

宽松预期重来

——实体经济观察2019年第7期

2019年2月21日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：宽松预期重来

价格：1月35城首套房贷利率再降，上周国内生资价格涨跌互现，原油价格回升。

从中观高频数据来看，19年初经济尚在探底。终端需求方面，2月上中旬38城地产销售继续回落，1月及2月上中旬销量增速较去年12月下月转负，而1月乘用车销量依然负增。工业生产方面2月上中旬发电耗煤降幅仍大，1月及2月上中旬发电耗煤跌幅较去年12月扩大，而1月上中旬粗钢产量增速也同样回落。

在当前经济通胀趋于下行、外部紧缩约束减弱的背景下，货币政策料将维持宽松，并逐渐从以降准为代表的数量型宽松主导转向以公开市场利率、房贷利率下行为代表的价格宽松并重。尽管为防止地产泡沫死灰复燃，短期内全面降息的概率并不大，但利率中枢的下行已成趋势。

需求：下游地产走弱，乘用车仍弱，纺服改善。中游钢铁尚可，水泥、化工走弱。上游煤炭走强，有色走弱。交运分化。

库存：下游地产回补、乘用车去化。中游钢铁、水泥、化工均回补。上游煤炭、有色去化。



下游行业

地产: 1月首套房贷利率再降, 2月上中旬38城地产销量转负。
乘用车: 1月乘用车销量依然负增, 经销商库存明显去化。
纺织服装: 1月子行业出口增速回升, 主因低基数、海外备货。

中游行业

钢铁: 上周钢价回升、毛利分化, 开工略降, 社会库存回补。
水泥: 上周全国水泥均价较节前小降, 库容比微幅回升。
化工: 上周PTA产业链价格较节前回落, 涤纶POY库存回补。
机械: 1月挖掘机销量增速小降, 主因去年高基数拖累。
电力: 2月上中旬发电耗煤增速仍低, 节后一周降幅略有收窄。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格平中有升, 电厂、钢厂煤炭库存双双回落。
有色: 上周LME铜、铝价格均降, 铜、铝库存双双下滑。
大宗商品: 上周原油价格回升, CRB指数下行, 美元指数回升。
交通运输: 1月港口货物吞吐量增速升, 公路货运量增速回落。

下游地产：1月首套房贷利率再降，2月上中旬38城地产销量转负



指标	数据表现	解读
需求	2月中旬38城地产销量增速回升转正至143%，较去年2月下旬（农历同期）同比增长14.6%。 2月上中旬38城地产销量增速转负至-20%。	1月35城首套房平均房贷利率再降，目前约相当于基准利率上浮16%。2月中旬38城地产销量增速飙升，但受春节错位影响，上中旬销量跌幅仍大，而1月和2月上中旬合计销量增速仅为-5.5%，较去年12月下滑转负。上周十大城市商品房库销比大幅上升，处近三年同期高位，印证地产需求疲弱。节后土地市场表现不强，百城土地成交量价齐跌。
土地成交	上周百城土地成交面积较节前回落，同比转负，土地成交溢价率有所下行。	
价格	1月35城首套平均房贷利率继续回落至5.66%。	
库存	上周十大城市商品房库销比升至111周。	

图 38城商品房旬度销量同比增速 (%)

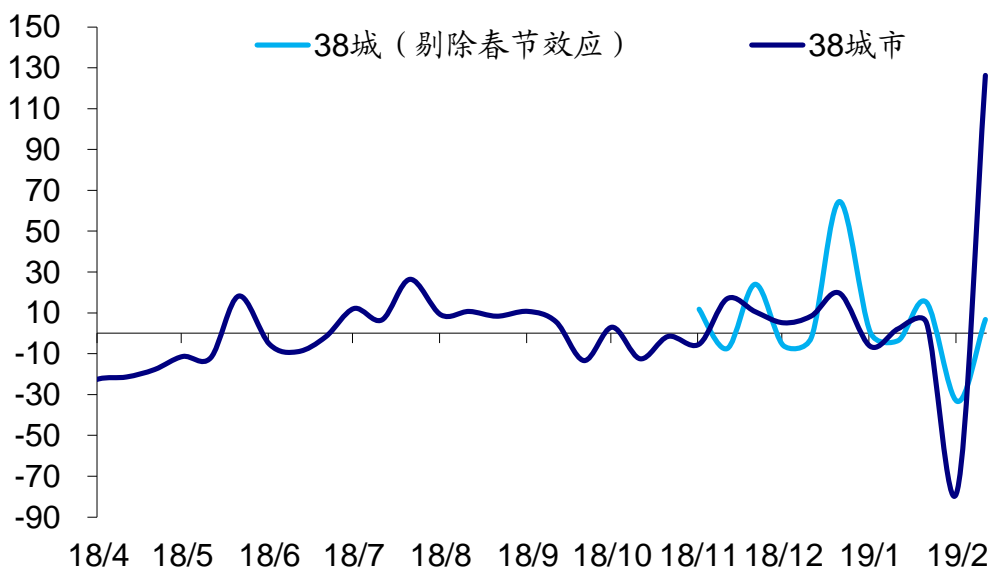
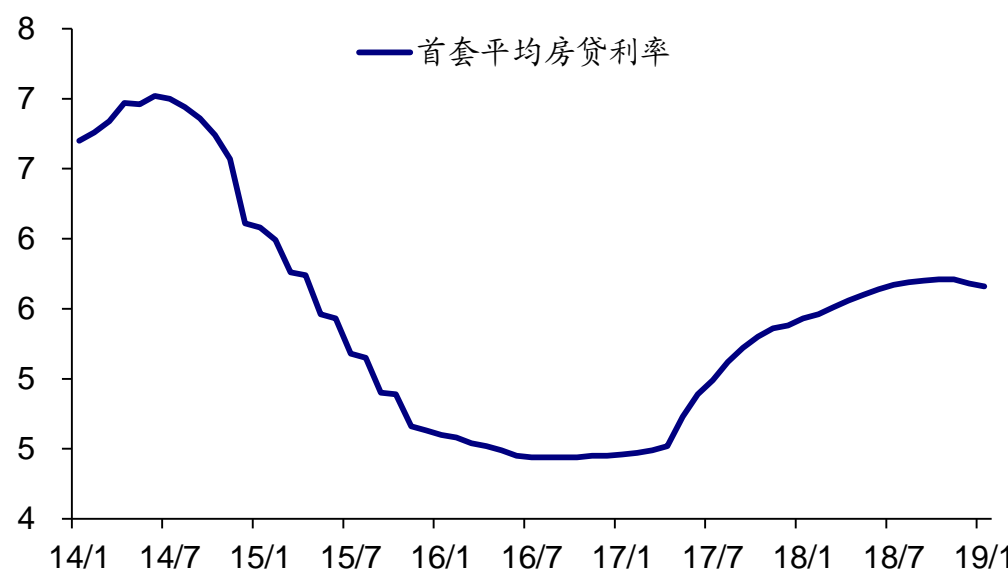


图 35城首套房平均房贷利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：1月乘用车销量依然负增，经销商库存明显去化



指标	数据表现	解读
需求、生产	1月乘联会乘用车销量降幅收窄至4%，中汽协乘用车销量降幅扩大至18%。	1月中汽协和乘联会乘用车销量增速一降一升，中汽协口径下销量增速仍在寻底，而乘联会口径下销量降幅有所收窄。走势背离或缘于统计口径差异，但考虑到两者均处负值区间，意味着市场需求仍较低迷。1月汽车经销商库存系数回落，低于17、18年同期，指向渠道库存明显去化。
库存	1月汽车经销商库存系数降至1.4。	

图 乘联会、中汽协乘用车销量同比增速 (%)

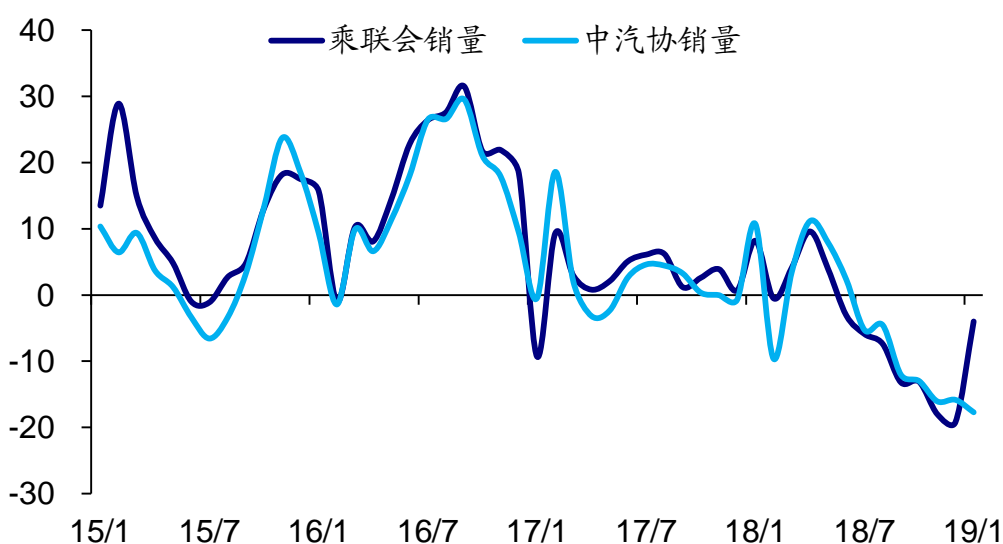
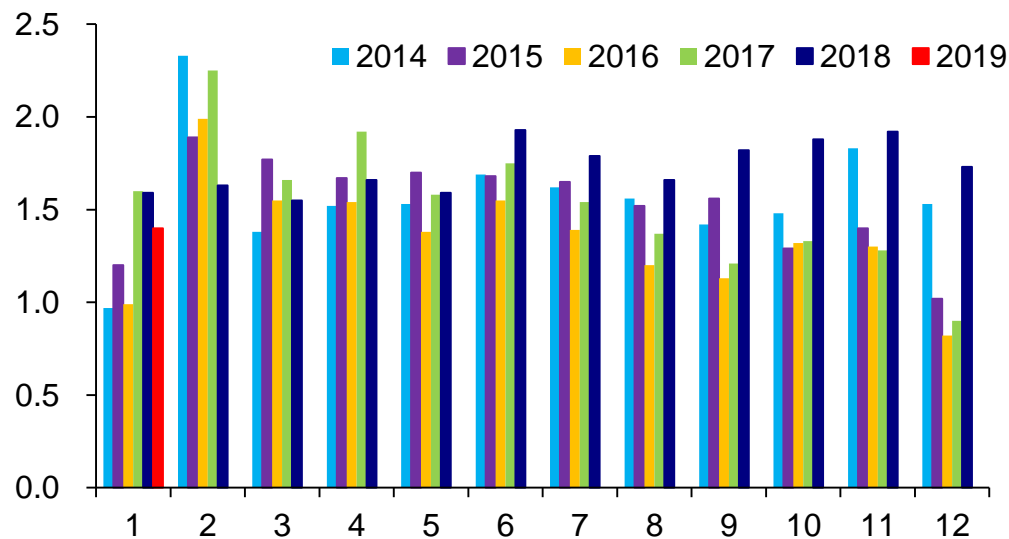


图 汽车经销商库存系数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格 上周328级棉花价格指数较节前微降。

需求 1月针织纱线、服装、鞋类出口增速分别回升至14.6%、5.1%和9.4%。

1月纺织服装各子行业出口增速均回升转正。一方面，去年1月基数较低，且服装和鞋类出口均为负增，低基数使得19年1月出口增速有所好转；另一方面，春节前海外市场加紧备货，也助推增速的走高。后续走势仍待2月数据和贸易摩擦进展情况综合判断。

图 中国棉花价格指数：328（元/吨）

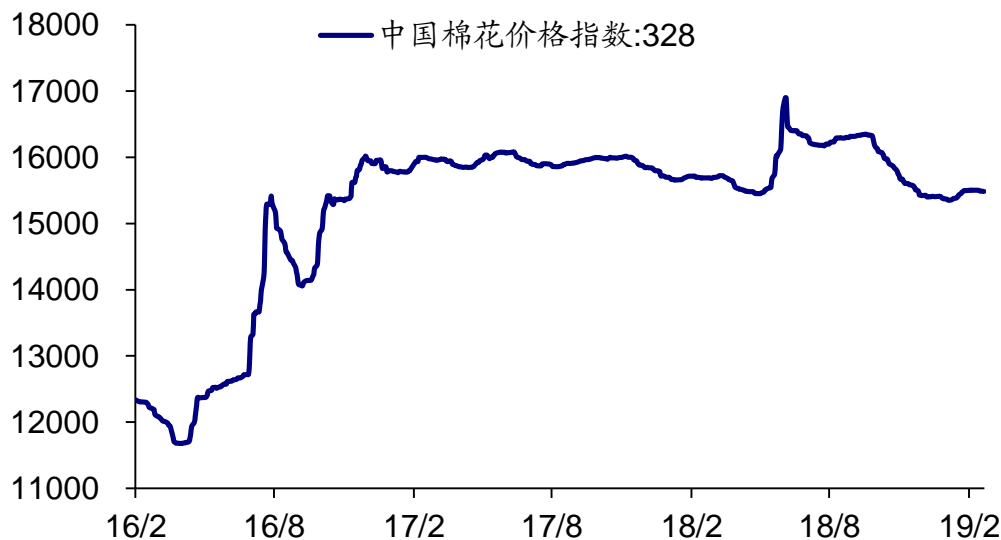
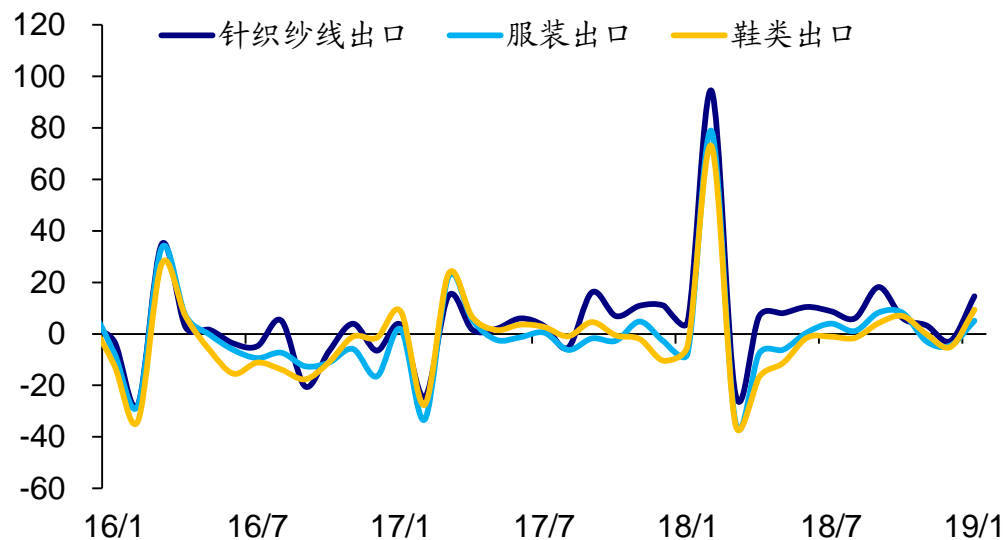


图 针织纱线、服装、鞋类出口同比增速 (%)



中游钢铁：上周钢价回升、毛利分化，开工略降，社会库存回补



指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均较节前上涨，吨钢毛利分化，螺纹降而热板平。	上周钢价螺纹、热板均较节前上涨，但因淡水河谷发生重大溃坝，造成上游原材料价格走高，吨钢毛利走势分化，螺纹降而热板平。生产端，上周高炉开工率略回落，虽高于去年同期，但仍处于历年同期低位，指向节后复工整体偏弱。需求端，上周钢材社会库存延续回补态势。
生产、需求	1月上中旬重点钢企粗钢产量增速2.3%，较18年12月回落。	
库存、开工率	1月中旬重点钢企库存增速升至2.4%，上周高炉开工率略降至65.6%，上周钢材社会库存继续回补。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

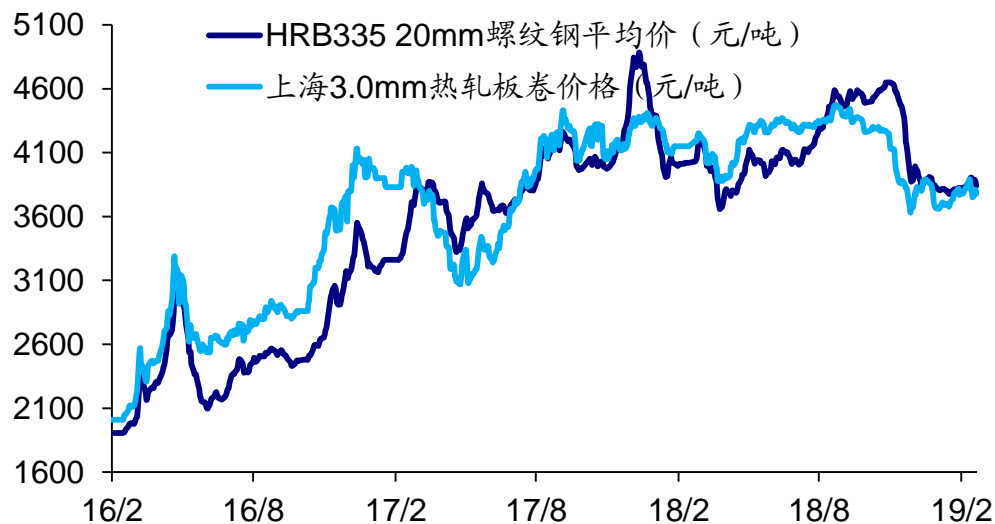
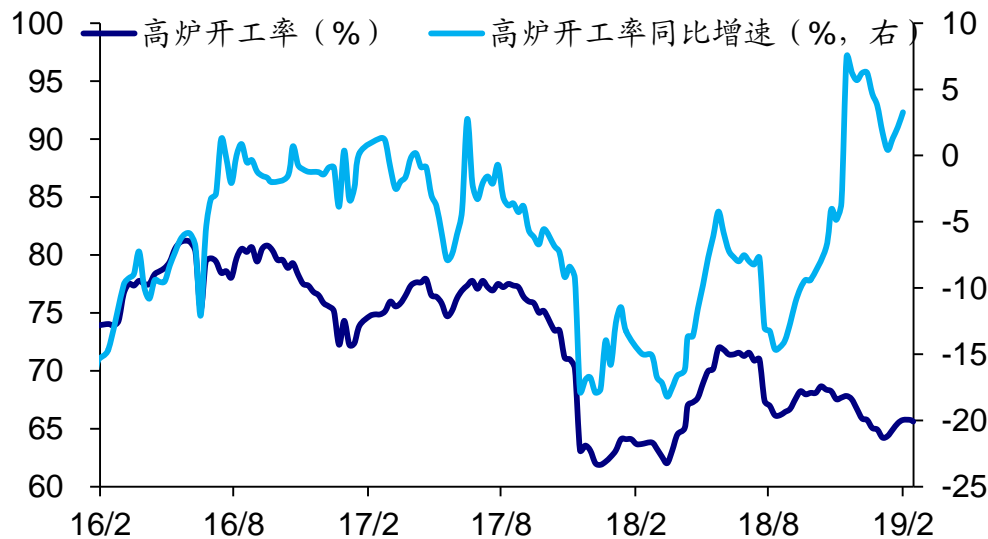


图 全国高炉开工率及同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游水泥：上周全国水泥均价较节前小降，库容比微幅回升



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格 上周全国水泥均价较节前小幅回落，环比跌幅约为0.3%。

库存 上周全国水泥企业库容比较节前微升至59.2%。

上周全国水泥均价较节前小幅回落，而库容比微幅回升。春节过后第一周，受春节长假以及雨雪天气影响，下游市场需求仍未启动，仅有少量袋装备货需求，局部地区企业为打开市场销量，价格出现一定下调。分区域来看，华东、中南地区出现下调，西南地区以稳为主。

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

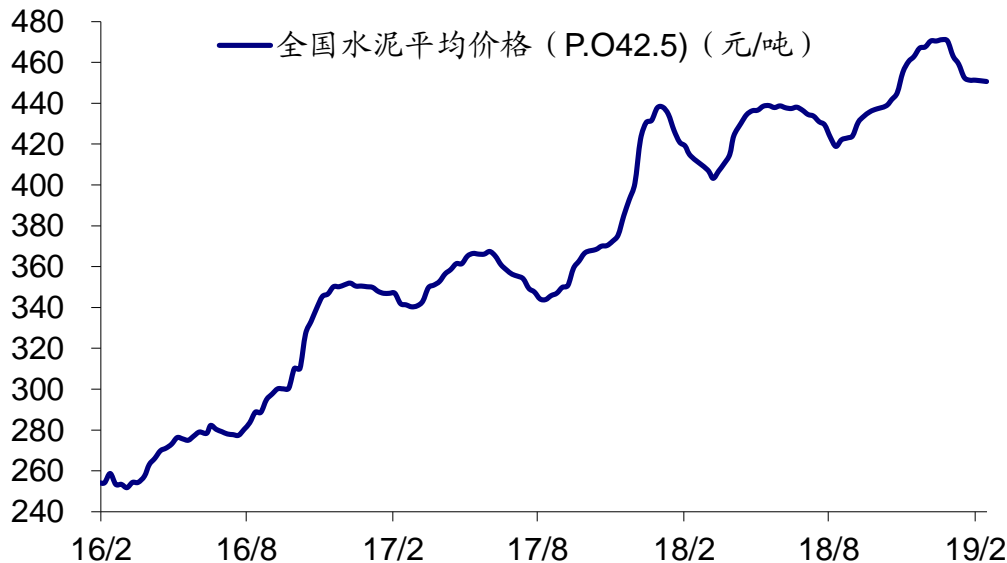
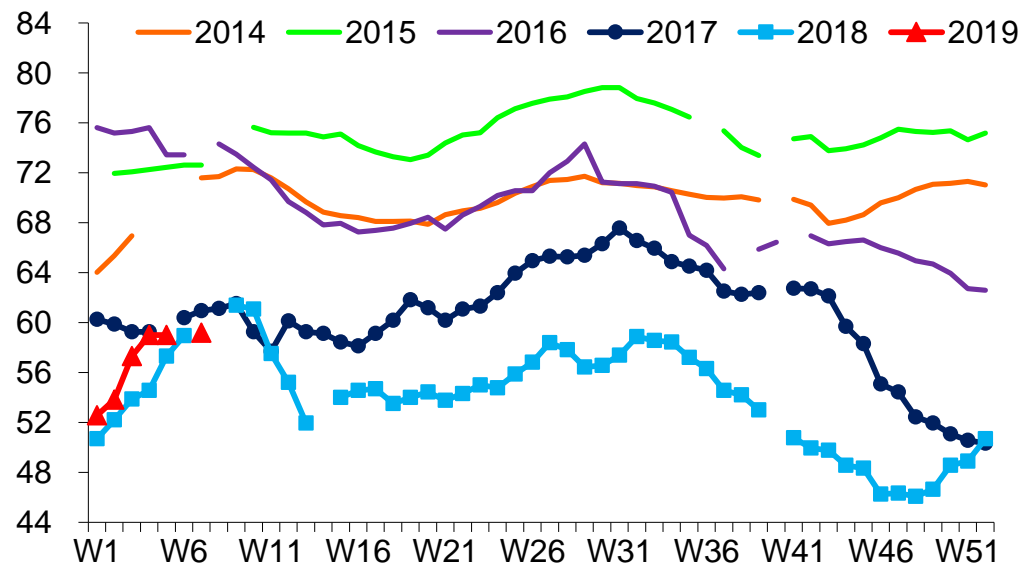


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

价格

2月前半月橡胶价格略降，聚乙烯价格平。
 上周PTA产业链产品价格较节前回落，其中PTA、聚酯切片和涤纶POY价格均降。

上周PTA产业链产品价格较节前普遍回落，其中PTA、聚酯切片和涤纶POY价格均降，但价格回调幅度颇为有限，三种产品价格仍高于1月中旬水平，指向行业景气度尚可。需求转弱带动库存季节性回补，上周涤纶POY库存天数较节前上行，但在历年同期中仍处于较低水平。

库存、开工率

上周涤纶POY库存天数升至6天，

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

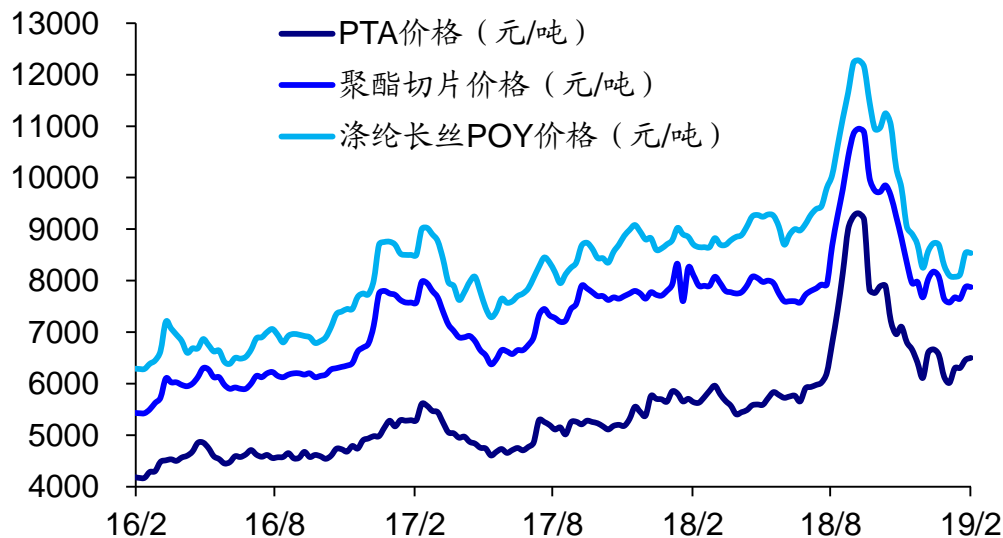
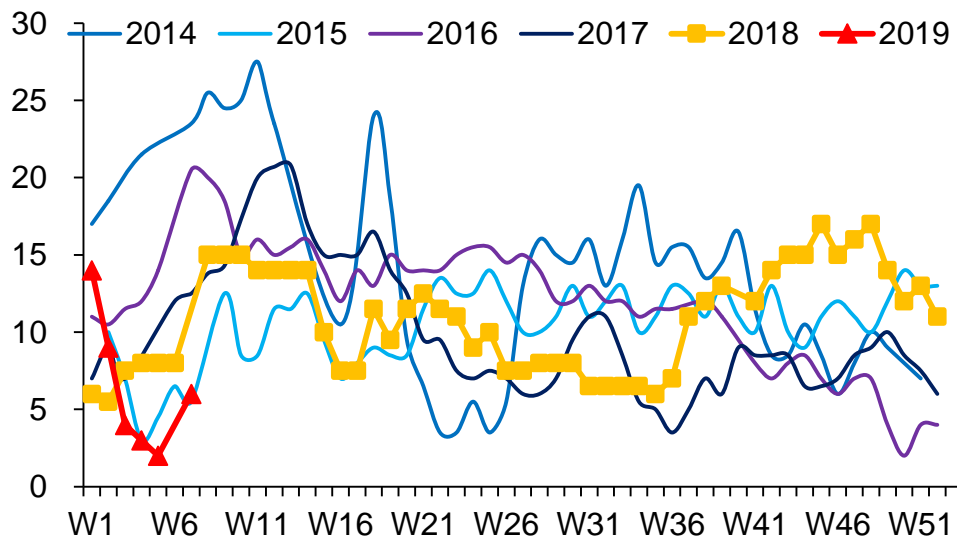


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

1月挖掘机销量约1.2万台，同比增速10%，较18年12月有所回落，大中小型挖掘机增速为-5%、7%和18%。

1月挖掘机销量同比增速小幅回落，主要缘于去年基数较高拖累，此外，春节错位因素也对需求释放存在抑制作用。分类型看，大挖增速低位持平，中挖增速回升，小挖增速有所回落但仍处于较高水平。中小挖销售向好，指向下游工程施工较为稳健。

图 挖掘机销量同比增速 (%)

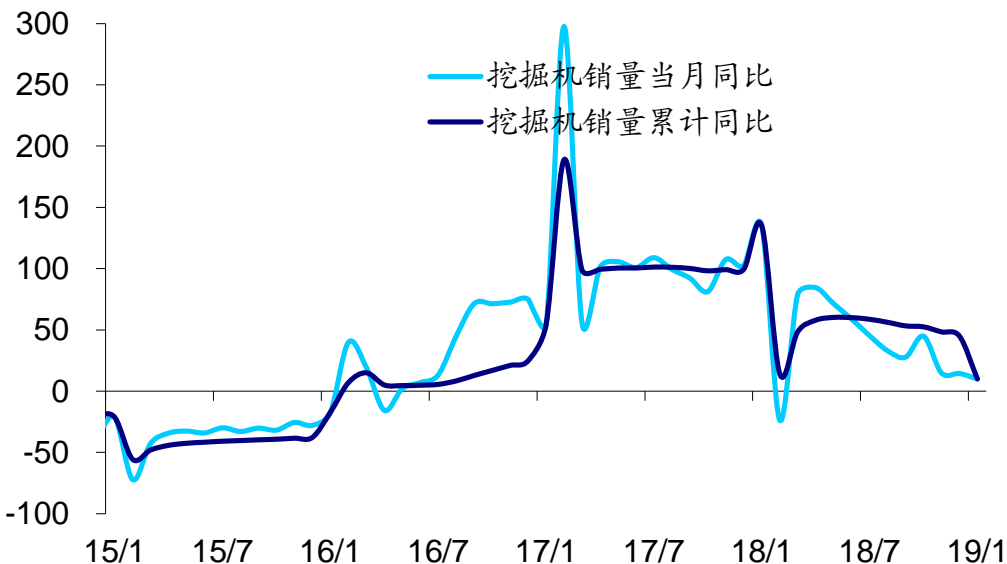
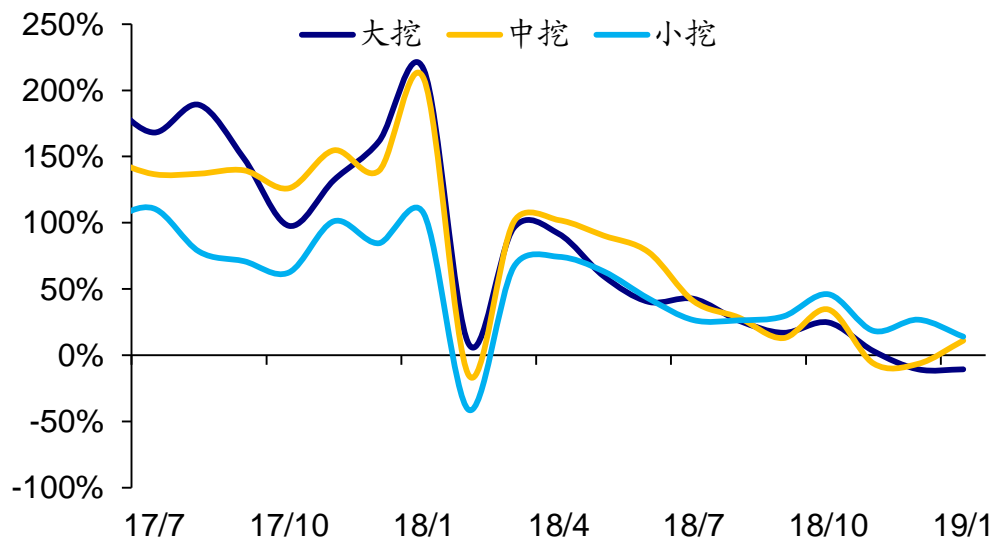


图 大中小挖销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

生产

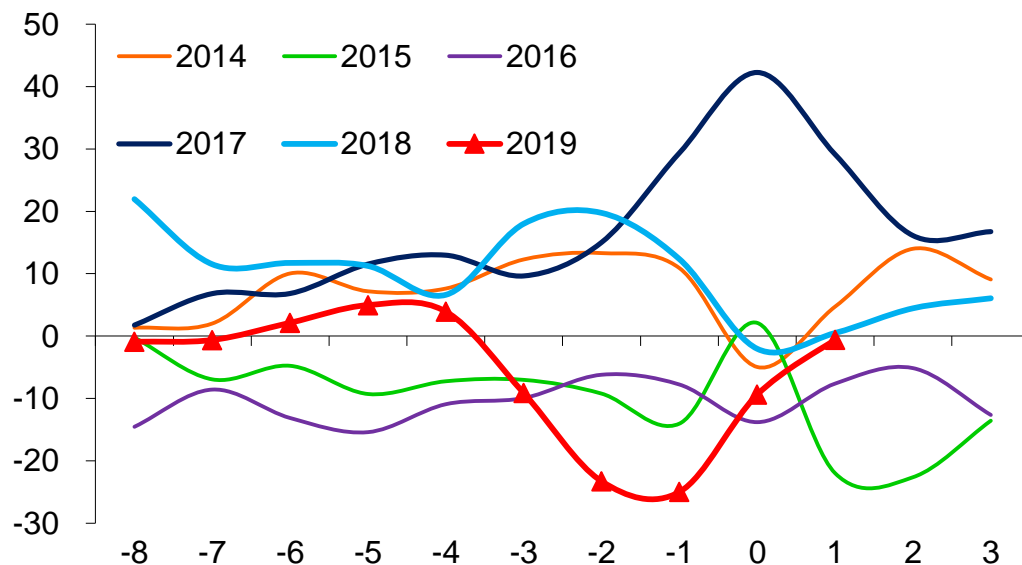
2月中旬六大集团发电耗煤增速转正至0.1%，
2月上中旬发电耗煤同比增速-31.4%。
剔除春节效应后，节后一周发电耗煤
-0.6%，降幅继续收窄。

2月中旬发电耗煤增速因春节错位回升转正，但受上旬拖累，上中旬跌幅仍大。而剔除春节效应后，节后一周发电耗煤增速继续回升，但依然为负。1月和2月上中旬发电耗煤合计同比增速-14.9%，较去年11、12月跌幅扩大，均指向年初生产依然偏弱。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)



图 历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周动力煤、无烟煤、焦煤价格较节前走平，秦皇岛港煤价格回升。	上周煤炭价格平中有升，其中秦皇岛港煤价格有所上行。2月中旬六大集团发电耗煤增速转正，剔除春节效应后增速跌幅也有所收窄，令电厂煤炭库存去化。上周高炉开工率较节前略降，但仍高于18年同期水平，钢厂煤炭库存天数也有所回落。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回落，电厂煤炭库存天数降至36.5天，钢厂煤炭库存天数降至17.5天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

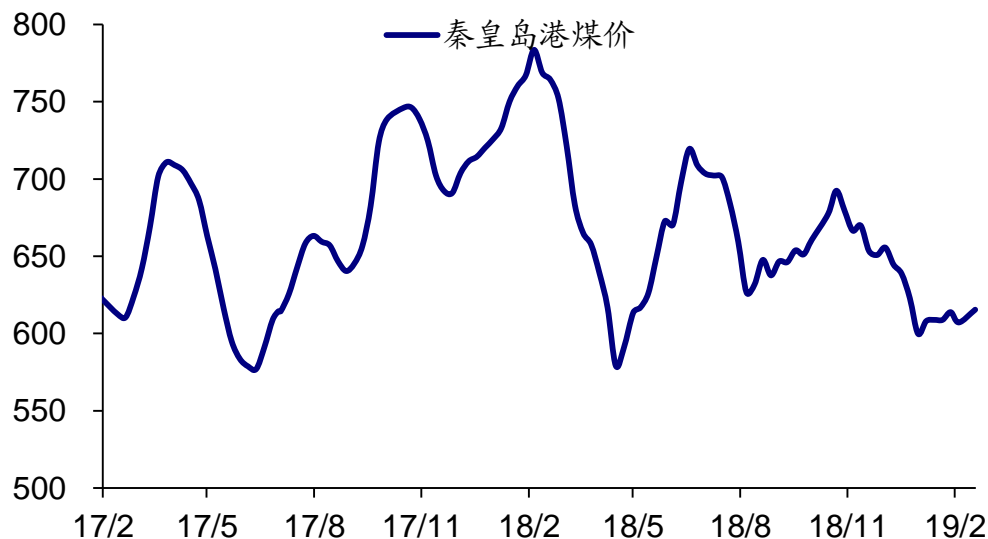
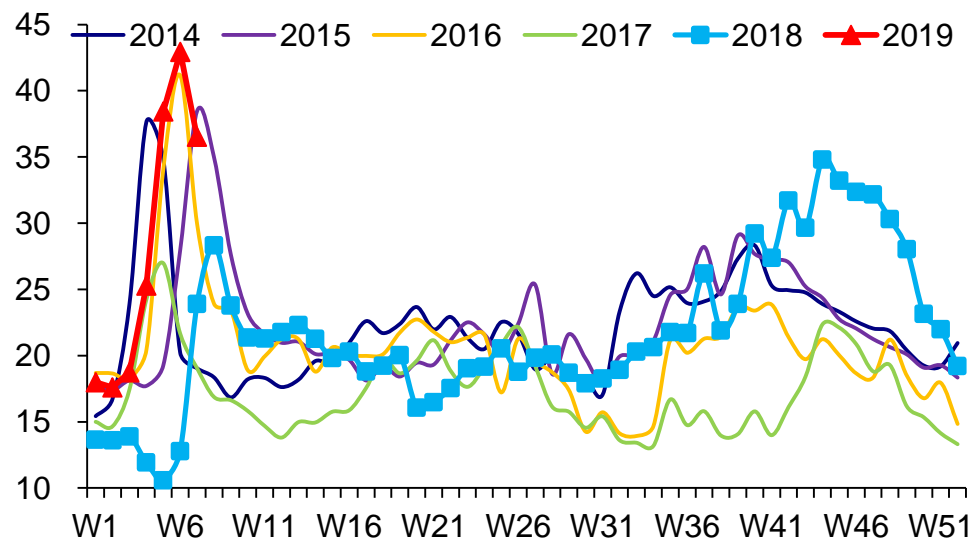


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜、铝价格均降。	上周基本金属价格普遍下滑，美元指数回升压制大宗商品价格走势。Caravel矿业大幅上调矿产资源估值，铜资源增长接近50%。上周铜价均值回落。美国复合材料产品公司Arconic宣布投资1亿美元扩大产能以生产工业和汽车铝产品，上周铝价均值同样有所下行。
库存	上周LME、COMEX铜库存均降，整体回落，LME铝库存下滑。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

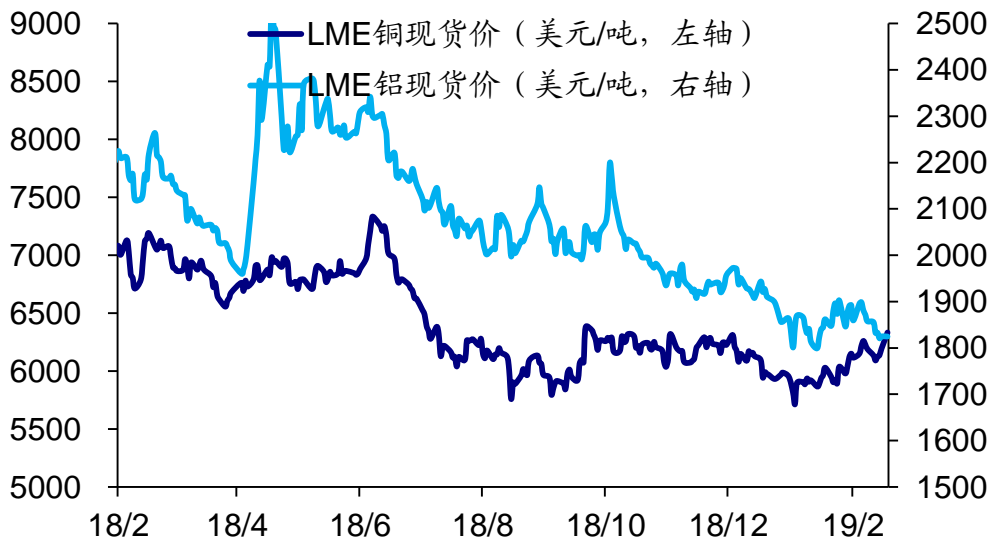
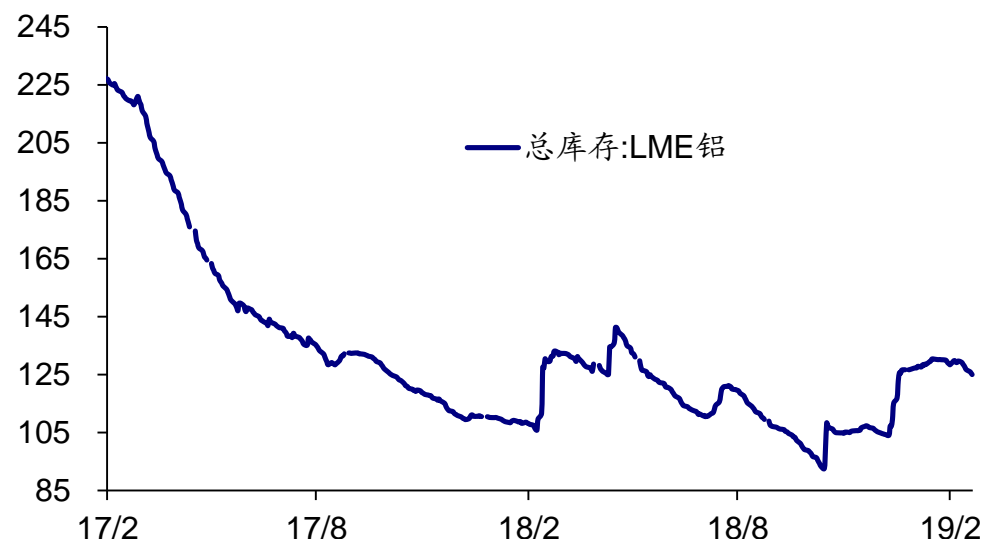


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	上周原油价格回升，1月EIA报告显示全球原油产量下降约140万桶/日，OPEC减产执行率超85%，沙特表示将持续扩大减产，加拿大原油产量近期也在下滑。上周CRB指数均值下行。上周美元指数回升，美国2月密歇根消费者信心指数脱离两年低位，英国脱欧不确定性日益增强。
CRB指数	上周CRB均值下行。	
美元指数	上周美元指数回升。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

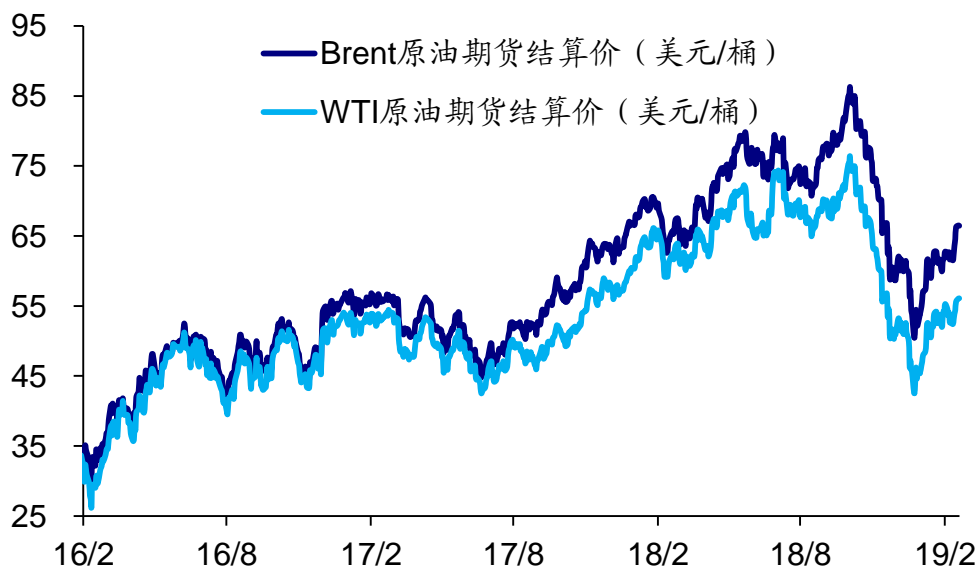


图 美元指数与CRB现货价格指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
客运	春运前23天全国累计发送旅客16.78亿人次，同比0.63%。	19年春运前23天全国累计发送旅客同比增速仍高于18年水平。1月全国主要港口货物吞吐量同比增速回升，印证1月我国出口增速回升。但受春节假期影响，1月公路货运量增速有所回落。上周BDI指数回升，而CCFI指数较节前下行。
货运	1月全国主要港口货物吞吐量增速升至9.1%，其中外贸货物吞吐量增速升至5.9%，1月公路货运量同比增速降至6.3%。	
海运	上周BDI指数升，CCFI指数较节前回落。	

图 公路货运量同比增速 (%)

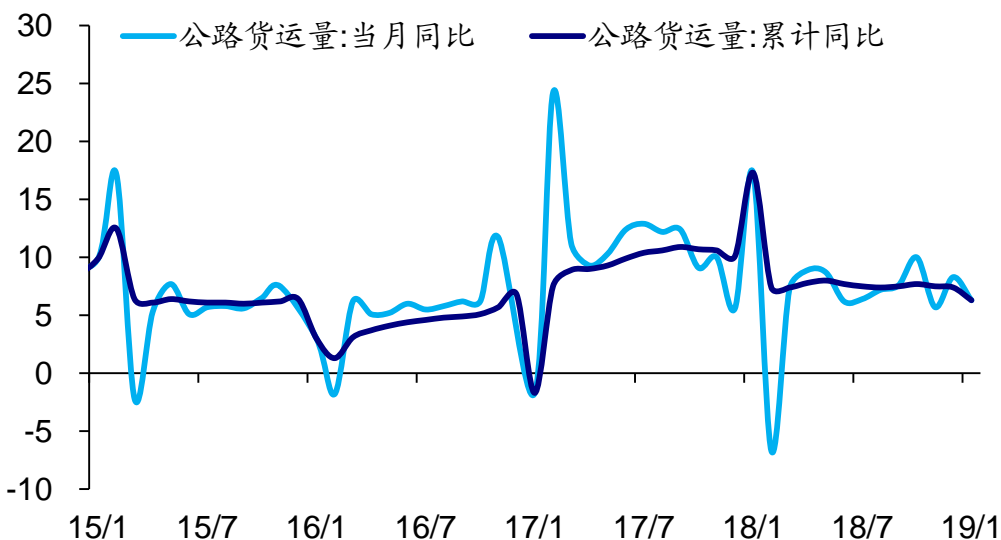
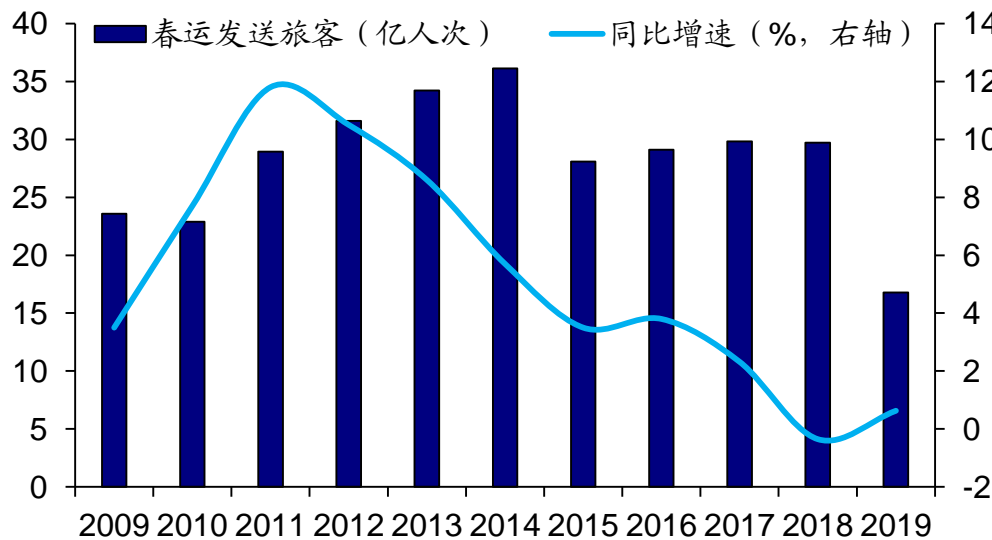


图 春运发送旅客人次及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

分析师声明

姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。