

旬度经济观察

——PPI 环比见底，信用紧缩风险蔓延

高善文¹ 郭雪松²

2018 年 6 月 1 日

内容提要

5 月中采 PMI 回升，发电集团耗煤量增速提振，高炉开工率继续反弹，大宗商品价格稳定，水泥价格轻微上行。综合来看，5 月工业生产情况仍然稳定。PMI 分项中购进价格和出厂价格指数均较 4 月回升，暗示 PPI 环比增速可能将触底反弹。这些情况与我们此前的估计接近。

然而，中美贸易摩擦再次升温；国内信用风险开始蔓延为局部的流动性危机；意大利民粹主义政局增加不确定性，这些发展超出了我们在一个月之前的预期。特别是，国内信用市场局部塌方，越来越多的民营企业面临较为严峻的现金流压力，流动性危机出现端倪，这一发展主导了近期金融市场的走向。局势的明朗需要观察政策的应对和调整节奏。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

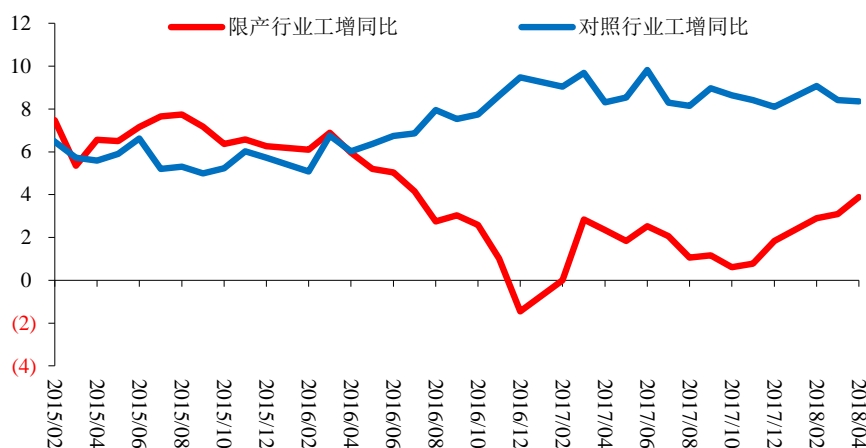
2 高级宏观分析师，guoxs@essence.com.cn，S1450516080005，010-83321042

一、工业生产稳定

新近公布的5月中采PMI录得51.9,比4月回升0.5个百分点。分项指数中,生产、新订单、新出口订单指数集体回升。5月6大发电集团耗煤量同比增速明显回升,大宗商品价格稳定。综合来看,5月工业生产情况仍然稳定。

此前的旬报中,我们倾向于认为4月工业增加值增速的回升仍然反映了供应响应的影响,观察后续统计局公布的分行业工业增加值数据,4月对照行业组的工业增加值增速基本稳定,限产行业的工业增加值增速继续回升0.8个百分点。同期,PPI环比增速仍然偏弱。合并来看,供应响应仍然是支持工业企业生产稳定的重要力量。

图1: 限产行业和对照组行业工业增加值实际同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

5月,30大中城市商品房成交面积同比-14.7%,同比跌幅继续收窄。分城市看,一线和三线城市商品房成交面积同比改善更加明显。

一手房市场摇号政策继续蔓延,显示越来越多的城市面临房地产存货不足和涨价压力。尽管金融条件仍然紧张,但低库存成为支持房地产市场周期性回升的

主要力量，这也意味着过去几个季度中房地产新开工和投资增速的下滑，以及对经济的拖累可能接近尾声。

二、PPI 环比可能触底

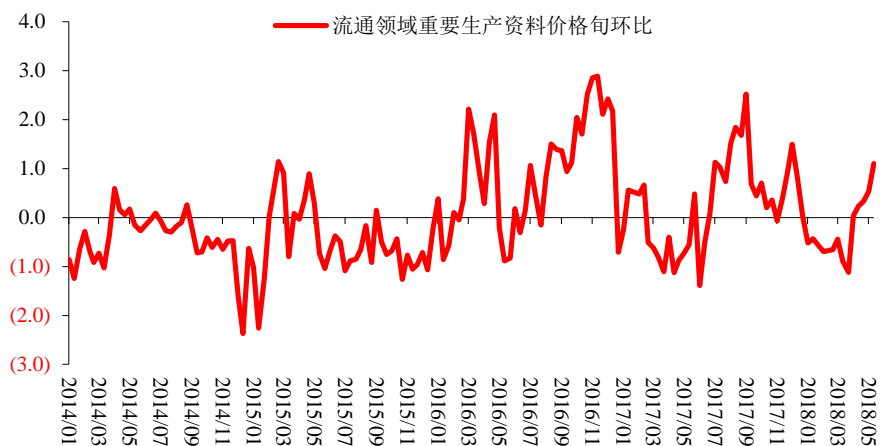
5 月中采 PMI 分项中购进价格指数和出厂价格指数均较 4 月回升，暗示 5 月 PPI 环比增速可能将触底回升。

中旬，流通领域重要生产资料价格环比增速继续回升。分类看，石油天然气、林业产品、农业生产资料类价格涨幅居前。

期货市场上，5 月中下旬，南华工业品期货指数轻微走弱。随着原油价格的回落，南华能化指数回落，金属、贵金属指数也有走弱，仅农产品指数回升 1.7%。

重要商品现货价格中，螺纹钢现货价格维持在高位，水泥价格继续轻微上行。全国高炉开工率进一步回升，已经回到去年 10 月份的开工率水平。

图2：流通领域重要生产资料价格环比，%



数据来源：Wind，安信证券

5 月上中旬，食品分项中粮食、肉禽、蔬菜价格仍然偏弱，到下旬猪肉价格出现反弹，蔬菜价格也有恢复。此外，5 月至今油脂类价格表现相对较强。全月

合并来看，CPI 中食品分项价格仍然偏弱，预计 5 月 CPI 同比仍然处在较低的水平。

今年以来，农产品绝对价格处在较低的水平，原油价格总体震荡上行，在此背景下，阶段性的天气异常对农产品价格刺激较大，市场资金对农产品的投资机会关注较多，苹果、棉花、大豆等部分农产品价格陆续出现过明显上涨。考虑到农产品领域价格可能已经逐步触底回升，以及猪肉价格的企稳，对下半年 CPI 的推动需要留意。

图3：22个省市生猪均价，元/千克



数据来源：Wind，安信证券

4月，统计局公布的工业企业利润同比 21.9%，比 3 月明显提升；企业主营业务收入同比 10.4%，比 3 月提高 3 个百分点。

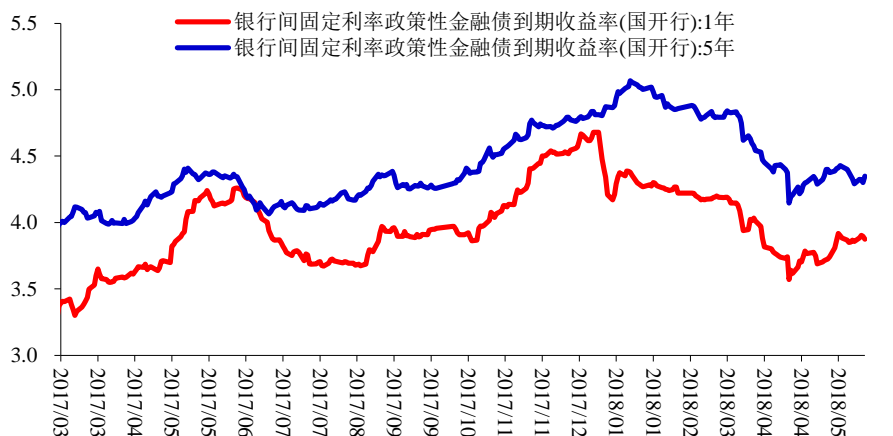
今年根据利润金额测算的利润同比增速与统计局公布的同比增速差异较大，这可能与统计口径的调整，以及去年下半年爆出部分地区统计数据造假后的数据调整有关。因此观察统计局公布的同比增速数据可能更加合理。

单月企业利润增速数据波动较大，从季度数据和累计增速数据来看，过去一段时间，企业盈利水平的下降与商品价格和 PPI 环比增速逐步回落同步。未来两三个月，随着 PPI 环比增速的企稳和反弹，企业盈利状况也将逐步稳定下来。

三、信用收紧有蔓延为局部流动性危机的风险

5月中旬至今，5年期国开债、10年期国债收益率轻微下降，1年期国开债收益率大体走平，1年期国债收益率还略有上行。

图4：国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

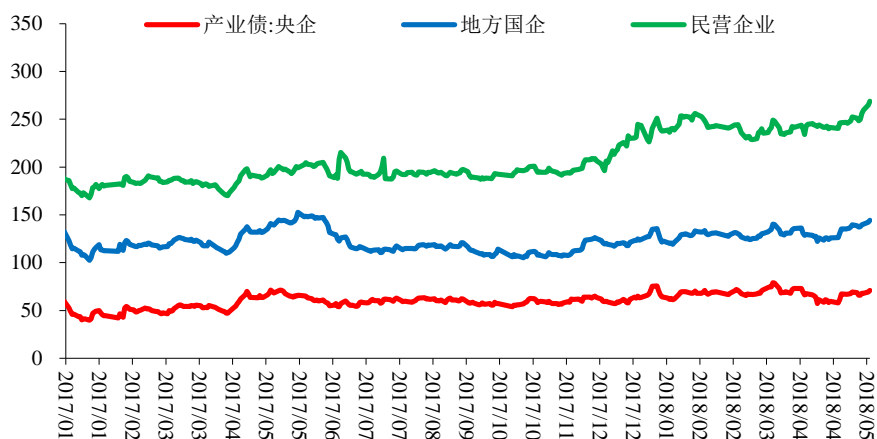
去年4季度以来，在政府加强对表外融资监管的影响下，社融分项中银行贷款以外的融资增速明显下降，与此同时，信贷市场利率水平大幅上升。政策通过创造紧缩的货币信贷环境，来实现去杠杆。这既通过银行体系的资产配置，压低了债券收益率，也表现为信贷紧张并推升了人民币汇率指数，和房贷利率等。

严监管政策带来的信贷条件的紧张更多发生在了民营部门。近期频繁出现的信用违约事件与此密切相关。信用收紧使得一些企业现金流出现问题，其中市场并不担心有政府背景的国有企业，但是民营企业的信贷会被收得更紧。信用收紧

有蔓延为局部的流动性危机的风险。观察央企和地方国企信用债的信用利差变化不大，但民营企业信用债信用利差显著上升。

过去一段时间，信用收紧以及由此引发的市场悲观预期压低了权益市场估值水平，政策的修正和调整仍然需要一定的时间。

图5：信用利差：央企、地方国企和民企，BP



数据来源：Wind，安信证券

四、海外经济

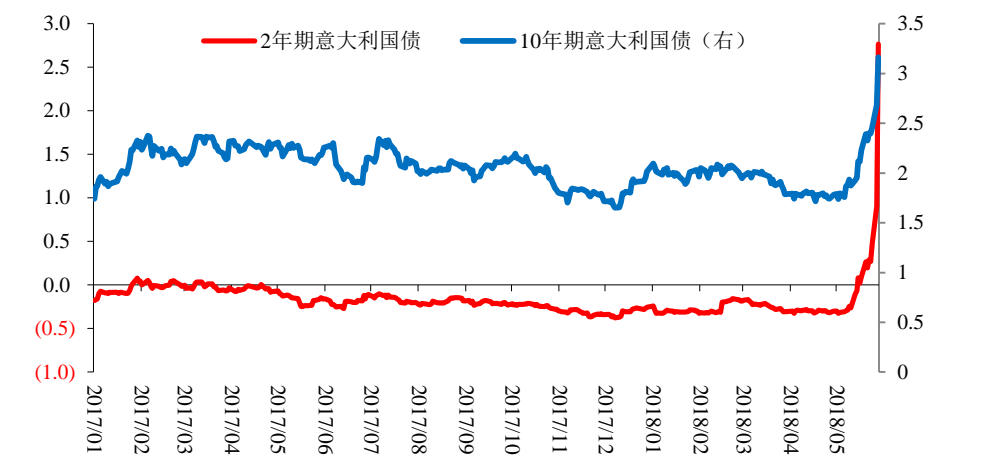
欧元区政治不确定性加剧，经济增长动能偏弱。

意大利总统否决财长人选，提前大选风险上升。总统此前授权弗洛伦萨大学法学教授孔特组阁，财长人选被否之后，孔特拒绝出任新总理，宣告五星运动党和北方联盟的组阁尝试失败。随后总统任命卡洛·科塔雷利为候任总理，并授权他组建临时过渡政府。

在诸多不确定性因素影响下，市场对意大利政府可能实行的激进财政政策和债务违约的担忧不断上升。5月下旬以来，意大利10年期国债收益率上行77bps，2年期国债收益率上行250bps，意大利股指大幅下跌7.5%。市场情绪最为恐慌的

5月29日一天内，2年期国债收益率上行达186 bps，10年期国债上行48 bps。此外，西班牙、葡萄牙等边缘国家也受到显著拖累。

图6：意大利2年期和10年期国债收益率，%



数据来源：Bloomberg，安信证券

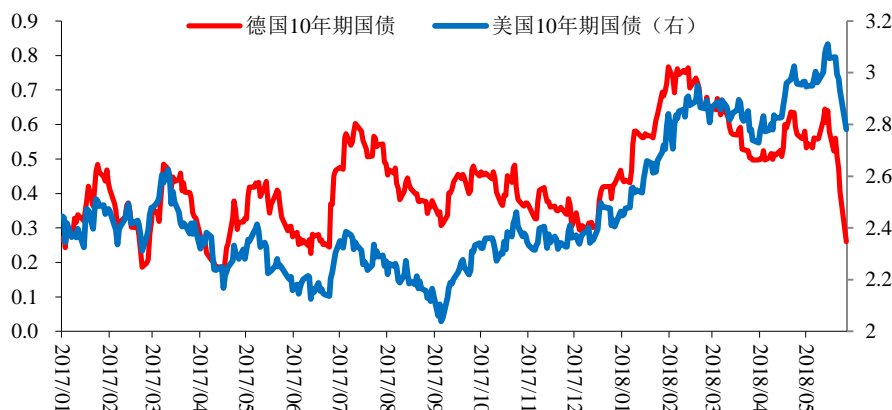
西班牙首相面临不信任投票，不排除提前大选的可能性。5月24日，西班牙高等法院就权钱交易腐败案“居特勒案”宣判，同时对执政的人民党处以罚款，认定他虽然不直接涉案，但获益于非法资金。反对党社会党（PSOE）和我们能党（Podemos）计划对首相拉霍伊进行不信任投票，而公民党要求提前大选，否则将会支持不信任投票。目前社会党、我们能党及公民党席位数合计188，超过议会半数，提前大选可能性较大。国内政治不确定性叠加意大利政局动荡的影响，5月下旬以来，西班牙10年期国债收益率上行11 bps，2年期国债收益率上升25 bps。

政治不确定性以外，欧元区经济增长动能也偏弱。5月欧元区综合PMI录得54.1，较上月下降1个百分点，创18个月新低。制造业PMI初值录得55.5，回落0.7个百分点，德国PMI继续回落。

去年底以来欧元区 PMI 持续下降，经济增长动能走弱，ECB 四月会议纪要表态偏鸽派。如果经济继续放缓，结束 QE 的时间可能会推迟到 7 月份会议，并且首次加息的时间也会晚于当前市场预期。

意大利、西班牙的政治不确定性以及欧元区偏弱的经济数据对德债收益率产生压制，5 月中旬以来，10 年期德债收益率下行 26 bps，达到 1 年内低点，欧元兑美元贬值 1.8%，市场看空欧元情绪浓重。

图7：德国 10 年期国债和美国 10 年期国债收益率，%



数据来源：Bloomberg，安信证券

5 月美国 Markit PMI 初值继续上升，显示经济复苏仍在持续。4 月房产销售不及预期，供给端库存紧张和利率上行抑制了房屋销售短期内的表现，但美国家庭资产负债表健康、税改提振可支配收入、消费者购房需求良好，预计房地产复苏周期尚未结束。

近期贸易摩擦再次升温。美国商务部 5 月 23 日宣布，将发起新一轮以国家安全为由的“232 调查”，本次调查的目标是美国进口汽车。5 月 29 日财联社发布消息称，白宫将于 6 月 15 日公布征收 25% 关税的 500 亿美元中国产品最终名单。中美贸易摩擦在短暂缓和后再次升温。

5月FOMC会议纪要总体偏鸽派。联储表示若经济数据符合预期，联储将很快进行今年第2次加息；目前并不担忧通胀快速上行，不急于调整加息路径。联邦基金利率期货显示6月加息几成定局，2018年加息3-4次仍是基准情形。

欧洲动荡的政局，美联储的鸽派表态，以及沙特、俄罗斯增产表态导致油价快速下跌共同推动10年期美债收益率下降至5月低点。美元指数方面，欧元兑美元的持续走弱推动美元指数达到年初以来高点。往后看，市场对欧元区政治风险的恐慌情绪可能会出现缓解，但美欧经济基本面的强弱差异使得一段时间内美元指数可能继续保持强势。

权益市场方面，受意大利政局动荡和中美贸易摩擦再次升温的影响，市场风险偏好显著下降，全球权益市场普遍下跌。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，高级宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作5年，2014年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、郭雪松分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心**深圳**

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
邮编: 100034