



信用扩张短期难改经济下行压力

——2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 xingshuguang@xsdzq.cn
 证书编号: S0280517070002 证书编号: S0280118060007

相关报告

宏观报告: 物价压力不大, 反通缩仍是主要矛盾——8月经济与市场形势分析

2018-9-7

● 2月经济形势回顾

从高频数据来看, 由于春节效应存在, 2月经济呈现供需两弱的状态, 历年同期对比来看, 2019年开工强度较为一般。2019年2月银行体系流动性合理充裕, 货币市场利率中枢较1月下移, DR007均值从2.51%降至2.34%, R007均值从2.58%降至2.43%, Shibor 1W均值从2.6%降至2.44%。2月的经济政策主要有两项, 一是《关于加强金融服务民营企业的若干意见》, 二是《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》。2月全球市场风险偏好修复, 2月以来(截至2月22日), 上证综指上涨8.5%并在2月23日站上2800点, 风险偏好回升。全球风险以及社融数据超预期, 春节后债市出现了小幅的回调, 十年期国债收益率回到了3.14%附近。

● 2月经济数据预测

供给收缩。2018年受特殊因素影响(用电需求高和煤炭供应不足, 重点企业在春节前和春节期间不停产), 采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值显著提升, 而2019年不存在这样的情况。再结合2019年1-2月发电耗煤量同比增速为-15%, 增速低于2018年12月的-2%, 预计1-2月工业增加值同比增速下行至5.5%。

需求低迷。1月地方专项债加速发行, 基础产业类信托产品占比也持续上升, 预计1-2月基建投资增速小幅回升; 前期土地成交放缓, 土地购置费增速或继续回落, 建安工程投资降幅收敛, 预计1-2月房地产投资增速小幅回落; 由于前期工业企业盈利放缓以及出口增速下行, 1-2月制造业投资增速可能下滑。综合来看, 1-2月固定资产投资增速或小幅回升至6%。2019年春节黄金周实物消费相对低迷。同时, 2月1日基本就进入车市的春节休眠周期, 这会导致2月车市同比增长压力较大。综合来看, 预计1-2月社零增速下行至7.2%。考虑春节效应的影响, 2019年2月出口可能会出现负增长, 预计在-17%左右。春节当月进口增速往往较弱, 预计2月进口增速为-13%。虽然预计2月进口增速下滑, 但是出口增速下滑幅度可能更大, 进而导致2月贸易顺差较1月下滑。

通胀下行。受油价暴跌与猪肉价格下跌影响, CPI同比增速自2018年四季度以来不断下降。2月(截至2月22日)蔬菜、水果、原油价格环比增速上升, 猪肉价格环比增速下降, 考虑到春节期间服务价格季节性上涨, 预计2月CPI环比增速继续上升, 但由于高基数, CPI同比增速或小幅下降至1.6%。2月螺纹钢、布伦特原油、铜等大宗商品价格环比增速上升并转正。1月生意社大宗商品供需指数(BCI)为-0.03%, 均涨幅自2018年10月以来首次转正(0.13%), 预计2月PPI环比增速继续回升并有望转正至0.2%。

信用扩张。虽然受季节效应影响, 2月信贷可能大幅环比减少, 但是宽信用背景下, 信贷可能继续同比多增, 且随着1月地方债发行获得资金的支出, 企业和居民存款可能增加, 预计M2增速继续上升至8.5%。受春节、银行信贷投放规律影响, 预计2月新增人民币贷款9000亿元左右, 社融增量约为1.65万亿元考虑到宽信用背景, 较上年同期有所增加。

● 3月资本市场展望

随着社融超预期, 经济预期和盈利预期回升可能会成为反弹下半场的主要驱动力。社融数据与全球风险偏好提升对债市造成短期波动, 但幅度预计不会太大, 债市根基并未逆转。2月已有数据, 以及我们的预测数据均表明, 中国供给、需求可能继续收缩, 经济仍存在下行压力, 或对股市反弹有所影响, 同样也可能扩张信用利差。

● 风险提示: 经济过快下行; 政策落实不及预期

目 录

1、 2 月经济形势回顾.....	3
1.1、 实体经济供需两弱	3
1.2、 流动性充裕	5
1.3、 经济政策加强金融服务民营企业	6
1.4、 资本市场风险偏好修复	6
2、 2 月经济数据预测.....	8
2.1、 供给收缩	8
2.2、 需求低迷	8
2.3、 通胀下行	9
2.4、 信用扩张	10
3、 3 月资本市场展望.....	10
3.1、 股市反弹还有下半场	10
3.2、 债市根基并未逆转	10
3.3、 警惕经济下行以及上游行业通缩风险	10

图表目录

图 1: 上游开工强度较为一般.....	3
图 2: 水泥价格下跌.....	4
图 3: 钢材社会库存快速累积（万吨）	4
图 4: 螺纹钢价格先涨后跌.....	4
图 5: 春节档期票房量跌价升.....	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: 货币市场利率中枢下降（%）	6
图 9: A 股风险偏好回升	7
图 10: 债市回调（%）	7
图 11: 人民币贬值预期下降.....	8
表 1: 2019 年 2 月经济数据预测.....	8

1、2月经济形势回顾

1月货币金融、出口数据超预期，受季节因素影响较大，暂不能说明经济企稳。2月已有数据显示，虽然流动性充裕，政策继续加大支持实体经济力度，但供给需求均在继续收缩，经济下行压力仍存。

1.1、实体经济供需两弱

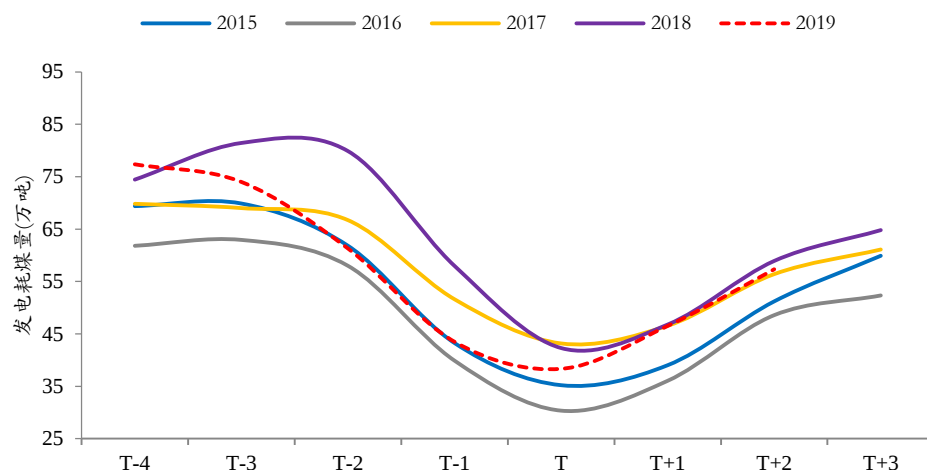
从高频数据来看，由于春节效应存在，2月经济呈现供需两弱的状态，历年同期对比来看，2019年开工强度较为一般。

上游开工强度较为一般。由于春节的存在，2月工业生产收缩，截至2月22日，发电耗煤量同比下降-22.6%，降幅较1月（-7%）扩大。以时间为横坐标，T代表春节当周，T+1代表春节后一周，以发电耗煤量为纵坐标，可以发现2019年开工强度较为一般，略强于2018年，由于两会、元宵节，2018年是一个缓慢的开工季。

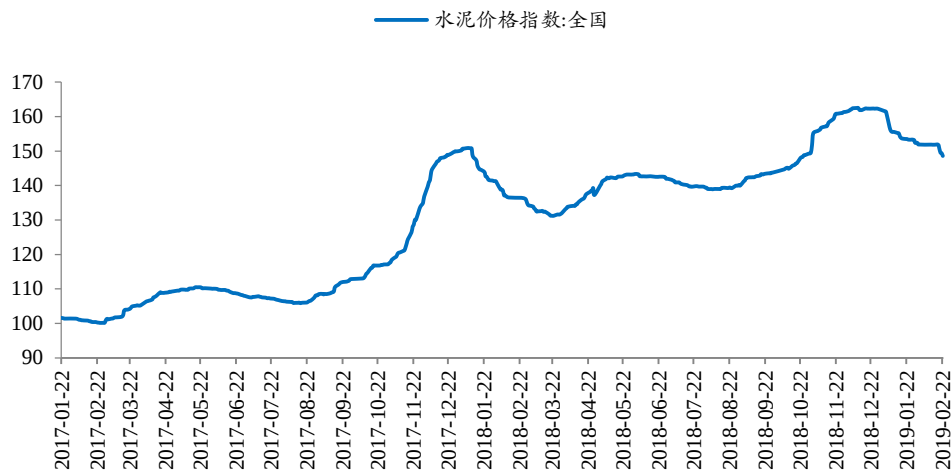
中游钢材库存快速累积，水泥价格下跌意味着需求不强。春节前后，钢材社会库存季节性累积，2019年钢材库存累积速度偏快，高炉开工率上升，而螺纹钢价格先涨后跌，意味着需求可能不强。水泥对房地产建设需求更敏感，全国水泥价格指数下降2.5%，意味着淡季房地产建设不强。

下游需求走弱。受春节影响，2月前2周乘用车零售累计同比下降57%，降幅较1月（-3.9%）扩大。2月（截至2月22日）30大中城市商品房销售面积同比下降10.7%，降幅较1月（-11.2%）略有缩小。从春节消费来看，2019年春节黄金周商品零售总额增速从10.2%下降至8.5%；2019年春节档期观影人次同比下降10.5%，增速较2018年同期的59%显著下滑，主要因为高基数、票价大幅提升对三四线城市观影需求抑制尤为明显、票补减少；春节黄金周全国旅游人数同比增速从12.2%下滑至7.6%，出境旅游人数同比增速从5.7%上升至7.7%。

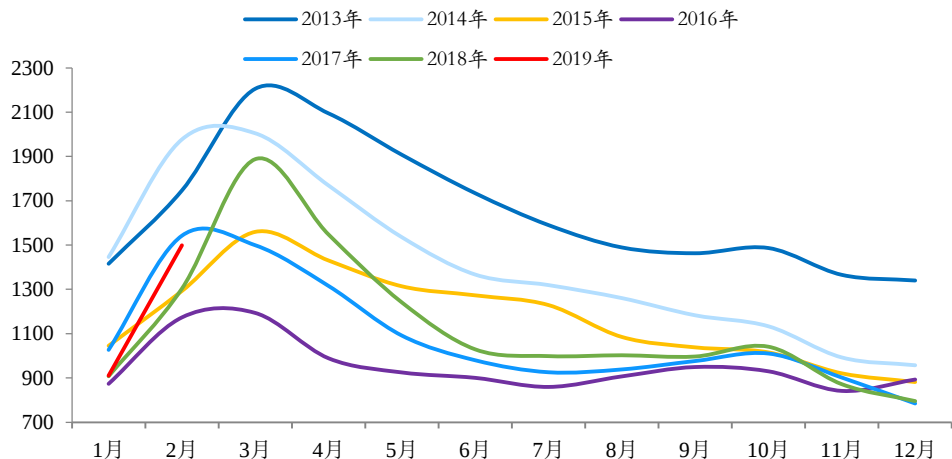
图1：上游开工强度较为一般



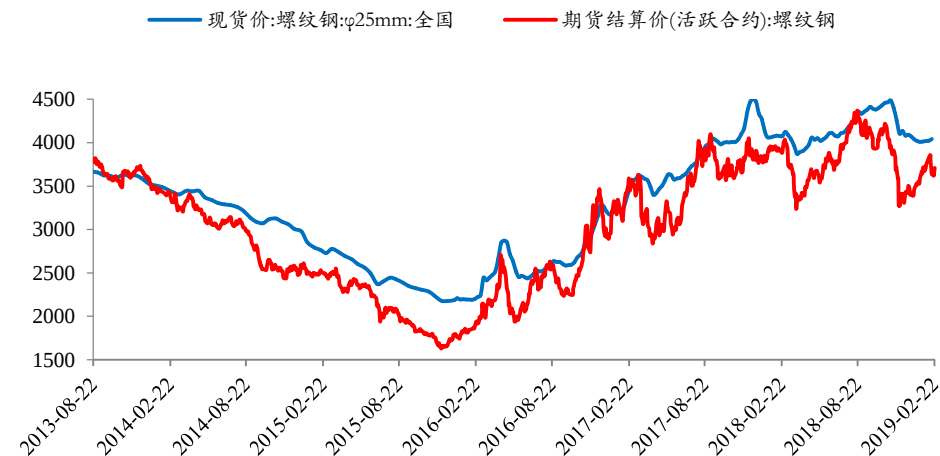
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注第T期表示春节当周，T+1代表春节后一周

图2： 水泥价格下跌

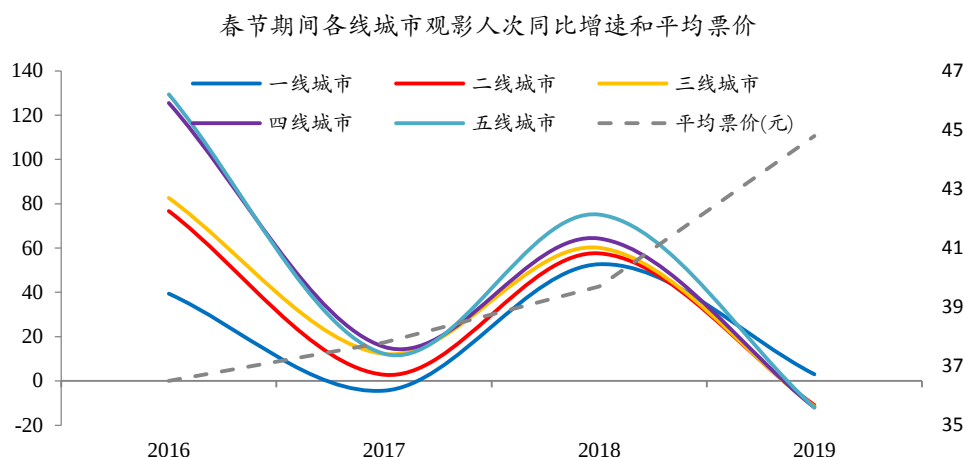
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 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4： 螺纹钢价格先涨后跌

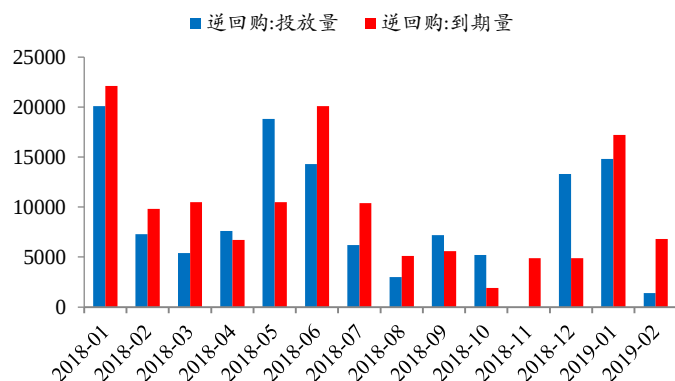
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 春节档期票房量跌价升

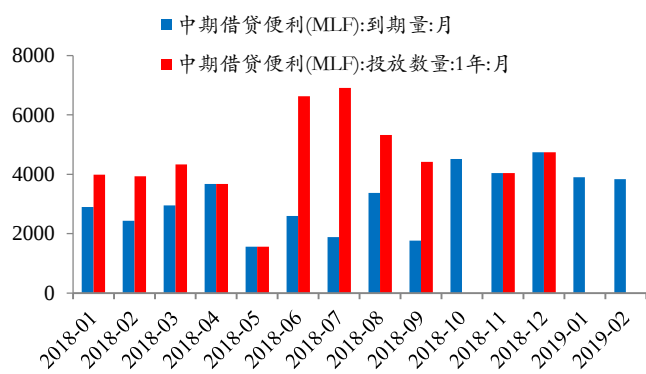
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、流动性充裕

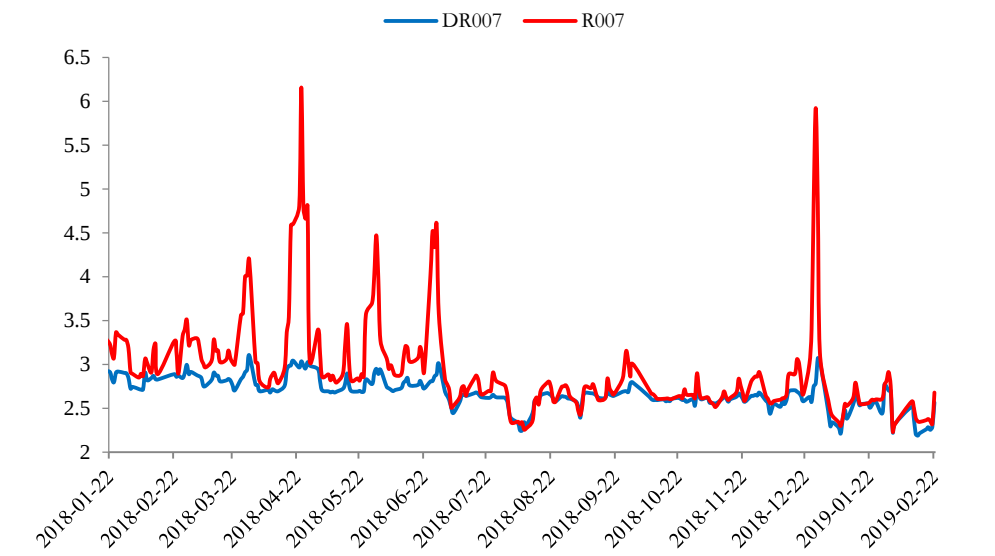
2019年2月以来（截至2月22日），逆回购到期量6800亿元，MLF到期量3835亿元，考虑到央行1月通过降准等方式释放大量流动性，银行体系流动性总量处于较高水平，央行减少公开市场投放，合计净回笼（含国库现金）10235亿元。1月降准以及节后现金回流，银行体系流动性合理充裕，2月货币市场利率中枢较1月下移，DR007均值从2.51%降至2.34%，R007均值从2.58%降至2.43%，Shibor 1W均值从2.6%降至2.44%。

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： 货币市场利率中枢下降（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、经济政策加强金融服务民营企业

2月的经济政策主要有两项。一是中办、国办2019年2月14日印发《关于**加强金融服务民营企业的若干意见**》。该政策核心在于解决融资分层问题，很多政策具有针对性，提到减轻对抵押担保的过度依赖，一直以来，民营企业获取银行贷款难的一个原因在于缺乏抵押品，政府的各种增信措施、窗口指导有助于缓解民营企业融资难的困局，增强微观主体活力，充分发挥民营企业对经济增长和创造就业的重要支撑作用，促进经济社会平稳健康发展。

二是国家发展改革委于2月19日印发《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》。该文提到，将放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，在具备条件的都市圈率先实现户籍准入年限同城化累积互认，加快消除城乡区域间户籍壁垒，统筹推进本地人口和外来人口市民化，促进人口有序流动、合理分布和社会融合。到2022年，都市圈同城化取得明显进展，基础设施一体化程度大幅提高，阻碍生产要素自由流动的行政壁垒和体制机制障碍基本消除，成本分担和利益共享机制更加完善，梯次形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环境和谐宜居的现代化都市圈。到2035年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈。

1.4、资本市场风险偏好修复

2月全球市场风险偏好修复，部分资产价格出现了超跌反弹。

股市风险偏好修复：2月以来（截至2月22日），上证综指上涨8.5%并在2月23日站上2800点，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，显示风险偏好回升。创业板在曝出历史最大商誉减值后，从1月31日的底部强势反弹，创业板上涨18.6%。

债市回调：全球风险以及社融数据超预期，春节后债市出现了小幅的回调，十年期国债收益率回到了3.14%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。虽然美国加息进程放缓,利空美元,但是欧洲经济形势恶化,货币政策正常化的阻力加大,支撑美元。中美贸易谈判有望达成阶段性协议,加上美国加息进程放缓,人民币贬值压力有所缓解。以1年期 NDF 对即期汇率的偏离度来衡量人民币贬值预期,人民币贬值预期从1月31日的0.58%下降至2月22日的0.3%。

图9: A股风险偏好回升

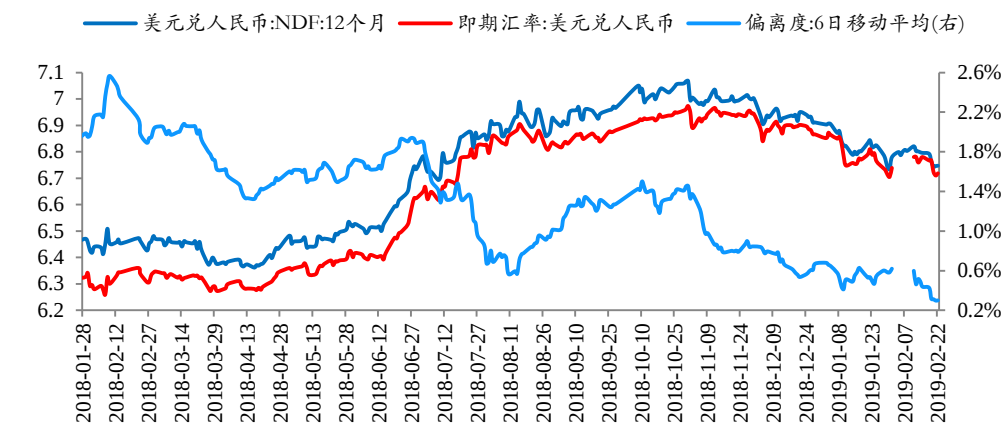


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图10: 债市回调 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11： 人民币贬值预期下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、2月经济数据预测

表1： 2019年2月经济数据预测

	2018 全年	2019 年 1 月实际值	2019 年 2 月预测值
工业增加值同比 (%) *	6.2	-	5.5
固定资产投资累计同比 (%) *	5.9	-	6
社会消费品零售总额累计同比 (%) *	9.0	-	7.2
出口同比 (%)	9.9	9.1	-17
进口同比 (%)	15.8	-1.5	-13
贸易差额 (亿美元)	3517.6	391.6	215.9
CPI 同比 (%)	2.1	1.7	1.6
PPI 同比 (%)	3.5	0.1	0.2
M2 同比 (%)	8.1	8.4	8.5
新增人民币贷款 (万亿元)	16.2	3.2	0.9
新增社会融资规模 (万亿元)	19.3	4.6	1.65

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：*为1-2月累计增速

2.1、供给收缩

工业生产者出厂价格指数：2019年12月工业生产者出厂价格指数为95.7%，环比下降0.1%，同比下降0.2%。

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_14077

