

固定收益研究/即时点评

2019年04月17日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1 《固定收益研究：理财在困境中寻找新生》
2019.04

2 《固定收益研究：从秋林违约看黄金珠宝行业信用风险》
2019.03

3 《固定收益研究：复杂环境下兼具定力与灵活》
2019.03

经济早对冲早见效，债市逆风前行

2019年3月经济数据点评

今年尤其应注重经济基本面预期差

一季度GDP同比6.4%，3月边际改善且超预期数据包括，工业增加值同比8.5%、社零同比8.7%、房地产投资累计同比11.8%。而制造业与基建投资表现相对逊色。注重高质量发展决定逆周期力度较以往更有节制，经济增速波动空间或被压缩，更多表现为预期差。当前政策组合下，债市面临的基本面、政策因素仍偏不利，但近期大幅调整后，利率开始进入价值区域，历史中枢附近有强支撑，关注短期跌出来的配置价值和利空密集兑现后的喘息机会。股市盈利预期有所好转，有利于市场行情的延续，但政策合力弱化，两者略有对冲，宏观环境对中大品种更有利。

早布局、早对冲推动经济增速超预期

一季度GDP同比6.4%持平去年四季度，超出市场预期。其一，为应对潜在下行压力，逆周期调控政策早布局、早对冲；其二，宽信用努力见效，低利率环境发挥作用；其三，中美谈判良性发展、股市走强等边际提振微观主体信心。其四，春节错位利好3月数据，但原则上不影响季度表现。本期投资分项地产表现最超市场预期，但后期持续性存疑。我们认为二季度经济仍存惯性，金融数据对实体经济具有领先性，但高质量发展要求决定托底无弹性。市场对下半年经济回暖预期较高，但需要关注房地产投资下行风险，以及全球经济下行、专项债后劲不足等潜在负面影响。

工业生产有所加快，企业利润或有好转

3月规模以上工业增加值同比8.5%，较1-2月累计同比回升3.2个百分点。其一，春节错期因素；其二，企业预期改善；其三，增值税减税落地前，为扩大税收抵扣，企业主动补库存倒逼上游增加生产。分三大门类看，采矿业增加值同比2.2%，制造业同比7.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比7.1%。工业高技术产业增加值同比7.8%。此外，1-2月全国规模以上工业企业利润总额同比降14%，剔除春节因素后与上年同期持平略降，据统计局初步统计，3月份工业企业实现利润情况有所好转。

消费明显回暖，地产后周期品表现亮眼

3月社会消费品零售总额同比8.7%，较上期回升0.5个百分点，显现回暖迹象。其一，随着企业生存压力缓解，就业市场稳定，居民消费信心有所增强。其二，财富效应对消费有所支撑。其三，通胀走高推升名义消费增速。分产品类别看，受地产销售回暖拉动，地产后周期消费品显著走强，家电、家具、建材装潢同比分别回升11.9、12.1、4.2个百分点；可选消费品回温，通讯类、化妆品、服装类同比分别回升5.6、5.5、4.8个百分点；汽车消费仍在低位徘徊，同比降4.4%，较上月回落1.6个百分点。

房地产拉动投资回升，制造业投资回落，基建力度不及预期

1-3月固定资产投资累计同比6.3%，回升0.2个百分点，地产强劲拉动（累计同比11.8%，提升0.2个百分点）、制造业拖累明显（累计同比4.6%，回落1.3个百分点）、基建发力不及预期（累计同比4.4%，提升0.1个百分点）。利润亏损是制约制造业投资增长主因，本轮技改周期顶点已过，企业扩产意愿尚未走强。一季度财政支出增速高于去年同期，反映财政积极发力。但基建投资未出现大幅回升，后续值得继续观察。房地产销售、到位资金、新开工增速回升，但土地购置面积仍大幅下滑。在棚改退潮弱化三四线需求的情况下，预计今年地产投资将在韧性过后缓慢回落。

风险提示：出口超预期回落、房地产投资超预期回落、政策重心调整。

今年尤其应注重经济基本面预期差

去年内部金融去杠杆、外部中美贸易摩擦导致经济下行预期升温，也导致了股权质押风险和民企违约潮之间共振引发系统性风险担忧。去年下半年“六稳”加持，逆周期调节力度加大，力促宽信用，这些宽信用努力在今年开始产生效果。但注重高质量发展，对经济增长速度的要求不高，也不轻易牺牲杠杆率、环保等来推动经济增长，决定了逆周期调节的力度会较以往周期更有“节制”。

在这种政策相机抉择的大环境下，内生动力不足与政策逆周期调节相互角力，经济增速波动空间可能较小，更多表现为预期差。在年初市场极度悲观的情况下，逆周期调节力度加大，导致向上的预期差，反之市场多数预期下半年经济企稳反弹，实际反弹空间也未必能超预期。

图表1：月度宏观数据热力图

宏观指标	市场预期	2019-03	2019-02	2019-01	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04	2018-03	2018-02	2018-01	2017-12
GDP 单季 %	6.3	6.4			6.4			6.5			6.7			6.8			6.7
工业增加值 单月 %	6.0	8.5	5.3		5.7	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0	6.0	6.8	7.0	6.0	7.2		6.2
城镇调查失业率 单月 %	-	5.2	5.30		4.90	4.80	4.90	4.90	5.00	5.10	4.80	4.80	4.90	5.10	5.00	5.00	
投资 累计 %	6.3	6.3	6.1		5.9	5.9	5.7	5.4	5.3	5.5	6.0	6.1	7.0	7.5	7.9		7.2
制造业 累计 %	-	4.6	5.9		9.5	9.5	9.1	8.7	7.5	7.3	6.8	5.2	4.8	3.8	4.3		4.8
基建 累计 %	-	4.4	4.3		3.8	3.7	3.7	3.3	4.2	5.7	7.3	9.4	12.4	13.0	16.1		19.0
地产 累计 %	-	11.8	11.6		9.5	9.7	9.7	9.9	10.1	10.2	9.7	10.2	10.3	10.4	9.9		7.0
社零 单月 %	8.4	8.7	8.2		8.2	8.1	8.6	9.2	9.0	8.8	9.0	8.5	9.4	10.1	9.7		9.4
出口 单月 %	8.4	14.2	-20.7	9.3	-4.57	3.9	14.3	13.9	9.6	11.6	10.7	11.9	11.9	-3.0	43.6	10.7	10.7
进口 单月 %	-0.9	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63	2.9	20.3	14.4	20.7	27.0	13.8	26.2	22.3	14.8	6.6	37.7	4.8
贸易差额 亿美元	153.1	327	41	396	568	419	331	303	262	274	409	234	262	-58	323	183	539
CPI %	2.3	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	2.1	2.9	1.5	1.8
PPI %	0.5	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3	3.6	4.1	4.6	4.7	4.1	3.4	3.1	3.7	4.3	4.9
信贷 亿元	12500	16900	8858	32300	10800	12500	6970	13800	12800	14500	18400	11500	11800	11200	8393	29000	5844
社融 亿元	18500	28593	7030	46353	15898	15239	7420	21691	19391	12254	14877	9518	17761	15848	11894	30793	15865
M2 %	8.2	8.6	8.0	8.4	8.1	8.0	8.0	8.3	8.2	8.5	8.0	8.3	8.3	8.2	8.8	8.6	8.1
M1 %	3.0	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7	4.0	3.9	5.1	6.6	6.0	7.2	7.1	8.5	15.0	11.8

资料来源：Wind，华泰证券研究所

早布局、早对冲推动经济增速超预期

一季度 GDP 同比 6.4% 的增长答卷，持平去年四季度，明显超出市场预期。

我们认为超预期的主要原因来自：

- 1、为应对本轮潜在经济下行压力，逆周期调控政策早布局、早对冲。地方债从一月份开始大量发行，发改委密集审批项目，信贷投放也向一季度集中，较早进行了逆周期对冲。
- 2、宽信用努力见效，低利率环境发挥作用。去年下半年以来，通过专项地方债发行推动中央加杠杆，通过民企纾困、杜绝拖欠中小企业账款等都对宽信用起到了积极作用。而低利率环境本身就有利于经济活力的恢复。
- 3、信心修复。中美贸易谈判朝着良性方向发展、民企座谈会与各类纾困政策出台、股市走强等都对恢复微观主体活力和信心起到了积极作用。
- 4、春节错位对3月份数据好转起到了积极作用，但原则上不影响季度表现。

最超预期的反倒是地产投资

本期投资数据中，地产表现最亮眼也是唯一超出市场预期项。但随三四线需求弱化，后期持续性存疑。其一，销售面积降幅收窄、销售额增速提升。销售回暖也为地产投资提供资金支持，定金及预付款累计同比 10.5%，较上月回升 4.9 个百分点。其二，新开工面积大幅增长，房企趁市场回暖再度加速开工。近期银行、信托等机构对房企融资也有所放松，国内贷款、自筹资金累计同比分别回升 3.0、4.5 个百分点。其三，土地购置面积仍大幅下滑，本轮地产收缩期尚未结束，在棚改退潮弱化三四线需求的情况下，预计今年地产投资将在韧性过后缓慢回落。

经济企稳能否延续甚至回升？

二季度经济仍存在惯性，一些积极因素仍会发挥作用。第一，3月社融存量增速回升至10.7%，金融数据对实体经济具有领先性，预示经济增速仍有惯性。尤其是基建数据在一季度尚未发力，后续能否接力地产值得关注；第二，减税降费政策二季度落地，有助于切实减轻企业负担，激发微观主体活力，顶住下行压力；第三，新闻发言人毛盛勇指出“从调研情况和4月上旬数据来看，出口还是能够保持一定的增长。”

但从中长期角度看，中国经济仍处于新旧增长模式的切换期，加上高质量发展要求，地方隐性债务、房地产仍会受到诸多约束，经济增长的内生动能不强。因此，经济整体托底无弹性的特征难以本质改变。

投资方面，房地产投资惯性预计能保持到上半年结束，下半年下行压力凸显；基建投资呈逐步发力态势；制造业投资预计下行放缓。消费方面，经济企稳有助于增强居民信心，消费意愿有所修复，消费增速有望稳步回升。总体上，短期经济企稳仍有惯性。下半年，市场对经济回暖预期较高，但需要关注房地产投资下行风险，以及全球经济下行、专项债后劲不足等潜在负面影响。

从“经济下+政策上”到“经济企稳+政策观望”

货币政策经历了短暂的观望期，向稳健中性常态回归，危机预防模式褪去。周一央行例会上，货币政策措辞出现了边际变化，重提“总闸门”，并对国内外经济形势的表述更加乐观，其背后是宏观政策效果显现，货币政策重心的微妙变化。MLF减量是对“总闸门”的呼应，逆回购操作是为熨平短期资金面波动。我们认为货币政策在前期承担了较多的救急任务，本质上是一种危机预防模式，近期已经重新兼顾其他传统目标，向稳健中性常态回归。

市场启示

当前政策组合下，债市面临的基本面、政策因素仍偏不利。但经过近期调整之后，利率水平上开始反映诸多利空因素，开始进入价值区域（十年国债3.3-3.55%），历史中枢附近有强支撑，关注短期跌出来的配置价值和利空（金融数据、经济数据、MLF到期续作、十年期国债发行）密集兑现后的喘息之机，整体仍是逆风而行，等待具备安全垫前提下的预期差小机会。我们在去年底经济下行阶段看好政策敏感型资产，包括城投、地产债。经济企稳之后，政策呵护力度不排除有变化，城投债等信用下沉仍要有度。股市盈利预期有所好转，有利于市场行情的延续，但政策合力弱化，两者略有对冲，宏观环境对中大品种更有利。

3月具体数据分析

工业生产有所加快，企业利润或有好转

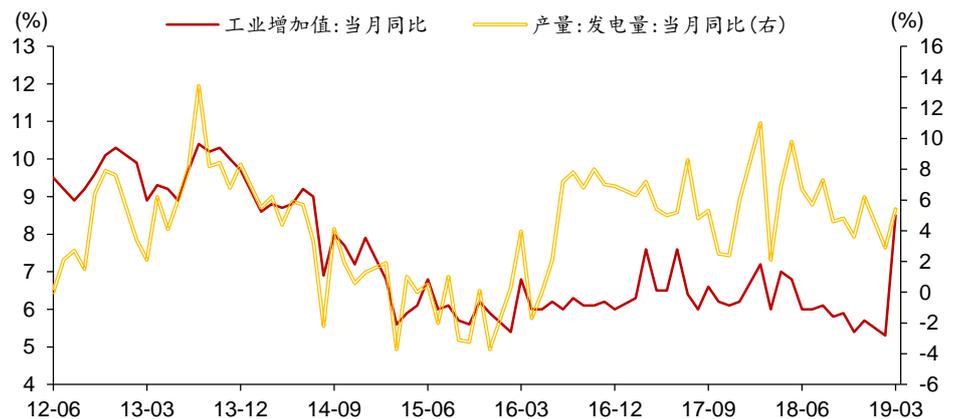
3月规模以上工业增加值同比8.5%，较1-2月累计同比回升3.2个百分点。对比之前：18年一季度至19年一季度，工业增加值的季度均值同比分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%，本月增幅明显，与生产高频数据和PMI相一致。

3月数据大幅回升。其一，春节错期因素。1-2月同比表现较弱，3月表现较强。其二，民企支持政策频频出台，改善企业预期。其三，自4月1日起制造业增值税率从16%降为13%，为扩大税收抵扣企业主动补库存，倒逼上游企业增加生产。

分三大门类看，采矿业增加值同比2.2%，制造业同比7.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比7.1%。工业高技术产业增加值同比7.8%，快于规模以上工业1.3个百分点。

此外，1-2月全国规模以上工业企业利润总额同比下降14.0%，剔除春节因素后与上年同期持平略降，规模以上工业企业营业收入利润率4.79%。据统计局初步统计，3月份工业企业实现利润情况有所好转。

图表2：3月工业增加值同比大幅走高



注：2月数据按1-2月累计同比数据

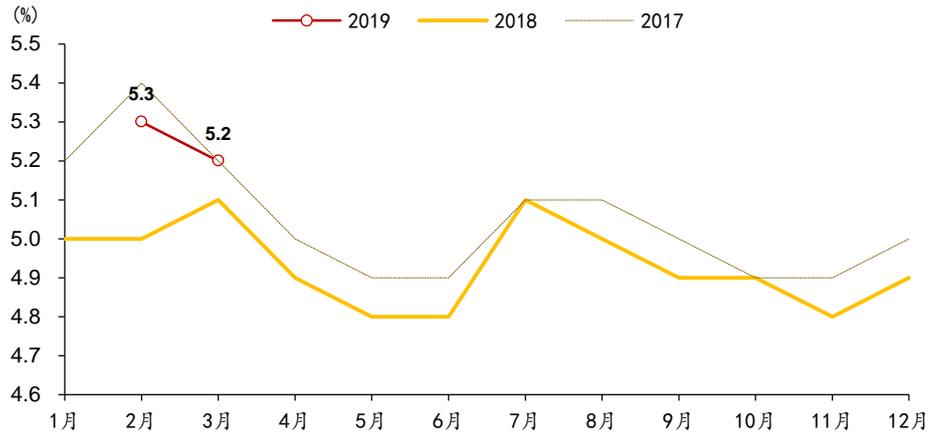
资料来源：Wind，华泰证券研究所

企业生存压力缓解，失业率季节性高点已过

3月城镇调查失业率5.2%，较上月回落0.1个百分点，小幅高于去年同期0.1个百分点，但失业率季节性高点已过。3月出口呈转好迹象、4月中美第九轮磋商取得较好进展，反映东部沿海中小企业状况的财新PMI连续两月大幅回升，外向型企业生存压力缓解。此外，基建发力、地产强韧性同样吸纳就业。失业潮风险降低。

今年两会首次将就业优先提升至宏观政策层面，总理强调财政和货币政策很大程度是围绕就业来进行。我们认为，就业问题是年内政策底线，决定逆周期力度（城镇调查失业率是重要观测指标，5.5%是红线）。目前随着就业压力缓解、经济失速担忧降低，财政与货币政策进一步加码的必要性弱化。但仍需关注7-8月的季节性就业压力。

图表3： 失业率季节性高点已过



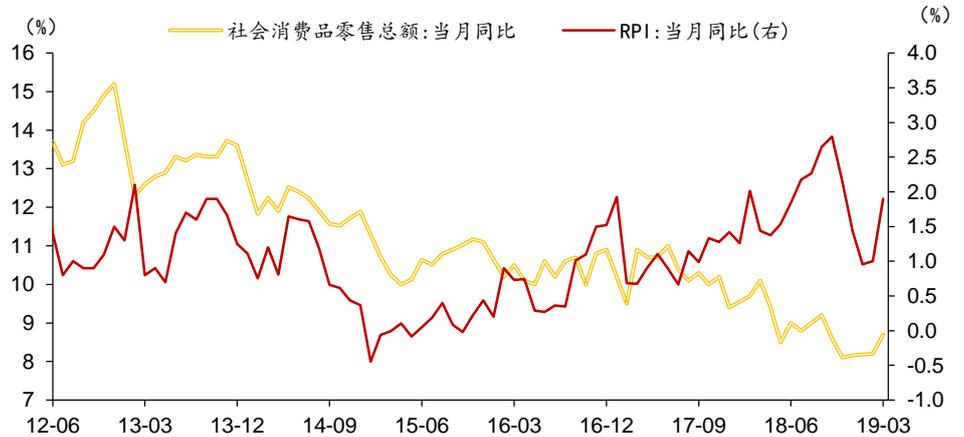
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

消费明显回暖，地产后周期品表现亮眼

3月社会消费品零售总额同比 8.7%，较上期回升 0.5 个百分点，消费显现回暖迹象。一季度社零同比 8.3%（扣除物价实际增长 6.9%），较去年全年增速回落 0.7 个百分点。

其一，随着企业生存压力缓解，就业市场稳定，居民消费信心有所增强。3月居民短期贷款 4294 亿元，同比多增 2262 亿元，反映居民消费意愿改善。其二，财富效应对消费有所支撑。年初以来股市回暖，截至 3 月底上证综指涨幅逾 20%。3 月楼市也小幅升温，百城住宅均价环比涨幅较上月扩大 0.14 个百分点。其三，通胀走高推升名义消费增速。3 月 RPI 同比 1.9%，较上月回升 0.9 个百分点。

图表4： 3月消费明显回暖，价格因素对名义增速有贡献



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分产品类别看（限额以上企业零售）。受地产销售回暖拉动，地产后周期消费品显著走强，家电、家具、建材装潢同比分别回升 11.9、12.1、4.2 个百分点；可选品消费回温，显现居民支出意愿改善，通讯类、化妆品、服装类同比分别回升 5.6、5.5、4.8 个百分点。汽车消费仍在低位徘徊，同比降 4.4%，较上月回落 1.6 个百分点。

图表5：消费表现热力图

限额以上企业零售当月同比(%)	粮油、食品类	服装鞋帽针纺织品类	日用品类	中西药品类	化妆品类	金银珠宝类	文化办公用品类	通讯器材类	家用电器和音像器材类	家具类	建筑及装潢材料类	石油及制品类	汽车类
2019-03	11.8	6.6	16.6	11.8	14.4	-1.2	-4.0	13.8	15.2	12.8	10.8	7.1	-4.4
2019-02	10.1	1.8	15.9	10.3	8.9	4.4	8.8	8.2	3.3	0.7	6.6	2.5	-2.8
2018-12	11.3	7.4	16.8	10.6	1.9	2.3	-4.0	-0.9	13.9	12.7	8.6	5.8	-8.5
2018-11	10.6	5.5	16.0	9.3	4.4	5.6	-0.4	-5.9	12.5	8.0	9.8	8.5	-10.0
2018-10	7.7	4.7	10.2	11.5	6.4	4.7	-3.3	7.1	4.8	9.5	8.5	17.1	-6.4
2018-09	13.6	9.0	17.4	8.9	7.7	11.6	4.9	16.9	5.7	9.9	8.4	19.2	-7.1
2018-08	10.1	7.0	15.8	7.4	7.8	14.1	5.4	6.4	4.8	9.5	7.9	19.6	-3.2
2018-07	9.5	8.7	11.3	9.9	7.8	8.2	1.8	9.6	0.6	11.1	5.4	18.4	-2.0
2018-06	13.0	10.0	15.8	8.5	11.5	7.9	3.5	16.1	14.3	15.0	7.2	16.5	-7.0
2018-05	7.3	6.6	10.3	8.0	10.3	6.7	8.1	12.2	7.6	8.6	6.5	14.0	-1.0
2018-04	8.0	9.2	12.0	8.2	15.1	5.9	18.3	10.8	6.7	8.1	11.4	13.3	3.5
2018-03	11.2	14.8	16.9	10.9	22.7	20.4	12.6	1.6	15.4	10.9	10.2	9.1	3.5
2018-02	9.7	7.7	10.1	10.1	12.5	3.0	-0.9	10.7	9.2	8.5	6.8	9.1	9.7
2017-12	9.7	9.7	5.4	13.5	13.8	0.4	12.7	13.4	8.7	12.5	5.2	10.6	2.2
2017-11	7.5	9.5	7.9	11.0	21.4	4.4	9.5	33.9	8.4	11.9	3.6	10.4	4.2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

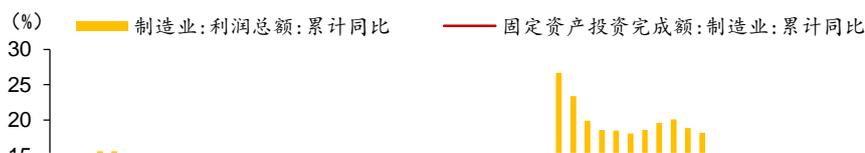
房地产拉动投资回升，制造业投资回落，基建力度不及预期

1-3月固定资产投资累计同比6.3%，较上月回升0.2个百分点，地产强劲拉动、制造业拖累明显、基建加码力度不及预期。

技改需求走弱拖累制造业投资

1-3月制造业投资累计同比4.6%，较上月回落1.3个百分点。前期PPI快速回落、盈利大幅下滑是制约投资增长的主要因素，而本轮技改周期顶点已过，企业扩产意愿尚未走强。1-2月规模以上制造业企业利润同比降15.7%，制约企业扩产能力。全球需求走弱背景下，PPI存在通缩风险，企业扩产意愿同样受抑。

图表6：3月制造业投资回落，利润亏损制约企业扩产能力



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_13064



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn