

## 静待资金进入实体经济

- **重视金融，并确立新的稳增长与防风险关系。**近期决策层表态显著提升了金融的地位，习近平在中央政治局第十三次集体学习时强调金融是国家重要的核心竞争力，并指出金融活，经济活；金融稳，经济稳；经济兴，金融兴；经济强，金融强。相较于此前对金融管控的态度，这次表态将金融和实体放到相互促进的位置，以建设性的态度来推动金融发展。而不能出现金融条件恶化影响经济的情况。因此，在防范化解金融风险时，要以实体经济健康发展为基础，注重在稳增长的基础上防风险。这意味着金融风险需要在发展中解决，而不应该出现由于防范金融风险，导致信用状况大幅恶化，影响实体经济稳定增长的情况。因而，面对当前经济存在下行压力的情况，政策将继续通过逆周期调节来稳定经济，总体宽松的政策不会发生改变。直至宽松政策推动经济企稳回升，实现稳增长这个防风险的前提。
- **社融将持续回升，实体经济面将逐步改善。**1月信贷社融大幅多增中存在部分票据套利因素，虽然管控加强会导致这部分融资有所回调，但其它部分融资继续改善，将推动社融增速持续回升。首先，地方政府债集中发行，高频数据显示2月地方债净融资额3379亿元，继续较去年同期大幅增长；其次，企业债券与ABS等发行额继续增长，虽然较1月幅度有所下降，但合计依然保持2000亿元以商规模；再次，汇率升值将带动外币贷款回升，较去年出现同比多增；最后随着监管趋于柔性化，表外融资跌幅将继续收窄，甚至出现小幅多增。我们预计今年2月新增社融1.35万亿元，较去年同期增加1650亿元左右，社融增速将继续改善。同时，叠加去年表外融资收缩的低基数因素逐步体现，社融同比增速将从3月份开始由更明显的回升。而虽然对地方政府与房地产的管控继续对资金金融实体经济形成抑制，但只要资金未能有效进入实体经济，带来实体经济企稳，宽松政策就不会变，政策就会继续加大引导资金进入实体经济的力度，最终达到实体经济面改善的结果。因而实体经济改善的趋势不会改变。
- **生产面弱平稳，春节后开工需求存在超预期可能。**六大发电集团耗煤量等高频指标显示生产面弱平稳。但随着去年12月和今年1月财政资金投放增加，基建项目将加快建设，例如2月25日贵州举行了总投资838亿元补短板强基础项目集中开工仪式。而从高频数据来看，春节后生产面跌幅较春节前收窄，工业品价格小幅上行，显示投资需求或有所回升。春节后开工需求存在超预期可能，需要继续观察。
- **政策宽松基调不变，信用债与转债更具吸引力。**当前经济尚未呈现出企稳环境下，政策将延续宽松基调。因而短端利率将继续保持低水平，这为长端利率形成了安全边际。因而虽然经济悲观预期在逐步消解，社融增速继续回升，利率债结束上涨态势，但短期也难以显著下跌，在货币政策调整前将延续震荡态势。而实体经济资金面改善将推动企业资金状况改善，推动信用利差持续收窄。同时，资金面改善推动的权益市场行情将继续增加可转债的收益率，因而信用债和可转债更具吸引力。

### 西南证券研究发展中心

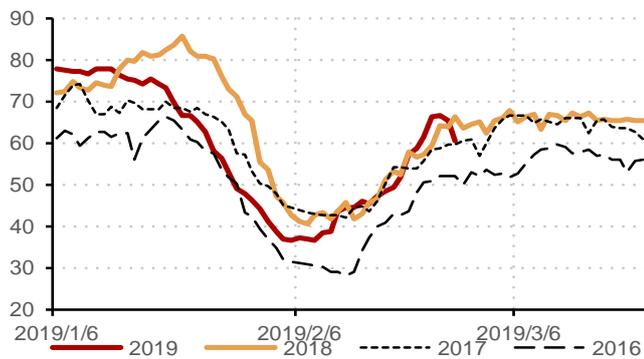
分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升 (2019-02-24)
2. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读 (2019-02-22)
3. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一） (2019-02-18)
4. 实体融资回升，修正对经济悲观预期 (2019-02-17)
5. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应 (2019-02-17)
6. 通胀中枢下移，这意味着什么？ (2019-02-15)
7. 春节因素扰动下外贸形势假改善 (2019-02-14)
8. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研 (2019-02-13)
9. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测 (2019-02-11)
10. 春节国内外经济与资本市场状况述评 (2019-02-10)

图 1：生产面弱勢状况存在改善迹象，但需继续观察

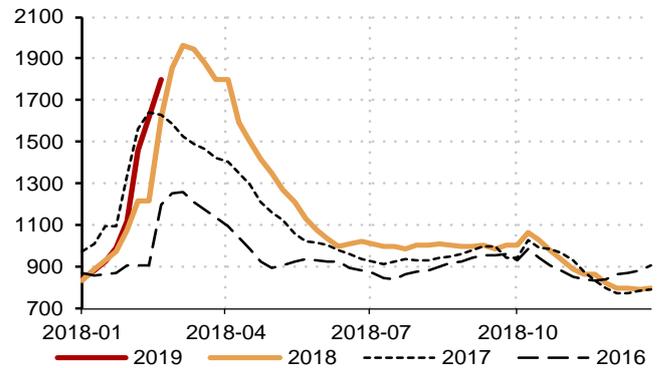
6大发电集团耗煤量（万吨，春节对齐）



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：工业品库存积累速度并未超储季节性

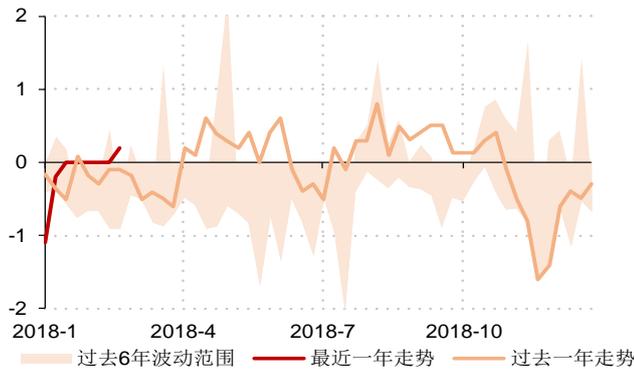
主要钢材品种库存，万吨



数据来源：wind、西南证券整理

图 3：工业品价格环比开始小幅回升

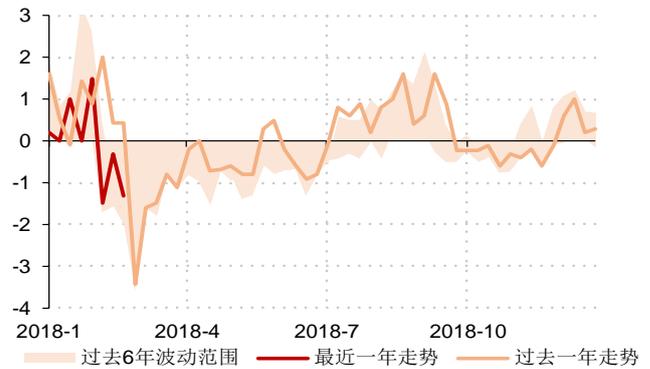
商务部生产资料价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：wind、西南证券整理

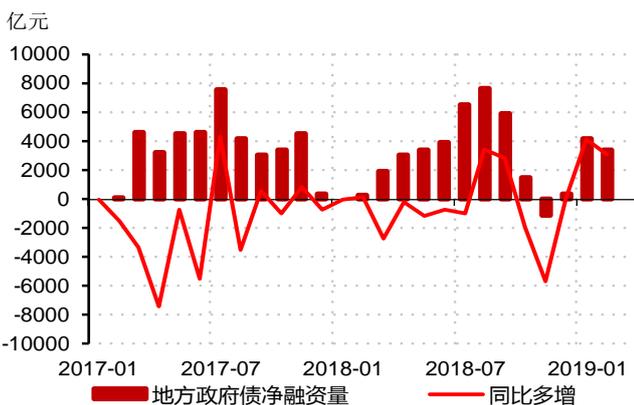
图 4：消费品价格延续弱势

商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：地方债发行继续放量，社融将稳步回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：社融回升将推动信用利差持续收窄



数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：西南证券月度宏观数据预测**

		2018-1	2018-2	2018-3	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2F	2019-3F	预测误差及修正		市场预期		
														2018-1F	2019-2F	2019-2F	2019-3F
CPI	同比%	1.5	2.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	0.9	1.7	0.3	-0.8	1.5		
PPI	同比%	4.3	3.7	3.1	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.3	0.6	0.1	0.1	0.3		
工业增加值真实增速/1	同比%		7.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	5.6		-0.2	5.5		
固定资产投资累积名义增速/1	同比%		7.9	7.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		5.1	5.4		0.0	5.1		
消费品零售名义增速/1	同比%		9.7	10.1	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.0	8.0		-0.2	8.2		
新增人民币贷款	亿人民币	29000	8393	11200	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8500	14000	-1800	-500.0	9000		
社会融资总额	亿人民币	30673	11854	15685	19286	22054	7288	15191	15898	46353	13500	23000	-9853	0.0			
M2增速	同比%	8.6	8.8	8.2	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.5	8.9	-0.2	0.2	8.3		
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%	11.1	44.5	-2.7	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-12.0	0.0	-4.1	3.0	-5.0		
进口名义增速(美元计价)	同比%	36.8	6.3	14.4	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-8.0	-8.0	-3.5	2.0	-3.0		
贸易顺差	亿美元	203.5	337.4	-49.8	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	228.7	86.0	163.9	-147.3	376.0		
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.33	6.33	6.29	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.70	6.65	0.10	-0.10	6.73		
存款准备金率(月末值)	%	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	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
GDP同比增速	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	1.4	1.9	-0.4	-0.4
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	0.3	0.4	0.1	0.2
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	5.4	5.5	0.0	0.2
固定资产投资累积名义增速	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	5.4	5.6	0.2	0.3
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	8.0	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	5.5	4.5	0.3	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	8.9	9.0	0.6	0.5
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	-1.0	-3.0	-2.8	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	-5.8	-6.0	-4.2	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	70.6	104.0	2.8	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	6.65	6.60	-0.15	-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
<b>GDP同比(%)</b>	9.6	9.2	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7	6.9	6.5	<b>6.2</b>
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	<b>3.4</b>
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	<b>5.1</b>
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	<b>7.5</b>
<b>支出法各项对GDP增长贡献(%)</b>												
消费	4.3	5.2	4.9	6.0	4.3	3.7	3.8	4.6	4.3	4.1	5.0	<b>4.5</b>
投资	5.0	7.9	6.9	4.2	3.2	4.2	3.4	1.7	2.8	2.2	2.1	<b>1.9</b>
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	<b>-0.2</b>
<b>物价(同比, %)</b>												
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	<b>1.6</b>
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	<b>1.0</b>
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.5	<b>0.4</b>
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	<b>1.1</b>
<b>工业增加值(同比, %)</b>	9.9	8.8	12.6	10.8	7.9	7.6	6.9	6.0	6.0	6.6	6.3	<b>5.3</b>
<b>工业企业利润(同比, %)</b>	12.5	13.0	53.6	25.4	5.3	12.2	3.3	-1.5	8.5	21.0	10.3	<b>0.0</b>
<b>社会零售总额(同比, %)</b>	21.6	15.5	18.4	17.1	14.3	13.1	12.0	10.5	10.4	10.2	9.0	<b>8.2</b>
<b>投资(同比, %)</b>												
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	<b>5.2</b>
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	<b>6.0</b>
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	<b>9.0</b>
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	<b>3.0</b>
<b>房地产(同比, %)</b>												
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	<b>-7.0</b>
<b>对外贸易</b>												
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	<b>-0.1</b>
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	<b>-2.5</b>
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	<b>404.5</b>
<b>国际收支</b>												
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	<b>0.5</b>
<b>财政</b>												
财政收入(同比, %)	19.5	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	8.4	4.5	7.4	6.2	<b>2.0</b>
财政支出(同比, %)	25.7	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	15.8	6.4	7.7	8.7	<b>2.0</b>
财政收支差额(十亿元)	-35.4	-950.0	-1000.0	-850.0	-800.0	-1200.0	-1350.0	-1620.0	-2180.0	-2380.0	-2690.0	<b>-2880.0</b>
财政收支差额/GDP(%)	-0.1	-2.7	-2.4	-1.8	-1.5	-2.0	-2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	<b>3.0</b>
<b>货币信贷</b>												
M2同比(%)	17.8	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.2	8.1	<b>8.8</b>
信贷总额(十亿元)	4903.6	9576.9	7923.5	7480.7	8203.6	8891.6	9781.3	11719.9	12645.9	13530.0	16166.3	<b>16700.0</b>
社会融资总额(十亿元)	6980.4	13910.5	14019.1	12828.6	15763.2	17316.8	16413.3	15408.6	17802.3	20400.9	19258.3	<b>21000.0</b>
新增外汇占款(十亿元)	4005.4	2468.1	3268.3	2779.2	494.6	2777.0	778.7	-2823.2	-2911.3	-400.0	-223.2	<b>0.0</b>
<b>利率与存准率(%)</b>												
1年期存款利率	2.25	2.25	2.75	3.50	3.00	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	<b>1.50</b>
1年期贷款利率	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	<b>4.35</b>
<b>汇率</b>												
人民币兑美元汇率	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.20	6.14	6.49	6.95	6.53	6.87	<b>6.80</b>
名义有效汇率指数(2010=100)	96.4	100.7	100.0	102.6	108.7	115.5	118.2	125.8	118.6	118.0	119.2	<b>118.5</b>
实际有效汇率指数(2010=100)	96.2	102.0	100.0	100.2	105.9	111.9	114.7	124.8	122.8	121.5	122.7	<b>121.7</b>

资料来源: CEIC, Wind, IMF, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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\\_14038](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14038)

