

## 证券研究报告—动态报告/策略快评

## 一周观点回顾

## 总量之声（宏观策略固收观点回顾）

2019 年 03 月 31 日

# PMI 数据显示经济企稳

证券分析师： 燕翔

010-88005325

yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师： 董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

## 宏观经济

### ■ 双轮驱动（增长+通胀）周盘点：本周宏观扩散指数持平上周，肉价带动食品价格继续上涨（20190322）

增长方面，截止 2019 年 3 月 22 日，国信高频宏观扩散指数 B 为 0，指数 A 录得 900，持平上周。通胀方面，上周（03.16-03.22）食品价格在肉价带动下继续上涨，非食品价格有所回落。

## 策略研究

### ■ 策略周报：行情第二波和第一波会不一样（20190325）

展望 2019 年全年，我们认为驱动市场运行的逻辑主线可能主要是两个：一是金融供给侧改革下的资本市场“基础性制度建设”。A 股历史上两次重要的制度建设都是在宏观经济和资本市场发展的重要转折时点上提出的，无独有偶，两次重要的大政方针，既完善了资本市场基础性的制度建设，又带来了股票市场的牛市行情，更是实现了经济的平稳过渡，这正是经济金融共生共荣的真实体现。二是在“宽信用”条件下的“基本面拐点”可期。我们对未来市场行情继续保持乐观，结构上建议重点关注龙头、科技、2B 端，暨盈利（ROE）持续稳定较高的龙头公司、以 5G 和人工智能为代表的科技前沿板块、对公服务 2B 端的优势企业。

### ■ 投资策略：美国收益率曲线倒挂：危机前兆还是虚惊一场（20190326）

美国收益率曲线的倒挂一直被认为是经济衰退的先导指标。从历史数据来看，自 1952 年以来，美国每一次出现国债收益率曲线倒挂的现象，往往会成为经济衰退的前兆。对股票市场来说，由于长短期国债利差与企业 ROA 存在显著的负相关关系，因此期限利差也是预判股票市场走势重要参考指标。但需要特别注意的是，虽然期限利差的预测效应在长期来看是成立的，但短期从“利差倒挂”到“经济衰退”所经历的过程和时滞要远超想象，几个季度甚至几年的背离都很正常。纵观 80 年代以来的三次衰退，期限利差的倒挂领先经济衰退 1-2 年不等，而在利差倒挂刚开始发生的时候，经济的扩张周期往往并未走完，股票市场的走势也并不一定受到利差倒挂的影响，甚至很有可能走出大牛市的行情。最典型的例子是 1998 年 9 月左右美国出现了收益率曲线倒挂，但之后一直到 2000 年 3 月是互联网泡沫中股市涨得最好的时间段。

### ■ 海外股市一周回顾：美债利率倒挂，欧美股市承压（20190326）

总体来看，上周全球股市涨跌参半，新兴市场表现好于发达市场。我们跟踪的 19 个主要市场指数有 11 个指数上涨，全球一级行业涨跌参半。其中房地产行业领涨，信息技术和日常消费品行业涨幅次之。美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 52.5，创 2017 年 6 月以来新低，制造业 PMI 表现惨淡，受上述消息影响，三大股指全线收跌。上周港股走势平稳。从近期已公布的一些基本面数据来看，欧美等主要发达市场经济后期或存在较大的下行压力，美债利率曲线自 2007 年以来再次出现倒挂，同样反映出了市场对美国经济增长前景的担忧，我们认为海外经济放缓将是今年全球权益市场一个较大的风险点，未来全球市场（尤其是欧美等发达市场）权益资产价格走势或存在较大的波动性。

### ■ 行业比较专刊：行业景气多数下行，终端消费依旧低迷（20190327）

整体来看，上游资源品多数行业景气度下行，中游行业景气度分化，而下游终端消费品未见好转。从当前各主要行

业的基本面情况来看，（1）上游资源品景气度多数行业景气度下行，除原油价格继续回升、煤炭价格小幅上涨外，金属价格多数盘整，建材价格回落，化工产品价格持续低迷，农产品中粮食价格多数下降，猪肉价格止跌回升。（2）中游行业景气度分化，机械重卡行业出现回暖迹象，快递行业小幅回升，而电子行业景气度大幅下降，乘用车销量持续低迷，交运整体景气下行。（3）下游未见好转，虽然社消增速止跌，但家电、服装零售额增速均出现断崖式下跌，空调销量、消费电子同比持续负增长，地产销售再次转向负增，传媒行业景气度持续下降，仅食品饮料行业景气度较高。

#### ■ 自上而下盈利高频跟踪模型：2019 年一季度 A 股上市公司盈利前瞻（20190329）

国信策略团队构建的上市公司盈利月度高频跟踪模型显示，我们预计 2019 年一季度 A 股上市公司整体业绩增速将继续回落，出现负增长。通过对截至 2019 年 2 月的各项宏观和行业数据的综合判断，我们预计 2019 年一季度全部 A 股上市公司整体净利润增速将继续下探，降至-0.6%。其中，工业企业利润的大幅下降是导致一季度利润增速大幅下降的主要原因，一季度工业企业上市公司利润增速预计降至-26.5%，非金融上市公司利润增速预计也将回落至-13.5%。而在券商行业增速回升的带动下，金融行业整体增速预计将提升至 11.4%。

### 固定收益

#### ■ 转债市场周报：网下新规重塑打新生态（20190325）

从亨通和迪森的发行制度来看，转债网下打新将迎来新规定，监管文件或将于不久后推出，剑指网下多账户打新。由于近期股市表现强势，转债打新收益可观，以“躺着赚钱”之名深受市场热捧，部分投资者为抢获筹码，申请多账户顶格打新，申购金额远远超出其实际资金实力，将中签率一度压至 0.01% 之下的历史低位。而推出新规后，网下打新生态将被重塑，以下几点值得注意：1）中签率将有所提升；2）一级配售结构将更均衡；3）二级定价回归中性，上市抛压或将降低。

#### ■ 固定收益衍生品策略周报：多空因素交织，债市延续盘整走势（20190325）

从 1906 合约的净基差来看，在二季度债券市场面临较大压力的背景下，我们预计国债期货的净基差水平在二季度不仅可能不会下降，反而有较大的概率继续上升。在这一假设下，1906 合约上的反向套利力量将会逐渐增加，空方也可能会主导 1906 合约向 1909 合约的移仓过程，因此国债期货的跨期价差届时有可能出现上行或者维持高位。

#### ■ 高收益债周报：3 月非金融债券净融资有所回升，但宽信用向民企的传导仍显滞后（20190328）

截至 3 月 26 日，3 月国内非金融企业信用债净融资量约 1584 亿元，较 2 月的 831 亿净融资量有所回升，但低于去年 3 月的 2801 亿元净融资。3 月产业债净融资较 2 月明显回升，其中制造业净融资继续回落至负值区间，采矿业、建筑业、其他行业净融资均有所回升。此外，其他行业中，房地产行业净融资仍然维持较弱的格局。3 月地方国有企业和中央国有企业产业债净融资均有所回升，而民营企业产业债净融资量则继续回落，仍处在负值区间。民营企业产业债净融资已经连续 4 个月处于负值区间，宽信用向民企的传导仍显得较为滞后。

#### ■ 专题报告：国债期货对金融债、信用债的套期保值分析（20190329）

当前债市处于牛尾阶段，进入二季度，随着名义增速将企稳回升，预计长期利率将展开相对剧烈的上行，债券市场面临的压力较大。届时，市场上的套期保值需求将会有所上升。本文正是针对这一情况，介绍了利用国债期货进行套期保值的一般方法，并对金融债、信用债的套期保值进行了实证分析。

#### ■ 专题报告：又有哪些企业违约了？（20190326）

2019 年以来，债券违约的节奏有所放缓，但是违约个数仍不少。从首次违约主体个数来看，截至 2019 年 3 月 22 日，实质违约 8 个。违约数量相比 2018 年三、四季度下滑较多，但仍大于 2018 年一季度。2019 年至今实质违约民营企业中，我们总结如下：1）除了秋林集团外，其余 7 家均存在长期债务负担偏重的特点；2）部分企业经营现金流净额存在持续为负的特征，比如东方金钰和秋林集团；3）部分企业财务报表粉饰，比如康得新“大存大贷”、国购投资“投资性房地产产生的其他综合收益占比较大”、众品股份“应收账款和其他流动资产占总资产比重较高”、宝塔石化“无形资产占总资产比重偏高”、三胞集团“商誉资产偏高”等。4）非财务方面，发行主体是上市公司或者存在上市子公司时，可以关注上市公司的“股权质押比率”、“股权冻结”以及重要股东减持情况。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032

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\\_13421](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13421)

