

旬度经济观察

——雄安新区战略引热议，供应响应继续压制 PPI

高善文¹ 姚学康²

2017 年 4 月 7 日

内容提要

近日中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，以集中承载北京非首都功能，并贯彻落实新发展理念，助力京津冀城市群建设。雄安战略的出台为短期市场提供了重大主题，相关概念及板块受到追捧，A 股指数也因此表现强劲。

3 月中采制造业小幅回升，短期工业生产看起来仍然坚挺。与此形成鲜明对比的是当月 PMI 购进价格、流通领域生产资料价格大幅下滑。量平价落格局进一步表明，供应响应是过去几个月实体经济层面最为重要的影响因素。

3 月中下旬以来房地产市场遭遇更严厉限购限贷，重点城市成交进一步降温。值得注意的是，最新公布的住宅用地供应政策较以往有较大调整，长远看，这有利于三四线库存去化并稳定重点城市房价预期，具体落实情况有待观察。

最近几周猪肉价格明显走弱，鲜菜价格同比继续下行。在食品价格压制下，3 月 CPI 同比大概率维持低位。再加上 PPI 同比见顶回落，通胀担忧基本消退。银行间资金利率高位运行，这应该主要受到央行防泡沫去杠杆的政策倾向影响，但与最近几个月实体部门强劲的信贷投放可能也有关联。

风险提示：三四线房地产市场走向 美国财政货币政策节奏 全球地缘政治风险

¹首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

²宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-83321043，S1450513090003

一、雄安新区战略引热议

近期中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。

目前来看，决策层对雄安新区的定位，一是要集中承载北京非首都功能；二是要贯彻落实新发展理念。

最终目标是建成绿色生态宜居新城区，高端高新产业集群地，扩大开放新高地，并成为京津冀创新驱动发展的新引擎，助力京津冀成为中国经济发展新的增长极和跻身世界级的城市群。

从京津冀协同发展专家咨询委员会成员解读来看，在政府公共服务、户籍制度、住房供给制度等诸多层面，新区可能也会有开拓性的举措。

消息公布后，各方关于雄安新区与深圳特区和浦东新区在时代背景、地理区位、人文环境等方面的差异，以及自上而下推动高端高新产业集群出现的难度等等作了充分的讨论。未来雄安新区的建设，无疑任务艰巨，考验历史耐心。

在资本市场上，雄安新区战略的出炉为短期市场提供了十分重大的主题，相关概念股以及京津冀一体化板块受到追捧，A 股指数也因此而表现强劲。

二、供应响应继续压制 PPI

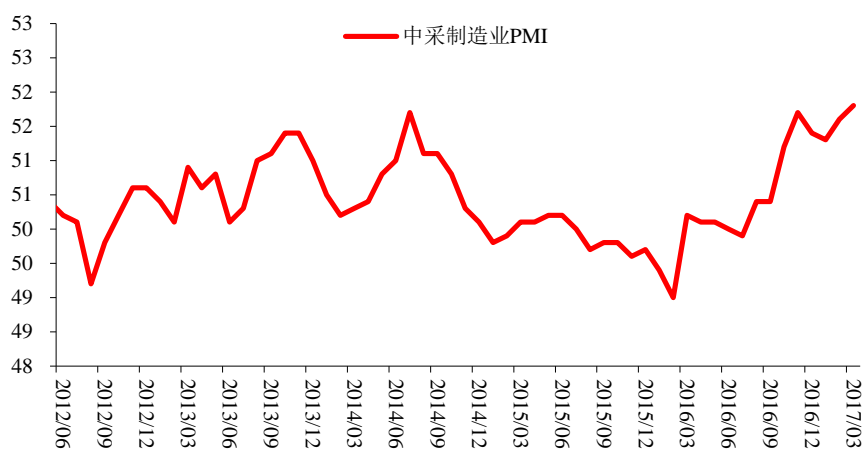
3 月中采制造业 PMI 录得 51.8，较上月小幅回升 0.2 个百分点。

2012 年以来，随着历史数据点的增多，中采制造业 PMI 指标的季节性特征变得不明显。因此将 3 月指标的回升，完全解读为季节性并不恰当。

3月发电耗煤同比增速较1-2月轻微回升。上中旬粗钢产量环比明显走高，但受基数影响，同比略有回落。卫星制造业指数反弹。不过财新制造业 PMI 小幅回落，与官方 PMI 背离。

综合来看，短期工业生产活动可能仍然是比较坚挺的。

图1：中采制造业 PMI (%)



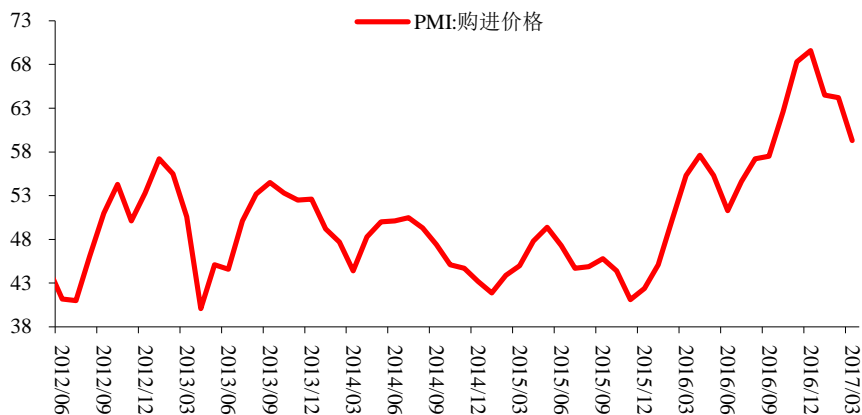
数据来源：wind，安信证券

与工业生产的坚挺形成鲜明对比的是，3月 PMI 购进价格指数较2月明显走弱，暗示3月 PPI 环比较大幅度下行，也许回落到0略高一些的水平。

在此前几期旬度观察中，我们将12月中下旬以来量平价落的格局，归因于工业品供应的响应。更进一步，供应响应主要受到去年下半年特别是第四季度极高的毛利率的刺激。目前看，这一解读得到了更进一步的验证，供应响应的力量是最近三个多月实体经济层面量价变化的主导因素。

理论上，假定终端需求不变，供应响应带来产品价格和毛利率高位回落，从而压制 ROE，影响权益市场预期，影响各方存货补库意愿。但与需求回落、量价齐跌局面相比，供应响应背景下更积极的因素是产量的平稳（或上升），这有助于减缓 ROE 下行的幅度。

图2：中采制造业 PMI-购进价格指数（%）



数据来源：wind，安信证券

三、热点城市限购限贷继续加码，公共财政收支强于预期

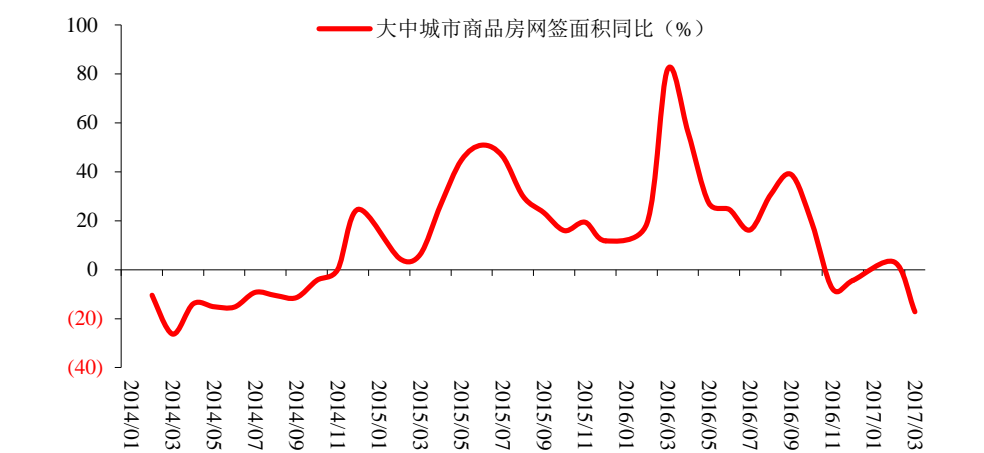
3月中下旬以来，以北京为首，房地产市场遭遇了一轮更加严格和范围更广的限购限贷。这充分体现了决策层面抑制房价上涨的决心。

重点城市商品房销售最近几周降温比较明显。整个3月，重点城市销售同比较1-2月回落。不过这很大程度上与基数有关。三四线城市销售增速可能也有所走弱，具体幅度有待统计局数据的确认。

需要留意的是，住宅用地供应政策也有调整。近期住建部和国土部发布通知，明确要求各地根据商品住房库存消化周期来安排土地供应。例如，消化周期在36个月以上的城市，应停止供地；36-18个月的，要减少供地；12-6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。

此外，通知还要求2017年6月底以前，地级以上城市和百万人口以上的县编制完成住宅用地供应五年和三年滚动计划，并向社会公布，以稳定市场预期。关于棚改货币化安置也有涉及。

图3：大中城市商品房网签面积同比（%）

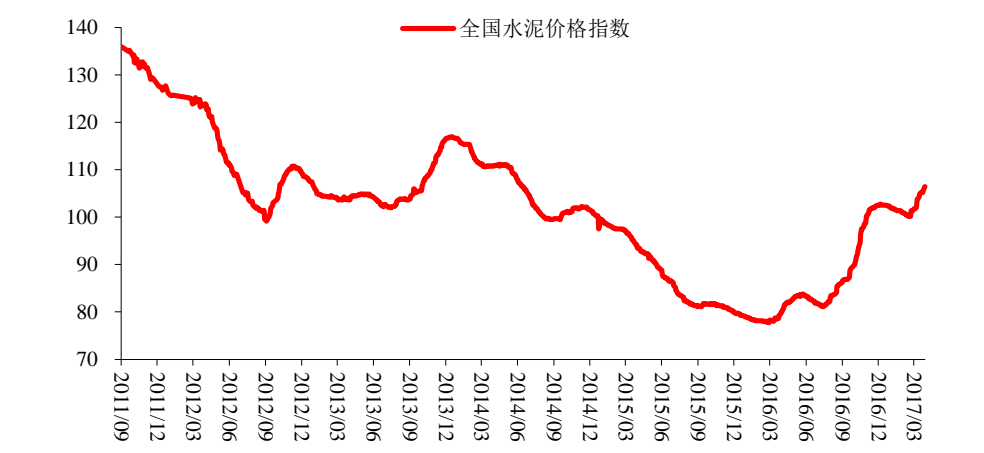


数据来源：wind，安信证券

中期之内房地产开发投资走向，取决于三四线城市销售的降温速度，以及二线热点城市土地供应的落实情况，需要进一步跟踪观察。中长期我们对房地产市场去库存前景持乐观展望。

从水泥价格表现看，2月底以来，除西南、中南区域以外，其他地区价格均有明显上涨。这或许表明终端投资需求事实上表现良好。当然，价格上涨也可能来源于水泥行业供应层面受到的抑制，等待水泥产量数据的确认。

图4：水泥价格指数（%）



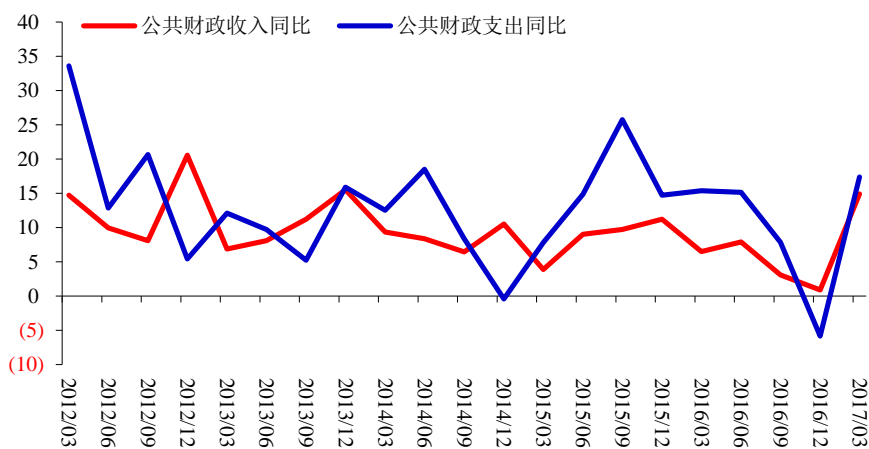
数据来源：wind，安信证券

1-2月全国公共财政收入同比14.9%，明显高出去年全年的4.5%，也是2014年年初以来的最好水平。产品价格上涨、企业盈利改善、进口活跃等驱动了收入增长超预期。在收入增长带动下，1-2月公共财政支出同比17%，较去年下半年明显走强。

1-2月，全国政府性基金收入同比增长29%，支出同比24%；其中国有土地出让收入同比36%，与此相关的支出同比26%，也维持在非常高的水平上。

公共财政支出和政府性基金支出的高速增长，对实体经济活动形成支持。接下来还需跟踪关注PPP落地、建筑企业订单和营收情况。

图5：公共财政收支同比（%）



数据来源：wind，安信证券

最后一个数据点为2017年1-2月财政收入和支出同比

四、CPI 继续同比低增长，银行间资金利率高位运行

最近几周猪肉价格较大幅度走弱，鲜菜价格同比继续下行。在食品价格压制下，3月CPI同比大概率维持低位。再加上PPI同比见顶回落，市场通胀担忧基本消退。

图6: 猪肉价格 (元/kg)



数据来源: wind, 安信证券

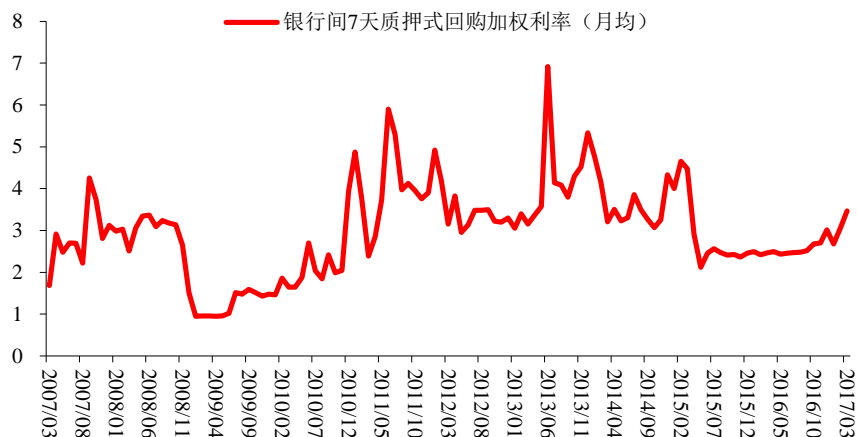
跨过季末，银行间资金价格有所回落，但仍然高位运行。很多分析担忧，银行间资金利率走高，将逐步传导至实体经济，最终抬升实体经济融资成本，抑制实体经济增长，利空资产市场。

这一担忧无疑是有道理的。特别是去年4季度以来银行间资金利率走高，非常重要的原因是央行在银行间的主动收紧。

但需要提出的是，本轮银行间资金的收紧，在多大程度上还与实体本身信贷需求的旺盛增长有关？不可否认的是，去年底今年初的几个个月内，银行间资金利率的节节攀升，发生在银行信贷强劲投放的背景下。如果完全由于实体信贷需求的增长而导致了银行间资金的紧张，那么市场对实体融资成本上升的担忧可得到缓解。

3月份，银行间长端债券收益率先升后落，全月维持平稳。走势与美债、新兴市场美元债、新兴市场本币债等均比较一致。

图7：银行间 7 天回购利率（%）



数据来源：wind，安信证券

图8：10 年期国债到期收益率（%）



数据来源：wind，安信证券

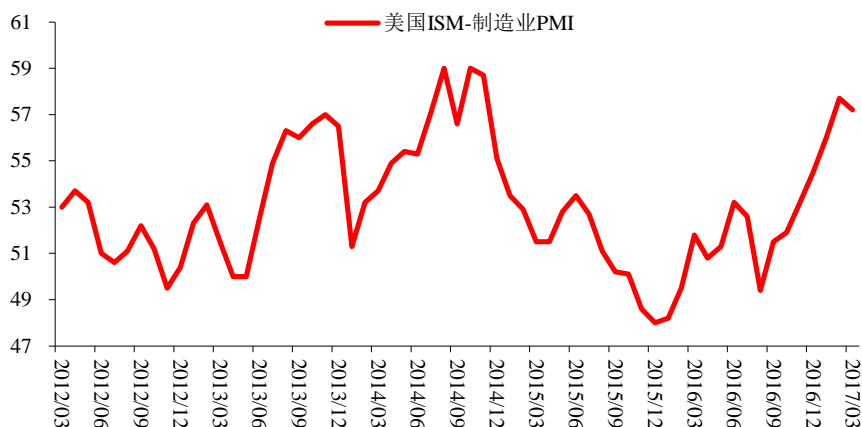
五、全球经济数据积极，人民币兑美元保持稳定

近期美国股市震荡、债市收益率下行、美元指数总体上在回调。这应当主要反映了特朗普刺激预期的降温，叠加美联储加息预期落地的影响。

目前在财政政策层面，市场关注特朗普医改、税改、基建计划的进展；在货币政策方面，最新纪要关于资产负债表收缩的议题受到热议。地缘政治风险看起来也有所加剧。

美国经济数据表现总体积极。3月ADP新增就业，2月耐用品订单同比等指标极为强劲。ISM制造业PMI较2月高点小幅回落，但仍然是2015年以来的次高水平。

图9：美国ISM-制造业PMI（%）



数据来源：Bloomberg，安信证券

图10：美元指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

欧元区3月制造业和服务业PMI延续上行势头，法国、德国表现强劲。英国PMI高位震荡。日本制造业PMI小幅回落，结束去年6月以来的逐月上

升势头；但服务业 PMI 仍然走高。金融市场上，法国德国股市表现也明显强于美国、日本和英国。

美元整理背景下，新兴国家资本流动总体改善，股市、汇率稳定，债券收益率小幅下行。新兴经济增长也比较平稳，3 月彭博新兴制造业 PMI 与前月持平。人民币兑美元汇率保持稳定。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011年7月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作5年，2014年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、姚学康、郭雪松分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
 邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
 邮编: 100034