

社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期

- **短期经济下行压力依然存在。**从先导指标以及高频数据来看，短期经济下行压力依然存在。1 月中采和财新制造业 PMI 均弱势运行，特别是财新 PMI，出现了明显回落，创下 16 年初以来的新低。而高频数据显示供需依然延续弱势，1 月六大发电集团耗煤量同比跌幅有所扩大，部分由于春节错位因素，部分也反映生产继续偏弱的情况（图 1）。而房地产销售同样在延续弱势。经济在供需两个层面呈现出继续走弱的情况。
- **稳增长将成为未来一段时间政策主线，经济走弱推动稳增长压力加速出台。**习近平总书记在新春团拜会发言中强调了建成小康社会的目标，因而未来两年经济增速需要保证 2020 年经济较 2010 年翻一番目标的达成，即未来两年经济增速不低于 6.15%，经济增长底线明确。随着经济下行压力的加大，稳增长压力明显上升。近期稳增长政策密集发力，同时对此前政策进行了一定程度的修改，呈现出柔性化管控的趋势。去年年底开始财政政策显著发力，18 年 12 月财政赤字同比多增 5186 亿元，推动预算内财政支出明显增加，特别是针对基建方面财政支出增加最为明显。同时，1 月开始，地方政府债集中发行，当月合计发行地方债 4180 亿元，新增专项债券 1412 亿元。如果提前下发的额度在 1 季度发行完毕，2、3 月份还需要合计发行 1 万亿元左右地方政府债，6700 亿元左右专项政府债。货币政策将延续 18 年中以来的持续宽松态势，继续保持短端利率低位平稳，疏通货币政策传导渠道。央行近期对非标融资进行了柔性化表态，表示正在制定标准化债权类资产的认定办法，为非标转标给予机制安排。央行官员关注到此类问题，并对此表态出现松动，预示着未来政策可能向更为务实，相对缓和的方向转变。我们预计央行可能将出台相对温和的过渡期方案，以降低资管新规实施对实体经济融资的冲击，改善实体经济信用供给。
- **政策发力将推动社融增速触底回升，托底经济增长。**随着政策持续发力，社融增速有望触底回升。短端利率持续低位将推升票据融资，进而推高信贷增速（图 5）。而利率下行增加债券融资规模，1 月信用债融资继续保持较高水平（图 3）。同时，由于额度提前下发，1 月地方政府债开始提前发行，同比出现多增（图 4）。叠加表外融资管控柔性化，社融增速将出现触底回升态势。我们预计 1 月份新增社融将达到 3.65 万亿元，同比增速也将较上月小幅回升 0.1 个百分点至 9.9%。未来政策持续发力将推升社融同比逐步回升（图 6），这将对经济产生有效托底作用，因而经济实际情况可能不如预期那么悲观，下行速度或低于预期。
- **社融触底回升与经济下行低于预期或带来债市短期调整风险，但调整空间有限。**宽松政策持续发力推动社融触底回升，以及经济下行速度低于预期将修复对经济过度悲观的预期，这将对债市带来短期调整压力，因而未来一段时间债市可能出现短期调整行情。但另一方面，经济并未有效企稳，宽松政策效果并不稳固，在这种情况下，宽松政策则难以出现回撤。货币政策将持续保持宽松态势，因而短端利率保持低水平的情况不会改变，这将为长端利率构造安全边际。我们预计 10 年期国债利率将继续在 3.0%-3.3% 区间内震荡运行。
- **风险提示：**经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

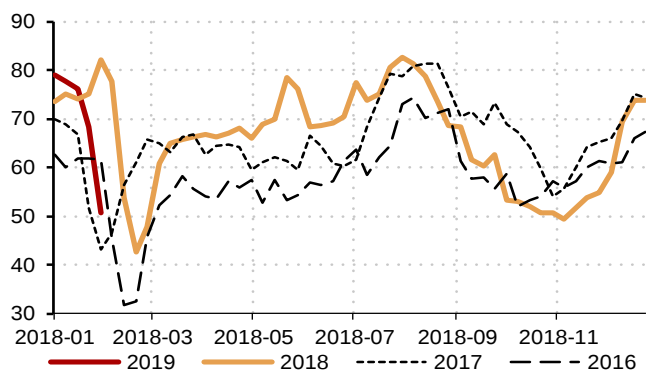
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 春节国内外经济与资本市场状况述评 (2019-02-10)
2. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化 (2019-01-28)
3. 政策努力疏通传导渠道，债市延续震荡态势 (2019-01-27)
4. 对央票互换工具的几点理解与看法 (2019-01-25)
5. 从预算与实际赤字差看财政空间 (2019-01-24)
6. 短期与长期的“灰犀牛” (2019-01-22)
7. 稳增长政策继续结构性发力 (2019-01-20)
8. 社融进入回升通道，但改善亦步亦趋 (2019-01-16)
9. 外贸形势严峻，呼唤更为有效的稳增长政策 (2019-01-15)
10. 是美元驱动油价，还是油价驱动美元？——全球央行追踪第 5 期 (2019-01-14)

图 1：考虑到春节因素，生产面呈现弱势平稳状态

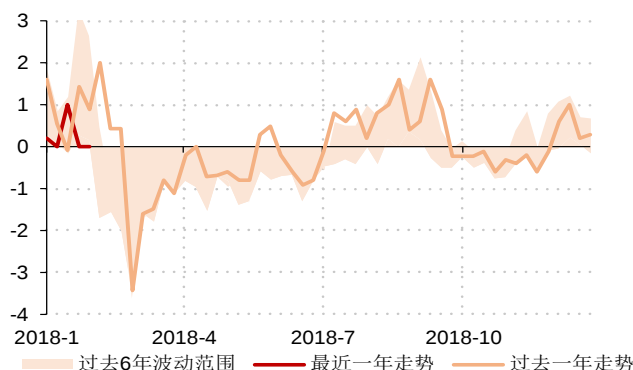
六大发电集团日均耗煤量，万吨



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：食品价格延续弱势，通胀压力平稳

商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



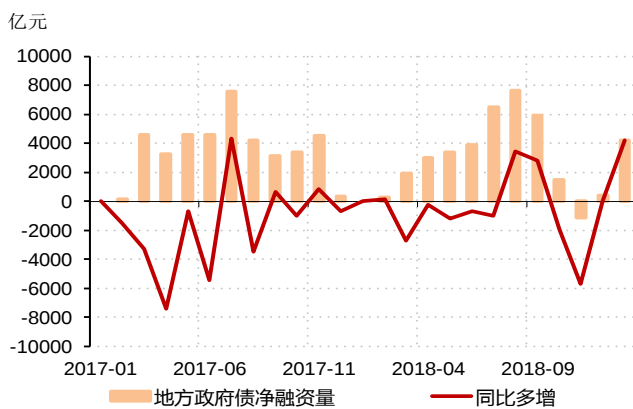
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：利率下行持续推动债券融资高位运行



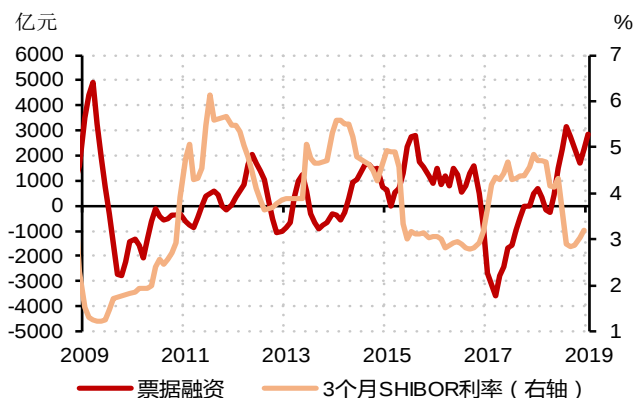
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：地方债发行开始放量



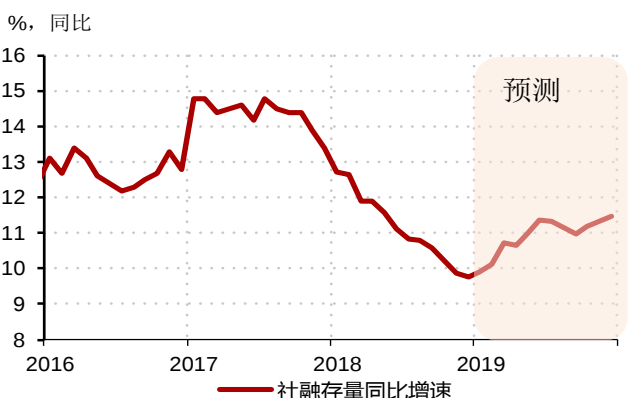
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：利率下行将推升票据融资



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：社融增速可能在 19 年小幅企稳回升



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2017-12	2018-1	2018-2	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1F	2019-2F	预测误差及修正		市场预期	
													2018-12F	2019-1F	2019-1F	2019-2F
CPI	同比%	1.8	1.5	2.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	2.0	1.8	0.3	-0.7	1.9	1.7
PPI	同比%	4.9	4.3	3.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.2	0.2	0.7	-0.9	0.3	
工业增加值实际增速/1	同比%	6.2		7.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.5	-0.2			
固定资产投资名义增速/1	同比%	7.2		7.9	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		5.1	-0.1			
消费品零售名义增速/1	同比%	9.4		9.7	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	0.4			
新增人民币贷款	亿人民币	5844	29000	8393	14500	12800	13800	6970	12500	10800	30500	9000	-3300	500.0	30456	
社会融资总额	亿人民币	15865	30673	11854	12161	19286	22054	7288	15191	15898	36500	13500	-3898	3500.0		
M2增速	同比%	8.2	8.6	8.8	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.2	8.3	-0.2	0.2	8.2	
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速（美元计价）	同比%	10.9	11.1	44.5	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	5.0	-15.0	8.4	2.5	-1.0	
进口名义增速（美元计价）	同比%	4.5	36.8	6.3	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-5.0	-10.0	12.6	-5.0	-7.6	
贸易顺差	亿美元	546.9	203.5	337.4	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	555.5	376.0	-28.3	322.0	285.4	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.53	6.33	6.33	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.80	6.80	0.03	-0.10	6.85	6.70
存款准备金率（月末值）	%	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	0.0	-0.5		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1, 2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3F	18Q4F	19Q1F	预测误差及调整	
															18Q3F	18Q4F
GDP同比增速	同比%	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.3	6.3	-0.1	0.0
CPI（季度平均）	同比%	2.1	2.1	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.3	2.3	-0.3	-0.3
PPI（季度平均）	同比%	-4.8	-2.9	-0.8	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.5	1.1	-0.5	-1.2
工业增加值实际增速	同比%	5.9	6.1	6.1	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.6	5.4	0.0	-0.2
固定资产投资名义增速	同比%	10.7	9.0	8.1	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.8	5.2	0.3	0.0
消费品零售名义增速	同比%	10.3	10.2	10.6	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.4	8.3	-0.7	-0.7
新增人民币贷款	万亿人民币	4.6	2.9	2.6	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	2.7	5.0	0.0	0.0
M2增速（季末值）	同比%	13.4	11.8	11.5	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	7.9	8.1	-0.2	0.0
一年期定存（季末值）	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.00
出口名义增速（美元计价）	同比%	-8.4	-3.8	-6.1	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	8.3	2.5	-0.2	-2.5
进口名义增速（美元计价）	同比%	-13.5	-6.6	-4.3	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	9.8	0.0	1.7	-3.0
贸易顺差	十亿美元	103.8	142.4	144.3	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	133.0	58.5	11.0	1.3
人民币兑美元汇率（季末值）	人民币/美元	6.46	6.63	6.68	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.85	6.90	-0.14	0.00
存款准备金率（季末值）	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	0.5	0.5

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 3：西南证券年度宏观数据预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
GDP同比(%)	9.6	9.2	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7	6.9	6.5	6.2
第一产业	5.2	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	3.9	3.5	3.4
第二产业	9.8	10.1	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	6.0	6.1	6.1	5.8	5.1
第三产业	10.5	9.5	9.7	9.5	8.0	8.3	7.8	8.3	7.8	8.0	7.6	7.5
支出法各项对GDP增长贡献(%)												
消费	4.3	5.2	4.9	6.0	4.3	3.7	3.8	4.6	4.3	4.1	5.0	4.5
投资	5.0	7.9	6.9	4.2	3.2	4.2	3.4	1.7	2.8	2.2	2.1	1.9
净出口	0.3	-3.9	-1.2	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.6	-0.5	0.6	-0.6	-0.2
物价(同比, %)												
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
食品CPI	14.3	0.8	7.2	11.8	4.8	4.7	3.1	2.3	4.6	-1.4	1.8	1.8
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.5	0.4
GDP平减指数	7.8	-0.1	7.0	8.1	2.4	2.2	0.8	-0.5	1.2	4.3	3.1	1.5
工业增加值(同比, %)	9.9	8.8	12.6	10.8	7.9	7.6	6.9	6.0	6.0	6.6	6.3	5.3
工业企业利润(同比, %)	12.5	13.0	53.6	25.4	5.3	12.2	3.3	-1.5	8.5	21.0	10.3	0.0
社会零售总额(同比, %)	21.6	15.5	18.4	17.1	14.3	13.1	12.0	10.5	10.4	10.2	9.0	8.2
投资(同比, %)												
固定资产投资	26.6	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.3	8.1	7.2	5.9	5.2
制造业	30.7	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.0	4.2	4.8	9.5	6.0
基础设施	22.7	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	18.2	15.7	14.9	0.5	9.0
房地产	25.5	20.1	33.6	29.7	22.1	20.3	11.1	3.1	6.9	7.0	9.5	3.0
房地产(同比, %)												
房地产销售面积	-19.7	43.6	10.1	4.9	1.8	17.3	-7.6	7.0	22.5	7.7	1.3	-7.0
对外贸易												
货物出口同比(%)	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	-2.5	-7.7	7.9	9.9	-0.1
货物进口同比(%)	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	-15.0	-5.5	15.9	16.0	-2.5
货物顺差(十亿美元)	298.1	195.7	181.5	154.9	230.3	259.0	383.1	618.4	510.8	422.5	351.8	404.5
国际收支												
经常项目占GDP比例(%)	9.2	4.8	3.9	1.8	2.5	1.6	2.1	3.9	1.9	1.1	0.8	0.5
财政												
财政收入(同比, %)	19.5	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	8.4	4.5	7.4	6.2	2.0
财政支出(同比, %)	25.7	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	15.8	6.4	7.7	8.7	2.0
财政收支差额(十亿元)	-35.4	-950.0	-1000.0	-850.0	-800.0	-1200.0	-1350.0	-1620.0	-2180.0	-2380.0	-2690.0	-2880.0
财政收支差额/GDP(%)	-0.1	-2.7	-2.4	-1.8	-1.5	-2.0	-2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
货币信贷												
M2同比(%)	17.8	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.2	8.1	8.8
信贷总额(十亿元)	4903.6	9576.9	7923.5	7480.7	8203.6	8891.6	9781.3	11719.9	12645.9	13530.0	16166.3	16700.0
社会融资总额(十亿元)	6980.4	13910.5	14019.1	12828.6	15763.2	17316.8	16413.3	15408.6	17802.3	20400.9	19258.3	21000.0
新增外汇占款(十亿元)	4005.4	2468.1	3268.3	2779.2	494.6	2777.0	778.7	-2823.2	-2911.3	-400.0	-223.2	0.0
利率与存准率(%)												
1年期存款利率	2.25	2.25	2.75	3.50	3.00	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
汇率												
人民币兑美元汇率	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.20	6.14	6.49	6.95	6.53	6.87	6.80
名义有效汇率指数(2010=100)	96.4	100.7	100.0	102.6	108.7	115.5	118.2	125.8	118.6	118.0	119.2	118.5
实际有效汇率指数(2010=100)	96.2	102.0	100.0	100.2	105.9	111.9	114.7	124.8	122.8	121.5	122.7	121.7

资料来源：CEIC, Wind, IMF, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_14317

