

把握新常态， 聚焦新供给

——2019年华泰宏观最新判断

华泰证券首席宏观研究员 李超

主讲人介绍

宏观首席 李超

李超，华泰证券研究所首席宏观研究员，中国人民银行研究生部（现清华大学五道口金融学院）金融学博士、清华大学经管学院MBA校友导师、对外经济贸易大学金融学院硕士生导师。2008年加入中国人民银行金融稳定局金融体制改革处（承担全面深化改革领导小组办公室职责），先后参与我国一系列重大金融改革制度设计；多次参与宏观经济与系统性风险研判，中央银行宏观压力测试小组成员；《货币政策执行报告》、《金融稳定报告》撰写组成员；参与金融领域“十二五”、“十三五”规划制定。2012年至2013年借调国务院办公厅秘书二局。在《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表多篇有影响力的论文。

- ◆ 2016年加盟华泰证券。
- ◆ 2017年率领团队入围新财富和水晶球最佳分析师。
- ◆ 2018年率领团队获得wind金牌分析师宏观经济第一，今日头条头条号阅读量全卖方第一，中国保险资管协会最佳分析师第三，水晶球最佳分析师第四。



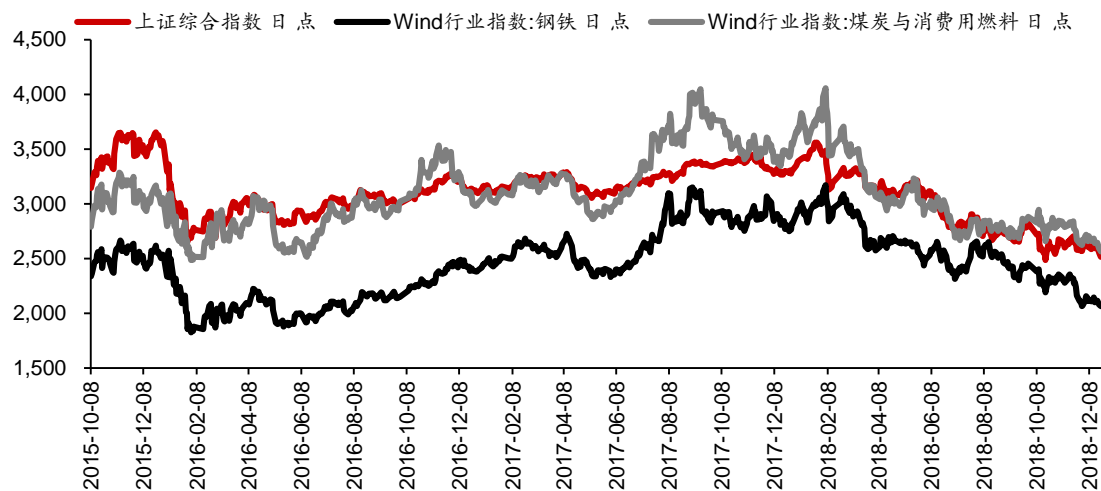
目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构性改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

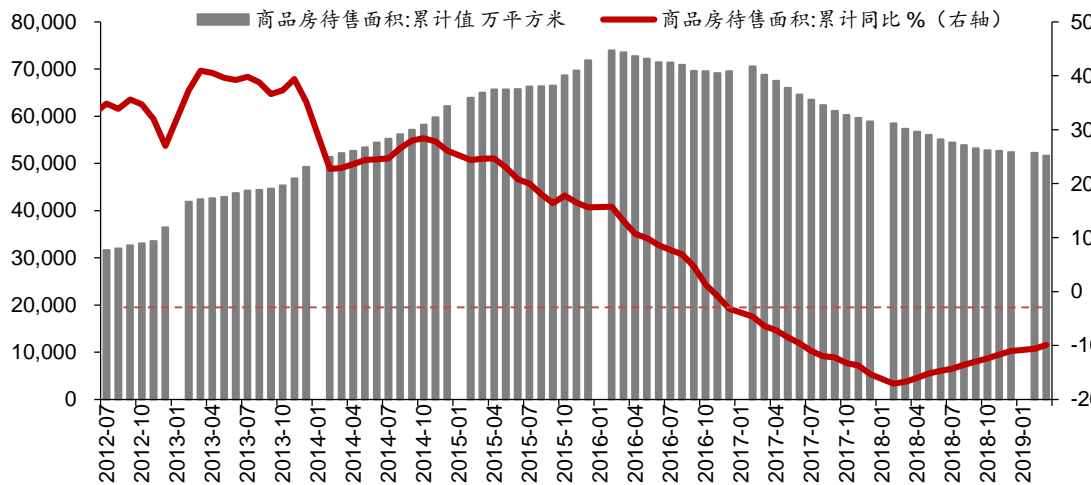
供给侧改革去产能、去库存和去杠杆均深刻地影响过市场，但市场对这些政策均存在滞后反应。

□ 我们认为供给侧是当前决定市场的最重要宏观变量，在供给侧改革完成“破旧”（去产能、去库存和去杠杆），进入“立新”的阶段，将更着重生产要素的变革，而市场目前同样并未对此充分预期，相关资产价格仍存在预期差。

在去产能初期，市场并未充分预期



2016年4月以来地产去库存效果显著，待售面积明显减少



新供给价值重估理论

是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或缓解其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。

供给侧：技术水平、要素投入和组织方式决定经济增长

- 从供给角度看，经济增长主要由三个因素决定，即技术水平（全要素生产率A），要素投入（劳动力L、资本K、资源T），以及组织方式（F）。从公式出发，有三种方式可以提高产出：一是推动技术进步A（创新）；二是增加要素投入L、K、或T（增加投入）；三是改善生产组织方式F（制度改革）。

$$Y=A * F(L, K, T)$$

经济增长的核心逻辑是供给侧

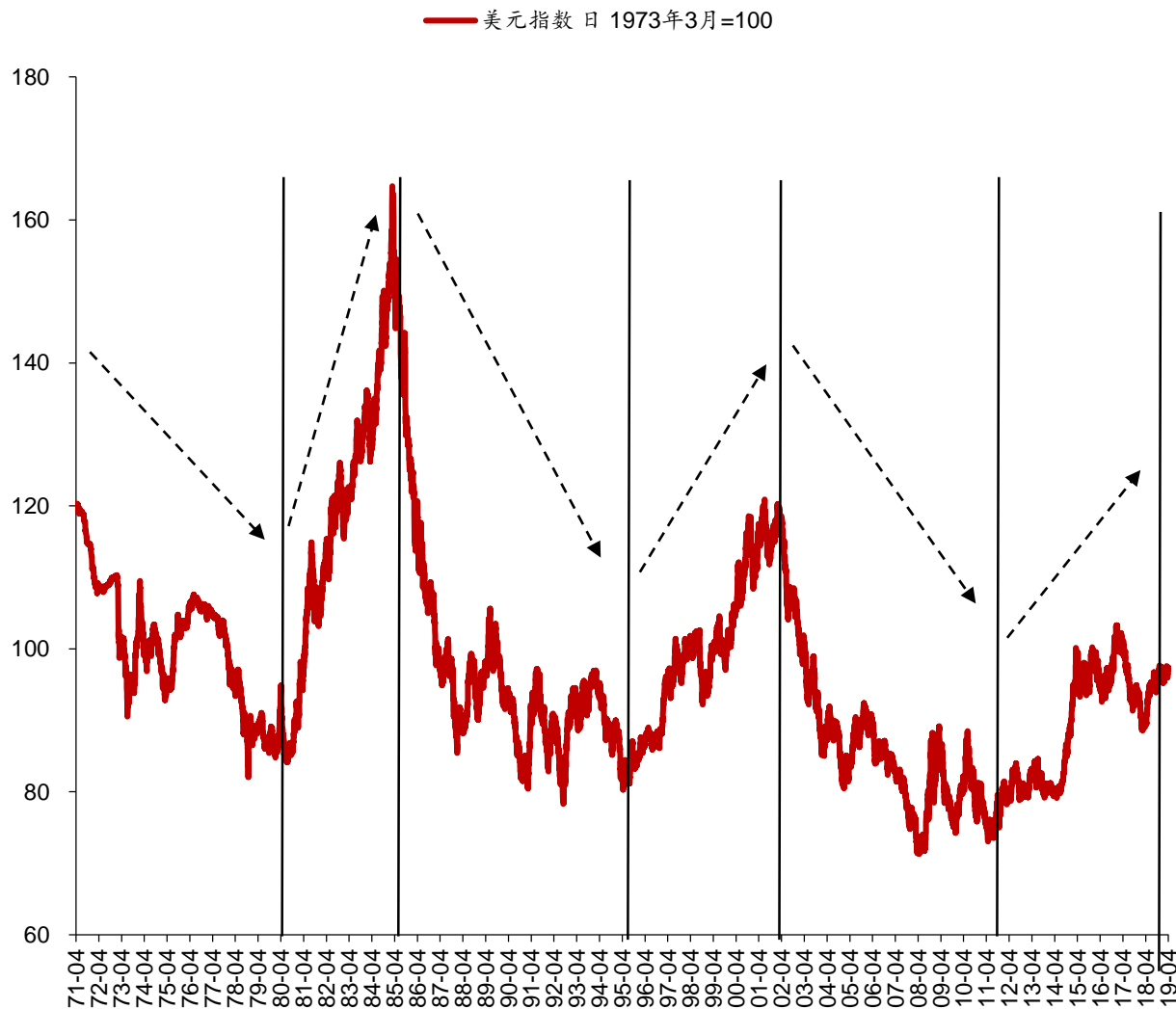
- 中国过去的经济增长过度依靠需求侧的拉动，而中国当前面临的问题是经济潜在增速下滑，在供给侧需要进行相应的变革以解决中国的现有问题。2015年底，国家开始推进供给侧结构性改革，强调在适度扩大总需求的同时着力加强供给侧结构性改革。主要意图一方面是淘汰落后产能，化解产能过剩问题；另一方面是推进产业转型升级，培育新兴产业和新的经济增长点。其核心是希望从生产上解决我国经济供需不平衡的问题，解决我国经济潜在增速下滑的现状。

◆ 美元周期呈现出：7年升值、10年贬值的长周期特征，贬值周期资金长期流向新兴市场国家，升值周期资金回流美国。

◆ 中国在推进科技创新层面会有局部突破，提升技术型劳动力水平，增强人口质量红利，即A和L+，通过对外开放促进改革，有利于推动生产要素组织方式F的优化，均成为吸引资本重新流入中国的支撑因素。

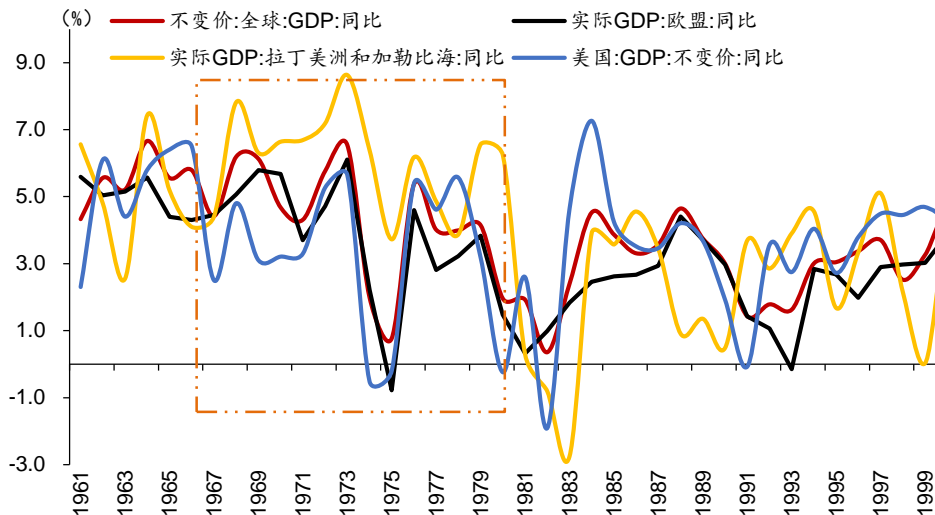
◆ 如果中国供给侧结构性改革取得成功，有望吸引大量海外资本，并促成人民币的资产价格重估。

过去三轮美元周期呈现出7年升值、10年贬值的长周期特征

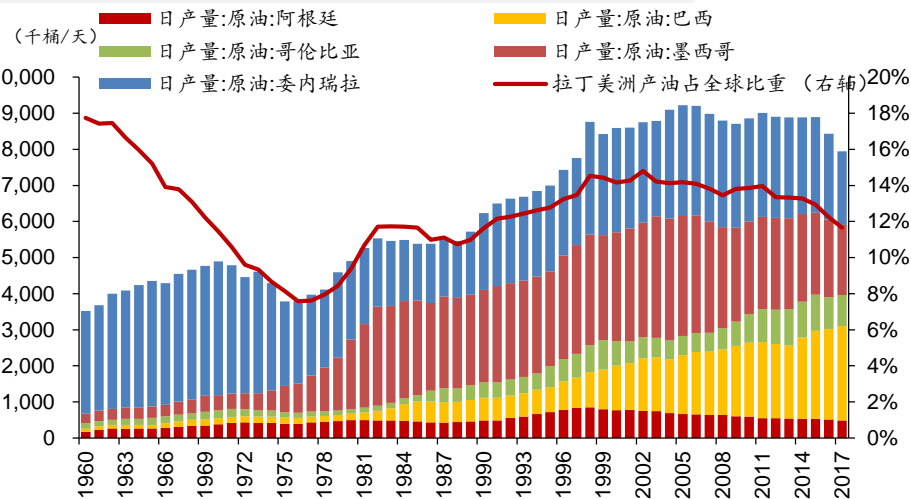


- ◆ 20世纪70年代，布雷顿森林体系崩溃之后，恰好赶上资源品价格大幅上涨，此时资金流向拉美。擅长资源T的国家吸引资金流入。
- ◆ 1978至1985年，美国经济走向滞胀，美联储加息应对，资金快速流回美国。美国资本K在各要素中占优。

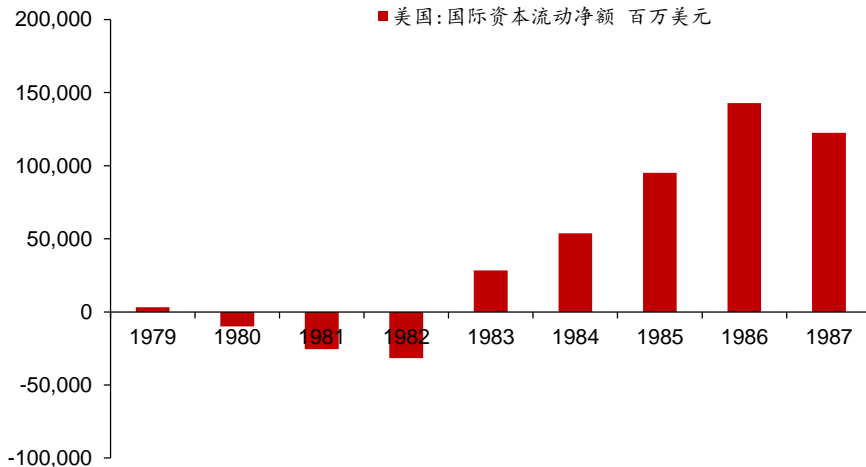
20世纪70年代前后拉美经济增长表现强于美欧



拉美国家是重要的原油生产国

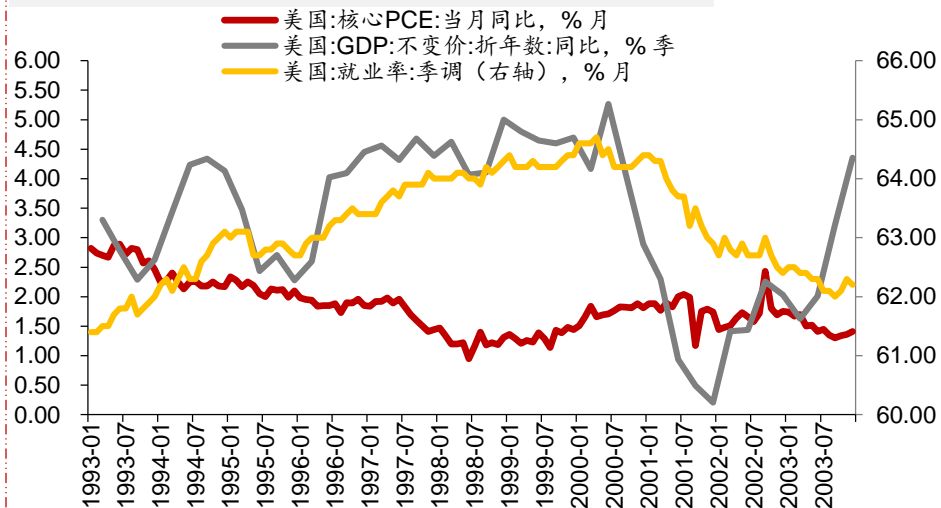


1978至1985年在美联储收紧货币政策和国内减税的影响下，资金逐步回流美国

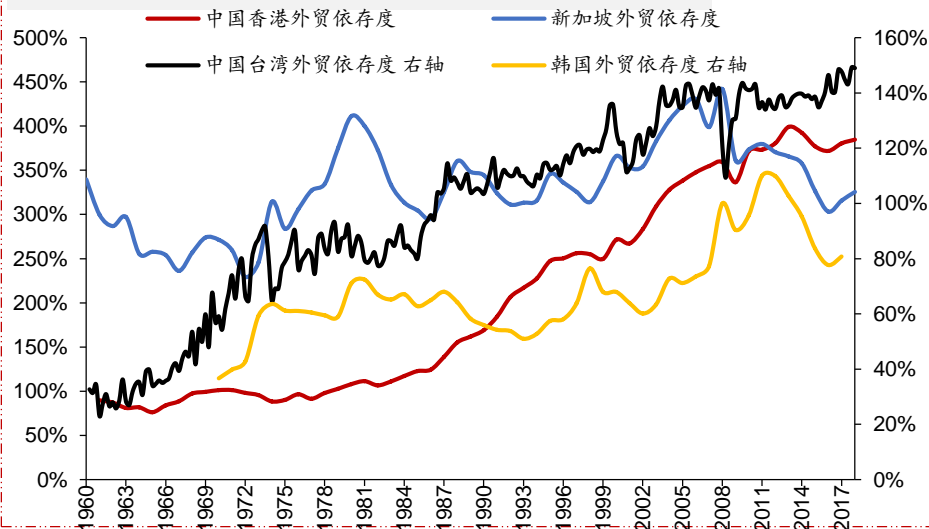


- ◆ 1985年至1995年，东亚四小龙及东南亚四小虎，利用劳动力L强的出口加工经济占优，吸引资金不断流入。
- ◆ 1995年至2002年，美国出现科技周期，互联网广泛应用于生产生活，科技A带动经济改善吸引资金回流美国。

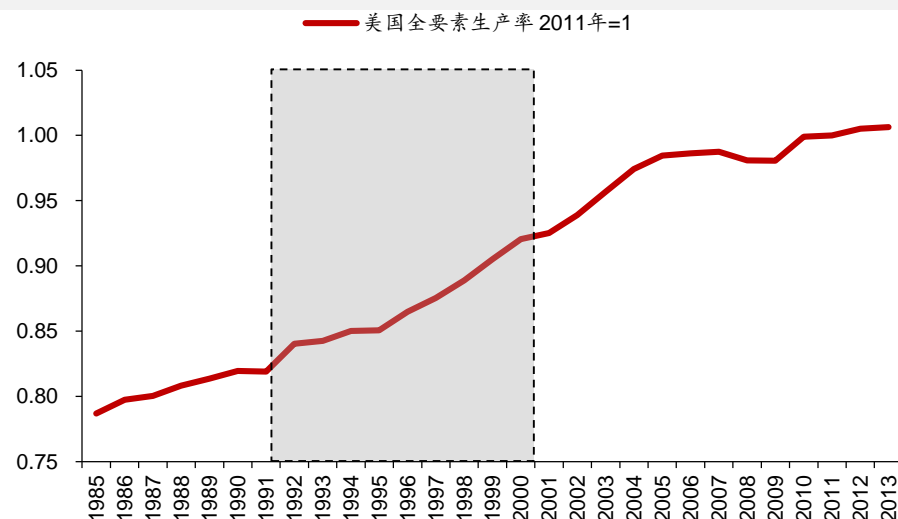
互联网繁荣时期经济背景：低通胀+高增长+高就业



东亚四小龙外贸依存度不断提升，外向型经济带动经济增长

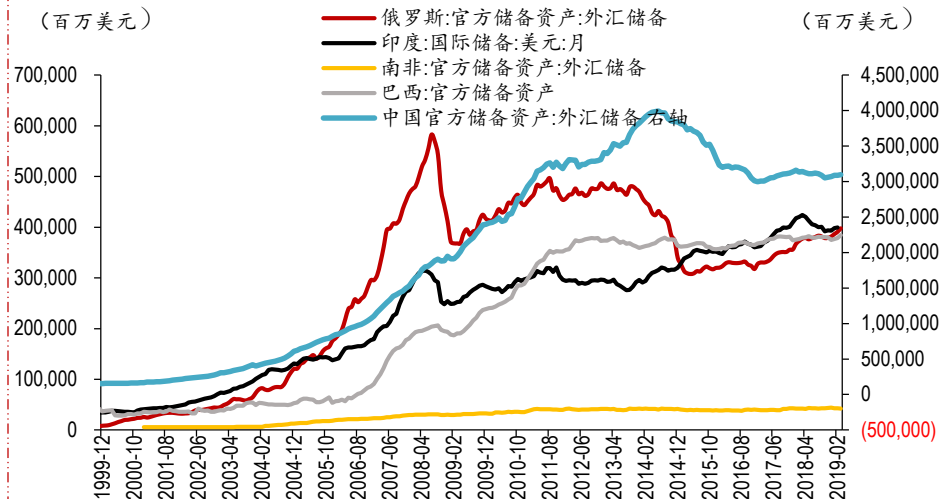


美国全要素生产率快速增长带动科技周期出现



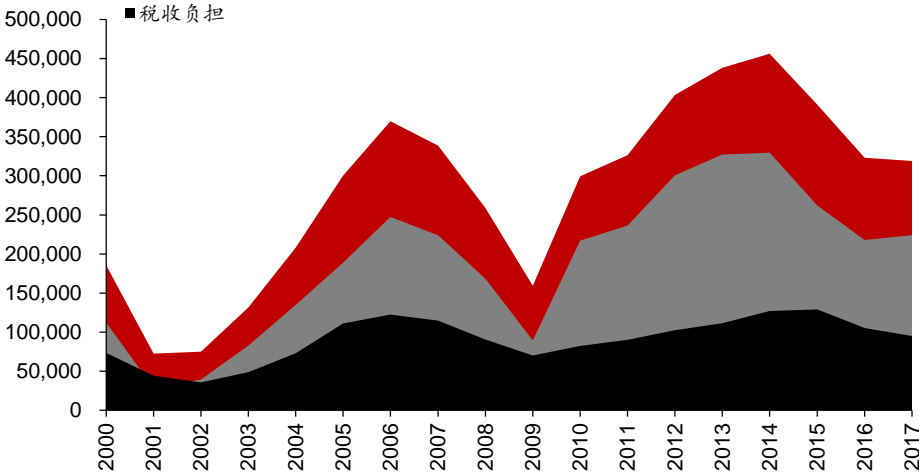
- ◆ 2002年至2011年底，金砖国家概念诞生，凭借L或T优势，资金持续流入这些国家。
- ◆ 2011年底至2018年底，美国凭借再工业化，人工智能显示了科技周期幻觉，资本再次选择了A和K，这一轮的A并没有90年代末强，美联储加息也没有往次强（目前已停止），美元指数也没有前两次强势。

得益于高速的经济增长和投资回报的较大潜力，金砖国家成为资本流入的热土

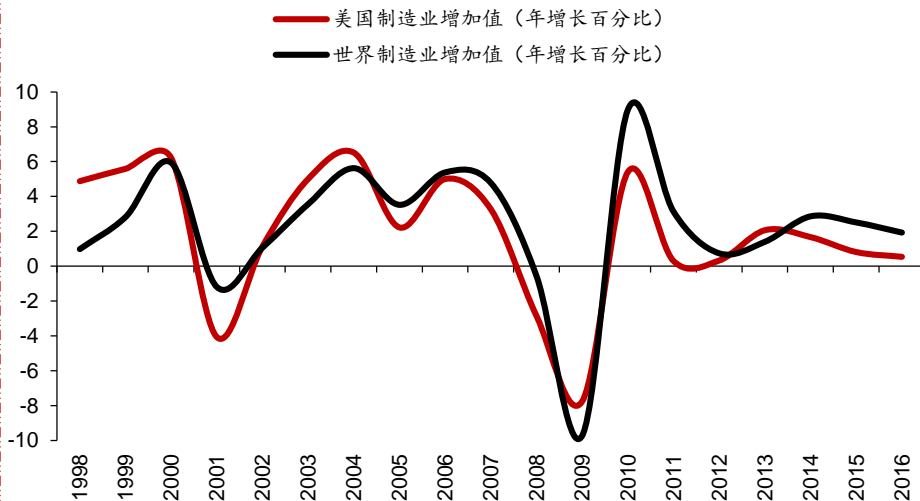


“再工业化”政策提高美国境内制造业企业利润

(百万美元) ■ 美国:企业税前利润:境内行业:制造业 ■ 美国:企业税后利润:境内行业:制造业 ■ 税收负担



次贷危机后美国制造业领先世界复苏

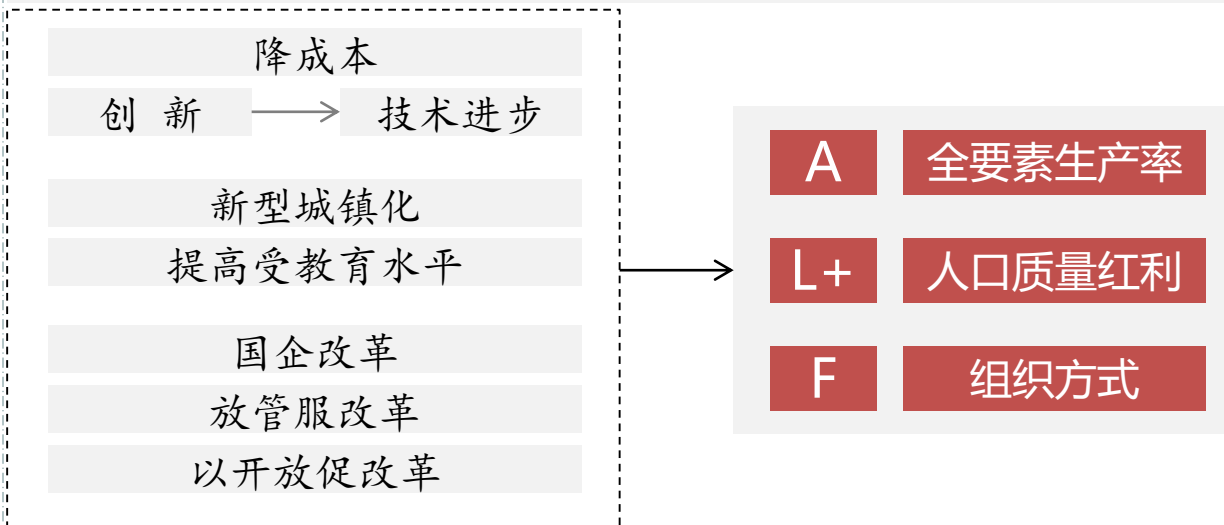


未来十年，中国在A、L+、F上的多重突破将吸引资本流入，人民币价值重估

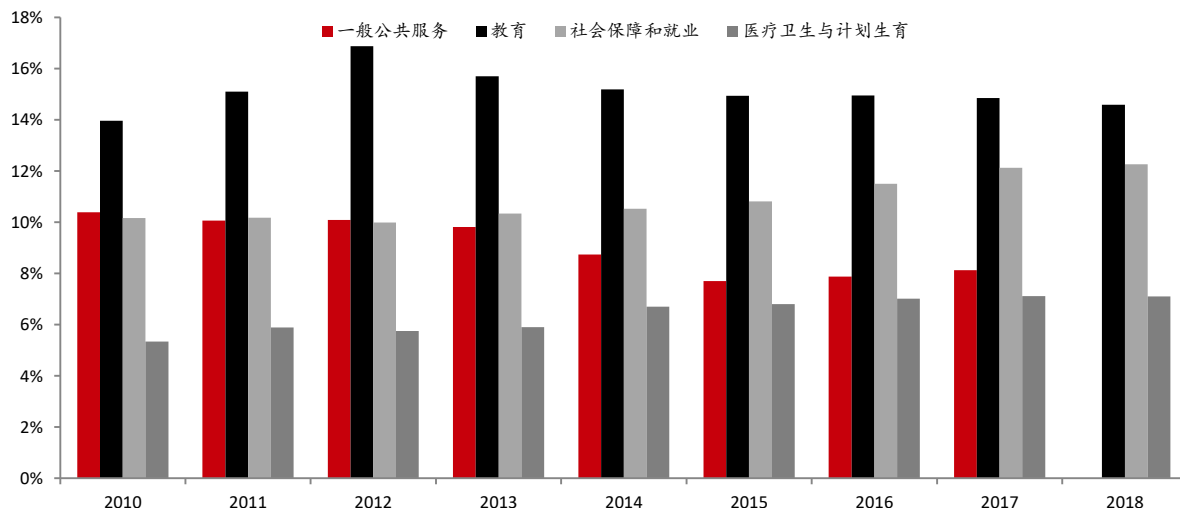
◆ 2019年后的十年，由于美国突破债务上限，迫切需要通过贬值稀释债务，美国庞大贸易逆差迫切需要贬值逆转，美元资产仍会重新流入新兴市场，如中国、印度和越南。

◆ 印度和越南有显著的劳动力L优势，而中国在推进科技创新层面会有局部突破，并提升技术型劳动力的能力，即A和L+，此外，通过对外开放促进体制变革F，也可能吸引相应的资本重新流入，促进人民币资产价格重估。

中国从多方面力促劳动生产率A、劳动力技术水平L及组织方式F的升级进步



财政支出中，教育支出占比最高



金融供给侧改革的提出背景:

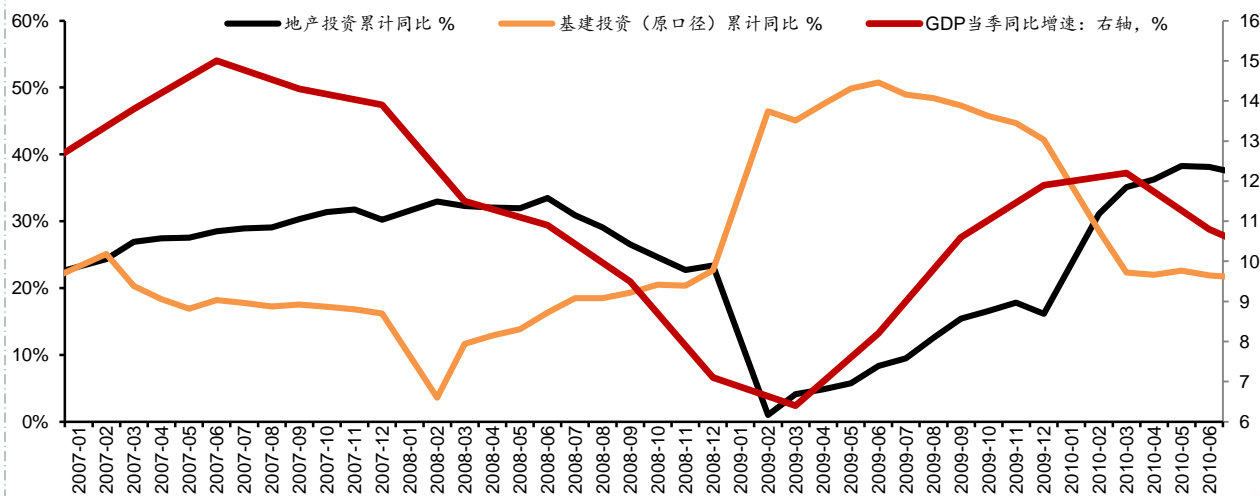
出背景:

政府面临经济下滑压力，但不想过度刺激新的总需求。

历史上，经济增速下行时，政府往往在需求侧出台对冲措施，挖掘新的总需求



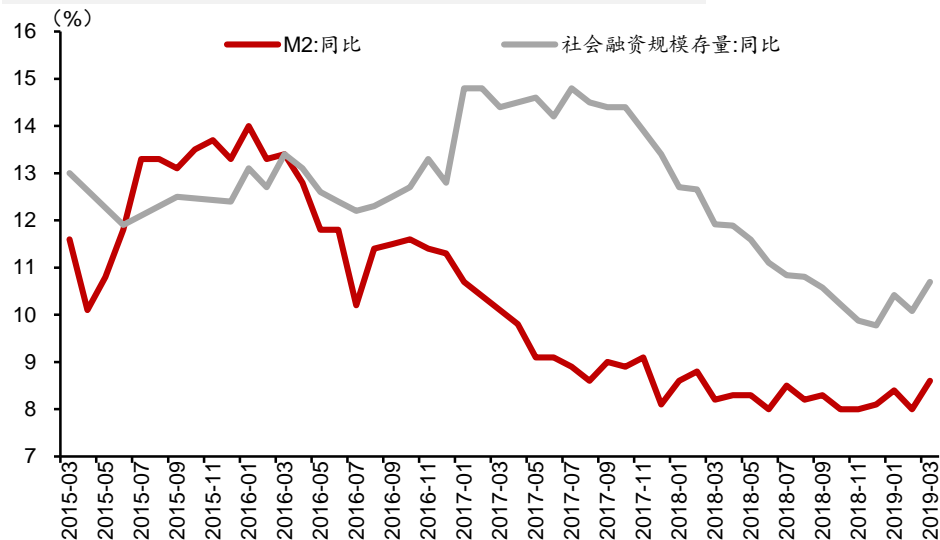
在以基建为主导的“四万亿”逆周期对冲、以及房地产产业迅速复苏的刺激下，经济增速反弹



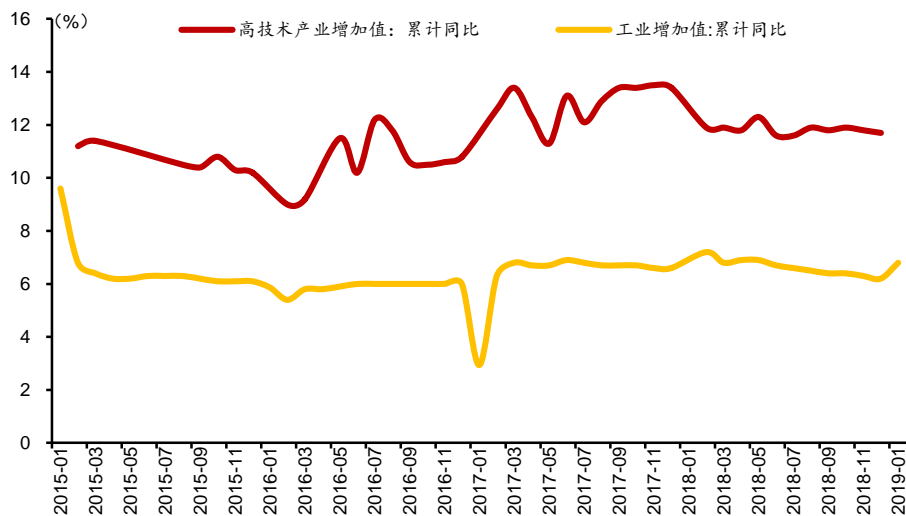
三方面需求没有得到满足

- ❑ 实体经济
- ❑ 产业升级
- ❑ 优质民营企业

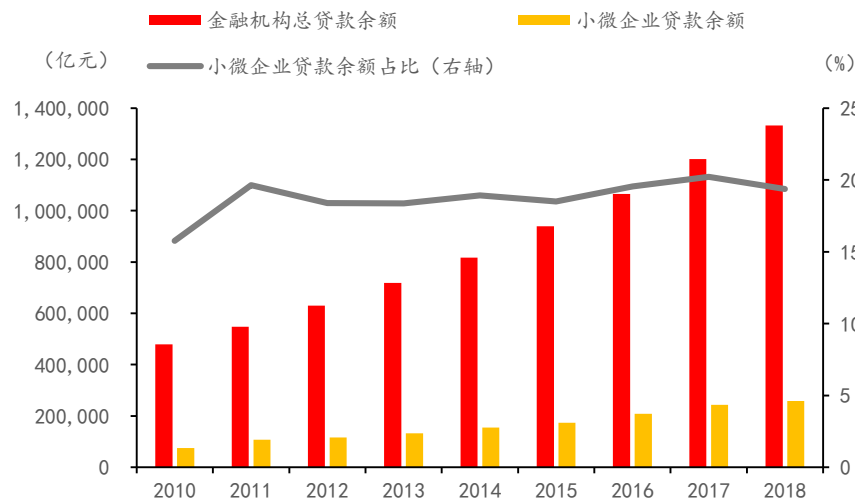
实体经济融资需求未得到满足，M2和社会融资规模同比增速持续放缓



我国产业升级加快，高技术产业增速持续高于工业增加值增速



我国民营小微企业获得贷款占比远小于其在国民经济的比重



四方面供给要进行变化以适应三大需求——“金融供给侧结构性改革”的核心是增强金融服务实体经济能力，未来将注重构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场**等全方位、多层次金融支持服务体系。**

□ 风险投资应逐渐成为重要一环

从现实情况来看，一大批成功的民营企业在创立的初期都受到了风险投资的帮助，天使投资基金、风险投资基金、产业投资基金和私募基金等也能为各个阶段的中小企业的发展提供多层次、多元化的金融服务，满足各种各样的中小企业的融资需求。

□ 贷款逐渐避免“所有制歧视”

贷款依然是满足实体经济融资需求的重要渠道，在降低实体经济融资成本上要先从改变观念做起，在贷款方面对待国有企业和民营企业应当一视同仁，银行在信贷政策、信贷业务和内部考核等方面将不再有所有制歧视现象。

□ 发展完善高收益债市场

通过发展高收益债市场也可以改变整个金融市场的违约恐慌，从这一角度，专门投资高收益债的机构会认为债券违约带来了较好的投资机会。

□ 股票要逐步试点并完善注册制

目前我国经济进入转型期，产业升级的势头非常迅猛，很多企业在成长初期并没有实现盈利，但是符合国家产业发展方向的，而且企业本身也具有较强的成长性。这就需要完善企业上市融资相关制度，特别是试点和完善注册制。在这方面，科创板的推出正是立足这一点进行的资本市场深层次改革。

银行体系从大而不强到优质高效多样化

- 大型商业银行改考核。
- 小银行多“批机构”，不允许跨区域经营。

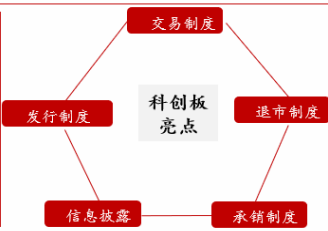
多层次资本市场更加完善

- 科创板是关键性的改革举措。

科创板设立是对创新发展战略和资本市场改革的双重响应

放宽涨跌幅限制：上市后前5个交易日不设涨跌幅限制，5日后涨跌幅为20%。
交易方式多样：竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易，首日开放融资融券
投资者要求更严格：个人投资者须具备24个月以上投资经验和申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于50万元。
 不要求中小投资者可通过公募基金等产品参与科创板

试点注册制：上交所审核（5个交易日确定是否受理+3个月审核期）、证监会注册（20个工作日内），**发行周期大幅缩短。**
更包容的上市条件：基于市值、财务指标、产品优势等建立了五套上市标准，**突破连续盈利硬性要求。**
 允许同股不同权
 允许红筹股上市

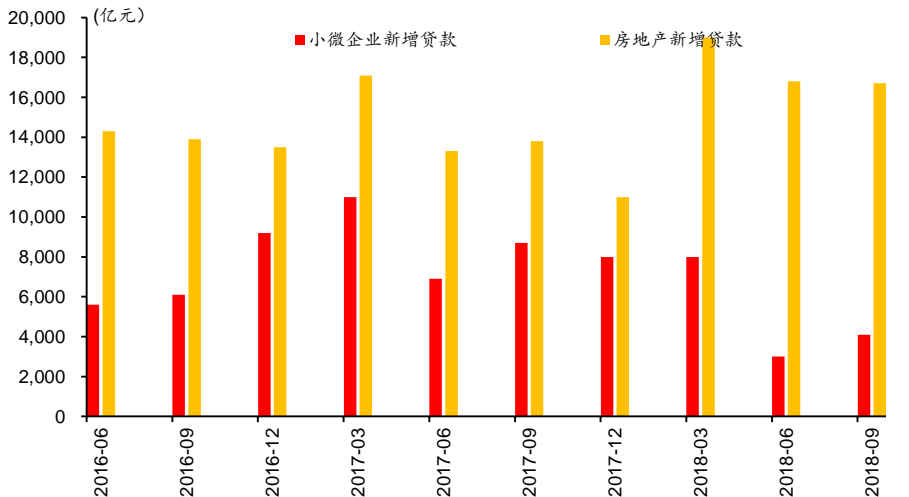


退市情形更多、执行标准更严：新增市值低于规定标准、上市公司信息披露或规范运作存在重大缺陷导致退市情形；财务指标方面，设置四类主业“空心化”定性标准和扣非前后净利润为负且主营业务收入未达到一定规模、净资产为负等定量标准，确定丧失持续经营能力企业，**不再采用单一的连续亏损退市指标。**

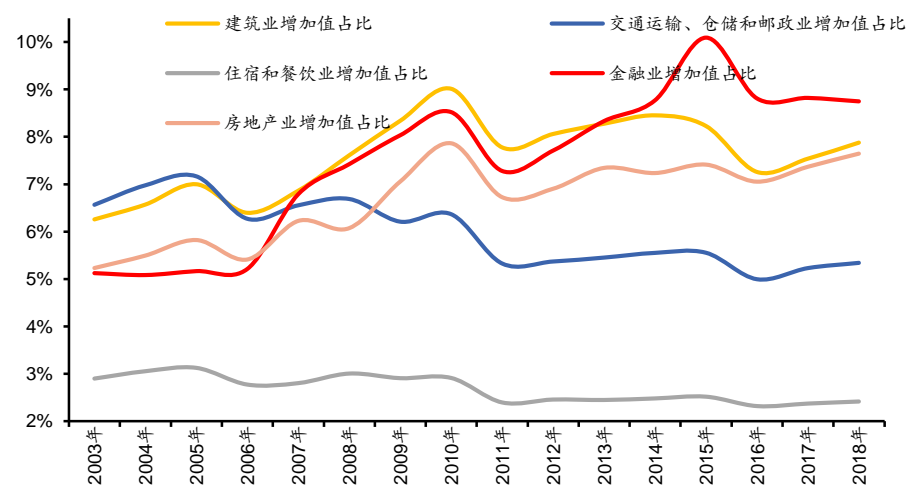
强化保荐人监督职责：建立保荐人资格与新股发行信息披露质量挂钩机制。延长持续监督期至3个完整会计年度。
明确发行人为信息披露第一责任人，强化行业信息披露，突出经营风险和科研情况披露。

询价定价方式：询价对象为七类专业机构投资者。
试行保荐人相关子公司“跟投”制度。
 支持战略投资者和发行人高管、核心员工参与战略配售。

银行体系新增贷款流向房地产的比例持续高于小微企业（季度新增值）



金融业增加值占GDP的比重在逐渐提升



- ◆ 金融供给侧改革遵循着先破后立的改革路径。
- ◆ 金融供给侧改革正是通过扩大供给方式解决实体融资需求，因此尽管可能存在曲折，金融供给侧改革必然导致信用的释放。

小微贷款纳入MPA考核利于改善融资结构不均衡问题

- 央行在宏观审慎评估（MPA）中新增临时性专项指标，专门用于考察金融机构小微企业贷款情况，在结构性参数计算中，将考察范围拓展至普惠金融领域。这意味着小微企业贷款情况被纳入了“资本与杠杆”，具有一票否决的作用。

银保监会推行一二五目标促进信用释放

- 我们认为，银保监会设立一二五目标和人民银行将小微企业贷款纳入MPA考核的思路一脉相承，从供给端引导金融机构信用支持实体经济，有望促进信用释放。

利率市场化助金融供给侧改革释放信用

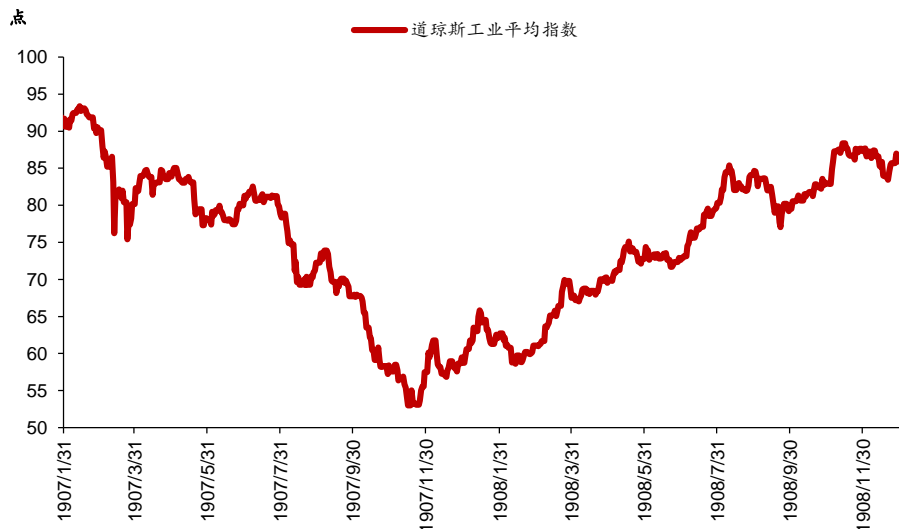
- 通过取消贷款基准利率、降低政策利率引导LPR下行可以降低企业融资成本，增大市场机制在需求供给匹配中的决定作用。两轨并一轨较大概率会使得商业银行净息差收窄，商业银行负债成本的上行会倒逼商业银行提高自身风险定价能力，寻找较高收益的信贷资产，这一倒逼过程使得商业银行信用从传统的央企国企向民营企业和小微企业转移，从而造成信用的结构性释放。

美国1907至1908年，从危机恐慌的信用收缩到信用释放的风险资产重估

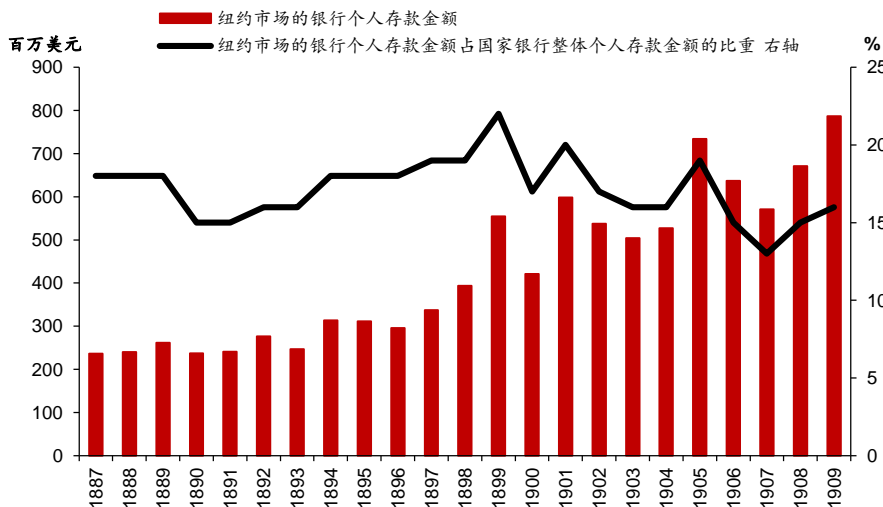
美国1907至1908年，从危机恐慌的信用收缩到信用释放的风险资产重估。

- 从1907年美国金融恐慌的历史来看，银行体系的信用紧缩加剧了股市的恐慌情绪，而后期随着银行体系的流动性风险缓释，信用逐渐释放，股市风险偏好也得到修复而出现反弹。
- 1907年美国金融恐慌加速了美国联邦储备体系的筹备建立。金融体系的信用释放和传导、信心修复，是股市风险资产逐渐止跌并反弹的主要逻辑之一。

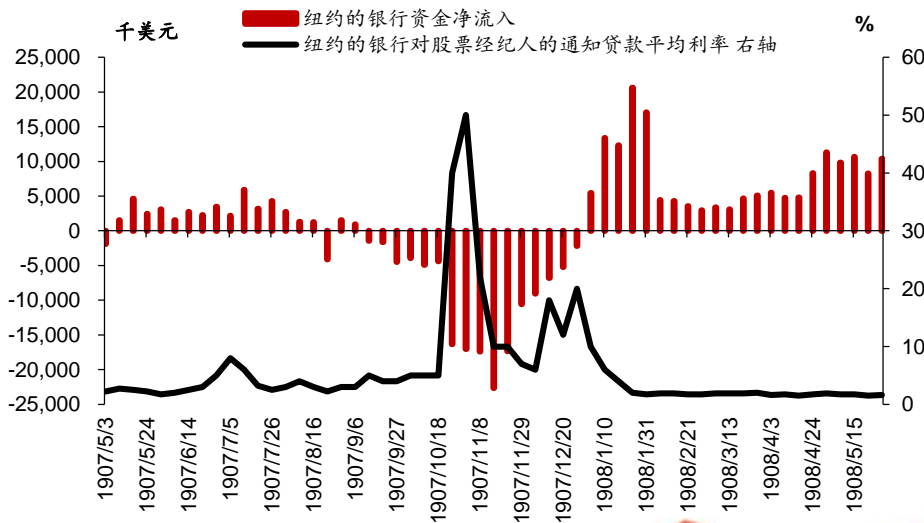
1907年10月，道指跌幅超过15%；道指11月底触底反弹



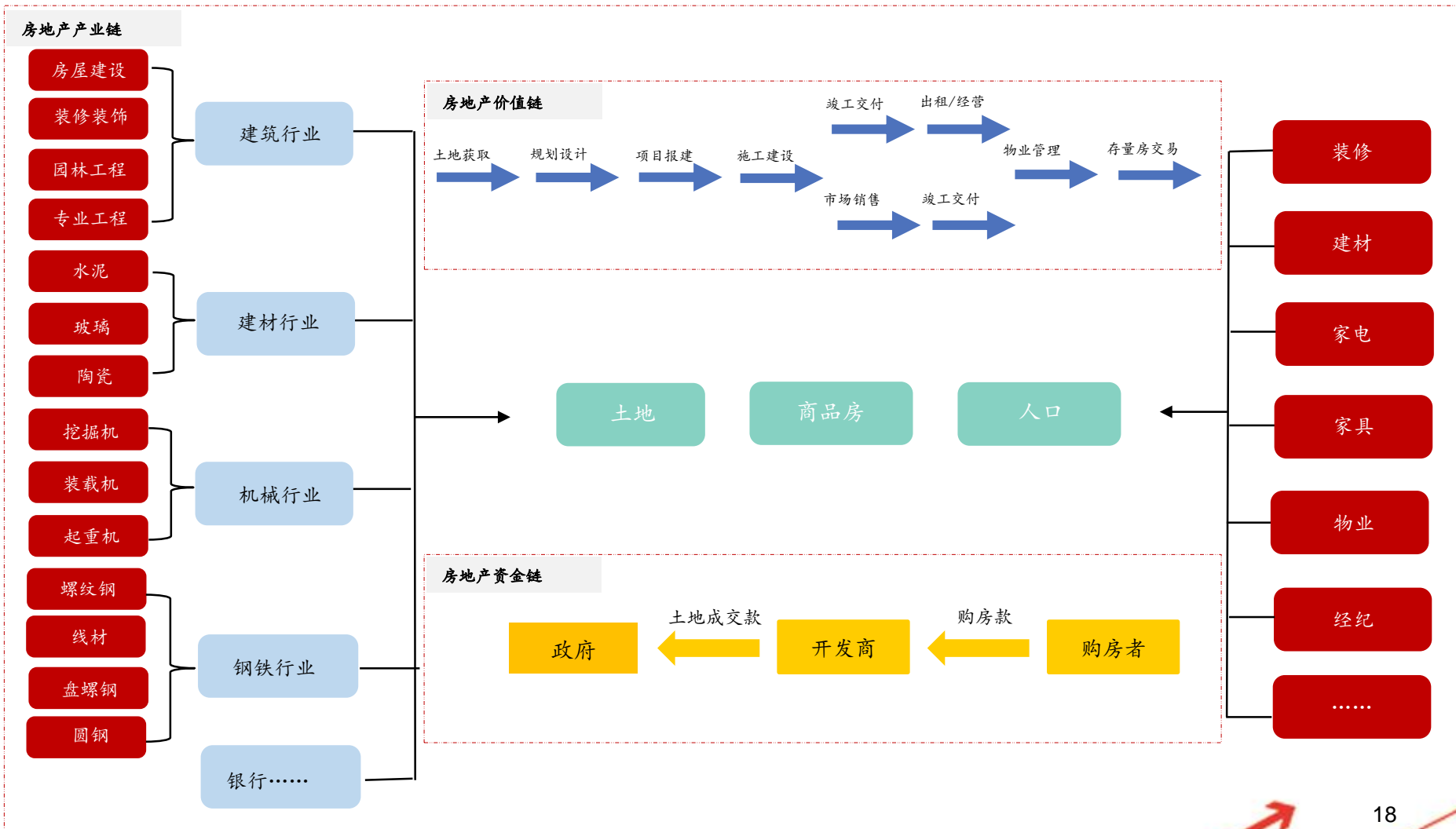
1907年纽约市银行个人存款金额继续下降，占有所有国家银行个人存款金额的比重也继续下降



1907年金融恐慌时期，纽约市银行体系资金流动性紧张，股市融资成本上升明显



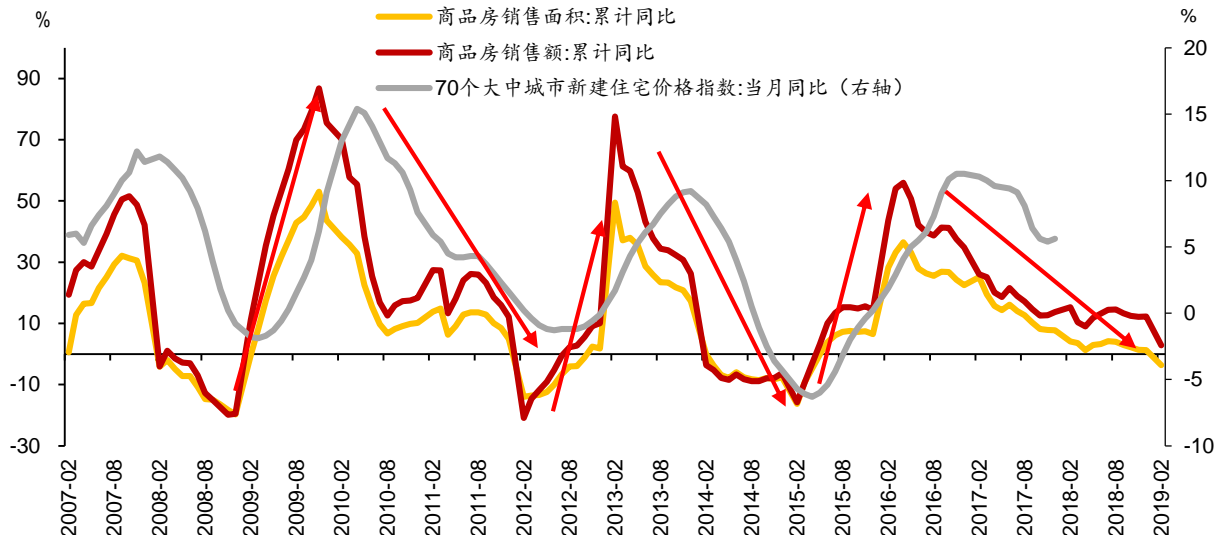
- ❑ 2008年后中国经济周期主要是地产政策周期。
- ❑ 地产对宏观经济影响非常明显。
- ❑ 房地产行业产业链长，与宏观经济关联度高。



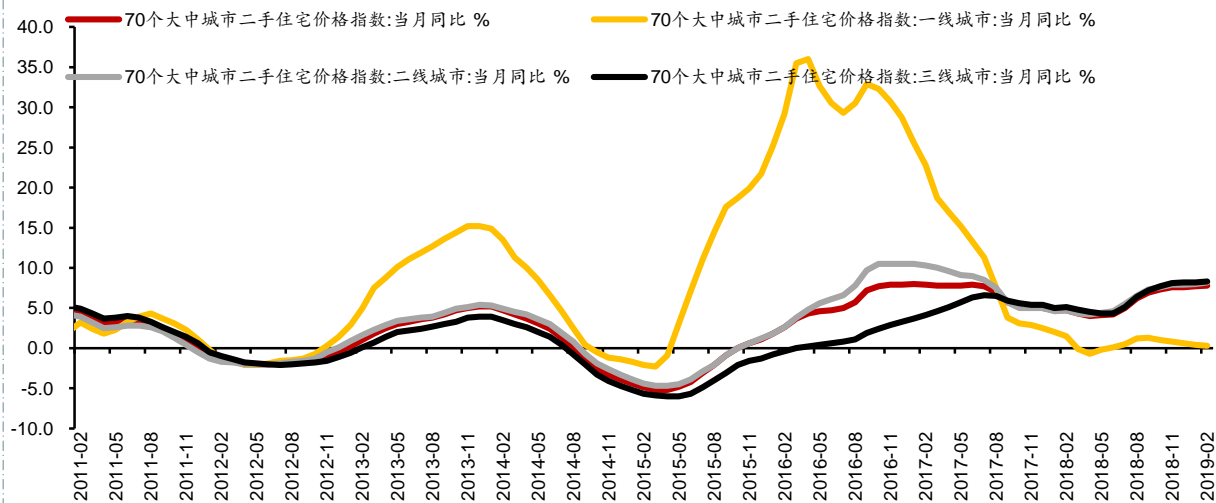
2016年10月以后因城施策的
房地产调控措施使得地产政
策周期异化。

以前房地产是宏观经济波动
的放大器，现在是宏观经济
的稳定器。

房地产行业的政策周期变动



70个大中城市二手住宅价格同比走势：2016年三季度-2019年初，三线城市也明显强于一线



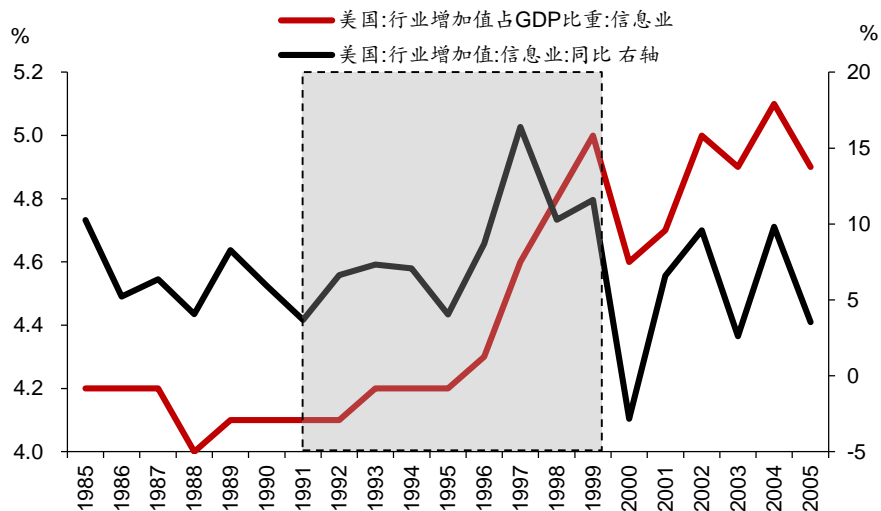
中国摆脱地产政策周期困扰的唯一方法是促发科技周期。20世纪90年代，美国进入克林顿繁荣，互联网广泛应用于生产生活，触发科技周期。只有触发科技周期，经济才可以不依赖地产，并实现高质量发展。

当前是科技周期孕育期，应该重点发展科技基础设施。全要素生产率的大幅提升和科技周期的出现关键是需要前期国家资本在科技基础设施领域的长期投入。

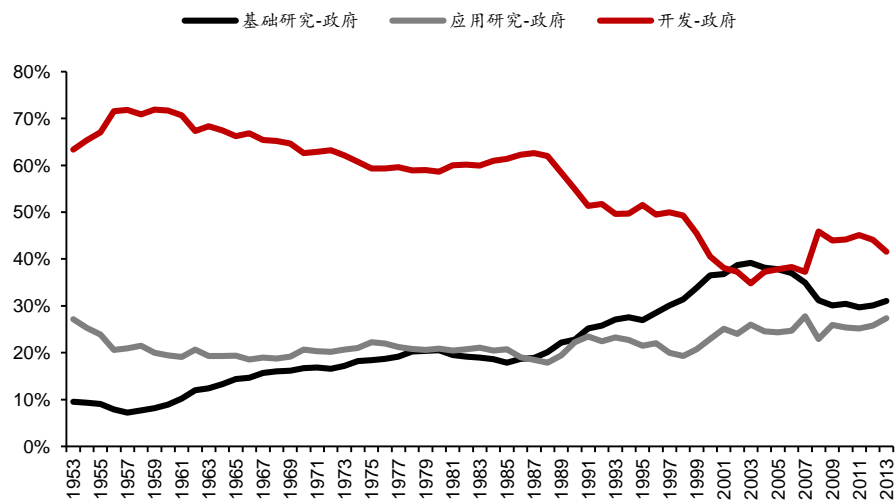
20世纪90年代，美国信息技术行业IPO公司猛增，科技周期逐步开启



1995-1999年信息业行业增加值迅速增长，占GDP比重提高



政府研发支出中三类别占比：“开发”项目占比最高



- 科技周期雏形出现，未来仍需探索广泛应用于生产生活的具体形态。
- 未来科技周期或是人工智能、大数据、云计算、物联网的结合体。
- 资本市场应在促进科技周期中发挥重要作用——科创板的重要性凸显。

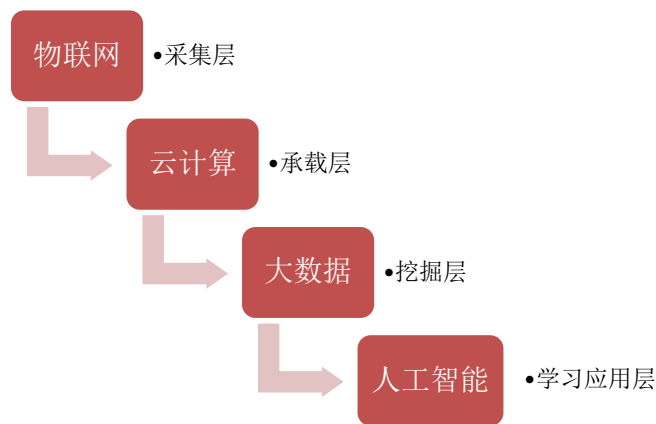
人工智能发展行业应用



2018年中国云计算产业生态图谱



物联网、云计算、大数据、人工智能的关系是层层递进的

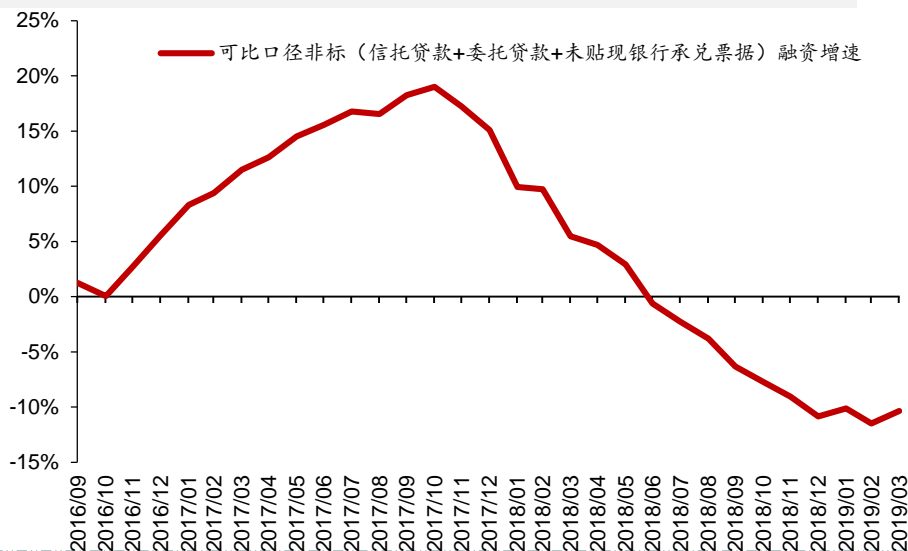


2018年去杠杆主要体现在减负债

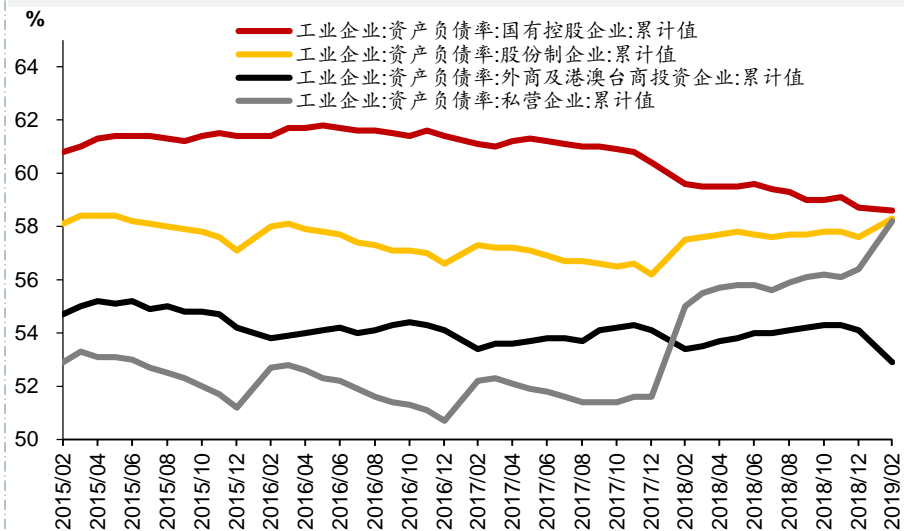
先破后立是供给侧改革的总体布局，金融供给侧改革在2018年其中一条主线就是减负债，通过破除无效的金融供给，降低非金融企业负债水平来达到稳定和降低我国宏观杠杆率的目的。

先破后立疏通实体经济的融资渠道、降低实体企业的融资成本，首先要优化企业的资产负债表，过高的杠杆是我国宏观领域的重要风险。

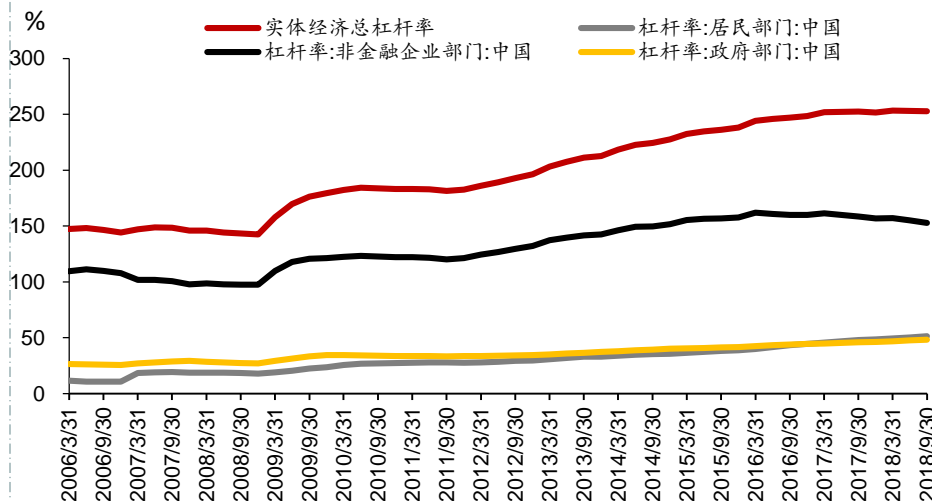
从央行可比口径非标观测，2018年供给侧改革就是着手收缩非标



国有企业资产负债率在工业企业中下降明显

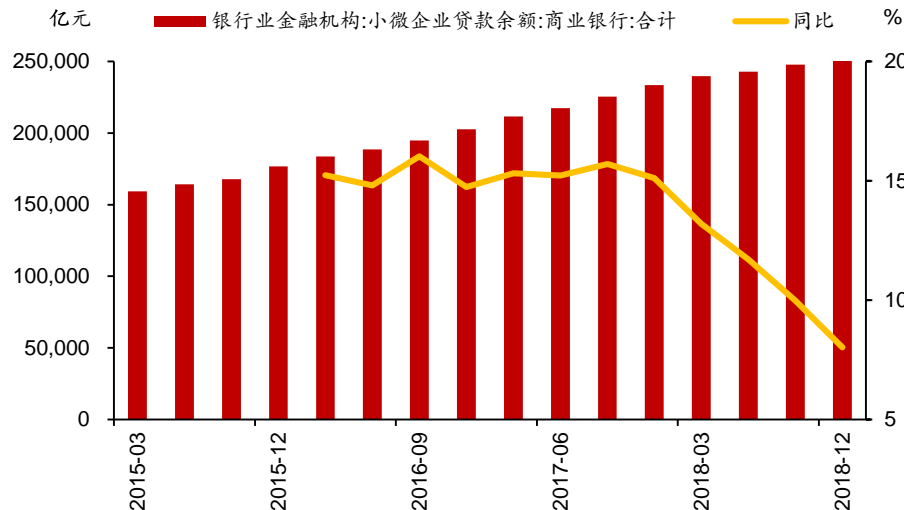


我国宏观杠杆率在2018年1季度达到最高峰值后开始稳定

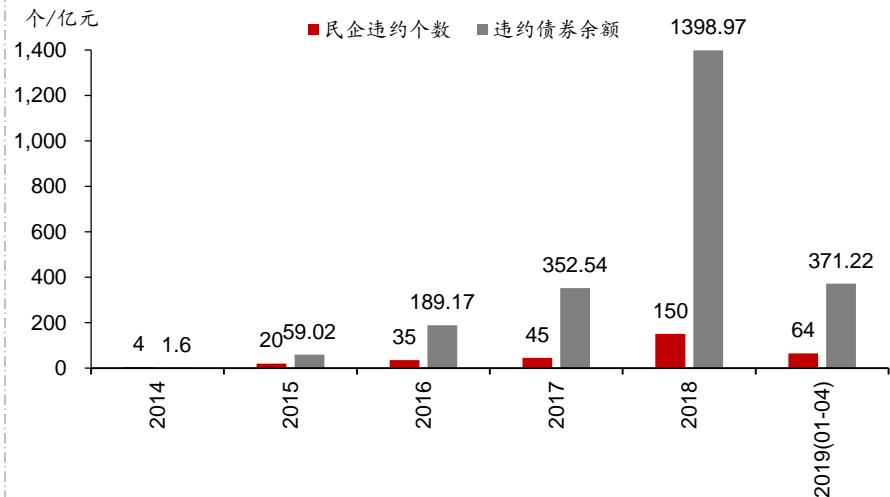


- 民营企业融资难。
- 股权质押等风险显现。
- 人行牵头股权融资计划和债券融资计划应对问题。

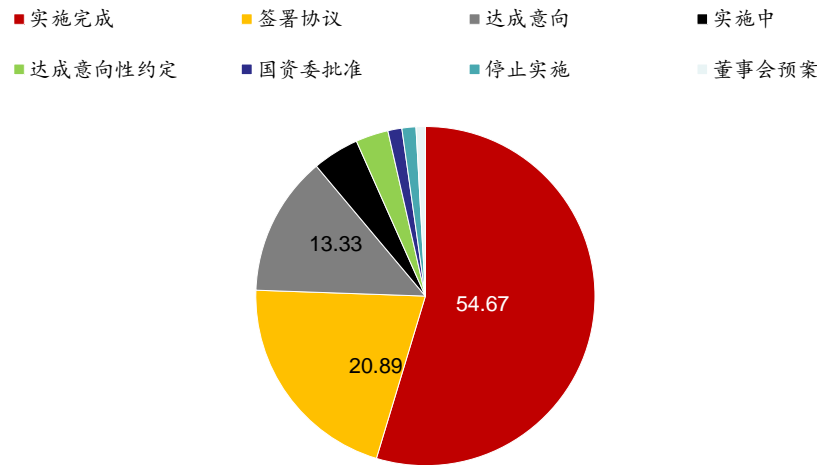
小微企业银行渠道融资增速下滑



2018民营企业债券违约个数与违约余额较多

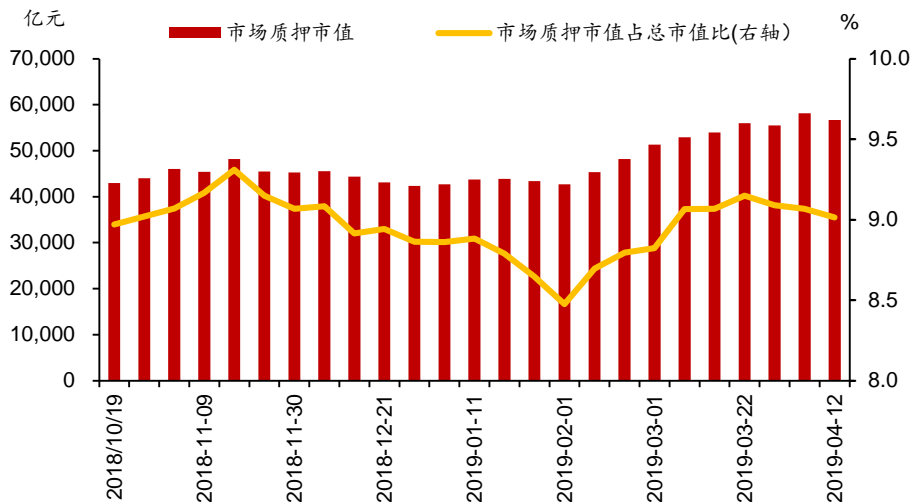


企业驰援落地情况 (截至2019.04.16)



- 总书记座谈会，拉开民企加杠杆序幕。
- 以科创板为推手，完善权益市场，增大企业权益。
- 权益市场改善，利于解决股票质押融资等风险。

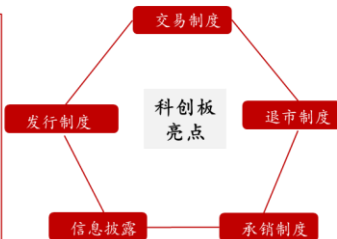
市场质押市值波动，先降后增



科创板亮点

放宽涨跌幅限制：上市后前5个交易日不设涨跌幅限制，5日后涨跌幅为20%。
交易方式多样：竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易首日开放两融
投资者要求更严格：个人投资者须具备24个月投资经验和50万资产
 不要求中小投资者可通过公募基金等产品参与科创板

试点注册制：上交所审核（3+3个月内）、证监会注册（20个工作日内），发行周期大幅缩短。
更包容的上市条件：基于市值、财务指标、产品优势等建立了五套上市标准，突破连续盈利硬性要求。
允许同股不同权
允许红筹股上市

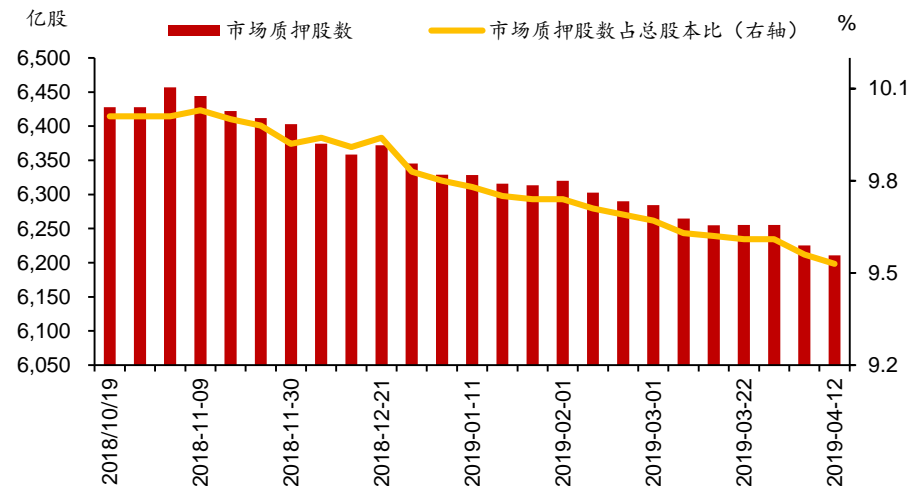


退市情形更多、执行标准更严：市场指标方面，构建成交量、股票价格、股东人数和市值四个类型；财务指标方面，设置四类主业“空心化”定性标准和扣非前后净利润为负且主营业务收入未达到一定规模、净资产为负等定量标准，准确反映丧失持续经营能力企业的经营和财务特征，不再采用单一的连续亏损退市指标。

强化保荐人监督职责：建立保荐人资格与新股发行信息披露质量挂钩机制。适当延长保荐人持续监督期。
明确发行人信息披露第一责任人，强化行业信息披露，突出经营风险，增加股权质押高风险情形披露

询价定价方式：询价对象为七类专业机构投资者。
 试行保荐人相关子公司“跟投”制度。
 支持战略投资者和发行人高管、核心员工参与战略配售。

市场质押股数与占比逐渐下降

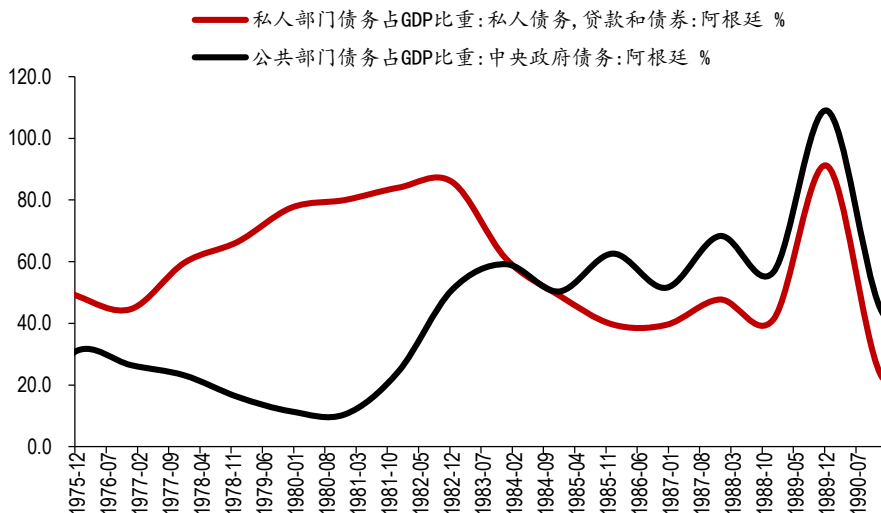


- 经济危机导致企业倒闭、市场出清以实现去杠杆，但不适合中国国情。
- 战争是人类灾难，应尽量避免。
- 通胀稀释债务杠杆，发达国家可以采用，但新兴市场国家容易失控。

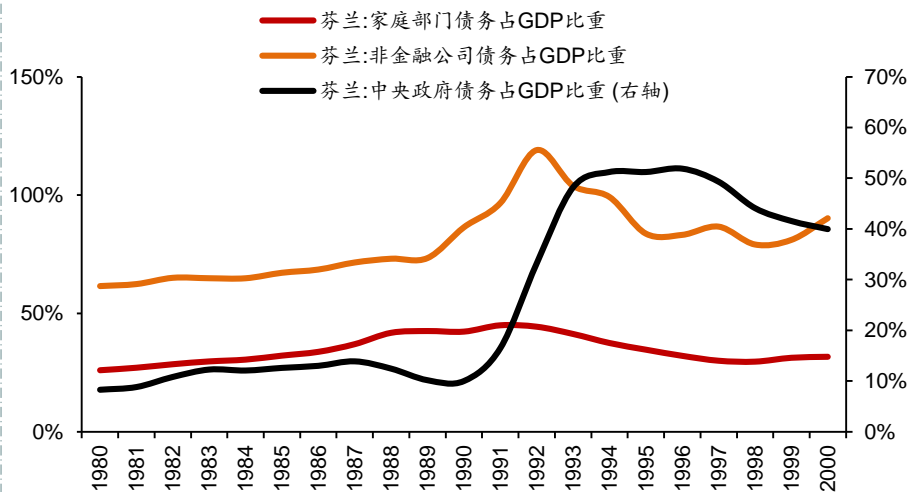
发展科技周期，企业所有者权益变大，部门杠杆率自然会变低。

我们认为，除对于不良债务关系的合理审查与取缔之外，去杠杆的关键问题还是在于资产端，即扩大权益，我们认为这是对于当前的中国最好的方式。科技周期的发生（类似上世纪90年代的克林顿政府领导下的美国，互联网科技周期的触发）具有一定的偶然性，政府只能努力通过加大科创领域资本投入，创造可能触发科技周期的最好环境。

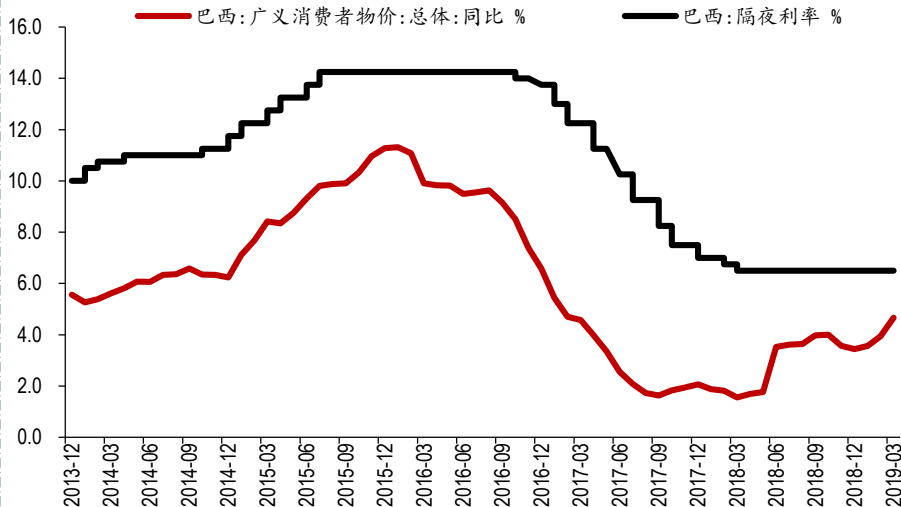
上世纪80年代，阿根廷经济危机时期政府杠杆率大幅上升



90年代经济危机后，芬兰私人部门杠杆回落，政府杠杆率上升



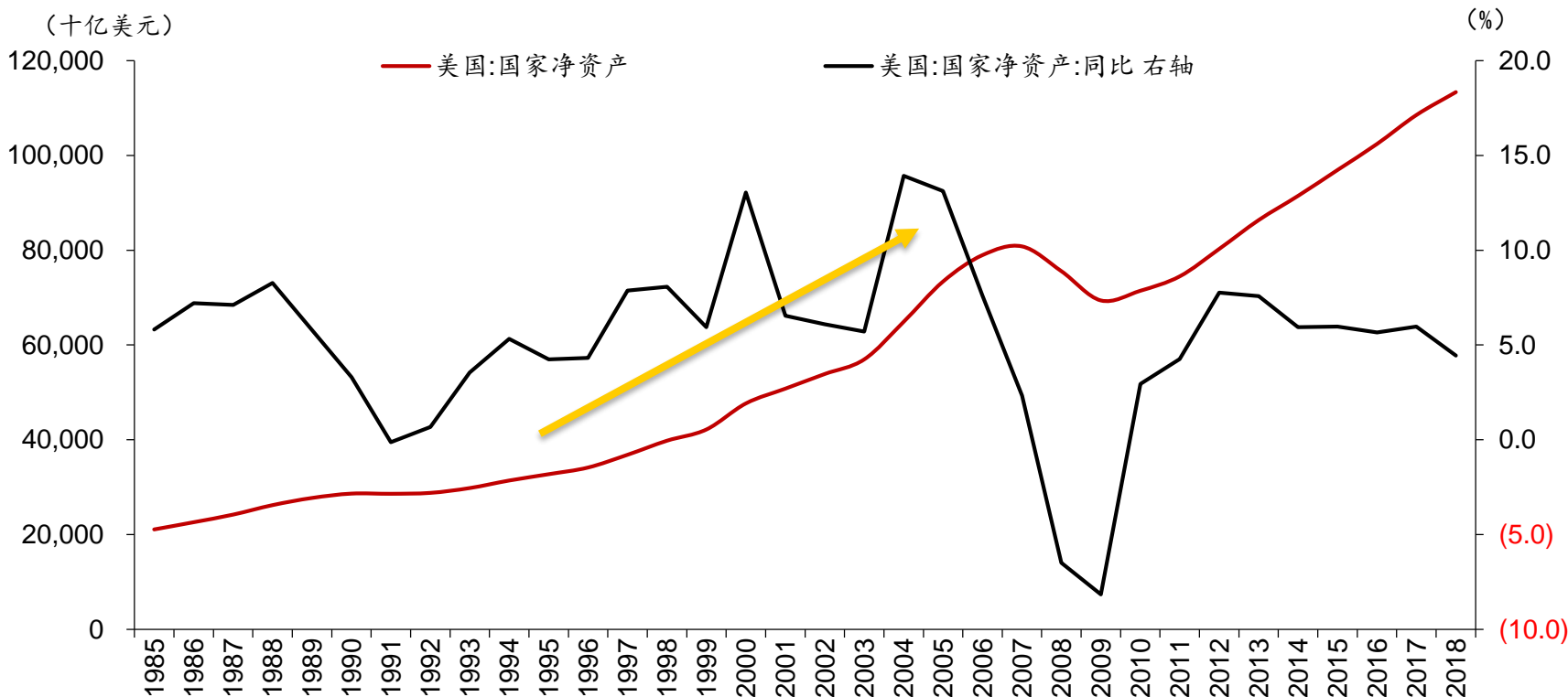
2015-2016年巴西通货膨胀严重，被迫连续加息控通胀



去杠杆重点是先稳杠杆，在权益市场寻求突破

- 激进式去杠杆或导致经济增速快速下行，使杠杆率不降反升。去杠杆的重点是先稳杠杆，稳住经济平稳增长的预期，随后在权益市场寻求突破，做大杠杆率的分母端，从而逐渐降低杠杆率。
- 发展权益市场，重在创建基础制度，不能创造人为国家牛市。我们认为，在稳杠杆、维持宏观经济稳定运行的基础上，需要进一步发挥权益市场的融资功能，达到做大企业所有者权益的效果。
- 企业可从股权市场融资，并持续做大所有者权益，应对股权价值重估。

去杠杆的重点是先稳杠杆，稳住经济平稳增长的预期，随后在权益市场寻求突破，做大杠杆率的分母端，从而逐渐降低杠杆率。美国科技周期时期权益显著上升



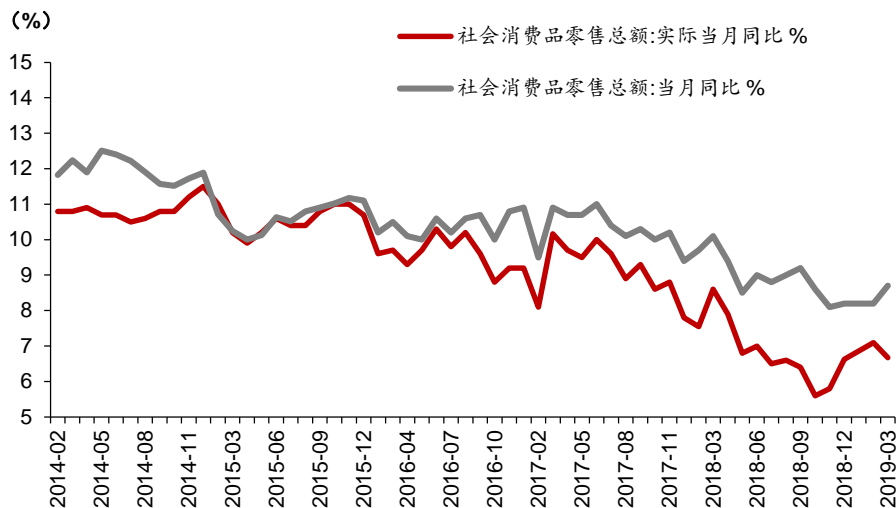
目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

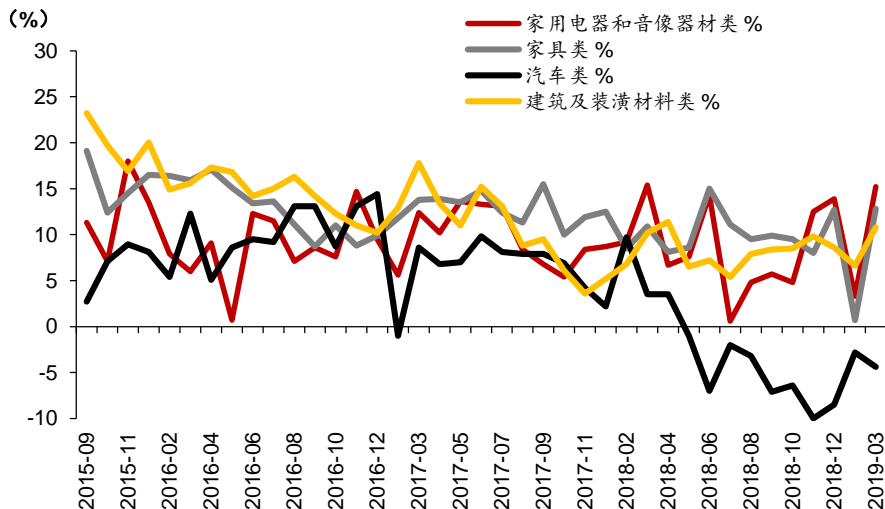
我们预计今年全年消费增速8.5%，相比我们去年底预测值调高0.3个百分点来自经济企稳形势逐渐确认。

- CPI中枢上行会对消费名义增速有所支撑，但经济仍未显著复苏意味着消费仍将维持低位。
- 消费具有较强的顺周期性。
- 结构方面，汽车消费仍然疲软，我们认为即使今年出台相关家电、汽车消费刺激政策，在居民消费意愿较低的情况下，政策效果仍将有限。生活必需品如食品饮料的消费将有所改善，成为整体消费的主要支撑项。

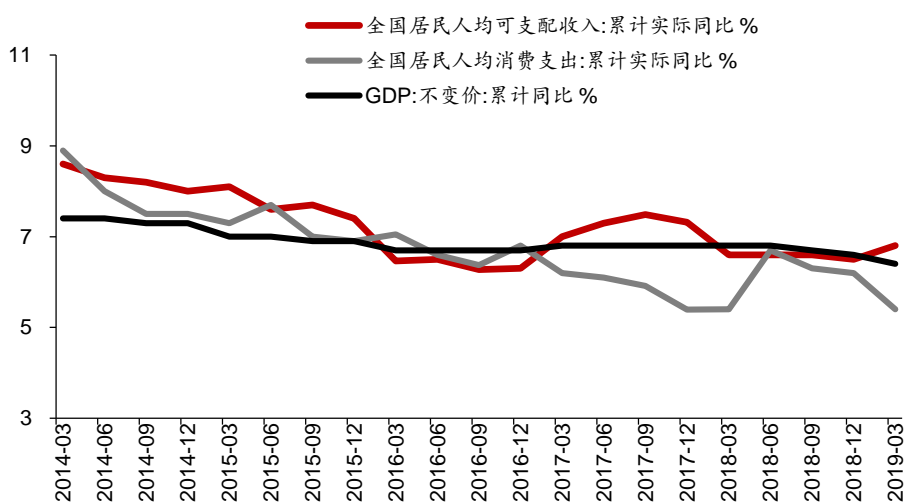
社会消费品零售总额名义与实际同比增速



3月地产后周期季节性回升符合预期



一季度居民收入增速上行，但消费支出增速下行

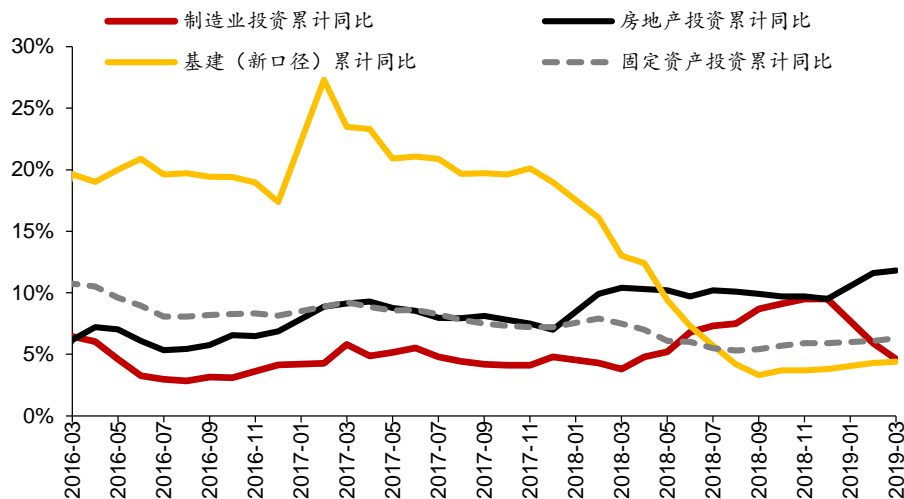


我们预计全年固定资产投资增速可能在+5.5%左右。

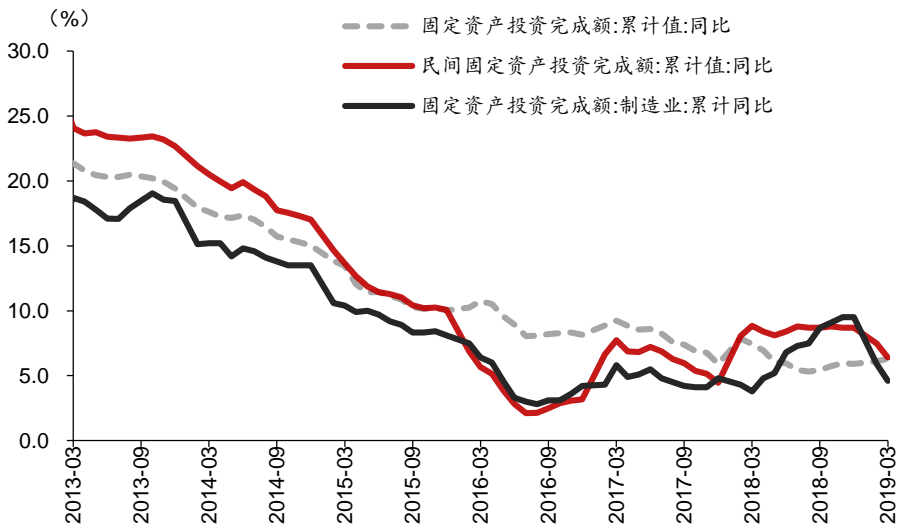
全年制造业投资增速可能在2%-4%区间，节奏上可能延续平缓向下态势。

- 一季度制造业投资增速较去年全年有较明显的下行，在需求未呈现全面复苏，同时中小企业融资情况未见根本性好转的情况下，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。
- 高技术制造业投资正成为制造业投资越来越重要的组成部分。我们预计未来高技术制造业仍将处于快速增长区间。

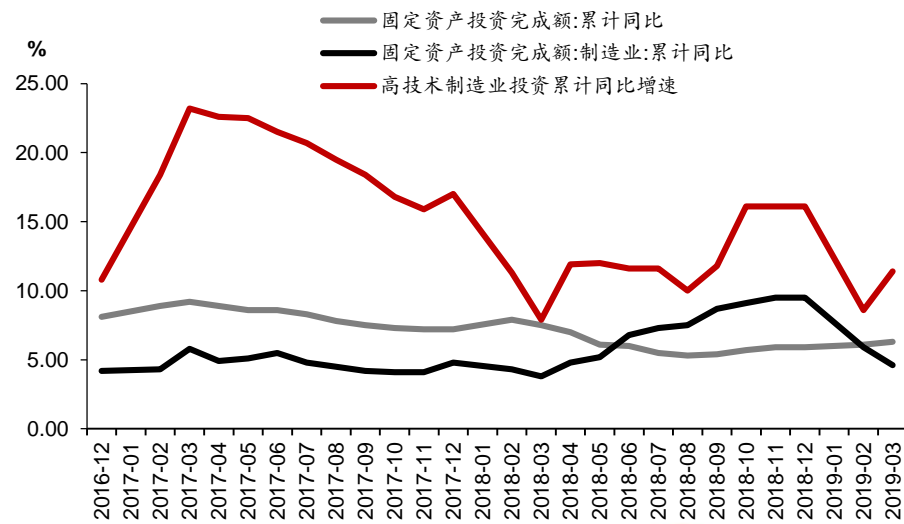
今年一季度制造业投资增速出现较明显回落，基建投资增速触底反弹，地产投资增速维持高位



制造业投资和民间投资增速均面临下行压力



高技术制造业投资增速稳定高于制造业

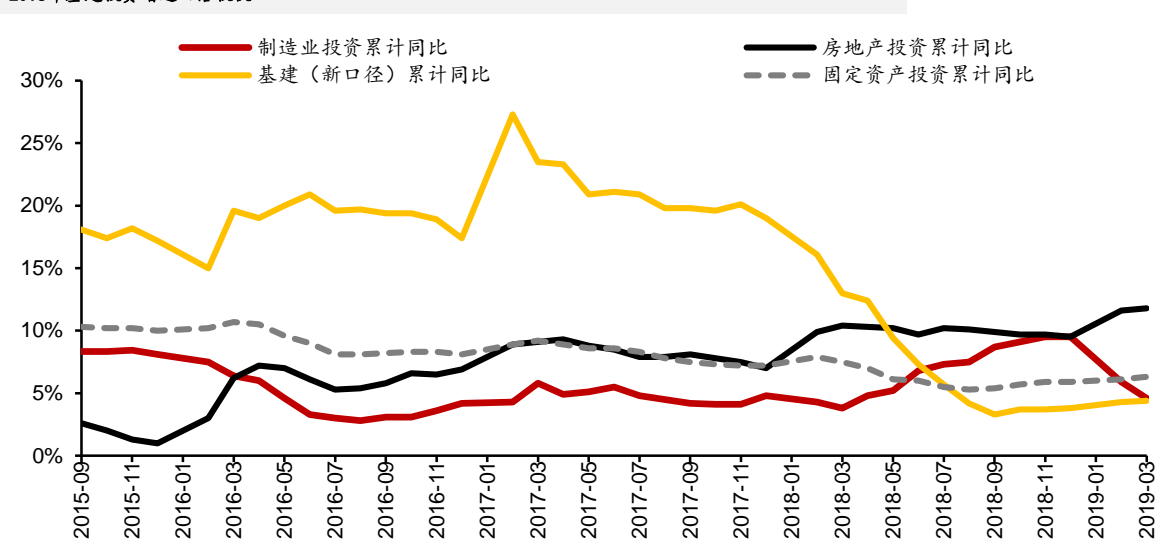


我们维持对全年基建投资（统计局口径）在+10%左右的判断。随着储备项目继续投放开工、去年同期基数下行，二三季度基建投资增速有望进一步回升。

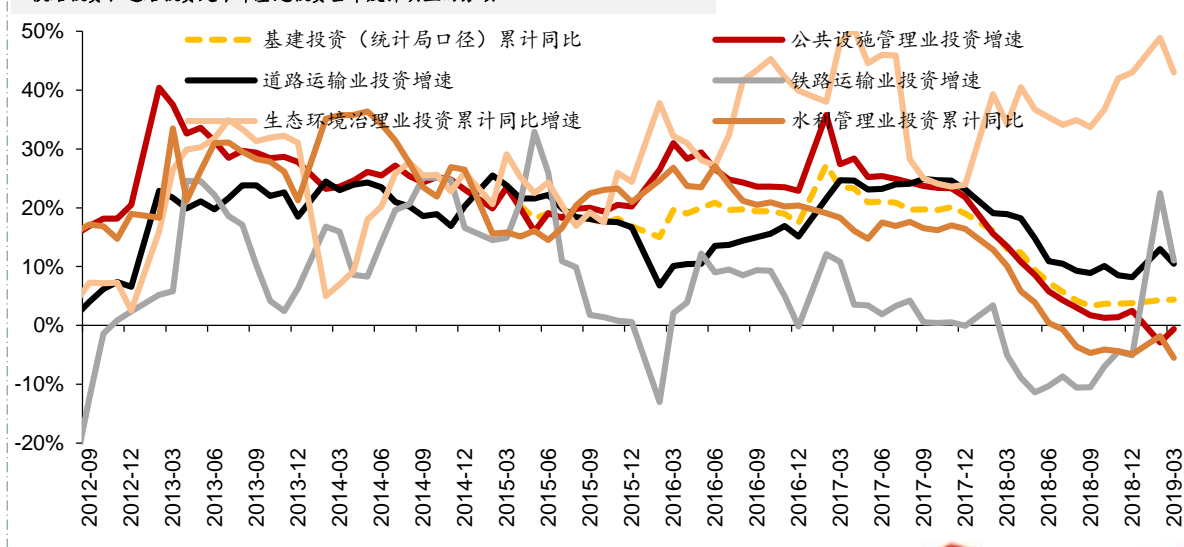
□ 从去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分。

□ 地方政府专项债从年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。

2018年基建投资增速回落较快



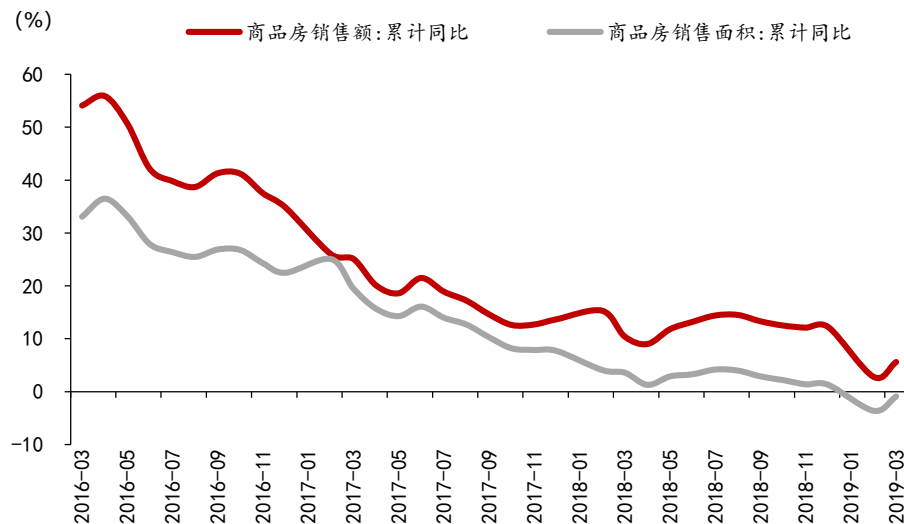
铁路投资、道路投资是今年基建投资当中反弹明显的分项



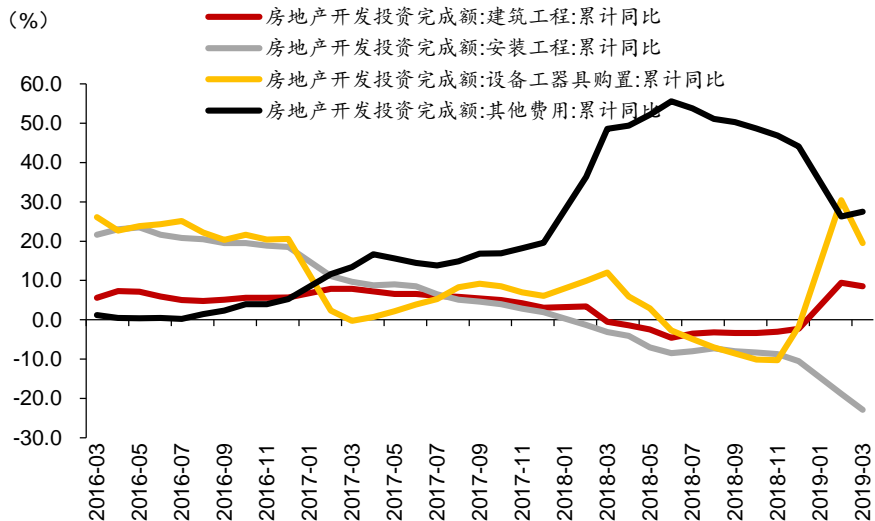
我们预计房地产投资增速将出现下行趋势，但对GDP贡献相比去年上升。预计2019年全年增速在7-8%左右。

- 2018年以来拉动房地产投资上行的主要细项——其他费用增速已经出现明显下行。预计今年下半年，其他费用项增速可能转负。
- 我们认为，房地产销售增速能否持续向好，与地产调控政策密切相关。在“房住不炒”的大逻辑下，一二线好于三四线的结构性行情应是全年主线，销售增速也难以大幅走高，导致建筑投资的上行幅度应慢于其他费用的下行幅度。

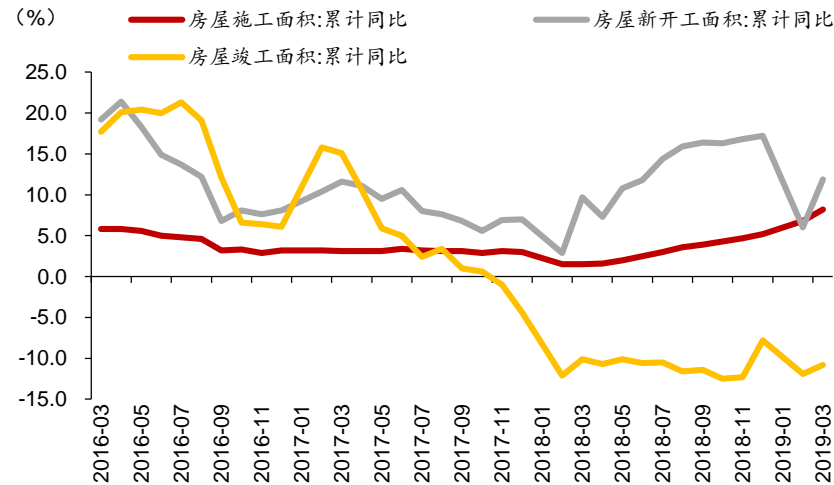
商品房销售额开始回升，销售面积降幅收窄



房地产建安投资有所回升



施工面积维持较高增速

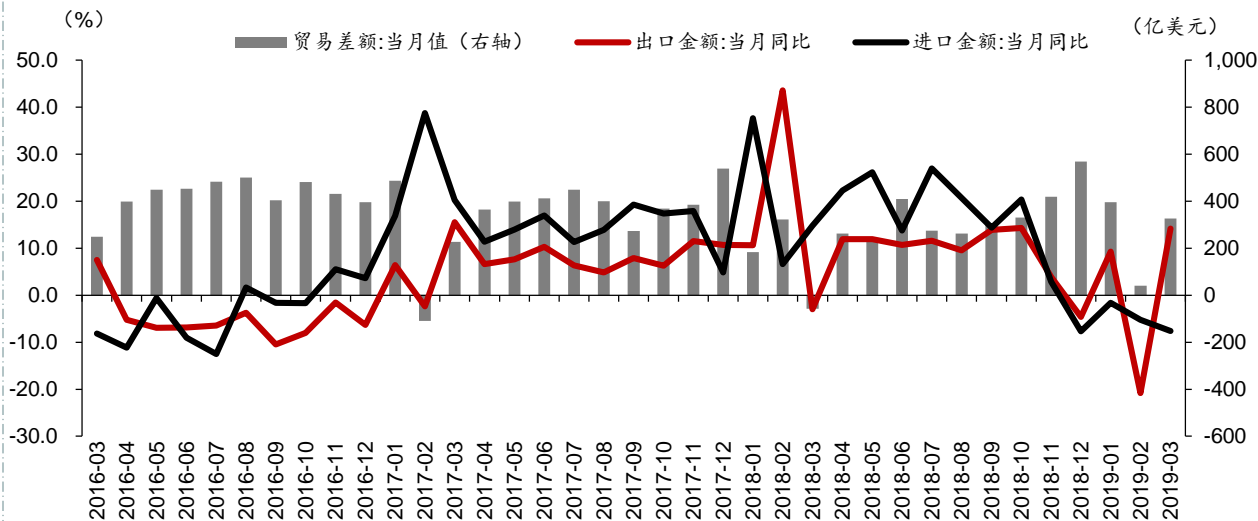


预计2019年内出口增速回落，按照美元计价的增速在3%左右；
进口增速回升，美元计价的进口增速全年可能维持在5-7%左右。

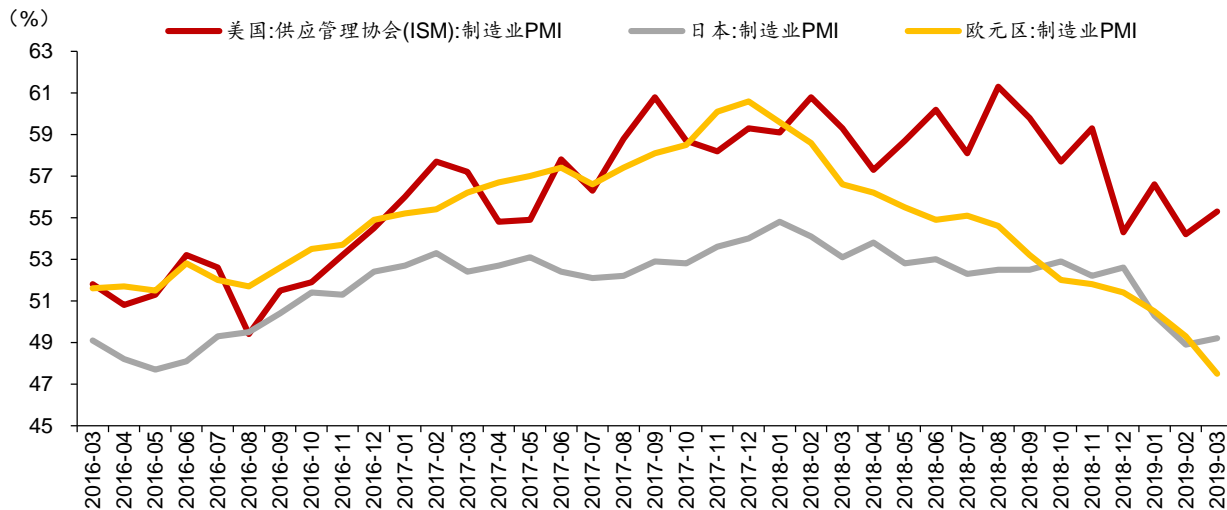
从全球外贸需求的角度来看，未来出口形势仍然不容乐观，我们认为，2019全年出口增速相对于2018年来说大概率仍会下行，预计按照美元计价的增速在3%左右。

进口增速能否回升需关注逆周期调控的政策效果以及中美贸易谈判的进展。我们预计，按照美元计价的进口增速全年可能维持在5-7%左右。

2019年进出口同比表现



PMI指数显示，从全球外贸需求的角度来看，未来出口形势仍然不容乐观



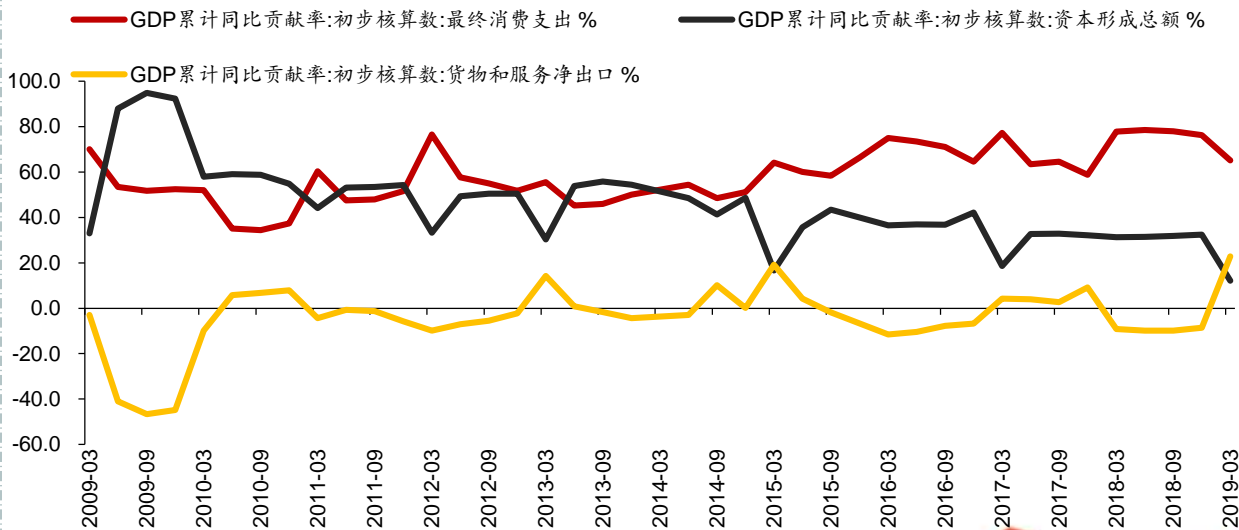
我们预计2019年Q2~Q4的实际GDP增速均为+6.3%，全年经济增速+6.3%，处于政府工作报告给出的6.0%~6.5%目标增长区间之内。

政治局会议：一季度经济总体平稳，好于预期。明确提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆”，我们认为这意味着供给侧改革仍是今年主线，需求侧政策将逐渐退出。

预计2019年Q2~Q4的实际GDP增速均为+6.3%，全年经济增速+6.3%



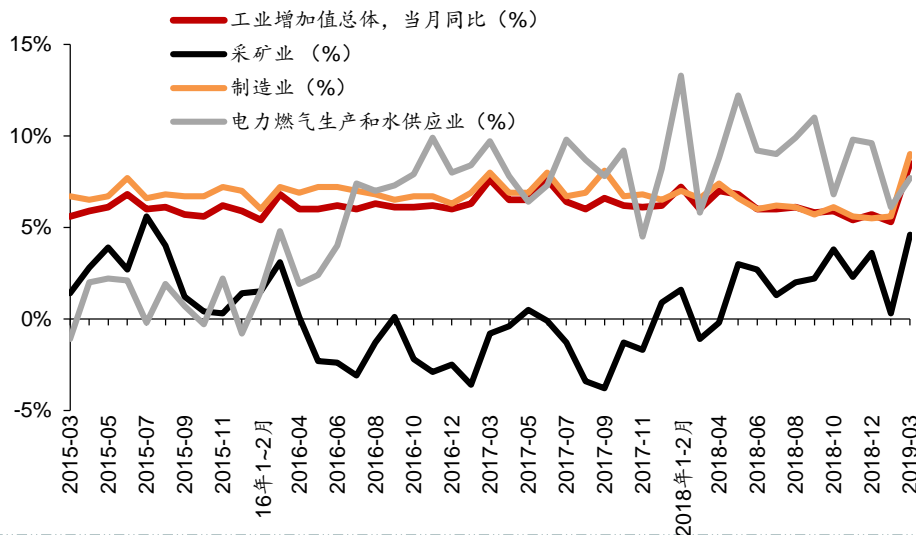
最终消费对GDP增长的贡献率保持在相对高位



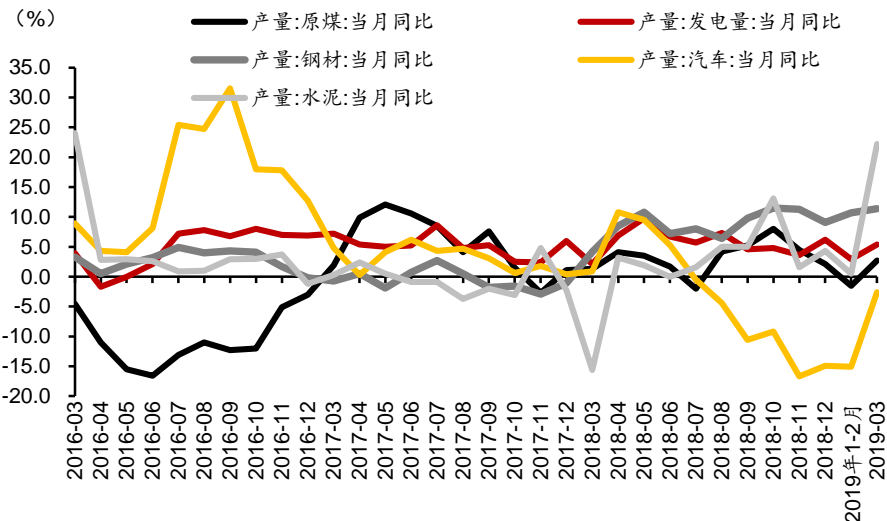
我们预计全年工业增加值中枢可能在+6%左右，下半年工业增加值增速仍有降至+6%以下的可能性。

我们认为经济需求侧没有大幅复苏，经济增长体现出了一定的韧性，但斜率并未出现拐点向上。目前经济结构转型仍在进程中，无论是在投资端还是工业生产端，传统行业和新兴行业的分化特征都较为明显。

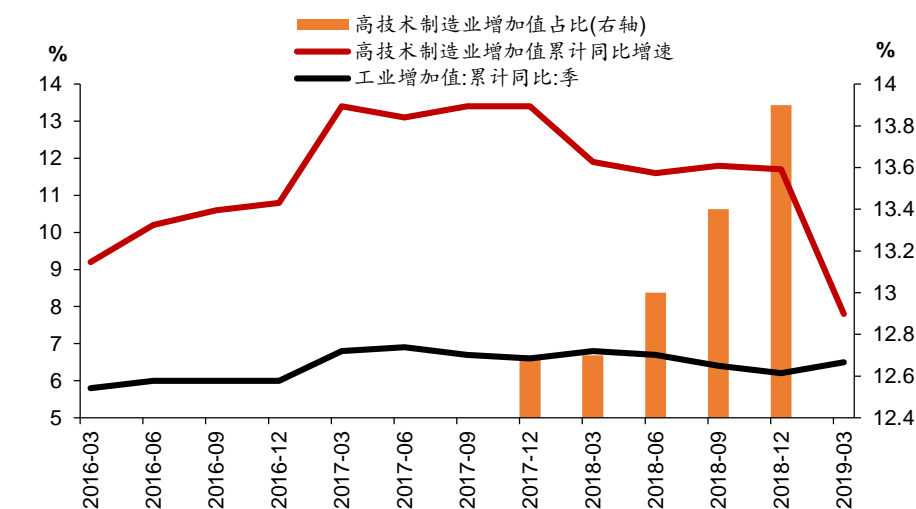
3月份工业生产的当月大幅反弹可能并非常态



各类主要工业产品产量同比表现



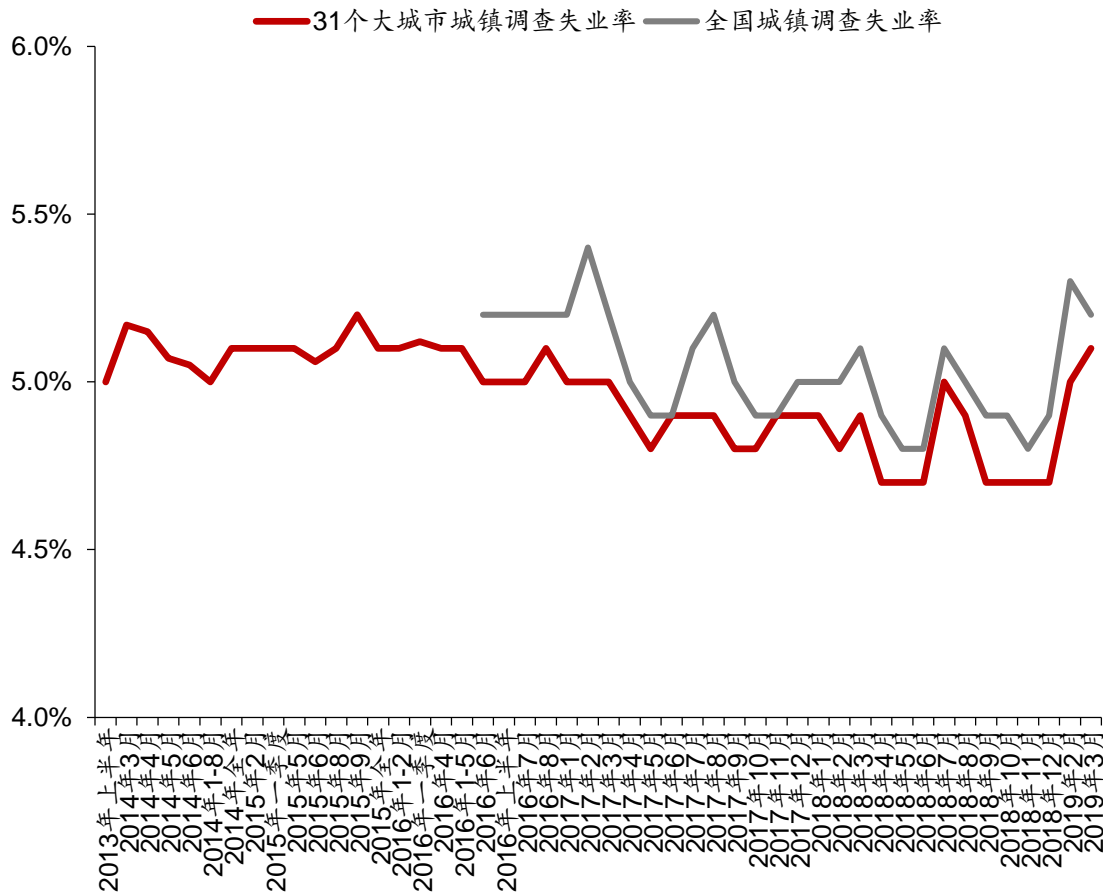
高技术制造业增加值累计同比增速远 高于工业增加值，在工业增加值中占比稳步提高



预计调查失业率实现2019全年5.5%目标难度不大。

- 我们认为实现全年失业率目标难度不大。今年政府工作报告提出“就业优先政策”，我们认为失业率5.5%左右将是重要的政策底线，未来需高度关注失业率数据对政策的扰动，预计国家将多管齐下稳定和扩大就业，政府工作报告中提到通过加强就业帮扶、对解决就业的企业给予税费减免、拨款进行职工技能提升和转岗转业培训等方式稳定就业。
- 但我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在7月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期阶段性上行。

3月全国城镇调查失业率5.2%环比改善，全年实现5.5%目标难度不大



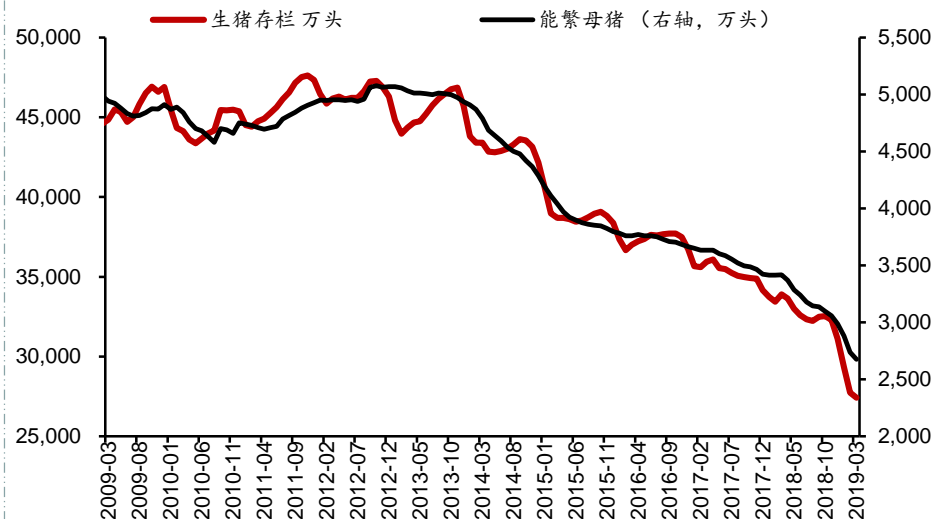
目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好**
- 4 | 用供给侧结构性改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

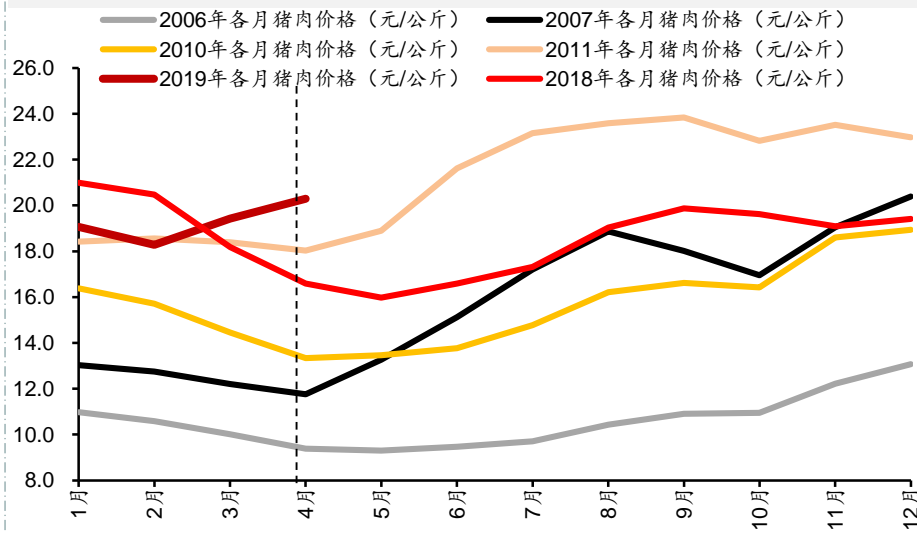
疫情压制存栏，补栏尚需时间，猪周期已进入回升阶段。

- 非洲猪瘟疫情导致能繁母猪库存进一步下行，可能使得猪周期比未受疫情情况下的回升幅度更强。预计今年二季度猪价保持波动上行，下半年猪价有可能出现阶段性快速上涨。
- 参考之前三轮猪周期，仔猪价格受补库需求驱动，对能繁母猪存栏最为敏感，而生猪价格除供给因素以外，还受到终端需求综合影响，猪肉价格上涨时，替代肉类的需求会上涨，因而仔猪的价格弹性明显大于生猪和猪肉。

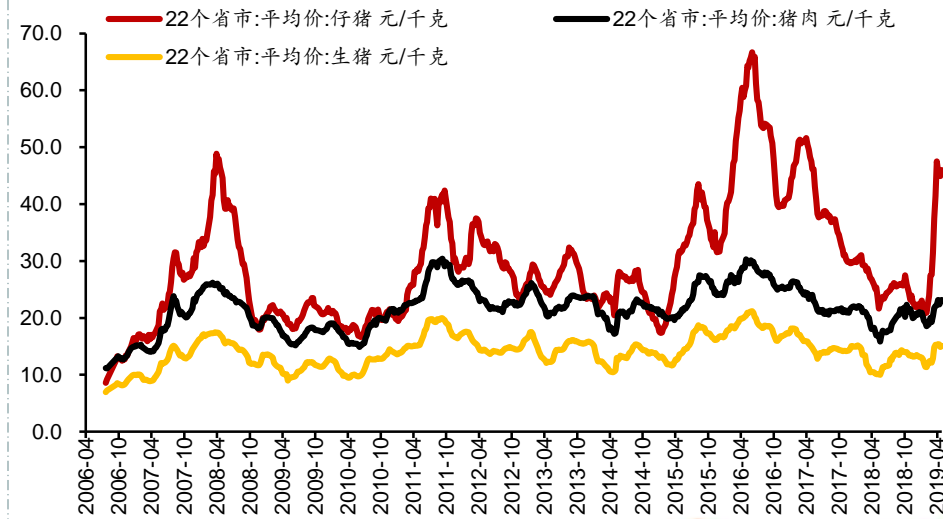
截至目前，生猪存栏和能繁母猪存栏量均处于历史低位



2006-07、2010-11、2018-19年对应月份猪肉价格对比 (农业部公布猪肉平均批发价)



每轮猪周期的上行阶段，仔猪价格的弹性都要明显高于生猪和猪肉

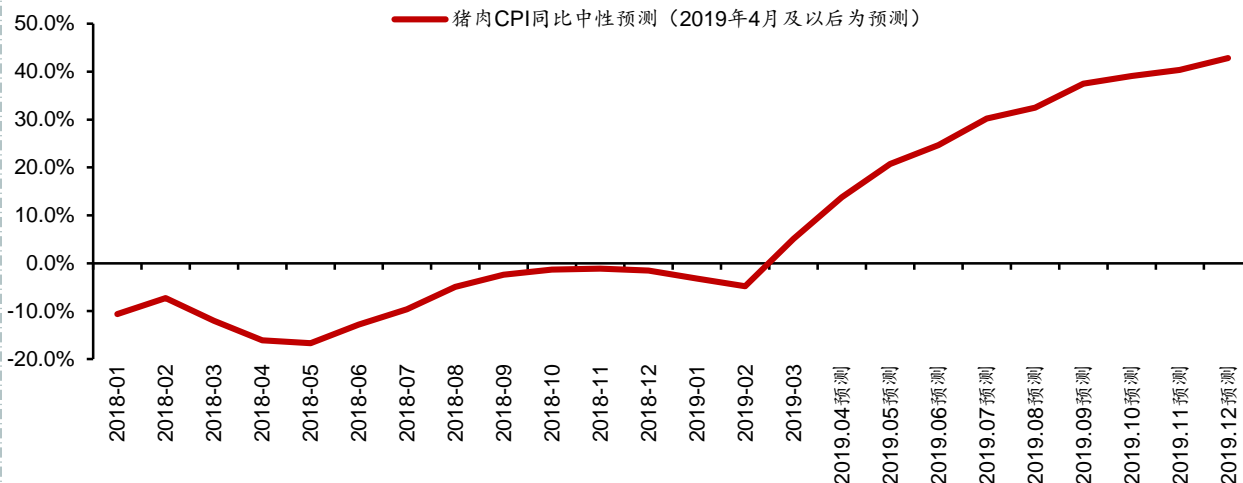


维持对全年通胀中枢+2.5%、年内高点低于+3%的中性判断。

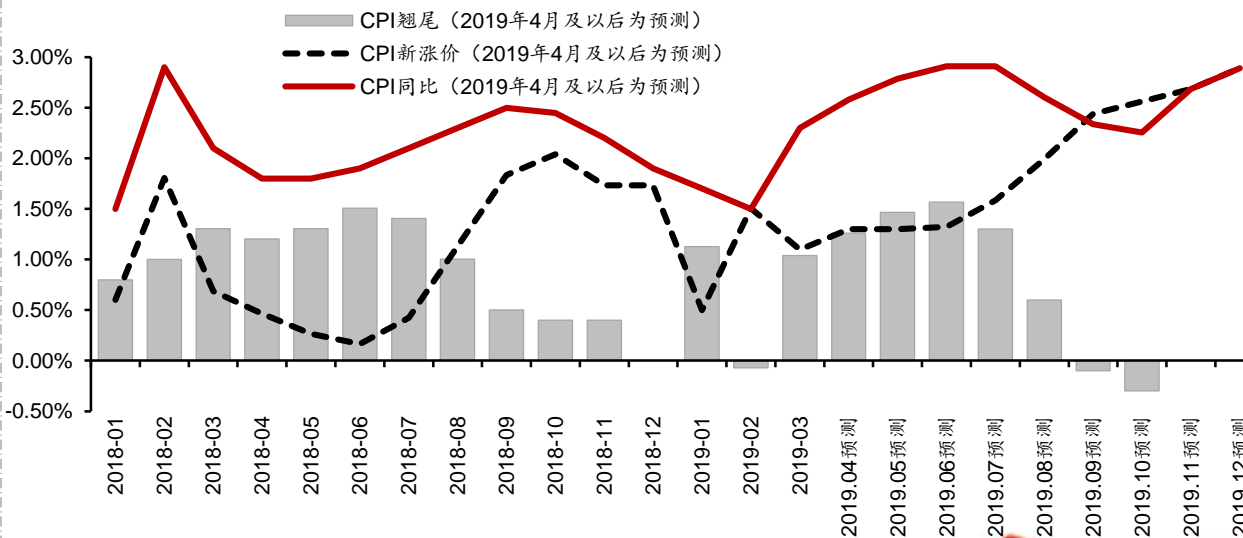
我们在去年末年度策略《冬尽春归，否极泰来》当中，预计今年食品CPI较去年上行、非食品CPI小幅回落，整体通胀从3月份开始重新反弹，目前各项物价数据走势均符合我们之前的预判。

我们仍然认为“猪油共振”情形是未来通胀快速上行的最大风险因素，其中油价的短期快速上涨风险可能来自国际地缘政治风险，而猪周期已经见底回升，猪肉价格未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡的幅度，以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度。

对年内猪肉CPI同比的中性预测



中性预计全年通胀中枢2.5%，高点可能在6-7月，以及12月

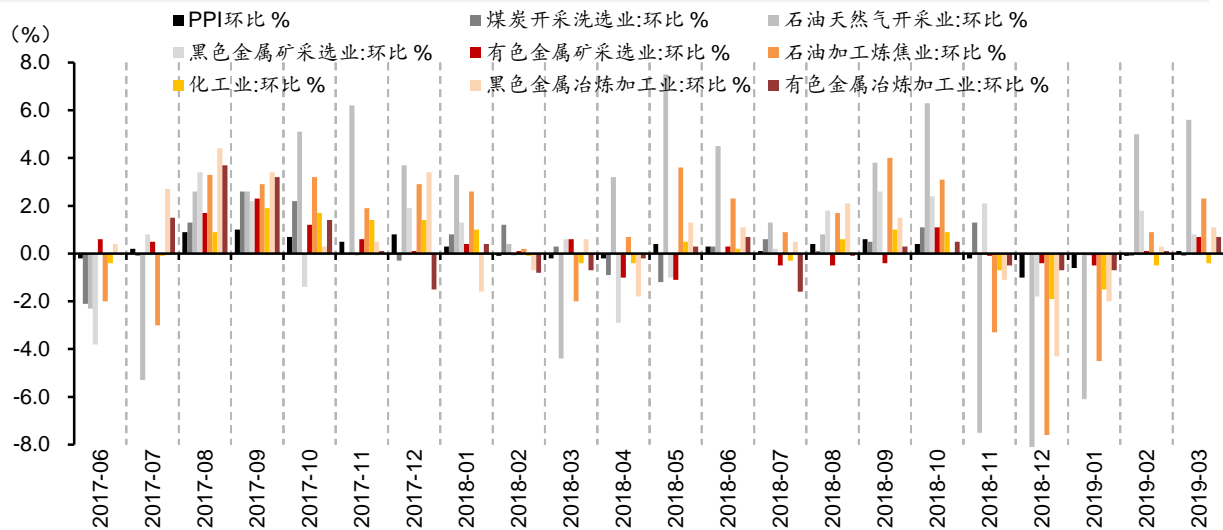


我们仍维持2019年PPI中枢较2018年明显回落的预测，预计全年均值为+0.5%。但从季度节奏来看，一季度可能就是年内PPI同比季度均值的低点；二三季度PPI环比可能整体维持正增长。

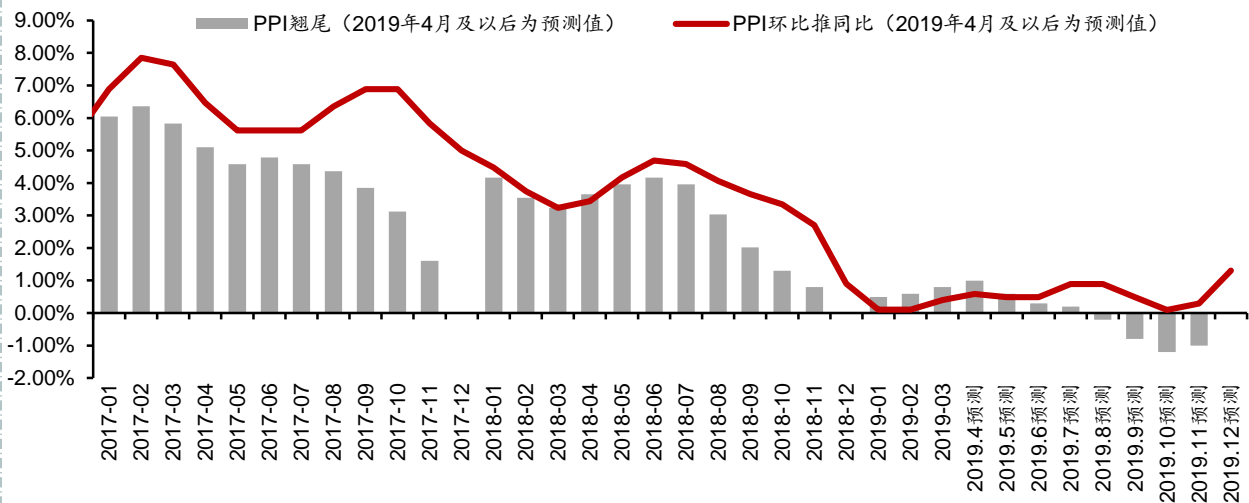
我们在1月20日外发的《CPI和PPI剪刀差倒挂意味着什么？》中，预计全年PPI中枢为+0.5%，这一预测高于大部分市场主体，目前我们仍然维持该预测。

对于未来影响PPI环比表现的主因素，我们认为市场并未完全预期到环保政策对PPI的正向拉动；今年是环保新一轮“3+1”督查的开篇之年，仍需重视环保工作的推进对相关行业——如上游原材料、化工、造纸的正向影响。

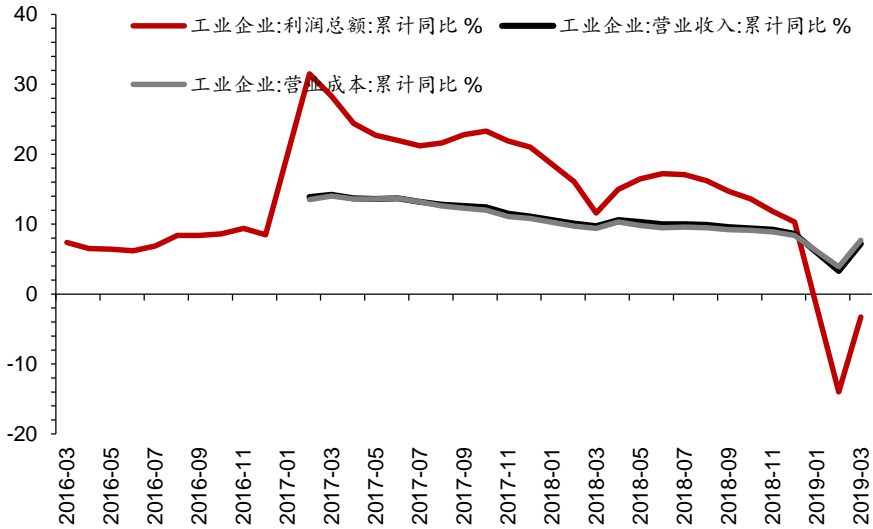
PPI环比结构中，上中游子行业较前值明显改善



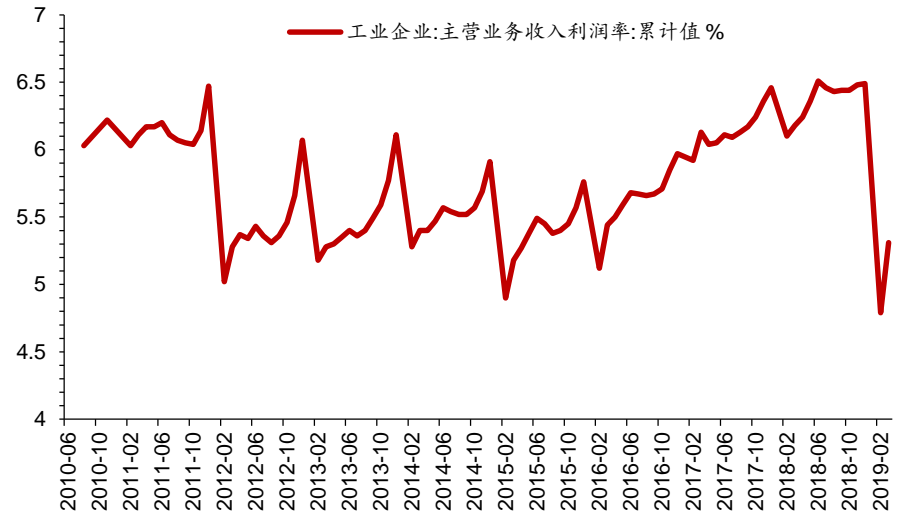
预计今年PPI中枢较2018年显著回落，但一季度可能是年内PPI均值低点



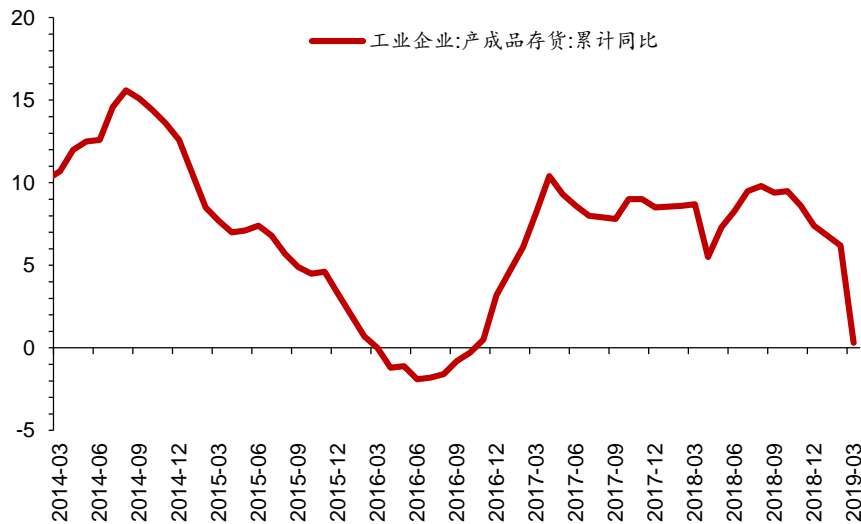
工业企业利润和主营业务收入累计同比增速



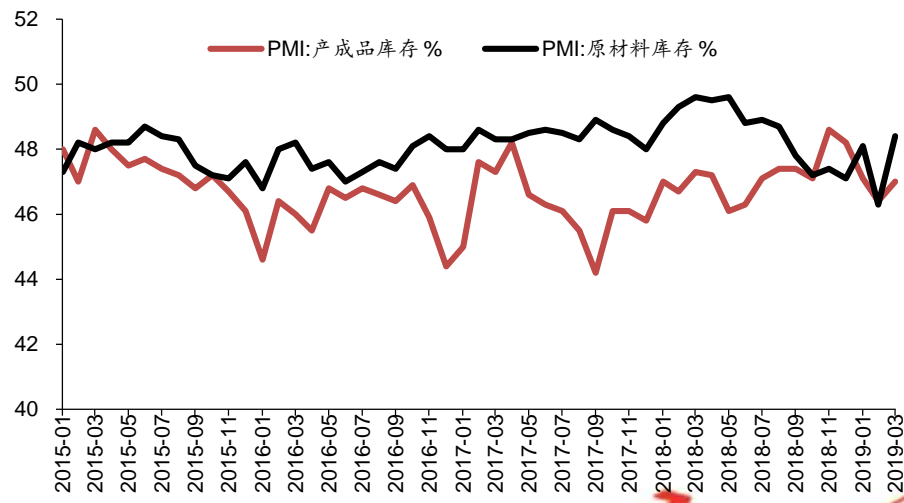
企业利润率同比仍大幅走低



3月库存增速大幅回落体现企业被动去库存



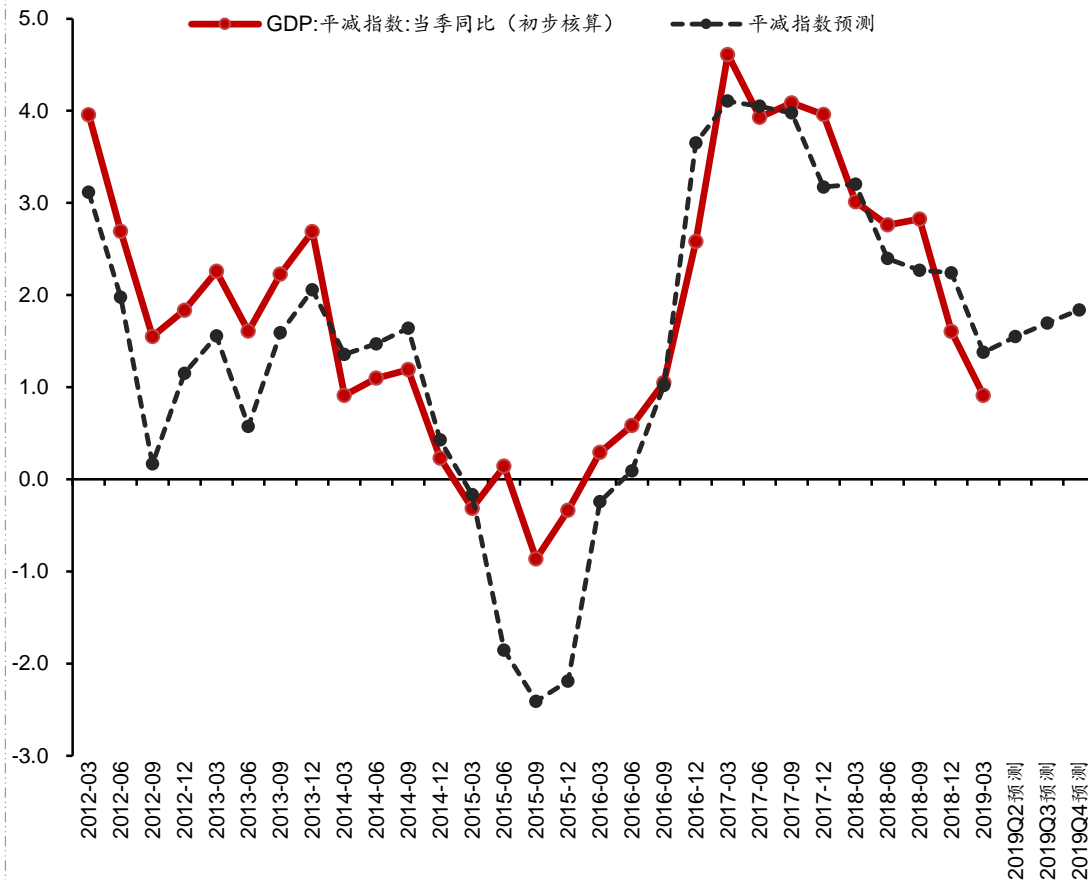
2019年一季度PMI原材料库存指数相比去年底有所抬升



预计全年名义GDP增速较2018年回落，但季度节奏可能是小幅上行。

- 结合我们对今年通胀、PPI、实际GDP的判断，我们认为尽管今年通胀中枢可能较去年上行，但PPI中枢较2018年的回落幅度可能更大，2019全年GDP平减指数和名义GDP增速可能较2018年继续回落。
- 但在季度节奏上，由于通胀和PPI都可能是上行趋势，二季度至四季度名义GDP增速可能小幅回升。

预计2019年名义GDP增速继续下行



目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构性改革政策来稳定总需求**
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

【核心观点】

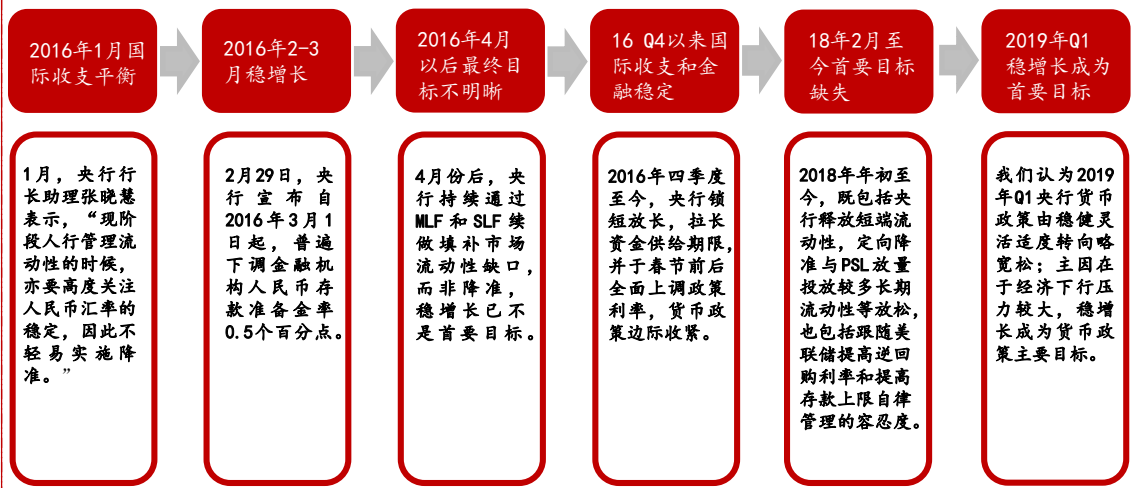
- 稳健的货币政策分为4类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度。
- 在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾，即根据首要最终目标判断。

□ 由于货币政策最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

货币政策操作工具、中介目标及最终目标

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模； 价格型： 政策利率曲线； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡； 隐性目标：金融稳定。 金融改革和开放； 发展金融市场。

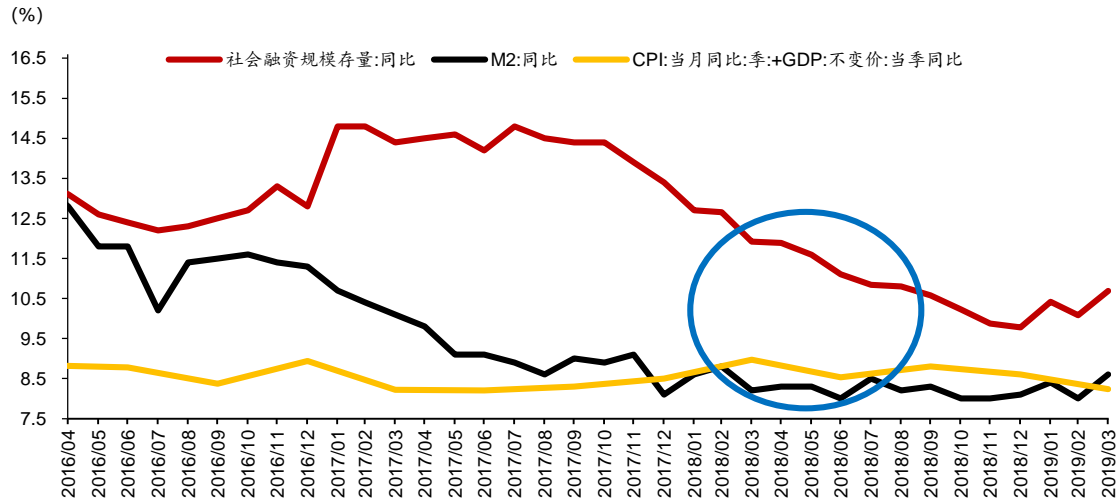
各阶段货币政策决策源自央行不同的最终目标侧重点



央行货币政策目标再平衡， 货币政策转向灵活适度。

- 政治局会议：中央对货币政策的定调是，“稳健的货币政策要松紧适度，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级”。我们认为，对于货币政策的要求更加偏重结构性调整，更加强调“高质量”发展和金融供给侧改革。
- 4月12日，中国人民银行货币政策委员会2019年第一季度例会在北京召开，央行强调稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。
- 我们认为，伴随着一季度经济数据出现超预期，以及信贷和社融新增大幅超预期上行，政治局会议对于经济总体判断趋于乐观，央行的货币政策调控倾向也在最终目标间进行了再平衡，不再一味的关注经济增长下行压力，更倾向于结构性调整来支持实体经济。

2018年初以来，信贷与社融显著分化，社融快速回落



央行最终目标间的再平衡

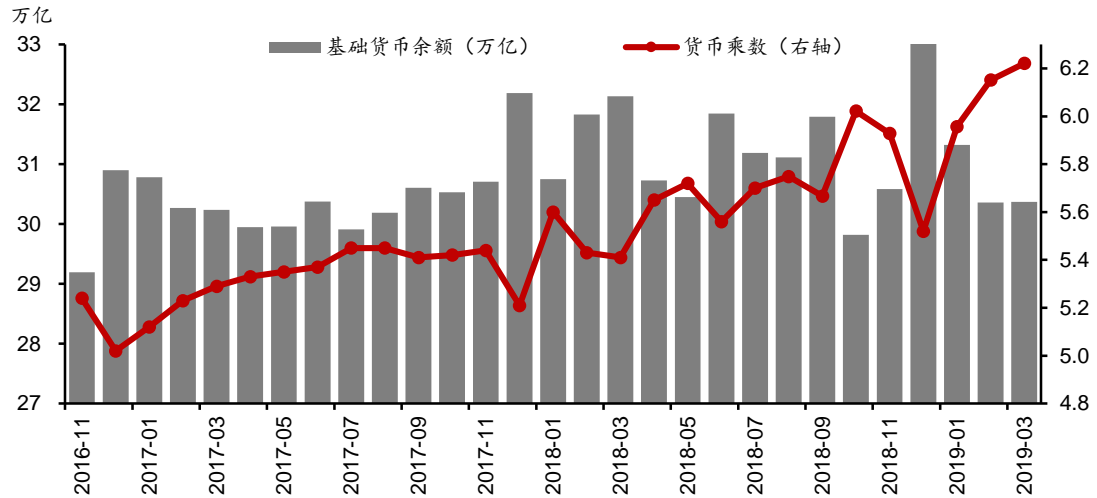
	2019Q1	2019Q2E	2019Q3E	2019Q4E
GDP	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%
CPI	1.8%	2.8%	2.6%	2.6%
失业率	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%

【核心观点】

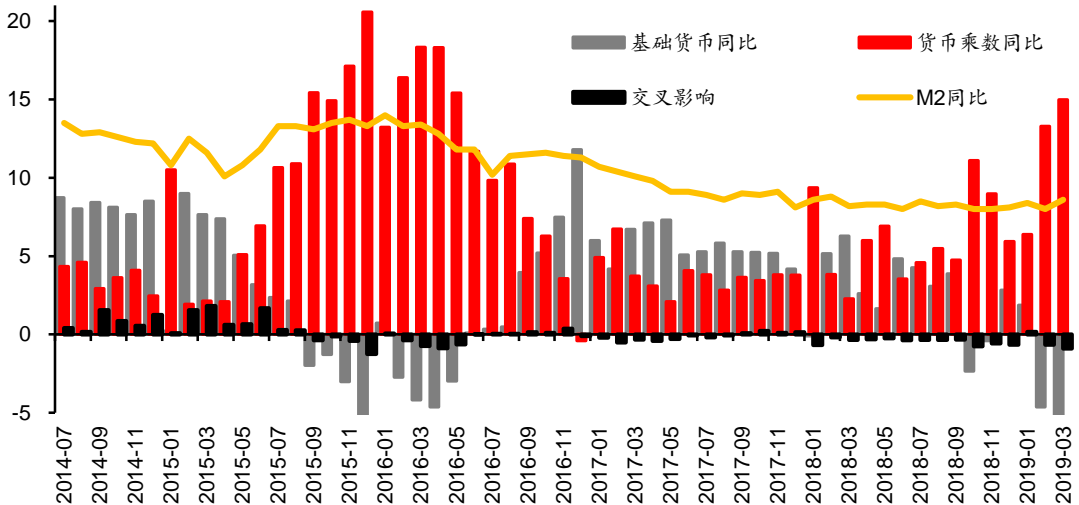
由于金融供给侧改革中，中小银行不允许跨区域经营且批准更多金融机构牌照，增大供应，作为政策补偿支持，中小银行可能实施永久性降准，这既不是全面降准，也不是典型的定向降准。

我们认为，目前货币乘数已高，减少常规降准，更多由央行公开市场操作调控基础货币，可以增强央行预调微调的能力。

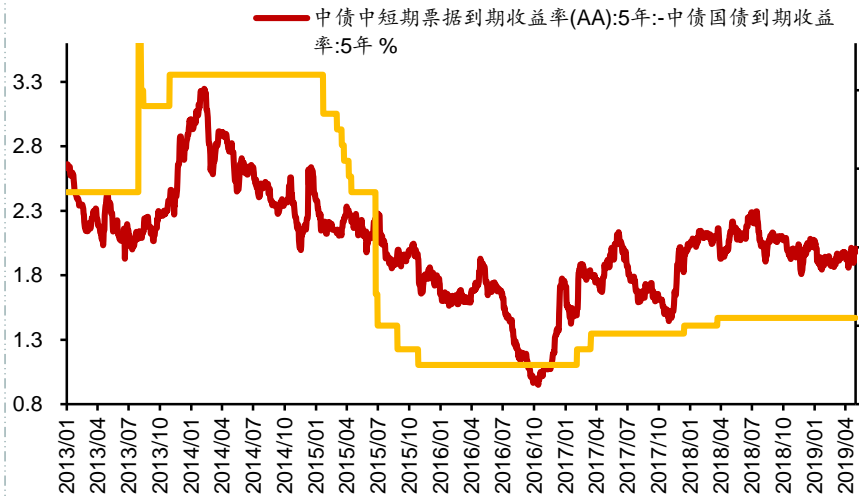
货币乘数高企



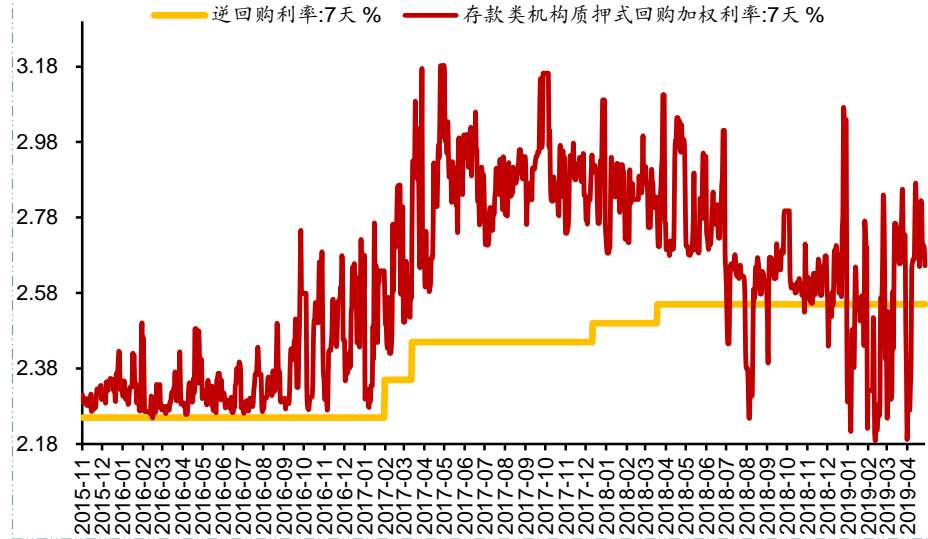
广义货币变动主要由货币乘数贡献



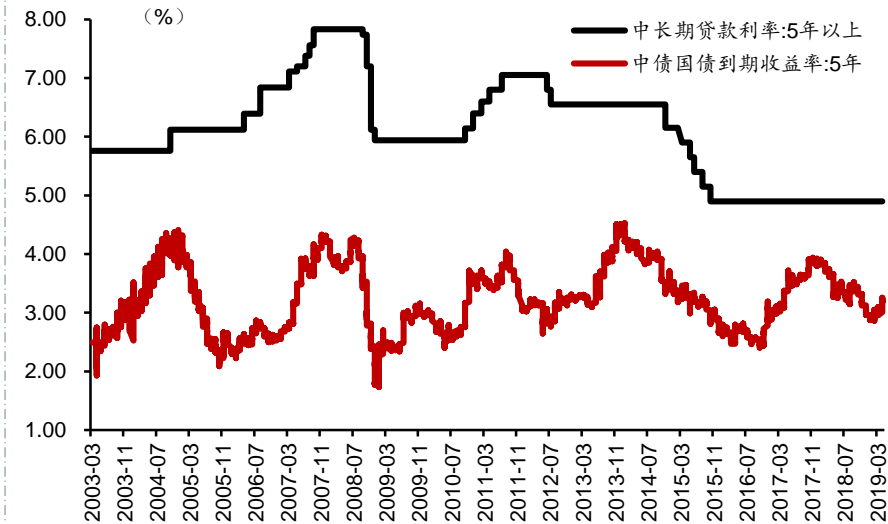
央行逆回购利率和信用利差走势



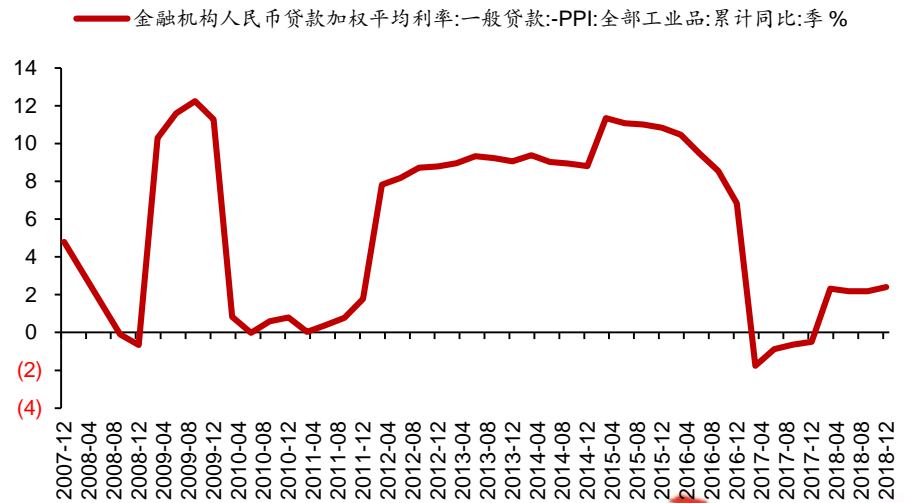
存款类金融机构质押回购利率已经阶段性低于央行逆回购利率



官定和市场的双轨利率长期共存



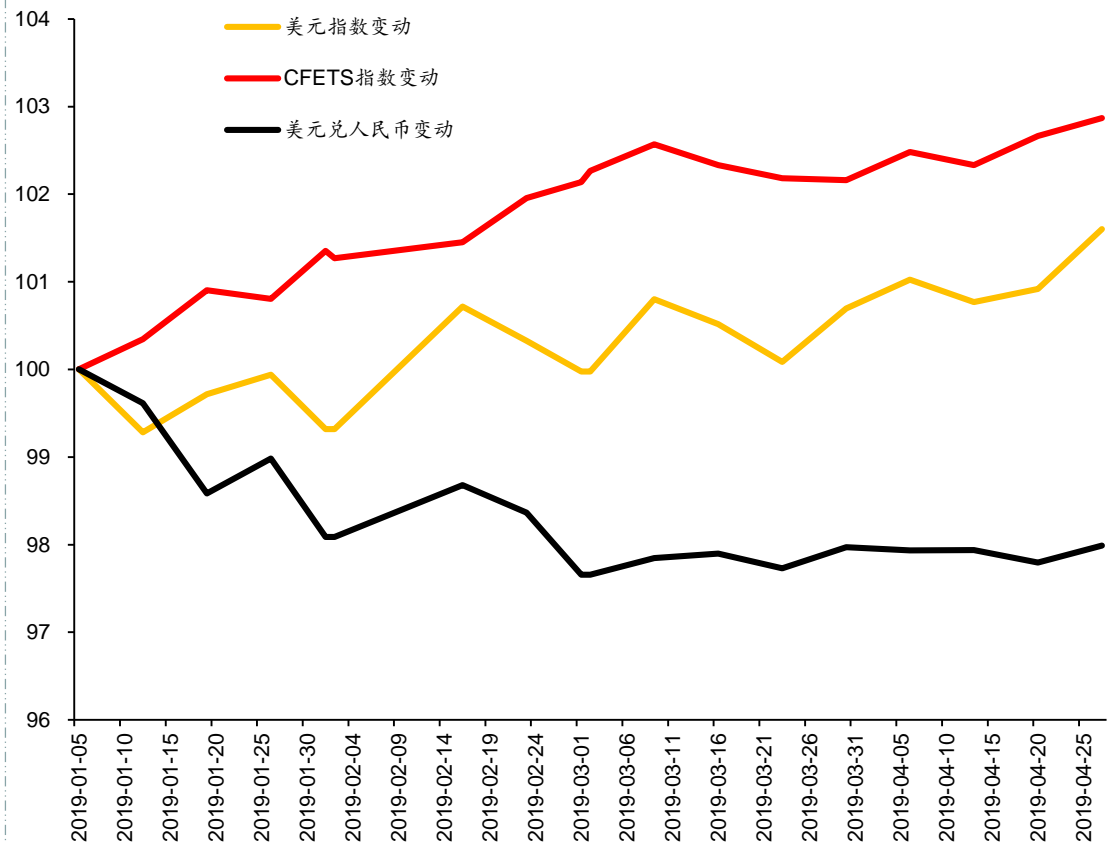
企业实际融资利率依然处在上行通道



我们认为人民币汇率在2019年1季度进入了典型的政策驱动走势，也就是美元兑人民币汇率和基本面因素权重边际减弱，市场更多应关注中美两国贸易谈判进展。

- 我们认为，美元对人民币汇率在2019年下半年走势更多是事件驱动型走势。
- 如果中美之间达成贸易谈判最终协定，且将双方已加关税去掉，人民币兑美元有望升值至6.30附近；
- 如果中美之间贸易谈判达成协议不容乐观，则人民币兑美元有望重拾贬值趋势至6.90附近；
- 在中美贸易谈判达成协议之前，市场有望维持在6.70-6.8区间窄幅波动。

美元指数升值同时，人民币相对于美元不贬反升，人民币汇率CFETS指数创新高

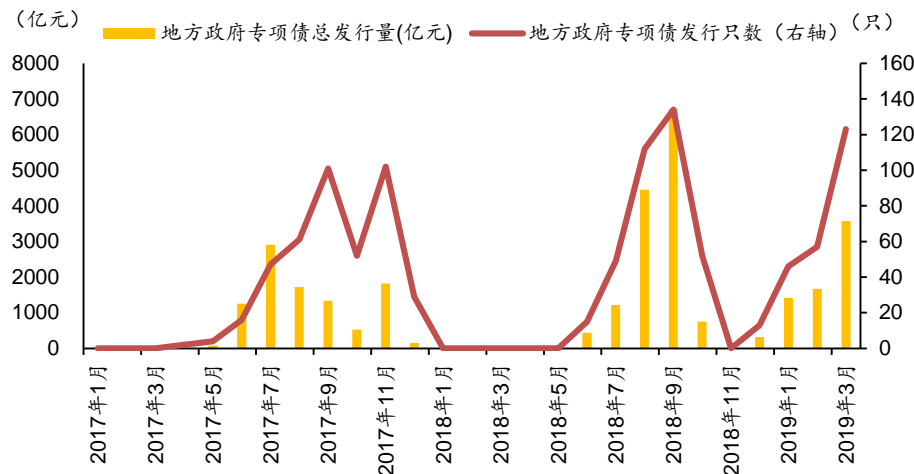


财政政策的三个发力点已经被市场充分预期，下半年财政政策进一步积极的可能性较低，因此总体上下半年的财政政策会弱于上半年。

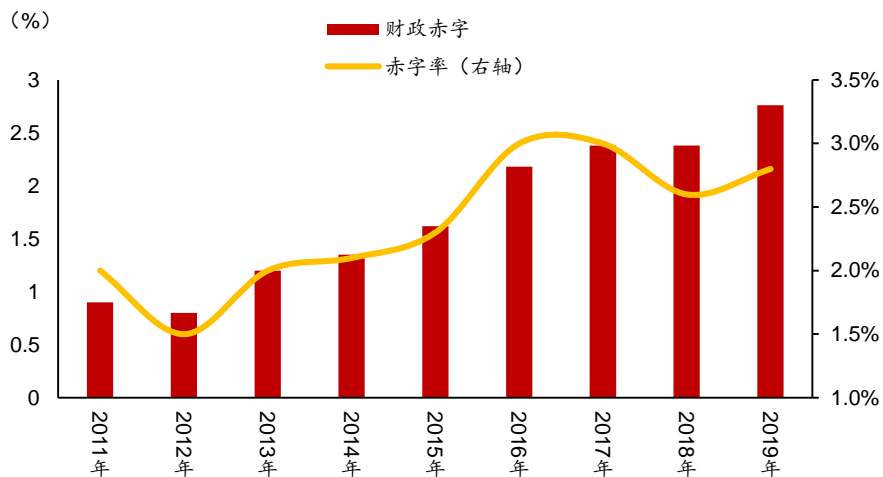
财政政策三个发力点：

- 一是地方政府专项债的发行节奏加快，发行规模提升。
- 二是减税力度逐渐增强。
- 三是赤字率有所提升，2019年赤字率为2.8%，比2018年提升0.2个百分点。

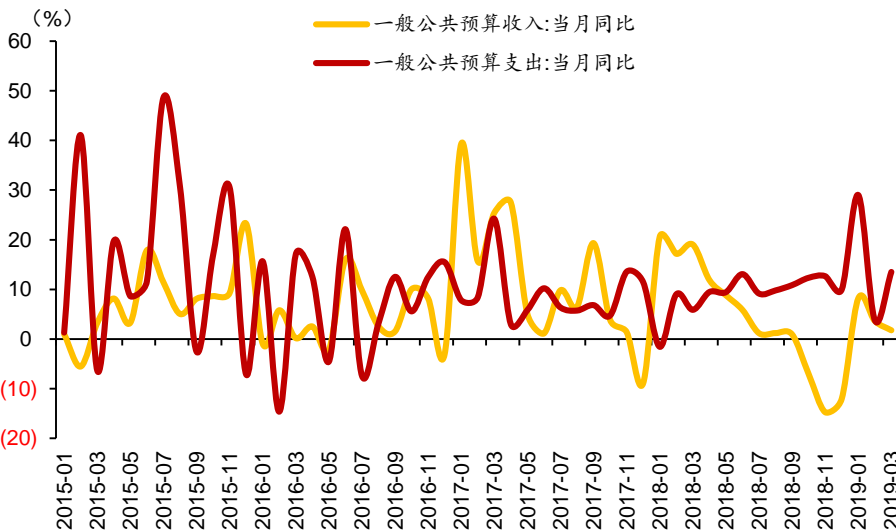
2019年一季度专项债发行速度加快，规模提升



2019年财政赤字和赤字率均有提升



2019年一季度一般公共预算收入同比下降，一般公共预算支出同比上升



地方国企改革有助于通过组织方式变革提高全要素生产率，在供给侧的核心变量K、L、T、A和F(·)中，主要影响生产函数F(·)。

□ 我们认为，与央企相比，地方国企数量较多，但规模相对较小，资产证券化程度通常更低，推行混合所有制改革的动力更为强烈。

□ 2019年政府工作报告提出要加快国资国企改革，国企改革在未来一段时期带来的政策红利将不断涌现。

历届政府工作报告与国企改革相关的表述

年份	政策表述
2014	增强各类所有制经济活力。坚持和完善基本经济制度。优化国有经济布局 and 结构， 加快发展混合所有制经济 ，建立健全现代企业制度和公司法人治理结构。完善国有资产管理体制，准确界定不同国有企业功能，推进国有资本投资运营公司试点。完善国有资本经营预算，提高中央企业国有资本收益上缴公共财政比例。制定非国有资本参与中央企业投资项目的办法， 在金融、石油、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域，向非国有资本推出一批投资项目 。制定非公有制企业进入特许经营领域具体办法。实施铁路投融资体制改革，在更多领域放开竞争性业务，为民间资本提供大显身手的舞台。完善产权保护制度，公有制经济财产权不可侵犯，非公有制经济财产权同样不可侵犯。
2015	深化国企国资改革。准确界定不同国有企业功能，分类推进改革。 加快国有资本投资公司、运营公司试点 ，打造市场化运作平台，提高国有资本运营效率。有序实施国有企业混合所有制改革，鼓励和规范投资项目引入非国有资本参股。加快电力、油气等体制改革。多渠道解决企业办社会负担和历史遗留问题，保障职工合法权益。完善现代企业制度，改革和健全企业经营者激励约束机制。要加强国有资产监管，防止国有资产流失，切实提高国有企业的经营效益。
2016	大力推进国有企业改革 。以改革促发展，坚决打好国有企业提质增效攻坚战。推动国有企业特别是中央企业结构调整，创新发展一批，重组整合一批，清理退出一批。推进股权多元化改革，开展落实企业董事会职权、市场化选聘经营者、职业经理人制度、混合所有制、员工持股等试点。深化企业用人制度改革，探索建立与市场化选任方式相适应的高层次人才和企业经营管理者薪酬制度。加快改组组建国有资本投资、运营公司。 以管资本为主推进国有资产监管机构职能转变 ，防止国有资产流失，实现国有资产保值增值。赋予地方更多国有企业改革自主权。加快剥离国有企业办社会职能，解决历史遗留问题，让国有企业瘦身健体，增强核心竞争力。鼓励民营企业扩大投资、参与国有企业改革
2017	加快推进国企国资改革。要以提高核心竞争力和资源配置效率为目标，形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。今年要基本完成公司制改革。 深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐 。抓好电力和石油天然气体制改革，开放竞争性业务。持续推进国有企业瘦身健体、提质增效，抓紧剥离办社会职能，解决历史遗留问题。推进国有资本投资、运营公司改革试点。改善和加强国有资产监管，确保资产保值增值，把人民的共同财富切实守护好、发展好。鼓励非公有制企业参与国有企业改革。
2018	推进国资国企改革。制定出资人监管权责清单。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权。继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革，加快形成有效制衡的法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制，持续瘦身健体，提升主业核心竞争力， 推动国有资本做强做优做大。稳妥推进混合所有制改革 。落实向全国人大常委会报告国有资产管理情况的制度。国有企业要通过改革创新，走在高质量发展前列。
2019	加快国资国企改革。加强和完善国有资产监管，推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值。积极稳妥推进混合所有制改革。完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。依法处置“僵尸企业”。深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开， 将竞争性业务全面推向市场 。国有企业要通过改革创新、强身健体，不断增强发展活力和核心竞争力。

新型城镇化建设从供给侧上促进了劳动力、资金、土地等各类生产要素在地理空间上的充分流动，有效提升了其配置效率。在各类要素中，推动新型城镇化建设，将会促进更多劳动力进入城市，从而提高劳动力的质量。在供给侧的核心变量K、L、T、A和F(·)中，形成了L+。

- 劳动力流入城市以后会带来生产效率的提升，主要源于城市劳动力的素质显著优于农村。
- 2014年以来我国开始推动以人为核心的新型城镇化建设，一方面积极推进农业转移人口市民化，放宽城市落户条件，另一方面积极推动城市群和都市圈的建设，培育中小城市发展。
- 我们认为，我国新型城镇化建设的政策红利将进一步释放。促进科技周期中，更多要发挥高技术劳动力与科技研发的结合，超大特大城市更具备这一条件。

城乡人口平均受教育情况

年份	平均受教育年限：城镇	平均受教育年限：乡村	大专及以上占比：城镇	大专及以上占比：乡村
2016 (国家统计局)	10.19	7.70	20%	3%
2016 (CLDS)	11.79	7.51	33%	5%
2017 (国家统计局)	10.30	7.80	21%	3%

历年新型城镇化重点任务汇总

2014	以深入开展新型城镇化综合试点和落实“三个1亿人”实施方案为抓手，认真做好户籍制度改革和居住证管理办法、为农民工服务工作、市（县级）和市辖区设置标准等政策文件的制定落实工作，扎实推进城镇保障性安居工程建设、农民工职业技能培训等工作，确保推进新型城镇化工作开好局、起好步。
2015	着眼于解决好“三个1亿人”问题，以人的城镇化为核心，以中小城市发展和新型城市建设为重点，实施“一融双新”工程、开展20项重点工作，力争在农民工融入城镇、新生中小城市培育、新型城市建设上取得新突破。
2016	(1) 扎实有序推动农民工融入城镇。(2) 加快中小城市培育和特色小镇发展。(3) 全面提升城市功能。(4) 辐射带动新农村建设。(5) 加快重点领域改革。
2017	(1) 促进农业转移人口市民化。(2) 培育发展城市群和新生中小城市。(3) 提升城市功能和宜居水平，推动城市集约紧凑发展，加快棚户区改造，加强城市基础设施建设，强化城市污染治理，推进城市生态修复和绿色建筑、绿色能源的应用，加快新型智慧城市建设；(4) 加快推进城乡发展一体化方面，推动交通运输、信息网络等基础设施和公共服务向农村延伸，激发农村资源要素活力，健全农村集体产权制度；(5) 深化重点领域改革。完善城乡土地制度，健全城镇化投融资机制，深化新型城镇化综合试点，完善城镇化统计制度
2018	(1) 加快农业转移人口市民化。(2) 提高城市群建设质量。(3) 提升城市发展质量。提升城市经济质量，优化城市空间布局，建设绿色人文城市，推进城市治理现代化；(4) 加快推动城乡融合发展。(5) 深化城镇化制度改革。
2019	(1) 加快农业转移人口市民化。(2) 优化城镇化布局形态。(3) 推动城市高质量发展。(4) 加快推进城乡融合发展。

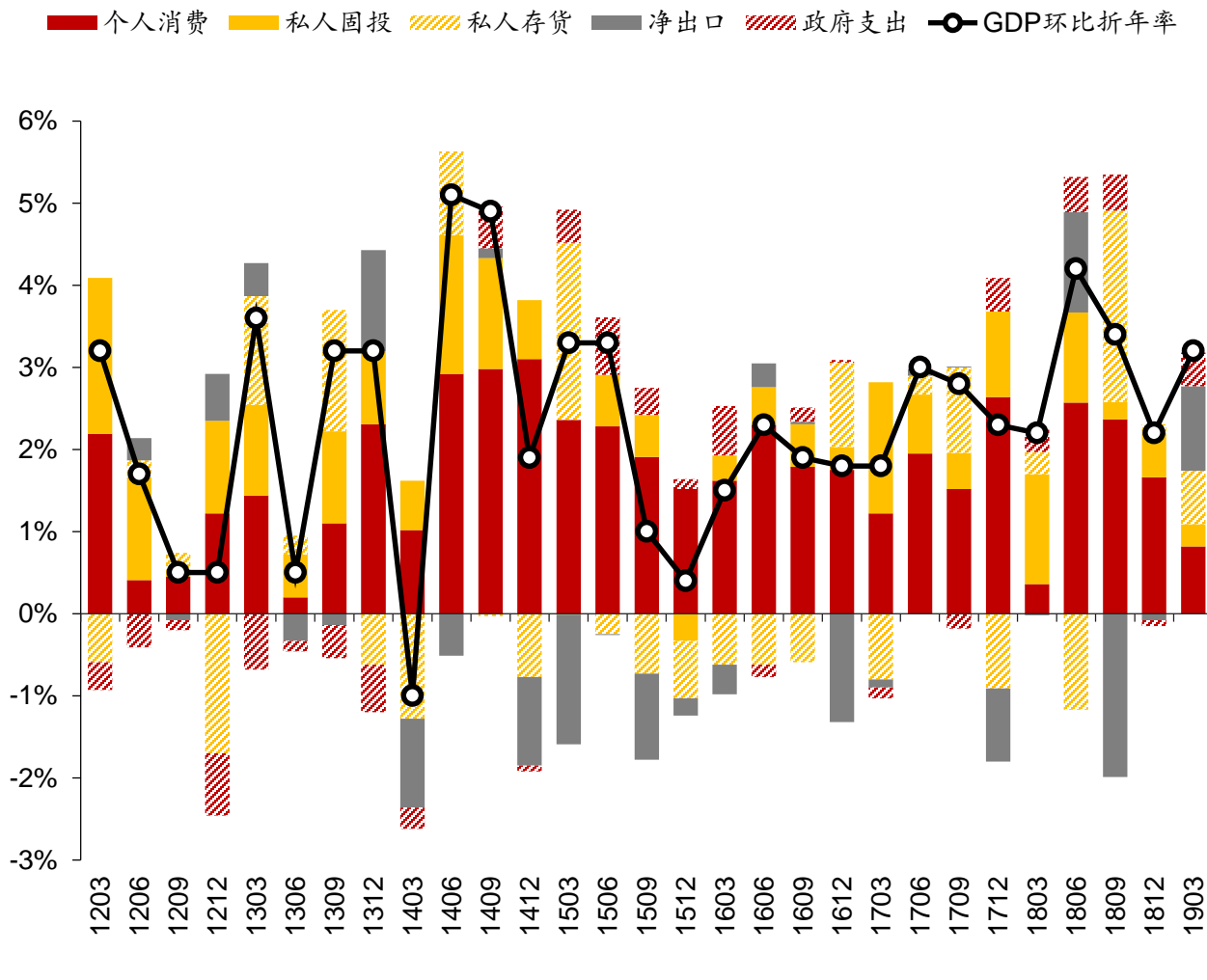
目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构性改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落**
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

美国经济或将缓慢回落，韧性仍存。2019年的美国经济不会失速的原因在于：

- 第一、投资数据下滑幅度可能有限，年初美联储鸽派转向之后，抵押贷款利率降低，近期新屋销售有了较为明显的改善，住宅投资降幅在收窄，下半年地产投资企稳概率较高。
- 第二、地产可能企稳带动后周期消费，以及劳动力市场强劲仍会对消费形成支撑，未来美国消费或将逐步放缓。
- 第三、净出口虽然难以维持一季度的高增速，但相对于18年的拉动作用或仍较强，这主要源于1) 全球经济有可能在下半年企稳；2) 中美贸易协定若顺利达成，中国或大量进口美国商品。

一季度美国GDP超预期主要源于库存和净出口的强劲，两者贡献已过半，但这种支撑很可能是暂时的

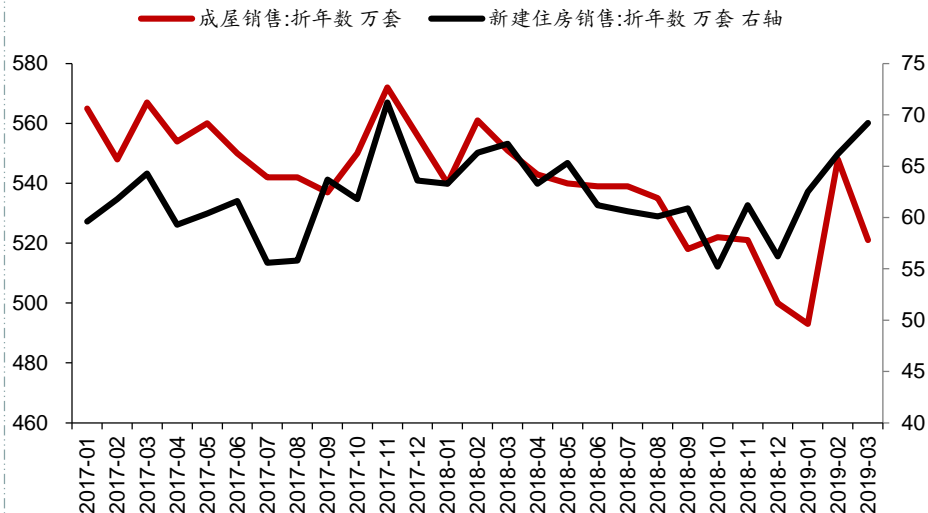


投资方面，我们认为下半年整体下滑幅度有限。

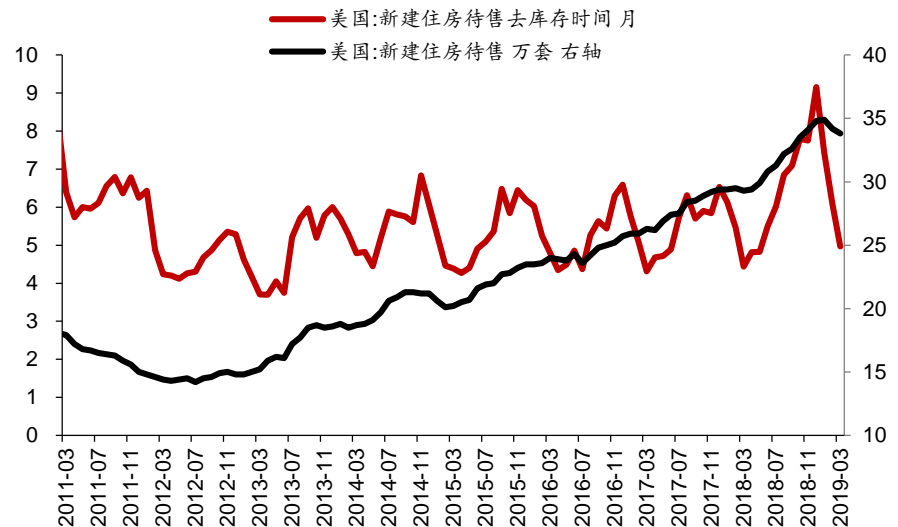
住宅投资方面，受益于房价涨幅放缓以及抵押贷款利率下降，年初以来美国新屋销售有了较为明显的改善。

我们认为，下半年美国地产投资企稳概率较高。

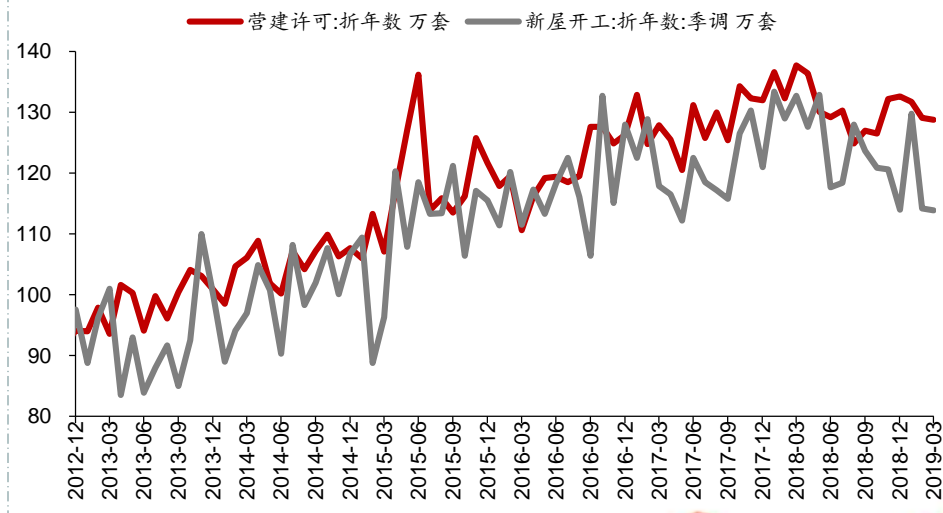
2019年一季度专项债发行速度加快，规模提升



年初以来新房去库存时间不断回落，从9个月降至5个月



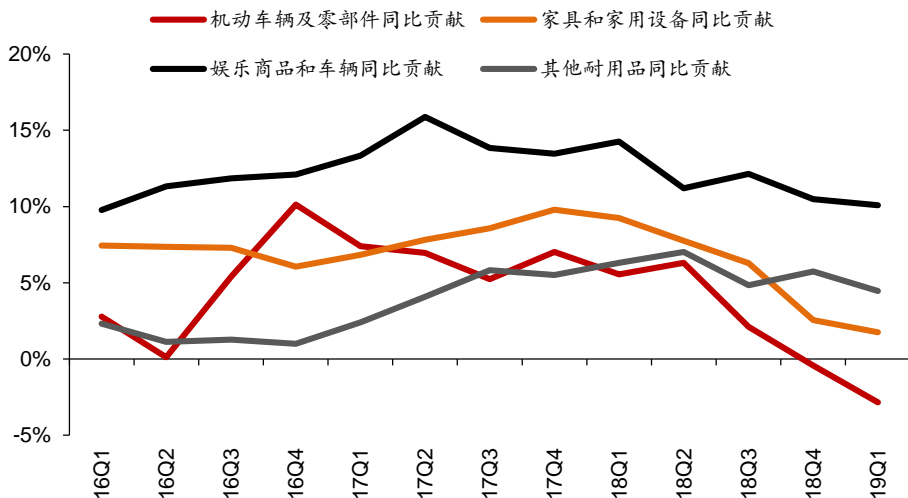
营建许可和新屋开工自年初以来降幅放缓



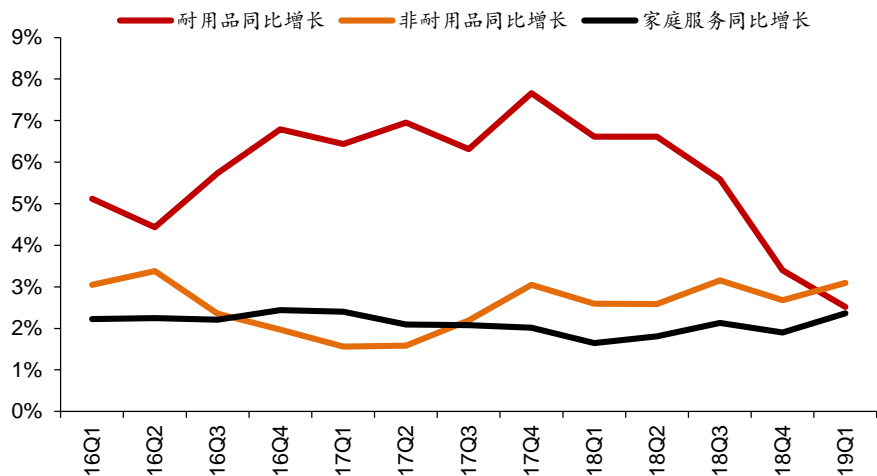
我们认为，未来美国消费仍将逐步放缓，但劳动力市场的强劲以及地产后周期消费的带动将会对消费形成支撑。

经济波动幅度主要看消费，消费的缓慢下行或将促使2019年的美国经济缓慢回落。

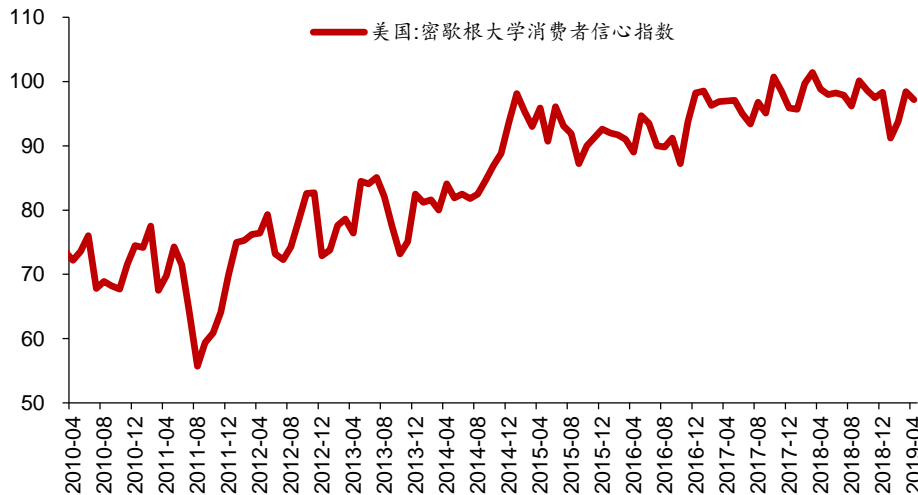
消费最大的两个拖累项是耐用品项下的家具家电和汽车



美国个人消费支出中，耐用品同比增长连续4个季度放缓



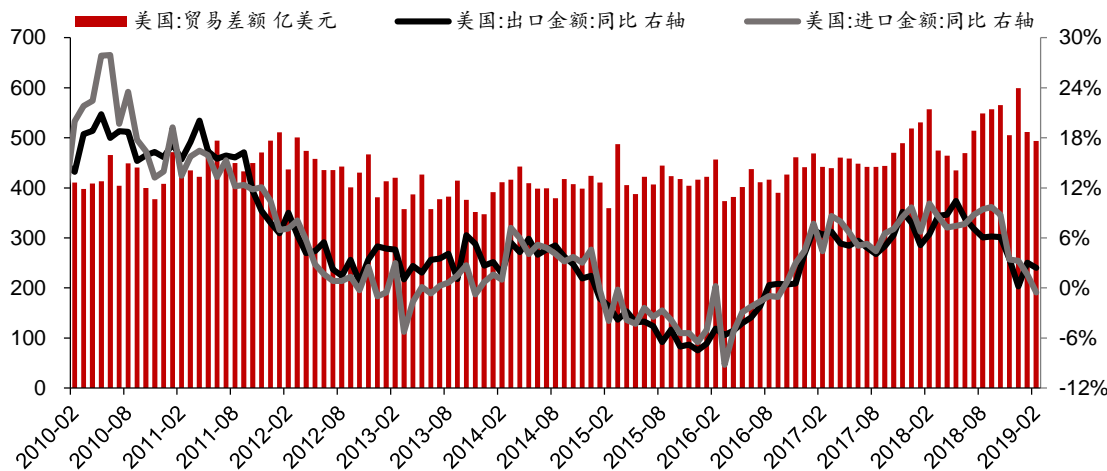
密歇根消费者信心指数年初以来虽有所反弹但未扭转下降趋势



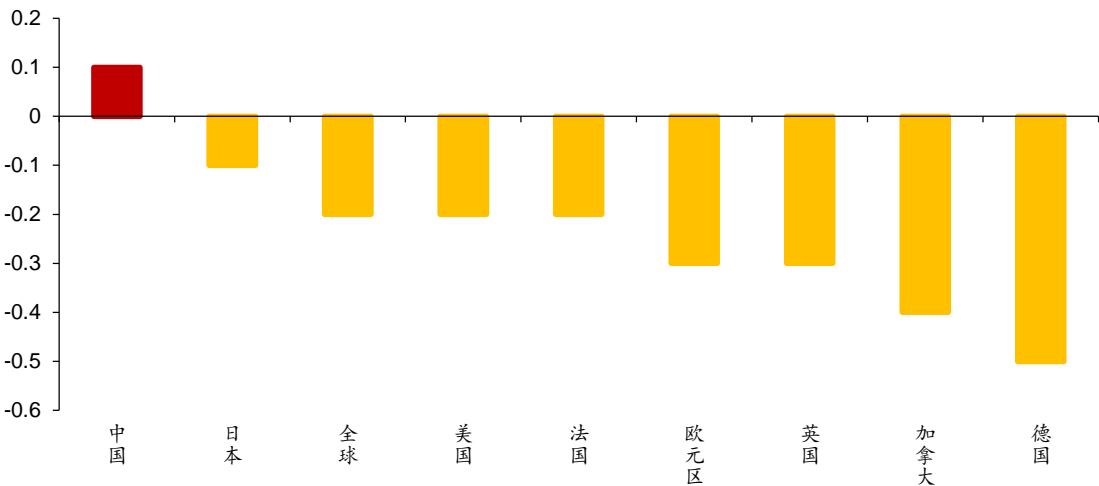
美国净出口数据：虽然难以维持一季度的高增速，但相对于18年的拉动作用或仍较强。

我们认为，一季度净出口的强劲拉动在下半年难以维继，但相对18年的拉动作用或较强，这主要源于以下两点：第一、中美贸易进展顺利，若能达成贸易协定，中国大量进口美国商品，美国贸易逆差存在收窄的可能，净出口对于美国GDP的拉动作用或较强。第二、全球经济增长下半年可能呈现企稳态势，全球总需求对出口仍有一定支撑。

由于去年中美贸易摩擦加剧，别国抢出口，导致一季度美国进口减少，贸易逆差在一季度出现阶段收窄

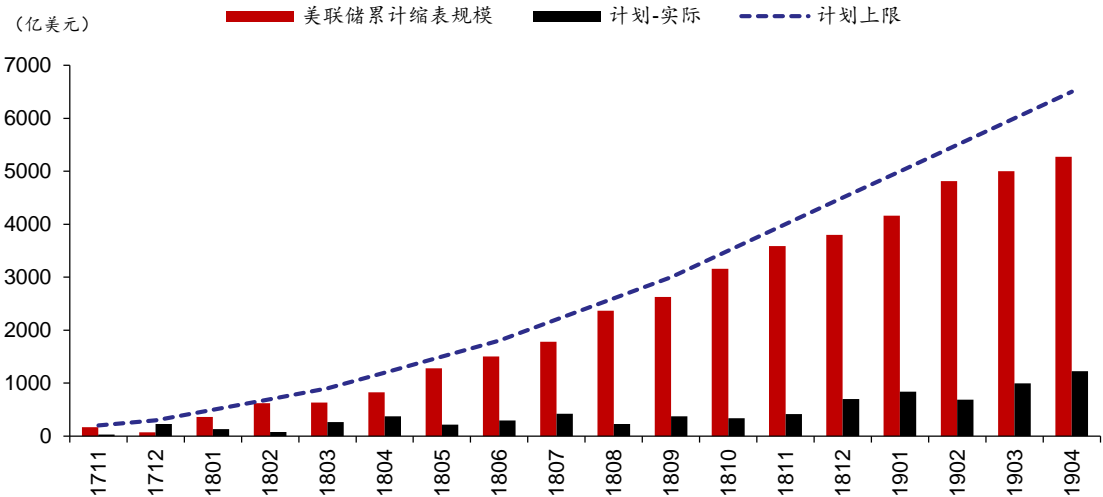


相较1月预测，IMF在4月展望中下调全球预测，上调中国经济预测，中国仍是全球主要驱动力 (单位：%)

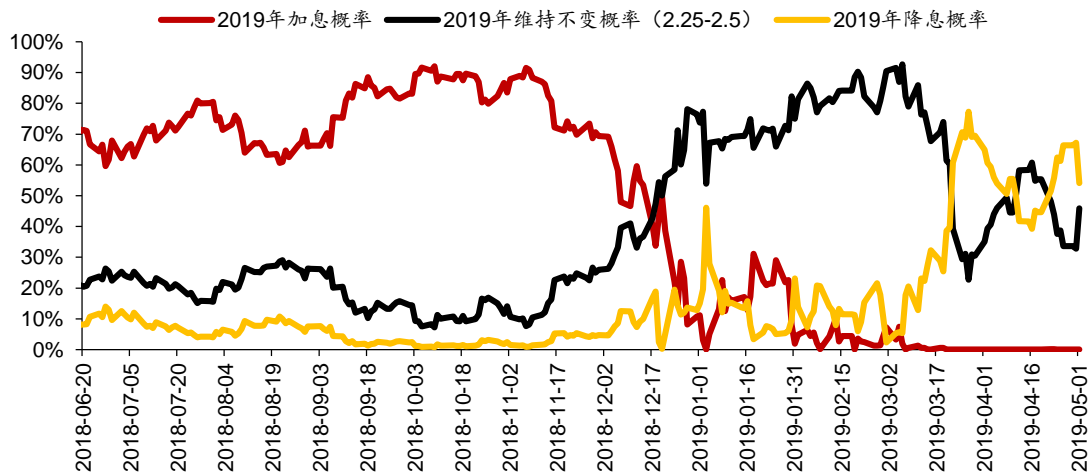


我们认为，2019年美联储加息次数是零次。我们认为，美联储进一步降息的门槛同样较高，2019年美联储大概率按兵不动。

美联储缩表进度不及预期，为了降低政策不确定性，美联储9月底提前终止缩表



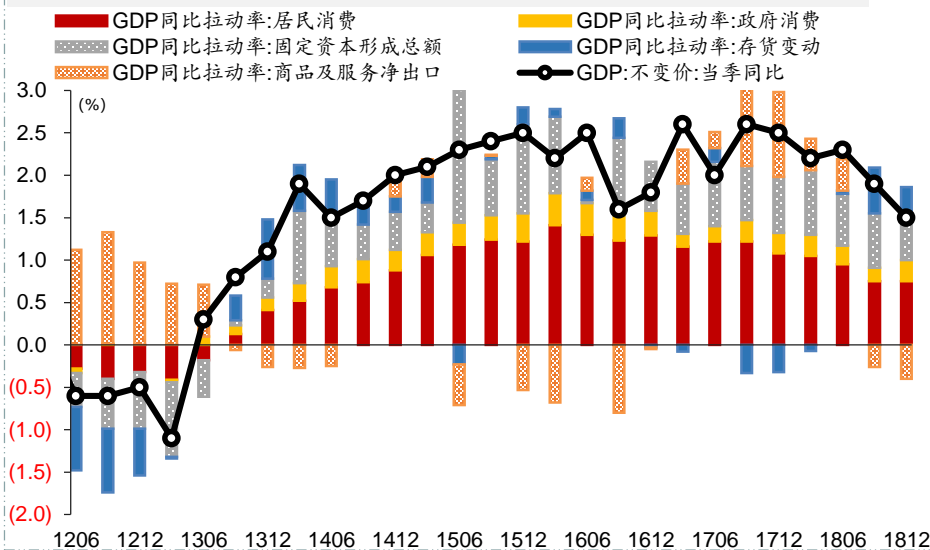
5月议息会议鲍威尔表态没有很大加息与降息可能后，联邦基金利率期货隐含的降息概率大幅下滑



全球增长承压、净出口恶化，预计2019年下半年欧洲经济略差于预期。欧元区仍有隐忧，但不是风险点。

我们认为，外部需求方面，中欧与欧美贸易是重要影响因素，考虑美国经济逐步回落和中国经济“重在结构而非增长”的政策布局，意味着外需超预期带动欧元区回升的动力有限；欧元区内部方面增长动力不足，消费前景、投资信心、制造业PMI、经济景气、工业信心等指标均处于较低水平反映增长疲态。我们认为2019年下半年欧元区或仍有黑天鹅事件发生，欧元区虽有隐忧但不必过度悲观，风险有限。

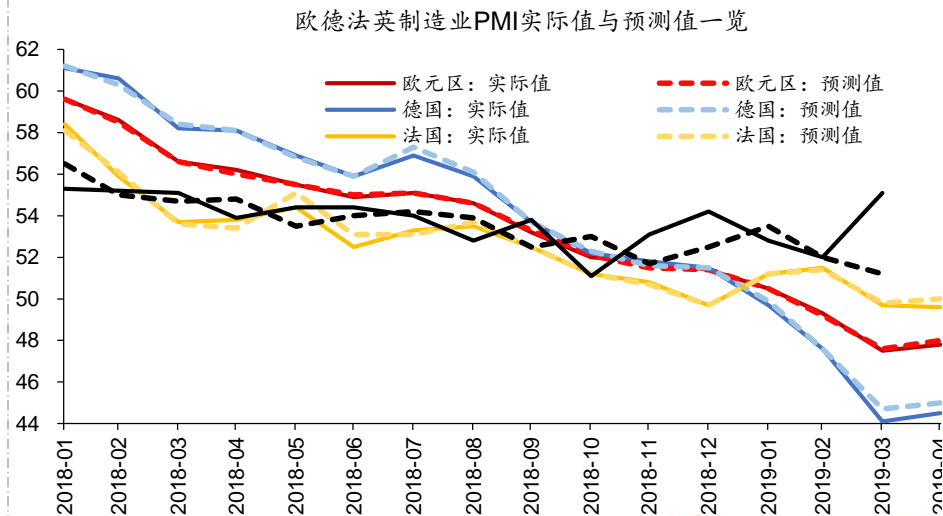
2018年净出口下滑对欧元区经济的拖累作用较为显著



IMF连续下调全球及欧元区经济增长预测值

IMF预测时点	2019年4月	2019年1月	2018年10月
欧元区 不变价GDP增速	1.3%	1.6%	1.9%
德国 不变价GDP增速	0.8%	1.3%	1.9%
法国 不变价GDP增速	1.3%	1.5%	1.6%
意大利 不变价GDP增速	0.1%	0.6%	1.0%
西班牙 不变价GDP增速	2.1%	2.2%	2.2%
全球 不变价GDP增速	3.3%	3.5%	3.7%

欧元区及主要经济体制造业PMI震荡下行



我们认为，美元指数下半年或将转弱，预计2019年年底美元指数回落到94附近。

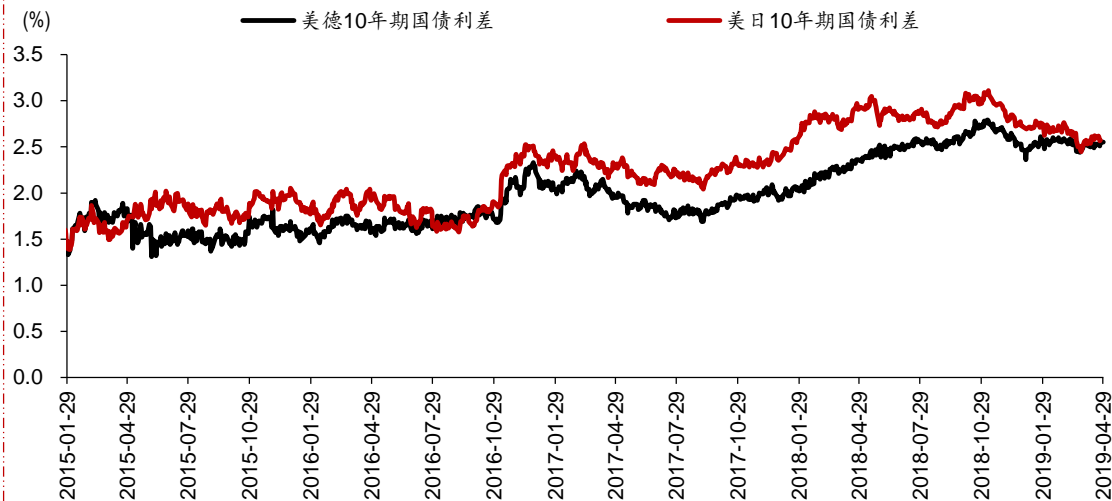
主要原因有以下三点：

- 第一、从相对程度来说，当前美国经济仍好于欧洲，但是随着美国经济确立见顶回落态势，欧洲经济放缓被充分计入预期，下半年存在企稳可能，美国领先其他发达经济体的优势差逐步收窄，美元指数终将回落。
- 第二、美国和其他主要经济体在货币政策方面的预期差有个再修正的过程。
- 第三、从历次美元周期长度来看，过去的三轮美元周期都呈现出7年升值、10年贬值的长周期特征，我们认为本轮美元上行周期或已触顶，下半年将逐步进入下行通道。

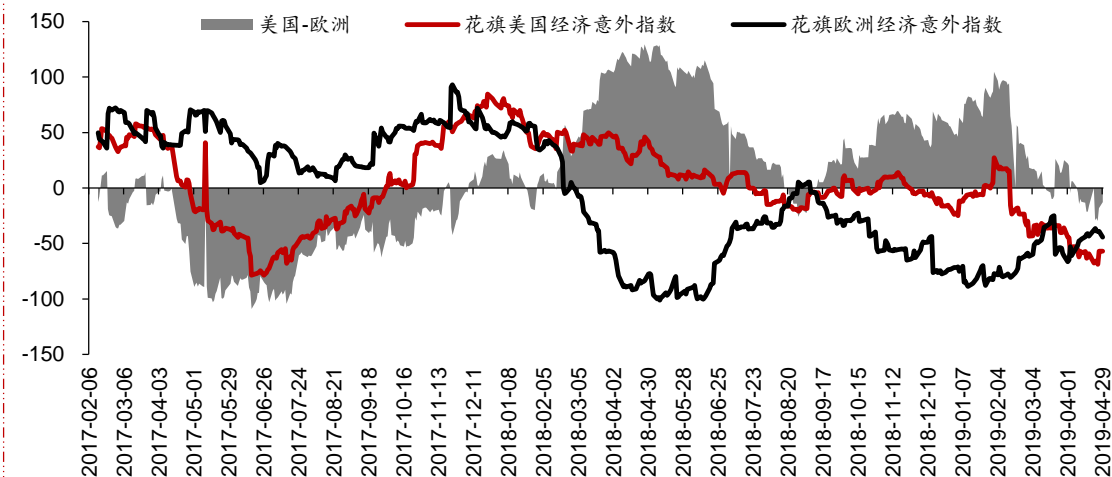
两大风险或推升美元：

- 1) 如果全球经济增长出现明显放缓，美国经济显现衰退式风险，避险情绪推升美元指数。
- 2) 美国经济增长非常亮眼，美联储货币政策鸽派转向只是昙花一现，鹰派的货币政策取向继续推升美元。

美国国债利率与主要发达国家国债利差仍处在相对高位



花旗经济意外指数反映美国一枝独秀的程度在下滑



目录

- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

虽然股票市场波动加大，但我们依然对权益类资产保持相对乐观，预计下半年整体趋势为震荡上行。

我们从宏观基本面的角度提示三条逻辑线索：

(1) 我们认为2019年盈利开始弱化，无风险收益率下行有利于成长股龙头，如5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新型基建领域，这也是国家鼓励创新的政策方向。

(2) 随着CPI上穿PPI，我们看好农业、食品饮料和商贸零售等消费类行业盈利修复，相关行业可能全年都是占优的。

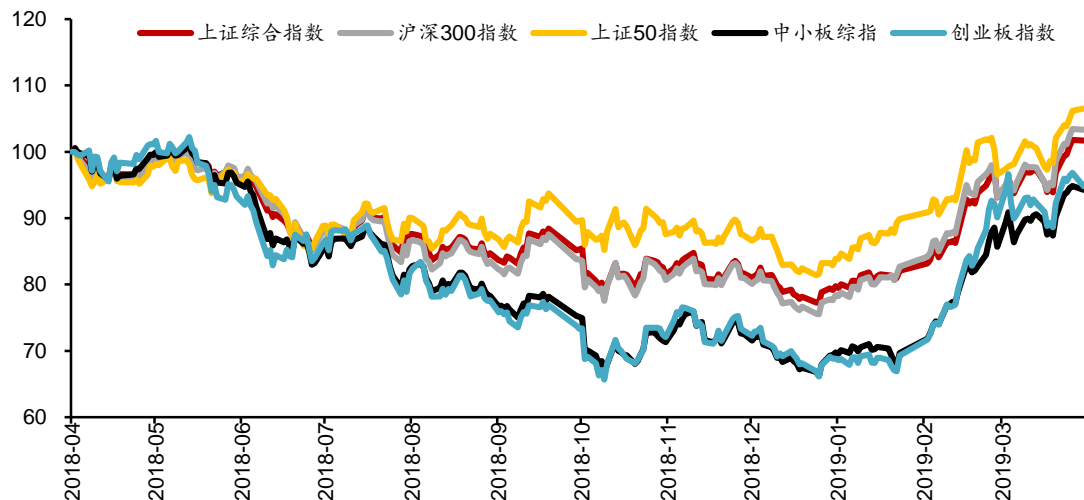
(3) 如果出现信用的进一步扩展，阶段性看好周期龙头，如果地产政策出现实质性放松，地产、银行等板块有望出现估值上行。

提示关注供给侧变化导致的人民币价值重估

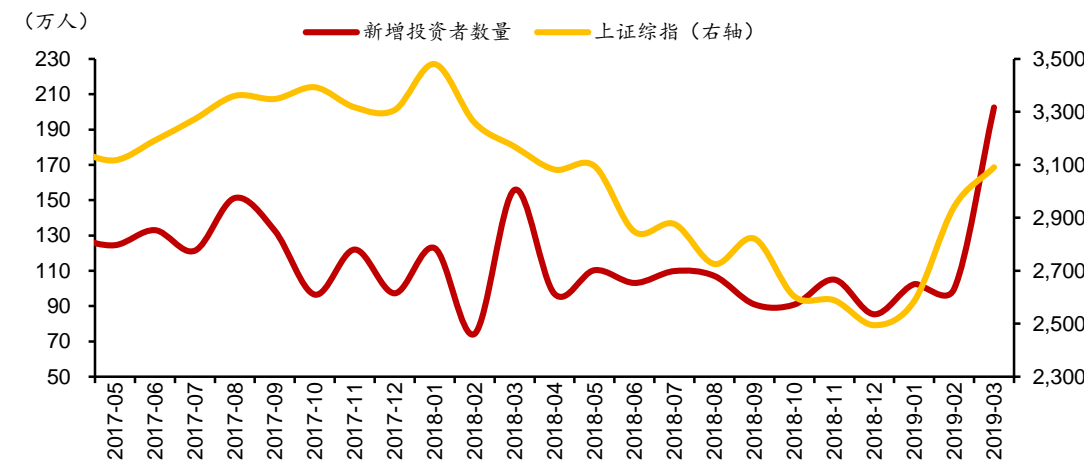
出现估值提升的宏观触发因素就是人民币资产的价值重估，我们之前发布多篇相关系列报告，提出新供给价值重估理论，分别从国际资本流动、金融供给侧改革、信用释放等多角度探讨了人民币资产价值重估的理论逻辑。

落实到具体宏观指标上，我们认为应关注人民币汇率，在美元走弱的情况下，若人民币明显升值，国际资本可能进一步追逐我国核心资产，外资流入叠加人民币升值将强化人民币资产价值重估逻辑，届时股市将迎来新一波上涨。

中信主要风格指数表现 (2017年11月23日为100)



新增投资者数量显示散户资金入场积极性较高



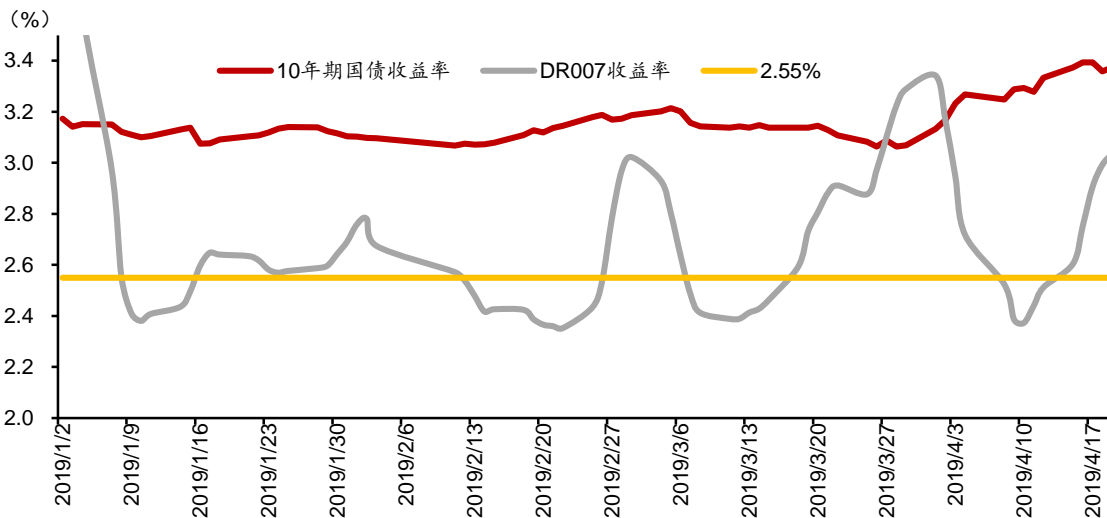
债券

- 利率维持震荡格局，利率债可能出现短暂交易性机会。
- 信用利差分化，短久期下行。

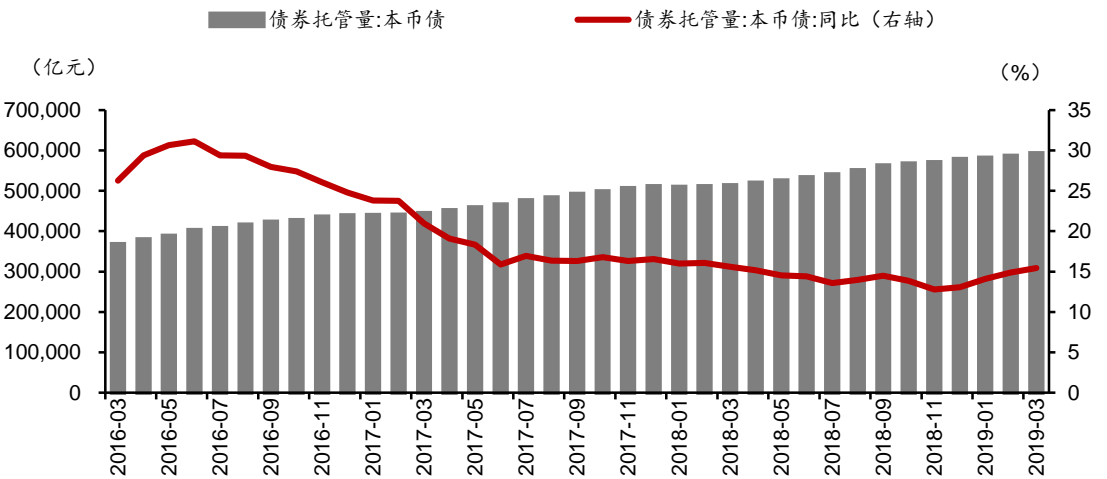
总体来说，从基本面、货币政策、通胀角度分析，预计2019年下半年10年期国债收益率将继续维持震荡格局。

信用债方面，2018年10月下旬国家密集出台纾解民营企业债务风险的政策，我们认为可以由此认为信用债已经出现了政策底部；我们在新供给价值重估理论的系列报告第二篇中，论述了金融供给侧改革促进信用释放的逻辑。因此，从性价比的角度，如果政策持续加码促进银行给小微企业贷款，那么下半年民企信用利差可能也会逐渐收窄。但是，我们提示，考虑到未来的不确定性，可能未来呈现修复的仍将主要是短久期债券，长久期信用债的利差修复难度仍然较大。

利率债未来震荡格局为主



一季度债券发行量有所上升



我们认为，商品市场在2019年下半年难有趋势上涨行情，应重点关注环保超预期带来的阶段性机会。

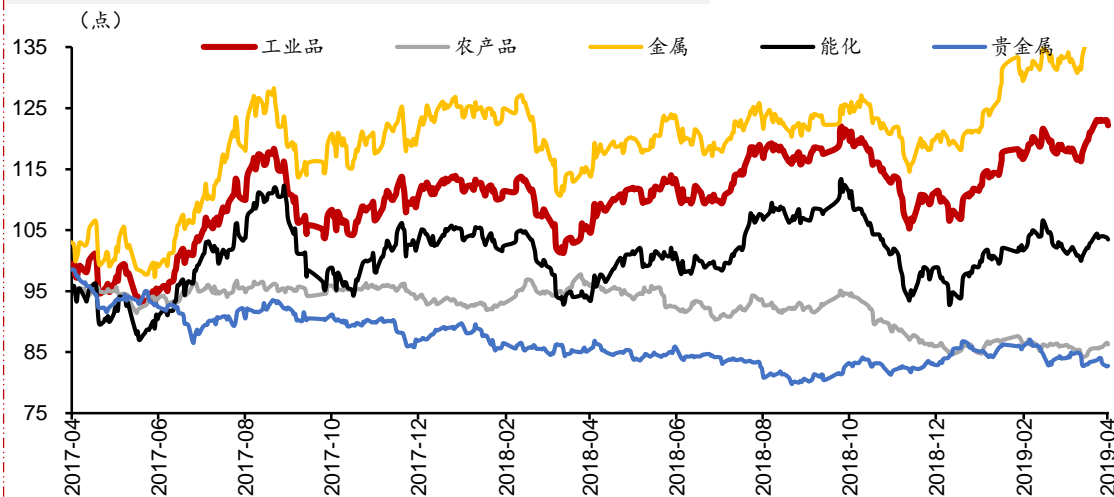
我们认为商品中仍然存在一些结构性行情：

(1) 由于PPI的定价中枢紧跟原油，可以适当把握油价波动带来的结构性机会。

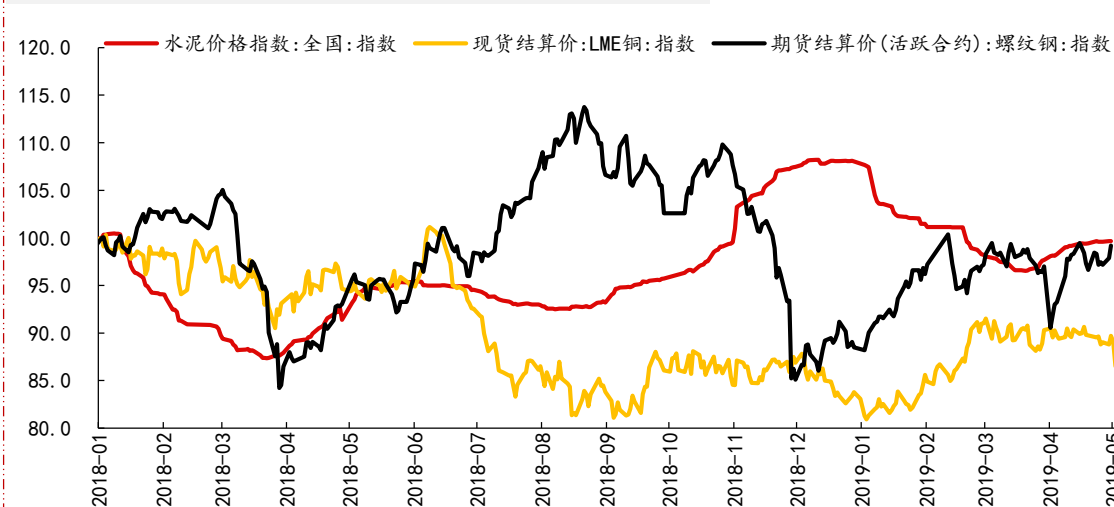
(2) 跟踪海外市场的供需变动，关注主要进口产品比如铁矿石的波段机会。

(3) 针对地产产业链的结构性机会，比如竣工端相关性更好的是铜、玻璃等，开工端是螺纹钢和水泥等。

南华商品指数表现 (2016年11月10日为100)



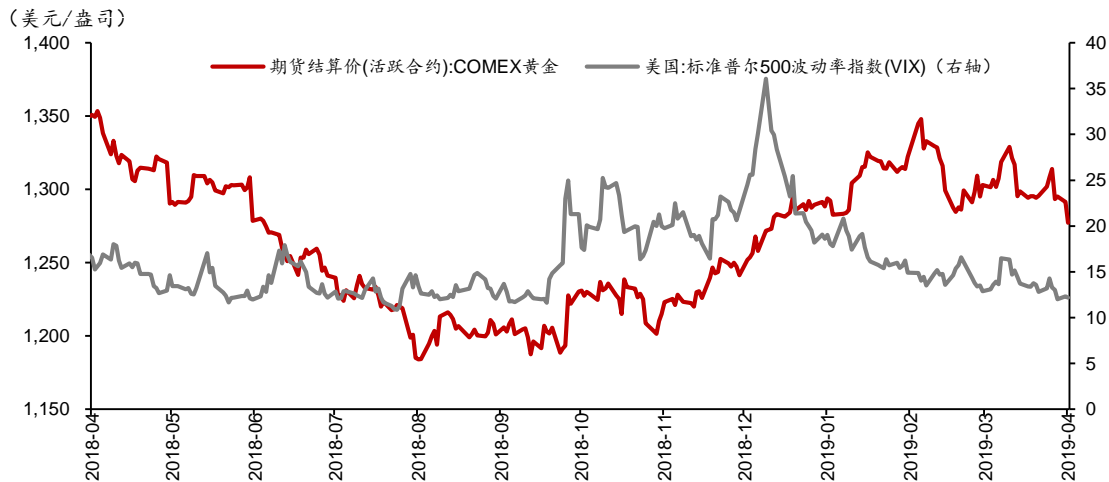
关注螺纹钢、水泥、铜价走势 (2018年1月2日为100)



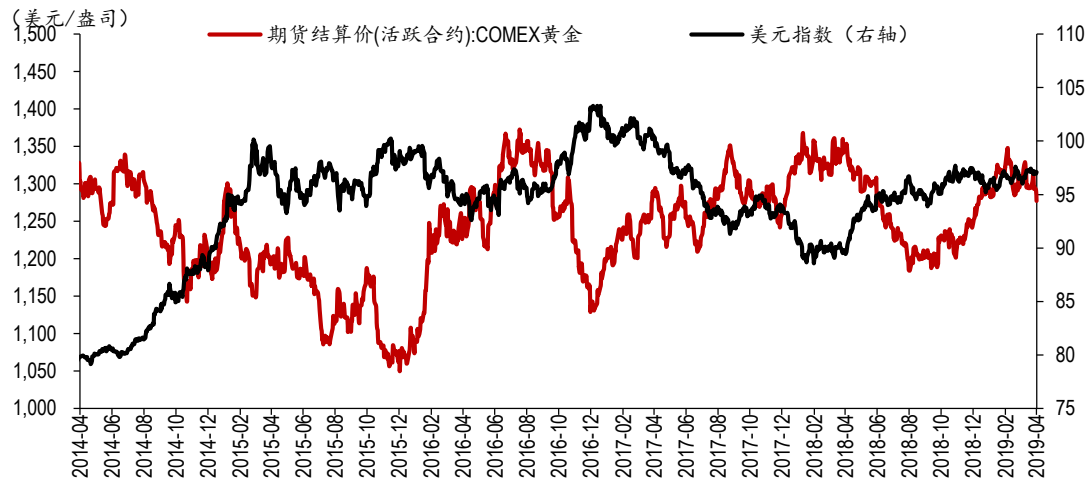
我们认为黄金仍然值得长期看好，下半年美元高位震荡回落，黄金低位盘整蓄势。

- 弱美元利多黄金。
- 高波动偏好黄金。
- 抗通胀主选黄金。

避险情绪推升金价



美元指数走弱有利于黄金价格回升



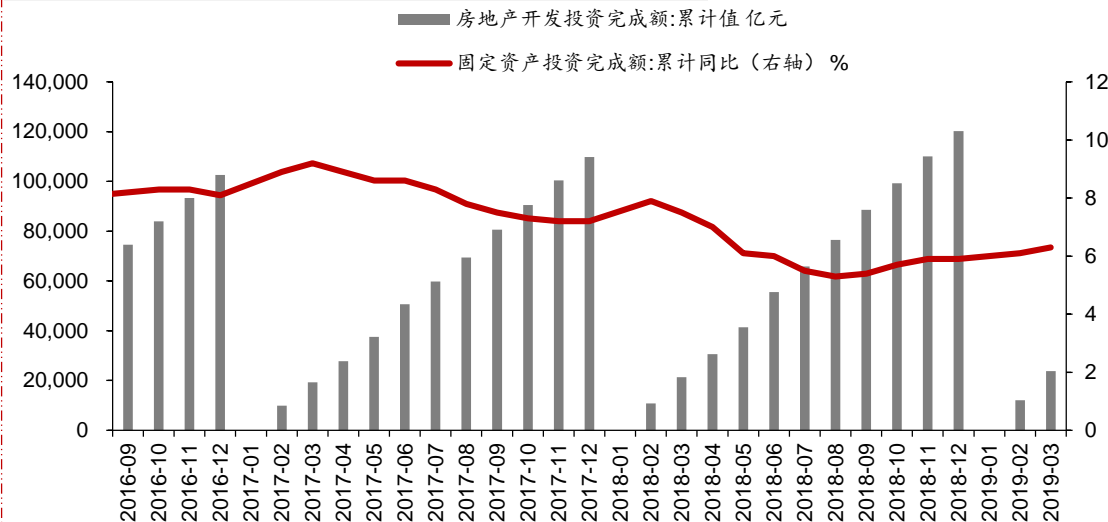
预计2019年三季度地产政策边际放松，放松一二线刚需政策。

随着未来地产政策边际放松，我们看多一二线地产，看空三四线。

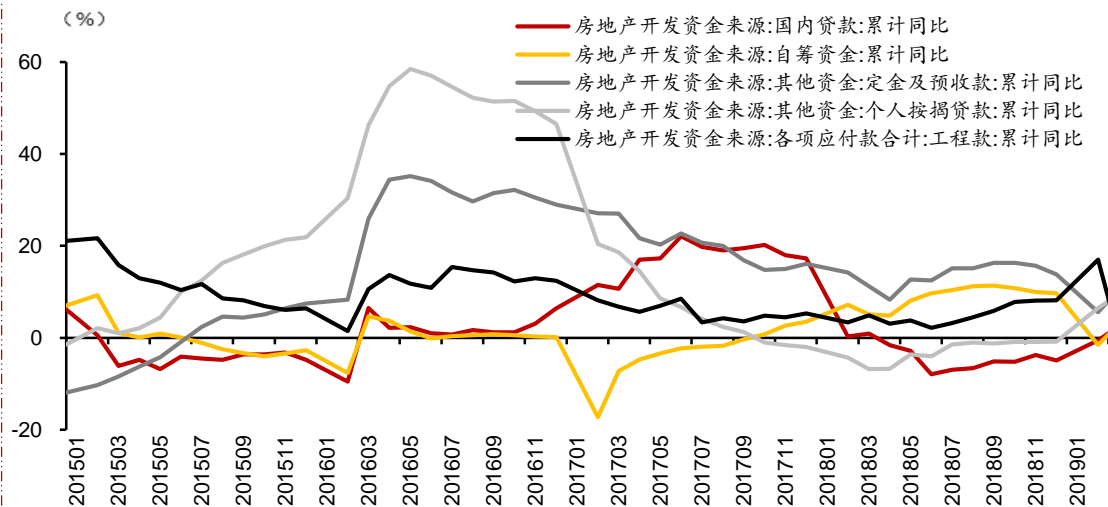
□ 我们认为，三四线房价上涨的主逻辑是“棚改货币化安置”，我们预计2019年棚改货币化安置比例将有所下调，同时在前期三四线房价涨幅较大的情况下，居民难以进一步加杠杆可能也会对三四线房价产生负向制约。而一二线房价的主逻辑是“城镇化”。

□ 我们认为，人口集中流向一二线城市的自然规律不会变化，结合发改委2019年新型城镇化重点任务对人口流动的放开，一二线的房价在2019年下半年将重回上涨，如果“一城一策”下，房地产政策进一步放松，那么将进一步强化这个逻辑。

房地产开发投资仍有韧性



加速推盘带动销售资金回流



目录

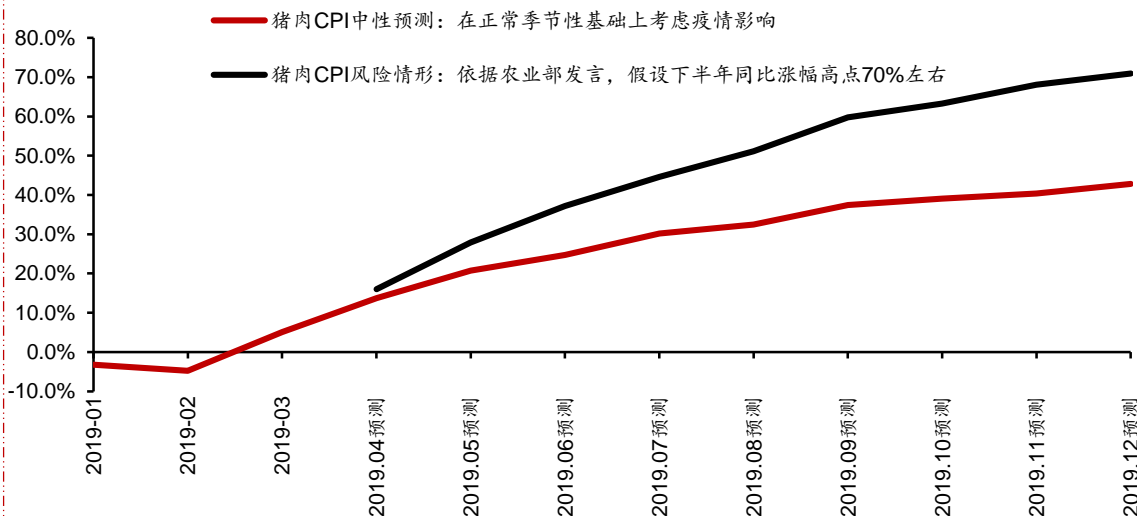
- 1 | 供给侧是决定市场的最重要宏观变量
- 2 | 经济增长较为平稳，需求侧政策或逐渐减弱
- 3 | 中性预计通胀可控，工业企业盈利有望同比转好
- 4 | 用供给侧结构性改革政策来稳定总需求
- 5 | 海外经济趋势未来或延续回落
- 6 | 大类资产配置观点
- 7 | 宏观风险情形提示：“猪油共振”和美股下行风险

在风险情形下，CPI全年均值可能达到+2.8%，高点在年末12月份可能超过+3.5%；5-8月、11-12月当月同比均高于+3%。

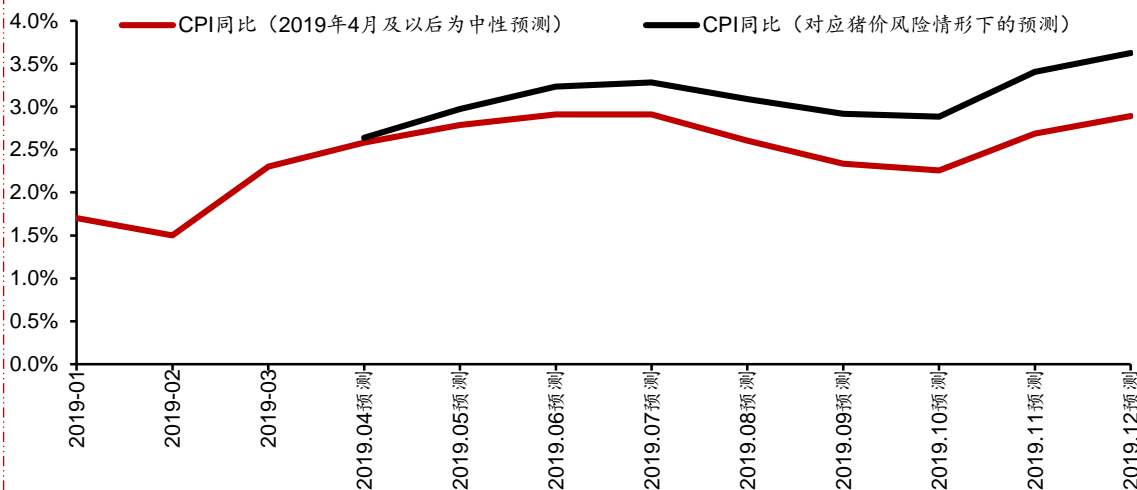
我们在2018年11月外发的《2019年度策略报告》中提醒，今年最大的宏观风险之一仍是猪价和油价形成上行叠加，使得通胀面临较大的快速上行压力。我们认为在非洲猪瘟疫情的影响下，目前猪周期已经进入回升阶段，我们中性预测年内未来猪肉价格可能延续上涨、同比涨幅在年末可能达到高点40%左右。猪肉价格同比涨幅达到70%的情形是一类风险情形，而非中性预测。

在风险情形下，CPI全年均值可能达到+2.8%，高点在年末12月份可能超过+3.5%；5-8月、11-12月当月同比均高于+3%。

猪价上涨的风险情形和中性预测情形的对比



年内CPI上行风险情形和中性情形的对比



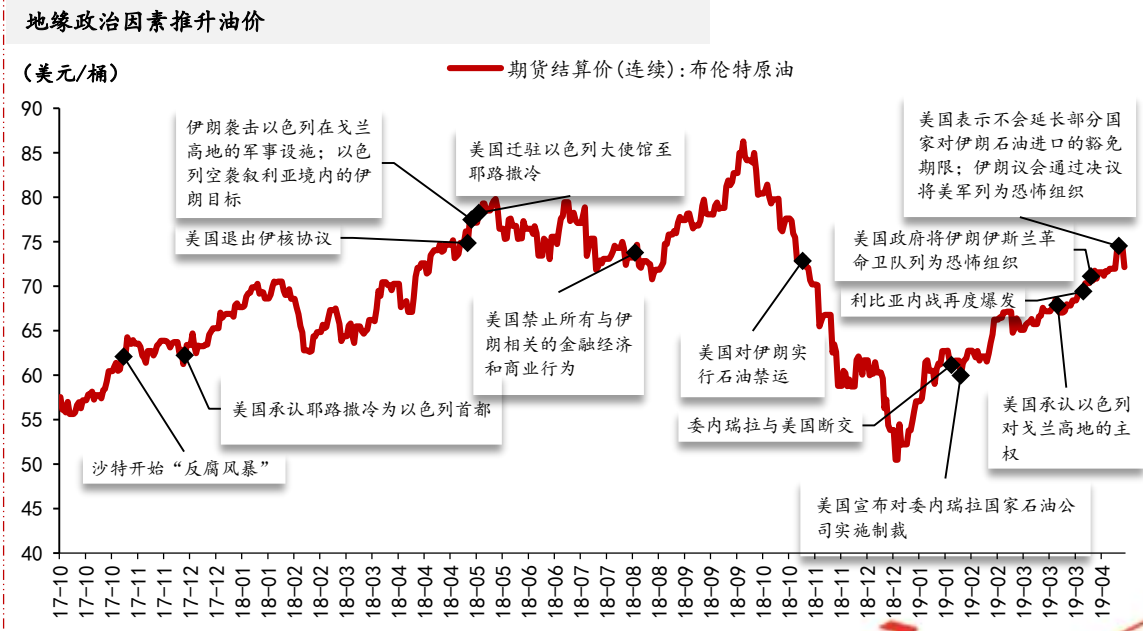
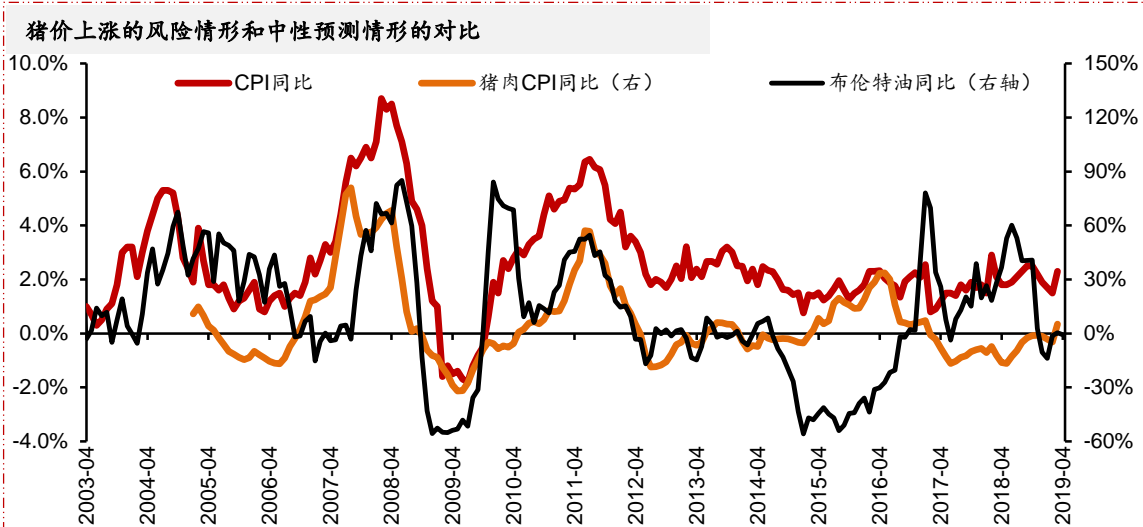
我们认为未来全球地缘政治局势、仍值得高度关注，可能是油价上行的重要风险点。

若高油价叠加高猪价，猪油共振是最大风险点。

从2017年四季度开始，国际油价出现多轮阶段性快速上涨，我们认为主要来自政治因素的影响，中东地区的地缘冲突、政局不稳等因素在不断助推涨价。

我们认为未来主要产油国政治局势，尤其是中东地缘政治局势仍值得高度关注，如果以色列和伊朗、沙特和伊朗这两对主要矛盾进一步激化，可能会影响中东地区原油正常供给，引发市场担忧，推升油价上行。

我们认为，中东地区短期爆发激烈冲突或区域战争的概率有限，但以色列和沙特的政治后盾是美国，伊朗的政治后盾是俄罗斯，在中东的“代理人博弈”大背景下，区域局势有进一步激化的风险。



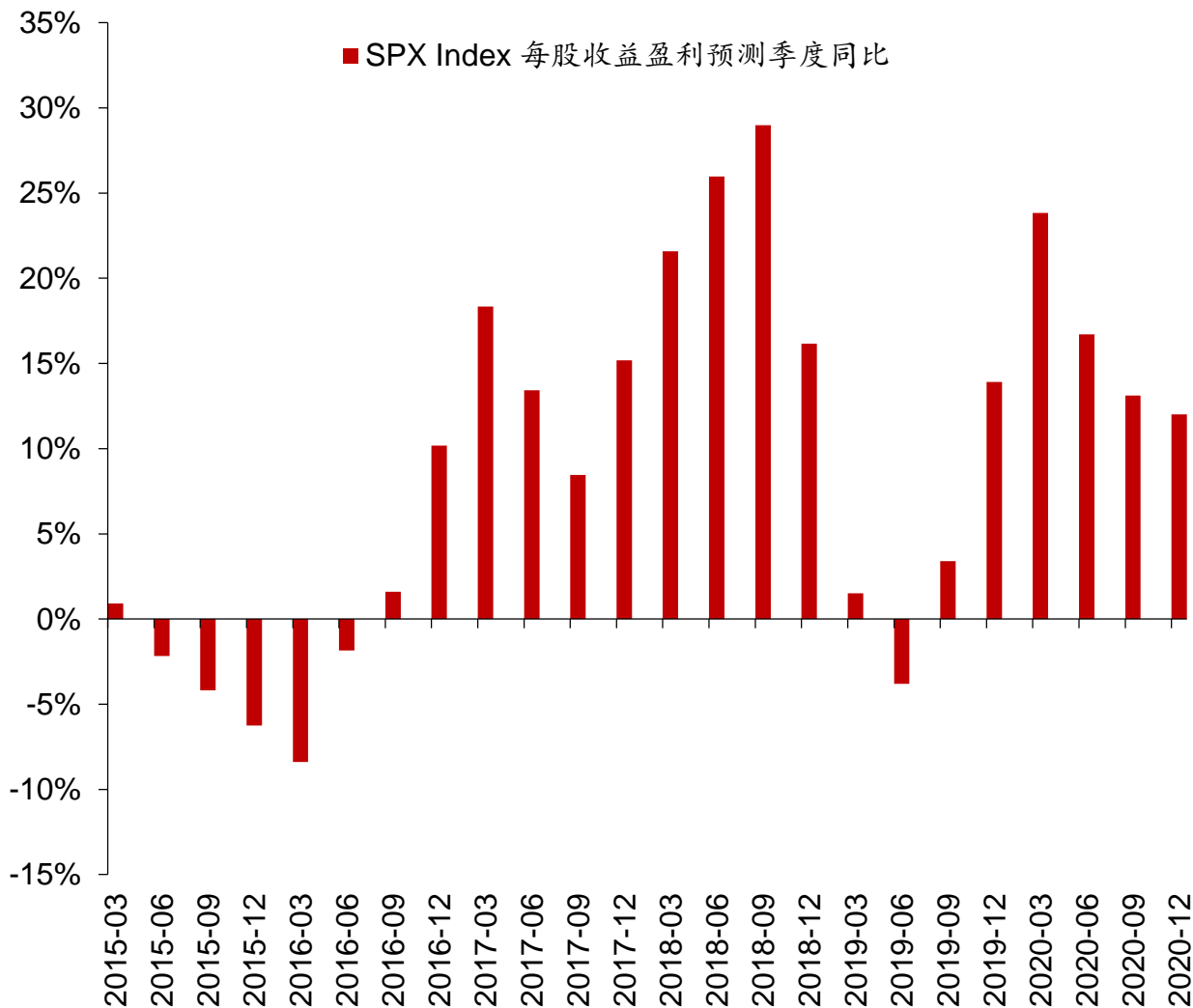
我们认为，当出现以下三种风险情形时，美股或将剧烈波动，大幅度下行：

第一、中美贸易谈判出现意外。我们认为，若出现由于中国让步不足，美国进一步上调关税，中美谈判走向破裂的风险情形，美股将大幅度下行。

第二、全球经济超预期下行。由于美国较多上市公司的盈利来自于海外，全球经济的超预期下行将会对企业盈利产生一定的负向影响，支撑美股的动能将明显减弱。

第三、美国消费相关数据或前瞻性指标大幅度下滑。

由于美国较多上市公司盈利来自于海外，全球经济超预期下行将会对企业盈利产生负向影响



欢迎扫码关注华泰宏观李超团队！

THANKS FOR YOUR SUPPORT!



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。
- 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门、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，需在允许的范围内使用，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：Z23032000。
- ©版权所有2014年 华泰证券股份有限公司