

# 政策节奏前移

——实体经济观察2019年第15期  
2019年4月18日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

# 结论：政策节奏前移

价格：3月35城首套房贷利率再降，上周国内生资价格普遍上涨，国际油价回升。

一季度经济开局平稳，特别是3月份工业增速大幅反弹，创下多年新高。从4月以来的中观高频数据看，需求和生产仍是此消彼长。需求筑底信号已经出现，4月上中旬地产销量增速继续回升，3月汽车销量增速回升线索已现，但受高基数影响，4月前两周批零仍较疲弱。生产短期反弹基础不牢，4月上中旬发电耗煤增速再度转负，主要行业开工情况也低于同期。

19年以来政策节奏明显前移，助力经济企稳。财政方面，受益于地方债限额提前下达，在一季度财政收入增速平稳的情况下，财政支出进度明显加快。货币方面，一季度社融及人民币贷款同比多增较多。一方面，政策节奏前移，或导致经济见底时间前移；另一方面，后续政策刺激减弱，或令短期经济下行压力加大。政策力度减弱、经济再度回落的真空期值得关注。

需求：下游地产、家电、纺服改善，乘用车仍弱。中游钢铁、水泥、化工走强。上游煤炭、有色分化。交运走强。

库存：下游地产回补，乘用车去化。中游钢铁、水泥、化工均去化。上游煤炭去化、有色分化。



## 下游行业

**地产:** 3月房贷利率再降, 4月前16天38城地产销量增速回升。  
**乘用车:** 3月乘用车销量增速涨跌互现, 经销商库存依然偏高。  
**家电:** 3月限额以上家电零售增速反弹, 促消费政策重要抓手。  
**纺织服装:** 3月限额以上纺服零售增速回升, 出口同步反弹。  
**商贸零售:** 3月社消零售增速小幅回升, 汽车仍是主要拖累。

## 中游行业

**钢铁:** 3月粗钢产量增速升, 上周钢价、毛利均涨, 库存去化。  
**水泥:** 上周全国水泥均价继续上涨, 库容比继续回落。  
**化工:** 上周PTA产业链价格普升, 库存低位, 开工涨少跌多。  
**电力:** 3月发电量增速回升, 4月前17天发电耗煤增速下滑转负。

## 上游行业和交通运输

**煤炭:** 上周秦皇岛港煤价格继续回升, 电厂煤炭库存去化。  
**有色:** 上周LME铜价升、铝价降, 铜库存升、铝库存降。  
**大宗商品:** 上周原油价格回升, CRB指数下行, 美元指数回落。  
**交通运输:** 上周BDI、CCFI指数均升, 公路物流运价指数略降。

# 下游地产：3月房贷利率再降，4月前16天38城地产销量增速回升



指标	数据表现	解读
需求	3月全国商品房销量同比增速转正至1.8%，4月前16天38城地产销量同比增速升至30.5%。	3月35城首套房贷利率再降，已连续四个月下滑，创18年5月以来新低。一方面，房贷利率的下滑一定程度上推动地产销售的回暖，3月全国地产销量增速回升转正，4月前16天38城销量也有所回升；另一方面，房贷利率下行叠加销量回暖，也令70城房价同比涨幅再创新高，环比涨幅止跌企稳。但3月全国、百城土地购置面积跌幅仍大，指向土地市场景气依然较弱。
土地成交	3月全国土地购置面积降幅略收窄至-32%，上周百城土地成交面积略升，同比降幅缩窄。	
价格	3月35城首套房贷利率降至5.56%，3月70城房价同比升至11.3%，环比升至0.6%。	
库存	上周十大城市商品房库销比上升至42.3周。	

图 38城商品房旬度销量同比增速：分线级 (%)

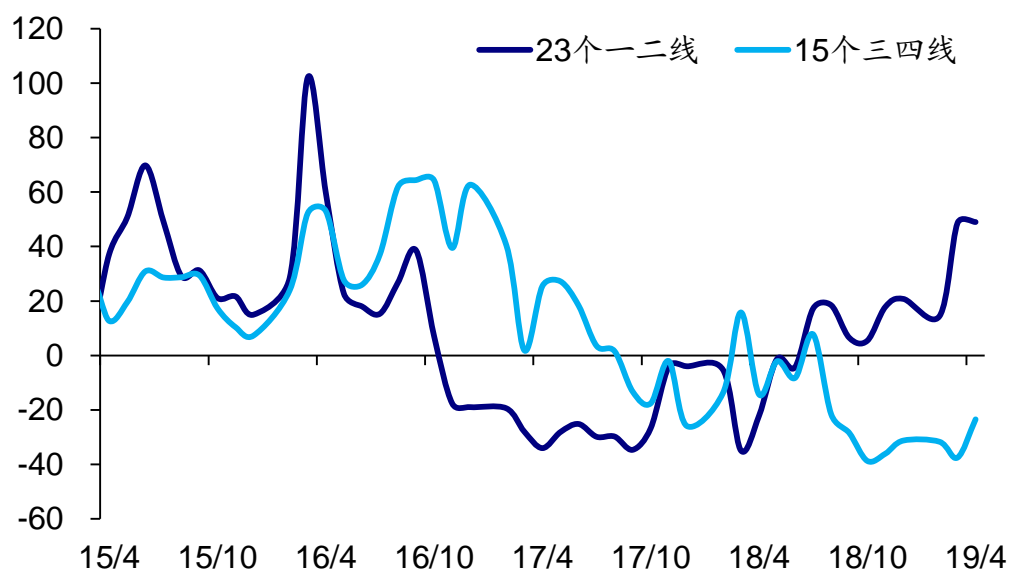
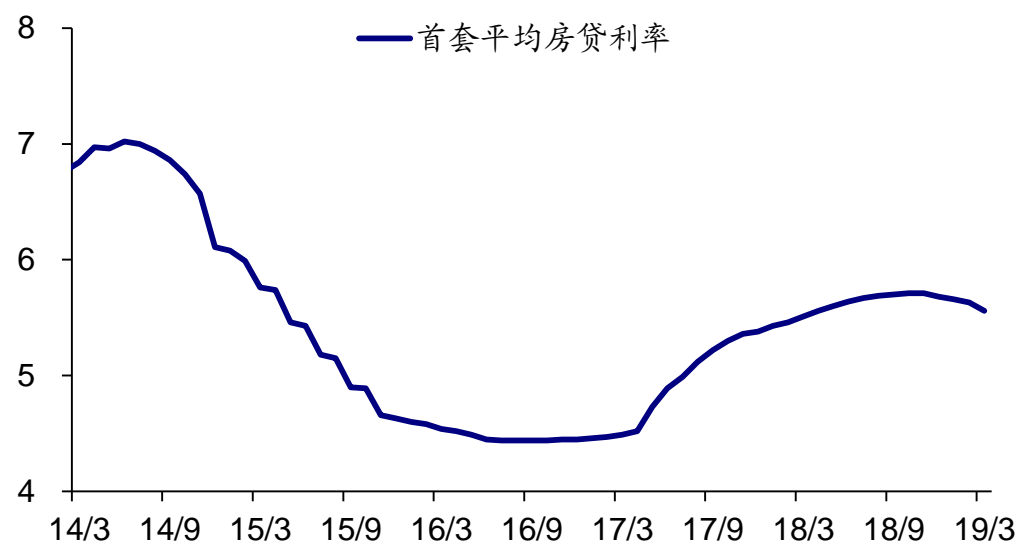


图 35城首套房平均房贷利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所  
注：左图4月为前16天累计同比增速。

# 下游乘用车：3月乘用车销量增速涨跌互现，经销商库存依然偏高



指标	数据表现	解读
需求、生产	<p>3月全国汽车产量增速降幅收窄至2.6%，限额以上汽车类零售增速降至-4.4%。</p> <p>3月中汽协乘用车销量增速降幅收窄至6.9%，4月前两周乘用车批、零增速-30%、-23%。</p> <p>上周半钢胎开工率升至72%。</p>	<p>3月全国汽车零售销量降幅扩大，但产量降幅收窄。中汽协口径下产、销量降幅均收窄，而乘联会口径下产量回升、销量降幅略扩大。各口径下数据走势有所背离，但考虑到1季度销量增速已较去年4季度明显回升，意味着需求或已进入筑底阶段。不过，3月经销商库存系数仍处同期新高，4月前两周乘用车批零跌幅仍在扩大，均指向需求仍未见底。</p>
库存	<p>3月汽车经销商库存系数降至1.8，创14年以来同期新高。</p>	

图 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速 (%)

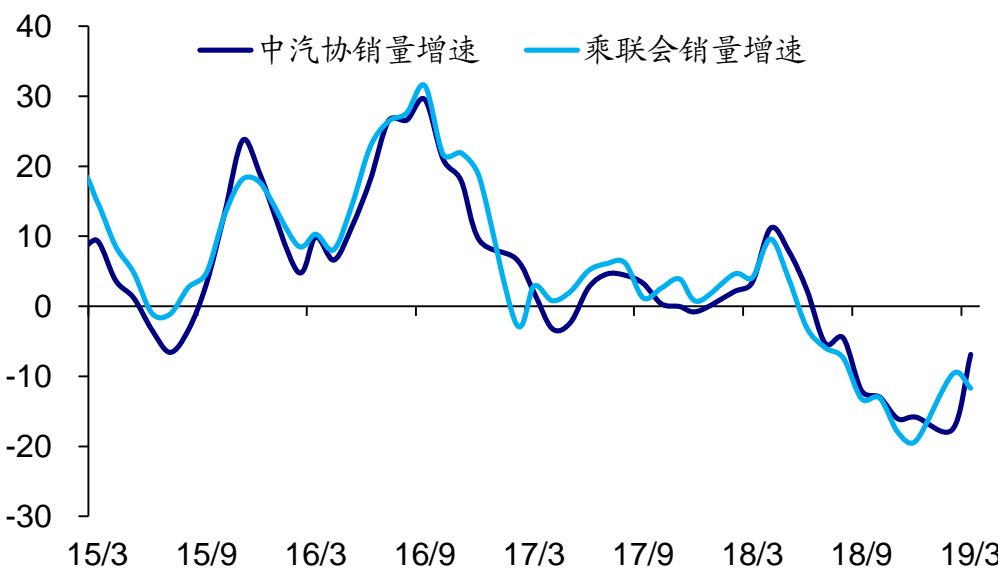
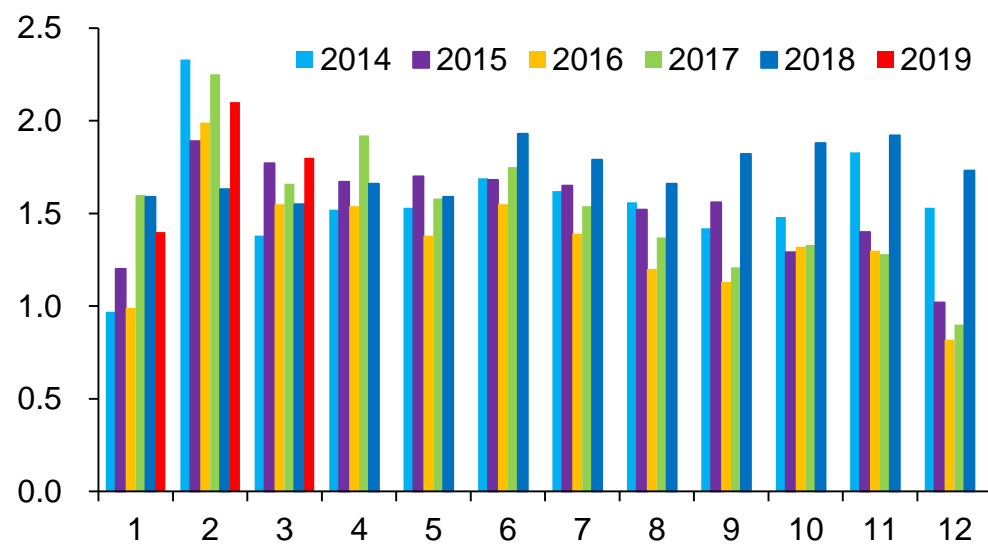


图 汽车经销商库存系数



资料来源：WIND，海通证券研究所

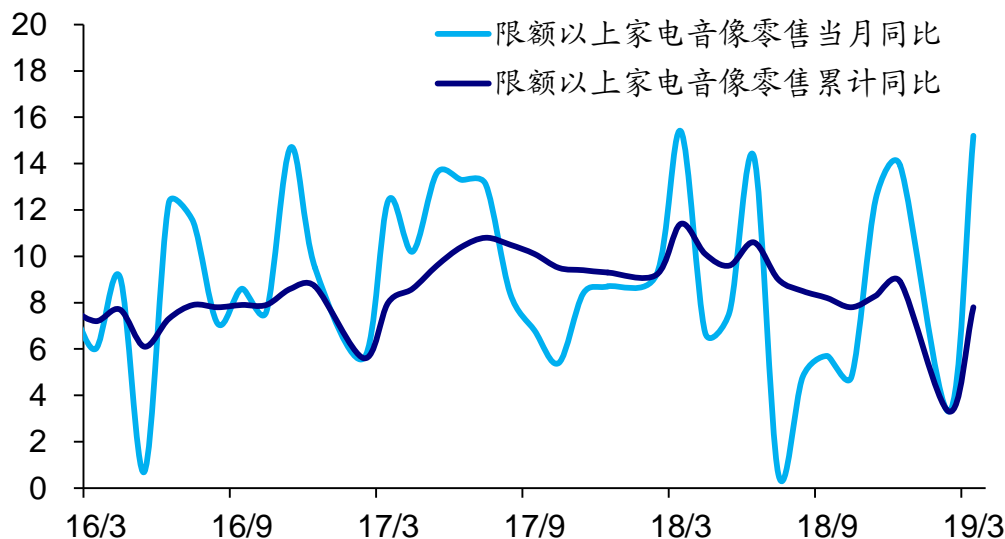
指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

3月限额以上零售家电音像类同比增速升至15.2%。

3月限额以上家电音像类零售增速大幅反弹，在去年同期基数较高的背景下，仍有不错的表现。一方面，地产销售的回暖带动家电产品销售也有所改善；另一方面，政策层面促消费举措中家电消费也是重要抓手之一，如北京市于19年2月出台文件实施新一轮节能减排促消费政策，主要针对的就是家电类产品。

图 限额以上家电音像零售同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	<p>上周柯桥纺织价格指数回升，上周328级棉花价格指数上行。</p>	<p>3月限额以上服装鞋帽类零售增速大幅回升，但不及18年12月水平，指向需求较19年初修复，行业景气度回升但仍然偏弱。3月纺织服装各子行业出口增速普遍由负转正，主因去年同期低基数以及中美贸易摩擦的缓和，整体看外需表现好于内需。</p>
需求	<p>3月限额以上服装鞋帽类零售同比增速升至6.6%， 3月针织纱线、服装和鞋类出口增速分别反弹至36.5%、20.5%和23.4%。</p>	

图 纺织服装子行业出口同比增速 (%)

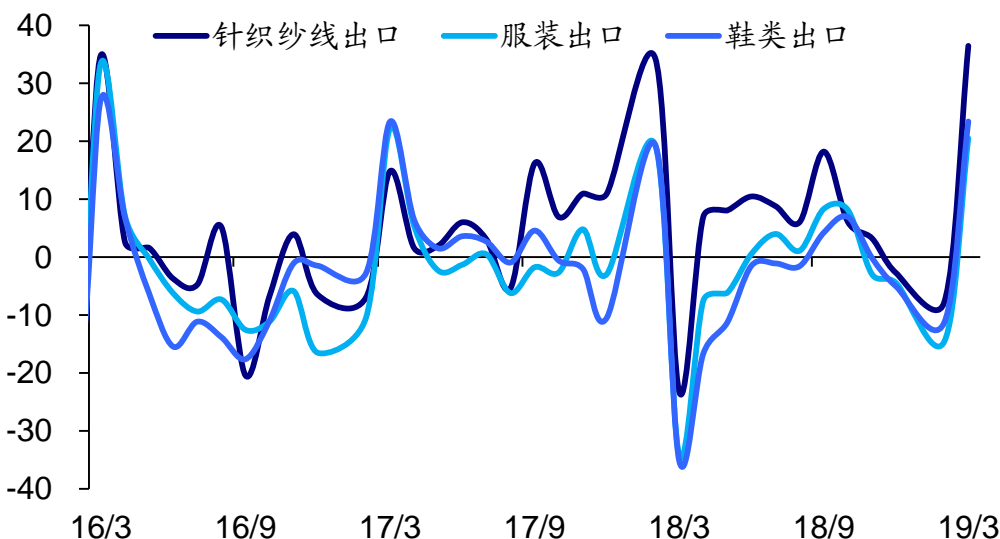
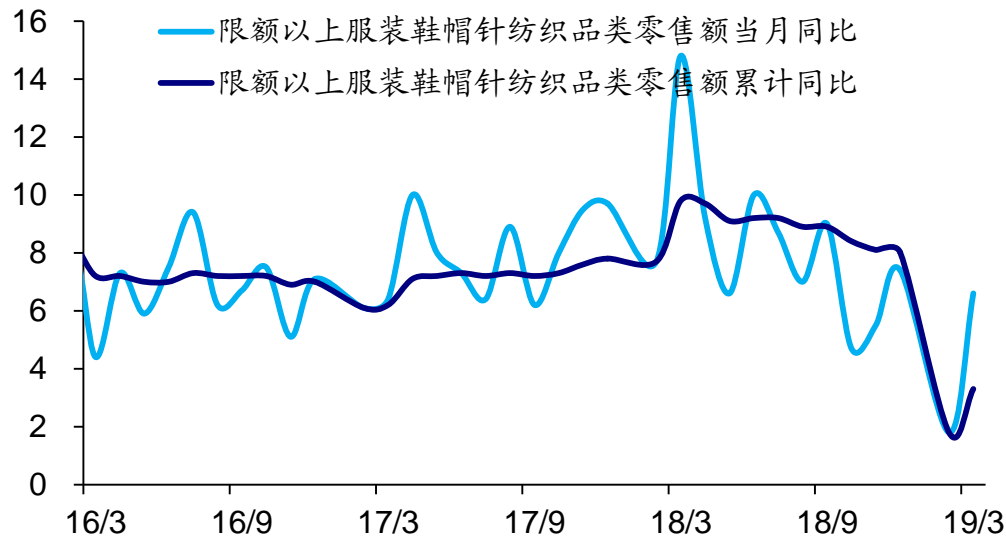


图 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速 (%)



指标

数据表现

解读

需求

3月社消零售总额同比增速升至**8.7%**，  
 限额以上批零同比增速升至**5.1%**，  
 剔除石油、建材、汽车后同比升至**9.1%**，  
 1季度实物商品网上零售增速**21%**，仍处高位。

3月消费增速普遍回升，社消名义增速和限额以上零售增速双双上行，网上零售增速仍处高位。分品类来看，必需消费全线回升，食品、服装、日用品增速均有改善；可选消费涨多跌少，石油及制品明显回升，地产相关的家电、家具、建材普遍回升，但汽车跌幅扩大，仍是主要拖累。

图 社消零售总额和限额以上批零同比增速 (%)

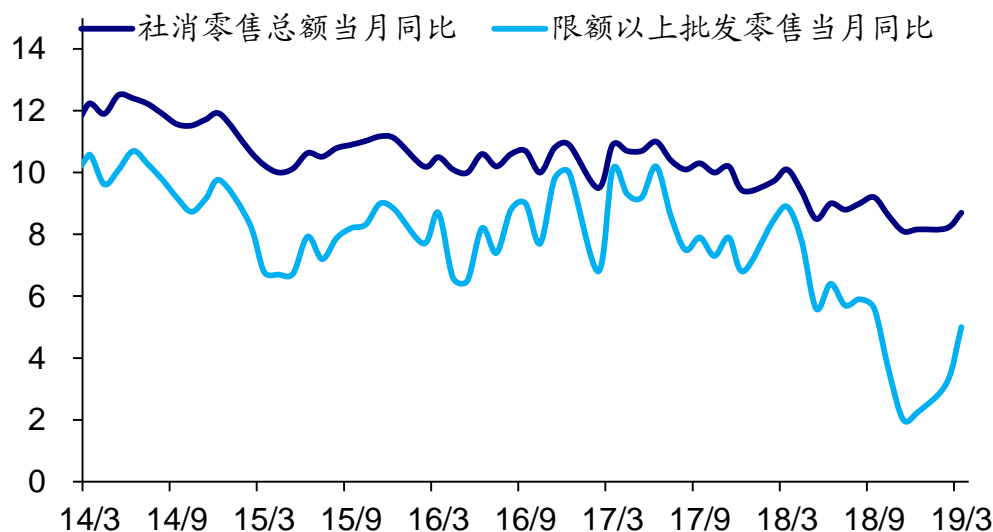
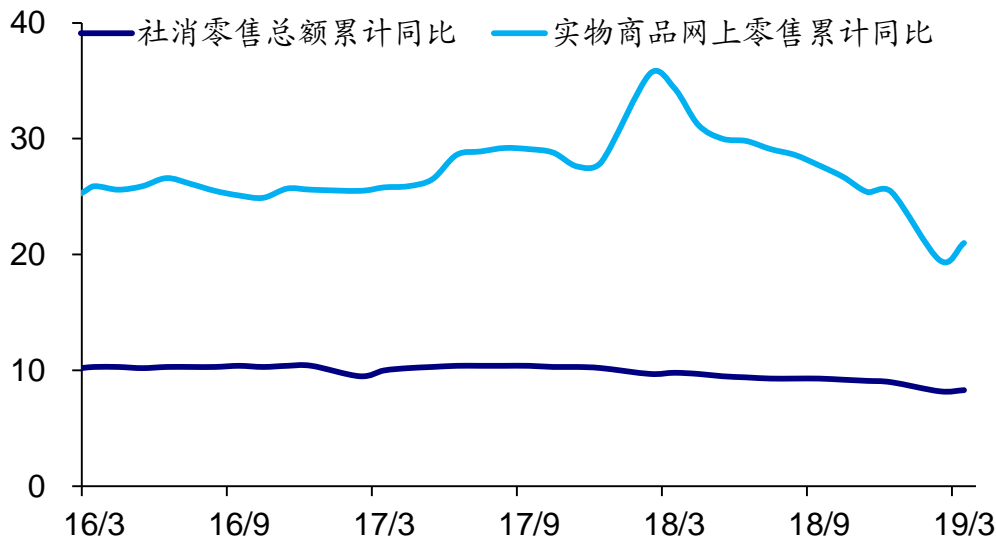


图 社消零售总额和网上零售累计同比增速 (%)





指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均升，吨钢毛利螺纹、热板双双上行。	3月全国及重点钢企粗钢产量增速双双上行，表观消费量维持高增长，指向行业供需双双向好，也印证建筑业景气较旺。而需求持续回暖也带动价格上涨、生产改善、库存去化。价格端，上周钢价螺纹、热板继续回升，而吨钢毛利同步上行。库存端，3月钢企库存、社会库存双双去化，上周社库继续去化。生产端，上周高炉开工率上升并高于去年同期。
生产、需求	3月全国粗钢产量增速升至10%，重点钢企产量增速升至5.9%，表观消费量增速7.7%。	
库存、开工率	3月下旬重点钢企库存降幅扩大至13%，上周高炉开工率升至69.5%，高于18年同期，上周钢材社会库存仍去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格 (元/吨)

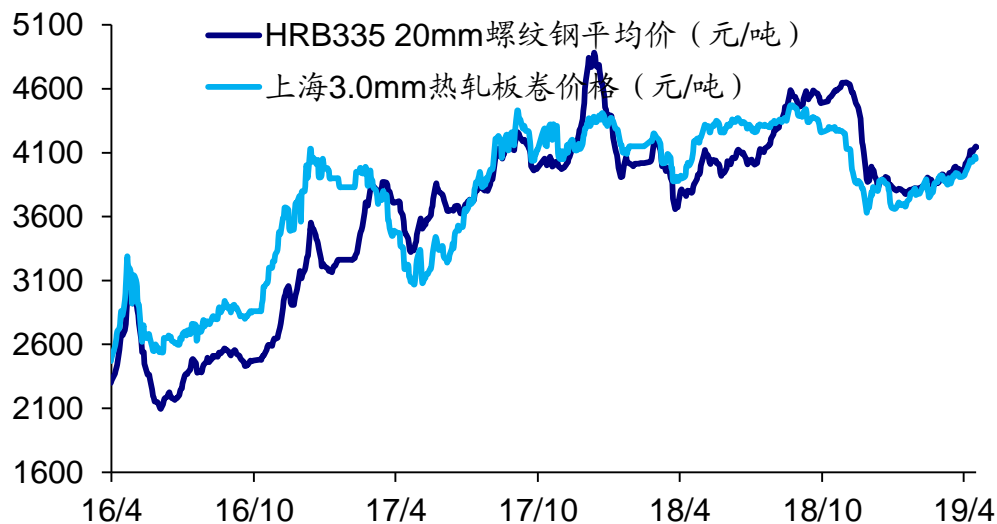
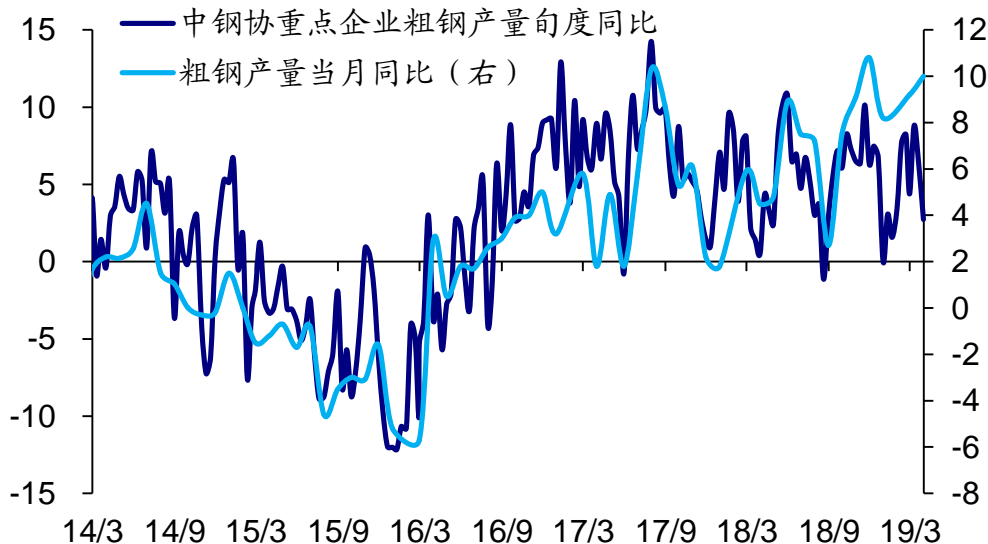


图 全国、重点钢企粗钢产量同比增速 (%)



# 中游水泥：上周全国水泥均价继续上涨，库容比继续回落



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价延续上扬，环比增速略降至0.7%。	3月水泥产量增速跳升，主因下游建筑业需求向好，以及去年同期基数较低。上周全国水泥均价继续上涨，环比涨幅略有回落，而库容比继续下滑。4月中旬，国内水泥市场需求保持稳定，除东北以外，各地企业发货普遍在8-9成或产销平衡，库存降至合理水平。分区域来看，华北地区水泥价格以稳为主，东北、华东、中南、西南和西北地区均有上调。
生产	3月全国水泥产量同比增速升至22%。	
库存	上周全国水泥企业库容比降至56.3%，仍处历年同期偏低水平。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

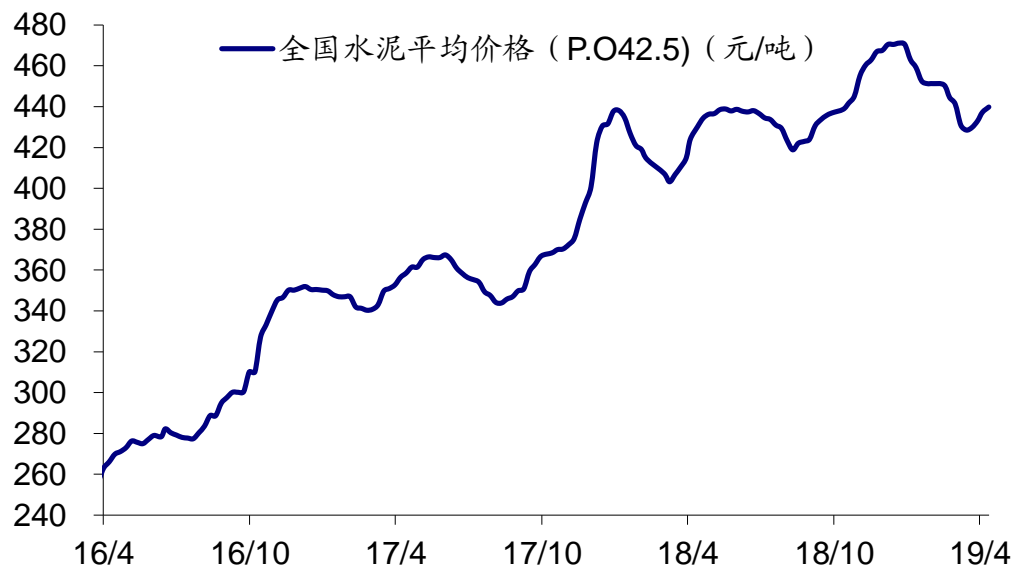
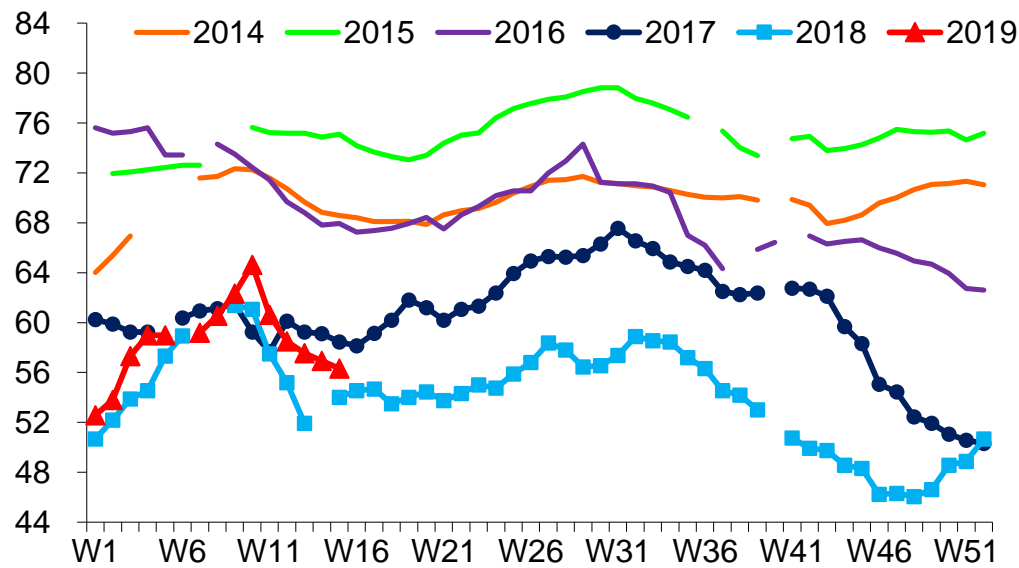


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格普遍回升，涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均涨。	受上游油价走强、下游织造需求回暖影响，上周PTA产业链产品价格普遍回升，其中涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均涨。需求向好带动库存去化，上周涤纶POY库存天数有所回落，且处在历年同期偏低水平。由于近期化工行业安全事件频发，生产端受到一定的影响，上周PTA产业链负荷率涨少跌多。
生产	3月乙烯产量增速略降，化纤产量增速回升。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数降至10天，上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂回升，聚酯工厂、江浙织机负荷率均降。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

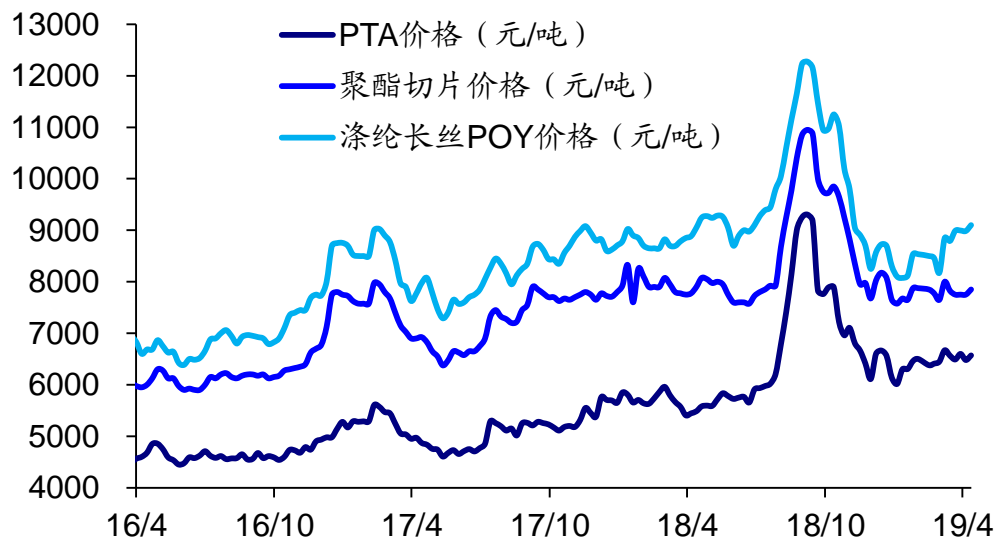
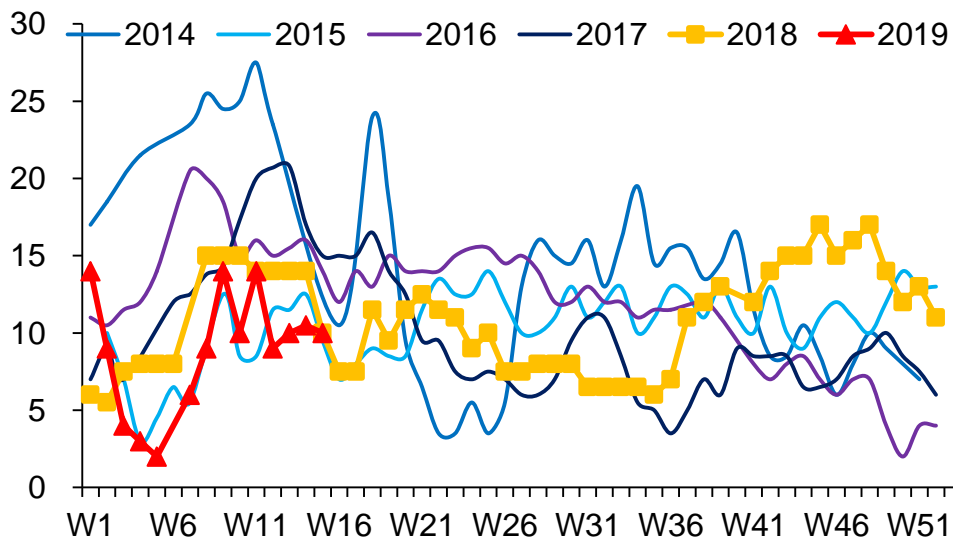


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



指标	数据表现	解读
----	------	----

生产

3月发电量同比增速升至5.4%，  
4月前17天六大集团发电耗煤  
同比增速转负至-1.4%。

3月发电量同比增速明显回升，与发电耗煤增速走势一致，印证工业增加值增速大幅反弹。4月前17天六大集团发电耗煤同比增速由正转负，一方面，去年同期基数有所抬升，而另一方面，主要行业中汽车、钢铁开工率处于历年同期偏低水平，安全事件也令化工行业开工受到一定影响。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

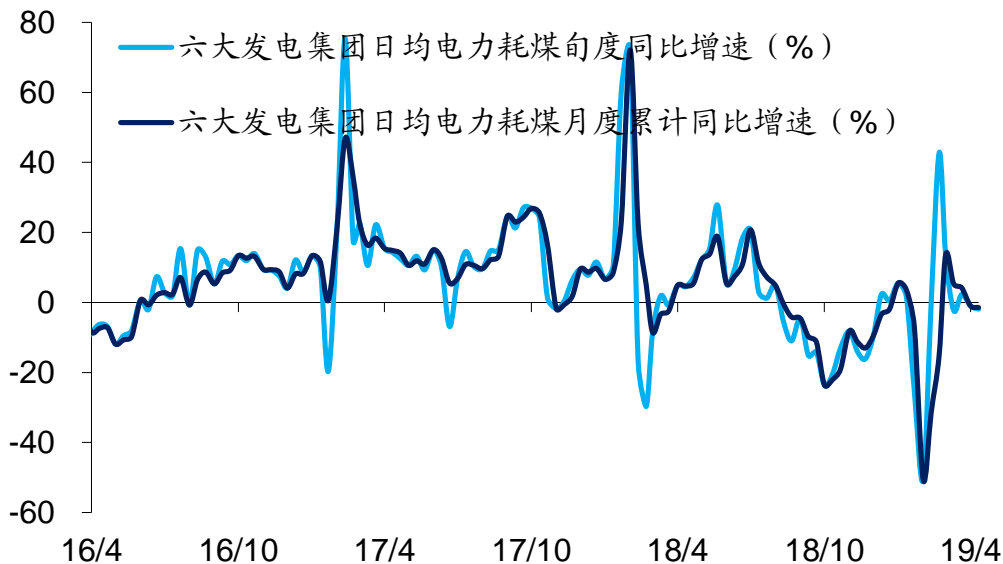
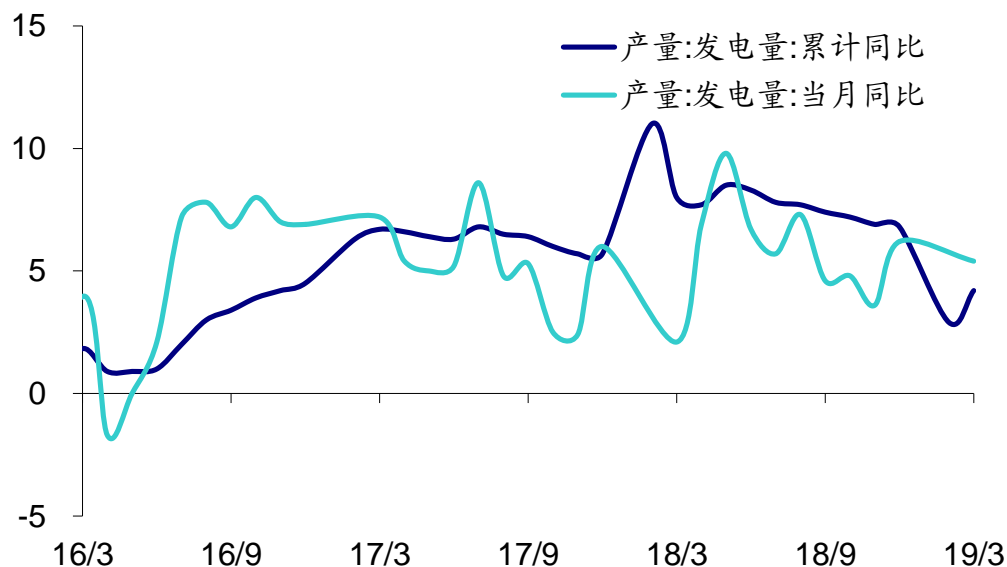


图 发电量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周秦皇岛港煤价格继续回升，与清明节前相比，动力煤价略涨，焦煤回落，而无烟煤价格走平。	上周秦皇岛港煤价格继续回升。4月前17天六大集团发电耗煤增速较3月由正转负，上周电厂煤炭库存天数虽有回落，但仍在14年以来同期新高。受去年同期基数走低影响，3月原煤产量增速由负转正。上周秦皇岛港口煤炭库存均值微降。
生产	3月原煤产量增速由负转正至2.7%。	
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存微降，电厂煤炭库存天数降至21.8天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

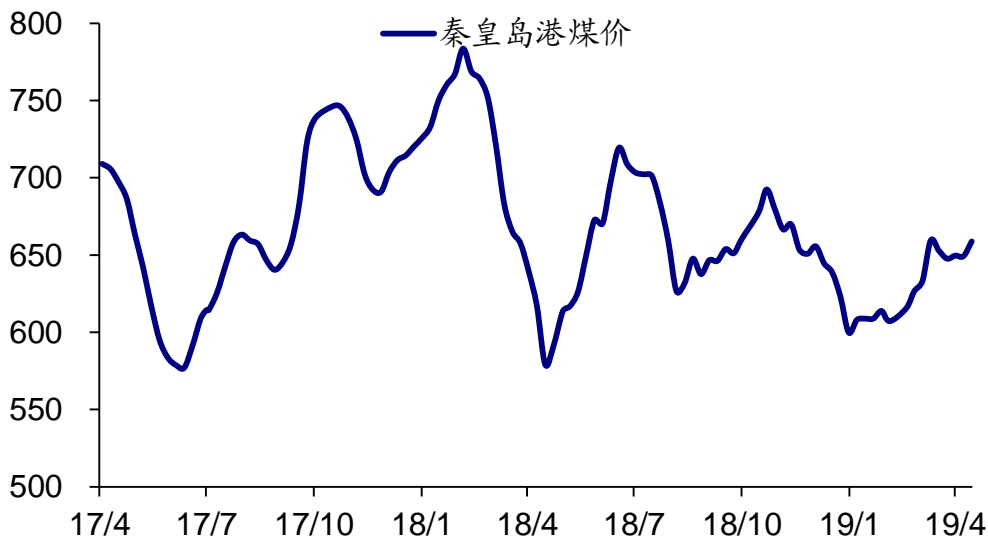
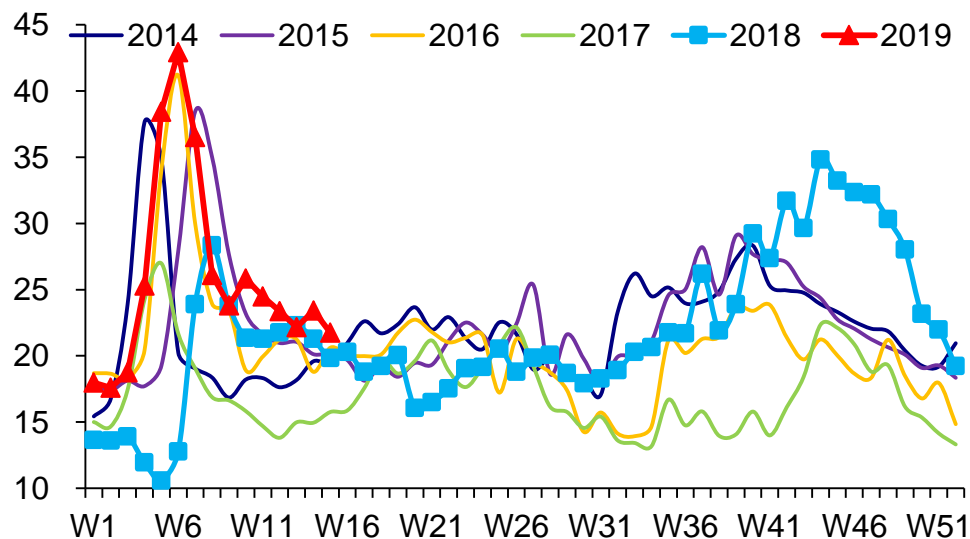


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜均价回升，LME铝均价回落。	上周基本金属价格多数下滑。智利国家矿业公司等大型铜企2月份产量均创新低，受供应趋紧提振，上周铜价均值回升。阿联酋铝业位于阿布扎比工业园区的氧化铝项目正式投产，今年产量约为80万吨左右，完全达产年产能约200万吨，用以替代部分进口量，上周铝价均值下行。
生产	3月十种有色金属产量增速升至6.9%。	
库存	上周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体回升，LME铝库存下行。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

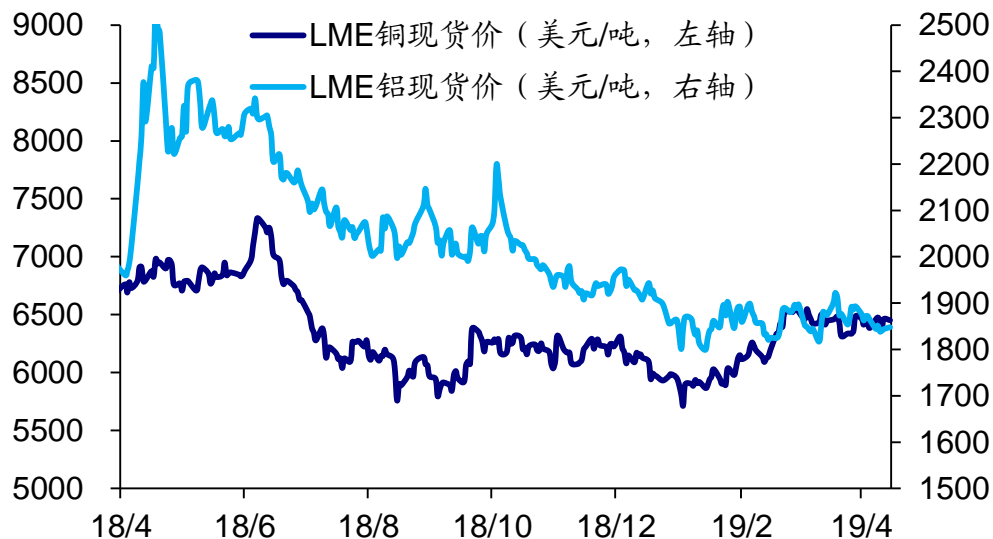
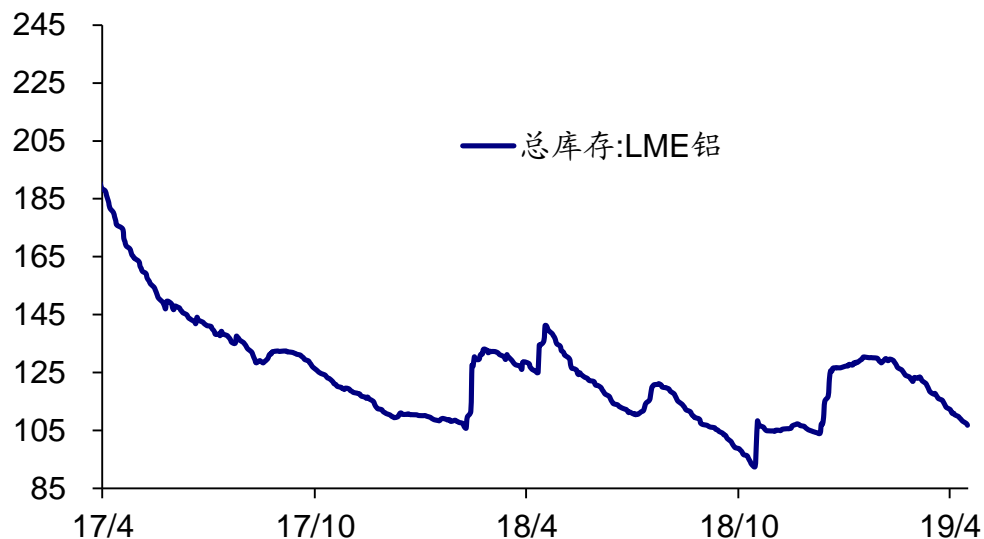


图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	上周原油价格均值回升，美国宣布将对委内瑞拉采取新一轮制裁，叠加3月大规模停电导致的产量下降，原油供给料将进一步趋紧，利比亚内战升级，地缘风险升温。上周CRB指数均值下行。美国劳动力市场依旧稳健，但4月密歇根消费者信心指数表现不佳，欧美贸易摩擦升温，上周美元指数回落。
CRB指数	上周CRB均值下行。	
美元指数	上周美元指数回落。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

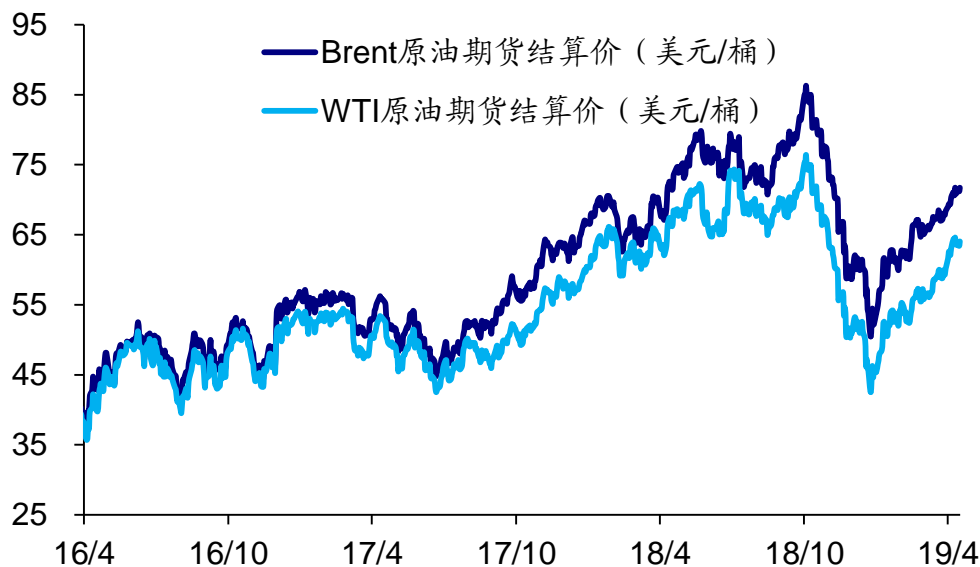
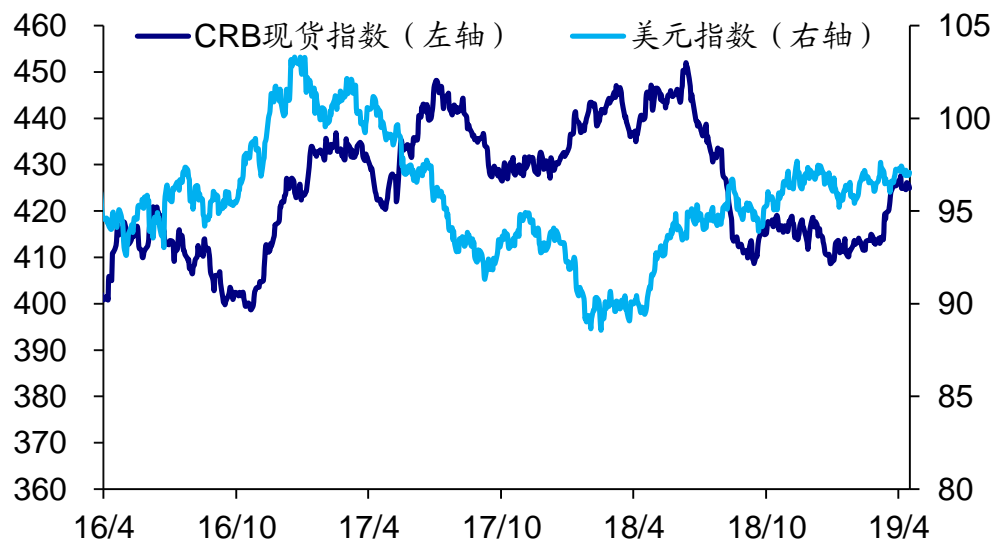


图 美元指数与CRB现货价格指数



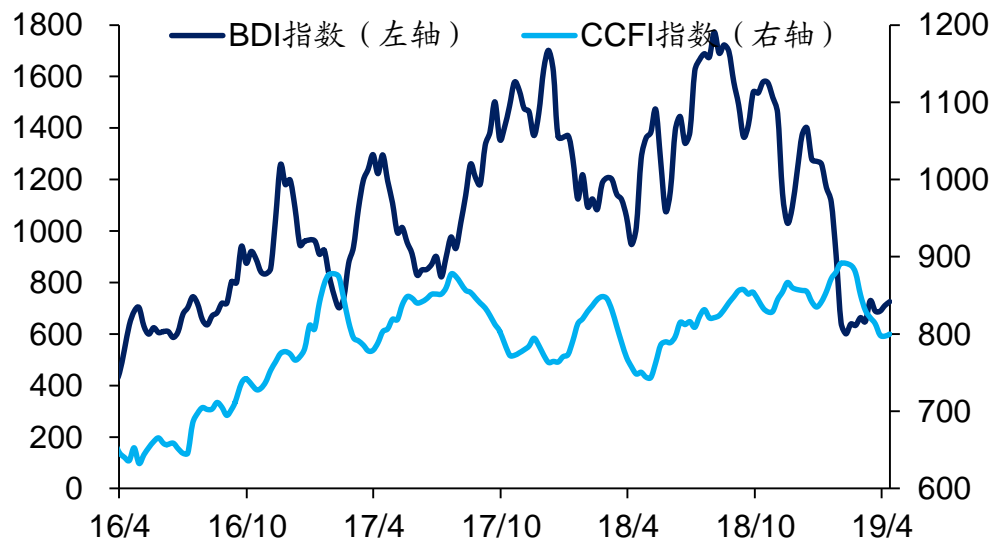
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI、CCFI指数均回升。	上周集散运表现均佳，BDI、CCFI指数双双回升。海岬型船舶平均租金环比上升40.5%，巴拿马型船舶平均租金环比下降3.4%，超灵便型船舶平均租金环比下降7.1%。上周公路物流运价指数略降。
物流	上周公路物流运价指数略降。	

图 公路物流运价指数



图 BDI与CCFI指数





## 附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

## 分析师声明

### 姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

### 于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

## 投资评级说明

### 1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

### 2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。