

贸易回落 物价温和 货币宽松审慎有度

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 3 月 12 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- **春节扰动出口增速回落，贸易顺差收窄。**2月出口同比增速回落至-20.7%，累计同比增速为-4.6%，较2018年9.9%的增速大幅回落，主要受全球经济扩张动能放缓、春节提前及高基数影响。从国别看，对美累计出口增速回落幅度较大。展望未来，近期全球经济扩张动能疲软态势并未改变，故出口仍面临下行压力，但考虑到春节错位影响，3月出口数据应有所反弹。2月进口同比增速-5.2%，累计同比增速为-3.1%，远低于2018年15.8%的水平，主要与我国内需偏弱有关。展望未来，近期中美经贸磋商释放出相对积极的信号，中方将大概率扩大自美进口，而随积极财政政策逐步落地，国内对生产原材料的需求也将有所回升，故进口增速将保持一定韧性。
- **物价总温和，通缩压力渐缓。**2月CPI同比增速回落至1.5%，主要受春节提前引致食品项涨幅弱于2018年所致。食品方面，猪肉环比增速由负转正，鲜菜强于季节性规律；非食品项方面，交通通信、文娱环比涨幅明显。展望未来，去年同期猪肉环比增速较低或支撑3月食品项同比增速，再考虑到3月翘尾因素大幅回升，预计3月CPI增速将有所回升。2月PPI环比跌幅收窄，同比增速持平，生产资料环比回升对冲了生活资料环比回落负面影响。展望未来，随节后复工及积极财政政策逐步落地，PPI环比增速或受需求提振影响而有所回升，预计3月PPI增速或小幅上行。
- **货币宽松审慎有度，维稳需求仍看财政。**2月社融再度少增，M2同比止升反跌，但单月数据与累计数据显示的信号略有不同。首先，新增社融虽较去年同期少增，但1-2月累计增速依然超过去年年末水平；其次，1-2月企业中长期贷款和企业债发行合计较去年同期多增3170亿元，也好于2月份同比少增1296亿元所展现的信息；最后，1-2月份M1累计同比为2.0%，同样较2018年12月出现反弹。因此，尽管终端需求不足对于宽信用形成的压制依旧明显，但是宽货币向宽信用的转化仍在缓慢推进。然而，值得注意的是，企业现金流承压-居民加杠杆意愿或能力承压-企业现金流承压的循环正在形成，而财政刺激则是打破这一循环的不二选择，扩大财政支出和减税降费分别从做大蛋糕和分割蛋糕两个层面对终端需求进行呵护，进而避免或对冲以上循环的不利影响。就未来而言，相较于货币调控，财政政策显然是宽信用能否实现的主导因素，考虑到中国经济扩张承压所面临的是结构性而非周期性问题，所以终端需求的提振难免缓慢，由此在同GDP增速匹配的调控原则下，社融同比增速的提升空间相对有限，而且考虑到表外融资难以持续向表内转换，则M2同比的提升同样并非易事。
- **高频数据跟踪表明：**
 - 下游方面，**地产销售略有改善，土地供应成交依旧低迷。汽车零售、批发销量承压，终端需求依然较弱。
 - 中游方面，**价格涨多跌少，需求受节后复工影响有改善迹象。
 - 上游方面，**煤炭价格延续回升。有色方面，LME铝、铜价均下滑，锌价小幅反弹。原油价格震荡盘整。BDI环比略有回升、BCI处历史相对低位。总体而言，上游价格总体涨跌互现，全球需求有所转弱。
- **风险提示：**全球贸易争端和国内经济下行超预期。

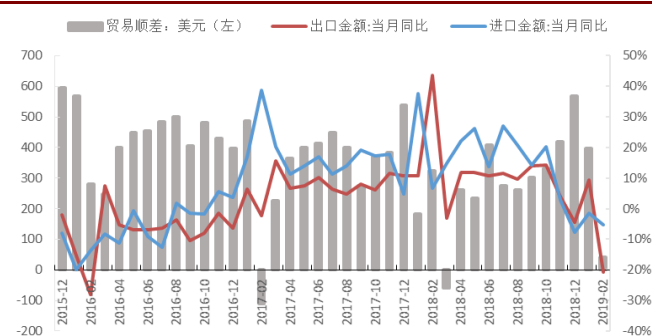
一、春节扰动出口增速回落 贸易顺差收窄

出口方面，以美元计，2月出口同比增速回落至-20.7%，2月累计同比增速为-4.6%，较2018年9.9%的增速大幅回落，主要受全球经济扩张动能放缓、春节提前及高基数影响。具体来说，首先，2019年春节较2018年有所提前，这便导致节前赶工量部分统计在1月之中，从而对2月出口增速产生一定负面影响；其次，从剔除春节扰动影响的2月出口累计增速判断，-4.6%的累计同比增速水平较2018年9.9%的增速回落幅度依旧较大，这主要与全球经济扩张动能收窄有关；最后，2018年2月出口基数较大，这也引致出口增速有所回落。从国别看，受“抢出口”效应逐步消退及中美经贸磋商释放积极信号影响，对美累计出口增速回落幅度较大。从产品类别看，2月劳动密集型产品累计同比增速回落幅度较大，亦表明国内就业仍有压力。展望未来，近期OECD再次下调了今明两年的经济增长预期，因而全球经济扩张动能疲软态势并未改变，故出口仍面临下行压力，但考虑到春节错位对2月数据的扰动，3月出口数据应有所反弹。

进口方面，2月进口同比增速-5.2%，累计同比增速为-3.1%，远低于2018年15.8%的进口同比增速水平，主要与我国内需偏弱有关，这也能从汽车销量等中观数据得到印证。从商品进口数量看，主要进口产品表现有所分化，铜累计进口增速略有回升，大豆累计进口增速回升较快，而铁矿砂、原油、机床则有所回落。展望未来，近期中美经贸磋商释放出相对积极的信号，中方将大概率扩大自美进口，而随积极财政政策逐步落地，国内对生产原材料的需求也将有所回升，故进口增速仍将保持一定韧性。

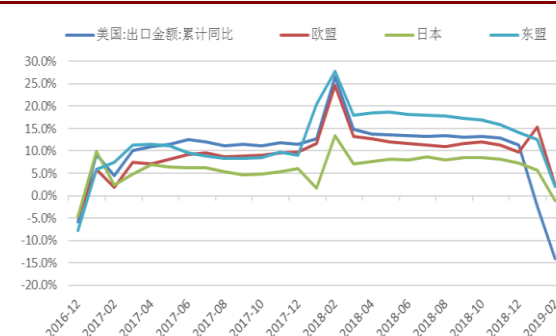
总的来看，本月进出口增速纷纷回落，出口增速回落更快导致贸易顺差同比大幅回落，而在出口仍面临下行压力、进口增速或将保持一定韧性的背景下，未来贸易顺差仍将收窄。

图 1：进出口增速纷纷回落



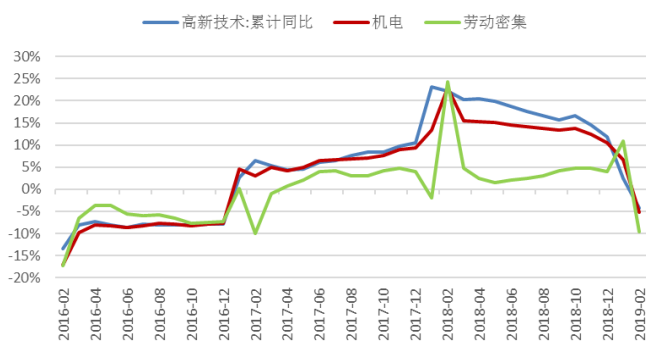
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：对美出口增速回落幅度较大



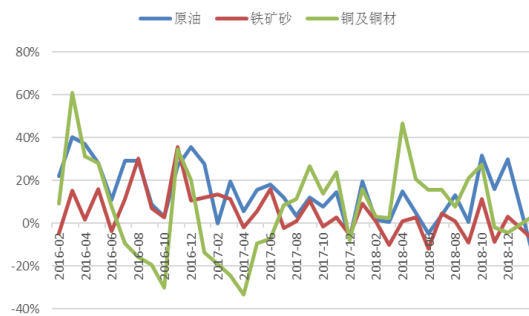
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：劳动密集型产品累计出口增速回落明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：铜增速回升，原油、铁矿砂回落



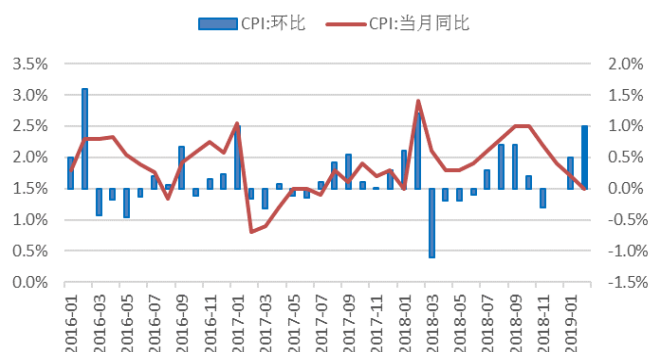
资料来源：Wind，渤海证券研究所

二、物价总体温和 通缩压力渐缓

CPI 方面，2 月 CPI 环比增长 1%，而同比增速回落至 1.5%，主要受春节提前引致食品项涨幅弱于 2018 年所致。具体来说，2018 年春节为 2 月中旬，而 2019 年春节则落在月初的位置，这便导致节日效应引致的食品项价格上涨部分统计在 2019 年 1 月之中，故而受基数效应影响，食品项环比涨幅弱于去年同期，拖累 CPI 同比增速。食品方面，从各分项数据看，猪肉环比增速由负转正，鲜菜涨幅强于季节性规律；非食品项方面，交通通信受国内成品油调价影响涨幅强于季节性，文娱在春节效应带动下环比涨幅明显。展望未来，尽管春节效应影响消退会对食品项环比增速产生不利影响，但去年同期猪肉环比增速较低或支撑 3 月食品项同比增速，非食品项环比增速受国际原油震荡盘整影响或持平于本月，再考虑到 3 月翘尾因素大幅回升，预计 3 月 CPI 增速将有所回升。

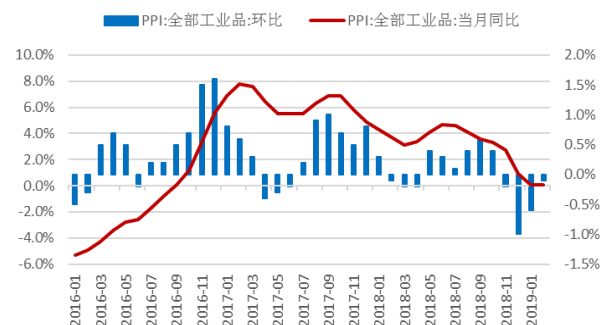
PPI 方面，2 月 PPI 环比回落 0.1%，跌幅大幅收窄，同比增速持平，生产资料环比回升对冲了生活资料环比回落负面影响。具体来说，生产资料方面，采掘、原材料环比增速回升，加工工业环比增速虽仍为负但跌幅略有收窄，石油、黑色环比转正，化工环比跌幅小幅收窄。生活资料方面，仅食品类环比增速小幅回升，衣着、一般消费品、耐用消费品均环比下行。展望未来，随节后复工及积极财政政策逐步落地，PPI 环比增速或受需求提振影响而有所回升，再考虑到翘尾因素略有抬升影响，预计 3 月 PPI 增速或小幅上行。

图 5: CPI 环比涨幅弱于去年同期, 同比有所回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: PPI 同比持平于上月



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

三、货币宽松审慎有度 维稳需求仍看财政

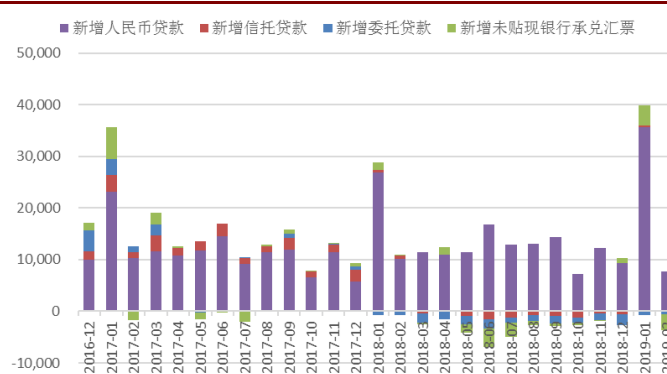
社融再度少增, M2 同比止升反跌。2 月社会融资规模为 7030 亿元, 较去年同期少增 4847 万亿元, M2 分别同比增长 8.0%, 较上月回落 0.4 个百分点。在一月份信贷大幅增长的情况下, 市场预期明显抬升, 但 2 月份的社融及 M2 同比均不及预期。春节错位令 M1 同比显著回升, 而财政存款的反季节性增加则可能是导致 M2 同比回落的主要原因, 加之表外融资再度承压, 当月社融显著少增。

票据融资环比大幅回落, 中长期贷款占比继续提升, 非标融资再度受阻, 企业债发行同比略增。从结构上看, 尽管票据融资相较于 2018 年同期依旧多增, 但是环比明显回落, 1 月份需求透支和可能的监管强化或是其原因所在; 中长贷款在占比进一步提升的同时, 却同比少增, 企业和居民部门分别少增 1458 和 994 亿元。企业中长期贷款的同比少增依旧说明其投资意愿不足; 居民部门方面, 在中长期贷款少增的同时, 其短期贷款还减少了近 3000 亿元, 房地产销量不佳所体现的居民加杠杆意愿或能力的减弱应为主导。此外, 未贴现银行承兑汇票在 2 月份减少 3103 亿元, 较去年同期少增 3208 亿元, 是当月社融增长的最大牵制力量。债券发行方面, 因春节影响而环比明显走低, 但同比依旧小幅多增。

综上所述, 2 月数据与 1-2 月累计数据所展现的信号略有不同。单月数据方面, 普遍低于预期的现实所传递的信号明显不堪, 但是将 1-2 月数据合观察后不难发现, 这种不堪则要弱化很多: 首先, 1-2 月份 10.1% 的社融存量累计同比增速虽低于 1 月份的 10.4%, 但明显高于 2018 年年底, 信用环境正在改善而非恶化; 其次, 1-2 月企业中长期贷款和企业债发行合计较去年同期多增 3170 亿元, 也好于 2 月份同比少增 1296 亿元所展现的信息; 最后, 1-2 月份 M1 累计同比为 2.0%, 同样较 2018 年 12 月出现反弹。因此, 尽管终端需求不足对于宽信用形成的压制依旧明显, 但是宽货币向宽信用的转化仍在缓慢推进。然而, 值得注意的是, 企

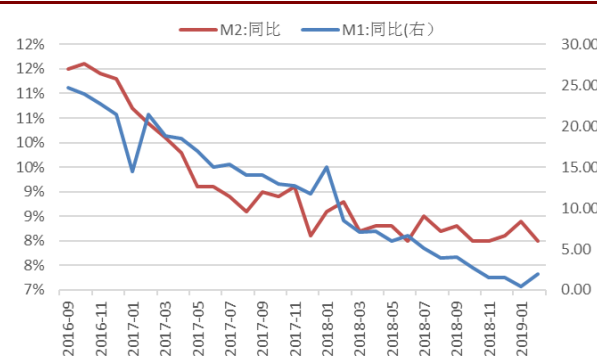
业现金流承压-居民加杠杆意愿或能力承压-企业现金流承压的循环正在形成，而财政刺激则是打破这一循环的不二选择，扩大财政支出和减税降费分别从做大蛋糕和分割蛋糕两个层面对终端需求进行呵护，进而避免或对冲以上循环的不利影响。就未来而言，相较于货币调控，财政政策显然是宽信用能否实现的主导因素，考虑到中国经济扩张承压所面临的是结构性而非周期性问题，所以终端需求的提振难免缓慢，由此在同 GDP 增速匹配的调控原则下，社融同比增速的提升空间相对有限，而且考虑到表外融资难以持续向表内转换，则 M2 同比的提升同样并非易事。

图 7：社融再度少增



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：M2 止升反跌



资料来源：Wind，渤海证券研究所

四、上中下游跟踪

4.1 地产销售略有改善，汽车销量依旧承压

地产销售同比增速有所改善，土地供应成交依旧低迷。地产销售面积同比增速有所改善，其中一二线城市回升较为明显，2 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速较 1 月亦有企稳迹象。土地供应、成交依然低迷，其中一二线城市回落较为明显，受此影响，未来地产投资仍有下行压力，地产投资将延续低迷。虽然 2 月第四周乘用车批发与零售增速延续了春节扰动之后的正向同比增速，但整体来看 2 月乘用车零售量同比依旧维持两位数的下滑速度，表明终端需求依旧偏弱。

4.2 中游价格涨多跌少，需求受春节复工影响有改善迹象

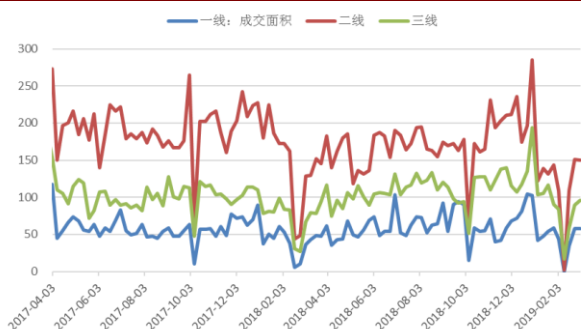
钢铁方面，高炉开工率大幅回落，螺纹钢、冷轧板卷价格延续回升，铁矿石指数上扬。水泥价格延续下行，华北、西北略强。化工方面，PTA 价格指数上行，PTA 开工率略有回落，涤纶 POY 价格回升。总体而言，中游价格涨多跌少，中

游需求受春节复工影响有改善迹象。

4.3 上游价格涨跌互现，全球需求有所转弱

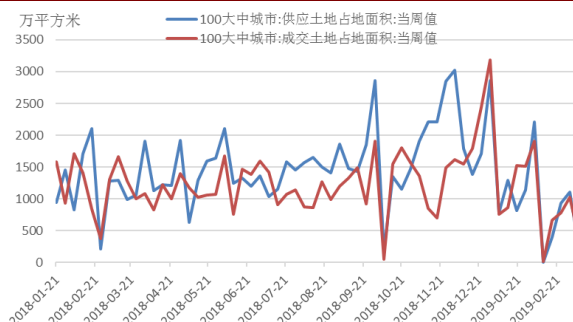
煤炭价格延续回升，六大发电集团日均耗煤量稳中略升，同比亦大幅改善，发电集团煤炭库存略有回落，秦皇岛港库存有所回升。有色方面，LME 铝、铜价均下滑，锌价略有反弹。原油价格震荡盘整。BDI 环比略有回升但同比跌幅依旧明显、BCI 环比大幅下滑处于历史低位。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求有所转弱。

图 9: 一二三线成交面积同比有所改善



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 土地供应成交依旧低迷



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 发电集团日均耗煤稳中略升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 发电企业煤炭库存略有回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 秦皇岛港煤炭库存有所回升



图 14: 煤炭价格延续回升



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_13702

