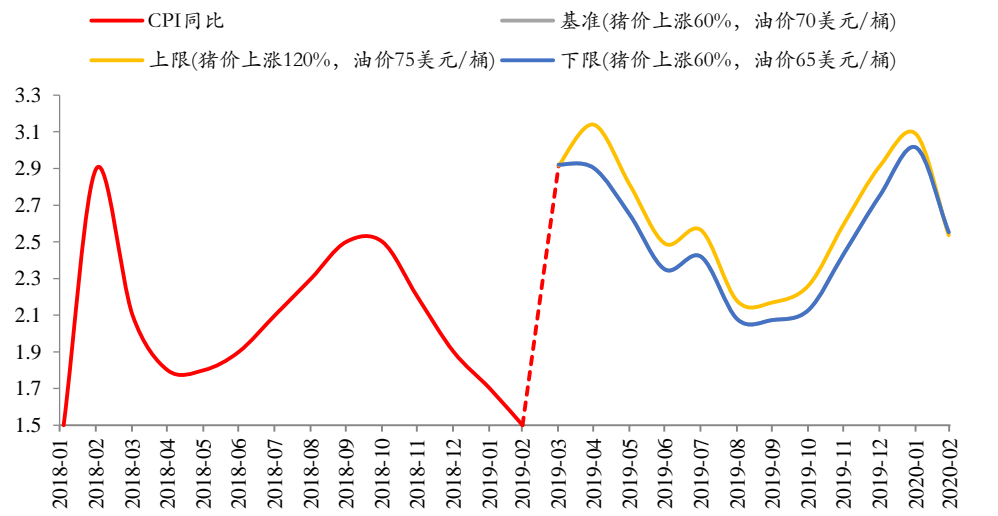
1.2、通胀：CPI 增速上行，PPI 增速下行，货币政策可能边走边看

近期猪肉价格反转，猪肉价格涨幅明显强于季节性，对食品价格贡献有望转正，这一轮猪肉价格涨幅或显著强于前两轮周期，将显著推升食品价格增速。根据我们预测，假定除猪肉、原油价格以外的影响因素均符合季节性，3-4 月 CPI 同比增速将达到阶段性高点，然后逐渐回落，四季度快速上升。不过，减税也可能导致非食品价格降低，从而拉低 CPI 增速。

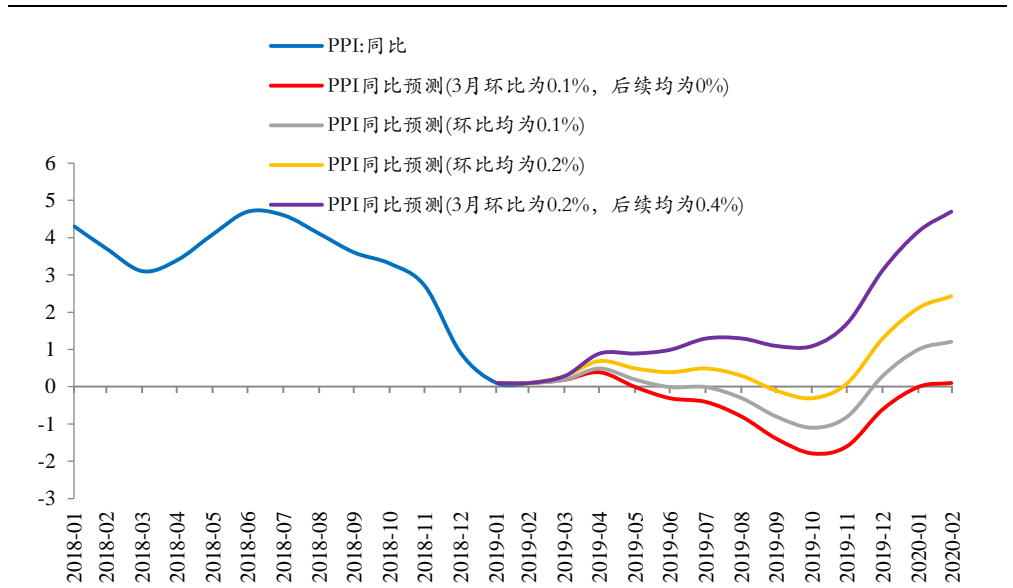
1 月和 2 月 PPI 环比降幅收窄，同比小幅正增长。商务部公布的流通领域重要生产资料价格继续上涨，叠加 3-4 月低基数效应，PPI 同比增速或继续回升，打消了一部分通缩预期。但是，4 月之后，基数重新抬升，如果 PPI 环比不能保持明显正增长（例如 0.4%），根据我们的测算，PPI 同比增速将重回下行通道，在部分月份负增长，并在 10 月达到年内低点，随后快速上升。因此，3-4 月通缩压力比较小，企业迎来短暂的喘息时机，密切关注这段时间的政策效果。

央行货币政策不仅考虑 CPI，也考虑 PPI，例如央行在 2015 年的“双降”操作时提到“对基准利率的调整除了主要观察 CPI 的变化外，也要适当参考 GDP 平减指数等其他物价指数的变化”。2019 年中国可能面临“CPI 增速上升，PPI 负增长”的局面，货币政策可能边走边看。如果物价大范围快速上升，同时稳就业压力缓解，那么货币政策可能会从稳健转为稳健中性；如果物价大范围快速上升，但就业压力依然很大，那么货币政策就需要对此进行权衡。不论是上述哪种情况，通胀预期甚至美林投资时钟意义上的滞胀预期或将再度升温，这将对资产价格走势产生影响。

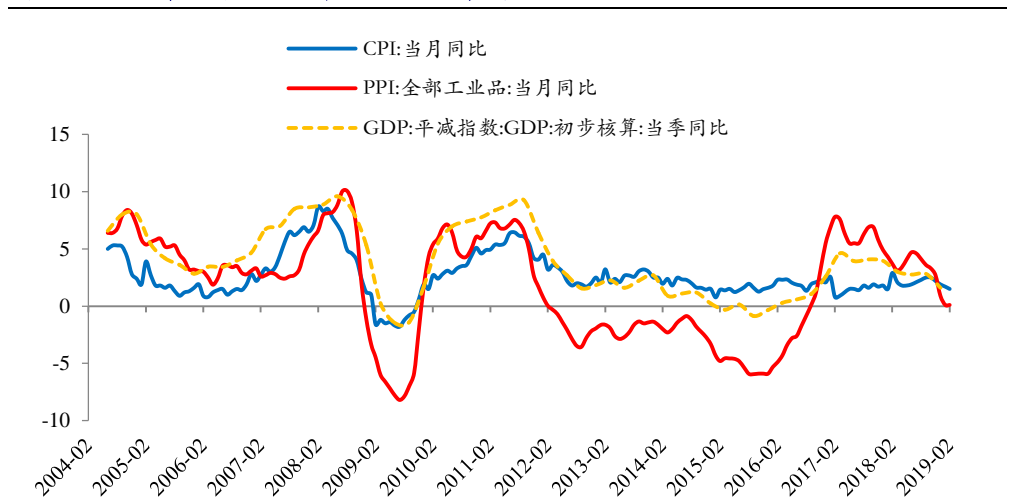
图7：不同情境下 CPI 压力测试 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：不同情境下PPI压力测试 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：2018年以来GDP平减指数下降 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

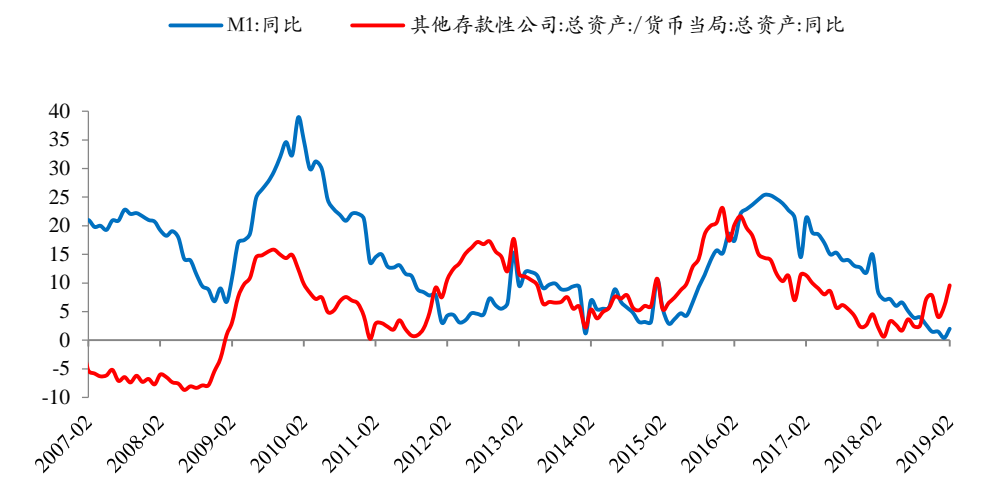
1.3、关注M1同比增速走势

市场对于年内社融和M2增速回升已形成一致预期，这一预期可能已经被计入资产价格，未来需要关注M1增速的走势。

2018年实体经济去杠杆对企业的影响更大，企业活期存款下降，M1同比增速从2017年末的11.8%降至2018年末的1.5%。2019年的情况可能会不一样，M1增速有望触底回升，第一，2018年M1环比增速处于近几年低位，低基数有助于2019年M1同比增速反弹。第二，当前政策是民营企业加杠杆，尽管宽信用不是一蹴而就，但票据融资规模的大幅增加往往是信用扩张的前兆，同时非标融资也可能重新扩张，因此，随着企业流动性扩张，企业存款增速将回升，同时，货币宽松导致理财、货基等低风险资产收益率进一步下降，企业将存款定期化的动机可能不强。第三，减税降费力度加大，政府让利于企业，拉升M1同比增速。

M1 同比增速回升的同时,居民存款(可能还有一些可以灵活支配的理财产品)增速可能下滑,一是结构性去杠杆仍将继续,过快上升的居民杠杆率可能会受到抑制,可以看到2月居民短期贷款减少近3000亿元,收缩程度超出季节性;二是棚改退潮与二手房销量下滑也影响居民存款;三是失业形势严峻。若如此,2019年居民和企业流动性分化收敛甚至逆转,对消费的影响在于,社会团体消费增速回升,居民消费增速回落,不过加大地方转移支付有利于对冲居民消费增速下行。

图10: M1 同比增速有望回升 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.4、 房地产: 销售增速或持续低迷, 结构分化

2019年1-2月商品房销售面积负增长。未来货币政策有望延续宽松,全国首套房贷款利率已经连续3个月回落,后续可能还会下降,理论上,这些因素有利于房地产销售增速回升,但回升的幅度有待观察:其一,以前居民加杠杆空间充足,但现在居民债务收入比和偿债比率都已经飙升至高位,加杠杆空间显著缩小。其二,这一轮信用扩张主体是民营企业 and 地方政府,政策对房地产市场不是短期刺激(因城施策,分类指导;结构性去杠杆延续;减轻对抵押担保的过度依赖),而是中长期发展(推动城镇化发展,增强中心城市辐射带动力;加快培育发展现代化都市圈;稳步推进房地产税立法)。其三,商品房销售由负转正往往需要看到房价同比增速触底回升,发生这种现象的原因可能在于,商品房具有金融属性,当购房者预期价格增速触底回升时,便会加速入场,房地产销售好转。从第三方网站公布的数据来

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_13647



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>