

每周观点辑要

核心观点

- **宏观：二季度经济数据存在回调压力。**1) 4月1日增值税率调整带来的库存扰动因素消失，这是3月工业生产和PMI表现抢眼的一个重要原因。2) 一季度净出口对中国经济的拉动达到1.5个百分点，在全球经济低迷、抢出口效应衰竭的情况下，二季度势必不可持续。3) 目前宽信用仍在半途，我们最新草根调研结果显示，4月信贷的主要投向仍是国企、基建和地产，依旧走在老路上；一季度民企债券违约金额仍比去年下半年之前高出一倍，低等级信用利差仍处于去年下半年以来的高位。因此，货币政策并不会发生基调上的转向、收紧，而将更加注重在流动性平稳的基础上，疏通从“宽货币”向“宽信用”的传导。
- **策略（其予）：**我们的择时模型显示，当前上证指数的5日均线价格即将逼近估算的投资者平均成本（在3130点附近），更多的投资者将面临亏损。另一个维度，目前中证800成分股中站上各自30日均线的比例快速降至17%，指数短期可能超卖。我们的建议是短期转为防御；若指数继续下行，仍有机会降低仓位。
- **策略（何晓）：**政策驱动的早周期板块汽车、业绩确定性高的必选消费和非银金融、以及在5G驱动下的成长板块以及政治局会议强化改革预期下的国企改革板块都会在短期里推升市场估值继续小幅修复。
- **新能源：**推荐关注新能源产业链充电桩板块，主要逻辑未来两年市场规模逐步扩大，该板块部分企业盈利出现改善。
- **商品：**1、黄金：短期震荡为主，中长期配置逻辑不变。2、铜：仍需等待消费恢复，铜价持续震荡偏强。
- **医药：**4月25日晚，九州通披露2018年年报，2018年实现营业收入871.36亿元（+17.84%）；实现归母净利润13.41亿元，（-7.26%）。主要原因是2017年同期公司汉阳地块旧城改建项目征收补偿款5.27亿元扣除成本后计入资产处置收益，导致公司2017年非经常损益金额大幅增加。若扣除非经常损益对利润端的影响，公司2018年实际归母净利润增速达21.61%。预计未来2-3年公司利润端仍将维持20%-30%的增速。
- **消费：**1、天猫平台美妆个护品类整体保持稳定增长态势；2、三垒股份正式更名股票名称为美吉姆；3、首旅酒店2018年度净利润升35.84%至8.57亿元，拟每股派送0.11元；4、中宠股份2018年净利降23.39%至5644.47万，拟10派1元。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

杨其予

qiyang@cebm.com.cn

何晓

xhe@cebm.com.cn

陈秋祺

qiuqichen@cebm.com.cn

王晓璇

xxwang@cebm.com.cn

张静含

jhzhang@cebm.com.cn

袁颖

yyuan@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



宏观：（联系人：张璐，18511892362；钱伟，17600929719；姚世泽，15210838552）

1、二季度经济数据存在回调压力。1) 4月1日增值税率调整带来的库存扰动因素消失，这是3月工业生产和PMI表现抢眼的一个重要原因。2) 一季度净出口对中国经济的拉动达到1.5个百分点，在全球经济低迷、抢出口效应衰竭的情况下，二季度势必不可持续。3) 目前宽信用仍在半途，我们最新草根调研结果显示，4月信贷的主要投向仍是国企、基建和地产，依旧走在老路上；一季度民企债券违约金额仍比去年下半年之前高出一倍，低等级信用利差仍处于去年下半年以来的高位。因此，货币政策并不会发生基调上的转向、收紧，而将更加注重在流动性平稳的基础上，疏通从“宽货币”向“宽信用”的传导。

2、怎么看超预期的美国经济数据？美国一季度GDP大超预期，但主要受净出口和存货驱动，消费增速明显下滑，核心PCE也不及预期。我们对美国经济增长仍然持比较乐观的态度，私人消费与住宅投资有望接替对外贸易和存货投资，成为经济增长新的推动力。但2%以下的低通胀也许是未来一段时期美国经济的常态。

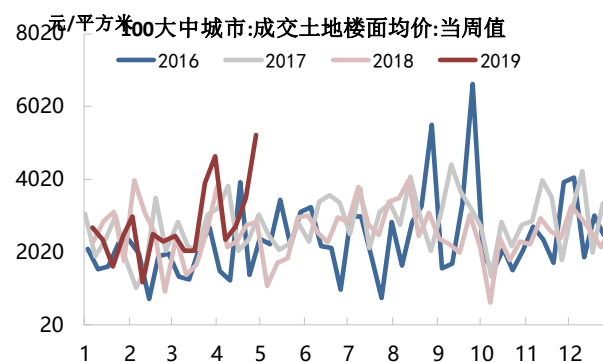
3、需警惕四季度猪价、油价共振，造成通胀压力加重，掣肘货币政策。专家预测非洲猪瘟导致猪的供给大幅减少2亿头，后续猪价仍有50%以上的上涨空间，面对无医可治的疫情，未来2-3年，都将处在高猪价时代。（近期我们就非洲猪瘟、疫苗进展及猪价进行专家调研，详细内容欢迎交流）

研究报告：《怎么看超预期的美国经济数据？》，《3月工业企业利润数据点评：谨防民企扩张低效》，《一二线城市地产回暖意味着什么？》，《海外宏观周报：为何美股财报会超预期》，《国内宏观周报：慎谈拐点》

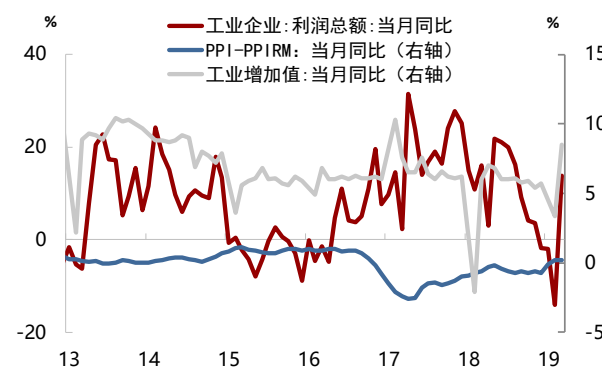
图表 1：30 大中城市商品房成交好于去年同期



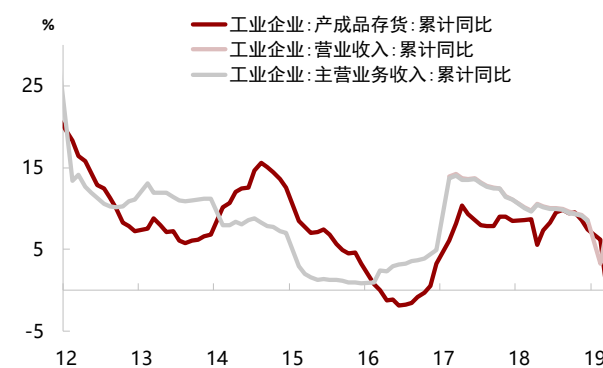
图表 2：本周 100 城土地楼面均价再创新高



图表 3：3 月工业企业利润增速大幅反弹



图表 4：3 月工业产成品存货大幅下挫



来源：Wind，莫尼塔研究

策略：（联系人：杨其予，18628189528；张颖锐，18817655507）

1、A股观点：

上周，货币政策将边际收紧的担忧对市场造成不少冲击。我们认为，前期市场预期打得过满，而在经济底（以及由此确定的政策是否继续宽松）确认之前，已无可观的增量资金。市场估值修复斜率过高，而缺乏进一步利好推动，导致短期内市场重回存量博弈（技术层面变得重要——前期我们持续提示市场内部强度下降）。当前，我们的择时模型显示，上证指数的5日均线价格即将逼近我们估算的投资者平均成本（在3130点附近），更多的投资者将面临亏损（这将为指数带来很大压力）。另一个维度，目前中证800成分股中站上各自30日均线的比例快速降至17%。历史上，指数处于上升趋势时，该指标很难降至10%以下，这意味着短期指数可能超卖，有一定安全边际。结合以上两个维度，我们的建议是短期转为防御，若指数继续下行，建议降低仓位。

2、事件点评：北上资金大额流出，不必过分解读

4月以来北上资金出现大额净流出（截至目前本月北上资金已合计净流出220亿元，创陆股通开通以来最大的单月净流出）。A股4月以来上行乏力，一向被认为持长线投资逻辑的北上资金持续流出，也加剧了市场的隐忧。

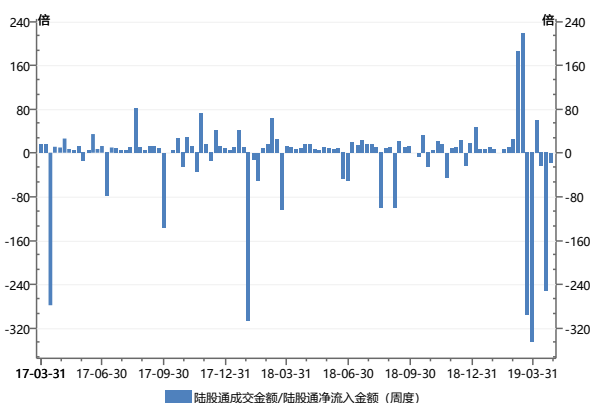
综合两方面因素来看，我们认为陆股通的投资者结构近期或已发生变化，对海外投资机构行为的刻画可能出现了“失真”。

其一，陆股通成交金额较净流入金额之比快速放大。历史上来看，陆股通资金周度成交金额一般不超过净流入（出）金额的30倍，即使是大于30倍的情况也很少连续出现。而今年3月以来，陆股通成交金额快速增加至净流入（出）金额的近200倍，且延续至今。这与外资机构长线投资、低频交易的逻辑存在背离。

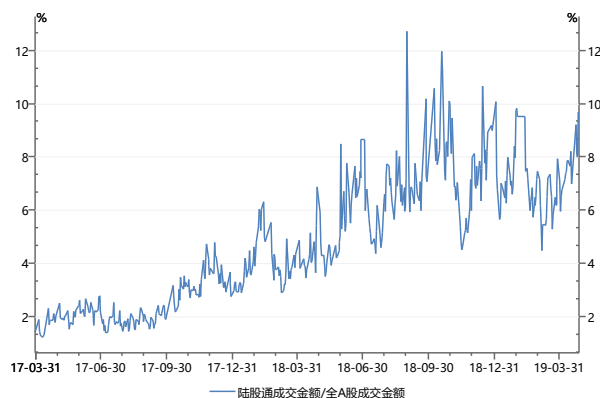
其二，资金动向呈现“追涨杀跌”的风格。此前陆股通资金的动向主要呈现“高买低卖”的逻辑，典型如2017年四季度北上资金依次卖出白酒、家电；2018年则对A股市场越跌越买；2019年3月依次卖出非银、银行、食品、家电。但今年4月以来，陆股通资金开始呈现“追涨杀跌”的风格，仅有的三次单日净流入均发生在上证综指单日收涨1%以上（4月1日、3日和16日）。这意味着陆股通资金的整体动向可能与国内投资者的多空观点趋于一致。

研究报告：《策略专题-如何看待A股长期估值中枢？》，《A股的联动性周期》，《数据量化指标与工具-均值回归的两个角度》，《策略周报-创业板的“科创溢价”还能走多远？》

图表 5：3 月以来北上资金换手频繁



图表 6：北上资金交易额已占全 A 交易额 6%~10%



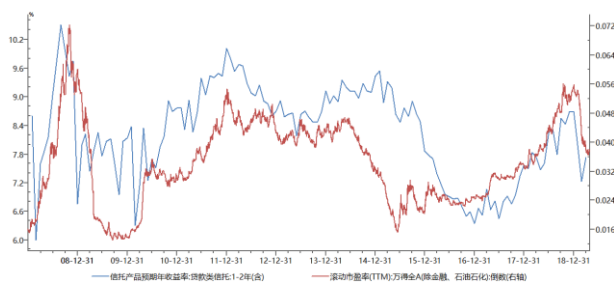
来源：Wind，莫尼塔研究

策略：（联系人：何晓，17317711110）

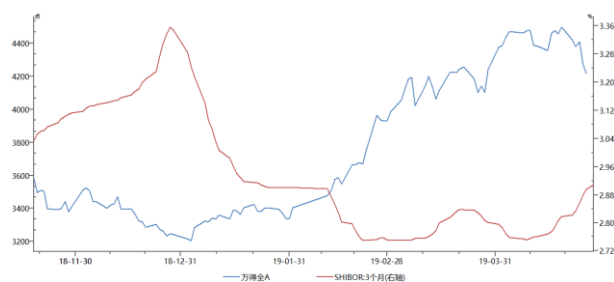
1、市场观点：一季度的反弹是对2018年过度悲观预期的修正，指数的增长更多依赖宽松预期下风险偏好的修复。三月各项经济数据均炒预期，基本面回暖的持续性大概率在二季度得到延续，经济数据恢复反而不利于流动性的边际扩张，市场核心驱动力将从分母端转向分子端，逐步回归基本面，A股试图从beta行情切换到alpha为主的行情，但过高的一致性预期和对基本面改善的持续性存疑又伴随降准预期的落空，市场重心虽小幅上移但赚钱效应并不明显，在技术指标上也面临缩量和顶背离的担忧。短期美元、美债和美股回升带来和内部淡化宽松对于内外流动性产生调整，并且短期内陆股通资金持续净流出，这些因素都使得A股本周产生明显调整。往后看，短期内在面临淡化宽松强调改革的市场调整期，市场依然存在短期的结构性交易机会进行调仓，主要集中在业绩确定性强且受益于通胀担忧的必选消费和养殖业、前期滞涨且受益于政策刺激预期的部分早周期行业、受益于5G大背景下的优质科技创新龙头始终存在，寻找其中前期涨幅较小、充分调整的个股进行调仓。市场当前的平均成本位大约在3000-3100区域，如果行情调整有效跌破该区域的话，则需要短期止盈。从长期来看，在全球流动性宽松和增长乏力的大背景下，IMF下调全球增长预期但提高中国预期，A股仍将是全球资产配置的首选。

研究报告：《莫尼塔研究-每周全球图集-市场短期调整延续-20190428.pptx》

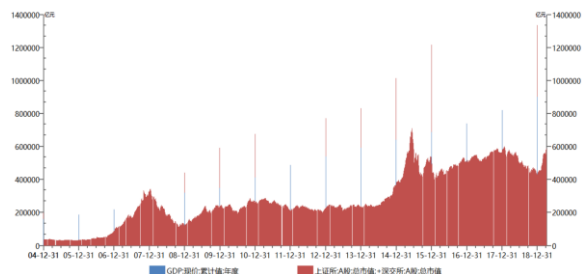
图表 7：伴随 1~2 年期贷款类信托收益率下滑过程中短期回升，估值修复短期内也随之暂缓



图表 8：shibor3m 从 4 月 9 日二次见底之后一路回升，宽松预期的淡化使得 A 股承压



图表 9：证券化率 63%，有相当的安全边际



图表 10：以申万绩优指数为代表的价值股当前估值从上周 51.95%分位数回落至本周 41.8%分位数



来源：Wind，莫尼塔研究

新能源：（联系人：陈秋祺，15601813422；程枫，18516147719）

2020年我国新能源汽车保有量预计为578万辆，对应总充电量需求为116亿kwh：2018年，中国电动车销售量达125万辆，同比增长61%；电动车汽车保有量达261万辆，同比增长70%。根据《十三五国家战略性新兴产业发展规划》：2020年中国新能源汽车产销量将达到200万辆，我们测算2020年中国新能源汽车保有量可达578万辆。按照每辆电动车百公里耗电量20kwh，平均每年行驶10000公里的前提假设，2020年我国电动车充电需求量为116亿kwh。

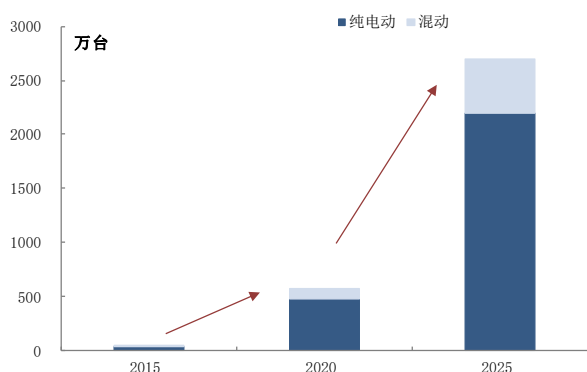
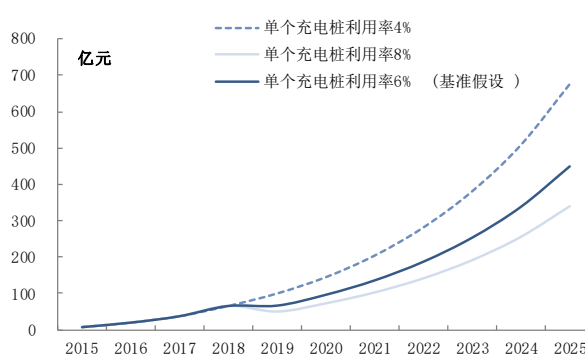
中国车桩比例不协调，2020年充电桩保有量保守估计为114万台：2018年，中国充电桩保有量为78万台，车桩比为3.4:1；距离《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》中提出的车桩比值1:1，尚有一定的距离。我们从以下两个不同的方向展开测算未来充电桩数量：1）满足国家车桩比1:1的设定；2）满足新能源汽车充电量的需求。

方向一：关注车桩比，测算步骤为“新能源汽车-车桩比-充电桩”。2019年和2020年充电桩总数将分别为199万台和578万台。

方向二：关注充电量需求，测算步骤为“新能源汽车-充电量需求-充电桩”。2019年和2020年充电桩数量将分别为79万台和114万台。

预计2020年充电桩市场规模至少为97亿元：价格和数量是估算市场规模的两个因素，我们假定15kw交流桩单价4900元，60kw直流桩单价30000元；根据方向二的充电桩数量假设，若未来两年直流桩占总充电桩数量维持在10%，单桩利用率维持在6%，那么2019年和2020年充电桩设备的市场规模为67亿元和97亿元。

推荐关注新能源产业链充电桩板块，主要逻辑未来两年市场规模逐步扩大，该板块部分企业盈利出现改善。

图表 11：新能源汽车保有量大幅度上涨**图表 12：根据充电需求测算的充电桩市场规模**

来源：第一电动网，莫尼塔研究

商品：（联系人：王晓璇，15866892588）

1、黄金：短期震荡为主，中长期配置逻辑不变。截止3月29日，国际黄金现货收于1295.40美元/盎司，较上月末下跌1.80%；国内金价同期下跌1.76%，收于281元/克。期货方面，COMEX黄金价格收于1290.8美元/盎司，较上月末下跌1.82%；SHFE黄金期货收于283.5/克，较上月末下跌1.29%。

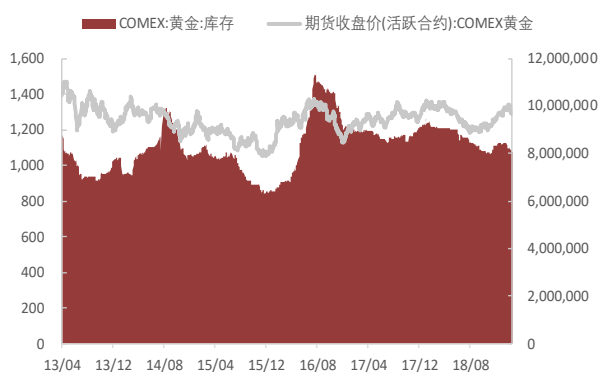
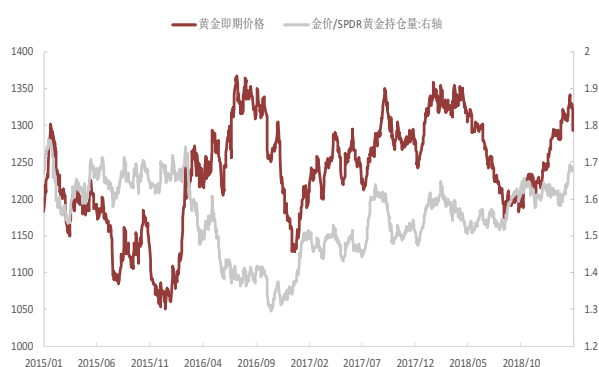
我们认为，4月黄金上行仍乏力，主要逻辑是：1）4月美股虽面临调整风险，但并不具备大幅下跌的基础。2）美国经济下行压力尚有限，实际利率下行乏力，对黄金配置价值的影响偏中性。3）美元指数仍有支撑，不利于黄金上涨。虽然美国经济预期悲观，但美国经济在世界范围来说相对“一枝独秀”，美元指数仍有支撑，不利于金价上涨。4）交易层面看，截止3月28日，COMEX黄金非商净头寸持续增仓，SPDR黄金ETF持仓量达到784.26吨，与上月末基本持平。此外，我们之前一直建议关注金价与SPDR持仓量的比值。由于SPDR黄金基金只能看涨做多，如果没有份额则不能卖出，因此金价与SPDR持仓量的比值更加具有指示性意义。首先，该比值越低，说明金价后市走高空间越阔，处于相对的价格洼地；其次，历史数据显示，如果该比值确认达到由跌转涨的拐点，则黄金上涨趋势得到侧面确认，可以作为跟随入场的时机。目前来看，此比值由涨转跌。

2、黑色及有色：

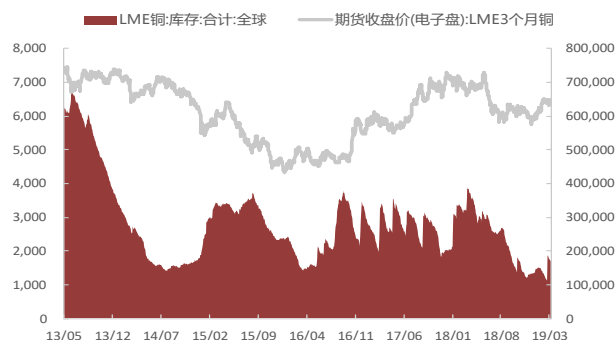
铜：仍需等待消费恢复，铜价持续震荡偏强。截止3月29日，伦铜收于6473.5美元/吨，较上月末微跌，跌幅为0.12%，库存大幅上涨，较上月末上涨31.17%，收于128475吨。截止3月29日，沪铜收于48670元/吨，较上月末下跌2.39%，库存收于185915吨，较上月末大幅上涨51.66%。

上月铜价下跌主要原因包括：1）减税政策正式公布：增值税减少3%，使得铜市场进入BACK结构。造成了市场为赚取税差，投机套利情绪高昂，买近抛远行为大量出现，远期合约不断下跌并带动国内铜价整体中心下移。2）3月国内消费恢复缓慢市场预期的消费旺季并未实现。3）3月下旬LME库存如期出现交仓打压铜价，月底欧洲经济数据超预期的低使得市场悲观情绪再度发酵，大幅利空铜价。

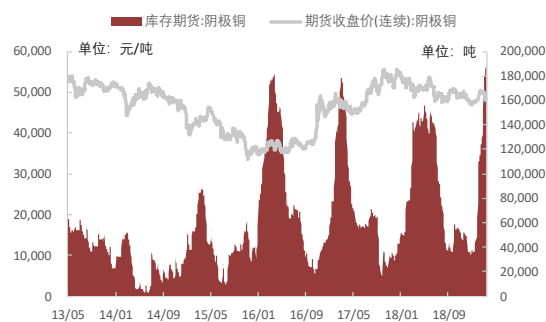
对于4月份来说，市场需求仍待恢复，铜价持续震荡。1）供给端预计有小幅减少，虽然罢工等扰乱事件的影响已不在，但是国内冶炼厂从3月底拉开了年度检修帷幕，供应短期应偏紧。2）需求端目前来看虽已进入传统消费季，但现货成交仍然较为清淡。全球范围来看，全球主要经济体的PMI指数持续下滑，暗示需求较为疲软。3）LME铜近月和远期升贴水略有回升，表明市场对未来价格信心有所上升。4）目前LME、COMEX、SHFE的铜库存较2018年初下降了30.01%，处于十年来历史低位

图表 13：COMEX 黄金价格及库存**图表 14：金价与 SPDR 持仓量比值由涨转跌**

图表 15: LME 铜价格及库存



图表 16: SHFE 铜价格及库存



来源：第一电动网，Wind，莫尼塔研究

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_12876

