

宏观周报

货币政策暂未因内外形势变化而放松

■ 核心观点

第一，季度货币政策执行报告的显示，今年 3 月以来货币政策边际收紧的风向暂时未因内外形势变化而放松，“把好货币供给总闸门”的表述继续保留，再度强调结构性去杠杆，且对于经济形势的判断也相对乐观。

第二，此前市场曾担忧下半年 CPI 上升可能会对货币政策造成掣肘，央行在报告中也表示物价的“不确定因素有所增加”。不过，虽然猪价等因素很可能会明显推升下半年 CPI，但在货币政策方向选择上，央行同样关注核心 CPI 和 GDP 平减指数这两个物价指标的变化情况，因此，市场不必过度高估猪价上涨对货币政策的约束程度。

第三，我们认为货币政策的走向最终仍取决于国内经济的变化。虽然一季度经济有企稳改善迹象，但 4 月份经济数据再度出现走弱，外需回落与贸易摩擦变动可能对净出口带来的影响也不容忽视。如果未来经济下行压力再度加大，货币政策仍然有重新转向的可能。

本周市场重点

■ 货币政策风向暂未因内外形势而放松

今年 3、4 月份，央行货币政策因金融数据与经济数据企稳而出现了边际收紧的迹象：货币市场利率波动中枢小幅上行，一季度货币政策例会重提“把好货币供给总闸门”（这个表述在去年四季度货币政策执行报告中曾被删去）。近期，经济数据回落与外部形势变化，使得市场对货币政策重新宽松的预期提升；但从本周末发布的一季度货币政策执行报告来看，货币政策的风向暂时未因内外形势的变化而放松，理由包括：

第一，保留了“总闸门”的表述，再度强调“结构性去杠杆”和“三大攻坚战”。

在下阶段的政策思路部分，报告保留了“把好货币供给总闸门”的表述，同时新增强调了“要坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战”。在货币政策逆周期调节的表述上，央行将“强化逆周期调节，把握好宏观调控的度”修改为“适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，“强化逆周期调节”改为“适时适度”的变化，意味着货币政策从年初偏宽松的稳增长为主，转变为视经济形势而相机抉择。

本次报告专栏内容也对货币政策风向有一定指示意义。6 个专栏中，有两个专栏的内容提及“适度的货币增长”与“结构性去杠杆”；前者强调广义货币 M2 增速与 GDP 名义增速要匹配，后者则强调要“把握好处置存量债务和控制新增债务间的平衡，坚持总体稳杠杆和结构性去杠杆的协调有序推进。”这意味着在稳定经济增长的基础上，央行对于防风险与稳杠杆的重视程度仍然较高；这也侧面解释了在经济形势与信用环境好转的情况下，货币政策相应边际收紧的原因。

第二，对于经济形势的判断相对乐观，物价“不确定性因素有所增加”。

相比于去年四季度的货币政策执行报告，今年一季度报告中对经济形势的判断更加乐观：报告更多强调当前经济运行好于预期，而对经济隐忧的表述篇幅明显缩减。去年四季度报告中“稳中有变、变中有忧的内外形势”的表述在本次报告中也被删除。央行对经济形势的判断相对乐观，意味着货币政策逆周期调节的力度与紧迫性趋于减弱。

此前市场曾担忧下半年 CPI 上升可能会对货币政策造成掣肘，央行在报告中也表示物价的“不确定因素有所增加”，主要提及“猪肉价格、国际油价、减税的影响”等几个方面。不过值得关注的是，第一，央行特别提到“核心 CPI 大体稳定”，可见核心 CPI 同样是央行的重点关注点；第二，央行在专栏中关注“M2 增速与名义 GDP 增速的匹配性”，说明包含工业品价格的 GDP 平减指数也是货币政策的重要考量因素。综合来看，虽然猪价等因素很可能会明显推升下半年 CPI，但在货币政策方向选择上，央行同样关注核心 CPI 和 GDP 平减指数这两个物价指标的变化情况，因此，市场不必过度高估猪价上涨对货币政策的约束程度。

总体而言，一季度货币政策执行报告的显示，今年 3 月以来货币政策边际收紧的风向暂时未因内外形势变化而放松，“把好货币供给总闸门”的表述继续保留，再度强调结构性去杠杆，且对于经济形势的判断也相对乐观。不过，我们认为货币政策的走向最终仍取决于国内经济的变化。虽然一季度经济有企稳改善迹象，但 4 月份经济数据再度出现走弱：消费、制造业投资增速均继续趋势下行，工业生产也有大幅波动；此外，今年外需回落与贸易摩擦变动可能对净出口带来的影响也不容忽视。如果未来经济下行压力再度加大，货币政策仍然有重新转向的可能。

上周市场动态

■ 4 月份经济数据发布：经济企稳尚不稳固，政策加码概率提升

事件：5 月 15 日，统计局发布 19 年 1-4 月经济数据。4 月份规模以上工业增加值同比增速 5.4%；1-4 月份全国固定资产投资同比增速 6.1%；4 月份全国社会消费品零售总额同比增速 7.2%。

点评：1) 工业生产方面，工业增加值增速显著下滑，减税效应造成大起大落。今年 4 月工业增加值增速 5.4%，较 3 月大幅回落。4 月 1 日增值税下调，企业在 3 月加快采购、提前备货可能是造成这一波动的影响原因。从累计增速的角度来看，今年 1-4 月工业增加值累计增速为 6.2%，与去年全年水平持平。结构上，建材、钢铁、有色、铁路等非汽车交运设备、电气机械设备这些行业表现较好，这应该是受到今年基建、房地产行业仍相对景气的提振，而汽车制造、计算机通信电子制造表现较弱，这可能分别受到了当前内需、外需较弱的拖累。考虑到未来房地产投资、出口仍存在有向下压力，预计工业增加值也会相应承压，不过短期 5 月单月工业增加值增速可能反弹至 5.6%。

2) 固定资产投资方面，制造业拖累投资增速下滑，房地产与基建投资保持平稳。1-4 月固定资产投资累计增速小幅下滑 0.2 个百分点至 6.1%，投资增速的下滑主要受到制造业投资的拖累，房地产投资和基建投资增速变化不大。近一年，制造业投资增速呈明显的“倒 V”走势。从行业结构上看，大部分制造业的细分行业投资增速均在今年出现了明显下滑。展望来看，制造业投资增速可能会继续保持弱势。后续房地产投资增速仍然有下行压力：一方面，土地购置的下行压力还将进一步显现；另一方面，三四线城市在全国施工面积中占比仍高，未来其销售增速转弱可能拖累施工面积增速。我们预计 1-5 月投资增速继续小幅回落至 5.9%。

3) 消费方面，社零消费增速创新低，短期因素与趋势因素并存。4 月的社零消费增速创 2003 年 5 月以来新低。统计局表示，今年 4 月的节假日比去年同期少 2 天是社零消费增速大幅下滑的主要原因；不过从趋势上看，我国消费增速从去年以来便明显趋势下滑，整体消费情况较弱。结构上，大多数类别的消费品增速普遍下滑。短期来看，节假日的错位效应可能对 5 月的社零消费增速带来一定提振，预计 5 月消费增速升至 7.8%。总体上，我们认为今年经济增长的“企稳”还不稳固，三大需求均存有压力：制造业投资、消费增速趋势下行还尚未企稳，房地产投资增速存向下隐忧，贸易争端也为我国外贸带来较强的不确定性。而若未来经济下行压力再度显现，逆周期调控政策加码的概率预计也会再度提升。

■ A 股迎来 MSCI 指数扩容

事件: 5 月 14 日, 摩根士丹利资本国际指数公司 (MSCI) 宣布半年度指数审议结果: 决定将 26 只中国 A 股纳入 MSCI 中国 A 股大盘股指数, 其中 18 只来自创业板。同时 MSCI 新兴市场指数中的中国大盘 A 股纳入系从 5% 提高至 10%, 本次调整自 5 月 28 日交易结束后生效。

点评: 此次扩容后中国 A 股将在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数分占有 5.25% 和 1.76% 的权重。尽管受外资大幅流出等影响, 此前市场上对 MSCI 扩容存在悲观情绪, 从扩容结果来看与 19 年 3 月 MSCI 公布的 A 股纳入指数方案基本一致。按照此前纳入 A 股的过程安排, 年内还将有两次扩容: 分别在 8 月将大盘 A 股纳入因子提高至 15%, 11 月提高至 20% 同时以 20% 纳入中盘股。相较于去年分两步走纳入 5%, MSCI 提高 A 股纳入权重的步伐明显加快, 说明海外机构投资者对中国资本市场的关注度不断提升。短期来看, 外资前期获利离场意愿强烈, MSCI 扩容当日北向资金净流出 105.87 亿元, 受外部冲击影响 A 股市场面临深度调整。中长期来看, 短期波动不会影响外资持续流入大势以及金融市场持续对外开放的趋势。随着 A 股国际化进程加快, 外资对中国股市的影响作用将持续提升, 国际历史经验表明外资进入有望改善国内金融市场结构, 优化投资者结构, 提升金融市场有效性, 倒逼国内金融市场相关制度更加成熟。

■ 发改委: 继续推进减税降费, 落实与加大力度并重

事件: 5 月 17 日, 发改委官网发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》。《通知》指出, 今年将继续推动大规模减税和降费, 在落实好此前减税降费政策的同时, 还要继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进, 同时将固定资产加速折旧政策扩大至全部制造业领域。实现中小企业宽带资费再降低 15%, 移动网络流量平均资费再降低 20% 以上。

点评: 从 4、5 月减税降费措施落地的情况来看, 财政政策明显发力, 1-4 月公共财政支出 75667 亿元, 相比一季度加快 0.2 个百分点, 充分体现财政政策的积极性, 有助于稳定经济增速, 但同时财政收入压力增大, 减税作用于经济存在较长时滞, 目前政策效果较为有限。受外部冲击影响, 短期内经济回暖放缓, 但在财政货币政策双双发力的情况下, 经济下行风险可控。本周发改委发布的《通知》主要是对年内出台的减税降费举措进一步强调落实, 在金融支持实体经济方面, 强调落实降低小微企业信贷综合融资成本, 适时启动股权融资支持工作, 拓宽小微企业融资渠道, 增厚小微企业利润。同时降低制造业产品成本能够提高居民消费积极性, 对拉动经济增速有显著正面作用。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.5.17)	最新值分位	本周均值 (2019.5.13-17)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.20	84.4%	2.35	86.4%	75.00bp	-45.81bp
R007	2.56	81.3%	2.56	80.5%	21.13bp	-30.16bp
SHIBOR:3M	2.90	81.8%	2.89	81.2%	-2.27bp	9.31bp
1 年期国债收益率	2.68	83.4%	2.68	83.2%	0.28bp	8.92bp
10 年期国债收益率	3.27	76.1%	3.27	75.8%	-6.87bp	-2.68bp
1 年期国债收益率	2.79	80.3%	2.83	80.6%	-6.20bp	13.27bp
10 年期国债收益率	3.68	76.8%	3.71	76.8%	-5.49bp	-6.25bp
美元兑人民币:中间价	6.89	71.6%	6.85	69.9%	1.30%	1.36%
美元指数	98.03	62.6%	97.67	60.6%	0.17%	0.25%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 杨璇 一般从业资格编号: S1060117080074 电话 (010-56800141) 邮箱 (YANGXUAN659@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12450

