

经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？

摘要

1 季度经济数据显示经济企稳。虽然在春节错位因素、增值税率调降带来提前备货需求等短期因素驱动下，工业产出在 3 月大幅上行。但前期宽松政策推动的需求企稳也是生产平稳的主要原因之一。需求层面，宽松货币环境下，房地产市场继续强韧，销售小幅改善显示房地产周期存在提前见底可能。而地方政府隐性债务管控下基建投资回升缓慢，存在持续低于预期可能，企业盈利偏弱带动制造业投资继续放缓。总体来看，需求弱平稳，在短期冲击退出之后，4 月份开始经济会回到弱平稳态势。

1 季度平稳的经济数据预示着短期稳增长压力的减缓，1 季度显著发力的财政和货币政策存在回撤可能。央行近期降准可能性有限，公开市场资金投放节奏可能也会有所放缓。而从市场影响来看，前期市场预期已经较为充分的反应了经济企稳预期。单月经济数据只会改变政策节奏，不会改变政策方向。因而短端利率波动会有所加大，但中枢难以大幅上行。4 月初以来债市调整已经较为充分的反应了经济企稳及相应的政策短期调整，债市继续调整空间有限。而股市则同样由于较为充分的反应了经济企稳预期，因而基本面难以继续成为股市推升动力。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

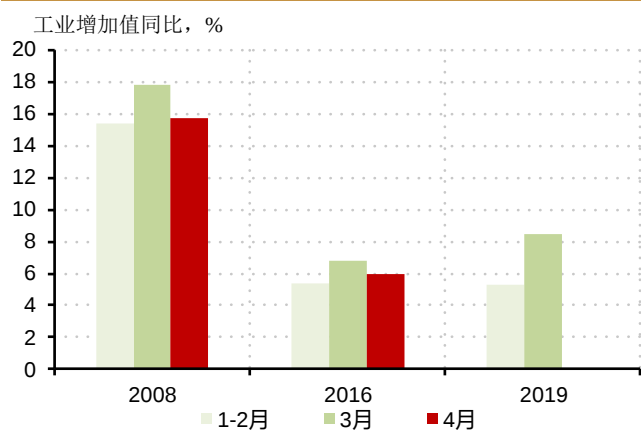
1. 联储 VS 市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第 8 期 (2019-04-17)
2. 如何分析预测季度 GDP：生产法的角度——数据挖掘系列（二） (2019-04-16)
3. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能 (2019-04-14)
4. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示 (2019-04-14)
5. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱 (2019-04-14)
6. 通胀如期回升，但无需过度担忧 (2019-04-12)
7. 全球流动性分析框架 (2019-04-09)
8. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
9. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)
10. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定 (2019-04-01)

1 一季度数据显示经济企稳

一季度数据显示经济平稳。1 季度 GDP 同比增长 6.4%，增速与上个季度持平。其中二产是经济企稳的主要动力，二产 GDP 在 1 季度同比增长 6.1%，增速较上个季度提升 0.3 个百分点。二产企稳回升与工业增加值增速回升一致，特别是 3 月份工业增加值超预期回升一致。3 月工业增加值同比增长 8.5%，增速较 1-2 月回升 3.2 个百分点，显著超出市场预期。1 季度工业增加值平均增速为 6.5%，增速较去年 4 季度提升 0.8 个百分点。

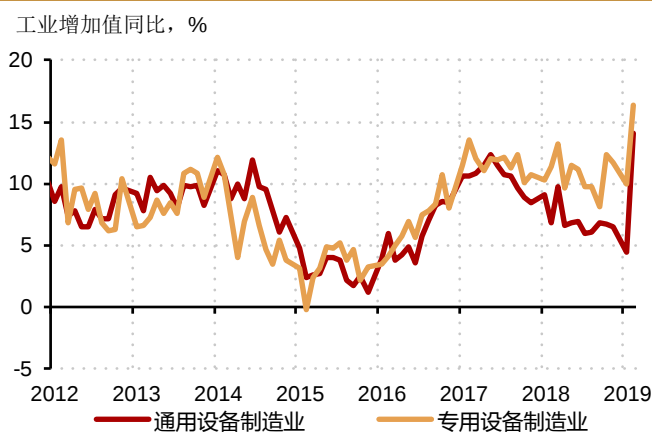
春节因素、增值税前期宽松政策推动的基本面改善共同推动 3 月工业增加值增速超预期回升。3 月工业增加值超预期回升部分受春节错位因素推动，去年春节偏晚形成 3 月低基数效应。春节位置与今年较为类似的 2016 年和 2008 年，3 月工业增加值均较 1-2 月明显回升，平均回升 1.9 个百分点。另一方面，增值税的调降也推升了 3 月工业增加值。由于今年 4 月 1 日起制造业增值税税率将由 16% 调降至 13%，因而下游企业为了扩大税收抵扣量，主动增加备货，推动制造业加快生产。因而，抵税规模较大的通用设备、专用设备等行业增加值在 3 月出现大幅回升，增加值分别较 1-2 月回升 9.7 和 6.4 个百分点至 14.1% 与 16.4%。随着春节因素的退出，4 月工业增加值将再度回落到 5.5%-6% 左右的弱平稳水平。前期宽松政策推动基本面改善，工业生产向下压力显著减轻，或延续弱平稳趋势。

图 1：与今年春节位置类似的年份均存在 3 月工增冒高情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：增值税调降导致 3 月设备生产大幅增加

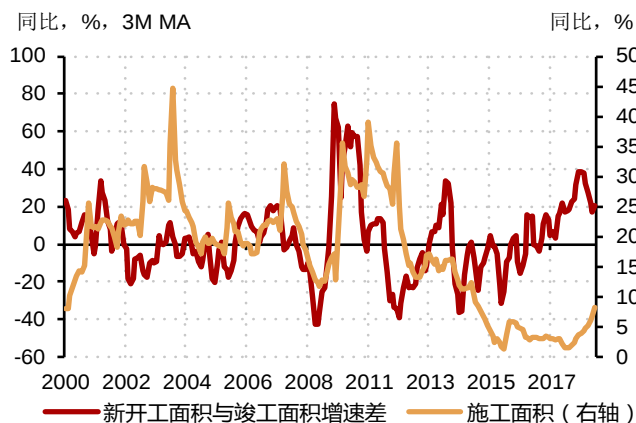


数据来源：Wind，西南证券整理

房地产市场继续呈现韧性。3 月数据显示房地产市场继续改善。随着实体经济资金环境改善，房地产销售面积小幅回升，3 月房地产销售面积较 1-2 月提升 5.4 个百分点至 1.8%。销售回暖推动新开工面积回升，3 月增速较 1-2 月提升 12.1 个百分点至 18.1%。新开工面积增速继续显著高于竣工面积增速，推动施工面积增速持续回升，3 月较 1-2 月回升 1.4 个百分点至 8.2%。施工面积回升继续推升房地产投资，3 月房地产投资小幅回升 0.4 个百分点至 12.0%。

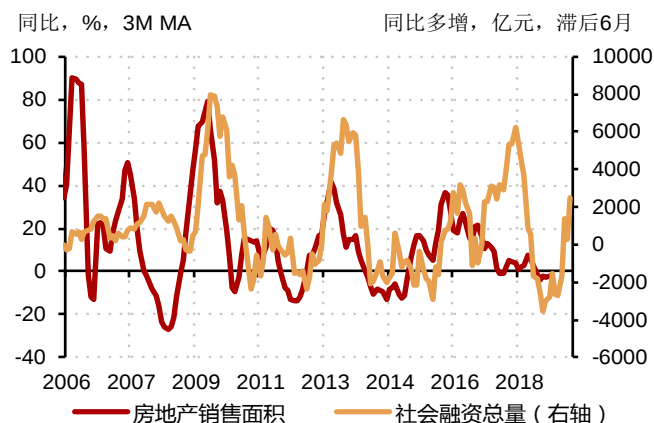
实体货币环境改善有助于房地产销售提前见底。实体货币环境持续改善，社融增速从去年 12 月开始回升，这将推动房地产销售增速持续改善。因而实体货币环境改善有助于房地产销售提前见底。虽然棚改货币化放缓可能对三四线城市继续形成抑制，但货币大环境改善，以及供给不足情况下房价易涨难跌驱动，房地产销售可能提前见底，我们预计房地产销售可能从今年 2 季度开始企稳回升。而从房地产销售与投资关系来看，2 季度销售见底意味着房地产投资或将在今年 4 季度见底回升。相较于此前预期，房地产周期有望提前见底。

图 3：新开工与竣工差推动施工面积回升，进而推升投资



数据来源：Wind，西南证券整理

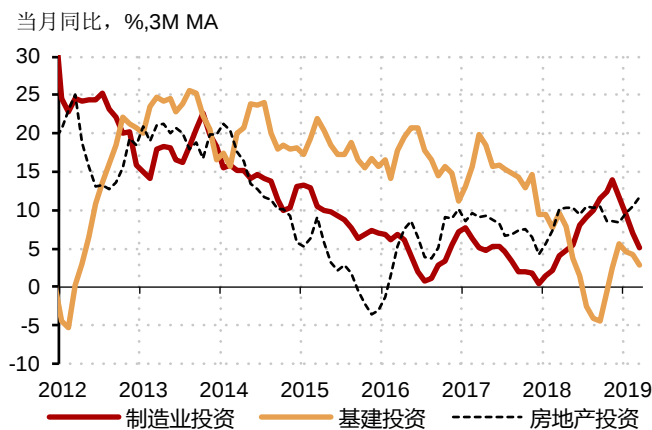
图 4：资金面改善将带动房地产销售增速触底回升



数据来源：Wind，西南证券整理

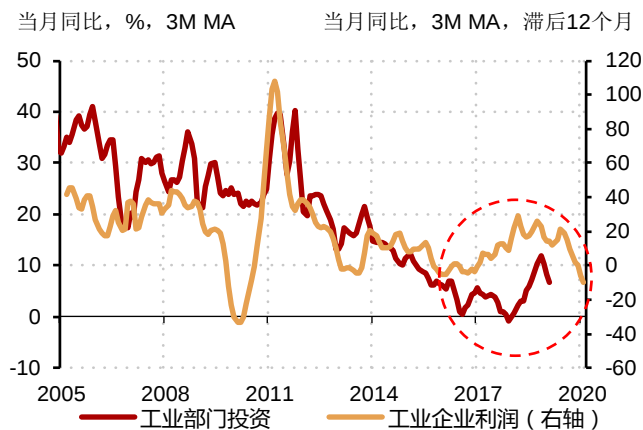
基建投资回升缓慢，制造业投资继续疲弱。虽然去年末开始到今年 1 季度，预算内财政加速发力，去年 12 月至今年 1 季度，财政赤字累计同比多增 9708 亿元，地方政府债今年 1 季度也净融资 1 万亿元以上，但受制于地方政府隐性债务管控以及土地出让收入放缓，整体基建投资资金来源并未明显改善，基建投资回升缓慢。3 月当月基建投资（含电力行业）同比增长 3.3%，增速仅较上月提升 0.8 个百分点。在地方政府债务管控持续情况下，基建投资可能持续低于预期。而企业盈利下行带动后周期的制造业投资继续下行，3 月当月同比增长 3.7%，增速较上月下行 2.2 个百分点。短期内，企业盈利难以明显改善，因而制造业投资或将延续弱势。

图 5：基建投资增速回升缓慢



数据来源：Wind，西南证券整理

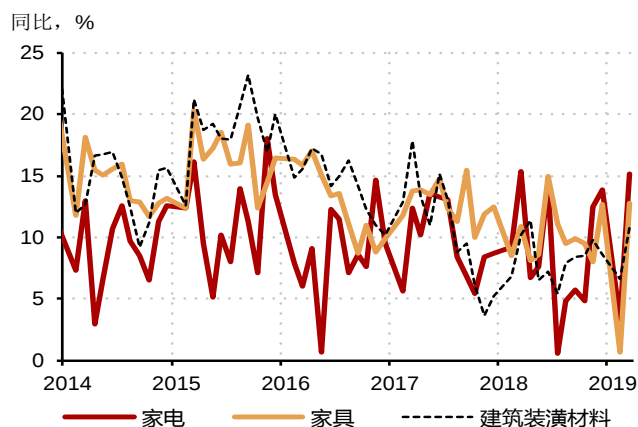
图 6：盈利放缓驱动制造业投资趋弱



数据来源：Wind，西南证券整理

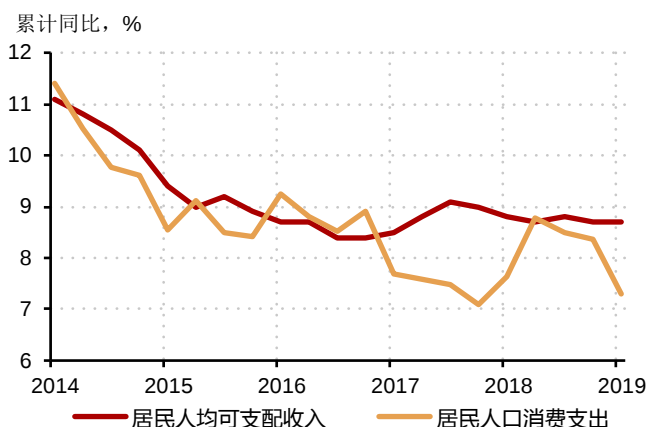
受增值税减税和房地产销售回暖带动，房地产产业链销售小幅改善，但居民收入依然偏弱，后周期的消费改善仍需等待。3 月社会消费品零售总额较 1-2 月回升 0.5 个百分点至 8.7%。受增值税加税和房地产销售回暖带动，3 月家电、家具、建筑及装潢材料等销售均有所回升，是支撑社会消费品零售总额回升的主要动力。但由于居民收入依然疲弱，今年 1 季度居民人均可支配收入同比增长 8.7%，与去年全年持平，收入增长缓慢决定整体消费改善仍需等待。

图 7：房地产相关行业销售回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：居民收入偏弱，消费难以回升



数据来源：Wind，西南证券整理

2 经济企稳后宽松政策或将出现回撤

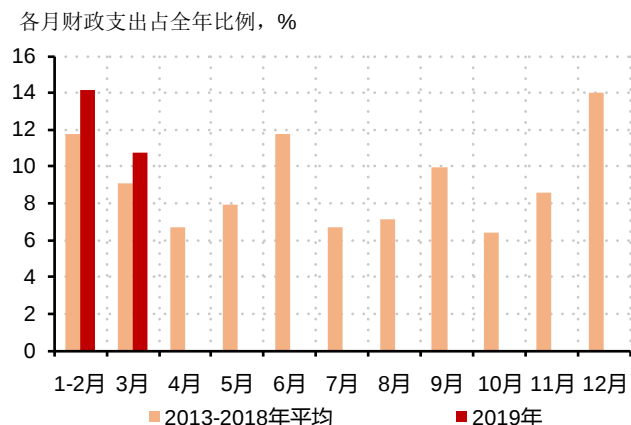
经济企稳获得确认，稳增长诉求下降。随着去年末以来宽松政策不断加码，1 季度经济数据显示经济已经呈现出企稳态势，经济下行压力明显减轻。但另一方面，政策无意推动经济获得过高增速，随着经济企稳，财政、货币等政策均可能出现回撤。

1 季度财政政策透支了未来空间，财政发力节奏将放缓。1 季度财政政策明显发力，财政赤字同比多增 4522 亿元。而今年 2.76 万亿的预算赤字仅较去年增加 3800 亿元，即使用预算数据推算的实际赤字，也仅比去年增加 5190 亿元。1 季度财政赤字大幅多增基本上透支了未来几个季度空间。同时，1 季度地方政府债集中发行，地方政府债累计净融资 1.2 万亿元左右，占到了全年地方政府债新增计划的近四成。随着稳增长压力的减轻，财政政策发力节奏存在减缓可能。

央行公开市场操作显示货币政策发力节奏放缓。松紧适度的货币政策要求社融要与名义 GDP 大体一致。1 季度名义 GDP 为 7.8%，显著低于同期社融 10.7% 的水平。因而未来货币政策也存在回撤可能。今日央行减量续作 MLF，通过短期逆回购投放资金，就是央行进行政策调整的信号。4 月临近集中交税期，央行公开市场资金投放少于往年，同时短期内央行不大可能降准，因而，短端利率的季节波动也有可能加大。央行货币政策回撤可能会带来流动性宽松程度减弱。

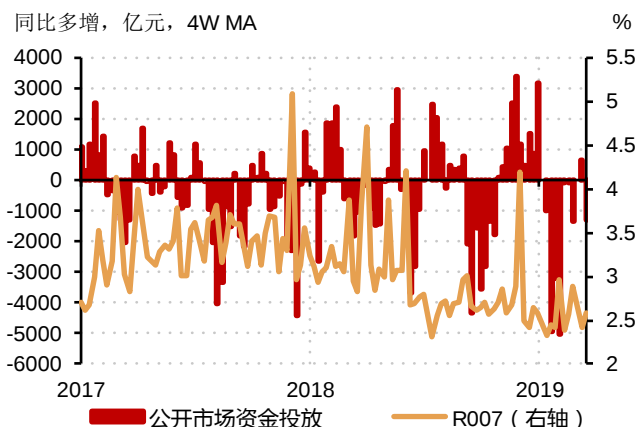
政策调整属于宽松加码后的回撤，并非转向紧缩。财政和货币政策后续调整属于 1 季度强力宽松后的回撤，而非全面转向紧缩。在经济数据仅出现 1 个月的企稳回升，经济企稳基础尚不稳固的情况下，政策不会出现方向性转变。从政策力度上来看，财政或减缓支出节奏，货币政策或减少公开市场资金投放，短端流动性会有波动，但难以系统性趋紧。政策会继续保持随时宽松的空间，以保障经济能够平稳运行。

图 9：一季度财政发力透支未来几个季度空间



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：央行货币宽松节奏或将有所放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

3 后续市场如何变化

债市已经反映了经济企稳预期，利率继续上升空间有限。4月初以来随着经济数据持续改善，债市出现明显调整，10年期国债收益率从3.1%左右持续攀升至3.4%左右。目前债市基本上已经反应了经济企稳预期。我们用CPI、工业增加值、R007月均值和波动率构建的10年期国债利率拟合模型显示，当前经济基本面和短端利率对应的10年期国债利率中枢水平为3.4%，与当前水平比较一致，显示债市已经反映了经济企稳预期。而未来经济显著走强可能性有限，央行宽松政策虽然会有所回撤，但流动性总体宽裕的状况会保持，短端利率中枢很难大幅上行。因而，长端利率继续上升空间有限。如果10年期国债利率继续上行，在基本面并非十分强劲，政策难以方向性趋紧环境下，则可能出现比较好的债券买入机会。

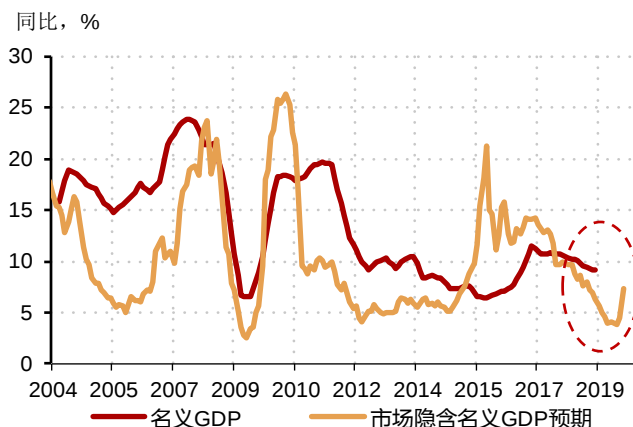
股票市场同样较为充分的反应了经济企稳预期，基本面难以成为推升股市的动力。年初以来政策转变、汇率升值以及中美贸易战缓和推动下，股市悲观预期持续改善。根据我们之前报告《A股走势反应了怎样的宏观预期？——兼论A股未来走势》分析框架。截止4月16日，非金融石油石化滚动市盈率为27.0，隐含的未来半年名义GDP增长预期为7.3%，工业企业利润总额增速预期为1.8%，而今年1季度名义GDP增速为7.8%，与目前市场隐含预期接近，目前工业企业盈利增速甚至低于市场预期。显示当前市场已经充分反应了经济企稳预期，基本面难以成为股市继续上升的动力。而短期如果宽松政策回撤，流动性短期波动将对依赖资金面的成长类资产带来调整压力。

图 11: 债市已经反应了经济企稳的预期, 继续调整空间有限



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 名义 GDP 与 A 股股指隐含的名义 GDP 预期



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 1: 我国宏观经济指标预测

		2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	西南预测 2019-3F	市场预期 2019-3F
CPI	同比%	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.3
PPI	同比%	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	6.0	5.9
固定资产投资名义增速	同比%	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.0	6.3
消费品零售名义增速	同比%	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	8.1	8.3
新增人民币贷款	亿人民币	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	12000	12719
M2增速	同比%	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.2
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	3.0	8.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	-7.0	0.0
贸易顺差	亿美元	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	84.3	124.7
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.70	6.68
存款准备金率	%	17.0	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源: CEIC, Wind, 西南证券。注: 市场预期为Wind 调查的市场预测均值, 其中汇率为即期汇率, 西南预测汇率为中间价

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_13065

