

# 5 月的核心是基本面和政策的预期修正

证券研究报告  
2019 年 05 月 05 日

作者

与去年底市场对基本面过于悲观相反，近期市场对基本面的反应可能过于乐观。短期来看，3 月靓丽的经济数据有一定春节效应，4 月部分经济数据可能出现回落。因此，对于股票市场，4 月的核心是基本面乐观预期和政策悲观预期的博弈，分子端有业绩修复预期，但分母端不利于估值的进一步修复；5 月则面临两种预期的修正：经济没有预期的那么热，政策没有预期的那么紧。

我们去年底对今年市场的“N 字型”判断从 4 月中旬开始进入第二笔——估值修复告一段落之后回归基本面。4 月中旬以来，基本面乐观预期与政策面悲观预期的博弈进一步加剧，上证 50 和创业板的相对优势此消彼长；预期修正之前，消费银行周期相对科技非银仍然占优。

目前看，5 月下旬非常关键：月中宏观数据公布后预期的二次修正、月底特朗普访日释放的中美谈判进展信息、下旬科创板开闸前的动态。因此，5 月下旬之后，贸易谈判和改革信心可能带来结构性估值提升，届时上证 50 和创业板的优先度可能再次逆转，市场有望回归硬科技和非银的主线。

5 月需要关注以下风险：第一，密切关注通胀走势；第二，适度关注流动性变化，关注 2 季度 MLF 到期续作情况；第三，经济数据回落叠加通胀预期上升，5 月大类资产的投资时钟呈现出“微滞胀”，因此股债商均面临风险收益比下降的问题。在“N 字型”的第二笔尚未结束前，建议对市场方向保持乐观、仓位适当谨慎，密切观察基本面和政策面的预期修正，以及贸易谈判和改革开放政策的利好兑现。

**风险提示：**经济韧性超预期；逆周期政策收紧超预期；中美谈判进展不及预期

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

相关报告



过去半年多，市场对经济和政策的预期出现了数次摇摆和预期差，预期修正的过程中发生了市场行情的方向性转变。最近一次发生在4月社融再超预期之后，市场对经济企稳的预期再次前置，但对逆周期政策的预期转向边际收紧。随着4月中下旬更多政策信息的加入，基本面和政策的预期博弈不断加大，行情震荡加剧，最终在4月降准预期落空和419政治局会议提升中长期目标权重之后，行情以连续向下调整结尾。

与去年底市场对基本面过于悲观相反，我们认为近期市场对基本面的反应可能过于乐观了：短期来看，3月靓丽的经济数据有一定春节效应，4月中采制造业PMI从3月50.5回落至50.1，4月部分经济数据（工业增加值、出口、地产新开工、社融信贷）可能小幅回落，基本面预期有二次修正的可能（详见：4月7日《3月数据的“超强春节效应”和4月市场的“半杯水思维”》）；中期来看，2019年是“L型一竖”阶段的下行速率边际放缓，并非“L型一横”阶段的V型反弹，经济短周期处于衰退末尾和复苏开端的过渡期，阶段性的企稳不改变中长期下行的趋势（详见：《中国经济的“L”会横在哪儿？》）。

本文的后半部分，我们结合4月的高频数据，预测4月关键经济数据的变化情况。根据我们的判断：工业增加值、出口回落可能比较明显，制造业投资、房地产投资、消费、社融增速小幅回落，工业企业利润小幅回升但后续可能重新回落，基建投资继续回升。

表 1：4月主要经济数据预测汇总

同比增速 %	2018 全年	2019.1-2	2019.3	2019.4 (E)
工业增加值（当月）	6.2	5.3	8.5	6.2-6.3
固定资产投资（累计）	5.9	6.1	6.3	6.2
制造业投资	9.5	5.9	4.6	4.3
基建投资（全口径）	2	3.5	3.8	4.4
房地产开发投资	9.5	11.6	11.8	11
社会消费品零售总额（当月）	9	8.2	8.7	8.4-8.5
出口（当月，美元）	9.9	-4.6	14.2	-1.5
进口（当月，美元）	15.8	-3.2	-7.6	-6.5
CPI（当月）	2.1	1.6	2.3	2.6
PPI（当月）	3.5	0.1	0.4	0.7
工业企业利润（累计）	10.3	-14	-3.3	-1
社会融资规模	9.8	10.1	10.7	10.6
M2	8.1	8	8.6	8.5
M1	1.5	2	4.6	4.5

资料来源：WIND，天风证券研究所整理

我们在3月社融超预期后指出：“4月的核心是两种预期（基本面改善预期和政策收缩预期）的博弈，分子端有业绩修复预期，但分母端不利于估值的进一步修复”（详见：4月15日《预期博弈进入关键阶段》）。对于5月，我们认为需要关注两种预期的修正：经济没有预期的那么热，政策没有预期的那么紧。一方面是基本面预期可能面临二次修正，另一方面是逆周期政策暂时不会骤然退出，随着政策观察期“边走边看”的态度逐渐被接受，政策全面收紧的担忧消散，悲观的政策预期也面临修正，二阶导边际宽松。（详见：4月4日《该如何布局二季度？》；4月11日《向着最有利的方向！》；4月18日《一季度数据怎么看？》；4月25日《降准没了，大类资产怎么看？》）

在我们看来，我们去年底对今年市场的“N字型”判断从4月中旬开始进入第二笔——估值修复告一段落之后回归基本面（详见：3月19日《回归基本面》）。4月中旬以来，基本面乐观预期与政策面悲观预期的博弈进一步加剧，上证50和创业板的相对优势此消彼长；预期修正之前，消费银行周期相对科技非银仍然占优。目前看，5月中下旬非常关键：第一，4月宏观数据公布后，基本面的乐观预期和政策的悲观预期可能出现二次修正；第二，中美已在“五一”假期前后进行了第十轮贸易谈判，谈判朝细节最终落地的方向进展，5月底和6月底特朗普将两次访日（5月26日-28日访问日本，6月28日-29日参加大阪

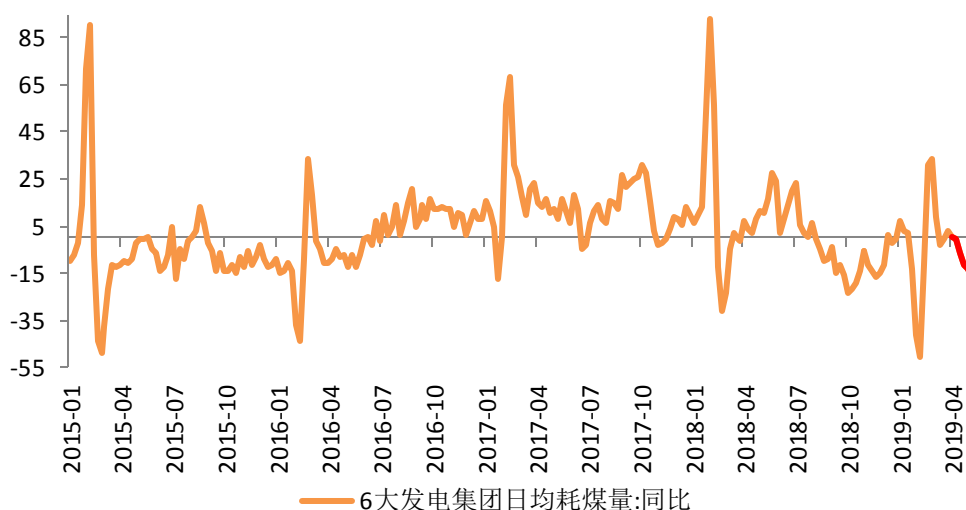
G20 峰会)，因此 5 月底是观察中美谈判关键进展的重要时点之一；第三，根据科创板申报情况和准备进度推断，5 月下旬是科创板开闸前的关键时间。因此，5 月下旬之后，贸易谈判和改革信心可能带来结构性估值提升，届时上证 50 和创业板的优先度可能再次逆转，市场有望回归硬科技和非银的主线。

5 月，需要关注以下风险：第一，密切关注通胀走势，农业部生猪存栏增速 1 季度持续下滑，猪价上涨压力不减，原油供给侧风险仍在；第二，适度关注流动性变化，4 月 24 日 TMLF 操作降低 2 季度全面降准概率，资金价格可能在震荡中微幅抬升，关注 5 月 14 日/6 月 6 日/6 月 19 日三个时间段的 MLF 到期续作情况；第三，经济数据回落叠加通胀预期上升，5 月大类资产的投资时钟呈现出“微滞胀”，因此股债商均面临风险收益比下降的问题。在“N 字型”的第二笔尚未结束前，建议对市场方向保持乐观、仓位适当谨慎，密切观察基本面和政策面的预期修正，以及贸易谈判和改革开放政策的利好兑现。

## 一、工业增加值：春节效应消退，增速回归常态

3 月高达 8.5% 的工业增加值增速与超强春节效应有直接关系，需求端有限的扩张空间不支持生产端持续大幅反弹，1 季度 6.5% 的累计增速相对更真实。4 月 6 大电厂发电耗煤同比增速较 3 月明显回落，4 月制造业 PMI 生产指数为 52.1%，同样较 3 月的 52.7% 明显回落。预计 4 月工业增加值当月同比增速回落至 6.2-6.3%。

图 1：4 月 6 大电厂发电耗煤同比增速较 3 月明显回落（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 二、固定资产投资：基建回升制造地产回落，固投增速小幅回落

### 1. 制造业投资：周期性因素回落，结构性因素托底

2018 年制造业投资的高景气度以周期性因素为主，结构性因素为辅。周期性因素在于黑色/有色、非金属矿物/金属制品业、通用/专用设备等行业景气度在 2016-2017 年周期性上行后，资本开支从 2017 年下半年开始扩张，延续至 2018 年达到顶部；结构性因素在于医药、电子、通信、计算机等高技术制造业的投资增速在行业趋势和政策的推动下持续高速增长。2018 年多数行业景气度回落，资本开支也将在 2019 年收紧，制造业投资的周期性因素减弱。参考领先指标“5000 户工业企业景气度扩散指数”的“资金周转状况”分项，2018 年年底以来有所好转，宽信用系列政策初显成效，但从资金周转改善到长期资本开支的传导尚需时日。在高技术制造业投资的托底下，预计 1-4 月制造业投资增速 4.3%。

### 2. 基建投资：资金到位情况良好，开工高峰+基数效应反弹延续

基建投资的核心问题仍然是“钱从哪来”。1 季度一般公共预算支出增长 15%，远高于 6.2% 的收入增速，财政支出的序时进度达到 100%，是历年最快，其中与基建相关的节能环保/城乡社区/农林水/交通运输相关支出增速分别达到 30.6%/22.8%/14.6%/47.4%，是项目资本金

的主要来源。其他资金来源方面，地方债融资进度大幅提前，1 季度新增一般债券（属于一般公共预算）和专项债券（属于政府性基金预算）分别达到全年限额的 56%和 31%，去年同期基本为 0；1-4 月城投债净融资超过 4000 亿，为去年全年的 65%；1 季度新增中长期贷款 2.66 万亿，较去年同期增长 100%，其中基建是重要投放领域。整体来看，今年以来基建相关资金来源到位情况好于去年，一定程度上弥补了地方隐性债务后门关闭后的资金缺口。

2 季度开始进入项目开工施工高峰期，4 月全国高炉开工率均值 70.6%，高于去年同期的 67.7%，钢材产量增速可能继续提高，但螺纹钢等主要钢材品种库存去化情况尚可，表明下游需求尚可。预计 4 月基建投资增速继续反弹，1-4 月全口径同比增长 4.4%。

### 3. 房地产投资：建安高位土地回落，地产投资维持高位

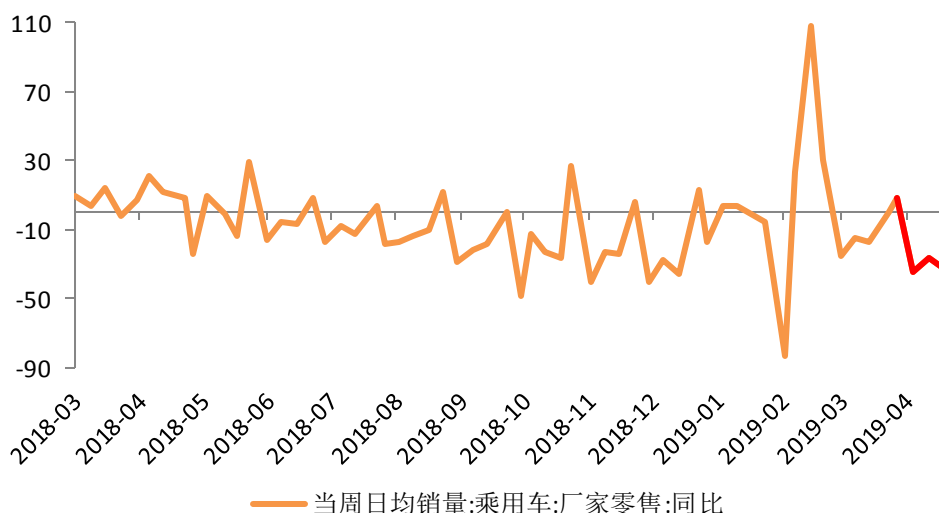
我们在去年以来的多篇报告中强调过今年地产投资增速韧性的逻辑：竣工交付需求下开发商需要回补过去 1-2 年拖慢的大量预售项目施工进度，因此建安和设备工器具投资（占比 65.7%）增速反弹，对冲土地购置费为主的其他费用（占比 34.3%）增速高位回落，同时房企融资政策也会放松。目前来看，建安投资反弹时间略早于预期，主因建筑工程投资（占比 58.5%）和设备工器具购置投资（占比 1.5%）增速快速反弹，但安装工程投资（占比 5.7%）增速仍大幅回落。预计后续建安投资仍保持在高位、土地购置费小幅回落，1-4 月房地产开发投资增速 11%左右。

综合对制造、基建和房地产投资的判断，预计 1-4 月固投增速在 6.2%左右。

## 三、社零消费：通胀提升对冲消费下滑，预计增速小幅回落

3 月社零增速较 1-2 月反弹在预期之中，但 8.7%的单月增速偏高，主要原因之一是家具、家电、建筑装潢材料相关消费增速大幅反弹（限额以上企业消费零售额中三者共占比 10%）。2010 年以来，7 成左右的年份 3 月会出现上述三项消费增速显著反弹、4 月又重新回落的情况，因此有一定日历效应，3 月大幅反弹后 4 月有小幅回落的可能。此外，4 月前 4 周乘联会乘用车厂家零售同比增速较 3 月继续下滑 14%，原油价格同比增速也出现下滑，因此预计在限额以上消费中占比 28.6%的汽车类消费和 14.4%的石油及制品类消费增速有所回落。以上几个因素意味着 4 月消费同比增速大概率回落。

图 2：4 月乘联会乘用车厂家零售同比增速较 3 月继续下滑（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

正面因素来自通胀中枢的上移。由于社零消费以名义值计量，因此包含价格因素，与 CPI 相关性较高。预计 4 月 CPI 同比 2.6%，较 3 月提高 0.3%，可以部分对冲实际消费增速的回落。预计 4 月当月社零消费同比增长 8.4%-8.5%。

## 四、进出口：出口转负，进口基本持平

出口方面，春节效应消退后出口前置的影响已经消除，4月当月出口增速大概率较3月明显下滑。4月中国出口集装箱运价指数（CCFI）较3月小幅回落，但PPI反弹后出口价格指数有望一同回升；另外，4月人民币汇率与3月基本一致，汇率变化对出口的影响不大。今年春季广交会境外采购商到会人数和最终出口成交额同比去年分别下滑3.9%和1.1%，综合高频数据走势和全球主要经济体PMI趋弱的大环境，**预计2季度出口增速较1季度进一步回落，4月当月出口增速（美元计价）-2%~-1%。**

进口方面，4月中国进口干散货运价指数（CDFI）较3月小幅回升，最近1季度PMI进口指数也呈现回升趋势，汇率小幅波动背景下，**预计4月进口增速（美元计价）与3月十分接近，偏向小幅回升至-7%~-6%。**

## 五、通胀：CPI PPI 中枢同步上移

CPI方面，从食品CPI中占比较高的几个分项的高频数据来看，猪肉、蛋类、鲜果的价格同比回升，其中农业部发布的猪肉批发价达到20.3元/公斤，同比上涨22.3%，较3月的6.8%进一步大幅上升，接近我们在报告《年末的黑天鹅：Q4猪油共振下的通胀压力》中定义的中性通胀情形，但牛羊肉价格同比有所回落，部分对冲猪价快速上行的影响。鲜菜和水产品价格同比基本与3月持平，**预计4月食品CPI同比5%-6%。**

PPI方面，高频数据显示4月国内金属、煤炭和混凝土价格同比出现上涨；虽然原油价格4月环比持续上涨，但在高基数影响下同比增速仍然较3月小幅下滑；化工产品价格涨跌不一，水泥价格同比小幅下滑。因此预计4月冶金工业、煤炭及炼焦工业、建筑材料工业PPI同比上升，石油工业、化学工业小幅下滑。整体来看，**预计4月PPI同比0.7%，较3月的0.4%继续小幅反弹，环比0.15%。**

在PPI连续回升带动下，**预计非食品CPI同比在1.8%-1.85%，整体CPI同比2.6%。**

## 六、工业企业利润：反弹延续，但保持负增长

工业企业利润主要与销量（工业增加值-工业产成品存货）、价格（工业品价格PPI）、利润率（工业营业收入利润率）有关。如前所述，预计1-4月工业增加值累计同比增速小幅回落至6.4%，PPI累计同比小幅回升至0.33%；4月PMI产成品库存指数从3月的47进一步回落至46.5，预计工业产成品库存继续小幅去化；参考历史情况，上半年工业营收利润率一般逐渐回升。综合来看，**预计1-4月工业企业利润累计同比增速较1-3月小幅回升至-2%~0%，保持负增长的概率更大。**

## 七、金融数据：社融信贷增速小幅回落

社融方面，1季度社融信贷增速连超预期，经济数据韧性也好于预期，从近期一系列重要会议和央行实际操作来看，货币政策总基调仍属偏松但边际收紧，预计4月社融信贷增速有所回落。2月银行委去存量结余，新增信贷总量料将明显回落，**预计4月新增信贷（社**

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\\_12785](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12785)

