

## 宏观周报

# 经济企稳的背后——兼论进口数据背离与货政方向变化

### ■ 核心观点

第一，4 月流动性缺口较大，虽然通过“OMO+MLF”对冲了到期的 MLF，但缴税对银行体系流动性的影响仍在，通过 TMLF 有利于平抑资金面波动。央行公开市场操作只是进行流动性调节，确保流动性合理充裕，而非转向宽松或者紧缩；

第二，一季度经济企稳主要还是依靠房地产投资的韧性以及基建投资的回暖，制造业投资以及民间固定资产投资增速还在持续下行。采用 TMLF 定向操作有助于鼓励商业银行为民营企业提供中长期的流动性，降低中小微企业的融资成本，改善民营企业的融资环境，同时也有助于防止大量的信贷流入房地产和基建增加债务风险；

第三，当前的货币政策采取相机抉择，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。4、5 月份的经济数据是观测经济企稳是否牢固的重要窗口。此外，MLF 将在 6、7 月份密集到期，叠加 6 月份是金融机构半年考核的时期，流动性通常会较为紧张。因此，6 月份央行的流动性操作是观测未来货币政策是否转向的重要时点；

第四，3 月份进口数据的疲软并非是个别产品进口增速大幅下滑导致，而是整体进口的走弱。导致 3 月份进口数据走弱，与其它经济数据背离的原因可能是 4 月 1 日进口增值税率的调整推迟了进口中间商的经营计划。因此，3 月份进口数据的疲软可能只是一个短期现象。随着国内生产回暖以及扩大进口战略的实施，未来进口增速大概率将会反弹。

## 本周市场重点

受益于宏观逆周期政策持续发力，我国经济一季度开局良好，多项宏观数据好于市场预期。一季度实际 GDP 同比增长 6.4%，好于市场预期的 6.3%。具体来看，出口、消费、基建投资、房地产投资以及具有前瞻性的 PMI 和金融数据基本都出现好转。但在经济数据好转的背后，也出现了一些数据的背离，如进口的持续走弱，和对货币政策是否转向的担忧。

### ■ 央行第二次 TMLF 操作，改善民营企业融资环境是主要目的

本周中国人民银行开展了 2019 年二季度定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额根据有关金融机构 2019 年一季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为 2674 亿元。操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%，比中期借贷便利（MLF）利率优惠 15 个基点。

本次操作传递出如下几个信号：第一，**货币政策边际收紧，流动性投放相对谨慎**。3 月 20 日-4 月 15 日期间，央行连续 18 个交易日暂停逆回购，针对 4 月 17 日到期的 3665 亿元 MLF，央行没有降准置换 MLF，而是使用“1600 亿元逆回购+2000 亿元 MLF”予以对冲，这种锁长放短的操作表明央行投放流动性已经相对谨慎。4 月流动性缺口较大，虽然通过“OMO+MLF”对冲了到期的 MLF，但缴税对银行体系流动性的影响仍在，通过 TMLF 有利于平抑资金面波动。在本周国新办吹风会上，

央行副行长刘国强表示，央行的公开市场操作只是进行流动性调节，确保流动性合理充裕，而非转向宽松或者紧缩。**第二，改善民营企业的融资环境仍是货币政策的重点。**一季度经济数据超出市场预期，经济企稳主要还是依靠房地产投资的韧性以及基建投资的回暖，制造业投资以及民间固定资产投资增速还在持续下行。采用 TMLF 定向操作有助于鼓励商业银行为民营企业提供中长期的流动性，降低中小微企业的融资成本，改善民营企业的融资环境，同时也有助于防止大量的信贷流入房地产和基建增加债务风险。国新办吹风会上也表示，改善民企、小微企业的融资环境仍是今年宏观政策的一大着力点。**第三，6 月份是观测货币政策是否转向的重要时点。**我国央行货币政策同时肩负着稳增长和防风险的目标，一旦经济企稳，货币政策的重心将转向防风险和去杠杆。一季度经济数据的好转只是意味着当前经济没有失速下滑，出现企稳迹象，但国内的经济下行压力并未完全消除，经济数据能否持续改善还有待进一步观察。本周国新吹风会表示当前的货币政策采取相机抉择，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。4、5 月份的经济数据是观测经济企稳是否牢固的重要窗口。此外，MLF 将在 6、7 月份密集到期，6 月 MLF 到期 6630 亿，7 月份 MLF 到期 6905 亿，叠加 6 月份是金融机构半年考核的时期，流动性通常会较为紧张。因此，6 月份央行的流动性操作是观测未来货币政策是否转向的重要窗口期。

### ■ 进口数据疲软可能是短期现象

2019 年一季度经济开局良好，经济数据的好转意味着当前国内内需并不差，但进口数据却较为疲软。具体来看，3 月份进口金额同比增速-7.6%，一季度进口金额同比增长-4.8%，较去年四季度下滑 9.2 个百分点。进口数据的疲软与 3 月份国内生产活动较强、地产投资强劲、基建投资回暖以及消费增速回升出现了明显的背离。根据 SITC 分类，进口产品可以大致分为初级产品和工业制品，二者进口增速都出现较大幅度下滑；从进口结构占比前十的产品来看，电力机械、石油相关产品、金属矿砂、陆路车辆、专控设备、电信设备、有机化学品、塑料、办公设备、金属制品 3 月份进口金额增速分别为-7.8%、-0.8%、-0.1%、-14%、-8.7%、-26.3%、-3.8%、-4.8%、1.7%、-17.5%，所有制品进口增速都出现了下滑，而且较 1-2 月份出现不同程度的恶化，说明**3 月份进口数据的疲软并非是个别产品进口增速大幅下滑导致，而是整体进口的走弱。**我们认为导致 3 月份进口整体走弱的原因可能是 4 月 1 日进口增值税率的调整推迟了进口中间商的经营计划。自 4 月 1 日起，我国进口货物原适用 16% 增值税税率的，税率调整为 13%，原适用 10% 增值税税率的，税率调整为 9%。进口增值税率的调整可以降低进口中间商的经营成本，可能导致其将进口计划推迟。因此，3 月份进口数据的疲软可能只是一个短期现象。随着国内生产回暖以及扩大进口战略的实施，本周习近平主席在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛上表示中国将更大规模的进口国外有竞争力的优质农产品、制成品和服务，未来进口增速大概率将会反弹。

## 上周市场动态

### ■ 第二届“一带一路”国际合作高峰论坛在京开幕，宣布下一步对外开放五大举措

**事件：**4 月 26 日上午，习近平主席以《齐心开创共建“一带一路”美好未来》为题发表主旨演讲，拉开了第二届“一带一路”国际合作高峰论坛大幕。新华社发文解读称，主旨演讲全面回顾“一带一路”建设的辉煌成就，高度评价共建“一带一路”的重要意义，就共建“一带一路”提出秉持共建共商共享原则、坚持开放绿色廉洁理念、努力实现高标准惠民生可持续目标的三大要点，强调推动共建“一带一路”沿着高质量发展方向不断前进，并宣布中国促进更高水平对外开放的五大举措：第一更广领域扩大外资市场准入；第二更大力度加强知识产权保护国际合作；第三更大规模增加商品和服务进口；第四更加有效实施国际宏观经济政策协调；第五更加重视对外开放政策贯彻落实。

**点评：**主旨演讲中宣布的对外开放五大举措是继去年博鳌亚洲论坛、中国国际进出口博览会后，中国最高领导人在重大主场外交场合宣布的促进扩大开放的新举措。当前世界经济增长下行压力增大、发展不平衡问题更加突出，经济全球化遭遇逆流，推动共建“一带一路”高质量发展将为世界增长、完善全球经济治理创造新机遇，也是中国经济进入高质量发展阶段、不断深化改革开放的现实需要。对外开放五大新举措着眼从制度性、结构性层面做好顶层设计和安排：1) 更广领域扩大外资市场准入：去年中国将外资准入负面清单从 63 条减至 48 条，在金融、交通运输、资源能源、农业等重点领域推出 22 项开放措施，中国未来将继续大幅缩减负面清单，推动现代服务业、制造业、农业全方位对外开放，意味着未来将在更多重点领域允许外资控股或独资经营，为外资企业创造公平竞争的营商环境，《外商投资法》有望加快落地实施；2) 更大力度的加强知识产权保护国际合作：彰显中国推进创新型国家建设的决心，有

助于各国共同实现创新发展；3）更大规模增加商品和服务进口：通过降低关税水平、消除非关税壁垒，进口优质农产品、制成品和服务，一方面满足国内消费升级需求，另一方面以竞争方式推进国内企业提高商品服务质量、加快转型升级，同时促进各国贸易平衡发展；4）更加有效实施国际宏观经济政策协调：目的是通过政策协调和规则对接实现国内外市场互联互通，从商品要素的流动型开放转向规则等的制度型开放，参与构建更高水平、更具开放性的国际经贸规则；5）更加重视对外开放政策贯彻落实：去年博鳌论坛以来，金融市场双向开放措施陆续落地，资本市场互联互通深入推进，彰显中国对外开放的决心和行动力。

## ■ 国家统计局发布 1-3 月工业企业利润数据

**事件：**4 月 27 日，国家统计局发布工业企业利润数据，1-3 月份全国规模以上工业企业累计利润同比下降 3.3%，3 月份同比增长 13.9%。汽车、石油加工、钢铁、化工等重点行业利润明显回暖。

**点评：**1) 1-3 月利润增速大幅反弹，但与 2018 年全年的 10.3%相比仍然明显较低。拆分来看，利润率增速和工业增加值增速的反弹对本次利润增速的大幅上升贡献较大。低基数也是本次利润增速反弹的原因之一。2) 3 月企业去库存进度加快，产成品存货增速降至历史低位附近；产成品周转天数和应收账款平均回收期缩短，企业库存和回款的情况边际缓和，但与近三年的水平相比形势仍然严峻；从走势上看，应收账款回收期拉长的的问题相对更为突出。3) 不同行业之间的盈利情况走势分化，煤炭、石油、钢铁、化工、建材、汽车这些行业的利润增速与去年相对仍然明显较弱，而机械设备制造相关行业的盈利情况在今年显著冲高。4) 4 月增值税税率下调将会对企业利润增速带来陡然提振的效应，不过工业增加值增速的高位回落可能会带来一定的向下对冲。预计 1-4 月工业企业利润增速继续上升至 5.0%。

## ■ 中央财经委员会第四次会议召开

**事件：**4 月 22 日上午，习近平主席主持召开中央财经委员会第四次会议，研究全面建成小康社会补短板问题和中央经济工作会议精神落实情况。

**点评：**本次会议是中央财经委员会成立以来的第四次会议，会议精神与政策导向与去年 12 月中央经济工作会议和 4 月 19 日政治局会议保持一致，侧重强调了补短板和宏观政策逆周期调节，进一步强化经济工作会议的落实和部署。本次会议在供给侧结构性改革方面强调针对全面建成小康社会存在的短板精准攻坚，在宏观政策逆周期调节方面要求财政政策加力提效、货币政策松紧适度，同时增加了对经济增长和价格形势变化“及时预调微调”的具体要求，表明总量控制和流向控制的态度。我们认为未来中长期的结构性体制性改革更值得期待，一季度经济出现企稳迹象但下行压力并未消除，货币政策会出现边际调整但不会全面转向，“大水漫灌”不会重现，未来逆周期调节的发力点主要在于减税降费的政策落实，通过结构性税收优惠政策扶持制造业等重点领域和小微企业发展，针对性地加强金融支持实体经济力度。

## 重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

|             | 最新值<br>(2019.4.26) | 最新值分位 | 本周均值<br>(2019.4.22-26) | 本周均值分位 | 周均涨跌     | 月均涨跌    |
|-------------|--------------------|-------|------------------------|--------|----------|---------|
| R001        | 2.50               | 88.7% | 2.73                   | 91.9%  | -15.59bp | 5.70bp  |
| R007        | 2.73               | 84.5% | 2.85                   | 84.8%  | -18.69bp | -4.93bp |
| SHIBOR:3M   | 2.90               | 81.8% | 2.86                   | 80.7%  | 6.68bp   | 0.54bp  |
| 1 年期国债收益率   | 2.67               | 83.4% | 2.69                   | 83.2%  | 5.38bp   | 11.45bp |
| 10 年期国债收益率  | 3.40               | 79.5% | 3.41                   | 79.2%  | 3.44bp   | 19.17bp |
| 1 年期国开债收益率  | 2.90               | 81.9% | 2.81                   | 80.2%  | 8.46bp   | 12.94bp |
| 10 年期国开债收益率 | 3.83               | 79.5% | 3.85                   | 79.3%  | 1.21bp   | 17.06bp |
| 美元兑人民币:中间价  | 6.73               | 65.5% | 6.72                   | 64.6%  | 0.20%    | 0.06%   |
| 美元指数        | 98.03              | 62.5% | 97.83                  | 61.0%  | 0.68%    | 0.57%   |

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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\\_12884](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12884)

