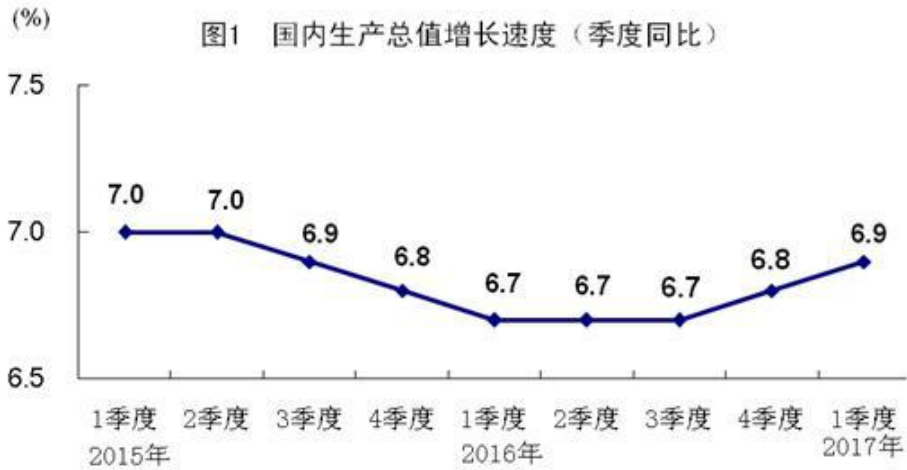


中国经济形势季度报告

(2017 年一季度)

一季度经济形势概述



2017 年一季度宏观经济数据向好，超出市场预期。一季度 GDP 增速达 6.9%，连续两个季度回升，主要宏观经济指标特别是规模以上工业增加值、房地产、固定资产投资、财政收入等超预期增长。

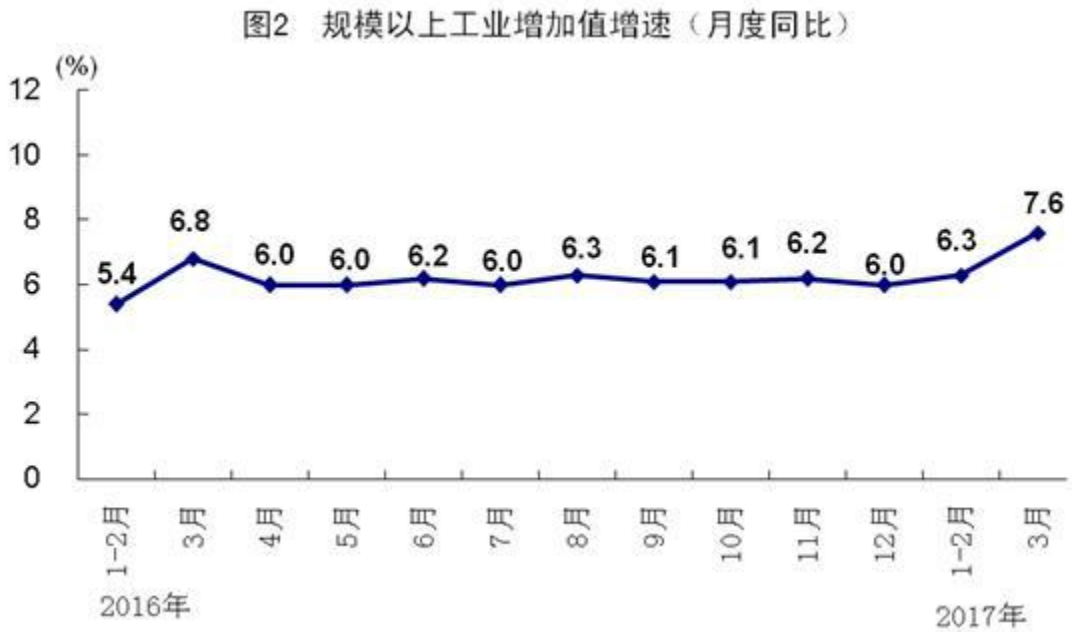


图3 固定资产投资（不含农户）增速（累计同比）



图4 房地产开发投资增速（累计同比）



数据超预期并不能认定经济拐点到来，宏观管理当局没有定论，市场机构也存在观点分歧，经济是否启动新周期，仍需要观察。短期看，经济上行因素占上风，但长期下行压力比较大，经济结构调整是一个中长期过程。

从不同长时的宏观经济周期观察，当前经济——短周期、中长周期和长周期共振决定了当前金融周期的位置。总体看，现在处于短周期向上和中长周期结构性因素交织在一起。

一季度经济有可能是经济下行过程中的一个小反弹，二三四季度再上升概率不大。未来受房地产政策加码、出口形势和金融去杠杆等政策影响，将逐步走低，完成全年目标没有问题。未来宏观经济政策，“稳”是主基调。

债券市场，长期来看，经济下行债市将呈震荡格局，中长期资金有利于配置债券，短期风险较大，做波段较难。

房地产数据持续超预期，二三季度仍然保持稳健，四季度存两大衰竭因素。雄安新区从

定位和人员配置看，未来一定能成功，投资机会来自房地产、环保、基建等。

汽车方面，由于去年提前透支了需求，一季度数据较去年有大幅下滑，但是随着居民收入增长和汽车结构升级，依然比较看好乘用车无人驾驶和新能源汽车发展及其带来的二级市场投资机会。

非银金融行业方面，在金融去杠杆的大背景下，证券行业估值被严重压抑，保险行业下半年有基本面驱动机会，信托投资要稍微谨慎。

医药方面，随着行业结构性分化，尤其是以药养医政策的取消，要重点关注医药中的消费品和民营企业发展带来的投资机会，同时关注创新领域。

计算机方面，新的增长和结构变化不太大，对整个行业和短期宏观经济影响较小，且增速会缓慢向下走。

传媒互联网方面，文化互娱行业投资逻辑发生变化，已经从小而美进入到大而美的时代，核心逻辑是内生增长驱动。传媒行业重点关注几家有改革动力和魄力的国企。

海外经济方面，在美国寻求贸易平衡、财政扩张和缩表等政策影响下，美联储加息步伐会放缓。

宏观：经济超预期，政策稳是主基调

一、一季度经济增速超预期

一季度中国经济增速 6.9%，连续两个季度回升，超出预期。从国际经济形势看，主要发达国家包括美日欧，新兴经济体受原油等大宗商品回升影响，一季度经济增长都比预期要好。国际经贸关系超预期，特朗普当选美国总统后对全球经济的不确定性还没有完全凸显，中美元首会晤为未来经济文化交往等方面奠定良好基础，中美之间障碍会消减；美联储加息后，全球大宗商品并未出现预期的下跌。

从国内经济看，主要宏观经济指标特别是规模以上工业增加值、房地产、固定资产投资、财政收入等超预期。一季度，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，增速比上年同期加快 1.0 个百分点，比上年全年加快 0.8 个百分点。固定资产投资同比增长 9.2%，增速比上年全年加快 1.1 个百分点，比今年 1-2 月份加快 0.3 个百分点。房地产开发投资同比增长 9.1%，增速比上年全年加快 2.2 个百分点，比今年 1-2 月份加快 0.2 个百分点。商品房销售面积增长 19.5%，商品房销售额增长 25.1%。全国一般公共预算收入同比增长 14.1%。

二、下一步经济及政策判断

全年 PPI 在 5%左右，CPI 在 2%以内。短期经济上行因素占上风，长期下行压力比较大，宏观经济政策要稳是主基调。二季度 GDP 增速会稍微下降，下半年走势平稳，全年来看会实现在 6.5%以上的增速，很难出现滞胀的局面。要密切关注国际环境对出口的拉动作用和区域经济形势变化，如东北等资源大省、广西等前期经济增长稳定的省份。

短期经济越好，政策上防风险力度会越大。中央及各部委在防范化解金融风险保证经济增长、金融更好服务实体经济方面做出了很多努力，还会继续出招，同时还要观察效果。逐步化解去产能推升物价的负面影响，房地产政策边加码边看，金融领域风险因素不小，多目标平衡难度大，金融体制改革到了关键时期。

宏观：“典型”三期叠加

从不同时长的宏观经济周期观察当前经济——短周期、中长周期和长周期共振决定了当前经济的位置。总体看，现在处于短周期向上和中长周期结构性因素交织在一起。

一、短周期：三个不确定性

未来两三个季度的经济增速再进一步往上走可能性比较小，未来至少有三个和政策有关的负面因素会导致经济下行，不一定发生，但必须关注：1、房地产政策加码对房地产销售、投资及其整个产业链，最终传导到整个经济走势的影响有多大；2、货币政策和金融监管政策，货币政策对信贷扩张，银监会系列文件对金融机构、金融市场和整体经济影响有多大；3、海外经济：美国财政政策和美联储货币政策走向，法国大选之后法国货币和财政政策乃至整个欧元区的货币和财政政策怎么演进。

二、中长周期：比较乐观

对中长周期经济走势比较乐观：1、新一轮全球经济复苏周期及其正反馈作用。2015 年是全球经济复苏的底部，2016 年开始有起色，中国外需开始好转，同时经济回升之后对全球特别是新兴经济有正反馈作用。2、国内制造业投资开始启动。从长沙等部分区域经济看，中游设备制造出现明显紧急回升，说明制造业投资处于启动阶段，初期虽然会有些反复，但持续性值得关注。

三、长周期：金融周期不确定性

房地产周期一般是 15 年到 20 年，现在可能正处于比较高的位置在向下。因为金融周期包含杠杆周期的成分，所以我们要观察这个过程是平稳过度还是剧烈去杠杆。我倾向于乐观，从美、日两国房地产发展过程看，虽然都有比较剧烈的调整，但是中国现在的房地产不能简单与其类比，特别是对比的时间点。

（招商证券首席宏观分析师谢亚轩）

债券：债市短期风险较高

一、经济小反弹，非新周期启动

一季度经济增速达到 6.9%，是经济下行过程中的一个小反弹，二三四季度再上升概率不大，全年来看完成目标不成问题。

1、出口不宜过高估计。虽然美欧经济超预期，中国出口环境改善会带来出口改善，但困扰出口增长中长期问题仍然存在。此外，美日欧制造业回归可能短期加速，美国非关税贸易壁垒还会层出不穷。

2、工程机械销售数据回暖不一定是需求改善。除房地产投资上升外，还有去年治理超载，2007、2008 年机械高峰自然淘汰有关系。

3、房地产销量会延续去年下跌走势。房地产刚需峰值 2014 年出现，改善型高峰 2012 年出现，去年销售数据回暖只是政策放松带来的刚需集中释放，但明显减弱。加上今年政策收紧，特别是信贷增速控制，未来房地产销售同比增速会延续去年来的下跌走势。此外，开放商的融资渠道也在收紧。

4、固定资产投资已见高点。固定资产投资中重要的是基建和房地产投资，基建方面主要是 PPP 的推行，现在财政部发改委等部门在规范整顿 PPP，新增项目会收敛；房地产投资在一季度也是最高点。

二、货币政策不会宽松，汇率刚性

从 CPI 看，中国只有滞没有胀。1、居民收入连续几年下降，消费能力不足，需求下降；2、房地产绑架中国经济，绑架居民消费，即使货币超发，消费意愿也还是在下降。汇率方面，中美达成贸易顺差 100 天计划。如果贸易顺差缩小，人民币将升值；如果汇率做出妥协，国内货币政策成本将继续提高。因此，无论是汇率还是利率，加上外储和房价，都决定了在未来一两个季度货币政策不会宽松。

三、债市展望

债市短期风险较高，未来呈震荡格局。美联储下半年还会继续加息，国内货币政策保持适度从紧，成本可能继续提高，加上一行三会金融监管去杠杆，都对债券市场十分不利，风险比较大。长期来看，经济下行债市将呈震荡格局，中长期资金有利于配置债券，短期做波段较难。

（中信建投证券宏观与债券研究团队首席分析师黄文涛）

房地产：上调销售、投资预期，雄安定成功

核心指标	历史数据			2017年预测值		
	2014A	2015A	2016A	最新预测	原预测	调整幅度
销售面积	-7.6%	6.5%	22.4%	5%	-10%	+15%
开发投资额	10.5%	1.0%	6.9%	8.5%	5%	+3.5%
新开工面积	-10.7%	-14.0%	8.1%	5%	5%	-

一、房地产行业形势

一季度房地产开发投资同比增长 9.1%，增速比去年全年加快 2.2 个百分点，比今年 1-2 月份加快 0.2 个百分点。商品房销售面积增长 19.5%，商品房销售额增长 25.1%。新开工面积增长 11.6%，增速提高 1.2 个百分点。

房地产目前持续超预期，是从去年超预期之后再超预期。因此我们上调了销售面积和开发投资预期，以后还有上调的可能。新开工面积增速维持在 5%，后续可能会进一步上调。

1、数据上看，中西部地区和三西线城市需求仍然强劲。①结构性补库存，长三角、珠三角、京津冀三大都市圈无房可卖，所有开发商都在大量开工；三四线城市价格还在上涨。②PPI 上涨，历史数据看，仅 2014、2015 年房地产投资出现负增长，都是因为 PPI 下降了，而今年不可能。

2、政策存加码可能，但会有留有一定余地。在经济稳增长大背景下，楼市政策会为楼市活跃度和后续政策留有余地。

总体上看，三季度还会比较稳健，四季度存在政策和动能衰竭两大因素的负向影响。

二、雄安发展前景及投资机会

雄安定位非常高，千年大计，主要是为了疏解北京非首都功能（非经济中心、非金融中心），优化京津冀城市布局，一定能成功。1、雄安开发程度很低，人均GDP2万，比河北还低；2、交通非常便利，和北京天津呈正三角形；3、领导班子得力，二级市场机会主要来自房地产、环保、基建。

（东方证券房地产行业首席分析师竺劲）

汽车：结构升级，看好乘用车

汽车是奢侈消费品，因此需要从消费品角度来分析。一季度汽车消费增速仅7%，比去年16%有较大下滑，这和去年年底汽车购置税减半政策有关，提前透支了需求。但是将汽车分拆为商用车、乘用车来看，未来三年乘用车增速会维持在5%-10%的增速。

一、总销量

1、消费品和居民收入挂钩，经济保持平稳增长，居民收入会相应增加；2、财富效应，当房价上涨时，消费者财富增加了，会增加汽车等其他消费品支出；3、汽车保有量，欧美发达国家基本是2-3人一台车，中国一二线城市是4-5人一台车，三四五线城市更低。

二、结构升级

- 1、从投资角度看是值得投资的大行业。过去几年汽车价格一直在上涨，10万-15万区间占比上升最快，以后还会继续上涨。
- 2、从汽车行业看龙头企业会强者恒强。龙头企业市场份额提高，市场集中度会提升，会生产有品质、产品力车型。
- 3、自主品牌。3月最新数据显示，自主品牌新车销量占比达46%，环比增长4.6%，占比会继续提升。
- 4、无人驾驶和新能源。无人驾驶听上去很远，但是在分阶段实施，类似于智能手机，先添加辅助功能，这个过程是价格上涨的。一季度新能源汽车销量比较差，和补贴政策有关，还在优化过程中，从全球来看未来一定是大方向，并且一定会成为主流。

三、二级市场投资机会

结合以上结论看好上汽集团、广汽集团、吉利汽车、长城汽车。

（国泰君安证券汽车行业分析师张姝丽）

非银：金融去杠杆，关注 AMC

首先有一个大背景，金融去杠杆，从股灾之后证券行业到去年底保险行业到现在的银行业。

一、证券行业

严监管下估值被严重压抑。1、整个行业杠杆率非常低，行业风险低，IPO 加速，股价就是不涨；2、证监会每周例行发布会都在强调严监管，但是没有出台新政策，从行业和业务模式层面上看政策已经出完了，现在只是对个别公司的处罚，强调维稳。3、布局新三板比较好时间点，但是缺乏催化剂。

二、保险行业

下半年有基本面驱动机会：投资端和负债成本边际改善。1、我们将保险行业看成是具有销售能力的资产管理公司，去年的由于更高层监管表态，一季度小公司和之前比较激进的公司保费下滑，三季度会有边际改善，基本面超预期；2、大量高成本固定收益资产到期，五年期的协议存款高峰期是 2012 年 6 月，今年 6 月逐步到期，三季度再配置压力会显著改善；3、四季度保险行业准备金减少，公司利润表更好看。

标的：中国人寿、中国平安。

三、信托行业

监管风向在变，投资谨慎。去年底开始房地产企业融资发债端窗口关闭，基本面非常好，需求强劲。但最近银监会相关主管领导调整，监管风向在发生变化。从行业和股价来看，投资要稍微谨慎。

四、不良资产行业

重点关注，下半年有优质标的。随着金融去杠杆和供给侧结构性改革推进，过去一年很多民营不良资产管理公司开始贡献业绩靠近 A 股。如果想要持续健康发展肯定要拿到牌照，在资本市场拿到牌照速度会加快，下半年会有优质标的跑出来。

（国泰君安证券非银行金融行业首席分析师刘欣琦）

医药：结构性分化，关注创新

一、医药行业结构性分化

1、2009 年在新一轮医改推动下供给大量增加，取得井喷式发展。2013 年开始医保资金吃紧，各地控制医疗费用支出，2014、2015 年又出台了更多的政策，2015 年开始投资增速开始超过支出增速。

2、政府鼓励个人购买商业医保，未来三到五年会保持 10%-15%增速。

3、2015 年开始辅助用药被需要被抑制，不再符合当前医药政策发展，治疗性用药将会有一

个非常好的增速。

4、刚性用药需求增长非常持续，如肿瘤、糖尿病、高血压等。肿瘤等很多新药得到政策鼓励，可以报销。

5、政府取消以药养医的政策，压缩药品部分分成，增设医师服务费。在这个趋势下，非常多的医疗服务公司在未来将得到大力发展。

二、二级市场投资机会

1、医药中的消费品，比如阿胶。政府鼓励处方外流，民营化的药品有比较好的机会，特别是中药定价能力的消费品，阿胶中药资源属性特别强，同时毛利率上升和费用率下降。同时关注中药滋补品量价提升的逻辑。

2、关注医药创新领域的化学药、生物药和相应孵化的 CIO 公司。

（海通证券医药行业首席分析师余文心）

计算机：机构变化小，经济影响较弱

一、行业增速

行业新的增长对行业内变化影响较小。新出现的企业规模化利润比较小；新商业模式或者架构脱离原有六大主流行业，市场空间也有限；人员投入和技术投入增速趋缓，虽然效率在提升。

二、产业结构

1、国际竞争力缓慢提升。从国际竞争看，2014 年以前，高技术软件国际竞争力缺失。未来 4 年储存和数据库领域有可能实现突破，竞争力在缓慢提升。

2、今年是十三五信息化投资加速的第一年，加上自主可控和电子公文系统，短期行业增速会超过前两年投资增速，增长到 30%。

3、军工和金融。军改完成，部分军工增速在提高，今年上半年起色不明显，部分企业反馈有 50% 增速；金融反腐完成后进入性对比较平缓增速，预估 10% 左右。

总体来看，行业机构变化不会太大，目前在 15% 左右，同时缓慢向下，但向下动力较弱。

三、对宏观经济影响

从计算机行业近 160 家上市公司溯源发现，软件行业投资与 GDP 有非常密切的相关性，行业增速一直都是 GDP 增速的两倍。

1、提升大型央企效率。计算机行业本质上能提升经济效率，但只局限于大型央企。

2、政府部委层面。①人工智能；②金融领域投资，解决企业融资难；③医疗领域，医疗服务；④安防领域，主要在公安、政府、交通等。

3、云计算。公有云把传统私有云低成本扩算到更多企业，加速提升企业效率。

总体看，无论对经济本身还是对短期经济影响都比较弱。

（申万宏源证券计算机高级分析师刘高畅）

传媒互联网：从小而美到大而美

一、行业趋势

1、文娱，主要是游戏和电影。游戏经历过端游、页游和手游几个时代，每个阶段都遵循三段式成长法则：内容驱动、渠道驱动和内容加渠道寡头垄断阶段。

页游主要剩下腾讯和三七互娱；手游现在处于第二个阶段，整个行业增速是40%左右，第一是腾讯、第二是网易，剩下的企业瓜分30%市场，A股会有一家公司成为第三。

2、电影。2016年以前是高增长阶段，靠渠道或者人口红利。2016年以后进入到内容创造需求的阶段，核心是看内容品质。票房进入低增长阶段，增速有15%左右，进口片增速有25%以上，是比较重要的看点。

3、教育。教育在中国供需严重失衡，长期趋势肯定是非常看好。K12 课外辅导进入到龙头强者愈强的阶段；职业教育细分领域开始有龙头公司出现，但整合比较难，需要继续观察；幼教领域开始有大公司出现，集中化趋势比较明显。

4、体育。2014年以后中国正式开始了体育产业化，但时间比较短，需要更多时间去等待。

5、互联网。以前是BAT的天下，现在主要是AT的天下。我们要看新增量或蓝海的机会，要看互联网出海，人口大国印度、巴西、中东等。

二、投资策略

1、文化互娱行业，从小而美到大而美。进入到大而美的时代，核心逻辑是内生成长驱动，内生驱动要回归到基本面的研究，低估值是选股主线逻辑。①看好游戏版块龙头，如三七互娱；②院线长期逻辑看好渠道，短期把握好估值，估值高不太看好，如分众传媒；③IPO加速会有一些次新股出现，估值合理会有一些公司。

2、传媒行业，重点建议关注基本面真正有变化的传媒国企公司，有几家有改革的动力和魄力。

（方正证券研究所副所长、传媒与互联网行业首席分析师杨仁文）

美国经济：美联储加息步伐会放缓，人民币贬值压力减弱

一、美国经济的三个基本情况

1、3月美联储加息，核心TCE是1.75%，略低于2%目标，失业率下降到4.7%，加息理由充分。

2、金融危机后美联储形成了2.3万亿美元超额准备金，有很大一部分资产是国债和MBS，加息必然导致亏损。

3、美中贸易逆差占美国贸易总逆差47%，美中都想要实现贸易平衡。

二、美联储加息步伐会放缓，人民币贬值压力减弱

1、美联储加息会打击美国经济。美联储加息会造成资金成本上升，间接造成流动性紧缩，再叠加紧缩的货币政策和潜在的缩表计划，会对美国经济产生巨大打击。其他国家也会变现在美资产，美国政府和企业债务压力上升，美股可能出现下跌风险。

2、美联储加息步伐会放缓。①特朗普再次强调把恢复制造业放在政策首要位置；②特朗普寻求贸易平衡，倾向于弱美元，而美国扩张性财政政策、缩表计划与之存在矛盾性。③美国通胀预期，同时美联储联席会议偏鸽派。

3、人民币贬值压力减弱，外汇管制会加强。外部环境会导致中国货币政策紧缩，人民币对美元贬值压力必然减弱，但快速升值也不愿意看到。国际资本流动方面，监管不排除未来实行更多严厉措施。

（香港致富证券研究员刘绍东）

嘉宾介绍



王远鸿

国家信息中心经济预测部首席经济师



谢亚轩

招商证券首席宏观分析师



黄文涛

中信建投证券宏观与债券研究团队首席
分析师



竺劲

东方证券房地产行业首席分析师



张姝丽

国泰君安证券汽车行业分析师



刘欣琦

国泰君安证券非银行金融行业首席分析
师



余文心

海通证券医药行业首席分析师



刘高畅

申万宏源证券计算机高级分析师



杨仁文

方正证券研究所副所长、传媒与互联网
行业首席分析师



刘绍东

香港致富证券研究员