

1月经济金融数据暂不能说明经济企稳

——宏观经济周度观察第77期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

● 票据融资的积极作用

1月天量信贷、社融增量以及回升的社融存量增速一定程度上受季节因素影响，银行出于早放贷早收益的心理，一般1月信贷投放往往放量，对宏观经济形势不确定性以及未来贷款利率逐渐下行的担忧可能也是2019年1月信贷显著放量的原因。从信贷结构上看，最能体现信贷支持实体经济的企业中长期贷款同比只多增700亿元，由于房贷利率迎来拐点，在商品房销售增速放缓的情况下，银行加快投放居民中长期贷款。从社融结构来看，票据和企业债券融资是社融增量超预期的主要推手，这与当前货币宽松带来的低利率环境有关。票据冲量的原因有银行信贷额度充足但风险偏好不高、企业套利、央行通过再贴现引导银行加大对小微与民企的融资支持力度、银行完成考核目标等，但积极的方面在于：第一，表外票据冲量带动非标增量转正，加大了对信贷获取难度较大的民企的融资支持，《关于加强金融服务民营企业的若干意见》进一步强调这一点，同时票据显著增多也侧面反映出企业贷款需求还未到达明显收缩的地步；第二，票据风险低于一般企业贷款，降低银行自身承担的风险；第三，票据融资是短期的，未来企业融资需求回升时，银行可以快速收缩票据融资，这样银行就可以有足够的一般企业贷款额度可以使用。低利率环境下，企业债券融资恢复，主要集中于基建和地产。单月的社融存量增速的反弹不能说明拐点已至，由于银行提前投放贷款的意愿可能强于往年，因此还需要进一步观察社融增速反弹的持续性，但随着宽信用政策的进一步出台，社融增速大幅下滑的可能性较小，整体而言，2019年社融增速有望企稳，按照经验规律，经济企稳可能出现在下半年，同时，表外融资的扩张是对过去非标“一刀切”的修复，非标实际上是市场对信贷扭曲的纠正，不应该“一刀切”，非标融资尤其是信托贷款与委托贷款扩张是一个积极的信号，企业融资最困难的阶段可能正在过去。

● 出口增速存在预期差

出口受春节因素干扰，显著高于预期的出口增速是对外需过度悲观的修复。市场对于2019年出口增速低位运行存在一致预期，存在三个预期差使得出口可能没那么差：一是2019年全球经济增速可能并非大幅回落，尤其是美国经济从过热向均衡收敛，实际经济增速依然能维持较高的水平；二是中国出口退税政策的对冲作用；三是中美双方经贸关系有望迎来缓和期。

● 需要关注的两个风险

有两个潜在风险需要关注：第一，通缩对就业的影响，尤其是对上游与国企的影响。第二，民企加杠杆可能带来的风险。

● 风险提示：经济过快下行；政策落实不及预期

相关报告

逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

宏观报告：盘点2018年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第72期

2019-1-1

目 录

1、 1月经济金融数据暂不能说明经济企稳.....	3
1.1、 票据融资的积极作用	3
1.2、 出口增速存在预期差	3
1.3、 需要关注的两个风险	4
2、 一周高频数据观察.....	5
2.1、 高炉开工率回落	5
2.2、 钢价下跌	5
2.3、 蔬菜、猪肉、原油价格上涨	6
2.4、 央行暂停逆回购投放	6
2.5、 商品房销售同比降幅收窄	7
2.6、 美元指数上涨，人民币汇率贬值	7
3、 本周主要关注点（2019.2.18-2019.2.24）	8

图表目录

图 1: 通缩对就业的影响 (%)	4
图 2: 高炉开工率回落 (%)	5
图 3: 螺纹钢期货价下跌 (元/吨)	5
图 4: 猪肉价格上涨.....	6
图 5: 原油价格上涨 (美元/桶)	6
图 6: 30大中城市商品房销售增速回升 (%)	7
图 7: 商品房存销比上升 (%)	7
图 8: 美元指数上涨.....	8
图 9: 人民币贬值.....	8
表 1: 央行公开市场操作 (2019.2.11-2.15)	7

1、1月经济金融数据暂不能说明经济企稳

整体来看，2019年1月数据暂不能说明经济企稳，但也侧面反映短期内经济不会失速下滑。需要关注通缩对失业的影响以及民企加杠杆可能带来的风险。

1.1、票据融资的积极作用

1月天量信贷、社融增量以及回升的社融存量增速一定程度上受季节因素影响，银行出于早放贷早收益的心理，一般1月信贷投放往往放量，对宏观经济形势不确定性以及未来贷款利率逐渐下行的担忧可能也是2019年1月信贷显著放量的原因。从信贷结构上看，最能体现信贷支持实体经济的企业中长期贷款同比只多增700亿元，由于房贷利率迎来拐点，在商品房销售增速放缓的情况下，银行加快投放居民中长期贷款。从社融结构来看，票据和企业债券融资是社融增量超预期的重要推手，这与当前货币宽松带来的低利率环境有关。票据冲量的原因有银行信贷额度充足但风险偏好不高、企业套利、央行通过再贴现引导银行加大对小微与民企的融资支持力度、银行完成考核目标等，但积极的方面在于：第一，表外票据冲量带动非标增量转正，加大了对信贷获取难度较大的民企的融资支持，《关于加强金融服务民营企业的若干意见》进一步强调这一点，同时票据显著增多也侧面反映出企业贷款需求还未到达明显收缩的地步；第二，票据风险低于一般企业贷款，降低银行自身承担的风险；第三，票据融资是短期的，未来企业融资需求回升时，银行可以快速收缩票据融资，这样银行就可以有足够的一般企业贷款额度可以使用。低利率环境下，企业债券融资恢复，主要集中于基建和地产。单月的社融存量增速的反弹不能说明拐点已至，由于银行提前投放贷款的意愿可能强于往年，因此还需要进一步观察社融增速反弹的持续性，但随着宽信用政策的进一步出台，社融增速大幅下滑的可能性较小，整体而言，2019年社融增速有望企稳，按照经验规律，经济企稳可能出现在下半年，同时，表外融资的扩张是对过去非标“一刀切”的修复，非标实际上是市场对信贷扭曲的纠正，不应该“一刀切”，非标融资尤其是信托贷款与委托贷款扩张是一个积极的信号，企业融资最困难的阶段可能正在过去。

1月M2余额同比增长8.4%，增速较上月提升0.3个百分点，其原因是信贷和企业债券融资同比多增，同时，银行自营非标规模可能扩张，也拉升了M2同比增速。

1月M1同比增速继续下降，与社融增速背离，主要受到春节错位影响，2019年春节在2月初，部分企业给员工发放年终奖金，企业活性存款转换成居民存款，1月企业存款增量为过去10年同期最高，而2018年春节位于月中，这个效应被2月分摊，转换为居民存款的企业活性存款相对少一些，从而导致M1增速继续下降。本轮M1同比增速持续下滑的最主要原因是信用收缩导致企业存款显著减少，随着春节效应退去与宽信用政策的进一步落地，未来M1增速或随社融增速企稳，这有利于权益类资产的修复。

1.2、出口增速存在预期差

出口受春节因素干扰，显著高于预期的出口增速是对外需过度悲观的修复。市场对于2019年出口增速低位运行存在一致预期，存在三个预期差使得出口可能没那么差：一是2019年全球经济增速可能并非大幅回落，尤其是美国经济从过热向均衡收敛，实际经济增速依然能维持较高的水平；二是中国出口退税政策的对冲作

用；三是中美双方经贸关系有望迎来缓和期。

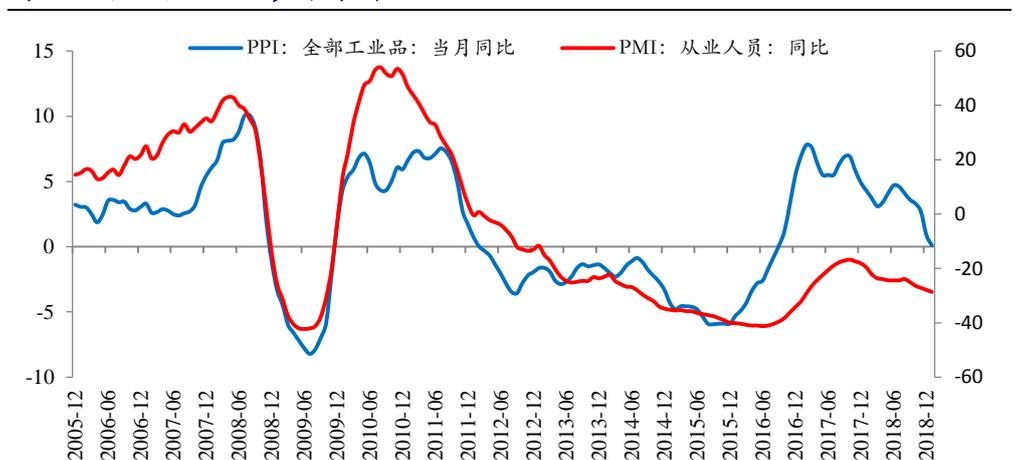
1.3、需要关注的两个风险

有两个潜在风险需要关注：

第一，通缩对就业的影响。PPI 同比增速与 PMI 从业人员同比增速走势较为一致，通缩时期 PMI 从业人员同比增速为负，通缩影响企业盈利，进而导致工资下降、收入减少、失业增多。工业品通缩，受影响最大的是上游行业，1 月通胀数据表明上游原材料行业已经进入通缩，下游行业则会受益于原材料成本降低，利润分配向下游行业倾斜，进而导致上游行业失业现象要多于下游，例如上一轮通缩时期，采矿业职工人数降幅要超过制造业、电力燃气及水的生产和供应业。由于国企以上游行业居多，在通缩时期，国企利润增速往往跑输民营企业，国企员工失业一般属于被动失业，收入和福利下降，可能会降低他们的消费意愿。短期最根本的应对之策就是依靠积极财政政策稳增长，防范深度通缩，稳住就业。

第二，民企加杠杆可能带来的风险。去杠杆最剧烈的阶段已经过去，经济要发展，还需要加杠杆，这一轮加杠杆的主体主要是地方政府与民营企业，一方面，为了应对基建投资断崖式下跌，地方专项债额度大幅增加，未来监管对非标可能也会有所放松，以保证地方平台合理融资需求；另一方面，不走基建、地产强刺激的老路，政策不断加大民营企业融资支持力度，以修复去杠杆对一些民营企业的“错杀”，从最近几个月金融数据来看，民营企业的融资环境虽然难言反转但确实有所改善。中办、国办在 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》，核心在于解决融资分层问题，很多政策具有针对性，例如，《意见》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。不过从历次宽信用来看，民营企业加杠杆更多依赖非标和股权融资，对民营企业放贷的风险是客观存在的，银行如果不能完善信贷的风险定价机制，那么一旦企业无序举债，其风险将会转移到银行，因此，宽信用不是一蹴而就，防范系统性金融风险仍然重要。长期来看，借助资本市场积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资可能更加符合未来的趋势，股权融资可以通过资源配置、价值发现、风险分担等功能，弥补传统信贷的不足，同时也有利于中国经济转型，因为未来经济转型更多地依赖生产服务型、创新型的企业，这些企业融资的体量较小、不确定性大，银行对其风险偏好不高，但资本市场能满足这些企业的融资需求。

图1：通缩对就业的影响（%）



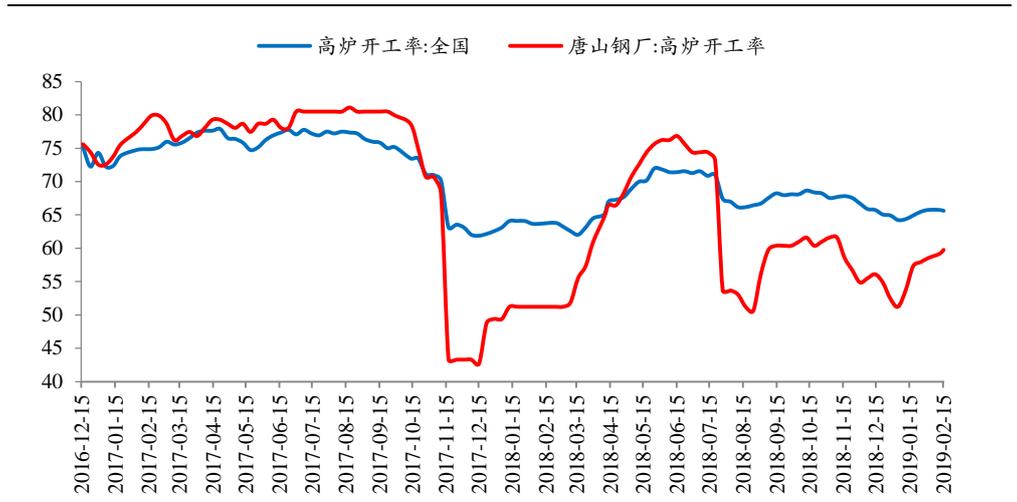
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：PMI 同比通过环比累乘法得到

2、一周高频数据观察

2.1、高炉开工率回落

上周(2019年2月9日-2019年2月15日,下同),生产指标涨跌互现,根据Mysteel的数据,上周短流程企业持续停产检修状态,长流程钢厂陆续执行短期检修计划,全国高炉开工率回落0.2%至65.61%;焦化企业开工率提升1.26%至79%;节后企业逐渐复工,用电需求上升,6大发电集团日均耗煤量增加14.1%至43.1万吨。

图2: 高炉开工率回落(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2、钢价下跌

上周,节后钢厂库存快速累积,一周增加11.1%,同时,前期暴涨的铁矿石价格下跌。螺纹钢期货价收跌2.7%,持仓量上升3.1%。当前焦化企业焦炭库存处于66.03万吨的高位,市场供过于求,焦炭期货价一周下跌0.96%。

图3: 螺纹钢期货价下跌(元/吨)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.3、蔬菜、猪肉、原油价格上涨

上周，28种重点监测蔬菜价格一周上涨3.63%，涨幅低于前值（4.18%）。养殖户赶在春节前加快出栏，节后市场供给过剩已经缓解，猪肉平均批发价上涨至18.52元/公斤，一周上涨1.75%；全国猪粮比价降至6.02:1，低于前值（6.1:1）。市场对中美贸易谈判预期乐观，同时，OPEC最新公布的月报显示，该组织成员国1月份的日均原油产量下降79.7万桶，WTI原油价格收涨5.4%，布伦特原油价格收涨6.7%。

图4：猪肉价格上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：原油价格上涨 (美元/桶)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、央行暂停逆回购投放

上周，考虑到现金回笼与央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于较高水平，央行暂停逆回购操作，一周累计净回笼10635亿元。尽管上周周央行连续回笼资金，资金面从较高水平回到合理充裕，从市场表现看，货币市场利率继续走低。

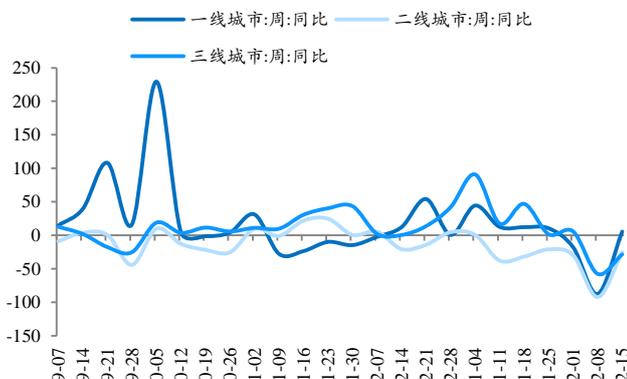
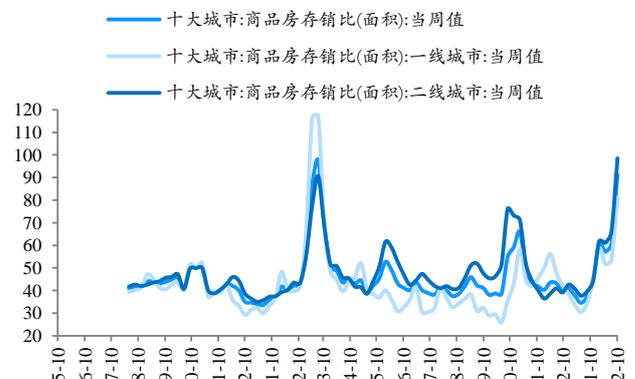
表1：央行公开市场操作（2019.2.11-2.15）

日期	央行公告
2月11日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响，2019年2月11日不开展逆回购操作。
2月12日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于较高水平，2019年2月12日不开展逆回购操作。
2月13日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收MLF到期和央行逆回购到期等因素的影响，2019年2月13日不开展逆回购操作。人民银行于本周三（2月13日）通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，以利率招标方式发行了2019年第一期和第二期央行票据。
2月14日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于较高水平，2019年2月14日不开展逆回购操作。
2月15日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期、金融机构缴存法定存款准备金等因素对冲后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2019年2月15日不开展逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

2.5、商品房销售同比降幅收窄

上周，30大中城市商品房销售面积同比减少23.7%，降幅较前值（-81.6%）收窄，一线城市商品房销售面积同比增速由负转正（5.5%），二三线城市商品房销售面积同比降幅较前值（-92.3%、57.6%）显著收窄。受春节假期影响，商品房库存去化放缓，十大城市商品房存销比从60.6%上升至91.2%。

图6：30大中城市商品房销售增速回升（%）**图7：商品房存销比上升（%）**

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_14184

