

宏观研究/数据预测月报

2019年01月31日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

宫飞 执业证书编号: S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 经济有下行压力, 政策基调以稳为主》2018.12
- 2《宏观: 继续看好利率债和基建类城投债表现》2018.11
- 3《宏观: 预计国债收益率仍有下行空间》2018.11

经济下行压力仍存, 稳增长信号明确

1月经济数据预测

经济下行压力仍存, 政策基调以稳为主

2018年四季度GDP增速6.4%, 全年经济增速6.6%。我们认为经济下行压力仍然存在, 预计2019年全年经济增速继续下滑到6.2%左右。中央经济工作会议充分体现政策以稳为主的总基调。我们预计今年上半年政策将着力改善小微企业经营环境、以及应对可能的失业率上行问题。根据国家统计局公布, 2015~2017年我国经济发展新动能指数分别为123.5、156.7、210.1, 分别比上年增长23.5%、26.9%和34.1%, 增长速度逐年加速。同时, 在经济增速下行过程中, 最终消费对GDP的贡献率维持在较高位置, 消费升级需求仍是经济发展可供挖掘的重要成分。

无风险利率仍有下行空间, 继续看好利率债和基建类城投债

基于稳增长的考量, 政策方面给出明确信号, 要引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求, 我们仍较为看好基建类城投债的表现。2018年四季度名义GDP增速回落到+8.1% (2018Q3前值+9.6%, 2018全年增速+9.4%), 我们预计2019年名义GDP增速大概率延续回落, 经济基本面因素决定债市无风险利率仍有下行空间。我们预计今年我国10年期国债收益率中枢为3%、底部为2.8%。

预计1月CPI同比+1.9%、PPI同比零增长

农业部高频数据监测显示, 截至1月29日, 今年1月份猪肉价格同比跌幅较2018年12月小幅扩大, 猪价环比增速也较上月小幅回落; 鲜菜、鲜果价格同比涨幅均较上月小幅收窄。结合CPI环比的历史季节性表现, 预计1月通胀环比+0.7%、同比+1.9%, 同比增速持平上月。12月中央经济工作会议定调注重逆周期调节、稳定总需求, 我们预计未来钢铁、水泥等工业品价格可能会提前反映政策刺激的预期。截至1月29日, 1月份黑色金属价格环比跌幅较2018年12月收窄, 油价转为环比小幅回升。我们预计2019年1月PPI环比-0.5% (2018年12月环比-1%), 同比增速0%。

人民币计价, 预计1月出口同比降0.6%, 进口同比降3.5%, 贸易顺差235亿美元

2018年12月进口和新出口订单PMI分别降至45.9%和46.6%, 进出口数据继续承压。前期抢出口, 使得中美贸易冲突的影响并未使出口数据有实质性的回落。预计进口增速按照人民币计价下降3.5%, 按照美元计价下降5.0%, 预计1月份贸易顺差为235亿美元。1月份公布的工业企业利润、PPI等数据表明我国经济下行压力仍然较大, 当前内需消费不强, 这在一定程度上遏制了进口规模的增长。在我国稳增长政策没有发挥出实质性效果之前, 国内衰退式顺差的情况预计会持续, 但由于全球经济增速下滑, 顺差收窄可能是大概率事件。

预计信贷新增3万亿左右, 社融新增3.3万亿, M2增速8.1%, M1增速1%

我们认为, 1月份金融数据增速依然难以出现大幅反弹的主要逻辑是, 商业银行在1月份普遍存在负债压力, 2018年四季度贷款增速高于存款增速5个百分点, 央行降准仅边际缓解了这一情况; 同时我们认为1月份仅中国银行发行了永续债, 多数银行在资本金方面仍存在顾虑。因此, 我们预测1月份, 信贷增速和社融增速较大概率维持在2018年12月份增速水平。我们预测, 信贷新增30000亿, 增速13.3%; 社融新增3.3万亿左右, 增速为9.9%; M2增速8.1%, M1增速1%。

风险提示: 中美贸易摩擦和银行体系流动性或影响经济走势弱于预期。

经济下行压力仍存，政策基调以稳为主，继续看好利率债和基建类城投债

2018年四季度GDP增速6.4%，全年经济增速6.6%。全球经济复苏局势及相关外需仍有较大不确定性，国内工业生产持续弱势、工业企业盈利增速下滑，我们认为经济下行压力仍然存在，我们将2019年全年经济增速预测下修到+6.2%左右。

中央经济工作会议将“逆周期调节”及“稳定总需求”放在首位，充分体现政策以稳为主的总基调。财政政策方面，我们预计今年减税降费累计将超2018年总体水平；货币政策预计将逐渐由灵活适度转向稳健略宽松，未来稳社融增速将充分调动银行积极性，可能从鼓励银行增加信贷投放及信用债购买等角度展开，同时可能出台更多的结构性宽松措施；预计上半年政策将着力改善小微企业经营环境、以及应对可能的失业率上行问题。

基于稳增长的考量，政策方面给出明确信号，要引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，我们仍较为看好基建类城投债的表现。2018年四季度名义GDP增速回落到+8.1%（2018Q3前值+9.6%，2018全年增速+9.4%），我们预计2019年名义GDP增速大概率延续回落，经济基本面因素决定债市无风险利率仍有下行空间。我们预计今年我国10年期国债收益率中枢为3%、底部为2.8%。

尽管我国经济增速继续存在下行压力，但经济结构转型也在同时有序进行。根据国家统计局公布，2015~2017年我国经济发展新动能指数分别为123.5、156.7、210.1，分别比上年增长23.5%、26.9%和34.1%，增长速度逐年加速。新动能指数包含网络经济指数、经济活力指数、创新驱动指数、转型升级指数、知识能力指数五个部分，2017年增速最快的是网络经济指数。同时，在经济增速下行过程中，最终消费对GDP的贡献率维持在较高位置，2018Q4最终消费对GDP累计同比增长的贡献率达到76%，连续四个季度维持在75%以上。消费升级需求仍是经济发展可供挖掘的重要成分。

预计1月CPI同比+1.9%、PPI同比零增长

目前国内非洲猪瘟疫情尚未完全得到控制，我们认为，当前生猪养殖业趋于规模化，各大市场主体可能会出于避险需求、集中提前加快出栏，这可能放大短期猪肉供给，短期压制猪价。但从中期来看，受疾控政策影响，存栏母猪将受到被动去化，猪肉供给仍将承受较为明显的负面影响；而且提前出栏的行为会导致供给提前发生，可能导致后期供给减少。我们认为，行业产能去化对猪价周期的正向拉动影响，可能在2019年二季度逐渐体现。由于2018年二季度同期的基数较低，我们仍认为猪肉CPI可能在2019年上半年同比转正。

我们认为，2018年末全国并没有出现大规模极端天气，且2019年和2018年春节都在2月份，不存在春节错位，因而蔬果价格的季节性波幅或将有限。对美进口大豆加征关税、国内主粮种植结构调整等因素，可能使得今年粮食价格中枢有一定幅度的上行。不过整体而言，我们认为除猪肉以外的其他食品价格，暂未看到可能推动通胀超预期大幅上行的风险因素。

农业部高频数据监测显示，截至1月29日，今年1月份猪肉价格同比跌幅较2018年12月小幅扩大，猪价环比增速也较上月小幅回落；鲜菜、鲜果价格同比涨幅均较上月小幅收窄。结合CPI环比的历史季节性表现，我们预计1月通胀环比+0.7%、同比+1.9%，同比增速持平上月。

我们预计 2019 年国内供给侧改革工作重心“由破到立”，更注重提高全要素生产率。对于未来 PPI 环比表现的主要影响因素，供给侧因素的影响可能有所减弱，应更重视基建、地产等需求侧逻辑的作用。2018 年 12 月中央经济工作会议定调注重逆周期调节、稳定总需求，我们预计今年基建增速可能较 2018 年反弹、而今年年中附近存在放松一线和部分重点二线城市地产刚需调控的可能性，钢铁、水泥工业品价格可能会提前反映政策刺激的预期。

但结合历史表现，我们判断今年需求侧刺激对 PPI 环比的正向影响可能低于 2016-17 年间供给侧（去产能、环保）的政策影响。尽管仍存在中东地区地缘政治风险事件推动油价短期快速上行的风险，但从基本面因素来看，全球经济复苏动能不足以推动油价持续稳定上行。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至 1 月 29 日，1 月份黑色金属价格环比跌幅较 2018 年 12 月收窄，油价转为环比小幅回升。**我们预计 2019 年 1 月 PPI 环比-0.5%（2018 年 12 月环比-1%），同比增速 0%。**

预计 1 月出口（人民币计价）同比下降 0.6%，进口（人民币计价）同比下降 3.5%，贸易顺差 235 亿美元。

2018 年 12 月进口和新出口订单 PMI 分别降至 45.9%和 46.6%，进出口数据继续承压。我们预计 1 月出口当月同比增速按照人民币计价为-0.6%，按照美元计价为-2.0%。随着中美进行有效谈判和磋商，我们认为中美贸易关系可能会阶段性的缓解，但长期仍然是拉锯战，难言乐观。由于前期抢出口，使得中美贸易冲突的影响并未使出口数据有实质性的回落。从 2018 年 12 月份开始对出口的负面影响已经逐渐体现出来。

预计进口增速按照人民币计价下降 3.5%，按照美元计价下降 5.0%，预计 1 月份贸易顺差为 235 亿美元。1 月份公布的工业企业利润、PPI 等数据表明我国经济下行压力仍然较大，当前内需消费不强，这在一定程度上遏制了进口规模的增长。在我国稳增长政策没有发挥出实质性效果之前，国内衰退式顺差的情况预计会持续，但由于全球经济增速下滑，顺差收窄可能是大概率事件。

信贷新增 3 万亿左右，社融新增 3.3 万亿，M2 增速 8.1%，M1 增速 1%

我们预测，信贷新增 30000 亿，增速 13.3%；社融新增 3.3 万亿左右，增速为 9.9%；M2 增速 8.1%，M1 增速 1%。我们认为，1 月份金融数据增速依然难以出现大幅反弹的主要逻辑是，商业银行在 1 月份普遍存在负债压力，2018 年四季度贷款增速高于存款增速 5 个百分点，央行降准仅边际缓解了这一情况；同时我们认为 1 月份仅中国银行发行了永续债，多数银行在资本金方面仍存在顾虑。因此，我们预测 1 月份，信贷增速和社融增速较大概率维持在 2018 年 12 月份增速水平。房地产销售下行趋势并没有发生扭转，M1 增速继续下行的概率较高，我们预测 1 月份 M1 和 M2 增速分别为 1%和 8.1%。

图表1：1月宏观经济数据预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018M12 预计	2018M12 实际	2019M1 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.8	6.7	6.5	6.4	6.5	6.4	-
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.8	6.6	6	5.7	5.6	5.7	-
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	7.5	6	5.4	5.9	5.5	5.9	-
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9.9	9	9	8.3	8.6	8.2	-
CPI							
(当期同比, %)	2.2	1.8	2.3	2.2	2.1	1.9	1.9
PPI							
(当期同比, %)	3.7	4.1	4.1	2.3	1.7	0.9	0
出口							
(当期同比, %)	17.1	11.5	11.7	4.6	9.7	-4.4	-0.6
进口							
(当期同比, %)	19.7	20.7	20.7	5.2	7.9	-7.6	-3.5
贸易差额							
(亿美元)	499.7	906.2	841.3	1320.5	598	570.6	235
M2							
(当期同比, %)	8.5	8.2	8.3	8	8	8.1	8.1
社会融资总额							
(当期, 亿元)	58534	42156	53336	38556	13000	15898	33000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	48473	39171	40342	28725	7000	9282	30000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	5	4.8	5	4.9	5	4.9	-
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.34	6.62	6.88	6.86	6.89	6.86	6.73

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响，经济走势可能弱于预期。

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_14374

