

市场更新：超预期经济数据的市场指引

一季度国内经济增长强劲，关税不确定性下金价有望维持强势，A 股具备相对优势，红利+内需短期占优，自主可控有望成为新的成长主线。

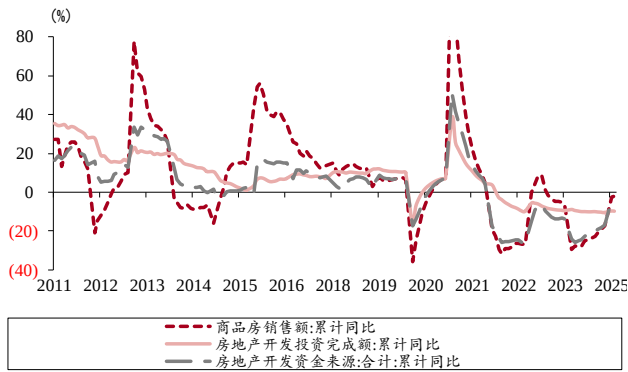
- **政策发力及“抢出口”带动下一季度经济数据超预期走强。**一季度国内经济数据出炉，生产、投资、消费全面超走强，一季度 GDP 增速达到 5.4%，与去年四季度持平，高于此前的万得一致预期 5.2%。具体结构上，投资端，制造业和基建投资维持稳步增长，3 月地产投资出现一定程度放缓，但商品房销售延续修复趋势，70 大中城市房价当月同比也延续着去年四季度以来的修复趋势。消费端的改善较为亮眼，3 月商品零售尤其是网购持续高增，显示消费品以旧换新政策效果明显。生产端，高技术制造业依然是主要支撑，3 月工业增加值实现 10.7% 的高速增长，与一季度高增的出口需求密不可分。
- **弱补库趋势尚未被打破。**总体来看，一季度超预期强劲的经济数据验证了我们年度策略弱复苏的预判。当前国内库存周期仍处于短周期的弱补库阶段，且基于前瞻指标，3 月国内的各项景气指标均显示居民消费及企业预期仍处于稳步修复阶段，关税冲击对于国内经济预期的影响尚未显现，短期来看，弱补库的趋势仍将延续。
- **关税不确定性下的资产价格：黄金强势延续，弱美元趋势开启，风险资产波动增加。**关税不确定性抑制商业活动及资产价格预期，因此，短期海外风险资产或有反弹，但空间及持续性或受到基本面预期走弱制约。此外，我们认为弱美元走势或仍将持续。短期来讲，美国经济走弱风险上升，而中欧财政政策发力有望带来需求修复，美国经济相对优势有所减弱；此外，特朗普政府的贸易保护主义不仅加速全球产业链重构过程，也加剧了全球投资者对于美元资产的减持。与此同时，地缘政治风险与全球去美元化趋势加速带动下，黄金避险配置需求逻辑难以证伪，金价有望维持强势。日元、欧元短期也有望成为新的避险资产选择。
- **中国资产具备相对优势，短期 A 股进入观察期，配置方向上，红利+内需短期占优，自主可控有望成为新的成长主线。**本轮关税博弈下中国资产具备中期相对优势，主要源于：当前国内政策空间充足，给予基本面的支撑更强；横向及纵向比较下，当前 A 股估值具有较强吸引力，弱美元趋势有望带来增量资金。短期来看，对于 A 股而言更为重要的是国内政策的发力强度、时点及其所带来的内需修复动能的持续性。我们认为，关税冲击对国内经济的影响存在但国内政策有充足的对冲空间，本轮关税对于内需的冲击会弱于 2018 年。结合两会政府工作报告的指引，财政发力有望提速，短期必需消费品及地产链的政策预期有望升温。而随着海外基本面数据的走弱，货币政策空间也将逐步打开。目前来看，关税不确定性依旧，国内需求的修复依旧有待政策进一步发力，当前 A 股市场进入观察期。时间节点上可重点关注 4 月末政治局会议定调。较低的估值水平和当前较为有利的基本面数据支撑市场不会出现较大的下行风险，但后续趋势的形成依然有赖于政策释放或者基本面修复的预期更为明朗化。配置方向上，当前关税博弈的背景下，低估值和稳定盈利将会成为市场风格主导，稳增长政策落地前，具备安全边际的红利资产及内需防御资产仍将为阶段性市场主线；关税不确定性消化后，盈利因子有望重新主导市场，市场有望重回成长风格，可重点关注自主可控产业链。
- **风险提示：**政策落地超预期，全球衰退风险超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

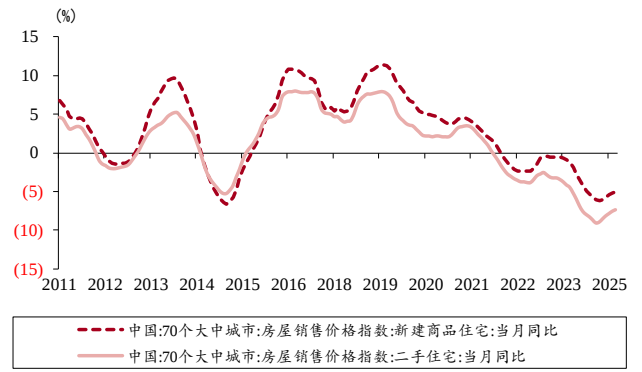
证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

图表 1. 地产销售及资金来源持续修复



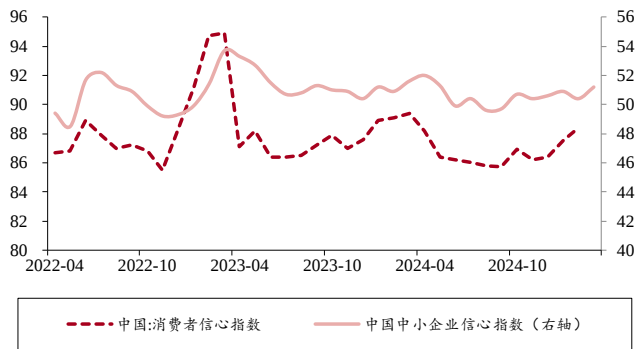
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 房价同比出现修复迹象



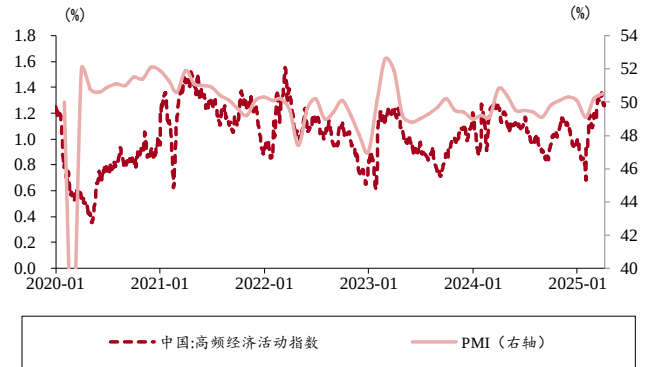
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 消费者及企业信心指数延续边际上行



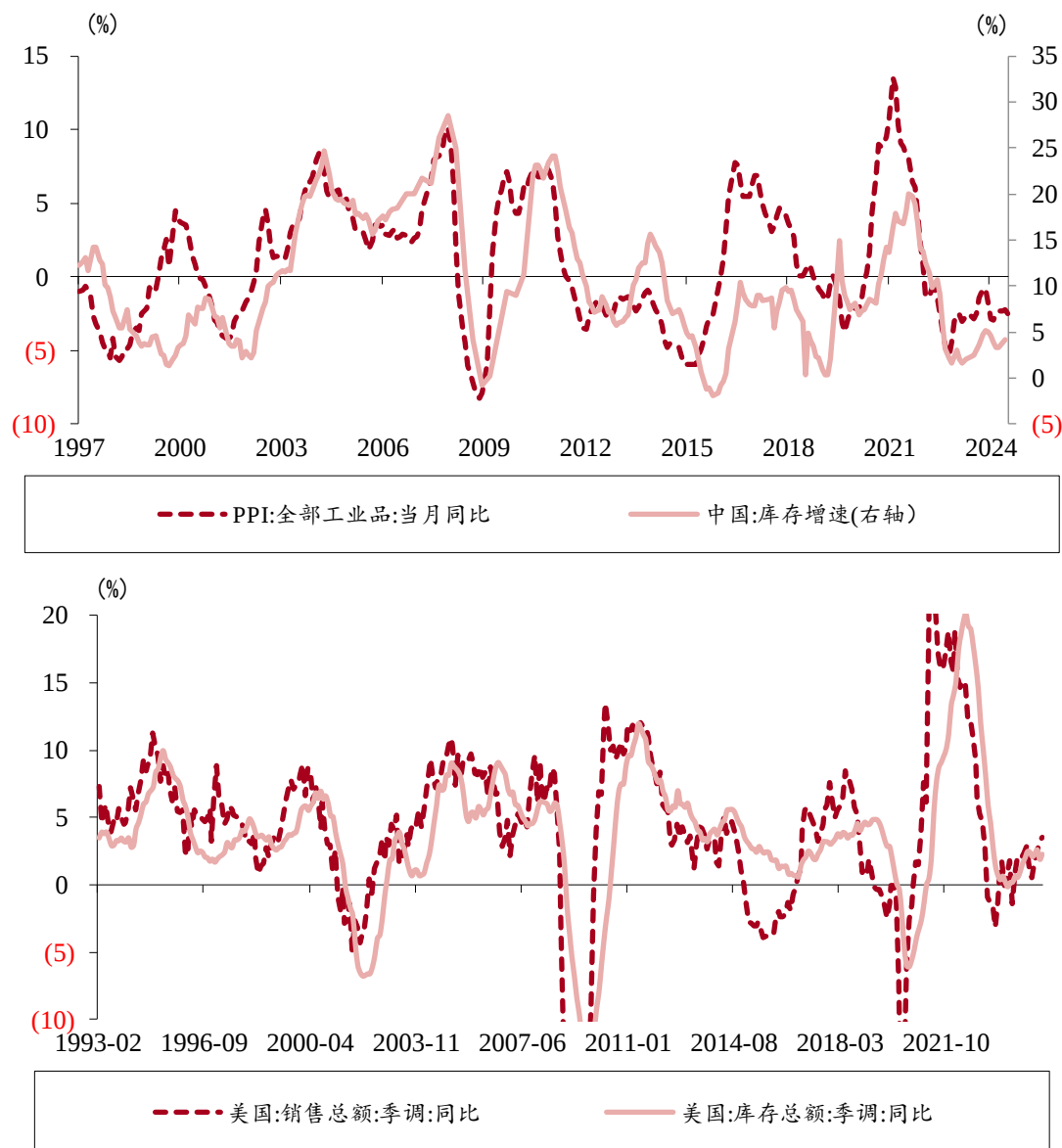
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. PMI 及高频经济指标显示经济活动预期延续修复



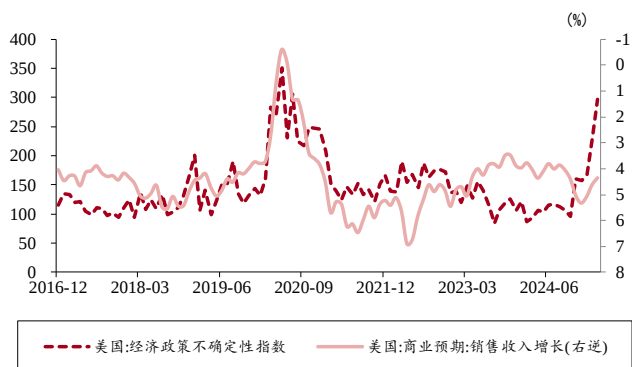
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 当前中美所处库存周期阶段



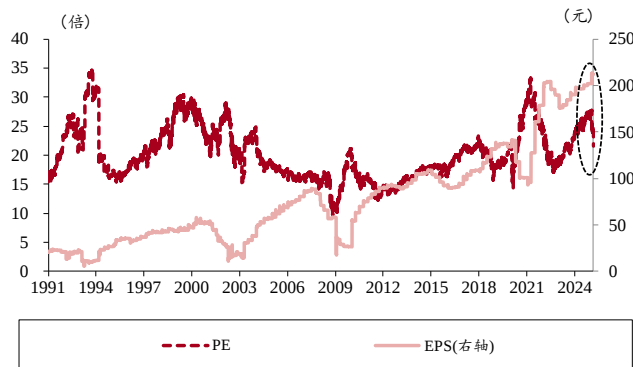
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美国政策不确定性抑制商业活动



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 当前美股尚未计价盈利下行风险



资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371