

2019年03月16日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 存货调整拖累生产

## ——2019年1-2月经济数据点评

## 相关报告

《2月贸易数据点评：进出口数据仍属正常》  
——2019-03-10

《2019年《政府工作报告》减税降费点评：  
调高GDP预测并阶段性调降CPI预测》——  
2019-03-07

《2019年两会前瞻：关注减税和改革开放新  
举措》——2019-03-03

《2018年4季度《货币政策执行报告点评》：  
货币适度放松支撑经济方向不改》——  
2019-02-22

《1月经济数据、事件综评：对经济可以更乐  
观一点》——2019-02-18

## 事件：

统计局3月14日公布2019年1-2月主要经济数据，工业增加值增速回落到5.3%和我们的预测完全一致。总体而言，企业部门存货调整可能导致1-2月终端需求略好于产出。展望未来，社融同比回升与工业生产三季度同比反弹仍然是大概率事件。当然，在2019年猪价和经济同步回升的情况下，通胀的压力需要关注，但目前看风险可控。

## 投资要点：

- **终端需求或略好于预期。**1-2月房地产投资的大幅反弹超出预期，然而从其它数据上看房地产产业链整体处于下行周期之中，我们对地产投资的数据质量存在一定疑虑。即使如此，在基建与零售如期企稳，在出口平稳的情况下，仅有制造业投资比较明显的下行，中国经济整体的终端需求可能略好于预期。
- **存货调整是工业生产下行的的重要因素，就业压力上升。**工业生产同比显著放缓，与发电量等主要经济的同步指标保持一致。我们注意到汽车的生产较大程度低于零售，同时考虑到PMI产成品库存近期显著下行，PPI同比也在回落之中——通常PPI下行与企业去库存同步性很高，我们认为企业部门的存货调整是产出弱于需求的主要原因。在经济放缓的情况下，1-2月调查失业率开始出现明显上升。
- **社融回升趋势不变，工业生产有望下半年企稳。**2月社融的短期回落不改整体回升趋势性。考虑到货币政策要逆周期调节、表外融资监管略有放松、且去年基数较低，社融趋势回升仍是大概率事件。如果房地产和出口不出现超预期的大幅下滑——在政策调整的情况下我们认为可能性有限，伴随着消费和基建的企稳回升、企业存货调整的到位，叠加基数效应，工业生产有望于3季度企稳回升。
- **猪价与经济同步回升带来通胀隐忧，但目前看风险可控。**在政府接受较低经济增速、农民工工资上涨放缓失业率上升的情况下，虽然下半年猪价和经济可能同步回升，通胀压力应该可控。当然，如果油价也大幅上行，情况可能不同——虽然目前看油价大涨风险有限。

风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

## 1、终端需求略超预期

1-2月投资反弹，实际消费反弹，出口平稳。总体而言，终端需求略超预期。

1-2月房地产投资的大幅反弹显著超预期。但是从螺纹钢、发电量等数据上看，地产投资反弹数据的质量可能未必很高。从其它地产的数据上来观察，销售、开工都已经显著下行，100城土地成交价款也大幅下行——固然有高基数的因素——但是地产产业链整体在冷却应当是不争事实。我们也预计调控政策将持续的调整，以避免地产投资超预期的下滑拖累经济增长。

基建投资同比大体平稳，较去年三季度的低点仍然是显著回升的，显示基建仍是稳定经济增长的重要工具。虽然地方政府专项债发行较去年显著上升，但是考虑到土地出让金的今年可能增长乏力，我们的基准预测是基建仅会温和回升。当然，近期政府在表外融资和地方政府举债监管方面的温和松动可能可以为基建投资提供一些额外的支撑。我们也会密切追踪社融相关的数据。此外，1-2月挖掘机销售的回升可能与基建投资有密切关系。

制造业投资如期滑落。在企业盈利欠佳的情况下，资本支出下滑并不意外。值得关注的是虽然通用专用设备行业的投资仍然保持了较高韧性，其它运输设备、计算机电信和电子设备、以及电器设备等行业出现的投资大幅下滑的现象也许值得关注。

社会消费品零售也如期企稳——贸易摩擦缓和消费者信心的恢复、流动性宽松理财产品价格下跌等多方面因素应该都有贡献。考虑到价格水平的下滑，实际零售增速继续反弹。从品类上看，虽然与地产相关的家具家电及建材表现比较疲弱，化妆品、珠宝、文化用品等可选消费品增速显著回升。当然，汽车零售的显著好转对于社会消费品零售的贡献显著。

在出口保持平稳的情况下（《进出口数据仍属正常》3月10日），即使考虑到地产投资数据质量未必很高，总体而言终端需求即使有所下行，程度也比较温和，且略超市场预期。

## 2、工业生产如期回落

受到高基数因素的影响，工业生产同比持续显著放缓，与发电量同比的放缓保持一致。从主要工业产品产量来看，粗钢与有色金属同比有反弹，水泥的产量继续在低位徘徊，而汽车和集成电路的生产大幅放缓。

从目前的情况来看，终端需求略强于生产，工业企业去存货可能是很重要的原因。一个突出的现象是汽车的产出比零售要差很多，从钢铁社会库存等一些数据上也可以看到存货调整的一些证据。实际上，PMI产成品存货1-2月以来显著下行，而PPI同比也在下行之中——历史上工业品价格的下行通常与企业去库存保持同步。

### 3、劳动力市场挑战逐步呈现

从公布的城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率来看，分别创出和达到了 2018 年统计局正式发布数据以来的最高点 5.3%和 5.0%。考虑到一些农民工失业之后可能返乡以及大学毕业生“被就业”等问题，实际的失业状况可能比数据显示的更加严峻。

当然，失业率数据一般而言是个滞后指标。在政府已经着手稳增长的情况下，我们认为无需对于就业状况过度担忧。

### 4、社融短暂回调不改中期趋势

金融数据方面，二月份的广义社融同比有所回落——主要与针对未贴现承兑票据的严监管有关，当然也不排除货币当局有意纠正一月份所谓“天量”信贷导致的“大放水”市场预期的考虑。此外，居民部门短期贷款与去年同期相比的大幅下滑也对社融同比增速构成了拖累。

然而，我们认为中期社融企稳回升的趋势并没有改变。在监管对于信托等表外融资边际上有所放松的情况下，表外融资大概率维持当前边际改善的态势。考虑到去年三月份以后信托、委托等表外融资大幅收缩，在宏观政策基调转向逆周期调节、信贷和债券等融资有望保持目前势头的情况下，从基数的角度看广义社融同比在未来几个月持续回升仍是大概率事件。

除此以外，我们预计监管部门疏通货币政策传导机制的努力也会有助于社融企稳回升。人民银行 3 月 14 日召开工作会议，提出金融供给侧改革的重点在于疏通货币政策传导机制，改善对民营、小微、三农和科技创新的支持。目前，监管部门已经要求银行体系改革坏帐追究责任的改变（尽职免责）和降低放贷抵押品要求以支持民营小微企业，我们会继续追踪相关措施的落实和进展情况。

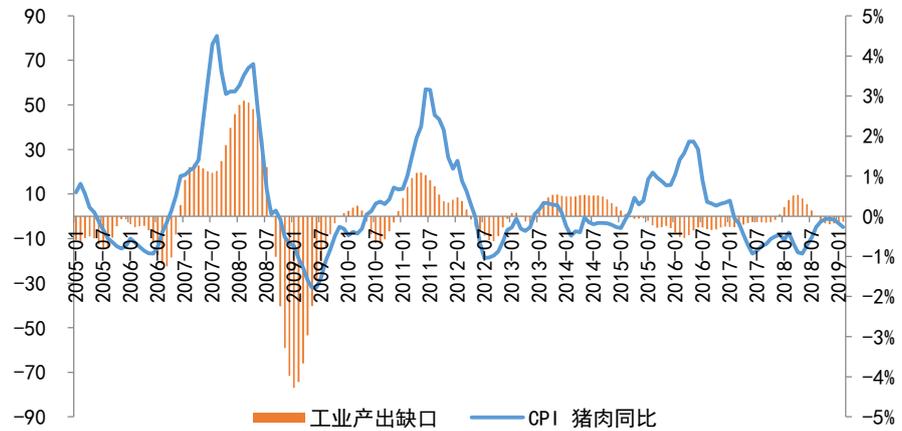
### 5、猪价与经济同步回升带来多少通胀压力？

2 月份 CPI 虽然回落，但是 1.5%的同比涨幅落在了市场一致预期的上端。由于猪瘟造成的存栏母猪大幅下降引发了市场关于猪肉价格未来可能较大回升的预期。一些投资者担心，如果经济也在下半年企稳改变总需求与总供给的平衡关系，通胀是否会面临更大和更显著的压力？

从历史上看，2007 年的经济与通胀高峰、2011 经济与通胀的高峰与猪周期猪价高峰高度同步。我们以为经济过热期间劳动力成本上升（特别是叠加了刘易斯拐点的情况下）、大宗商品等价格上涨会通过成本上涨和通胀预期的渠道进一步推升猪肉价格，造成猪周期的价格更剧烈的波动。而迅猛上涨的猪价又可能反作用于通胀预期和劳动力成本。整体而言，猪价与其它价格在经济过热期间的相互作用是这个期间通胀容易出现螺旋式上行的价格形成机制的一部分。

但是，这并不代表经济周期和猪周期存在内生性的高度关联。毕竟，猪周期的主导因素是蛛网模型和能繁母猪数量、生猪出栏在蛛网模型作用下的周期性波动，与决定经济周期的因素——货币财政政策的选择、房地产短周期的波动等——关联度较低。实际上，2015-2016年上半年出现的猪价大幅上涨就与当时的经济周期完全错位——当时的经济处于逐步触底和企稳阶段。

图 1：经济周期与猪肉价格周期



资料来源：Wind，国海证券研究所

从目前来看，猪肉价格周期和经济周期可能又一次因为“巧合”而出现了同步进入上行阶段的情形。猪价上升和经济供需平衡改变的同时出现对通胀的冲击当然需要引起重视。然而，从目前看政府已经愿意接受更低的经济增长区间（6%-6.5%），且2019年6.3%左右的经济增速应该和当前经济的潜在增速可能是大体匹配的情况来看，劳动力成本、大宗原材料价格上行带来的通胀压力应该还是比较温和的。

实际上，我们观察到伴随着经济的放缓农民工工资增速已经在去年4季度放缓，而比较广谱的CPI服务业价格指数同比目前上涨也比较温和。考虑到城镇调查失业率已经在上升之中——我们以为劳动力成本目前并没有剧烈上涨的压力。

不考虑增值税带来的技术上的影响（《政府工作报告减税降费点评》3月7日），我们对于2019年通胀的估计因为包含了总供给收缩和潜在经济增速下行的因素仍然略高于市场一致预期（2.2%）。但是目前看来，在原油价格不出现大幅上行的情况下，单月CPI超过3%的风险是比较有限的。

**对货币政策而言，我们认为单一的猪肉价格上涨或者是单一的原油价格上涨对于货币政策的影响恐怕也是有限，对货币政策起主导作用的还是经济的基本面和通胀预期。**实际上，2015年猪肉价格涨幅较大阶段，人民银行有关负责人当时明确表示“（央行）主要观察总体物价水平，分项价格的波动对货币政策的影响相对要小得多。”

而在2014年《货币政策执行报告》，央行对油价上涨的态度是：“考虑到为应对通胀而采取的紧缩性宏观政策会导致产出进一步下降，各方的共识是货币政策不宜对油价波动作出过度反应，一是因为油价波动较为频繁，二是货币政策以调节需求为主，对供给因素导致的冲击效果有限。但如果由于需求基本面变化导致油

价发生趋势性变动，或者油价变动显著改变通胀预期并传导至核心通胀，则宏观政策应作出相应调整。”

当然，如果 2019 年在猪价大幅上行的同时，原油价格也出现了比较明显的上行，同时，整体的供求关系在经济企稳的情况下也逐渐偏向于通胀（尽管在经济增速 6.3% 左右的情况下产出缺口对通胀的压力可能是非常温和的），通胀预期是否会出现比较明显的变化确实值得关注。通胀预期如果发生改变，有可能推动 CPI 进一步超预期并对货币政策产生影响。

然而，近期海外经济仍在持续放缓，目前看原油价格大幅上涨的基本面条件似乎还不具备。

## 6、经济展望：3 季度工业生产有望回升

从目前的数据上看，消费、基建投资都逐步开始对经济构成支撑作用，而且在稳增长政策支撑和贸易摩擦缓和改善信心的情况下可能具有相当的可持续性。4 月份刺激消费的全国性会议也值得期待。未来，伴随着企业部门存货调整到位，需求对于生产的拉动可能进一步增强。

房地产和出口当然仍然是对总需求的拖累因素。但是我们认为政策的调整仍然可以避免房地产投资出现大幅下滑。只要不出现房地产投资和出口超预期大幅下行的情况，从目前工业生产的情况和基数效应考虑，工业生产在 3 季度回升应该是大概率事件。

**风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期**

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\\_13663](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13663)

