

宏观周报

经济渐显企稳迹象，户籍改革释放红利

■ 核心观点

第一，最新公布的3月PMI、通胀、金融数据都出现不同程度的改善。4月进入了开工旺季，需求端地产销售回暖，供给端高炉开工率连续四周回升。多项经济数据向好，这意味着之前密集出台的逆周期调控政策效果逐渐显现，经济企稳迹象渐显。

第二，考虑到全球经济仍处于下行趋势，IMF在4月份进一步下调全球经济增长预期，这会对我国的出口形成掣肘。进口增速连续下行，说明我国的内需依然偏弱。2019年全球主要经济体经济增长同步下行，这可能会增加我国经济复苏的曲折性。

第三，本周发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》，文件从多个方面阐述了未来新型城镇化的格局和政策重点。其中，最大的政策亮点是加大非户籍人口在城市落户推进力度，推动未落户城镇的常住人口平等享有基本公共服务。我们认为深化户籍制度改革，放宽大城市的落户限制，推动常住非户籍人口转为户籍人口，有助于减缓我国的人口红利下行，从而在中长期内提振我国的潜在经济增速。

本周市场重点

■ 多项数据向好，经济逐渐企稳

1-2月的消费、外贸、投资、工业企业利润等数据较为疲软，但最新公布的3月PMI、通胀、金融数据以及4月的一些高频数据出现不同程度的改善。多项经济数据向好，意味着之前密集出台的逆周期调控政策效果逐渐显现，经济企稳迹象渐显。从3月数据来看，3月中采制造业PMI超预期反弹1.3个百分点至50.5%，重回荣枯线以上，创近6个月以来的新高。从类型来看，3月份中、小企业PMI环比大幅回升，中、小企业生产和新订单PMI也显著回升。这意味着中、小企业的景气显著改善很可能是受益于一系列“稳经济”的逆周期调控政策，尤其是受益于4月1日开始实施的增值税减税政策，中小企业的预期显著改善。CPI同比重回2%以上，主因猪肉与蔬菜共同推动。PPI同比反弹，工业品价格表现强韧，与3月制造业PMI的回升相一致，工业生产有一定的好转迹象。3月份信用环境延续1-2月的改善趋势，表内信贷、非标融资、地方债提前发行共同促成了3月份社融规模的超预期表现。3月份人民币信贷不仅增速超预期，结构也出现改善，企业中长期信贷占比持续提升，这说明银行的风险偏好有所提振。相较于1-2月份的综合数据，3月份M1-M2负剪刀差大幅收窄，说明企业的流动性大幅改善，企业的经营状况可能有所好转，经济持续下滑压力有所缓解。从4月高频数据来看，4月进入了开工旺季，多项指标向好。需求端地产销售回暖，汽车销售降幅有所收窄。4月前两周，30个大中城市地产销售增速同比增长21%，其中一线城市同比增长47%，地产表现出较强的韧性。供给端高炉开工率连续四周回升至69.48%，超过去年同期。供需两旺导致工业品价格出现上涨，螺纹钢价格从3月底开始上涨，水泥价格4月以来持续上涨。

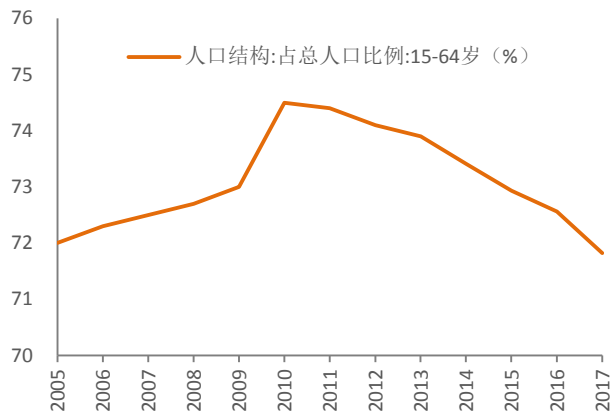
但考虑到全球经济仍处于下行趋势，IMF 在 4 月份进一步下调全球经济增长预期，这会对我国的出口形成掣肘。3 月份的出口超预期增长，主要受春节错位因素影响，未来难以持续。此外，进口增速连续下行，说明我国的内需依然偏弱。2019 年全球主要经济体经济增长同步下行，这可能会增加我国经济复苏的曲折性。

■ 深化户籍制度改革，减缓人口红利下行

本周发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，文件从多个方面阐述了未来新型城镇化的格局和政策重点。其中，最大的政策亮点是深化户籍制度改革，加大非户籍人口在城市落户推进力度，实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上，推动未落户城镇的常住人口平等享有基本公共服务。我们认为深化户籍制度改革，放宽大城市的落户限制，推动常住非户籍人口转为户籍人口，有助于减缓我国的人口红利下行，从而在中长期内提振我国的潜在经济增速。

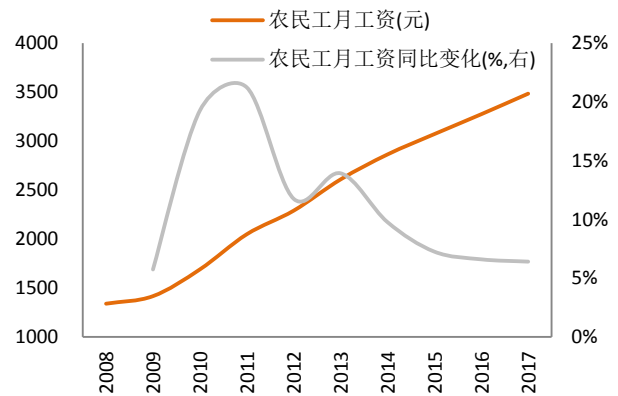
改革开放前 30 年中国有两个人口红利，人口红利 I 是劳动力占总人口的比例不断上升，人口红利 II 是中国存在规模巨大的人口流动，大量年轻的农民工从农村向城市流动，为城市提供源源不断的廉价劳动力。人口红利 I 是数量红利，人口红利 II 是价格红利，二者为中国发展提供了数量多、价格低的劳动力供给。但在过去十年，这两个要素都发生了变化。劳动力占总人口的比例在 2010 年触顶后开始回落，农民工的劳动力市场由之前的供过于求转为供不应求，并多次爆发民工荒。深化户籍制度改革，有助于提高常住城市农民工的工作积极性，减缓人口红利 II 的下行。而且，放宽落户限制也有助于提高农民工的边际消费倾向，有助于扩大内需。

图表1 人口红利 I 在 2010 年触顶



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 金融危机后农民工工资持续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 3 月物价数据公布，猪肉对通胀压力开始显现

事件: 4 月 11 日，国家统计局公布了 3 月物价数据：3 月份 CPI 同比 2.3% (上期 1.5%)，环比 -0.4%；PPI 同比 0.4% (上期 0.1%)，环比 0.1%。

点评: 1) CPI 同比重回 2% 以上，主因猪肉与蔬菜共同推动。3 月猪肉价格已现反季节性上涨，非洲猪瘟与猪周期的叠加影响带来生猪产能的快速大幅去化，将继续拉动猪肉价格走高，进而带来通胀的上行压力。2) 4 月增值税税率下调将较大程度上对冲通胀的上行压力，尤其是 4 月 1 日国内成品油价格即直接大幅下调了 2.6%。由此综合来看，预计 4 月 CPI 同比增速仅小幅升至 2.4%。3) PPI 同比反弹，工业品价格表现强韧，与 3 月制造业 PMI 的回升相一致，工业生产有一定的好转迹象。石油与钢材价格上涨较多。4) 未来工业品价格仍可能再度转弱：一方面，4 月增值税税率下调将对工业品终端价格带来直接的向下压力，另一方面，春节开工效应逐步褪去之后，需求端动能的减弱也将逐步对工业品价格带来压制。总体而言，短期工业生产的回暖有望对 PPI 形成一定支撑，但后续仍存在回落压力。

■ 海关总署公布3月外贸数据，出口季节性跳升，进口表现偏弱

事件：2019年4月12日，海关总署公布了3月份外贸数据：3月份，我国出口同比增速14.2%（前值-20.8%）；进口同比-7.6%（前值-5.2%）；贸易差额327亿美元（前值41亿美元）。

点评：1) 3月出口增速出现超预期大增，存在春节错位因素的影响，且月度进、出口增速波动本身较强（特别是一季度）；但进口表现偏弱，增速连续下行。如果从季度的口径来看，近两个季度我国进、出口增速仍呈现逐步回落的趋势。2) 近两个季度我国对主要贸易伙伴之间基本均有下台阶的走势特征，其中对美国的进、出口相对更为疲弱，贸易摩擦的负面影响在逐渐显现，且相比而言，我国对美国进口显著弱于出口。3) 考虑到当前全球经济形势仍然趋于走弱，目前还难以认定出口将趋势回暖：3月份欧洲PMI指标还在进一步明显下滑、全球PMI指标也没有出现回暖迹象、全球各大央行逐步转为鸽派、IMF进一步下调全球经济增长预期。不过未来如果出口对国内经济形势带来明显压力，我国政策端的发力预计也将会进一步加码。4) 3月以来部分领先和高频指标显示工业生产出现了好转，一季度金融数据回暖所代表的信用环境改善已经在企业生产端有所体现；但进口相对低迷的表现意味着国内经济需求仍然偏弱，逆周期调控政策对需求端的维稳效果仍待观察。

■ 3月份金融数据公布，信用环境大幅改善，经济企稳迹象渐显

事件：4月12日，央行公布了3月份金融数据：3月份新增社融规模2.86万亿元（上期值0.7万亿元），新增人民币贷款1.69亿元（上期值0.89万亿元），M2同比增速8.6%（上期值8.0%）。

点评：1) 表内信贷、非标融资、地方债提前发行共同促成了3月份社融规模的超预期表现，3月份信用环境延续1-2月的改善趋势，2018年12月社融存量增速9.8%大概率为本轮社融增速的底部。社融数据的企稳反弹凸显了宽信用政策的效应已经显现；2) 考虑到社融数据对实体经济的领先效应，结合最新公布的3月份数据，3月中采制造业PMI超预期反弹，3月CPI和PPI出现不同程度回升，3月出口超预期增加，以及3月份的高频数据发电煤耗、挖掘机、起重机销量等指标都指向3月经济有回暖迹象，这意味着经济增速有望在二季度提前企稳，这有助于提振风险资产价格；3) 3月份人民币信贷结构出现改善，票据融资增幅回落，企业中长期信贷占比持续提升。票据融资同比增加的大幅回落主要源于自2月下旬以来政策当局加强了对票据套利的监管。企业中长期信贷占比自2019年1月份持续上升，这说明在宽信用政策的支持下，银行的风险偏好有所提升，未来随着基建投资增速的反弹，企业中长期信贷占比有望继续增加；4) 相较于1-2月份的综合数据，3月份M1-M2负剪刀差大幅收窄3个百分点。这说明企业的流动性大幅改善，企业的经营状况可能有所好转，经济持续下滑压力有所缓解。考虑到新一轮减税降费政策的快速落地，企业的经营状况有望进一步改善，这有助于我国实体经济的提前企稳。

重要数据跟踪

图表3 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.4.12)	最新值分位	本周均值 (2019.4.8-4.12)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.69	92.1%	2.24	84.5%	35.40bp	-23.70bp
R007	2.73	84.5%	2.59	81.7%	17.34bp	-27.75bp
SHIBOR:3M	2.76	79.0%	2.76	78.5%	-2.03bp	-2.54bp
1年期国债收益率	2.52	82.0%	2.48	81.1%	2.50bp	1.34bp
10年期国债收益率	3.33	77.9%	3.29	76.4%	8.77bp	11.44bp
1年期国开债收益率	2.66	77.7%	2.63	76.6%	3.91bp	4.93bp
10年期国开债收益率	3.81	79.3%	3.78	78.2%	6.29bp	12.20bp
美元兑人民币:中间价	6.72	65.4%	6.72	64.4%	0.00%	0.09%
美元指数	96.95	59.3%	97.04	58.5%	-0.25%	0.39%

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±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±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_13185

