

**张馨元** 执业证书编号：S0570517080005  
研究员 021-28972069  
zhangxinyuan@htsc.com

**藕文** 执业证书编号：S0570517080001  
研究员 021-28972082  
ouwen@htsc.com

**陈莉敏** 执业证书编号：S0570517070003  
研究员 021-28972089  
chenlimin@htsc.com

**钱海** 执业证书编号：S0570518060002  
研究员 021-28972096  
qianhai@htsc.com

**胡健**  
联系人 hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1 《策略：迈出纠结期，配置银行、消费、混改》2019.04
- 2 《策略：下一阶段行情的下沿位置或已奠定》2019.04
- 3 《策略：离股票质押风险解除还有多远？》2019.04

## 估值中枢位，方向比二阶导更重要

### 2019年一季度宏观经济数据点评

#### A股估值处于历史中枢位，方向比二阶导更重要

4月以来，经济及金融数据接连超预期，一季度宏观数据整体走稳之下，市场对A股分母、分子端普遍有两个担心：一是货币政策边际更宽的必要性进一步下降；二是经济基本面及企业盈利回升的弹性有限，也即担心流动性和基本面的二阶导会带来指数震荡调整。而我们认为，若A股估值处于历史高位时，需要担心二阶导问题；但当前A股估值处于历史中枢位，流动性和基本面的方向比二阶导更重要，最新数据并不影响市场方向，只影响市场节奏。短期行业配置继续关注“量升价稳估值低”的银行和地产后周期的消费，中长期战略性配置科技成长的核心资产。

#### 3月工业企业“量”增幅度超市场预期，维持A股盈利年中企稳的判断

一季度规模以上工业企业较2018年“量”增“价”降，维持A股盈利增速大概率在年中企稳的判断。“量”：3月工业增加值同比增速8.5%，1-3月的工业增加值累计同比增速6.5%，高于预期的5.6%，高于2018年全年的6.2%，拐点向上；“价”：3月PPI同比增速回升0.3pct，1-3月PPI累计同比增速0.2%，低于2018年全年的3.5%。截至2月，工业企业处于主动去库存末期（库存增速和利润增速向下），3月经济与金融数据同步向好，企业有望进入被动去库存期，年底前有望进入主动补库存期，维持2019年年中企业盈利增速企稳可期的判断。

#### 一季度固投增速回升，地产投资是主力；月度失业率下降，社零增速回升

一季度固定资产投资增速回升，其中房地产投资是主力，制造业投资下滑、基建投资小幅回升。我们认为房地产投资增速维持高位，主要受施工面积增速回升的影响，施工→竣工→地产后周期的传导链条的回暖或将延续。3月份全国城镇新增就业人员324万人，失业率5.2%，比上月下降0.1pct。失业率的下降与中小企业景气度显著回升互相印证，对应就业→消费传导链条的预期改善（详见0417报告《金融数据超预期，关注银行股、消费股》）。一季度社零增速仍在放缓，但3月社零增速较2月提升0.5pct，其中商品零售和餐饮收入的增速分别上升0.6pct和下降0.2pct。

#### 宏观环境仍支持A股向上，宏观二阶导和微观股票供给压力影响节奏

一方面宏观流动性的趋势和企业盈利的未来趋势仍然支持A股的方向向上，企业盈利预期好转之下，即使内部货币政策走平，外部流动性或会流入；另一方面微观上股市估值和市场交易量也仍是A股股指位置的重要支撑。但货币政策和企业盈利增速的二阶导影响A股节奏，微观股票供给压力（科创板企业上市发行+4月后明显增加的限售股解禁压力）也将影响市场节奏。关于市场担心的重要A股下行风险—美股波动，我们认为若美股下跌是由美联储收紧流动性导致，对A股的联动效应较大；但若美股下跌是由美国经济基本面下行而撑不住估值，对A股的联动效应可能较小。

#### 短期继续关注银行和消费，中长期战略性配置科技成长的核心资产

行业配置继续关注“量升价稳估值低”的银行和地产后周期的消费，科技成长的优质资产继续作为中长期战略性配置。今年整体A股的持续企稳有赖于宏观流动性的显著改善，而宏观流动性改善的核心在于融资渠道的疏通，银行和券商作为流动性中介商——也即融资渠道，将受益于此，若结构上宏观流动性的显著变化主要来自于间接融资，则银行相对收益或好于券商，若直接融资的边际变化更显著，则券商相对收益更强；消费股则受益于PMI结构（中小企业回升更明显）、信贷结构（企业短贷增速高、居民中长期贷款增速底部回升）、地产施工→竣工回暖这三条逻辑。

风险提示：市场上行风险来自理财和保险资金对权益的配置比例快速提升，贸易谈判向好超预期；市场下行风险包括贸易谈判结果低于预期、美国等外围市场波动、业绩暴雷、产业资本大幅减持等。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

# 我们的产品



## 大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

## 条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

## 即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

## 云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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\\_13072](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13072)

