

社融超预期不改市场震荡趋势

摘要

- 社融增速超预期，市场也难以再现前期单边上行的状态，接下去大概率会呈现震荡调整的走势。
- 社融超预期实际上是对经济认知的修正。当前的经济不弱实际上源自于2016年以来经济复苏的尾声力量。2019年的经济走势有望呈现前高后低走势。即上半年的经济走势比市场预期强，下半年的经济走势比市场预期弱。2018年10月份社融增速见底之后，新一轮的信用宽松就已经开始。此次三月份社融数据正是对实体经济较强的一种印证。我们预计，本轮社融增速上行的高点将在年中前后呈现，大概率会出现在5月或者7月。
- 随着市场对经济认知的修正，进入四月，无风险利率伴随着社融回升而同步上升。从四月份开始，无风险利率开始明显上行，十年期国债收益率已经从3月底的3.05%，上升到当前的3.34，在半个月的时间里，上涨近30个bp，约10%。因此从流动性角度而言，市场在四月份以后，实际上进入到了“货紧信宽”的区间。此前从2018年11月份到2019年3月份的“货宽信宽”，对于市场而言流动性最舒适的区间已经过去。从历史表现来看，在“货紧信宽”，蓝筹股相对成长股收益更佳。
- 对于成长股而言，虽然创业板业绩反转态势初步确立，印证了我们此前判断，但由于前期涨幅高，同时指数进入强阻力区间，加之无风险利率上行，预计在未来一段时间内面临震荡调整压力。当然我们对于成长股的全年行情依然看好，未来随着业绩增速进一步上行，成长股在中长期仍然会有不错表现。
- 投资策略：整体而言，当前市场大概率进入震荡整理区间，防御为上。预计白马股较成长股有相对优势。成长股需要等待业绩的进一步确认与支撑。可以关注白马龙头，如招商银行(600036)、中国平安(601318)、万华化学(600309)、恒瑞医药(600276)、保利地产(600048)、五粮液(000858)、中国国旅(601888)等。
- 风险提示：经济衰退超预期、成长股业绩增速不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌
执业证号：S1250515070001
电话：021-68415861
邮箱：zhbin@swsc.com.cn

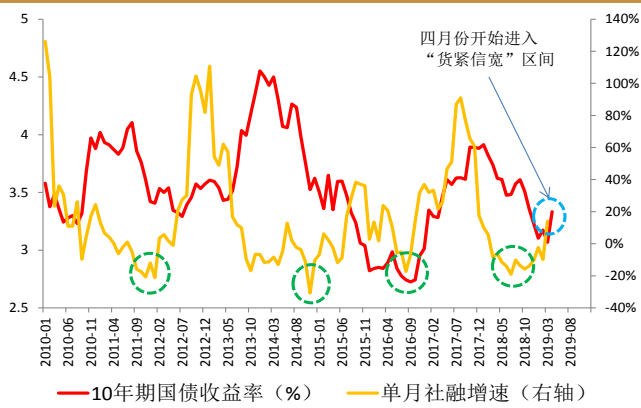
相关研究

1. 策略专题：中小创同比皆下滑，创业板初现业绩底——2019年一季度业绩预告分析（2019-04-14）
2. 策略点评：站上3200，后市怎么看？（2019-04-04）
3. 策略点评：心有猛虎，细嗅蔷薇（2019-03-31）
4. 策略点评：外围冲击加剧，成长值得坚定（2019-03-25）
5. 策略专题：为梦想定价——科技类企业该如何估值？（2019-03-23）
6. 策略点评：调整如期展开，成长远未终结（2019-03-10）
7. 策略专题：3100点以上，A股面临哪些新变化？（2019-03-08）
8. 中小创业绩为何会大幅度下滑？——A股2018年业绩快报分析（2019-03-06）
9. 策略专题：“吃饭”行情的基本面与催化剂（2019-02-28）
10. 策略专题：不容错过的“吃饭”行情（2019-02-17）

近日公布的3月份社融数据达到2.86万亿，同比增速高达80%以上，大幅度超过市场预期。但伴随着社融持续上行的状况，则是无风险利率也在四月份开始上行。对于权益类资产而言，其前期的上涨已经比较充分地对经济较强的状况作出了反映。因此尽管社融增速超市场预期，市场也难以再现前期单边上行的状态，接下去大概率会呈现震荡调整的走势。

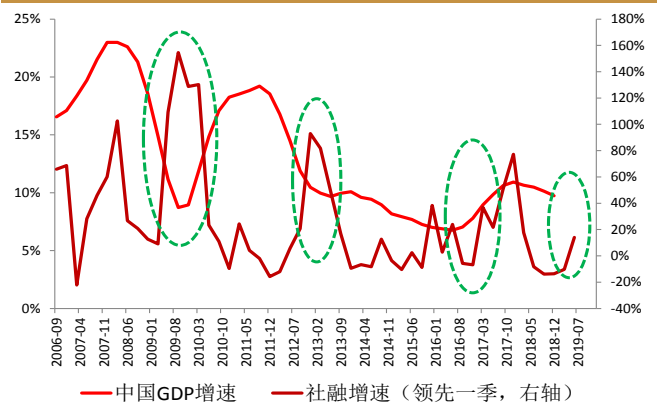
社融超预期实际上是对经济认知的修正。今年上半年的经济状况是强于此前的市场认知的。我们在2月中旬的报告《不容错过的“吃饭”行情》中，就已经明确指出过：2019年，机会在上半年，风险在下半年。并在之后的报告《“吃饭”行情的基本面和催化剂》中进一步指出：2019年的经济走势是前高后低。即上半年的经济走势比市场预期强，下半年的经济走势比市场预期弱。而在更早一些2月初的报告《一次真正的“躁动”》中，我们在全市场最早指出：2018年10月份社融增速见底之后，新一轮的信用宽松就已经开始。此次三月份社融数据正是对实体经济较强的一种印证。我们预计，此轮社融增速上行的高点将在年中前后呈现，大概率会出现在5月或者7月。

图1：社融回升伴随利率上行



数据来源：wind，西南证券整理

图2：历史上的社融回升与经济增长



数据来源：wind，西南证券整理

随着市场对经济认知的修正，进入四月，无风险利率伴随着社融回升而同步上升。从四月份开始，无风险利率开始明显上行，十年期国债收益率已经从3月底的3.05%，上升到当前的3.34，在半个月的时间里，上涨近30个bp，约10%。因此从流动性角度而言，市场在四月份以后，实际上进入到了“货紧信宽”的区间。此前从2018年11月份到2019年3月份的“货宽信宽”，对于市场而言流动性最舒适的区间已经过去。从历史表现来看，在“货紧信宽”，蓝筹股相对成长股收益更佳。

表1：不同流动性环境下的A股表现

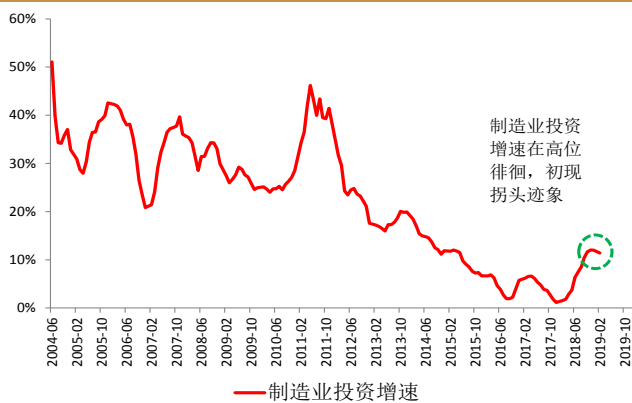
个股代码	货币信用状况	沪深300	中证1000	上证指数	创业板指
2010年1月到2010年7月	货宽信紧	-19.8	-2.1	-19.5	-0.5
2010年8月到2010年9月	货紧信宽	2.3	11.3	0.7	-2.7
2010年10月到2011年8月	货紧信紧	-3.0	0.3	-3.3	-2.2
2011年8月到2011年12月	货宽信紧	-21.1	-30.4	-18.6	-20.1
2012年1月到2012年6月	货宽信宽	-0.3	7.0	-3.1	14.8
2012年7月到2012年12月	货紧信宽	2.5	-5.6	2.0	-1.8
2013年1月到2013年12月	货紧信紧	-7.6	31.6	-6.7	82.7
2014年1月到2014年7月	货宽信宽	0.9	14.1	4.0	3.1

个股代码	货币信用状况	沪深 300	中证 1000	上证指数	创业板指
2014 年 8 月到 2014 年 10 月	货宽信紧	6.7	21.4	9.9	12.5
2014 年 11 月到 2015 年 9 月	货宽信宽	27.7	24.5	26.1	37.6
2015 年 10 月到 2016 年 6 月	货宽信紧	-1.5	13.1	-4.0	7.0
2016 年 7 月到 2016 年 9 月	货宽信宽	3.2	-0.9	2.6	-3.5
2016 年 10 月到 2017 年 8 月	货紧信宽	17.5	-11.3	11.9	-14.0
2017 年 9 月到 2017 年 12 月	货紧信紧	5.1	-10.5	-1.2	-6.1
2018 年 1 月到 2018 年 10 月	货宽信紧	-21.8	-37.3	-21.3	-27.2
2018 年 11 月到 2019 年 3 月	货宽信宽	20	28	22	35
2019 年 4 月至今	货紧信宽	2.2	2.3	2.5	-0.8

数据来源: Wind, 西南证券整理

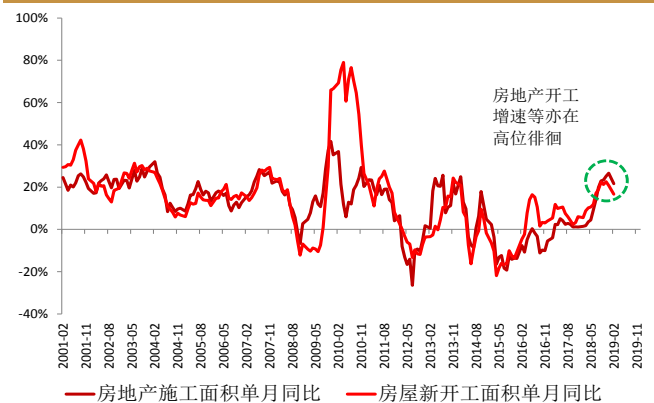
今年上半年的经济强韧,更多来源于 2016 年以来经济复苏周期的末端力量。这种经济强,表现出来是“将弱未弱”的状态,是一种经济周期内在的韧性力量。未来经济若向下,仅凭简单地政策刺激,很难使经济重回上行通道。过去十年里,曾有过四次社融上行的大周期(图 2)。第一次是 2009 年,当时四万亿的大刺激,带来了之后两年的经济反弹。当前若要达到当年四万亿的刺激效果,中央财政需要投入 20 万亿的刺激规模,这是没有可能的。第二次是 2012 年,由于经济处于大周期向下,尽管社融同比增速多次超过 150%,上行周期长达一年,也没有改变经济逐步下台阶的状况。第三次是 2016 年中以以来的社融上行,此次伴随着经济复苏。第四次就是本轮的社融回升,一方面是源于政策的放松与刺激,另一方面是由于经济本身并不弱。实际上,不管是制造业投资还是房地产施工与新开工增速,都处于周期性高位。目前有一点点拐头向下的迹象。这意味着经济在未来是面临着下行压力的。

图 3: 制造业投资增速处于景气后半段



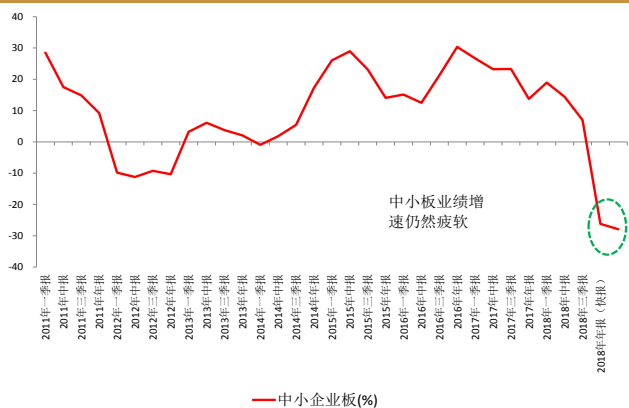
数据来源: wind, 西南证券整理

图 4: 房地产施工与新开工亦处于景气后半程

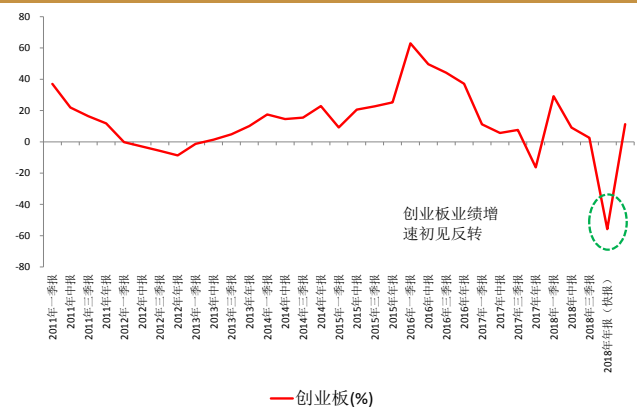


数据来源: wind, 西南证券整理

在公司业绩方面,虽然创业板 2019 年业绩反转,但一季报业绩增速略微不及我们预期。2019 年一季度,创业板业绩增速为-11.8% (图 6),虽然较 2018 年四季度-56%的增速大幅度上行,但仍然略低于我们同比不下降的预期。同时,1 月份以来,创业板指数反弹已经超过 50%,列各个指数之首,同时流动性进入“货紧信宽”区间,而 1800 点又是创业板指密集成交区间,是一个很强的阻力区间,因此成长股预计在未来一段时间内面临震荡调整压力。当然我们对于成长股的全年行情依然看好,未来随着业绩增速进一步上行,成长股在中长期仍然会有不错表现。

图 5：中小板业绩增速仍然疲软


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：创业板业绩增速初现反转


数据来源：wind，西南证券整理

投资策略：整体而言，当前市场大概率进入震荡整理区间，防御为上。预计白马股较成长股有相对优势。成长股需要等待业绩的进一步确认与支撑。可以关注白马龙头，如招商银行（600036）、中国平安（601318）、万华化学（600309）、恒瑞医药（600276）、保利地产（600048）、五粮液（000858）、中国国旅（601888）等。

风险提示：经济衰退超预期、成长股业绩增速不及预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn