

3 月数据的超强春节效应和 4 月市场的半杯水思维

证券研究报告
2019 年 04 月 07 日

作者

数年一遇的春节效应叠加基数效应，预计 3 月经济数据普遍大幅好于 2 月。春节效应会影响对开年宏观基本面的判断，尤其在当前经济短周期处于相位切换窗口期的情况下，横跨 1 季度的春节效应更会带来判断结论的分歧。

虽然我们认为仅凭 3 月经济数据的好转并不能确认本轮经济下行期的底部就在 1 季度，但这种分歧对股票市场交易情绪的扰动相当微妙，类似于“半杯水思维”——半杯水放在桌子上，牛市思维下人们倾向于认为这杯水已经有一半是满的，熊市思维下人们则会觉得杯子里还有一半是空的。

熊市状态下，估值被种种因素持续压缩，模糊不清的经济数据很难带来分子端即将改善的一致预期，此时需要更强的确定性；但是在牛市状态下，骤然好转的经济数据会使得“经济已经好转”这一结论无法确定性证伪，进而可能成为进一步强化看涨预期的推手。

总的来说，4 月中上旬仍是风险资产的宏观蜜月期，但 5 月可能面临基本面预期的二次修正，维持股债全年“N 字型”走势判断。

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

风险提示：国内政策基调边际收紧；海外市场波动率提升



一、2019 年的“超强春节效应” 数年一遇

春节效应的概念并不复杂：因经济活动在春节前 4-5 天和春节后 15-20 天受到影响，当相邻两年的春节发生在不同日期时，1、2 月的经济同比指标会出现较大波动，同一年 1-3 月的环比指标也会大幅波动。所以，投资、消费、工业等相关经济指标在年初只公布 1-2 月的整体情况，以求反映削弱春节效应后开年经济的真实情况；对于进出口、PMI、CPI 等分别公布 1、2 月数据的经济指标，春节效应同样会带来显著扰动。

多数情况下，将 1-2 月数据合并来看可以消除大部分春节效应，但在少数情况下 3 月数据也会受到春节效应的显著干扰。以今年为例，2019 年除夕在 2 月 4 日，因此经济活动受春节干扰的时间段主要在 1 月底和整个 2 月；2018 年除夕在 2 月 15 日，受春节影响的时间段主要是 2 月中下旬和 3 月上旬。因此 2019 年大概率会出现：**经济数据同比增速 1-2 月偏低、3 月偏高；环比增速 2 月偏低、3 月偏高的情况**。已经公布的 3 月 PMI 数据就是一例——2 月的 49.2 偏低、3 月的 50.5 偏高。

2019 年的春节效应横跨 1-3 月且 3 月数据较强，这种“超强春节效应”在最近 10 年只出现过 3 次（2011 年、2016 年、2019 年），却给 1 季度-2 季度初的经济形势判断带来挑战。

表 1：近 10 年春节时间和春节效应汇总

年份	除夕日期	经济活动受影响时间段	3 月春节效应影响
2009	1 月 25 日	1 月下旬，2 月中上旬	无
2010	2 月 13 日	2 月中下旬，3 月初	数据偏弱
2011	2 月 2 日	1 月底，2 月	数据偏强
2012	1 月 22 日	1 月下旬，2 月中上旬	无
2013	2 月 9 日	2 月	无
2014	1 月 30 日	1 月底，2 月中上旬	无
2015	2 月 18 日	2 月中下旬，3 月上旬	数据弱
2016	2 月 7 日	2 月	数据强
2017	1 月 27 日	1 月下旬，2 月中上旬	无
2018	2 月 15 日	2 月中下旬，3 月上旬	数据弱
2019	2 月 4 日	2 月	数据强

资料来源：天风证券研究所整理

二、不仅是 PMI，春节效应和基数效应下的 3 月经济数据整体大幅好于 2 月

如前所述，今年的超强春节效应会导致 3 月多项经济数据的同比和环比增速较 2 月出现明显改善，但实际情况是 2 月数据偏低、3 月数据偏高，因此将 1 季度数据作为一个整体来衡量更加客观真实。

不仅是 PMI，和生产相关的工业增加值、工业企业利润、出口等数据的春节效应同样很强，3 月同比增速将明显高于 1-2 月。我们预计 3 月工业增加值同比增长 6.1%，1-2 月仅为 5.3%，实际 1-3 月同比 5.6%；1-3 月工业企业利润同比增长 -7%，1-2 月仅为 -14%；3 月出口（美元计价）同比增长 10-12%，2 月仅为 -20.8%，实际 1-3 月同比 0-1%。此外，在春节效应和近期一二线城市转暖的带动下，预计 3 月商品房销售面积增速也将较 1-2 月有所回升，房地产新开工、施工、建安投资增速都有可能出现反弹。

除春节效应之外，3 月的“基数效应”同样不可忽视。受去年低基数的影响，19 年 3 月的 CPI、PPI、社融增速等指标都将明显高于 1-2 月。在去年 3 月 CPI 低基数的基础上叠加今年 3 月肉菜价格上涨的因素，预计 3 月 CPI 同比可能由 2 月的 1.5%大幅回升至 2.3-2.4%；预计 3 月 PPI 同比由 2 月的 0.1%回升至 0.5%左右。

类似的，在今年表外融资规模收缩明显放缓和地方专项债提前发行（3 月发行量 3600 亿）

的共同影响下，预计 3 月社融增速较 2 月小幅反弹至 10.3%左右。

表 2：3 月主要经济数据预测和对比

单位：%（同比）	19 年 1-2 月	19 年 3 月（E）	19 年 1 季度（E）	18 年 4 季度 前值
工业增加值	5.3	6.1	5.6	5.7
工业企业利润	-14	5	-6.9	-1.0
固定资产投资	6.1	6.1	6.1	6.4
社会消费品零售总额	8.2	8.2	8.2	8.3
进口	-3.2	-1	-2.4	4.4
出口	-4.6	11	0.4	3.9
CPI	1.6	2.4	1.87	2.2
PPI	0.1	0.5	0.23	2.3
社融	10.1	10.3	10.3	9.8

资料来源：WIND，天风证券研究所

三、3 月数据反弹并不意味着 1 季度是经济底

对于 1 季度，无论是实际值还是名义值都大概率较去年 4 季度进一步下滑。由表 2 汇总可见，叠加春节效应和基数效应，3 月主要经济数据多数较 1-2 月明显回升，但将 1-3 月数据作为整体来看，19 年 1 季度主要经济数据仍较 18 年 4 季度有所下滑。预计 19 年 1 季度实际 GDP 增长 6.3%，18 年 4 季度为 6.4%——即使 3 月数据有所反弹，经济在 1 季度仍处于下行阶段。

对于 2 季度，我们在近期报告《回归基本面》《2 季度利率展望》中判断：预计以实际 GDP 衡量的经济增速仍在下行期，但已经逐步接近本轮经济短周期的底部，下滑速度较 1 季度进一步放缓。内需（投资、消费）有望接近企稳，拖累经济下行的主要力量来自于受全球经济景气度下滑影响的外需（出口）；从领先指标看，2 季度出口压力较 1 季度更大，预计 2 季度出口（美元计价）同比负增长，成为未来 1-2 个季度拖累经济的重要因素。

总体来说，1 季度经济仍在下滑，但韧性好于去年底的一致预期；2 季度可能是内需触底回升的时点，但考虑到出口的压力，经济仍可能小幅下滑；3 季度，**如果国内货币、财政等政策基调不发生方向性变化**，内需有望进一步修复，届时外需的表现将决定经济是否确认底部。因此，仅凭 3 月经济数据的普遍好转，并不能确认本轮经济下行期的底部就在 1 季度。

四、3 月经济数据对资本市场有何影响？

春节效应会影响对开年宏观基本面的判断，尤其在当前经济短周期处于相位切换窗口期的情况下，横跨 1 季度的春节效应更会带来判断结论的分歧。例如 3 月的 PMI 数据，从看多经济和看空经济的两个方向都能找到一些证据，比较客观的说法应该是数据剔除春节效应之后整体表现平常、结构好坏参半。

这种分歧对股票市场交易情绪的扰动也相当微妙，类似于“半杯水思维”——半杯水放在桌子上，牛市思维下人们倾向于认为这杯水已经有一半是满的，熊市思维下人们则会觉得杯子里还有一半是空的。所以在熊市状态下，估值被种种因素持续压缩，模糊不清的经济数据很难带来分子端即将改善的一致预期，此时需要更强的确定性；但是在牛市状态下，骤然好转的经济数据会使得“经济已经好转”这一结论无法确定性证伪，进而可能成为进一步强化看涨预期的推手，更何况 1 季度的经济韧性确实强于去年年底时的一致预期，而且部分微观数据改善（如部分城市商品房销售和部分细分消费领域）也进一步强化经济企稳预期。

对于 A 股等风险资产，单从国内宏观面来看，3 月宏观数据表现大概率将好于预期，在“经济已经好转”的预期发酵之下，4 月中上旬仍然是风险资产的蜜月期；4 月 3 日上证突破 3200 点之后，市场情绪亢奋，趋势得到了加强，同时监管压力上升。但经济下行尚未确定

企稳，预计4月PMI、工业增加值和出口等数据会再次回落，规模以上工业企业盈利仍处于低迷状态，5月中下旬市场可能面临宏观基本面预期的二次修正。基本面和市场中期向好的趋势不变，维持全年“N字型”走势的判断。

政策方面，2季度货币政策进入信用传导效果的观察期，短期加大宽松的空间有限，但经济企稳之前，货币政策基调也不会发生方向性转变。我们在《2季度利率展望》中预计4月流动性总缺口约1.4-1.7万亿，其中长期流动性缺口约8000-1.1万亿。央行从3月20日至今尚未进行公开市场操作，一方面在于3月流动性缺口较小，另一方面也意味着4月仍有必要投放流动性以补充流动性缺口。近日官方对4月1日降准进行了辟谣，因此降准时机可能较市场此前预期推迟，或以超额续作MLF同时降低MLF利率的方式替代降准。总的来说，4月资金价格可能将高于1-2月。

对于利率债等无风险资产，短期受4月降准预期弱化、股市风险偏好提升和通胀预期的影响，暂时处于比较难受的阶段。但我们认为基本面尚未见底、货币宽松方向不变，因此利率在未来2个季度之内仍然有下行空间。经过近期的剧烈调整后，利率债存在较大的交易机会，需要耐心等待政策信号、基本面预期和股市风险偏好的二次修正时机。

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_13340

