

经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力

- **经济延续弱平稳态势。**3月经济数据超预期，主要由于短期因素冲击。一方面，春节错位因素推升出口、工业生产等增速；另一方面，4月初增值税税率调降导致企业提前备货，以增加进项税抵扣，在数据上形成3月工业增加值大涨和产成品库存大跌的情况。这种情况在去年5月增值税减税前也曾发生过。但随着这些短期冲击因素退出，4月经济将重新回到弱平稳态势，其中增值税调降带来的3月生产增加甚至对4月工业生产存在透支效应。从高频数据和先导指标来看，4月经济数据将有所回落。高频数据显示六大发电集团耗煤量、30个大中城市房地产销售增速均有所放缓。而制造业PMI等先导指标同样有所回落。整个经济将再度进入弱平稳区间。
- **外部不稳定性上升，逆周期政策或再度发力。**在3月经济数据出现超预期表现，经济企稳之后，逆周期调节政策有所回撤。4月地方债净融资额为600.4亿元，同比减少2417.9亿元。而信用债净融资规模较去年同期也有所减少。另外，考虑到3月信贷超预期后银行放贷节奏可能有所调整，因而4月信贷也难以继续明显同比多增。我们预计4月新增信贷将略高于去年同期，新增社融将略低于去年同期。虽然4月中旬开始，逆周期政策有所回撤。虽然政策回撤后经济下行担忧有所抬头，但在整体经济稳定的前提下，政策调整力度有限。同时但近期外部不稳定性上升再度提升国内需求稳定的重要性。因而，逆周期政策存在再度发力的可能。央行于5月6日决定开始对中小银行实施较低存款准备金率，释放约2800亿元长期资金。因而内需大幅放缓可能性有限。另外，在发达国家货币宽松货币政策退出节奏放缓之后，发达国家经济下行压力有所减轻，但从先导指标来看，依然处于下行通道中。因而出口可能呈现低速正增长态势。整体需求弱平稳环境下，经济将延续弱平稳走势。
- **通胀压力有限，无需过度担忧。**虽然猪肉价格上涨压力并未解除，但4月猪肉价格涨幅有限，22个省市猪肉平均价格持续在22-23元/公斤附近波动，未能在4月明显推升通胀。另一方面，蔬菜等其它食品价格在4月出现下跌，一定程度上减缓了通胀压力。因而，4月CPI可能小幅上行，我们预计同比增速在2.6%左右，目前来看压力有限。而从三季度开始，去年基数因素将上升，因而通胀破3概率在下降，因此无需对通胀过度担忧。而工业品价格环比继续正增长，叠加低基数效应持续，PPI同比增速将在4月继续回升。但从3季度开始高基数效应加大，PPI同比增速将再度回落。
- **经济弱平稳，债市将迎来短期配置机会。**经济进入弱平稳阶段，逆周期政策将继续托底经济，减轻经济下行压力。因而宽松的流动性环境不会发生变化，这将对债市创造良好环境。当前位置来说已经成为利率债短期建仓机会。我们利用基本面指标和资金面指标构建的利率拟合模型显示，当前基本面和资金面支撑的10年期国债利率为3.4%，与当前水平相近。虽然趋势上，今年经济平稳环境下，债市难有趋势性行情。但考虑到近期随着逆周期政策回撤，未来经济下行预期可能再度上行，债市可能出现阶段性行情。
- **风险提示：**经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

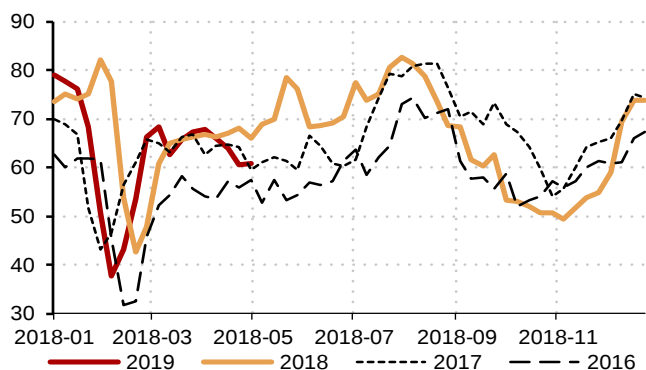
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 小长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-05-05)
2. 从宏观面寻找资本市场锚 (2019-04-30)
3. 企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势 (2019-04-28)
4. 经济企稳，政策调整 (2019-04-21)
5. 实体融资需求回升，风险在于政策调整——2019年2季度银行信贷经理调研 (2019-04-21)
6. 逆周期宽松回撤，结构性调整登台——评中央政治局会议 (2019-04-20)
7. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？ (2019-04-18)
8. 联储VS市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第8期 (2019-04-17)
9. 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)
10. 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)

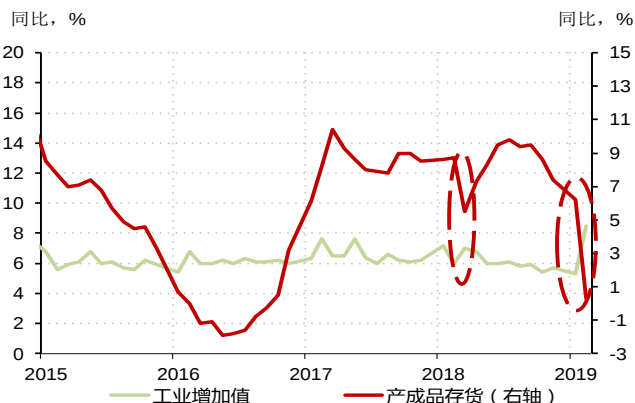
图 1：生产面有所走弱

六大发电集团日均耗煤量，万吨



数据来源：wind、西南证券整理

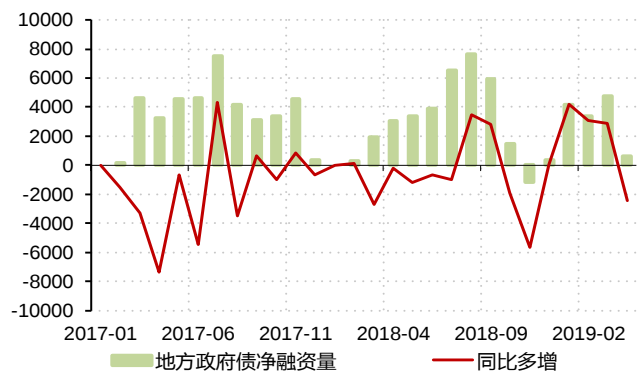
图 2：减税影响退出后生产增速将回归弱平稳



数据来源：wind、西南证券整理

图 3：地方债发行节奏放缓，4 月社融增速将回落

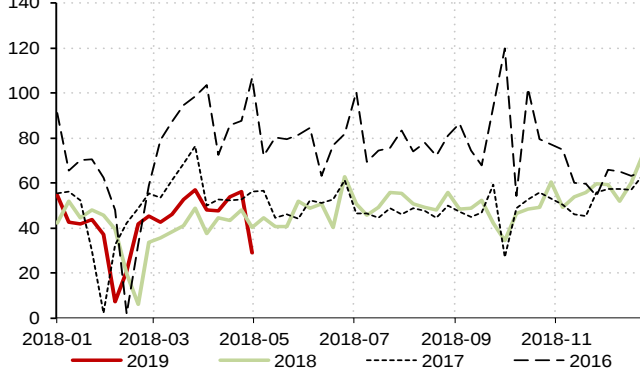
亿元



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：房地产销售增速有所放缓

30 个大中城市房地产销售面积，万平方米



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：外需将继续低速增长

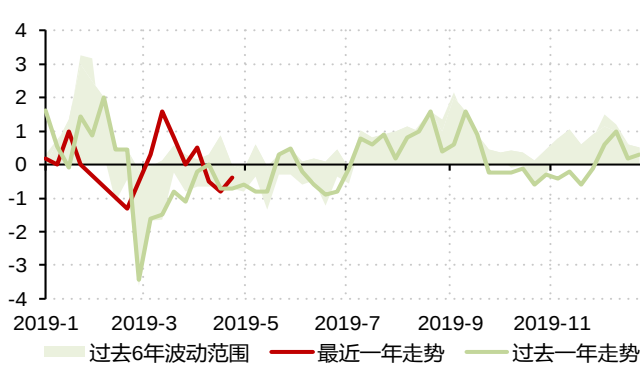
同比，%，3M MA



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：通胀压力有限，无需过度担忧

商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2018-3	2018-4	2018-5	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4F	2019-5F	预测误差及修正		市场预期	
													2019-3F	2019-4F	2019-3F	2019-4F
CPI	同比%	2.1	1.8	1.8	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.6	2.7	0.2	0.0	2.5	
PPI	同比%	3.1	3.4	4.1	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.7	0.5	0.1	-0.1	0.6	
工业增加值真实增速/1	同比%	6.0	7.0	6.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.7	5.6	-2.5	-0.2	6.4	
固定资产投资名义增速/1	同比%	7.5	7.0	6.1	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.2	6.1	-0.3	0.4	6.0	
消费品零售名义增速/1	同比%	10.1	9.4	8.5	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	8.5	8.2	-0.6	0.4	8.2	
新增人民币贷款	亿人民币	11200	11800	11500	6970	12500	10800	32300	8858	16900	13000	11500	-4900	1000.0	12000	
社会融资总额	亿人民币	15685	17726	9458	7288	15191	15898	46353	7030	28593	17000	12500	-4593	-1000.0		
M2增速	同比%	8.2	8.3	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.7	-0.1	0.0	8.5	
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	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速（美元计价）	同比%	-2.7	12.7	12.6	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-1.0	-2.0	-11.2	4.0	0.4	
进口名义增速（美元计价）	同比%	14.4	21.5	26.0	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	-8.0	-10.0	0.6	2.0	-7.7	
贸易顺差	亿美元	-49.8	283.8	249.2	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	380.4	380.0	-242.2	84.7	295.7	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.29	6.34	6.41	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.73	6.70	-0.02	0.08	6.68	
存款准备金率（月末值）	%	17.0	16.0	16.0	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	0.0	0.5		

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2F	19Q3F	预测误差及调整	
																19Q1F	19Q2F
GDP同比增长	同比%	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3	6.3	0.0	0.1
CPI（季度平均）	同比%	2.1	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.7	2.4	-0.8	0.2
PPI（季度平均）	同比%	-2.9	-0.8	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.9	-0.3	0.1
工业增加值实际增速	同比%	6.1	6.1	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.6	5.5	0.2	0.1
固定资产投资名义增速	同比%	9.0	8.1	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	6.0	5.8	0.0	0.2
消费品零售名义增速	同比%	10.2	10.6	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.3	8.1	-0.2	0.3
新增人民币贷款	万亿人民币	2.9	2.6	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	4.3	4.2	1.0	-0.2
M2增速（季末值）	同比%	11.8	11.5	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.9	8.9	-0.4	0.2
一年期定存（季末值）	%	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	0.00	0.00
出口名义增速（美元计价）	同比%	-3.8	-6.1	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.5	-2.0	-1.4	1.5
进口名义增速（美元计价）	同比%	-6.6	-4.3	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-9.5	-5.0	4.9	-3.5
贸易顺差	十亿美元	142.4	144.3	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	132.0	99.5	-80.3	28.0
人民币兑美元汇率（季末值）	人民币/美元	6.63	6.68	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.65	6.60	0.05	0.05
存款准备金率（季末值）	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.0	12.5	0.5	0.0

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 3：西南证券年度宏观数据预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
GDP同比(%)	9.6	9.2	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7	6.9	6.5	6.3
第一产业	5.2	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	3.9	3.5	3.4
第二产业	9.8	10.1	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	6.0	6.1	6.1	5.8	5.9
第三产业	10.5	9.5	9.7	9.5	8.0	8.3	7.8	8.3	7.8	8.0	7.6	7.0
支出法各项对GDP增长贡献(%)												
消费	4.3	5.2	4.9	6.0	4.3	3.7	3.8	4.6	4.3	4.1	5.0	4.2
投资	5.0	7.9	6.9	4.2	3.2	4.2	3.4	1.7	2.8	2.2	2.1	1.0
净出口	0.3	-3.9	-1.2	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.6	-0.5	0.6	-0.6	1.1
物价(同比, %)												
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.3
食品CPI	14.3	0.8	7.2	11.8	4.8	4.7	3.1	2.3	4.6	-1.4	1.8	4.5
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.5	0.4
GDP平减指数	7.8	-0.1	7.0	8.1	2.4	2.2	0.8	-0.5	1.2	4.3	3.1	1.5
工业增加值(同比, %)	9.9	8.8	12.6	10.8	7.9	7.6	6.9	6.0	6.0	6.6	6.3	5.7
工业企业利润(同比, %)	12.5	13.0	53.6	25.4	5.3	12.2	3.3	-1.5	8.5	21.0	10.3	-3.0
社会零售总额(同比, %)	21.6	15.5	18.4	17.1	14.3	13.1	12.0	10.5	10.4	10.2	9.0	8.2
投资(同比, %)												
固定资产投资	26.6	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.3	8.1	7.2	5.9	5.7
制造业	30.7	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.0	4.2	4.8	9.5	5.0
基础设施	22.7	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	18.2	15.7	14.9	0.5	6.0
房地产	25.5	20.1	33.6	29.7	22.1	20.3	11.1	3.1	6.9	7.0	9.5	7.0
房地产(同比, %)												
房地产销售面积	-19.7	43.6	10.1	4.9	1.8	17.3	-7.6	7.0	22.5	7.7	1.3	-3.0
对外贸易												
货物出口同比(%)	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	-2.5	-7.7	7.9	9.9	-0.1
货物进口同比(%)	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	-15.0	-5.5	15.9	16.0	-2.5
货物顺差(十亿美元)	298.1	195.7	181.5	154.9	230.3	259.0	383.1	618.4	510.8	422.5	351.8	404.5
国际收支												
经常项目占GDP比例(%)	9.2	4.8	3.9	1.8	2.5	1.6	2.1	3.9	1.9	1.1	0.8	0.5
财政												
财政收入(同比, %)	19.5	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	8.4	4.5	7.4	6.2	2.0
财政支出(同比, %)	25.7	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	15.8	6.4	7.7	8.7	2.0
财政收支差额(十亿元)	-35.4	-950.0	-1000.0	-850.0	-800.0	-1200.0	-1350.0	-1620.0	-2180.0	-2380.0	-2690.0	-2880.0
财政收支差额/GDP(%)	-0.1	-2.7	-2.4	-1.8	-1.5	-2.0	-2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
货币信贷												
M2同比(%)	17.8	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.2	8.1	8.8
信贷总额(十亿元)	4903.6	9576.9	7923.5	7480.7	8203.6	8891.6	9781.3	11719.9	12645.9	13530.0	16166.3	16700.0
社会融资总额(十亿元)	6980.4	13910.5	14019.1	12828.6	15763.2	17316.8	16413.3	15408.6	17802.3	20400.9	19258.3	21000.0
新增外汇占款(十亿元)	4005.4	2468.1	3268.3	2779.2	494.6	2777.0	778.7	-2823.2	-2911.3	-400.0	-223.2	0.0
利率与存准率(%)												
1年期存款利率	2.25	2.25	2.75	3.50	3.00	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
汇率												
人民币兑美元汇率	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.20	6.14	6.49	6.95	6.53	6.87	6.80
名义有效汇率指数(2010=100)	96.4	100.7	100.0	102.6	108.7	115.5	118.2	125.8	118.6	118.0	119.2	118.5
实际有效汇率指数(2010=100)	96.2	102.0	100.0	100.2	105.9	111.9	114.7	124.8	122.8	121.5	122.7	121.7

资料来源：CEIC, Wind, IMF, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_12749

