

贸易短期回升 物价不及预期 社融信贷大幅多增

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年2月19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

- **进出口增速短期回升，出口仍有下行压力。**1月出口增速受春节效应影响超预期回升。从国别看，对各主要国家出口增速均有所回升，其中对欧盟、东盟、香港、台湾等地区回升幅度较大，对美出口仅小幅回升。展望未来，近期海外表态整体偏鸽，因而单月数据的回升并不能代表贸易形势已发生根本性扭转，2月出口增速仍面临较大下行压力。1月进口同比增速-1.5%，跌幅有所收窄。从进口数量看，大豆、铜、汽车进口增速有所改善，原油、铁矿砂、机床则受春节停工引致提前降低原材料库存影响而有所放缓。展望未来，于2月15日结束的第六轮中美经贸磋商就主要问题达成原则共识，中美经贸磋商达成一致协议概率有所提升，中方极大概率将扩大自美进口，因而进口增速或略有回升，未来贸易顺差仍将有所收窄。
- **物价涨幅不及预期，未来还将小幅下行。**1月CPI同比增速回落至1.7%，主要受食品项涨幅弱于季节性影响，亦表明国内整体需求水平仍然疲软。而食品项中，猪肉价格环比依旧回落，鲜果涨幅弱于季节性。非食品项方面，交通通信环比延续回落态势，居住涨幅亦弱于季节性规律。展望未来，受2月翘尾因素大幅回落及需求整体偏弱影响，未来CPI增速仍有回落压力。1月PPI同比增速回落至0.1%，石油、黑色金属价格下跌是主要拖累。具体来说，受环保限产力度趋弱及春节停工提前降低原材料库存影响，生产资料环比回落0.8个百分点；生活资料各分项则涨跌互现。展望未来，尽管2月翘尾因素略有抬升，但受需求偏弱下新涨价因素拖累影响，预计2月PPI增速仍将小幅回落。
- **社融信贷大幅多增，M2同比小幅反弹。**信贷和社融多增的同时，企业中长期贷款增长虽有起色，但在票据融资大幅多增的映衬下则相对暗淡，信贷主动投放的迹象有增无减；与此同时，尽管居民部门信贷依旧多增，但是对比2018和2017年可见，年度累计的信贷多增已经明显回落，面对房地产销售的承压，居民部门信贷多增将在2019年进一步下降。需求不足对于信贷扩张的制约并未消除，加大财政刺激以呵护需求显然较加力货币宽松更能推动“稳增长”目标的实现，而且在实体需求无法有效激发的情况下，持续加力货币宽松必然带来金融市场的动荡。因此，我们坚持认为无论是M2还是社融增速都难以持续提升，流动性环境虽较2018年趋于宽松，但幅度在管控中必然受限。
- **高频数据跟踪表明：**
 - 下游方面**，受春节影响地产销售回落，土地供应成交低迷。汽车零售、批发销量依然弱势，终端需求依旧偏弱。
 - 中游方面**，价格涨跌互现，中游需求整体依然较弱。
 - 上游方面**，煤炭价格略有回升。有色方面，LME铝、铜、锌价均下滑。原油价格有所回升。BDI、BCI同比较上周略有回落。总体而言，上游价格总体涨少跌多，需求有走弱迹象。
- **风险提示：**全球贸易争端和国内经济下行超预期。

一、进出口增速短期回升 出口仍有下行压力

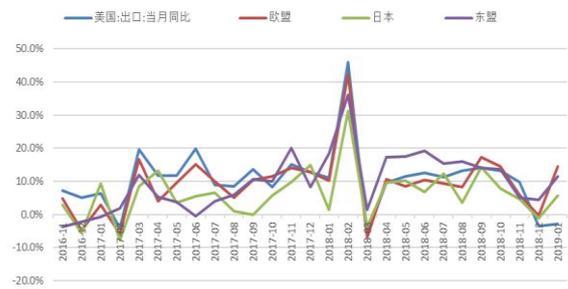
出口方面，以美元计，1月出口同比增速超预期回升至9.1%，主要与春节效应有关。具体来说，在全球经济增速放缓大背景下，1月出口同比增速超市场预期回升，主要是受2月春节导致出口前移影响。2018年春节为2月16日，而2019年春节则落在月初的位置，这便导致2019年提前赶工的出口量部分统计在1月出口之中，使1月出口同比增速超预期回升。从国别看，对各主要国家出口增速均有所回升，其中对欧盟、东盟、香港、台湾等地区回升幅度较大，对美出口在中美经贸谈判释放出积极信号及抢出口效应消退背景下仅小幅回升。从产品类型看，受春节赶工影响，高新技术产品、机电产品及劳动密集型产品同比增速均有所上涨。展望未来，近期海外表态整体偏鸽，欧盟、英国、澳大利亚等地区纷纷下调未来经济增长预期，全球经济扩张动能收窄的趋势并未改变，因而单月数据的回升并不能代表贸易形势已发生根本性扭转，出口增速持续改善的状态亦恐难维持，再考虑到春节效应影响，2月出口增速仍面临较大下行压力。

进口方面，1月进口同比增速-1.5%，跌幅有所收窄，可能与进口环节制度性成本有所削减有关。具体来说，自2019年1月1日起，我国对700余项产品实施进口暂定关税，包括新增对杂粕和部分药品生产原料实施零关税，进一步降低与澳大利亚、韩国等国协定税率，并对原产于香港、澳门的进口货物全面实施零关税，这均有助于降低进口成本并扩大开放。从进口数量看，大豆、铜、汽车进口增速有所改善，原油、铁矿砂、机床则受春节停工引致提前降低原材料库存影响而有所放缓。从国别看，对美进口同比增速跌幅走扩，对欧盟、日本等其他国家则有所回升，结合中方对美出口小幅回升判断，中美贸易摩擦对美国向中方出口影响更大。展望未来，尽管进口增速降幅有所收窄，但已连续两月同比为负，结合PMI新订单指标数据已连续两个月位于荣枯线以下可知，我国需求整体依然偏弱。但值得注意的是，于2月15日结束的第六轮中美经贸磋商就主要问题达成原则共识，本周中美双方领导人还将于华盛顿继续进行磋商。从习近平总书记会见美国贸易代表莱特希泽来看，中美经贸磋商达成一致性协议概率有所增加，中方极大概率将扩大自美进口，因而还需紧密跟踪本周中美谈判进程。

总的来看，本月出口增速超预期转正，进口跌幅有所收窄，贸易顺差同比大幅回升。但在全球经济增长动能放缓背景下，出口增速持续改善的状态恐难维持，PMI新订单指标与进口增速表明需求整体依然偏弱，未来贸易顺差仍将有所收窄。

图 1：进出口增速超预期回升


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：对各主要国家出口增速均回升


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：各类型产品出口增速均有回升


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：铜同比增速回升，原油、铁矿砂同比增速回落


资料来源：Wind，渤海证券研究所

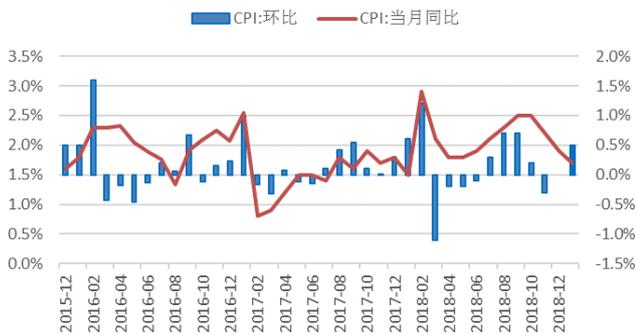
二、物价涨幅不及预期 未来还将小幅下行

CPI 方面，1 月 CPI 环比增长 0.5%，而同比增速回落至 1.7%，主要受食品项涨幅弱于季节性影响。具体来说，尽管节日临近使居民对食品项的消费有所增加，带动食品项环比上涨 1.6 个百分点，但这一涨幅相较往年依旧偏弱，拖累 CPI 同比增速回落 0.2 个百分点，亦表明国内整体需求水平仍然疲软。而食品项中，受部分地区生猪禁运解除导致供应增加影响，猪肉价格环比依旧回落，鲜果涨幅则弱于季节性。非食品项方面，交通通信受国内油价下跌影响环比延续回落态势，居住涨幅亦弱于季节性规律。展望未来，尽管受节日影响食品项环比增速仍将回升、非食品项增速在国内成品油调价影响下环比亦有望提振，但考虑到 2 月翘尾因素大幅回落及需求整体依然偏弱影响，预计 2 月 CPI 增速仍有回落压力。

PPI 方面，1 月 PPI 环比回落 0.6%，拖累同比增速回落 0.8 个百分点至 0.1%，石油、黑色金属价格下跌是主要拖累。具体来说，受环保限产力度趋弱及春节停工提前降低原材料库存影响，生产资料环比回落 0.8 个百分点，是拖累 PPI 增速的主要原因。其中，采掘、原材料、加工工业环比增速依然为负，石油、黑色、化工环比跌幅明显。生活资料各分项则涨跌互现，衣着环比上涨，食品、耐用消费品有所回落。展望未来，1 月 PMI 出厂价格及主要原材料购进价格仍处于收缩区间表明 PPI 环比仍有下滑压力，因而尽管 2 月翘尾因素略有抬升，但受新涨价

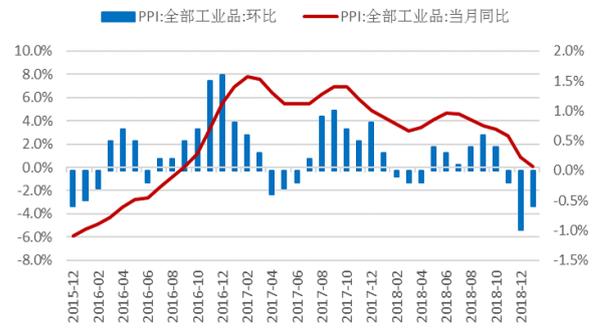
因素拖累影响，预计 2 月 PPI 增速仍将小幅回落。

图 5: CPI 环比涨幅弱于季节性，同比有所回落



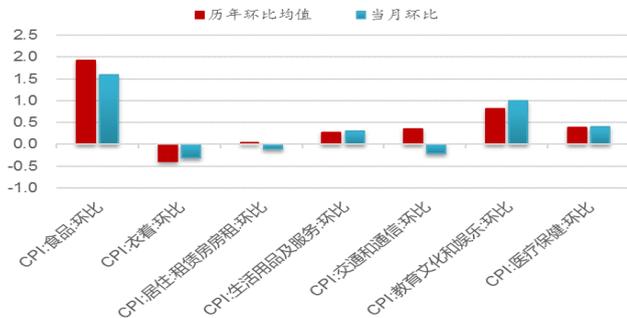
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: PPI 环比拖累同比大幅回落



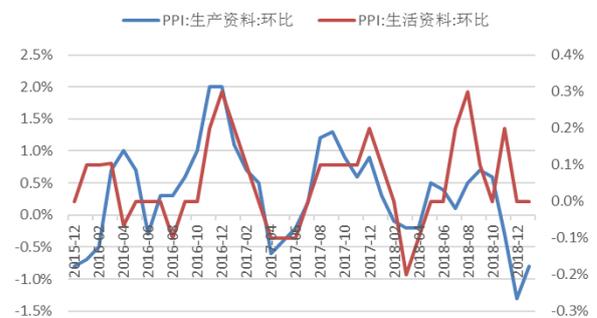
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 食品项是主要拖累



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 生产资料是拖累 PPI 增速主要原因



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

三、社融信贷大幅多增 M2 同比小幅反弹

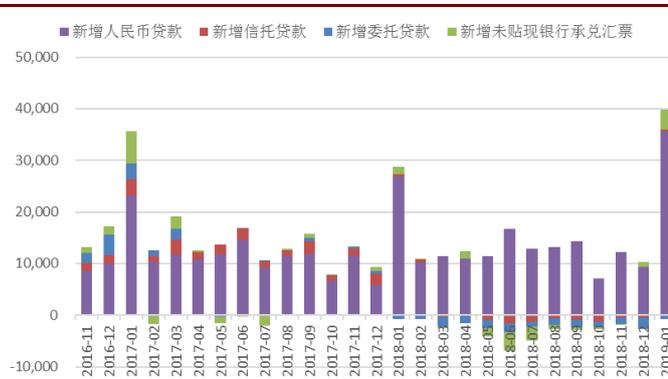
社融显著多增，M2 同比继续反弹，非标融资功能恢复，企业债券发行继续火热。在社融显著多增的情况下，存款增速却仍小幅回落，这主要源于春节取现对存款的影响，当月 M0 同比增长 17.2%，净投放现金 1.43 万亿元。正是存款结构的变化令 M2 同比回升的同时，M1 同比再度大幅回落，当月仅为 0.4%。随着春节后现金的回流，M0 将显著回落，且基数效应下，M1 同比将显著回升。此外，信用呵护政策的作用进一步显现，1 月非标融资合计增加 3423 亿元，一改持续为负的局面，2253 亿元的同比多增成为当月社融多增的重要贡献力量，其中未贴现银行承兑汇票的同比改善最为明显。与此同时，企业债券的发行持续火热，当月新增 4990 亿元，同比多增 3767 亿元，高等级债券发行利率的回落以及地方债集中发行成为最主要的推动力。

票据融资依旧火爆，中长期贷款仍非多增主力。票据融资延续了此前火爆的局面，尽管新增贷款中票据融资占比明显回落，而中长期贷款占比则显著提升，但是中长期贷款仍非当月贷款多增的主力，1 月新增票据融资、短期贷款和中长期贷款

分别多增，1993、4813 和 1759 亿元，而企业部门中长期贷款仅多增 700 亿元，相较于 4813 亿元的票据多增显然并不突出，终端需求不足对于信贷扩张的压制仍未明显改善。居民部门方面，其短期贷款出现少增，而中长期贷款则延续多增，面对房地产销售增速下行的制约，该部门贷款多增的局面将逐渐改观，2018 年居民部门信贷累计多增为 2300 亿元，较 2017 年的 8000 亿元多增规模已出现明显回落。

综上所述，信贷和社融多增的同时，企业中长期贷款增长虽有起色，但在票据融资大幅多增的映衬下则相对暗淡，信贷主动投放的迹象有增无减；与此同时，尽管居民部门信贷依旧多增，但是对比 2018 和 2017 年可见，年度累计的信贷多增已经明显回落，面对房地产销售的承压，居民部门信贷多增将在 2019 年进一步下降。需求不足对于信贷扩张的制约并未消除，加大财政刺激以呵护需求显然较加力货币宽松更能推动“稳增长”目标的实现，而且在实体需求无法有效激发的情况下，持续加力货币宽松必然带来金融市场的动荡。因此，我们坚持认为无论是 M2 还是社融增速都难以持续提升，流动性环境虽较 2018 年趋于宽松，但幅度在管控中必然受限。

图 9：信贷大幅多增



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：M2 同比回升，M1 同比大幅回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

四、上中下游跟踪

4.1 地产销售回落，汽车依然弱势

地产销售受春节错位影响大幅下滑，土地供应依旧低迷。地产销售面积受春节错位影响大幅回落，其中一、二线城市同比回落更为明显。土地供应、成交依然低迷，一二三线土地成交面积同比增速依然较低，土地投资增速持续走低与地产投资下行趋势相一致，目前来看地产投资仍将延续低迷。1 月第四周乘用车零售增速有所回落，批发增速略有反弹，但近四周乘用车零售批发同比仍下滑，因而汽

车零售、批发销量依然弱势，整体来看终端需求依旧偏弱。

4.2 中游价格涨跌互现，需求依然偏弱

钢铁方面，高炉开工率趋稳，螺纹钢、冷热轧板卷价格反弹，铁矿石指数因意外延续回升。水泥价格延续回落，华东、西北偏弱。化工方面，PTA 价格指数趋稳，PTA 开工率上扬，涤纶 POY 价格略有回落。总体而言，中游价格涨跌互现，中游需求总体依然较弱，经济仍存下行压力。

4.3 上游价格涨少跌多，需求有走弱迹象

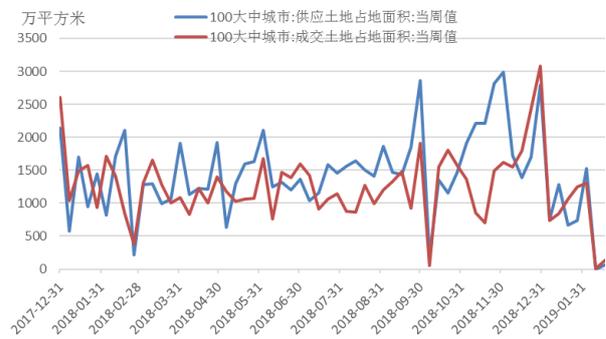
煤炭价格略有回升，六大发电集团日均耗煤量受节后复工影响有所回升，但同比稍显恶化，发电集团煤炭库存持续回升，秦皇岛港库存延续回落。有色方面，LME 铝、铜、锌价均下滑。原油价格有所回升。BDI、BCI 延续下滑，同比亦略有回落。总体而言，上游价格涨少跌多，需求有所转弱。

图 11: 一二三线成交面积均下滑



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 土地供应成交依旧低迷



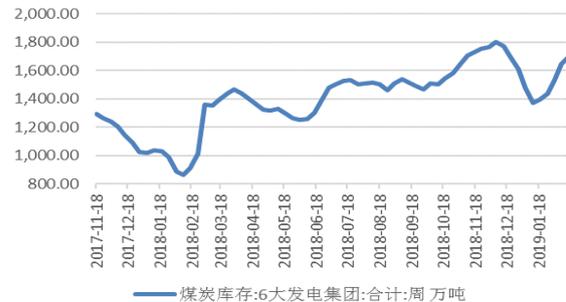
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 发电集团日均耗煤略有回升, 但同比稍显恶化



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 发电企业煤炭库存延续回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 秦皇岛港煤炭库存延续回落



图 16: 煤炭价格小幅提振



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_14133



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>