

回归基本面

证券研究报告
2019年03月19日

作者

开年以来激发 A 股强势行情的原因是多方面的，展望后市，在前期众多利多因素陆续兑现或面临更新后，预计以估值修复为主的全面普涨告一段落，下一阶段市场风格可能转向以基本面为主导的结构性行情。

3 月以来，我们从实体、金融、流动性、通胀等几个方面对开年至今的宏观经济基本面进行了详细梳理，现汇总如下。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

风险提示：全球经济下滑幅度超预期；中美贸易谈判进展不及预期

相关报告



开年以来激发 A 股强势行情的原因是多方面的，外有美联储意外转鸽、全球权益市场 risk-on、外资加持 A 股，内有宏观数据真空期下的货币宽松和财政加码、资本市场改革以科创板为依托蓄势待发，中美谈判看上去也颇有进展。当行情初步逆转后，市场情绪在宽松流动性和友好政策的呵护下迅速升温，赚钱效应和增量资金相得益彰。相比之下，18 年底一度近乎无人看空的债券市场则出现震荡调整。

站在 1 季度末尾，我们在 18 年 12 月的年度报告《胜而后战：2019 年中国经济和投资展望》和《2019 年可能存在的 3 个预期差》中所预测的“2019 年股债 N 字型”已经走出了第一笔。

展望后市：国内方面，经济仍在下行但数据真空期已过，货币政策也进入信用传导效果的观察期，流动性暂时难以进一步宽松，两会窗口期过后即将迎来中美高层间的进一步对话；美股方面，估值修复与盈利下滑之间的对抗正处于不稳定的边缘，联储意外转鸽后的流动性宽松预期已充分定价，联储态度摇摆和业绩大幅下修使美股随时可能转向 risk-off。对于 A 股，在前期众多利多因素陆续兑现或面临更新后，预计以估值修复为主的全面普涨告一段落，下一阶段市场风格可能转向以基本面为主导的结构性行情。

3 月以来，我们从实体、金融、流动性、通胀等几个方面对开年至今的宏观经济基本面进行了详细梳理，现汇总如下。

一、实体

开年以来的宏观实体数据与此前观察到的高频数据/领先指标指向结果基本一致，工业生产偏弱，内需外需尚可，实体经济仍在短周期下行期，但失速下滑的风险已经显著降低。

1. 固投

详见《2019 年制造业投资增速怎么看》、《数据真空期下的经济基本面表现》

投资作为三驾马车中最容易被政策触达的一项，底部已经在 18Q3 出现（5.3%），未来 1-2 个季度仍对经济起托底作用，但固投增速进一步向 6%以上反弹的空间也不大，年内可能是震荡走势。

整体来看，1-2 月固投增速略超预期，主要原因在于房地产投资增速超预期。但需要注意的是，统计局在公布新一年固定资产投资数据时，会“根据统计执法检查 and 第四次全国经济普查单位清查结果，对上年同期固定资产投资数据进行修订，增速按可比口径计算”，可见虽然 1-2 月 6.1%的固投同比增速是对 18 年同期固投金额进行了可比口径调整之后计算得到，但 18 年的固投增速（全年 5.9%）所用口径与 19 年并不相同，因此 5.9%与 6.1%这两个数据并不具有完全的可比性。

1) 房地产

房地产新开工不旺，1-2 月房地产新开工面积增速较 18 年底显著回落（17.2%→6%），但房地产开发投资增速超预期（9.5%→11.6%），主因建筑工程和设备工器具投资快速回升（-2.3%→9.4%、-1.7%→30.4%），竣工端依然低迷（-7.8%→-11.9%）。

按照我们去年报告《如何理解最近一年房地产数据的“异常”》中的“高周转”逻辑，18 年房地产链条主要在前半段做文章（开工、施工、预售），2019 年需要补齐后半段（建筑、安装、竣工），因此预计房地产建安投资增速和竣工增速会先后回升，也是促成 19 年下半年经济阶段性企稳的重要因素。考虑到近期房地产开发到位资金情况不佳，房地产投资增速可能在 1-2 月脉冲式反弹后暂时回落，但仍高于去年水平。

2) 基建

基建开工相对较好，1-2 月基建投资增速如期回升（3.8%→4.3%），上半年将持续托底投资。不过，当前政策基调下基建总量弹性依然有限，同时结构分化明显：中央财政相对宽松，主导铁路运输业投资增速大幅反弹（-5.1%→22.5%），拉动基建整体回升 1.4%；地方财政仍被债务问题制约，对基建回升贡献不大。待专项债、城投融资等资金陆续到位后，地方基

建贡献有望提高。

3) 制造

制造业投资 2018 年的高景气兼具周期性因素（上游行业从盈利修复转向资本开支、房地产新开工需求旺盛、机械设备集中更新换代）和结构性因素（高技术制造业持续高增）。2019 年，综合企业资金周转、民间经营状况和周期性行业景气度三个维度，预计制造业投资周期性因素减弱、结构性因素持平，**投资增速小幅回落（9.5%→5.5-6.5%），节奏上前高后低，年末企稳。**

2. 消费

社零消费增速企稳（12 月当月 8.2%（18 全年 9%）→8.2%），后续在通胀中枢上移、原油价格企稳、个税增值税下调等因素作用下，社零增速快速下沉至“7%”台阶的概率不大；但在实体经济下行、企业盈利居民收入增速下滑、棚改货币化力度减弱的大背景下，显著反弹的空间也很小，**短期可能看不到明显的方向性变化。**

3. 出口

1-2 月出口受春节效应影响较大，应将 1 季度数据结合起来看。春节效应下 3 月出口增速显著反弹概率较大，**预计 1 季度出口增速在 1-2%左右**，较 18Q4 小幅回落，韧性尚可。但参考 BDI 等领先指标，**2 季度出口增速回落压力较大，可能是内需企稳后继续拖累经济企稳的重要因素**，后续应密切关注。

二、金融

详见《2 月金融数据对全年市场有哪些指示？》

2 月社融信贷增速虽然较 1 月脉冲式回落，但 1-2 月增速仍较去年年底回升，为后续经济企稳打下了基础；信贷质量环比有所改善，但同比过去两年还有差距。**预计社融增速全年在 10-11%之间窄幅震荡运行，对市场走势的扰动逐渐减弱。**

随着总量数据（社融增速、M2 增速）钝化，后续可以更多关注社融信贷结构和高弹性 M1 的变化。**预计 M1 同比增速底部已现，全年震荡回升至 7-9%，对应全年来看股市表现大致为高波动和中枢回升，PPI 和名义经济增速企稳修复的时点在 3 季度左右。**

三、流动性

详见《3 月流动性前瞻：疯狂时需要冷静》

1-2 月货币市场流动性过于宽松，DR007 回落到 2016 年 9 月的水平，且与 7 天逆回购利率（2.55%）长时间倒挂。利率市场化进程中，为保证利率走廊的有效性，货币市场利率不应长时间突破走廊边界，因此央行需要适当收缩流动性。

此外，在经历了开年以来的流动性宽松后，**货币政策已进入效果观察期**。总量层面，1-2 月社融增速、M1 增速已经反弹；价格层面，本轮货币市场利率的快速下行始于 18Q2，票据融资利率基本同步下降，一般贷款利率从 18Q4 开始下行，能否继续下行有待进一步观察；住房贷款利率受政策干预更强，17Q1 以来持续上升，预计后续也有下行空间。从 1-2 实体数据来看，经济仍在下滑但内需尚可，失速下滑概率较低。

整体来看，3 月货币政策进一步放松的概率不大，DR007 中枢可能较 1-2 月有所回升（2.5-2.6%），接近 2018 年 4 季度的水平。**对于中期的流动性环境，在基本面没有明显企稳迹象之前，我们仍然较为乐观，上半年货币政策出现转向的概率不大，近期建议密切关注美联储 3 月议息会议（北京时间 3 月 21 日凌晨）。**

四、通胀

详见《年末的黑天鹅：警惕 Q4 猪油共振下的通胀压力》

非洲猪瘟严重性超预期、原油供给端的诸多不确定性带来了 19 年“猪油共振”推升通胀的风险。另外，随着社融增速企稳、M1-M2 剪刀差收敛，PPI 通缩的概率和预期深度降低，对非食品 CPI 的拖累也有所减轻。

综合猪油共振和其他因素，预计全年 CPI 前低后高：Q1 年内低点，3、4 月反弹但幅度温和；Q2 开始上升，6-7 月出现年内第一次高点；Q3 回落但保持较高中枢；Q4 再度冲高，11、12 月压力较大，“猪油双高”的情形下 CPI 可升至 3%。

通胀预期可能在年中前后升温，需重视耐消板块的投资弹性；但“非核心”因素拉动 CPI 尚不足以令货币政策转向，货币政策后续的宽松空间仍取决于信用扩张和经济运行，维持全年利率走势“N 字型”的判断。

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_13622

