

## 宏观周报

# 经济弱势开局，下行幅度有限

### ■ 核心观点

第一，本周公布的 1-2 月宏观经济数据依然疲弱：社零增速处于下行趋势，受制于居民收入增速的持续下行和居民高企的杠杆率，消费短期难有起色；房地产投资受制于行业景气度的低迷，1-2 月房地产投资的回升难以持续；制造业投资受实体经济终端需求影响较大，目前还在下滑。结合之前公布的 2 月份 PMI、外贸、及物价数据显示当前经济整体走势偏弱，短期仍存在下行压力。

第二，房地产调控大概率不会大幅放松，基础设施建设成为本轮政府稳增长的重要抓手。基建投资在积极财政政策的支持下有望实现两位数的反弹，有助于对冲经济下滑幅度。

第三，减税降费政策落地之快，略超市场预期。随着一系列逆周期调控政策的出台和发力，经济短期下行幅度料将有限。中国经济增长速度有望在年内二三季度出现企稳迹象，2019 年 GDP 增速会呈现“前低后高”的态势，全年大概在 6.2-6.3% 左右。

## 本周市场重点

### ■ 1-2 月经济数据疲弱，经济下行压力仍存

本周公布的 1-2 月宏观经济数据依然疲弱，短期经济仍存在下行压力。具体来看：其一，1-2 月份社会消费品零售总额同比增速 8.2%，与 2018 年 12 月基本持平，但仍处于下行趋势。与 2018 年汽车消费是主要拖累有所不同，2019 年 1-2 月汽车销售同比增速较去年 12 月降幅收窄 5.7 个百分点，拖累 1-2 月社会消费品零售总额增速的主要是房地产相关类消费。为了扩大内需，发挥消费对经济的支撑作用，发改委等部门制定出台了稳住汽车、家电等热点产品消费的措施。我们认为这些措施有助于边际上改善消费的下行速度，但难以扭转消费的下行趋势。其二，固定资产投资缓慢爬升，但下行风险较大。1-2 月固定资产投资增速较去年上升 0.2 个百分点至 6.1%，其中主要受房地产投资超预期的回升。1-2 月房地产投资增速的上升可能主要受施工面积增速上升推动，但鉴于房地产行业仍处于下行周期，房地产投资的回升难以持续。从历史来看，自 2006 年以来的三个房地产销售面积负增长时期，都出现过房地产投资的大幅下跌。制造业投资虽然是固定资产投资最重要的组成部分，但很大程度上是出口、消费、房地产和基建的引致需求，受实体经济终端需求影响较大。当前实体经济还未出现明显的企稳迹象，制造业投资的下滑符合市场预期。其三，生产端 1-2 月工业增加值增速 5.3%，较去年 12 月的 5.7% 下滑 0.4 个百分点，延续去年 9 月开始的下滑趋势。三大行业中，制造业增加值增速较去年 12 月上升 0.1 个百分点，采矿业和电力燃气水的生产供应业分别下滑 3.3、2.8 个百分点。在需求较弱的背景下，企业具有主动去库的倾向，进一步导致了生产端的弱势。总体而言，结合之前公布的 2 月份 PMI、外贸、物价及金融数据显示当前经济整体走势偏弱，稳增长的政策效果尚未显现，短期经济仍存在下行压力。

## ■ 短期下行幅度有限，经济预期改善

每当经济出现下行压力时，房地产投资和基础设施建设投资成为我国稳增长的重要抓手。相比之前稳增长政策，本轮政策多次强调不搞“大水漫灌”。总理在记者会上强调，“搞量化宽松，超发货币、大规模提高赤字率等措施，一时可能有效，但会带来后遗症，所以不可取。还是要坚持通过激发市场活力，来顶住下行压力”。这意味着房地产调控大概率不会大幅放松，基础设施建设成为当前政府稳增长的关键。2019年1-2月基础设施建设增速（不含电力）延续去年10月以来的回升态势，较去年全年上行0.5个百分点至4.3%。根据两会的政府工作报告，纳入地方专项债计算的广义财政赤字率升至4.98%，较去年提高1个百分点，能够为基建提供资金支持。**我们认为基建投资将在积极财政政策的支持下有望实现两位数的反弹，有助于对冲经济下滑幅度。**

2019年货币政策延续2018年稳健偏宽松的基调，更加注重货币政策传导机制的修复和中小民营企业的融资环境改善。财政政策成为今年稳增长的主要发力政策，2019年减税降费规模由去年的1.3万亿提高到2万亿。制造业的增值税率降低3个百分点，高出市场预期的2个百分点，并于4月1日开始落地减增值税（去年为5月1日落地），5月1日实施降社保费率。两会后次月便开始政策落地，速度之快彰显政府减税降费的决心。**我们认为随着一系列逆周期调控政策的出台和发力，经济短期下行幅度料有限。中国经济增长速度有望在年内二三季度出现企稳迹象，经济预期改善。预计2019年GDP增速会呈现“前低后高”的态势，全年大概在6.2-6.3%左右。**

## 上周市场动态

### ■ 总理记者会点评：稳定经济与扩大开放双管齐下

**事件：**3月15日，国务院总理李克强在人民大会堂三楼金色大厅会见采访十三届全国人大二次会议的中外记者并回答记者提出的问题。

**点评：**1）保持今年经济增长的基本稳定是可以确定的方向。未来政府不会过度使用刺激型政策（超发货币、大幅提升赤字率），但政策仍将偏向于积极的方向，进一步降准、降低实际利率水平都是可以采用的方式。2）4月1日减增值税（去年为5月1日落地），5月1日降社保费率，可见今年减税降费落实的速度较快。在经济下行压力增大、工业品价格面临通缩的前景下，大力减税降费无疑将显著减轻企业的经营压力。3）总理对进一步开放强调颇多，且重点提及了对于知识产权的保护。事实上从2018年以来召开进博会、加快自贸区推进、加快金融领域对外资开放等一系列措施即可看出，进一步开放本就是当前政府高层积极推进的重要方向，也是中国为促进经济转型的自主抉择。未来政府还将继续推出对外开放的措施。4）在货币与信贷政策上，小微企业与民企的融资问题显然是今年工作重点。去年下半年至今，政府已推出一系列融资支持政策以改善银行的风险偏好，今年1-2月金融数据也出现了一定程度的企稳。在这样的背景下，今年信用环境有望得到继续改善。

### ■ 城投平台交易所发行公司债条件有所放松

**事件：**3月13日，上交所窗口指导放松了地方融资平台发行公司债的申报条件。主要内容包括：对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比50%的上限限制。城投平台交易所发债条件有所放松。

**点评：**2014年43号文和新预算法出台以后，交易所对城投债的发行条件提高标准。本次放开了“最近三年来来自所属地方政府收入与营业收入占比平均不得超过50%”的限制，与交易商协会对城投发债的标准基本一致。未来6个月到期的城投公司债超过1/3属于低评级债券，该约束的放松有助于低评级城投公司债的发行再融资。但低评级城投债的成功发行不仅取决于监管条件的放松，还取决于金融机构对城投债的风险偏好，这与中央是否愿意打破城投刚性兑付有关。目前城投公司债整体规模约1.8万亿，占城投债的比例仅为18%，规模相对较低。交易所对城投公司债发行条件的放松对宽信用的促进作用料将较为有限。

## 重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

|             | 最新值<br>(2019.3.15) | 最新值分位 | 本周均值<br>(2019.3.11-3.15) | 本周均值分位 | 周均涨跌    | 月均涨跌     |
|-------------|--------------------|-------|--------------------------|--------|---------|----------|
| R001        | 2.7541             | 92.7% | 2.35752                  | 86.7%  | 23.84bp | 3.93bp   |
| R007        | 2.9225             | 86.7% | 2.56988                  | 80.9%  | 17.73bp | -10.95bp |
| SHIBOR:3M   | 2.799              | 79.5% | 2.7723                   | 78.7%  | 2.11bp  | -5.11bp  |
| 1 年期国债收益率   | 2.4632             | 81.3% | 2.4628                   | 80.8%  | 1.49bp  | 11.38bp  |
| 10 年期国债收益率  | 3.1376             | 73.2% | 3.14048                  | 72.6%  | -4.33bp | 4.61bp   |
| 1 年期国开债收益率  | 2.611              | 76.9% | 2.56334                  | 75.4%  | 4.62bp  | -0.56bp  |
| 10 年期国开债收益率 | 3.6231             | 76.1% | 3.62058                  | 75.6%  | -3.55bp | 4.56bp   |
| 美元兑人民币:中间价  | 6.7167             | 65.4% | 6.7124                   | 64.4%  | 0.05%   | -0.40%   |
| 美元指数        | 96.5434            | 57.7% | 96.79158                 | 57.7%  | -0.28%  | 0.40%    |

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@pingan.com.cn)

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

### 行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

**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\\_13643](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13643)

