

策略一周回顾展望

2019年02月10日

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818×7342
chengxiang@swsresearch.com

静待春季行情 2.0

——申万宏源策略一周回顾展望(19/01/28-19/02/07)

本期投资提示：

- 一、海外市场重新开始反映经济回落的担忧，基本面验证重新成为主要矛盾。目前全球经济回落大部分停留在预期层面，资产价格的反映尚不剧烈；但如果后续出现数据证伪，全球风险资产的波动率可能明显提升。春节期间，全球风险资产表现先扬后抑，其背后是各国央行纷纷表示担忧经济增长放缓，导致市场重新开始反映经济回落的担忧。这意味着，基本面验证重新成为主要矛盾。毫无疑问，经济回落是中期压制全球风险资产表现的因素，后续如果出现数据证伪，资产价格的波动率将明显提升。但目前全球经济回落大部分停留在预期层面，资产价格的反映尚不剧烈。关于春节期间的海外变化，我们提示如下要点：1. 从大类资产表现来看，目前“经济回落 + 流动性宽松”的组合对资产价格的影响还是相对温和的。(1) 全球股市总体先扬后抑，美股继续强于其他市场。(2) A 股可比资产中相对强势，港股 2 月 8 日仅微跌，明显好于其他亚太市场，A50 期货 2 月 8 日大幅下跌后企稳。(3) 2 月 7 日 VIX 指数大幅上行，但 2 月 8 日即告回落，美股风险偏好仍基本稳定；(4) 美债收益率回落，但期限利差(10 年 -2 年)基本稳定，反映出经济增长预期并未剧烈变化(期限利差并未明显回落)。2. 特朗普国情咨文并无明显超预期，敏感窗口期平稳度过。美国时间 2 月 5 日国情咨文发布，A 股投资者需关注 3 个要点：(1) 特朗普呼吁两党团结，再次确认了当前特朗普的重点是解决国内问题。(2) 基建依然被提及，但讨论基建的篇幅明显减少，已没有 2018 年初那样浓墨重彩。(3) 特朗普在中美摩擦上的基本主张并未发生变化。国情咨文此前被市场视为中美摩擦走向的重要验证期，目前看来，敏感窗口期平稳度过了。3. 全球央行“鸽声嘹亮”，但货币政策边际放松的预期差正逐渐消失，后续基本面验证将重新成为主要矛盾，风险资产的波动率可能逐步上行。中短期全球风险主要依靠三大因素支撑：发达国家基本面尚未明显证伪 + 发达市场货币政策按兵不动 + 新兴市场国家率先宽松。春节期间，各国央行纷纷表达了对经济增长放缓和贸易摩擦的担忧，但现阶段更倾向于保留降息工具，等待经济前景的明朗。而本轮周期中，经济率先走弱的新兴市场国家有更强的宽松冲动。2 月 7 日印度央行降息 25bp，超出市场预期，却引发了市场对于经济前景的担忧。这说明货币政策边际放松的预期差正逐渐消失，未来基本面验证将决定资产价格走向。值得注意的是，当前中国的总量数据受到春节影响，基本面判断更多地依赖中观数据；而海外总量数据验证却是有效的，海外可能比 A 股提前进入“决断期”，全球风险资产的波动率可能因此逐步上行。总结春节期间的海外变化，我们提示：(1) 短期海外市场重新开始反映经济回落的担忧，现阶段还以预期扰动为主，对资产价格的影响尚不剧烈。(2) 必须承认，市场开始担忧经济回落，意味着后续基本面验证重新成为市场的主要矛盾。海外可能比中国更早的进入“决断期”，全球风险资产的波动率可能因此上行。海外扰动对 A 股的影响可能逐步增强。
- 二、春季行情 1.0 行至尾声，春季行情 2.0 仍可期待：春季行情 1.0 板块轮涨已演绎至中后段；后续需耐心等待部分实际改善落地，开启春季行情 2.0。“一年之计在于春”的判断正在验证，但我们不会因此停下脚步，申万宏源策略的思考永远面向未来。我们最新的思考是，春季行情可能划分为两个阶段，春季行情 1.0 已演绎至尾声，稍作休整之后，春季行情 2.0 仍可期待。1. 春季行情 1.0 已演绎至尾声，稍作休整是健康状态。春季行情 1.0 的基础是“改革预期发酵 + 流动性环境改善”，核心市场特征是“板块轮涨，变为不变”。而现阶段 3 方面的问题正在显现：(1) 流动性宽松对于全球风险资产的支撑力正在钝化；随着催化剂的兑现，国内改革的预期差也越来越小。海外率先进入“决断期”波动可能加剧，A 股短期行情的性价比应有所调降。(2) 超跌行业普遍兑现补涨，板块轮涨已演绎至中后段。从 2018 年底春季行情启动开始，A 股的领涨板块几乎一周一变：2018-12-28 和 2019-01-04 当周中央经济工作会议受益方向(5G、国防军工和非银金融)领涨；2019-01-11 新基建继续强势(电气设备占优)，传统基建的内涵得到丰富(财政扶植家电和汽车消费的预期升温)；2019-01-18 当周外资加速流入，食品饮料、家电和银行等传统核心资产走强，1 月信贷数据高增预期发酵，周期品反弹；2019-01-25 和 2019-02-01 当周，外资流入速度居高不下，“二八分化”延续，传统核心资产强势，受益于永续债的银行领涨，房地产和医药兑现补涨。后续进一步轮涨补涨的空间已经有限。



申万宏源研究微信服务号

- 2. 春节行情 2.0 仍可期待，耐心等待部分实际改善的兑现。(1) 春季行情 1.0 主要依靠改革预期支撑，而春季行情 2.0 则需等待部分实际改善兑现催化。春季行情的基础仍在不断夯实，改革推进和流动性环境改善后续大概率还有一个利好兑现的过程。我们重点关注的后续催化包括：社融数据验证改善；外资。(2) 机构投资者尚未盲目乐观，根据我们的测算，股票型公募基金仓位春节前有所下降。而历史上，机构投资者参与春季行情通常不是“一蹴而就”，而是“花开二度”的。我们对 2005、2008、2011、2012 和 2018 年(几个 A 股市场偏弱势的年份)的公募基金仓位进行了复盘，发现机构投资者在春季行情当中都有两拨加仓。投资者通常会躲避验证期，但在验证期前后都会战术加仓做多。2019 年春季行情的验证期在 2 月底 3 月初，春节之后验证期临近，机构投资者等待催化兑现(或利空出尽)再加仓的行为，也有利于春季行情 2.0 的开展。
- 三、2019Q1 基本面信号验证梳理：1 月中小创业绩预告已收官，2-3 月看中观数据和调研反馈，4 月看总量数据决断。基本面验证重新成为了海外市场的主要矛盾，4 月前 A 股基本面验证的有效性不高，但重要性也会提升。梳理 2019Q1 基本面验证的要点，我们提示：(1) 1 月中小创业绩预告验证全面下行，短期利空出尽尚难证伪，但雷区寻宝需谨小慎微。(2) 2-3 月宏观数据受春节影响较大，中观数据和调研反馈是重点。我们重点关注 1 月社融数据是否改善，以及资金去向能否体现在调研反馈中(比如地方政府融资平台是否拿到了增量资金)；春季旅游、酒店、票房数据验证情况；节后茅台库存去化情况；1 月汽车数据的改善可能受到春节影响，2-3 月能否持续；周期品库存，挖掘机销量和利用小时数等指标。(3) 4 月看总量数据决断，届时市场的主要矛盾大概率已回归基本面，市场波动可能已经加剧。更详细的梳理可以参见我们的正文表格和 2 月月度观点交流会报告。
- 四、布局春季行情 2.0，结构选择向三条主线聚焦：1. 社融数据改善新老基建受益；2. 外资，传统核心资产仍有相对受益。春季行情 1.0 结构选择变为不变，而春季行情 2.0 依靠实际改善兑现支撑，市场主线有望逐渐清晰，与后续重点关注的催化剂相对应，我们建议结构选则向三条主线聚焦：1. 社融数据验证改善新老基建受益，重点关注 5G、光伏风电、新能源汽车和建筑装饰；2. 春季行情外资对于 A 股的影响尚未结束，二八现象可能有较强持续性，传统核心资产相对收益未完待续。

一、海外市场重新开始反映经济回落的担忧，基本面验证重新成为主要矛盾。目前全球经济回落大部分停留在预期层面，资产价格的反映尚不剧烈；但如果后续出现数据证伪，全球风

险资产的波动率可能明显提升。

春节期间，全球风险资产表现先扬后抑，其背后是各国央行纷纷表示担忧经济增长放缓，导致市场重新开始反映经济回落的担忧。这意味着，基本面验证重新成为主要矛盾。毫无疑问，经济回落是中期压制全球风险资产表现的因素，后续如果出现数据证伪，资产价格的波动率将明显提升。但目前全球经济回落大部分停留在预期层面，资产价格的反映尚不剧烈。关于春节期间的海外变化，我们提示如下要点：

1. 从大类资产表现来看，目前“经济回落 + 流动性宽松”的组合对资产价格的影响还是相对温和的。(1) 全球股市总体先扬后抑，美股继续强于其他市场。(2) A股可比资产中相对强势，港股2月8日仅微跌，明显好于其他亚太市场，A50期货2月8日大幅下跌后企稳。(3) 2月7日VIX指数大幅上行，但2月8日即告回落，美股风险偏好仍基本稳定；(4) 美债收益率回落，但期限利差(10年-2年)基本稳定，反映出经济增长预期并未剧烈变化(期限利差并未明显回落)。

表1：春节期间全球风险资产先抑后扬，市场开始反映经济回落的担忧，但幅度尚不剧烈

	最新收盘价 (2019-02-08)	春节假期涨跌幅 (相对2019-02-01)	2019-02-04	2019-02-05	2019-02-06	2019-02-07	2019-02-08	走势
全球主要指数								
道琼斯工业	25,106.33	0.17%	0.70%	0.68%	-0.08%	-0.87%	-0.25%	
标普500	2,707.88	0.05%	0.68%	0.47%	-0.22%	-0.94%	0.07%	
纳斯达克	7,298.20	0.47%	1.15%	0.74%	-0.36%	-1.18%	0.14%	
富时100	7,071.18	0.73%	0.20%	2.04%	-0.06%	-1.11%	-0.32%	
德国DAX	10,906.78	-2.45%	-0.04%	1.71%	-0.38%	-2.67%	-1.05%	
法国CAC40	4,961.64	-1.15%	-0.38%	1.66%	-0.08%	-1.84%	-0.48%	
日经225	20,333.17	-2.19%	0.46%	-0.19%	0.14%	-0.59%	-2.01%	
孟买SENSEX30	36,546.48	0.21%	0.31%	0.09%	0.98%	-0.01%	-1.15%	
俄罗斯RTS	1,176.42	-2.87%	-0.01%	1.02%	-0.63%	-1.29%	-1.98%	
圣保罗IBOVESPA	95,343.10	-2.57%	0.74%	-0.28%	-3.74%	-0.24%	0.99%	
A股可比资产								
恒生指数	27,946.32	0.06%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.16%	
A50期货1902	11,435.00	-0.93%	0.00%	0.09%	1.00%	-0.71%	-1.29%	
石油								
ICE布油	61.97	-1.48%	-0.13%	-1.13%	0.71%	-1.39%	0.47%	
NYMEX原油	52.71	-4.80%	-0.96%	-2.04%	0.34%	-2.39%	0.19%	
债券								
美债收益率(10年)	2.64	-6	3	-2	-1	-5	-1	
美债收益率(2年)	2.47	-5	1	0	-1	-4	-1	
美国期限利差(10年-2年)(bp)	17	-1	2	-2	0	-1	0	
中美利差(bp)	46	6	-3	2	1	5	1	
其他								
美元指数	95.65	0.04%	0.22%	0.28%	0.34%	0.17%	-0.97%	
CBOE波动率(VIX)	15.72	-2.60%	-2.54%	-1.02%	-1.22%	6.44%	-3.97%	

资料来源：wind 申万宏源研究

2. 特朗普国情咨文并无明显超预期，敏感窗口期平稳度过。美国时间2月5日国情咨文发布，A股投资者需关注3个要点：(1) 特朗普呼吁两党团结，再次确认了当前特朗普的重点是解决国内问题。(2) 基建依然被提及，但讨论基建的篇幅明显减少，已没有2018年初那样浓墨重彩。(3) 特朗普在中美摩擦上的基本主张并未发生变化。国情咨文此前被市场视为中美摩擦走向的重要验证期，目前看来，敏感窗口期平稳度过了。

3. 全球央行“鸽声嘹亮”，但货币政策边际放松的预期差正逐渐消失，后续基本面验证将重新成为主要矛盾，风险资产的波动率可能逐步上行。中短期全球风险主要依靠三大因素支撑：发达国家基本面尚未明显证伪 + 发达市场货币政策按兵不动 + 新兴市场国家率先宽松。春季假期间，各国央行纷纷表达了对经济增长放缓和贸易摩擦的担忧，但现阶段更倾向于保留降息工具，等待经济前景的明朗。而本轮周期中，经济率先走弱的新兴市场国家有更强的宽松冲动。2月7日印度央行降息25bp，超出市场预期，却引发了市场对于经济前景的担忧。这说明货币政策边际放松的预期差正逐渐消失，未来基本面验证将决定资产价格走向。值得注意的是，当前中国的总量数据受到春节影响，基本面判断更多地依赖中观数据；而海外总

量数据验证却是有效的，海外可能比A股提前进入“决断期”，全球风险资产的波动率可能因此逐步上行。

表2：全球央行“鸽声嘹亮”，发达市场货币政策按兵不动，新兴市场率先宽松

央行	时间	相关方	主要观点
美联储	2019.2.4	卡什卡利(Kashkari)	美联储主席鲍威尔接近我的观点，我一直反对加息；美联储担忧一些问题，包括全球经济放缓。美债收益率曲线释放出增长方面的“谨慎信号”；预计通胀压力将维持“略为温和”的情况；经济和金融不确定性值得密切监控；美联储对调整资产负债表政策持开放态度是高度正确的；呼吁美联储在前景变得更加明朗之前不要进一步采取利率政策行动；预计2019年上半年将得到更多明确信息。
	2019.2.5	卡普兰(Kaplan)	有诸多迹象表明美国经济放缓，但仍然预计2019年美国经济稳固；经济数据稳健且强劲；美联储加息或降息均有可能；美联储不需要提前对通胀压力实施举措；当前美联储依赖于数据是正确的。
	2019.2.6	耶伦(Yellen)	美国经济当前表现强劲，人均收入增速放缓依旧是经济面临的长期挑战，劳动力参与率的滞后是美国目前的一大担忧。
	2019.2.7	鲍威尔(Powell)	财政刺激的影响预计在2019年消退；经济也开始感受到加息的累积影响；应该在利率上保持耐心；利率可能接近中性，应该维持现状；但不认为美联储应该在这个点刺激经济。
	2019.2.7	卡普兰(Kaplan)	劳动力市场表现与通胀之间的相关性在过去20年间已被打破，因此它们已不能继续为货币政策提供可靠信号；到目前为止，加息已经充分预判了过度通胀的出现；收益率曲线表明美联储应当谨慎行事
	2019.2.8	布拉德(Bullard)	欧元区经济活动最新信息表明存在意外的下行倾向；短期指标显示，未来几个季度就业将维持增长，但速度将放缓。
欧央行	2019.2.7	经济公报	欧元区经济增长预期由1.9%下调至1.3%，2020年增速预期从1.7%下调至1.6%，预期2019年欧元区通胀将放缓至1.4%；将2019年欧盟GDP增速预期从2%下调至1.5%；将2019年德国经济增速预期从1.8%下调至1.1%，将意大利今明两年经济增速预期由1.2%、1.3%分别下调至0.2%、0.8%。
	2019.2.7	欧盟委员会	欧洲央行执委科尔：欧元区经济放缓的时间和范围或超预期，但不确定是否进入持续下行；没有足够的证据来确认欧元区正面临长期且严重的经济放缓；风险偏向下行。
	2019.2.8	科尔(Coeure)	英国央行：货币政策委员会以9：0投票结果维持利率0.75%及债券购买规模4350亿英镑不变，将来的任何加息都是渐进的且有限度的；因全球经济走弱及英国脱欧的不确定性上升，将今明两年经济增长预期分别下调至1.2%、1.5%，此前均预计增长1.7%；预计一年内通胀为2.35%，此前预计为2.1%。
英央行	2019.2.7	利率决议	英国央行行长卡尼：英国经济基本面稳健，就业市场收紧；脱欧的不确定性将导致近期的数据存在波动，并制造紧张情绪；整体经济尚未对无协议脱欧做好准备，无协议脱欧意味着经济持续萎缩，无法预期脱欧后的政策路径；市场不应该开始为没有进一步加息或降息作准备，没有必要改变“渐进有限加息”的措辞。
	2019.2.7	卡尼(Carney)	维持2月现金利率在1.5%不变。低利率将继续支撑澳大利亚经济，2019年经济增速的核心预期约为3%，2020年为2.75%；国内主要不确定性依旧是家庭开支和房价快速下滑的影响；同时全球贸易出现一些放缓的迹象，下行风险正在增加，主要来自于贸易紧张局势。
澳联储	2019.2.5	利率决议	全球发展目前是澳大利亚经济面临的最大风险；房地产市场消费是澳大利亚国内经济最主要的风险；在必要的情况下，降息能够刺激经济。
	2019.2.6	洛威(Lowe)	未来利率上升或下降的可能性较以往更加均衡；将2019年至6月的GDP预期下调，下调2020年经济预期；下调2019年至6月的通胀预期，消费支出的韧性是前景的关键不确定性。委员会不认为近期有强劲的调整利率的理由；委员会认为通胀和失业率的进展可以“合理预期”。如有进展，在某个时间点加息是适当的。
	2019.2.8	货币政策声明	委员会一致通过利率决定，将基准利率维持在6.50%。自上次会议以来，通胀压力已有所缓和；重申当前经济前景需要实施刺激性货币政策；下一步货币政策决定将取决于经济活动、风险平衡和通胀预期。
新兴市场	2019.2.6	巴西央行	下调回购利率25个基点至6.25%，下调逆回购利率25个基点至6%，此前市场预期均维持不变；存款准备金率仍维持为4%；把政策立场从“有校准的收紧”调整为“中性”。
	2019.2.7	印度央行	维持利率4.75%不变；2019年、2020年通胀目标将稳定在2%-4%之间，通胀前景风险平衡。
	2019.2.7	菲律宾央行	维持利率4.75%不变；2019年、2020年通胀目标将稳定在2%-4%之间，通胀前景风险平衡。

资料来源：wind 申万宏源研究

总结春节期间的海外变化，我们提示：(1) 短期海外市场重新开始反映经济回落的担忧，现阶段还以预期扰动为主，对资产价格的影响尚不剧烈。(2) 必须承认，市场开始担忧经济回落，意味着后续基本面验证重新成为市场的主要矛盾。海外可能比中国更早的进入“决断期”，全球风险资产的波动率可能因此上行。海外扰动对A股的影响可能逐步增强。

二、春季行情1.0行至尾声，春季行情2.0仍可期待：春季行情1.0板块轮涨已演绎至中后段；后续需耐心等待部分实际改善落地，开启春季行情2.0。

“一年之计在于春”的判断正在验证，但我们不会因此停下脚步，申万宏源策略的思考永远面向未来。我们最新的思考是，春季行情可能划分为两个阶段，春季行情1.0已演绎至尾声，稍作休整之后，春季行情2.0仍可期待。

1. 春季行情1.0已演绎至尾声，稍作休整是健康状态。春季行情1.0的基础是“改革预期发酵+流动性环境改善”，核心市场特征是“板块轮涨，变为不变”。而现阶段3方面的问题正在显现：

- (1) 流动性宽松对于全球风险资产的支撑力正在钝化；随着催化剂的兑现，国内改革的预期差也越来越小。海外率先进入“决断期”波动可能加剧，A股短期行情的性价比应有所调降。
- (2) 超跌行业普遍兑现补涨，板块轮涨已演绎至中后段。从2018年底春季行情启动开始，A股的领涨板块几乎一周一变：2018-12-28和2019-01-04当周中央经济工作会议受益方向(5G、国防军工和非银金融)领涨；2019-01-11新基建继续强势(电气设备占优)，传统基建的内涵得到丰富(财政扶植家电和汽车消费的预期升温)；2019-01-18当周外资加速流入，食品饮料、

家电和银行等传统核心资产走强，1月信贷数据高增预期发酵，周期品反弹；2019-01-25 和 2019-02-01 当周，外资流入速度居高不下，“二八分化”延续，传统核心资产强势，受益于永续债的银行领涨，房地产和医药兑现补涨。后续进一步轮涨补涨的空间已经有限。

表3：春季行情1.0的核心市场特征是“板块轮涨，变为不变”

2019-02-01当周			2019-01-25当周			2019-01-18当周		
	行业	强势股占比 变化	行业	强势股占比 变化	行业	强势股占比 变化		
赚钱效应 扩散行业 Top5	银行	81% 27%	银行	54% 23%	钢铁	67% 45%		
	钢铁	61% 18%	轻工制造	41% 3%	采掘	34% 23%		
	房地产	30% -1%	电子	45% 3%	银行	31% 19%		
	医药生物	17% -2%	家用电器	62% 0%	食品饮料	62% 18%		
	采掘	23% -3%	化工	43% -1%	有色金属	63% 9%		
赚钱效应 收缩行业 Top5	通信	32% -33%	综合	25% -28%	国防军工	59% -16%		
	家用电器	33% -29%	钢铁	42% -24%	通信	76% -14%		
	国防军工	27% -24%	有色金属	43% -20%	汽车	46% 13%		
	电气设备	38% -20%	公用事业	35% -16%	电子	41% -12%		
	机械设备	26% -20%	房地产	31% -15%	计算机	48% 9%		
2019-01-11当周			2019-01-04当周			2018-12-28当周		
	行业	强势股占比 变化	行业	强势股占比 变化	行业	强势股占比 变化		
赚钱效应 扩散行业 Top5	家用电器	59% 41%	国防军工	53% 37%	通信	73% 15%		
	电气设备	79% 38%	非银金融	24% 17%	国防军工	20% 8%		
	非银金融	56% 32%	钢铁	9% 6%	医药生物	18% 3%		
	机械设备	53% 32%	有色金属	23% 3%	农林牧渔	33% 2%		
	汽车	49% 31%	采掘	6% 2%	食品饮料	25% 1%		
赚钱效应 收缩行业 Top5	银行	4% 4%	休闲服务	9% -15%	非银金融	12% -29%		
	医药生物	19% 6%	综合	26% -11%	综合	36% -15%		
	采掘	13% 6%	建筑材料	9% -11%	传媒	33% -14%		
	食品饮料	31% 8%	家用电器	17% -10%	房地产	31% -12%		
	房地产	38% 12%	轻工制造	21% -9%	建筑材料	21% -11%		

资料来源：wind 申万宏源研究

2. 春节行情2.0仍可期待，耐心等待部分实际改善的兑现。

- (1) 春季行情1.0主要依靠改革预期支撑，而春季行情2.0则需等待部分实际改善兑现催化。春季行情的基础仍在不断夯实，改革推进和流动性环境改善后续大概率还有一个利好兑现的过程。我们重点关注的后续催化包括：社融数据验证改善；外资进入；
- (2) 机构投资者尚未盲目乐观，根据我们的测算，股票型公募基金仓位春节前有所下降。

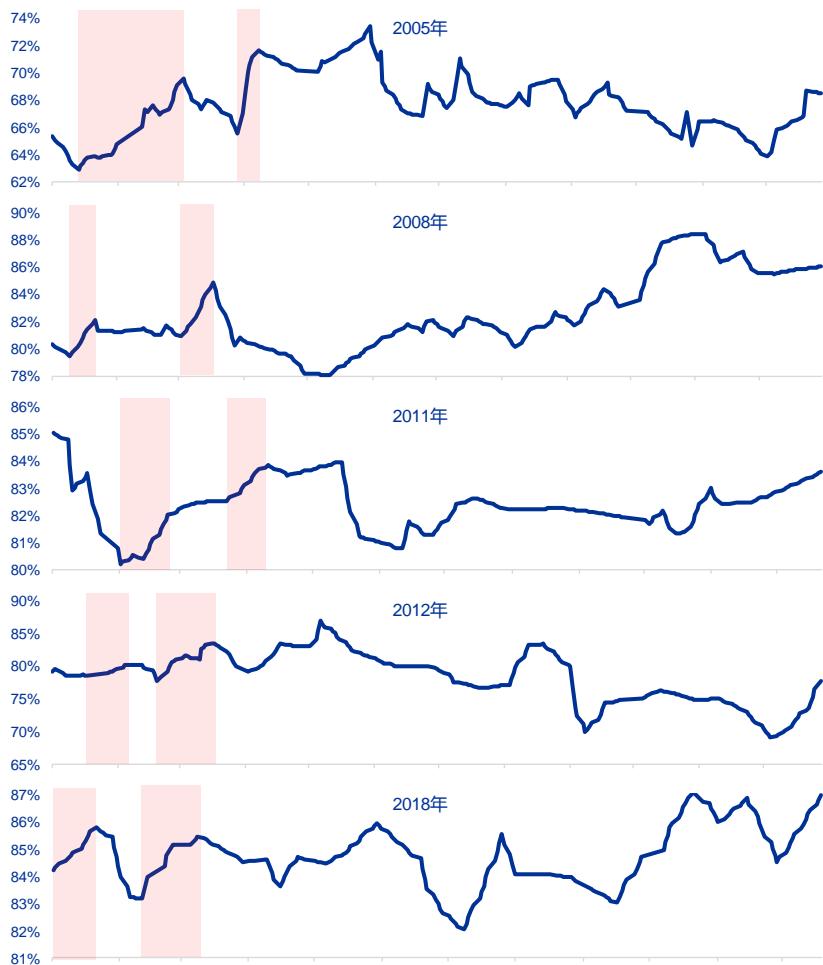
图1：股票型公募仓位春节前下降，机构投资者尚未盲目乐观



资料来源：wind 申万宏源研究

而历史上，机构投资者参与春季行情通常不是“一蹴而就”，而是“花开二度”的。我们对2005、2008、2011、2012和2018年(几个A股市场偏弱势的年份)的公募基金仓位进行了复盘，发现机构投资者在春季行情当中都有两拨加仓。投资者通常会躲避验证期，但在验证期前后都会战术加仓做多。2019年春季行情的验证期在2月底3月初，春节之后验证期临近，机构投资者等待催化兑现(或利空出尽)再加仓的行为，也有利于春季行情2.0的开展。

图2：A股市场偏弱势年份的春季行情，机构投资者都会两拨加仓



资料来源：wind 申万宏源研究

三、2019Q1基本面信号验证梳理：1月中小创业绩预告已收官，2-3月看中观数据和调研反馈，4月看总量数据决断。

基本面验证重新成为了海外市场的主要矛盾，4月前A股基本面验证的有效性不高，但重要性也会提升。梳理2019Q1基本面验证的要点，我们提示：(1)1月中小创业绩预告验证全面下行，短期利空出尽尚难证伪，但雷区寻宝需谨小慎微。(2)2-3月宏观数据受春节影响较大，中观数据和调研反馈是重点。我们重点关注1月社融数据是否改善，以及资金去向能否体现在调研反馈中(比如地方政府融资平台是否拿到了增量资金)；春季旅游、酒店、票房数据验证情况；节后茅台库存去化情况；1月汽车数据的改善可能受到春节影响，2-3月能否持续；周期品库存，挖掘机销量和利用小时数等指标。(3)4月看总量数据决断，届时市场的主要矛盾大概率已回归基本面，市场波动可能已经加剧。更详细的梳理可以参见我们的正文表格和2月月度观点交流会报告。

表4：2-3月总量数据验证的关键是社融和出口

总量数据	申万宏源2月 月度观点交流会 讨论	相关领域
社融、信贷	预期1月社融保守估计约3.4万亿左右，包含2.7万亿的信贷(社融口径)、0.3万亿的专项债，在相对保守的假设下，社融增速将在2019Q1企稳；一季度总量预计6.65万亿，信贷5.1万亿	银行、宏观
专项债	2019年的专项债要用来置换部分存量债务，所以现在市场预期的2.2万亿并不算高。2-3月专项债发行分别预计2100亿和3000亿，1季度合计8100亿。现在国债和国开债利率很低，专项债认购倍数能够到40倍以上，发行节奏上预计将集中在上半年；现在信用下沉的趋势比较明显，主要是利率下行后的配置需求，关于2、3月的发行节奏仍存在争议	债券、银行、宏观
M1、M2	M1、M2大概率跟随社融同步改善，M2幅度小于M1	宏观
财政	1月回升的社融去了哪里？地方政府平台是一个重要去向，这意味着春节后调研可能感受到地方政府融资的改善。2019年财政收入有压力，但财政支出未必差	宏观
固定资产投资	2018Q4数据低于预期，市场对2019Q1的预期并不高，固定资产投资上半年能否改善存在较大不确定性	宏观
房地产	短期地产投资增速仍不必担心，新开工增速维持高位，建安增速转正；北京、上海一手房销售回升，与预售证发放加速直接相关，中长期展望的矛盾依然聚焦在销售下降的速度	房地产、宏观
社零	纺服和商贸的中观数据反馈1月数据较好，无法排除是春节效应。总量数据只公布1-2月的合计数，去年1-2月的基数相对还是比较高的，不能盲目乐观	宏观、纺服、商贸
出口	1月份有2-3%的正增长，2月份估计因为春节有-30%左右(美元计价)，3月份至少有15%的正增长，前面三个月的数据比较乱，会对市场造成预期上的扰动。如果1-2月加总的数据还是差的话，市场会认为部分需求前期抢出口已经结束，从而导致出口疲软	宏观
CPI、PPI	全市场预计1月份CPI 1.9%，PPI 0.3%，油价和猪价仍有较大不确定性，但申万宏源农业已经下调猪价一季度的预测	宏观、农业、石化

资料来源：wind 申万宏源研究

表 5：节后各行业领域中观数据关注要点

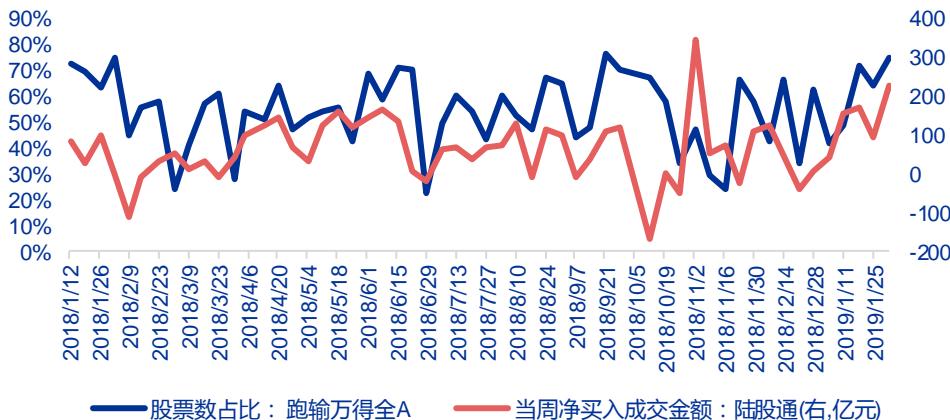
中观数据	申万宏源2月 月度观点交流会 节后关注
建筑	关注铁路投资、专项债额度、对外工程承包完成额增速
煤炭	关注两会前复产规模，预期不会马上扩大，煤价继续上行可能较大。3月份煤炭价格继续看涨，今年春节前后旺季不旺，焦煤维持紧缺，动力煤地区性差异较大
有色	看空美元指数，看好上半年有色价格
钢铁	关注地产投资韧性、钢铁库存去化速度，预期3月份中上旬钢铁价格能够维持，此后可能有下行压力。另外4月份基数较高，库存去化速度可能开始减慢
机械	申万宏源机械建议降低对节后数据的预期，由于春节因素，1月份挖掘机增长能维持0%已经很好了
交运	关注BDI是否改善，1月末BDI跌的要比平常的季节性要多，背后是煤炭、粮食等需求不足带动的
旅游	关注节后景区、酒店等消费数据，申万宏源旅游反馈从农历的角度，节前并没有出现春节错位的景气幻觉
传媒	关注春节票房情况，节前已经下调2019Q1票房收入增速从20%到15%；游戏关注版号恢复情况，往后的业绩验证要到三季报；影视业绩底部的验证可能更晚
猪价	关注非洲猪瘟蔓延情况，猪价低点有望出现在今年一季度，二季度降开始掉头往上
白酒	重点还是看茅台，年前年后密切跟踪茅台价格和去库存力度，当前茅台的一批价维持在一个比较高的位置，但从18年中秋之后茅台去库存的力度减弱
家电	关注白电销量增速，19年格力增速有望前低后高(基数前高后低)
汽车	关注1月汽车销量数据，此前一月份第二周开始汽车零售数据开始好转，今年春节比去年早了10天，很多人会提前一点买车，预期今年1月汽车销售数据会比较好，2月比较差
新能源车	关注5月之前新能源乘用车销量情况，预计政策缓冲期销量较好，5-7月数据仍等待验证

资料来源：wind 申万宏源研究

四、布局春季行情 2.0，结构选择向三条主线聚焦：1. 社融数据改善新老基建受益；2. 外资，传统核心资产仍有相对受益；

春季行情 1.0 结构选择变为不变，而春季行情 2.0 依靠实际改善兑现支撑，市场主线有望逐渐清晰，与后续重点关注的催化剂相对应，我们建议结构选则向三条主线聚焦：1. 社融数据验证改善新老基建受益，重点关注 5G、光伏风电、新能源汽车和建筑装饰；2. 春季行情外资对于 A 股的影响尚未结束，二八现象可能有较强持续性，传统核心资产相对收益未完待续。

图 3：外资流入仍在主导二八分化



资料来源：wind 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机

构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。