

2019年02月18日

宏观研究

研究所

证券分析师:  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 对经济可以更乐观一点

### ——1月经济数据、事件综评

#### 事件:

#### 相关报告

《评《广西壮族自治区建设面向东盟的金融开放门户总体方案》: 金融开放春风来, 广西金融花当开》——2019-02-15

《1月贸易数据点评: 春节扭曲出口数据, 进口与内需关系值得关注》——2019-02-14

《1月PMI点评及经济数据展望: 短期经济下行压力比想象的略小》——2019-01-31

《孙国峰司长澄清CBS具体安排点评: CBS与宽信用的进展》——2019-01-29

《2018年4季度经济数据点评: 经济下滑符合预期》——2019-01-22

近期1月份社融数据的披露和中美贸易谈判的进展大体上验证了我们《山重水复到柳暗花明——2019年宏观经济展望》报告中的看法, 中国经济有望在2019年迎来转机。从目前的情况来看, 货币财政政策的转向有望逐步支撑经济, 而中美贸易谈判——如果能够达成协议——有望对于中国经济的短期和中长期都产生积极影响。我们认为投资者可以对经济更加乐观一点并维持中国经济二季度末三季度企稳的判断。

#### 投资要点:

- **领先指标企稳意义重大。**社融同比增速从去年12月的约9.8%大幅上升到10.4%, 方向上和我们的判断一致, 程度却超出了预期。承兑汇票和票据融资的较大贡献引发了一些关于中长期信贷需求不足的担忧, 但是我们认为即使是票据和汇票也对于实体经济的流动性有改善作用, 而如果把中长期贷款和债券融资放在一起看, 其存量的同比增速也并不差。事实上, 在此前的几轮货币与财政政策刺激过程中, 也都出现过票据融资余额同比大幅上升的现象。从历史经验上看, 社融企稳3到6个月后经济大概率出现企稳。
- **CPI与PPI双双低于预期无需过度担忧, 基建、消费对于短期经济的支撑作用不容忽视。**两个价格指数同时低于预期引发了一些关于通缩的担忧。我们认为CPI下行可能与猪肉、成品油价因为一些短期因素偏低有关, 从服务业CPI和核心CPI环比增长与历史上春节处于2月上旬的其它年份比较来看, 通缩的压力并不是非常高。尽管房地产数据偏弱, 地方政府债券的持续发行有望支撑基建, 而春节零售数据与2018年春节零售同比的差额也并不显著的大于去年年底社零同比增速与2018年一季度之差。在汽车零售有改善的情况下, 消费在2018年底的水平上继续显著下行的结论恐怕难以成立。
- **政策仍然积极、贸易谈判有望带来以开放促改革的契机。**近期财政政策与货币政策有望在减税降费、基建投资和民企、小微企业融资等方面持续对经济构成支撑。中美贸易谈判——如能达成协议——不仅仅带来短期对需求的支撑, 更有望推动中国的结构性改革。

**风险提示:** 国内需求大幅下滑, 政策扩张不及预期, 贸易战继续升级

## 领先指标企稳意义重大

1 月份经济数据中最引人瞩目的是社融数据同比的反弹。社融同比增速从去年 12 月的约 9.8% 大幅上升到 10.4%，显著超出市场一致预期。从历史经验上看，社融企稳一般会为三至六个月后经济的企稳奠定了良好基础。

从结构上看，对于实体经济贷款、承兑汇票和债券融资的大幅增长是推动社融反弹的主要原因。在人民币贷款内部，票据融资的显著上升、居民中长期贷款增速的企稳贡献比较大，企业中长期贷款的增长也算是中规中矩。

票据融资和债券融资余额同比增速上升反映出在央行持续货币宽松推动利率下行、财政部门也实施了相当刺激的环境下，信贷需求逐步被满足和激发的过程。

当然，市场对于承兑汇票和票据融资大幅扩张存有疑虑，担心有实体经济需求不足、银行冲量的因素。实际上，即使有银行中长期贷款需求不足冲量的因素，也会改善企业部门的资金状况。汇票是替代企业现金支付的支付工具，可以降低对于企业部门的资金占用。小企业拿到汇票再去银行贴现，也可以提前回笼资金，也反映出金融部门对于实体部门的支持。实际上，把企业中长期贷款和债券融资合并在一起看，其余额同比增速也已经出现了持续的回升。

从历史上看，2009 年以来我国进行过四轮主要的货币宽松和经济刺激（2009 年，2012 年初，2015 年，2019 年），都出现了票据融资余额率先大幅上升的现象。

图 1：票据融资余额同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

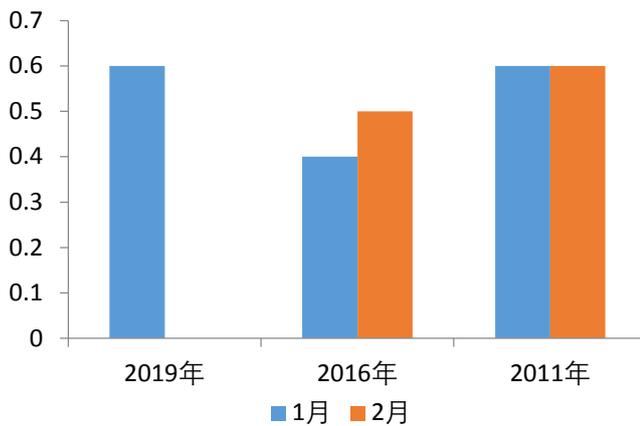
## 通缩压力不宜过度解读

1 月经济数据另一个比较引人瞩目的是 CPI 及 PPI 双双低于预期，引起了关于短期总需求疲软、通缩压力上升的讨论。总体而言，我们认为猪肉、成品油等一些特殊因素以及春节等方面的问题可能造成 CPI 同比偏低，实际的通缩压力可能小于市场的一致解读。

从 CPI 环比来看，猪肉价格和成品油价格不及预期是造成 CPI 不及预期的主要原因之一。考虑到 1 月其它肉类价格的涨幅符合季节性，猪肉价格的意外走弱可能主要与部分地区生猪禁运解除或者是猪瘟影响消费等因素有关系。此外，虽然布伦特原油在 1 月份出现了反弹，但是由于国内成品油调价略微滞后，导致一月成品油价格环比持续下行，拖累了 CPI。

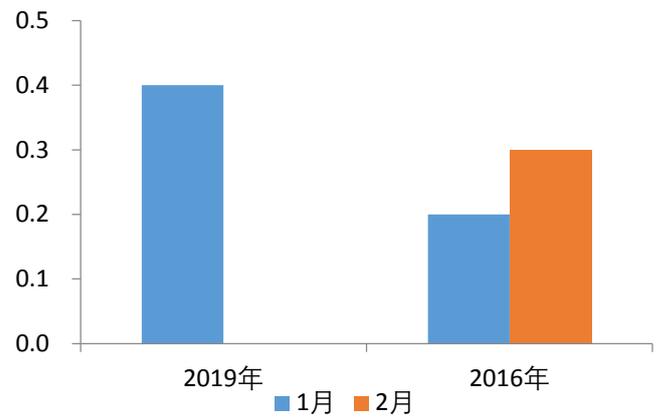
如果从剔除了能源和食品的核心 CPI 和与总需求关系更紧密的服务业 CPI 来看，与历史上春节同样处于 2 月上旬的年份如 2016 年和 2011 年相比，则 CPI 环比涨幅并不弱。例如，2019 年 1 月 CPI 服务业的环比与通胀较高的 2011 年持平，而显著的高于通胀处于低位的 2016 年。

图 2: CPI 服务业环比 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 核心 CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望未来，PPI 大概率会有一段时间进入到负区间。但是从 CPI 的角度看，通缩的压力可能没有市场解读的那么大。这或许说明短期总需求的情况可能略好于市场的一致预期。

### 短期需求仍有下滑，但是内需可能比市场的解读更好

由于春节的影响，1 月份国家统计局不公布主要的需求和工业生产的数据。从一些高频的数据和行业层面的数据来看，我们也认为短期总需求同比虽处于下滑之中，但是对于下滑的程度也不宜过度担忧（《短期经济下滑压力比想象的略小——1 月 PMI 数据点评》 2019 年 1 月 31 日）。

房地产可能是当前经济下滑的主要推动因素之一。无论是从 30 城房屋销售面积还是从一些龙头房企 1 月销售金额等指标来看，与 12 月相比都出现了明显的下滑。这中间当然可能因为春节错位存在一定影响，但是地产销售走弱的整体判断应该没有太大问题。与销售疲弱相对的是 100 城土地成交面积也出现了明显的负增长。

然而虽然房企销售不佳，但是融资方面的一些放松仍然有助于缓和房企的资金链的紧张状况。例如龙头房企的发债近期非常活跃，对于防范房地产市场的系统性风险有着积极作用——我们相信这也是政策的意图之一。

从其它的需求因素来看，目前看起来并不算太差。在地方政府债券提前发行的情况下，基建投资大概率维持反弹的态势。出口虽然有春节因素扰动的原因，但是仍然超了市场一致预期(《春节扭曲出口数据——1月贸易数据点评》2月14日)。实际上，从集装箱货运价格指数近期以来稳中有升的态势来看，即使海外经济有所放缓，但是市场似乎预计对于中国出口的冲击仍然是比较温和的。

2019年春节期间零售及餐饮企业销售额同比增长8.5%，不及去年同期的10.2%。被广泛的解读为消费持续下滑。但是用今年春节的数据与去年同期直接对比显然并不合适。中国社会消费品零售的名义同比在去年1季度达到9.8%左右的水平，此后就出现了明显的下滑，到12月份同比增速仅有8.2%。去年11、12月份与去年一季度相比社零名义值下滑为1.7和1.6%。

如果用今年春节期间的零售增速作为近期社零增速的代表，那么与去年同期相比，名义值也不过下滑了1.7%，与去年年底大体持平，消费增长未必仍在持续恶化。

实际上从乘联会汽车零售周度的高频数据来看，今年1月份汽车销量同比与去年四季度相比已经出现了好转。即使是春节错位对于1月后两周的汽车销售构成了扰动，从1月前两周的情况来看，汽车销量同比的改善也显得非常明显。我们预计伴随着减税和刺激消费等政策的持续推出，对于消费增长没有必要过度悲观。

## 未来政策仍将积极

我们注意到近期政策部门传来的信号仍然积极。财政政策有望通过基建投资和减税更进一步刺激经济，而货币政策也在疏通传导机制方面有新的进展。目前看起来，稳增长由于牵扯到稳就业，政府决心很强。我们预计政府将采取各种措施确保经济最终能够企稳，对于未来经济可以更加乐观一点。

国务院常务副总理近期视察了国家发改委和财政部。在发改委，国务院领导要求发改委进一步发挥好研究大战略、协调大政策、推进大项目、分析大趋势的作用。在财政部，国务院领导提出要实施更大规模的减税降费。

央行金融数据发布后的新闻发布会上也对市场关心的一些热点问题做了回应。央行认为货币政策传导边际改善推动了信贷和社融的扩张。虽然央行暗示2月份的社融和信贷可能会略有收缩，但是表示当前广义货币和社会融资规模整体属于“合理增长”，“与实体经济是匹配的”。从结构上看，近两个月以来，民营企业债券的发行同比大幅增长，中低信用评级的债券融资进一步改善。未来还会通过改革银行考核体系、降低贷款发放过程中对于抵押品的强制标准等措施支持民企和小微企业融资等措施进一步实现宽信用。

当然，最近有投资者对于降息产生了较高的预期，央行也暗示在实际贷款利率已经下行的过程中，没有必要直接调节存贷款基准利率降息。

## 中美贸易谈判是以开放促改革的契机

中美贸易谈判近期也传递出一些积极信号,有助于从短期和长期两个层面化解对于中国经济的担忧。我们维持对于中美审慎乐观的态度(《山重水复与柳暗花明——2019年中国宏观经济展望》2018年12月4日)。

短期而言,如果能够避免美国方面的关税上升到25%甚至取消此前加征的10%的关税,对于短期中国经济外需会有积极的作用。而且伴随着预期的改善,企业的资本支出和消费者的信心也都会有所恢复。

从中长期而言,如果能就结构性改革的事务达成一致,对于中国以开放促改革也会起到极其重要的意义,会改善中国经济的长期预期。

从目前的情况来看,中美双方可能在一些领域达成了共识:

- 双方高度重视知识产权保护和技术转让问题,同意进一步加强合作。
- 双方将采取有效措施推动中美贸易平衡化发展。中方将有力地扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口,满足中国经济高质量发展和人民美好生活需要。中国已开始进口美国大豆,并允许美国大米输华。
- 双方已就实施机制的框架和基本要点达成了原则共识,并将继续细化。
- 补贴方面,中国承诺结束对国企的“扭曲市场的补贴政策”。中方承诺将提供一份符合世界贸易组织(WTO)的报告要求的有关中央和地方政府所有补贴的完整清单。且承诺将采取措施,确保补贴不会违反WTO规则。

但是,双方的分歧仍然存在在一些领域,包括:

- 有些涉及中国国家制度、安全和意识形态的“结构性问题”是中方不能接受的。
- 以遏制强制技术转移及保护知识产权等细节问题上,谈判进展艰难。
- 如何实施结束“扭曲市场的补贴政策”等方面等缺乏细节
- 中国提出将在6年内增加2000亿美元美国半导体的采购,但美方怀疑中方实际动机是增强自身高科技产业。

从中国落实结构性改革的情况来看,其实近些年确实进展比较有限。许多改革的难关深深的嵌入到中国当前的体制之中,即使中国政府有意愿改革,也很难取得实质进展。

这种情况下,当然不能完全排除因为中方承诺缺乏细节或者难以监督谈判最终破裂的可能,但是大概率上,如果双方达成协议,中美双方达成一个可以对中国的政策实施实现有效监督——包括对于国有企业补贴等敏感议题——对于中国的长期改革开放和经济增长都会产生非常深远的影响。

从谈判的进展来看，有可能双方在 3 月 1 日前结束谈判；也存在在本轮华盛顿会谈之后宣布中美元首会晤，美方把最终加征关税的日期放在中美元首会晤之后，由中美元首最终拍板贸易协定的可能。

**风险提示：**国内需求大幅下滑，政策扩张不达预期，贸易战继续升级

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\\_14166](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14166)

