

宽信用在半途

报告摘要

● 1月社融与出口数据超预期,对基本面的判断是否需要修正?

我们认为,宽信用的实现是经济触底的关键,但目前信用改善离支撑经济企稳尚有距离:第一,M1增速持续走低,除了春节错位因素外,也可能与资金流向债务积压部门,使得融资用于借新还旧等有关。因此,即便社融高增,对生产和消费带动有限。第二,相较于社融存量,1月新增社融的占比并不算特别大,再考虑到存在大量表内外票据贡献,对经济的刺激作用不会显著强于历史平均水平。第三,由于2019年非标到期量进一步加大,即便监管缓和,收缩仍可能达到2万亿,信贷在融资需求下行周期中很难维持高增。因此,社融企稳已是不易,显著回升的可能性并不高。总体来看,今年上半年中国经济下行的大方向不会变化,但节奏可能好于之前市场预期。受此影响,在进一步数据验证基本面走势之前,债券在短期可能承受更大压力,而股票市场有望继续受益于风险偏好的提升。

● **实体经济:**原油价格继续回升缓解通缩压力,节后复工尚未全面开启,地产节后销售未见大的起色,供需两端仍处于偏弱格局,关注后续开工情况是否好于预期。**上游能源:**欧佩克产量下降,原油价格短暂横盘后回升,国内成品油价实现三连涨;煤炭价格集体回调,电厂库存攀升,节后复工尚未全面开启;美国零售数据意外大跌,联储货币政策转向预期推升金价至两周高位;淡水河谷供给危机仍在加剧,本周铁矿石价格继续上涨。**中游材料:**螺纹钢期货大幅回调,现货钢价指数继续上涨,社会库存连续6周回补,唐山高炉开工率延续回升态势。**下游地产:**节后第一周30城销售较节前一周环比下降,三线拖累较为明显;春节期间上海新房销售亮眼,但三四线返乡置业热度不高。**食品价格:**农产品价格延续回升势头,蔬菜和水果涨幅回落,猪肉价格结束三周环比负增;1月CPI同比增长1.7%,超季节性回落,食品价格涨幅不及预期折射消费需求乏力。

● **金融市场:**资金面延续宽松,政策重心仍在补充银行资本、提升放贷意愿。**货币市场:**央行净回笼超过1万亿,但节后现金回流有效对冲,资金面整体延续宽松。**债券市场:**周初,海外央行转鸽,推升国内降息预期,债券收益率走低,但后半周经济数据超预期,债券收益率震荡走高,短期债市或继续承压,利率下行空间有限。**人民币汇率:**本周美元强势,人民币小幅贬值;国内经济数据优异,中美谈判未现波折,人民币短期走势将取决于美元表现。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn



目录

一、实体经济：宽信用仍在半途.....	4
1、工业生产：发电耗煤春节后回升.....	4
2、上游价格：原油价格大幅走强.....	5
3、中游产品：钢铁社会库存超过去年同期.....	6
4、下游地产：节后市场复苏缓慢.....	6
5、食品价格：农产品价格继续回升.....	7
二、金融市场：流动性延续宽松.....	7
1、货币市场：货币市场利率先降后升.....	7
2、债券市场：国债收益率震荡走低.....	8
3、人民币汇率：强势美元压制人民币汇率.....	8

图表目录

图表 1：本周发电煤耗量环比回升	5
图表 2：本周南华工业品指数回调	5
图表 3：本周原油价格大幅走高	5
图表 4：本周煤炭期货价格集体回落	5
图表 5：本周铜铝集体走弱	6
图表 6：本周铁矿石价格继续强势	6
图表 7：本周螺纹钢价格大幅回调	6
图表 8：本周钢材社会库存加速累积	6
图表 9：本周 30 大中城市商品房成交环比回升	7
图表 10：上周 100 城土地供应面积环比下降	7
图表 11：本周农产品价格环比回升	7
图表 12：本周猪肉价格大幅回升	7
图表 13：本周货币市场利率先降后升	8
图表 14：本周同业存单发行利率回落	8
图表 15：本周十年期国债收益率下行	8
图表 16：本周国债长短端利差扩大	8
图表 17：本周人民币兑美元汇率升值	9
图表 18：本周 CFETS 人民币指数上升	9

一、实体经济：宽信用仍在半途

1、工业生产：发电耗煤节后回升

发电耗煤节后回升，工业品价格回调。本周六大发电集团日均耗煤量环比回升14%，春节之后季节性反弹（图表1）。本周南华工业品指数出现回调，环比回落1%（图表2）。1月下旬流通领域50种重要生产资料中，15种产品价格上涨，28种下降，7种持平，环比跌幅收窄至-0.42%。

本周公布的1月社融与出口数据表现亮眼，大超市场预期。此前市场倾向于认为上半年，特别是一季度，中国经济将面临较大下行压力。那么，站在这个时点上，如何判断未来的经济走势？我们认为，本轮短周期下行触底的关键是，宽信用的实现，进而带动投资与消费。综合各项数据看，**目前信用改善或许只是开始，离支撑经济企稳尚有距离。**

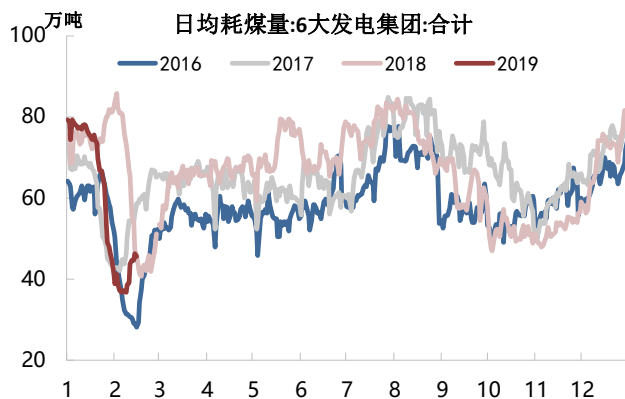
第一，M1增速持续走低，除去春节错位因素外，可能也与债务积压有关。1月社融与M2均大幅走高，唯独M1增速持续下降。除了春节错位、企业发放现金的因素之外，也可能与企业债务负担较重、获得融资用于偿还债务与利息有关。例如，广泛成立的民企纾困基金，一部分用于补仓缓解股票质押风险，这样就无法形成企业活期存款。如果新增融资大量流向债务积压的企业部门，则生产与消费的改善也将不明显。从这个角度看，需要进一步观察到M1增速的改善，才能确认宽信用开始生效。

第二，相较于存量规模，社融新增体量可能并不算大。即使不存在上面所说M1走低与企业债务积压问题，1月新增社融的相对体量也不算特别巨大。从1月新增社融规模占社融存量比重来看，在过去十年中，2019年只高于2012年、2015年、与2018年，并不处于特别高的水平。如果再考虑到融资结构中存在大量表内外票据的贡献，那么目前社融规模对经济的刺激作用可能不会显著强于历史平均水平。

第三，社融增速企稳已是不易，显著回升的可能性并不高。由于可能存在债务积压带来的抑制作用，同时1月单月社融新增体量也不算巨大，因此后续宽信用想要持续体现效果，可能还需要社融持续好转。由于2019年非标到期量进一步加大，即便监管尺度缓和，收缩规模仍可能达到2万亿，而在融资需求下降过程中，信贷维持高水平是有难度的。因此，社融企稳已是不易，显著回升的可能性并不高。

中国经济走弱的节奏可能好于预期，但下行大方向不会变化。今年春节期间电影、旅游、零售、餐饮等消费增速均低于市场预期。由于不存在春节错位因素，这些数据对于判断需求走势的借鉴意义可能更大。我们判断，上半年中国经济下行的大趋势仍然不会变化，但由于中美贸易摩擦缓解、融资环境改善、以及受环保政策放松等影响，今年三月开工可能快于去年，中国经济在一季度和上半年压力可能低于市场预期。

图表 1：本周发电煤耗量环比回升



图表 2：本周南华工业品指数回调



来源：Wind，莫尼塔研究

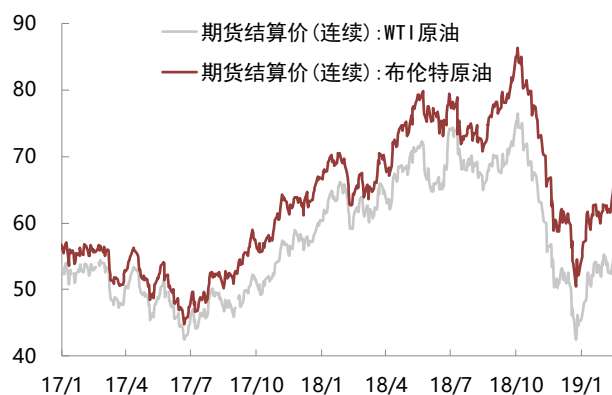
2、上游价格：原油价格大幅攀升

减产大幅推升油价。本周美油上涨5.8%报55.8美元/桶，布油上涨7.1%报66.4美元/桶，短期横盘震荡之后再度大幅走高（图表3）。据万得资讯，数据显示欧佩克原油产量下降，沙特据称也将削减更多原油产量，这是推升本周油价大涨的主要触发因素。国内成品油价“三连涨”，2月14日24时起，每吨汽油上调50元、每吨柴油上调50元，折合92号汽油每升上调0.04元。

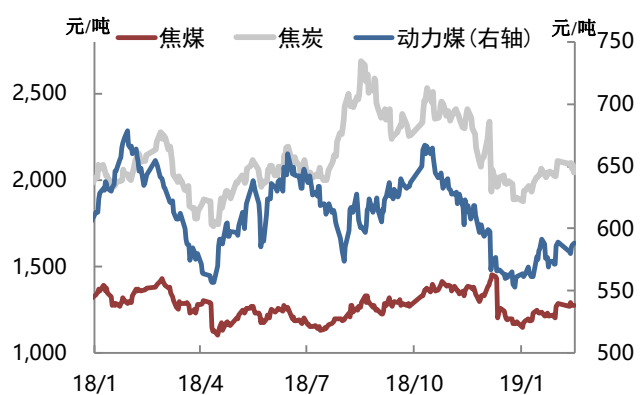
煤炭价格集体回调。本周国内焦煤、动力煤、焦炭期货价格分别下跌1.2%、-0.1%、3.3%，动力煤现货价格同步走低0.9%（图表4）。上下游库存出现分化，上游秦港库存下降1%，下游电厂库存上升3.8%。

金价跳升至两周高位。本周LME主要工业金属价格普遍下跌，铜价下跌0.46%，铝价下跌1.93%（图表5），铅、锌、镍跌幅均在2%以上。本周COMEX黄金上涨0.5%，金价跳升至两周高位，因近期美国经济数据疲弱，增强了美联储将暂停收紧货币政策的预期。铁矿石价格先扬后抑，本周累计仍上涨0.4%，淡水河谷供给影响仍在发酵（图表6）。

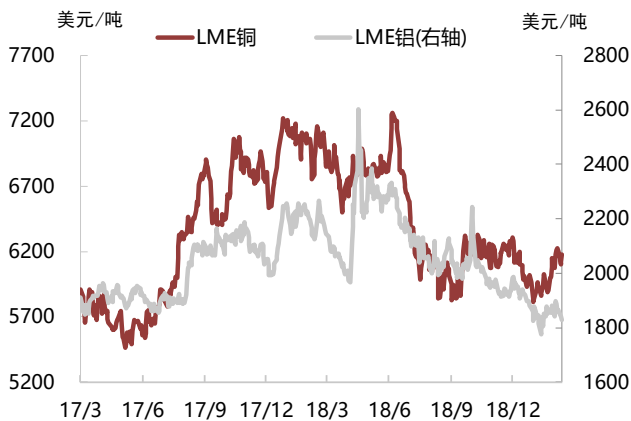
图表 3：本周原油价格大幅走高



图表 4：本周煤炭期货价格集体回落



图表 5：本周铜铝集体走弱



图表 6：本周铁矿石价格继续强势



来源：Wind，莫尼塔研究

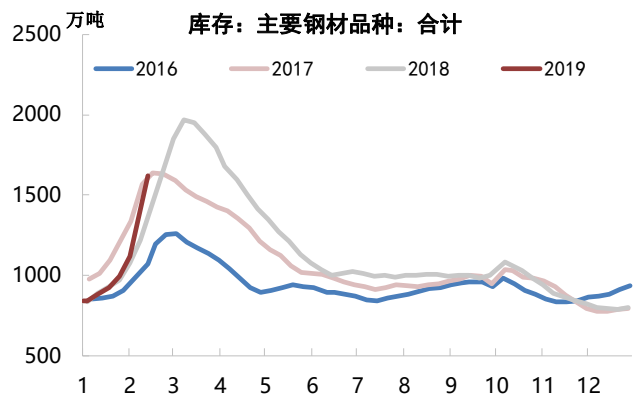
3、中游产品：钢铁社会库存超过去年同期

螺纹钢期货回调，社会库存大幅上升。本周螺纹钢期货价格环比下降4.98%，现货钢价指数上涨1.5%（图表7）；社会库存上升11.1%，连续6周延续回补趋势，且幅度超过去年同期（图表8）。本周全国钢厂高炉开工率下降0.14个百分点，其中唐山高炉开工率上升0.61个百分点，连续5周回升。本周水泥价格指数下降0.4%，玻璃价格指数下跌0.2%，跌幅均继续收窄。甲醇、PTA、沥青等期货价格均出现回调。短期来看，钢铁水泥等价格走势依赖节后复工情况。

图表 7：本周螺纹钢价格大幅回调



图表 8：本周钢材社会库存加速累积

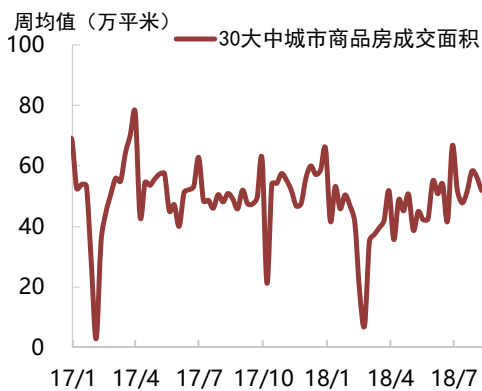


来源：Wind，莫尼塔研究

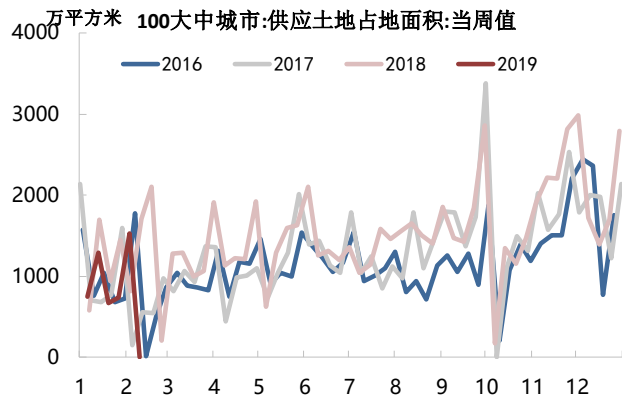
4、下游地产：节后市场复苏缓慢

节后第一周30城销售未见明显起色。本周30大中城市商品房成交面积21.58万平米，较春节前一周38.27万平米有所回落，其中，一线和二线城市销售相对较好，三线乏力（图表9）。春节期间100大中城市土地供应基本停滞（图表10）；十大城市现房可售面积持平前值，去化周期上升至48.2周，与春节前后销售季节性走低有关。中原地产数据显示，2月4日到2月10日，上海新建商品住宅成交3724平方米，比去年同期增加105%，而三四线农民工春节期间回乡置业热度不高。

图表 9：本周 30 大中城市商品房成交环比回升



图表 10：上周 100 城土地供应面积环比下降

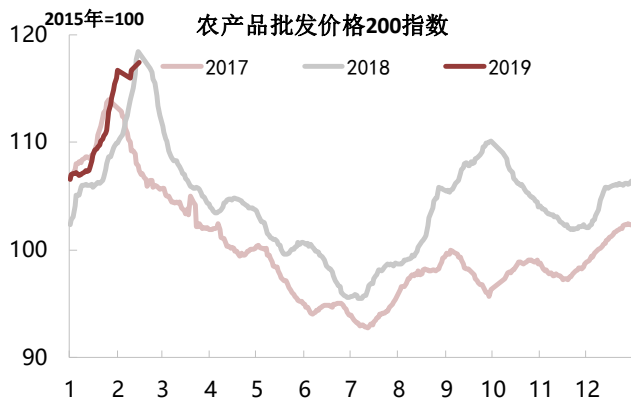


来源：Wind，莫尼塔研究

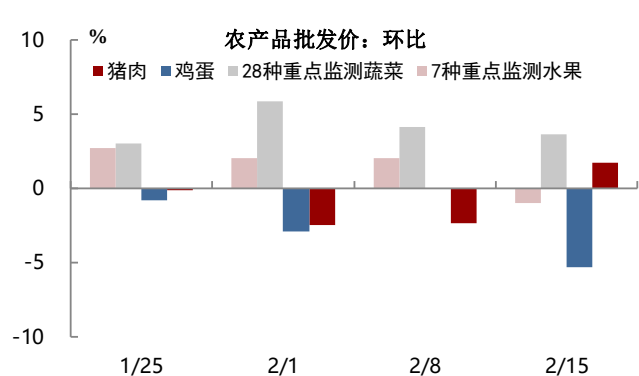
5、食品价格：农产品价格继续回升

农产品价格继续上行。本周农业部主要农产品200指数环比上升0.63%，延续回升势头（图表11）。其中，除了猪肉价格大幅回升外，蔬菜、水果等价格涨幅均有所回落（图表12）。2018年12月生猪与能繁母猪存栏环比下降3.7%与2.3%，降幅继续扩大，猪瘟疫情对供给的影响仍然存在。

图表 11：本周农产品价格环比回升



图表 12：本周猪肉价格大幅回升



来源：Wind，莫尼塔研究

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_14144

