

政策微调不改整体货币宽松格局

基本结论

- **天量社融叠加经济增长企稳，货币政策短期微调。**2019年以来，社会融资规模存量同比由2018年12月9.8%超预期上升至2019年3月的10.7%，M2同比由去年12月的8.1%回升至3月的8.7%，意味着宽货币到宽信用的传导效果显现。随后一季度经济数据再次印证实体经济边际改善，1Q2019实际GDP同比稳定在6.4%，意味着我国经济增长提前企稳。因此，短期的逆周期政策开始有所微调。DR007是观察流动性的关键指标，进入4月以来DR007呈上升趋势（由2.38%升至最高2.87%）；同时，10年期国债收益率也逐渐攀升（由3.06%升至3.42%），说明货币政策短期边际收紧。我们认为，短期政策微调不改整体货币宽松的格局，原因如下：第一，现阶段无风险利率上行，但风险溢价下降，信用层面整体仍保持宽松，货币政策完全转向收紧看不到。判断货币政策宽松有两个层面，一是价格，二是数量；数量更能体现货币和信用的两层含义。现阶段，资金价格上升但风险溢价下降，整体仍保持宽松。从DR007和国债收益率上看，利率上升，但非金融企业信用债净融资额较上月环比增加，截至4月26日，4月的非金融企业信用债净融资额达2374.12亿元，而3月净融资2015.47亿元，说明宽信用仍在持续。这恰好能够解释央行领导提出的“以前没有宽松，现在也谈不上收紧”的货币政策表述。2018年流动性宽松，但信用端收紧，所以从整体看并没有宽松；而现阶段随着社融和M2企稳回升，政策逆周期调节短期流动性，导致货币有所收紧，但“宽信用”效果仍存，因此也谈不上收紧。第二，政策微调主要由于经济金融数据较好，货币政策整体取向未发生变化，稳定经济增长、保持流动性合理充裕仍是货币政策的不变目标。货币政策整体思路是既不搞大水漫灌、也不能让经济硬着陆，既不希望流动性泛滥、也不能让流动性短缺。年初至今，由于社融以及经济数据转向、房价上涨预期重燃等原因，货币政策再次呈现边际收紧趋势，但我们认为这是政策松紧适度最好的体现。整体上看，货币政策松紧还是与名义GDP增速相匹配，且保持流动性合理充裕。第三，我们认为现阶段，经济仍处于缓慢下行和向新兴产业转型的阶段，货币政策宽松的态势难以改变。首先，一季度6.4%的经济增长中，净出口贡献1.5%，后期显然不可持续，经济仍处于下行阶段当中。其次，经济结构中融资需求较高的正是从事新兴产业的相关企业，我国经济结构的转型必须依赖于这些企业进一步的拓展和发展，因此提供相对宽松的流动性环境十分必要。综上，货币政策的宽松态势依然难以改变，预计下半年仍将会有1-2次降准，降息可能性仍存，时间或将推后。
- **中观层面，高频数据显示，4月供给有所走弱。**从需求来看，4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄，100大中城市土地成交面积同比跌幅缩小，截止4月第3周乘用车零售同比跌幅扩大。从供给来看，4月以来六大发电集团日均煤耗同比由涨转跌。从价格来看，4月以来原油、水泥、钢铁、有色价格均值上涨，煤炭价格均值下跌，预计4月PPI环比为正，PPI同比小幅上升；4月以来猪肉、鲜果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计CPI环比为正，CPI当月同比可能达到2.5%以上。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体持续上升，人民币兑美元贬值，全球股市分化，国内工业品价格分化。**货币市场方面，央行净回笼资金326亿元，其中7天逆回购到期3000亿，为展开续作，MLF投放2674亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率整体持续上升，期限利差整体收窄，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数上升，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格分化。
- **风险提示：**1.名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

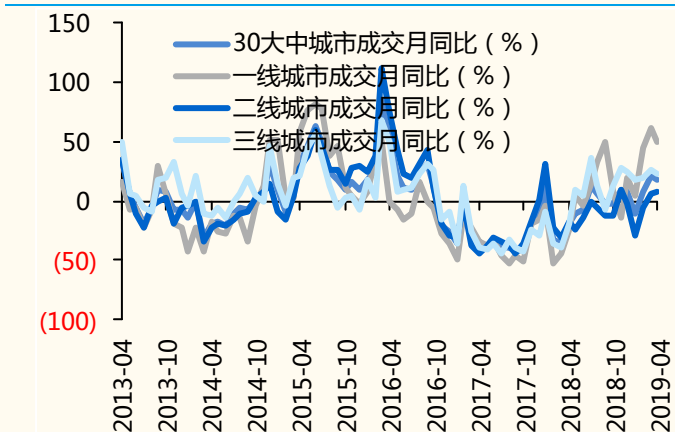
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，4月供给有所走弱

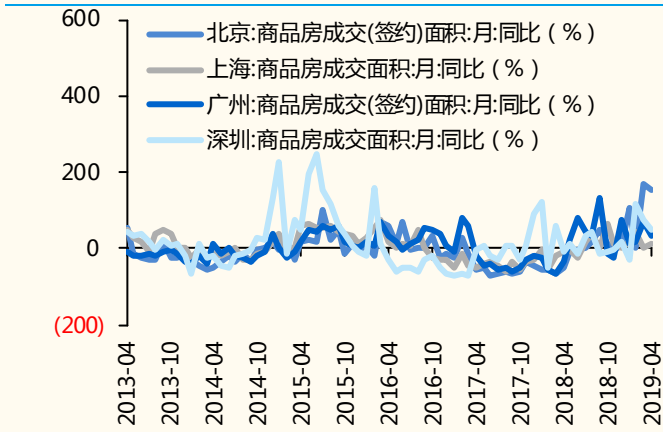
- 4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅略微扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为18.8%（前值21.9%）。一线城市同比49.3%（前值61.8%）、二线城市同比7.2%（前值6.1%），三线城市同比23.7%（前值26.8%）。北京、广州、深圳房地产销售面积同比涨幅依然较大，上海房地产销售面积同比涨幅小幅扩大。
- 4月以来土地成交面积同比跌幅缩小，土地成交总价同比由涨转跌。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-17.6%（前值-22.5%），土地成交总价同比为-17.9%（前值为22.4%）。
- 截止4月第3周汽车零售同比跌幅扩大。截止4月第3周，乘联会车市零售同比较3月同比跌幅扩大（-25%，前值-12%），批发同比跌幅扩大（-32%，前值-14%）。

图表1：4月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



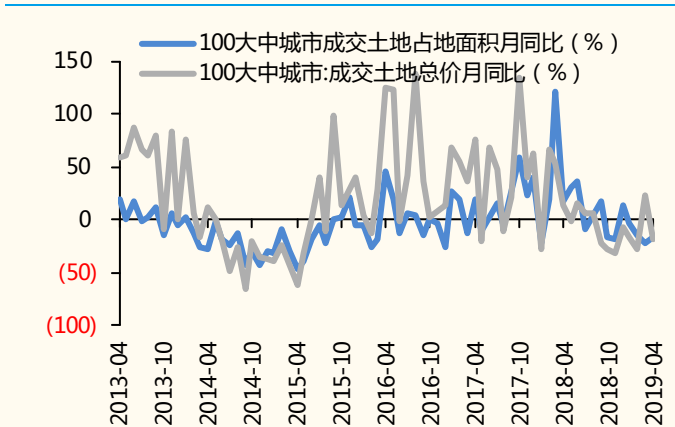
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：4月以来北上广深地产销售均表现较好



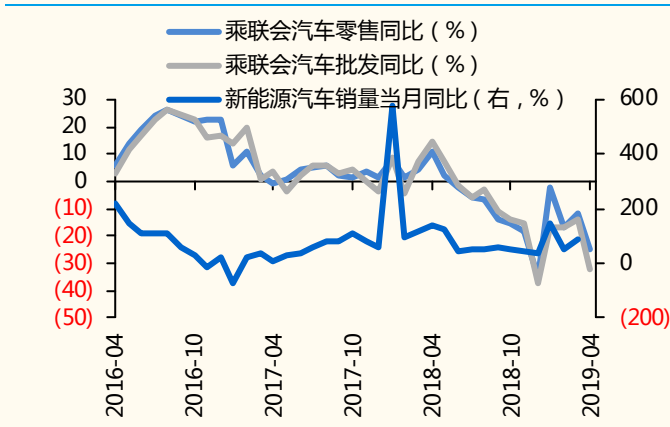
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：4月以来土地成交面积同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

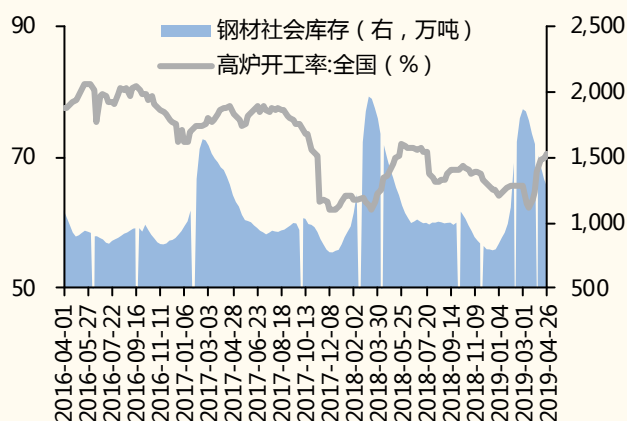
图表4：4月第3周汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

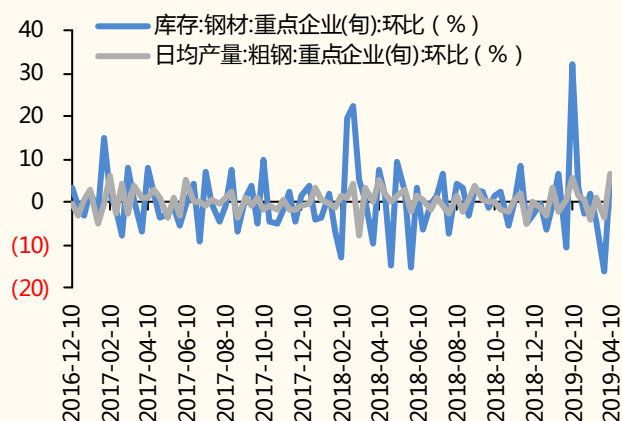
- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降。具体来看，上周高炉开工率上升为70.6%。钢铁库存下降至1273.6万吨。
- 4月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由涨转跌。具体来看，4月以来六大发电集团日均耗煤同比为-4.8%（前值4.2%）。

图表 5：上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降



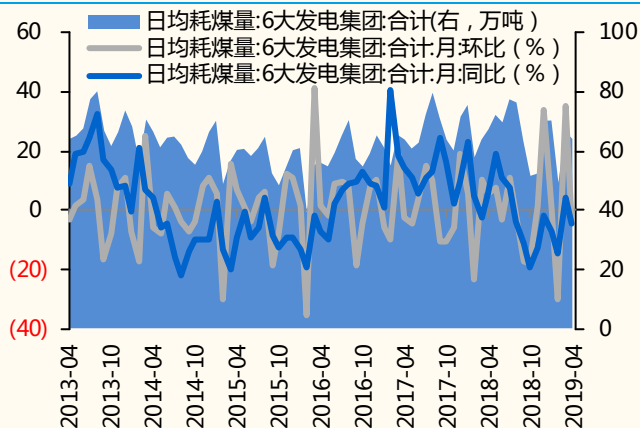
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：4 月上旬重点钢铁企业生产上升，库存上升



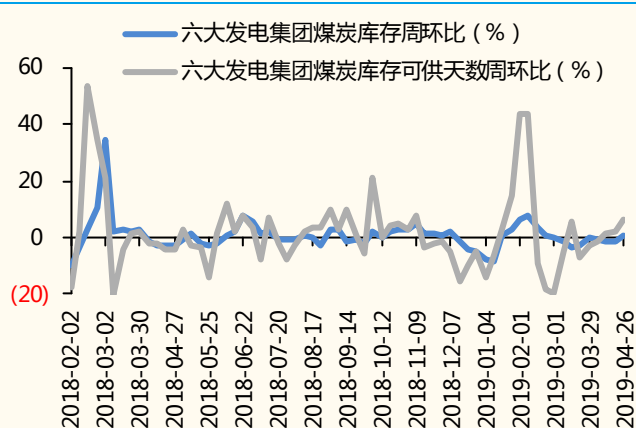
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：4 月以来发电集团日均煤耗同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

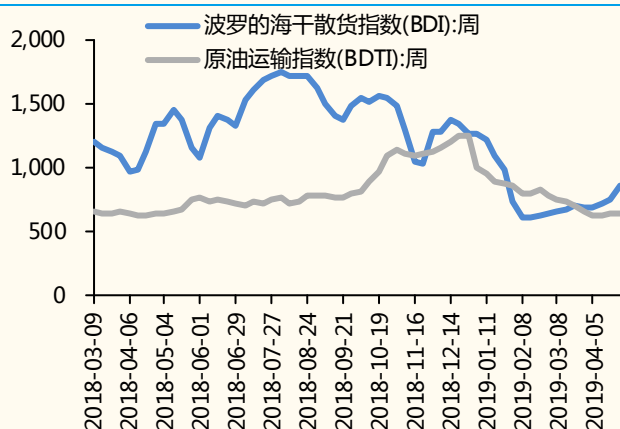
图表 8：上周发电集团煤炭库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

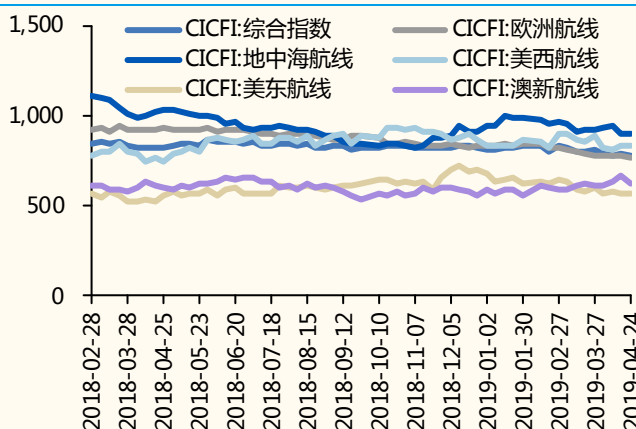
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；上周 CICFI 下降，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量上升 1.1%，至 283.2 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存上升 2.0%，焦炭企业库存下降 4.7%。

图表 9：上周 BDI 上升，BDTI 下降



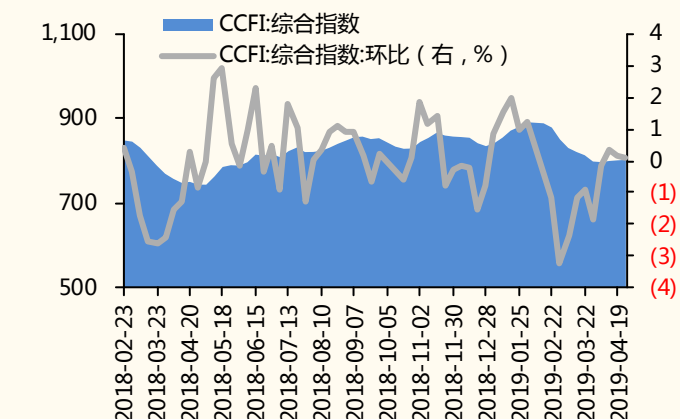
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 下降



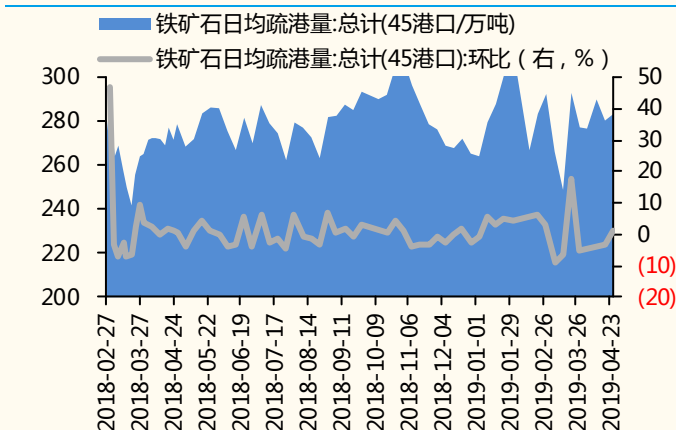
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 上升



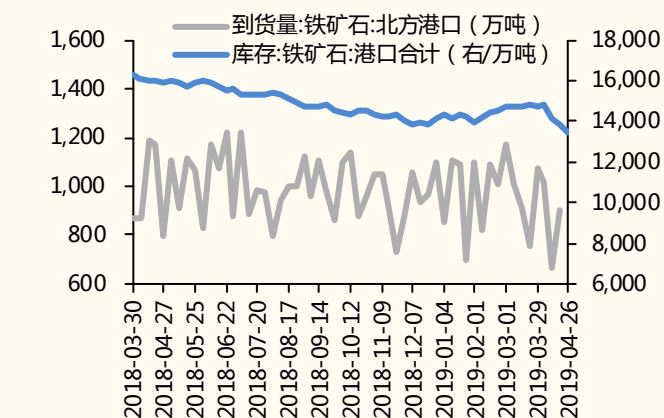
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



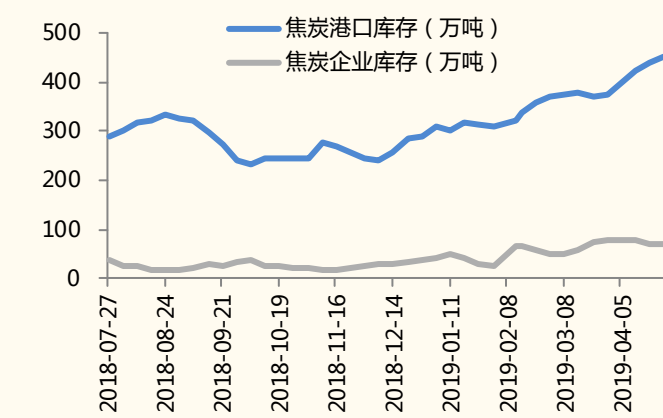
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

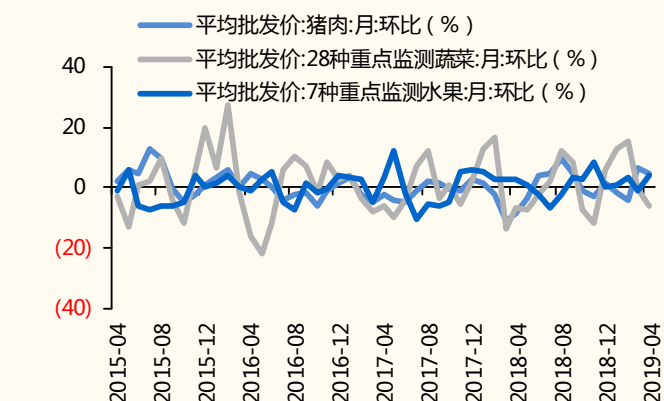
图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

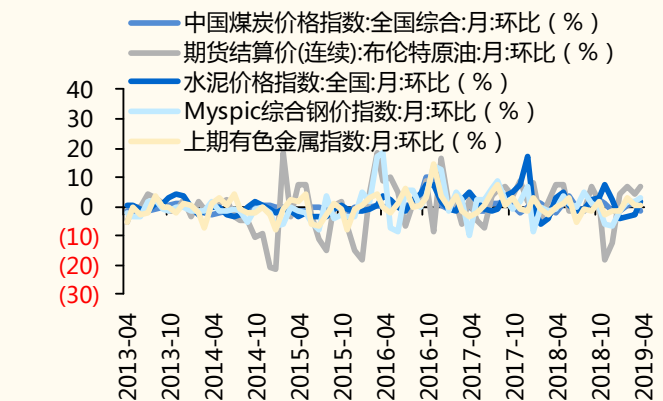
- 4 月以来农产品价格均值涨跌互现，大部分工业品价格均值上涨。农产品方面，4 月以来猪肉价格均值上升（4.3%，前值 6.2%），蔬菜价格均值下降（-6.2%，前值 -0.2%），鲜果价格均值上升（3.7%，前值 -1.0%）；工业品方面，煤炭价格均值下降（-1.6%，前值 1.0%），原油价格均值继续上升（6.7%，前值 4.0%），水泥价格均值上升（2.0%，前值 -2.7%），钢铁价格均值上升（2.8%，前值 1.7%），有色价格均值上升（0.2%，前值 0.5%）。

图表 15：4 月以来猪肉、水果价格均值环比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：4 月以来原油价格均值环比上涨较多

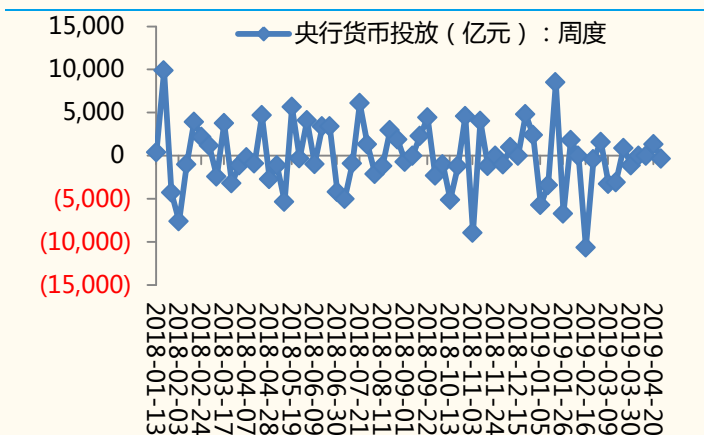


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体持续上升，人民币兑美元贬值，全球股市分化，国内工业品价格分化。

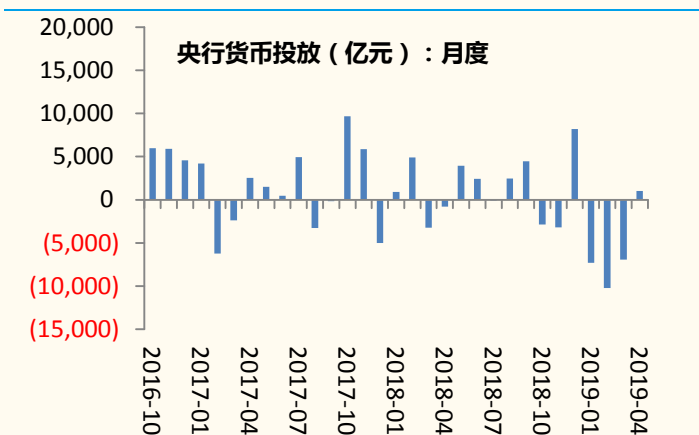
- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 326 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 326 亿元，其中 7 天逆回购到期 3000 亿元，未展开续作，而 MLF 投放 2674 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 20bp，R007 下行 3bp；DR001 下行 18bp，DR007 上行 2bp。R001-DR001 下行 2bp，R007-DR007 下行 4bp，说明银行融出资金意愿上升，非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率整体持续上升，期限利差整体收窄，信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率下降 1bp，1Y 国开债到期收益率上升 17bp；10Y 国债到期收益率上行 3bp，10Y 国开债到期收益率上行 2bp；1YAAA 企业债到期收益率上升 10bp、1YAA 企业债到期收益率上行 10bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数上涨，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数上涨，美元兑日元贬值，兑英镑、欧元升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格分化。国内股市方面，上证综指大跌 5.6%；创业板指下跌 3.4%。国外股市方面，道琼斯工业指数微跌 0.1%，纳斯达克指数上涨 1.9%，德国 DAX 上涨 0.8%。国内商品市场方面，螺纹钢价格持平前置，铁矿石价格下跌 0.5%，焦炭价格下跌 1.7%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.8%；ICE 布油价格下跌 1.2%，LME 铜下跌 1.0%。

图表 17：上周央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：4 月以来央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：04/22-04/26 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.50	(20)	(22)	(3)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.73	(3)	(47)	(41)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.47	(18)	(4)	(0)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.70	2	(3)	(33)
R001-DR001(bp)	2	(2)	(18)	(3)
R007-DR007 (bp)	3	(4)	(45)	(7)
SHIBOR:隔夜	2.50	(17)	1	(6)
SHIBOR:1周	2.74	4	4	(17)
7日年化收益率:余额宝	2.35	5	(8)	(27)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.24	(0)	(4)	(15)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.66	6	12	(6)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.36	(20)	38	121

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：04/22-04/26 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.70	2.67	2.67	(1)	27	7
中债国债到期收益率:10年	3.43	3.40	3.40	3	23	18
中债国债到期收益率:1年	2.90	2.73	2.90	17	36	15
中债国债到期收益率:10年	3.88	3.83	3.83	2	15	18
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.38	3.31	3.38	10	24	(21)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.63	4.62	4.62	1	27	29
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.68	3.59	3.68	10	18	(45)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.76	5.73	5.73	(1)	25	31
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	74	70	73	4	(4)	10
中债国债期限利差	112	93	93	(15)	(21)	4
中债企业债期限利差(AAA)	131	124	124	(10)	3	50
中债企业债期限利差(AA)	216	205	205	(12)	7	76
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	71	62	71	11	(3)	(28)
中债企业债信用利差(AAA):10年	122	119	121	(3)	4	11
中债企业债信用利差(AA):1年	101	90	101	11	(9)	(52)
中债企业债信用利差(AA):10年	235	230	232	(5)	2	13
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	98	99	0.0%	-0.4%	-0.7%
CFETS 10年期国债期货	96	96	96	0.0%	-0.6%	-1.4%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：04/22-04/26 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.75	6.70	6.74	0.5%	0.8%	-1.9%
美元兑离岸人民币	6.76	6.70	6.74	0.5%	0.5%	-1.9%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	166	1	3	12	-163	-41
即期询价成交量：美元兑人民币			352.8	14.2	-7.8	72.3
USDCNY: NDF 1年			6.78	0.7%	1.0%	-1.7%
CFETS人民币汇率指数			95.51	0.0%	0.5%	2.4%
巨潮人民币实际有效汇率指数	123.70	123.23	123.53	0.0%	0.4%	4.0%
巨潮人民币名义有效汇率指数	117.53	117.09	117.38	0.0%	0.3%	2.7%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.56	7.49	7.51	-0.4%	-1.4%	-4.5%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.04	5.99	6.03	0.7%	0.0%	-2.9%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.73	0.00	8.69	-0.2%	-2.1%	0.1%
美元指数	98.34	97.26	98.03	0.7%	1.9%	2.0%
美元兑日元	112.41	111.39	111.58	-0.3%	0.2%	1.8%
欧元兑美元	1.13	1.11	1.11	-0.9%	-2.0%	-2.8%
英镑兑美元	1.30	1.29	1.29	-0.6%	-2.6%	1.3%

来源：中国货币网，美联储，ICAP，深圳证券信息公司，倚天财经，国金证券研究所

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_12890

