

旬度经济观察

——经济数据继续走弱，社会融资大超预期

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 2 月 20 日

内容提要

1 月初以来股票市场持续反弹，再加上此前公布的超预期的社会融资数据，使得投资者开始思考市场是否正在出现重大变化？

我们知道，中美贸易摩擦和去杠杆是 2018 年抑制市场的主要因素；此外美联储加息和经济逐步走弱也在边际上产生了影响。

需要明确的是，这其中一些因素在 1 月份以来的确开始出现变化的迹象。

尽管经济走弱的趋势似乎仍然在加强，但过去两个月美联储政策立场的调整，以及由此产生的全球性的影响是十分明确的。

中美贸易摩擦仍然存在变数，但中外媒体透露出的信号显示双方正在致力于解决分歧，甚至有评论认为这有助于加速中国的市场化改革。这无疑稳定和改善了市场的预期。

尽管困惑和争议仍然广泛，但强劲的社会融资数据使得人们猜测，资管新规和去杠杆对信贷的抑制和约束作用是否已经开始系统性缓解。

如果认为去年底股票市场罕见的低估值更多地反映了一些长期的担忧，其中主要是贸易摩擦和去杠杆等结构性因素，那么这些方面情况的改善引发估值的修

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

复就是容易理解的；而未来行情的延续性也主要取决于这些方面的改善能否被进一步证实或证伪。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

一、工业生产活动持续偏弱

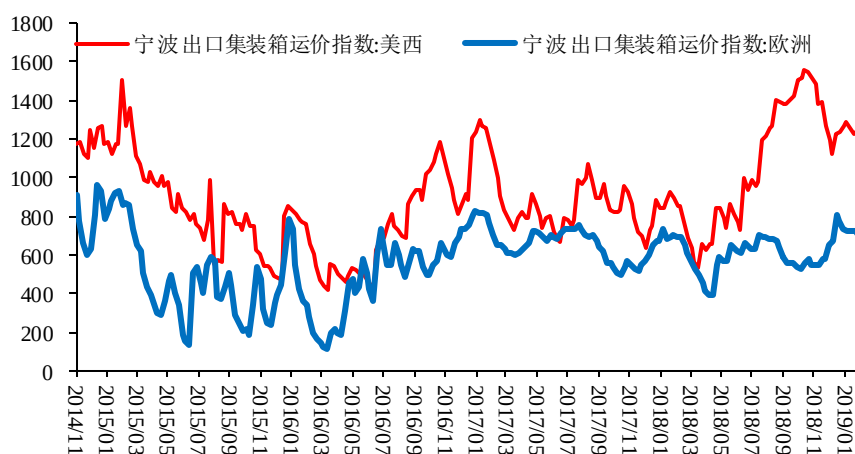
1 月中采制造业 PMI 录得 49.5，较去年 12 月小幅回升 0.1 个百分点。其中生产、新出口订单分项小幅反弹，新订单、进口和产成品库存分项持续回落。观察同期高频数据，发电耗煤同比、高炉开工率、日均粗钢产量均小幅下行。合并来看，1 月工业生产活动仍处于偏弱的水平。

新公布的 1 月进出口数据显示，出口同比 9.1%，进口同比-1.5%，进出口均远超市场预期。

1 月出口高增长部分受到春节前集中报关的影响，剔除春节效应和基数效应后，出口同比可能在 3-4%左右，较去年 12 月仍有较为明显的改善。往后看随着“抢出口”影响逐步减弱，全球经济基本面对出口的影响更为主导，这意味着未来出口下行的压力趋于增加。

1 月进口剔除春节效应后可能在-7%左右，与去年 12 月持平。分项来看，大豆、大宗商品上涨最为明显，而集成电路、半导体等高新技术产品仍然维持低迷。

图1：宁波出口集装箱运价：美西和欧洲，点



数据来源：Wind，安信证券

二、PPI 环比阶段性反弹

1 月 PPI 环比-0.6%，较上月反弹 0.4 个百分点，终止了去年 10 月以来连续下行的趋势。

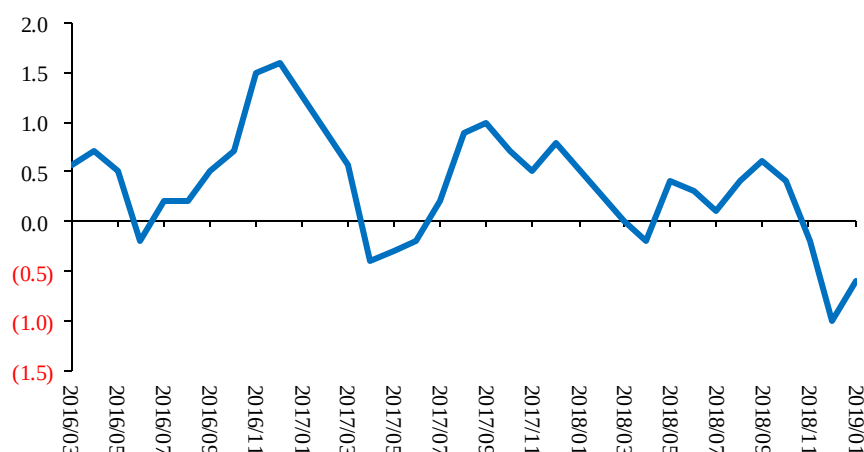
受美联储态度转鸽的影响，1 月份全球开启“risk on”模式，大宗商品价格整体出现回暖，南华工业品指数、金属指数和能化指数均明显上行。工业品价格的反弹带动权益市场上有色、化工等板块上涨。

PPI 分项中石油和天然气开采业、石油加工、黑色金属矿采选、黑色金属冶炼和压延加工业环比改善幅度居前。

历史上 PPI 环比的变化表现出一定的规律性，短期顶部到底部的时间往往在 3 到 6 个月之间，这种 PPI 环比规律性的变化主要源于存货的摆动，而存货的摆动反映了市场对基本面预期的边际变化。

参考历史上 PPI 环比变化的模式，我们倾向于认为 PPI 环比短期有望延续反弹，工业品价格的反弹有助于改善周期行业的盈利水平和市场预期。

图2：PPI 环比，%



数据来源：Wind，安信证券

1月CPI同比1.7%，较上月回落0.2个百分点；核心CPI同比1.9%，较上月回升0.1个百分点。

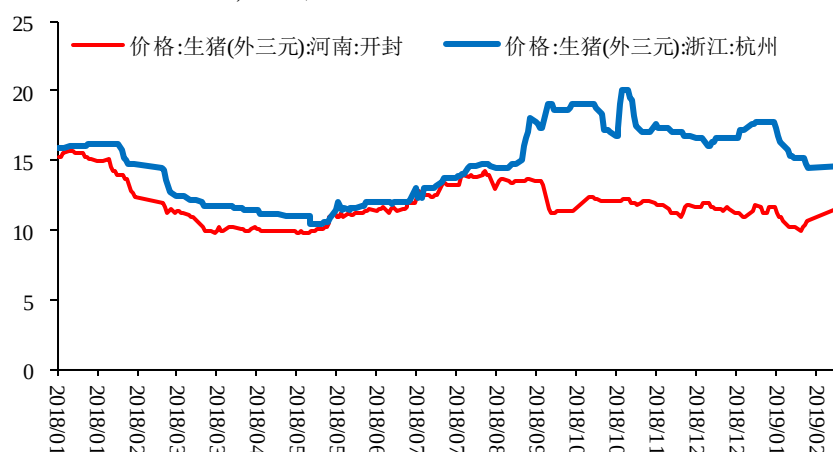
拆解看，非食品和非食品CPI环比均低于历史平均水平，共同压低CPI同比。

食品分项中，猪肉价格环比下跌，表现大幅弱于历史同期水平。1月份全国多地解除生猪禁运，产区积压生猪进入销区进而压低猪价。鲜菜、蛋类环比强于历史同期水平，这可能有春节错位因素的影响。

非食品主要分项中交通和通信分项环比-0.2%，较过去5年历史均值回落0.6个百分点，构成主要拖累。交通和通信环比走弱与发改委去年末再次大幅调低汽油价格有关。

考虑到近期非洲猪瘟仍在延续，生猪去化速度大幅加快，猪肉价格有望维持强劲；全球能源供应仍然充裕，原油价格企稳反弹；劳动力市场总体平稳，预计CPI同比未来一段时间可能会有小幅回升。

图3：开封和杭州生猪价格，元/千克



数据来源：Wind，安信证券

三、社融数据大超预期

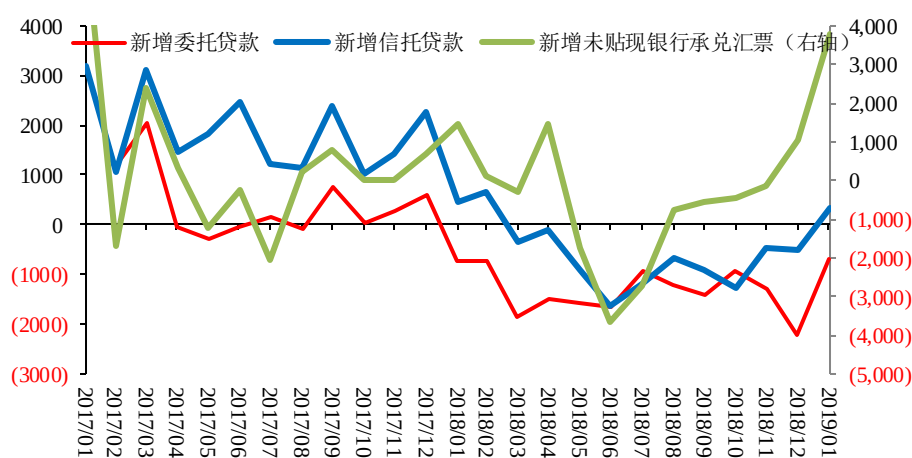
此前公布的货币信贷数据，1月新增社融46400亿元，单月涨幅创历史新高，

同比多增 15607 亿元，延续上月同比转正的趋势；余额同比 10.4%，较上月回升 0.6%。1 月新增信贷 32300 亿元，较去年同期小幅上涨 3300 亿元，创历史新高；余额同比 13.4%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，但仍处于历史高位。

分项看，新增委托、信托、未贴现银行承兑汇票合计 3432 亿元，自去年 3 月以来单月新增额首度转正，显示资管新规对非标融资的冲击趋于缓和。同时票据融资持续发力、企业债融资的回暖、地方政府专项债的提前发行也对社融反弹有积极影响。

将企业中长贷、委托贷款、信托贷款等企业中长期资金加总来看，指标处于历史较高水平，预示企业中长期融资趋于改善。

图4：新增委托、信托和未贴现银行承兑汇票，亿元

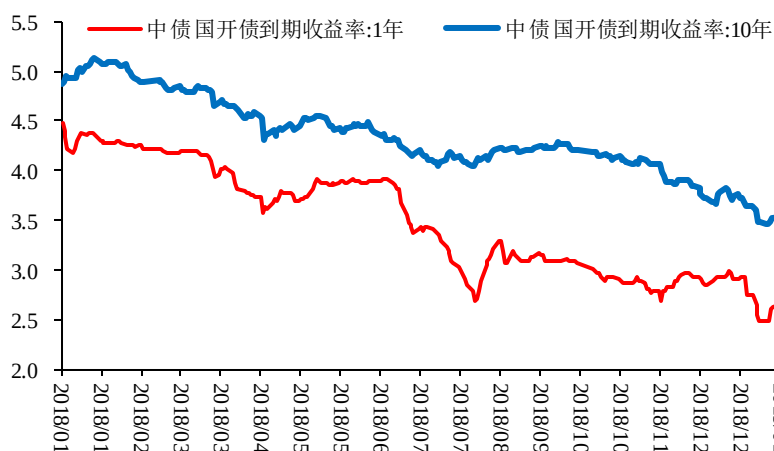


数据来源：Wind，安信证券

非标的企稳、表内信贷的持续扩容带来社融增速的反弹，政策调整的成效开始显现。

社融的反弹对债券市场短期形成压制。1 年、10 年国债、国开债在信贷数据公布后上行 2-4bp，同期高、中、低评级信用债利差收窄 1bp 左右。

图5：1年和10年国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

1月初以来股票市场持续反弹，再加上此前公布的超预期的社会融资数据，使得投资者开始思考市场是否正在出现重大变化？

我们知道，中美贸易摩擦和去杠杆是2018年抑制市场的主要因素；此外美联储加息和经济逐步走弱也在边际上产生了影响。

需要明确的是，这其中一些因素在1月份以来的确开始出现变化的迹象。

尽管经济走弱的趋势似乎仍然在加强，但过去两个月美联储政策立场的调整，以及由此产生的全球性的影响是十分明确的。

中美贸易摩擦仍然存在变数，但中外媒体透露出的信号显示双方正在致力于解决分歧，甚至有评论认为这有助于加速中国的市场化改革。这无疑稳定和改善了市场的预期。

尽管困惑和争议仍然广泛，但强劲的社会融资数据使得人们猜测，资管新规和去杠杆对信贷的抑制和约束作用是否已经开始系统性缓解。

如果认为去年底股票市场罕见的低估值更多地反映了一些长期的担忧，其中主要是贸易摩擦和去杠杆等结构性因素，那么这些方面情况的改善引发估值的修

复就是容易理解的；而未来行情的延续性也主要取决于这些方面的改善能否被进一步证实或证伪。

四、海外经济

新近公布的通胀数据显示，美国 1 月 PPI 同比为 2%，较上月回落 0.5 个百分点；1 月 CPI 同比为 1.6%，较上月回落 0.3 个百分点，创 2017 年 6 月来的低点，核心通胀同比为 2.2%，与前值持平。1 月油价维持低位，使得能源价格指数同比下跌 4.8%，是压制通胀的主要原因。

美国通胀的低迷、经济下行压力增加以及金融市场的波动使得美联储态度从今年年初以来显著转向。

美联储理事 Brainard 表示，12 月零售数据不佳反映美国经济下行压力加大，缩表应在今年晚些时候停止；旧金山联储主席 Daly 表示美联储今年无需加息，可能在年底停止缩表。

美联储态度转变的同时，上周五欧央行执委 Coeure 表示欧洲经济超预期走弱，欧央行正讨论重启定向长期再融资操作。而新西兰央行上周也大幅推迟加息时点指引。

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_14122

