

旬度经济观察

——社融增速拐点已现

袁方¹

2020 年 12 月 10 日

内容提要

11 月以来随着存货回补的启动以及终端需求的趋势恢复，工业品价格大幅走强，而猪肉价格趋势回落压制 CPI 的表现。

PPI 回升和 CPI 回落的情形将在未来一个季度延续，但不太可能触发央行货币政策的系统性调整。

当前社融增速高点已经出现，信贷环境逐步向中性偏紧的方向过渡。明年信贷投放的节奏和经济动能的起伏，可能加剧流动性平衡在各季度之间的分化，由此带来的资产价格波动值得密切留意。

风险提示：（1）货币政策超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、出口大幅抬升，进口维持平稳

11 月美元计价出口同比增速 21.1%，较上月抬升 9.7 个百分点，出口出现加速恢复。

分国家看，中国对疫情加速扩散的美国、欧盟以及巴西的出口大幅上升，这显示出海外供需缺口扩大对中国出口的影响，此外中国对东盟、韩国以及印度的出口也有小幅回升。

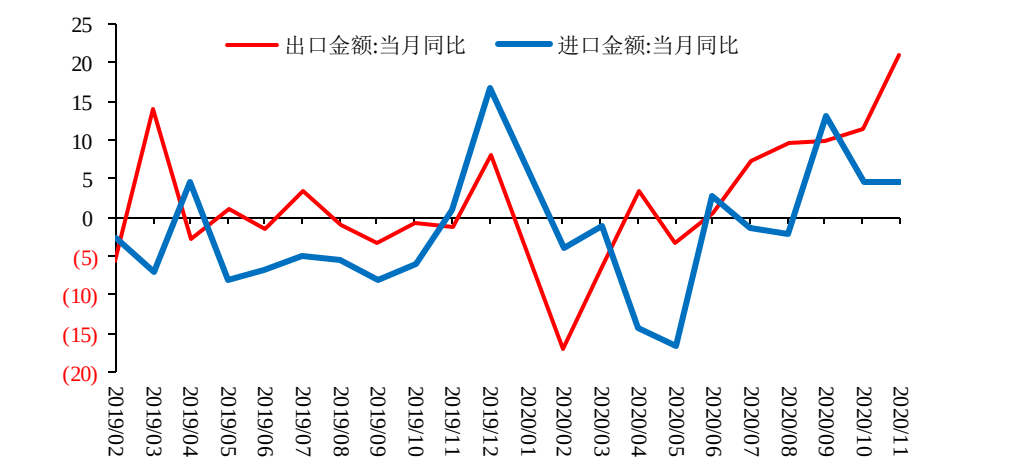
分产品看，医疗器械、纺织纱线明显回落，家具、机电继续走强，这既有海外需求恢复的推动，也反映出海外供需缺口仍然存在。

今年下半年以来，海外需求恢复以及供需缺口的存在是推动中国出口走强的主要力量。从全球疫情扩散的角度而言，8 月和 9 月海外疫情整体平稳，这段时间可以理解为海外需求恢复对中国出口的影响占据主导；而 10 月和 11 月海外疫情加速扩散，海外供需缺口扩大对中国出口的影响可能更为主导。

观察这两段时期中国出口的表现，8 月和 9 月出口增速相比 7 月小幅回升，而 10 月 11 月出口相比 8 月和 9 月出口出现显著上行；另外，10 月份疫情扩散以后，11 月的出口相比 10 月出现如此显著的抬升，这也反映出海外供需缺口扩大对中国出口的影响更为主导。

从这个角度来看，考虑到明年疫苗大规模推广使用后，海外经济在供应层面的恢复、以及基数的原因，出口增长或难维持。

图1: 中国出口和进口同比增速, %



数据来源: Wind, 安信证券

11月美元计价进口同比增速4.5%，较上月小幅回落0.2个百分点。

分国家看，中国从疫情较严重的美国、欧盟进口回落，而从日本、东盟进口回升，这也印证了疫情对海外经济供应层面的影响。

分产品看，原油、钢材、汽车的进口出现大幅回落，原油进口回升。

从高频量价数据来看，经济加速恢复的状态仍在延续，而且随着存货去化的结束，11月这一经济恢复的动能在持续走强。

尽管近期国内成都、深圳、上海等地爆发零星疫情，但经历了5-7月份的局部地区疫情以后，国内民众对疫情的恐慌情绪大幅缓解，这使得8月以来私人部门边际消费倾向的恢复在未来仍将延续，经济仍处于第二波恢复之中。

二、PPI回升的趋势确认

11月PPI环比为0.5%，较上月大幅回升0.5个百分点；PPI同比-1.5%，较上月回升0.6个百分点。

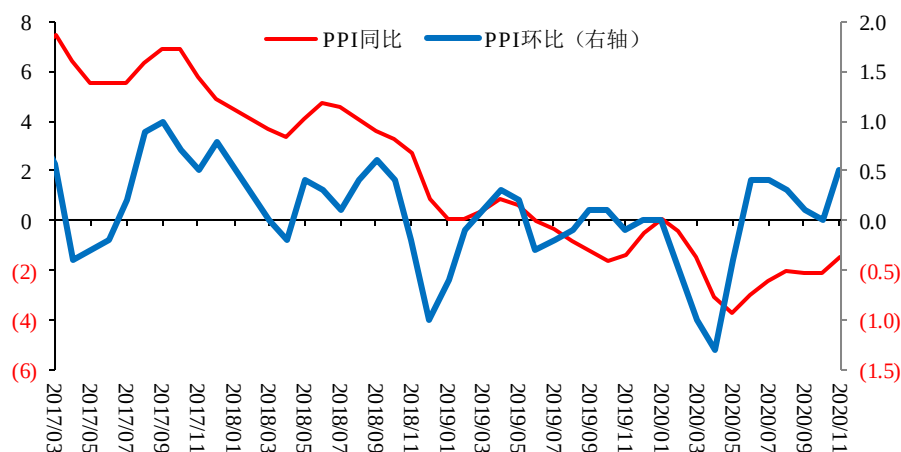
分项来看，受油价上涨的影响，石油和天然气开采业，石油加工、炼焦及核燃料加工业涨幅居前，此外黑色、有色、化学原料、化学纤维表现较强。

与此同时，10月流通领域生产资料价格回升，南华工业品指数显著走强。

本轮 PPI 回落的时间较短，底部较浅，反映出终端需求回暖对价格的推动作用。11月以来随着存货回补的启动以及终端需求的趋势恢复，工业品价格开始大幅走强。

往后看，考虑到存货回补刚刚启动、终端需求恢复的动能仍在延续，未来一段时间工业品价格有望维持强势，这也将对相关行业盈利的改善形成支撑。

图2：PPI 同比和环比，%

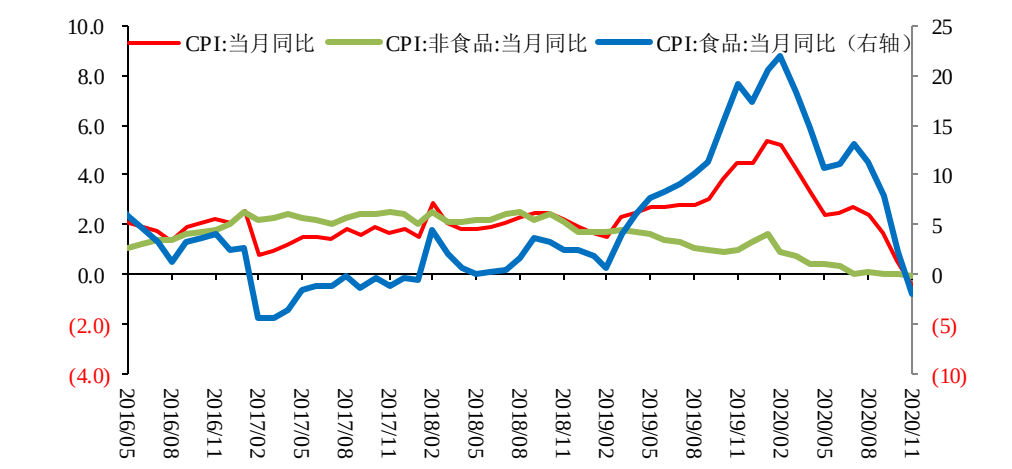


数据来源：Wind，安信证券

11月 CPI 同比-0.5%，较上月大幅回落 1 个百分点；核心 CPI 同比 0.5%，与上月持平，仍处于历史低点。

拆解看，非食品分项环比表现稍弱于历史均值，而食品分项显著低于历史水平，进而使得整体 CPI 环比大幅低于季节性。

图3: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉价格回落的拖累, 11月猪肉价格环比较历史平均水平下滑6个百分点, 反映出生猪供应恢复对价格的压制。不过当前猪肉价格仍处于历史高点, 随着供应的后续响应, 猪价下跌的趋势将延续。鲜菜、鲜果、粮油烟酒的表现均略弱于季节性。

非食品领域的价格出现普遍回落, 这表明服务业整体的恢复仍然相对缓慢, 疫情导致的工业和服务业恢复进程的分化仍将延续。

整体来看, 猪肉价格的回落对CPI的影响更为主导, 考虑到这一趋势远未结束, 且随后四个月CPI同比面临较高基数, 未来CPI将持续位于负增长区间。

工业品价格抬升、消费品价格回落的趋势未来一个季度仍将延续。这一通胀情形与2016-2017年相似, 当时供给侧改革叠加海外需求回升, 共同推动PPI同比在一年时间内上行超过10个百分点, 而同期CPI同比在2%附近震荡。在此背景下, 央行的货币政策没有发生显著变化。

三、社融增速拐点已现

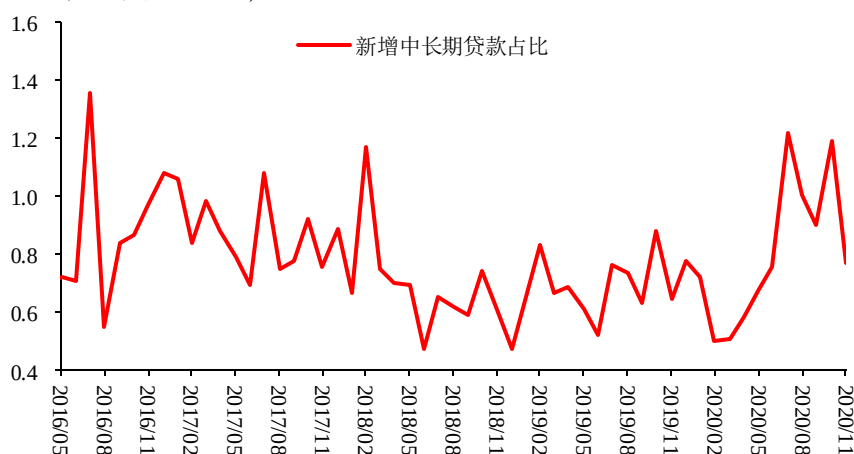
11月新增社融21300亿元，同比多增1363亿元；余额同比13.6%，较上月小幅回落0.1个百分点。整体而言，社融增速高点已经出现，信贷环境逐步向中性偏紧的方向过渡。

结构上看，新增人民币贷款持续抬升，而非标融资、债券融资相比去年同期均出现回落。

新增贷款的结构仍在优化，企业中长期贷款的增加是支撑贷款的主要力量，这也延续了8月以来贷款结构变化的趋势，反映出实体经济信贷需求加速回升的影响。

明年信贷增速在当前的基础上下降一两个百分点的可能性较大，名义经济的回升无疑增加了实体经济对流动性的需求。在此背景下，信贷投放的节奏和经济动能的起伏可能加剧流动性平衡在各季度之间的分化，由此带来的资产价格波动值得密切留意。

图4：新增中长期贷款占比，%



数据来源：Wind，安信证券

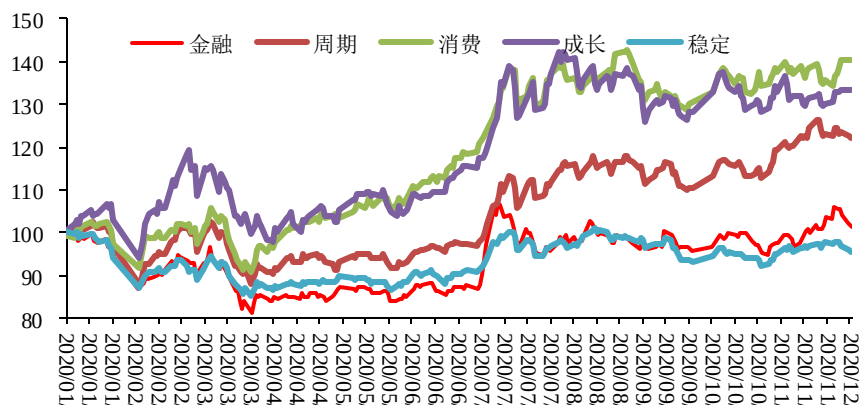
12月以来消费、科技板块整体表现较强，而周期、金融板块经历了上个月的走强后趋于回落，指数仍然维持震荡的格局。

从当前的经济运行情况来看，经济加速恢复的状态仍在延续，这一过程将持续推动广谱利率上移，并对权益市场在估值层面形成压力，而基本面的修复也对企业盈利形成支撑。

在此背景下，考虑到消费、科技板块当前的估值仍处于偏贵状态，广谱利率的上行对其压制的影响短期之内难以解除，因此当前或许难以开启新一轮的上行周期。

2019 年至今，流动性宽松是推动指数上行最为重要的力量，随着流动性在方向上趋于收紧，明年流动性在季度之间的起伏或许是影响股市节奏的关键变量。此外，尤为重要的是，2016 年以来以沪深 300 为代表的指数盈利趋于上行，疫情强化了这一趋势，这一基本面的系统性改善将有助于指数在年度层面的抬升。

图5：各风格指数表现



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_944

