

旬度经济观察

——供应扩张带动经济短期走强

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 4 月 1 日

内容提要

晚近披露的细项数据显示，1-2 月限产组工业生产维持稳定，非限产组继续下滑并创出历史低点，两者之差逆转了过去两年持续为负的情况，保持正值并继续扩大，这一方面显示总需求在继续走弱，同时也表明上游领域价格高企刺激了企业的扩产行为。

3 月 PMI 数据短期反弹，至少部分受到了春节因素扰动的影响。去年末以来全球经济普遍走弱，各国央行货币政策立场先后调整，在此背景下权益市场纷纷反弹，反映了对政策及其成效的积极预期。目前多数观察者认为全球经济这一轮减速的主要原因是中国经济的下行，考虑到金融危机以来全球经济波动的同步性，看起来这轮经济活动的企稳还需要更长的时间和更多的证据。

综合考虑 A 股当前的估值水平、经济政策取向和投资者情绪等因素，市场仍望表现积极，其未来走势将逐步受制于对经济数据改善的确认。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、供应扩张带动经济短期反弹

3月PMI数据录得50.5%，较2月大幅反弹1.3个百分点。拆分来看，生产、新订单、新出口和进口订单同步走强，其中生产的反弹居前且明显高于历史同期反弹水平。

观察同期的价格数据，PMI分项中主要原材料购进价格持续走强，原油价格上涨幅度放缓，而南华工业品指数、金属指数均小幅下跌，这显示原油以外的工业品价格开始走弱。

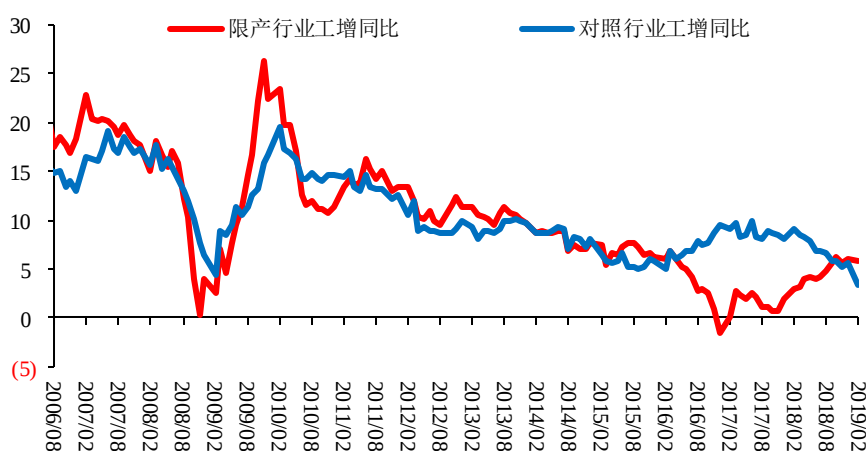
结合量价指标来看，PMI数据的短期反弹可能主要反映了供应层面的扩张，部分有春节因素的影响，也可能有基于较高价格和盈利刺激下的供应响应，而经济需求端的回暖还需进一步观察。

1-2月限产组工业生产维持稳定，非限产组继续下滑并创出历史低点，两者之差逆转了过去两年持续为负的情况，保持正值并继续扩大，这一方面显示总需求在继续走弱，同时也表明上游领域价格高企刺激了企业的扩产行为。

新近数据显示，1-2月工业企业营业收入累计同比3.3%，利润总额累计同比-14%，两者均出现显著下滑，这部分源于春节因素的扰动，但也反映出企业盈利的趋势恶化。

分行业看，与供给侧改革相关的黑色金属冶炼，石油、煤炭及其他燃料加工业，石油、煤炭及其他燃料加工业等行业利润跌幅居前，而非供改组的利润跌幅靠后，这或许表明供改组去年以来生产的持续走强正在对盈利产生压制。

图1：限产行业和非限产行业工业增加值同比，%



数据来源：Wind，安信证券

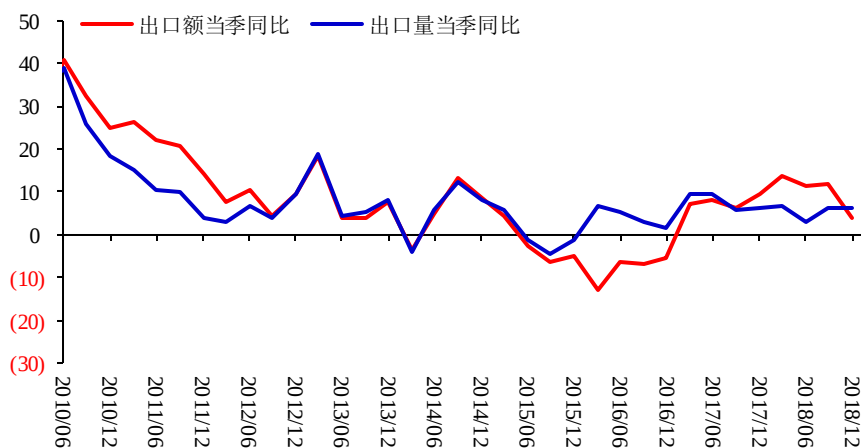
宏观经济持续走弱的背景下，年初以来政府通过多种手段对冲经济下行的压力，社融经历两年的单边下行后于今年年初企稳反弹，表外融资的收缩幅度也出现放缓的迹象，票据空转套利的行为正在初步规范；与此同时政府出台更大力度的减税降费政策，提高地方政府专项债的规模并加快发行进度。货币和财政政策的发力有助于提振市场信心，权益市场年初以来出现持续的回暖，市场对经济企稳时点的预期也开始出现分化。

回顾历史上经济下行后企稳的年份，基建和地产无疑扮演着非常重要的角色，这与政策意愿有相当大的关系。比如 09 年四万亿刺激政策下基建和地产大幅走强使得经济快速摆脱金融危机的影响。2012 年、2016 年的情况也或多或少都类似。这也使得目前市场对房地产政策松动的预期逐步增强，在积极的财政货币政策出台后市场参与者对经济企稳时点的预期不断提前。

但值得注意的是，08 年金融危机、11 年欧债危机以后全球经济的紧密度大幅加强，在中国近几次经济的企稳中，全球经济和贸易的复苏发挥了相当重要的角色。比如 2012 年欧央行行长在 7 月份申明不惜一切代价保卫欧元，使得市场情绪

得以安抚,全球金融市场和贸易信贷回暖,贸易活动走强有助于中国经济的企稳。比如 2016 年下半年以来全球经济广泛同步的复苏,中国从中明显受益,甚至可以说 2016 年、2017 年出口的持续回暖是带动我国经济反弹最为重要的因素。

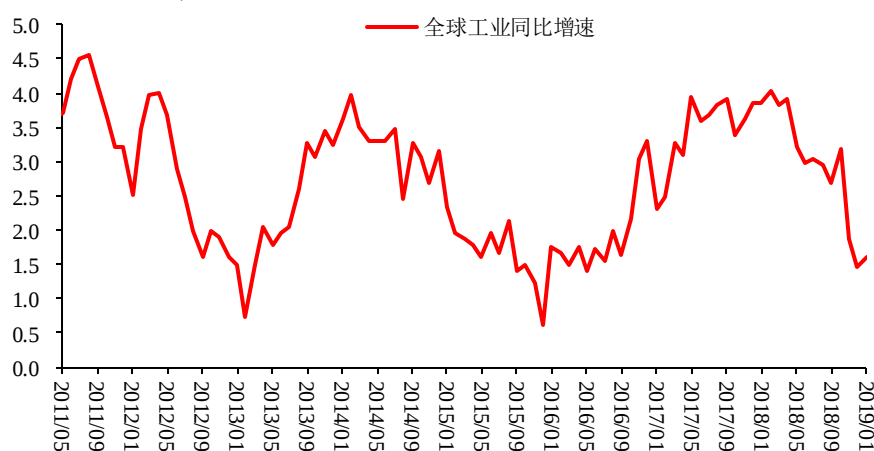
图2: 中国出口额和出口量同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

因此从这个角度来看,中国经济的企稳和全球将保持较高的同步性。去年末以来全球经济普遍走弱,各国央行货币政策立场先后调整,在此背景下权益市场纷纷反弹,反映了对政策及其成效的积极预期。目前多数观察者认为全球经济这一轮减速的主要原因是中国经济的下行,考虑到金融危机以来全球经济波动的同步性,看起来这轮经济活动的企稳还需要更长的时间和更多的证据。

图3：全球工业同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场仍望表现积极

年初以来，全球主要央行货币政策转向带来市场风险偏好的改善，权益市场迎来全面持续的回暖，中国社融增速的企稳回升也是在这一背景下发生，与全球保持了较高的同步性。

然而近期猪肉价格的快速上涨引发了市场对货币政策转向的担忧。我们倾向于认为在经济趋势下行的过程中，猪价的上涨对CPI的推升作用较为有限，根据我们的测算，猪肉价格可能推升通胀0.8个百分点，但这会部分被核心通胀、油价以及增值税落地的影响抵消。

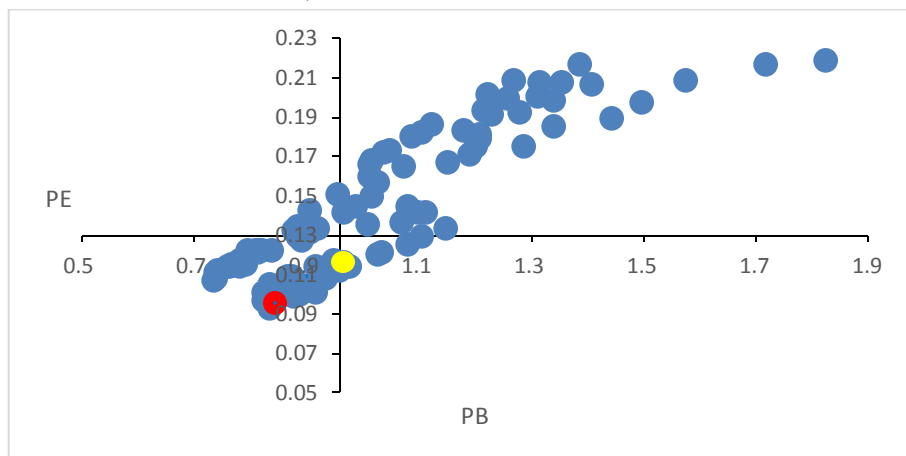
回顾2015年到2016年年中，猪肉价格低点到高点几乎翻倍，然而由于经济的走弱，通胀持续处于较低的水平。

考虑到今年PPI全年同比可能落入负区间，经济下行压力仍然较大，猪肉对通胀的影响有限，央行货币政策转向的可能性较低。

3月以来权益市场维持震荡，板块轮动明显。综合考虑A股当前的估值水平、经济政策取向和投资者情绪等因素，市场仍望表现积极，其未来走势将逐步受制

于对经济数据改善的确认。

图4：联邦模型下的 PE 和 PB，%



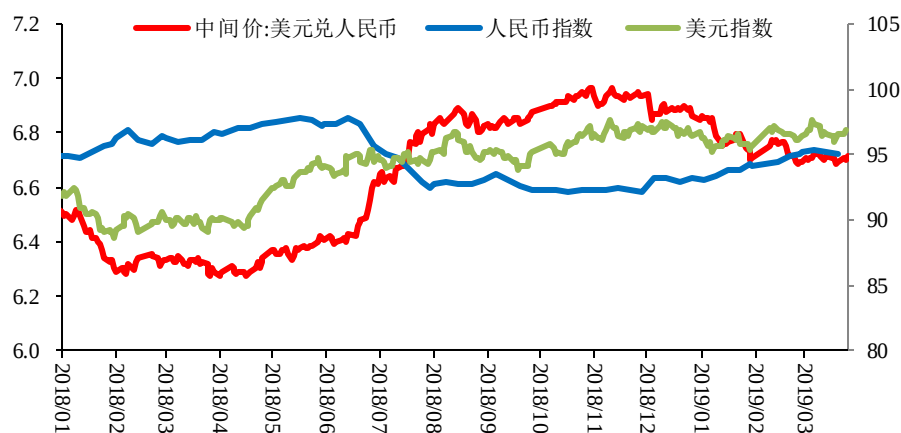
数据来源：Wind，安信证券

红点为去年年底值，黄点为当前值，原点为中位数。

近期科创板进展顺利，市场关注度较高。根据历史的经验来看，创业板和中小板的推出并未出现明显的资金分流现象，目前市场情绪仍然高涨，预计科创板的推出难以造成其他板块资金分流，甚至可能有助于更多增量资金的进入。而科创板企业成长性更高，对其他板块的估值较难形成向下牵引。合并来看，科创板的推出对鼓励企业自主创新、降低宏观杠杆率、完善资本市场制度有重要意义。

汇率市场方面，近期土耳其、阿根廷等新兴市场出现大幅贬值，人民币汇率也小幅走弱。整体来看，年初以来人民币贬值预期平稳，外汇储备持续攀升，人民币兑美元和人民币兑一篮子货币指数持续走强，显示人民币贬值压力持续缓解。往后看，随着美国经济的逐步走弱、美联储态度的进一步鸽派，人民币面临的贬值压力较去年显著下降，这也为央行进行更为灵活的货币政策打开空间。

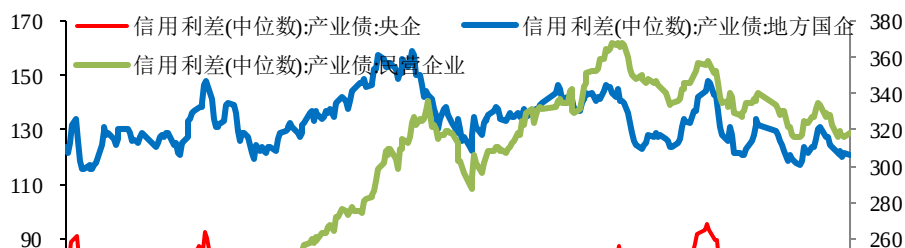
图5: 人民币汇率和美元指数



数据来源: Wind, 安信证券

债券市场方面, 2 月份股票市场的上涨带来债券收益率的上行, 而 3 月 8 号以来权益市场进入震荡, 债券市场收益率出现轻微下行, 股债跷跷板的效应明显。信用债市场方面, 今年年初以来民营企业信用债利差缓慢收窄, 但低评级信用债利差收窄幅度仍不明显, 显示债券市场风险偏好的改善仍需时间。

图6: 央企、地方国企和民企信用利差



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_13283

