

宽信用支撑投资，但投资增速下行趋势难改

基本结论

- 3月社融、信贷余额同比明显回升，宽信用措施得到有效落实。信用环境显著改善对投资需求究竟会带来怎样的影响？我们基本的结论是，信用环境改善对投资需求带来一定的提振作用，但短期内投资增速依然会下行。我们将从基建、房地产和制造业投资三个方面做出解答。首先，基建投资受到直接正向影响，年内增速还有回升空间。年初以来，基建在金融市场上的融资环境不断改善，包括非标融资收缩放缓、城投债发行较好、贷款明显增加、地方政府专项债提前大量发行等。信用环境改善能够快速反映到基建投资增速上，年内基建投资增速还会继续回升。其次，短期内房地产投资增速依然会向下，不过下行幅度可能小于年初预期。年初以来，12个月居民中长期贷款增速跌幅逐渐收窄，将会对商品房销售形成支撑，商品房销售可能会比年初的预期要好。商品房销售的改善对房地产投资的影响需要反映在土地购置上。然而，受房地产调控政策依然严格的影响，房企拿地的积极性依然偏低。1季度100大中城市商品房用地成交面积和总价当季同比分别为-22.2%和-18.4%，跌幅均较去年4季度有所扩大。由此判断，短期内土地购置费增速仍会下行，进而带动房地产投资增速下滑。不过，商品房销售的改善对土地购置的正向拉动作用将会逐渐显现，房地产投资增速可能会比年初的预期好一些。最后，制造业投资增速依然下行。社融增速回升确实带来了制造业需求的好转，这一点从2-3月份的PMI新订单指数中可以得到印证。不过，该指数依然偏低，表明制造业需求还是偏弱的，且1季度出口增速较去年4季度下行，表明海外需求还在走弱。制造业增加值、产能利用率、企业利润等依然偏低，表明企业经营状况并未发生显著改善。即便企业盈利改善，从经验来看，还需要大约1年的时间才能传导至制造业投资。因此，制造业投资增速依然会下行。
- 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，4月第1周乘用车零售同比由跌转涨。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、有色价格上涨，煤炭价格下跌，预计4月PPI环比为正，PPI同比小幅上升；4月以来猪肉、鲜果价格上涨，蔬菜价格下跌，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，资金价格大幅回升，债券收益率持续上升，人民币兑美元微升，全球股市分化，国内工业品价格分化。货币市场方面，上周央行仍无公开市场操作。资金价格大幅回升，资金面趋紧。债券市场方面，到期收益率持续上升，期限利差分化，信用利差整体收窄。外汇市场方面，人民币兑美元微升，美元指数微跌，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格微跌，原油价格上涨，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

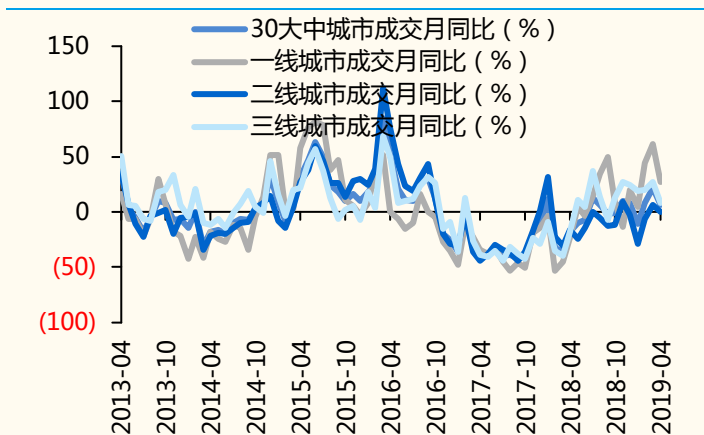
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，4月供给有所走弱

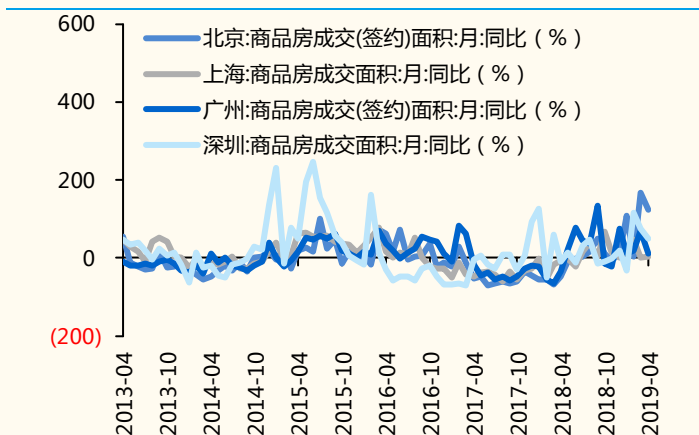
- 4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为6.6%（前值21.9%）。一线城市同比26.7%（前值61.8%）、二线城市同比-0.1%（前值6.1%），三线城市同比8.3%（前值26.8%）。北京、广州、深圳房地产销售涨幅收窄，上海房地产销售涨幅基本保持不变。
- 4月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-35.4%（前值-24.0%），土地成交总价同比为-35.2%（前值为20.2%）。
- 截止4月第一周汽车零售同比由跌转涨。4月1-4日，乘联会车市零售同比较3月同比由跌转涨（8.0%，前值-12.0%），批发同比跌幅缩小（-6.0%，前值-14.0%）。前一周，电影票房收入、观影人次、电影放映场次上升。

图表1：4月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



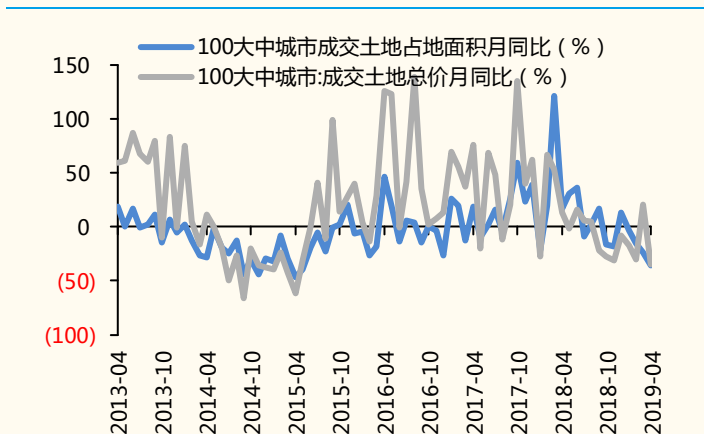
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：4月以来北上广深地产销售均表现较好



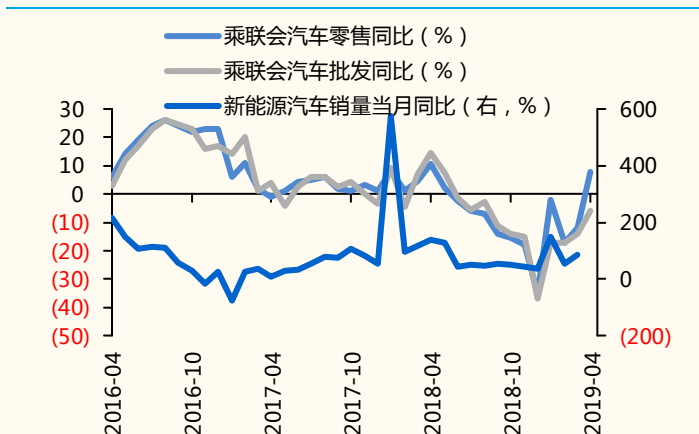
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：4月以来土地成交总价同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

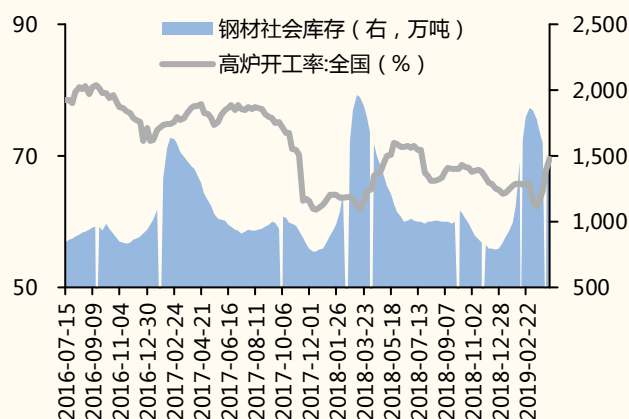
图表4：4月第一周汽车零售同比由跌转涨



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

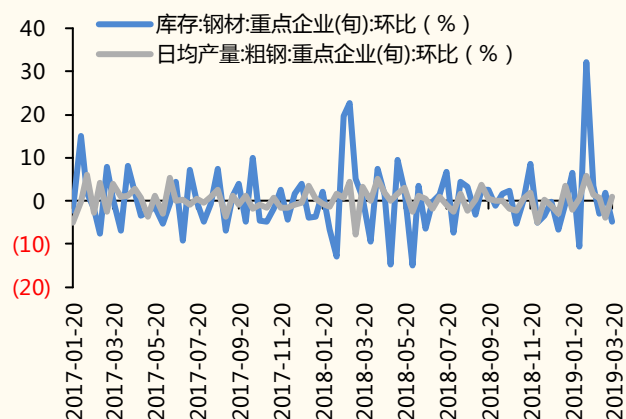
- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降。具体来看，上周高炉开工率上升为69.5%。上周钢铁库存下降至1426.4万吨。
- 4月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由涨转跌。具体来看，上周六大发电集团日均煤耗下降2.9%，至65.9万吨。4月以来六大发电集团日均煤耗同比由涨转跌（-1.6%，前值4.2%）。

图表 5：上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降



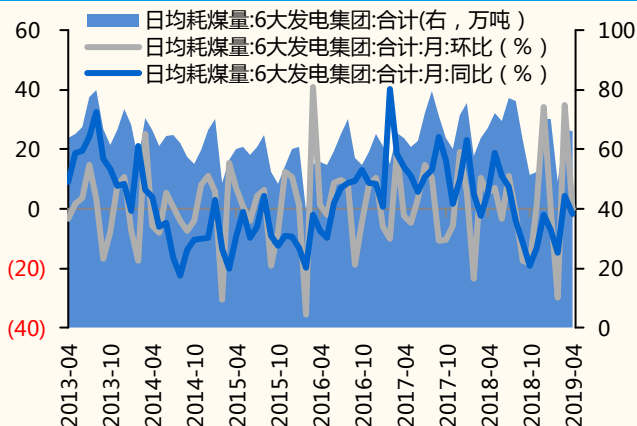
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：3 月中旬重点钢铁企业生产上升，库存下降



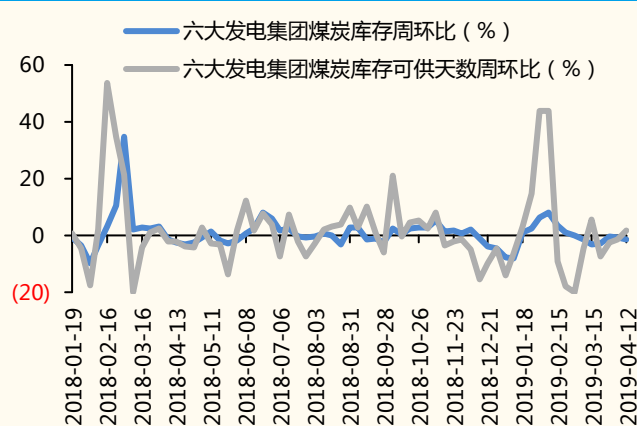
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

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

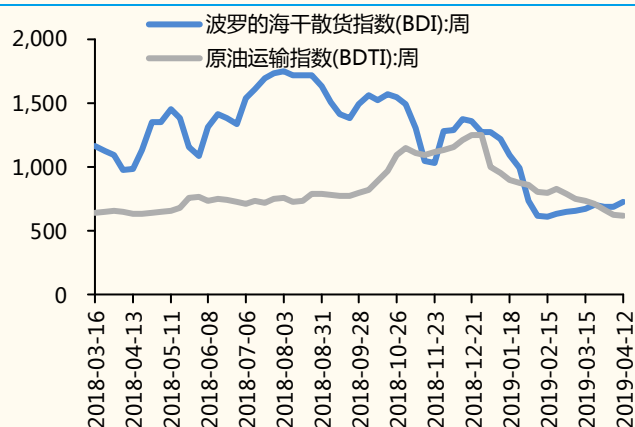
图表 8：上周发电集团煤炭库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

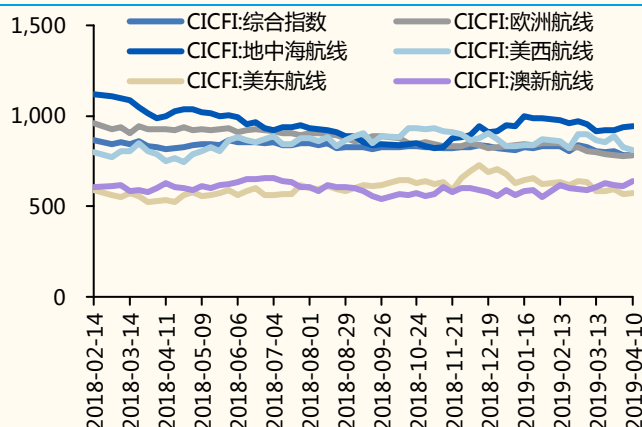
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；上周 CICFI 下降，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量下降 4.8%，至 289.8 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存上升 6.0%，焦炭企业库存下降 3.3%。

图表 9：上周 BDI 上升，BDTI 下降



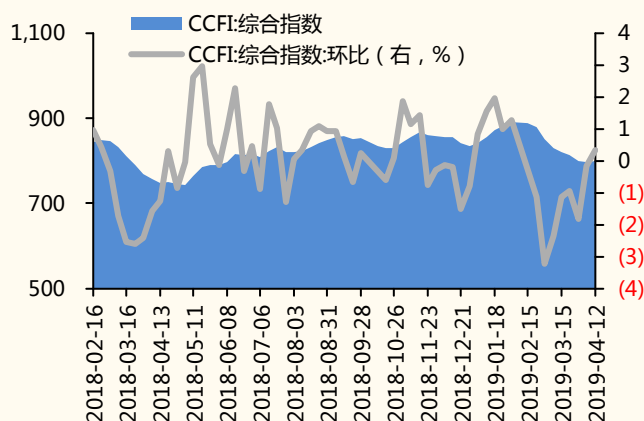
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 下降



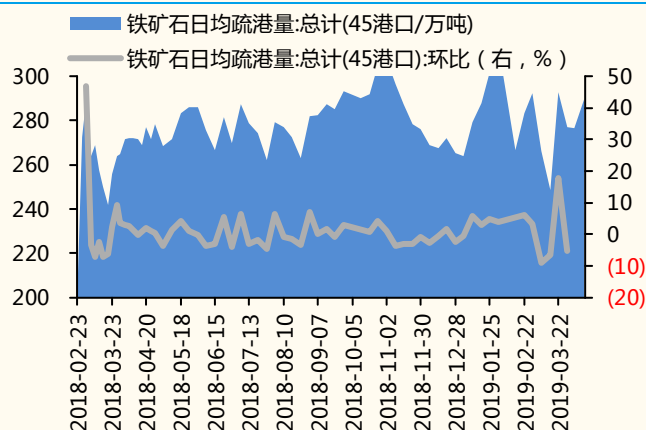
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 上升



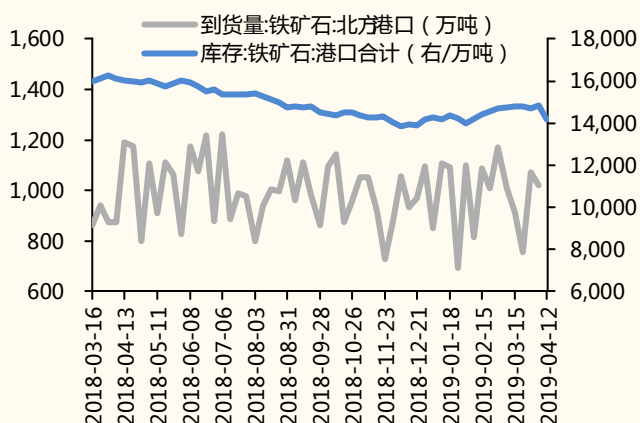
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



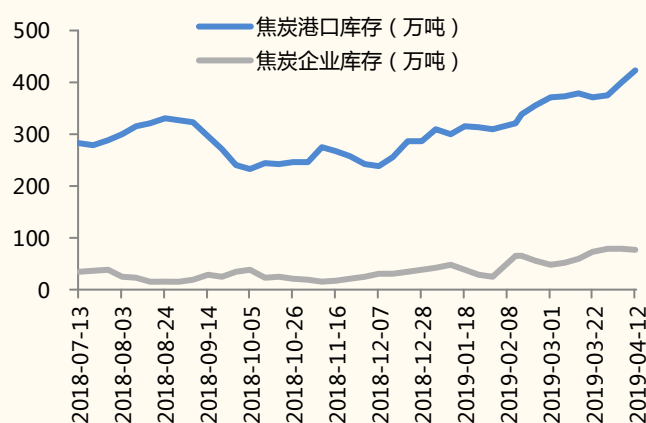
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

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

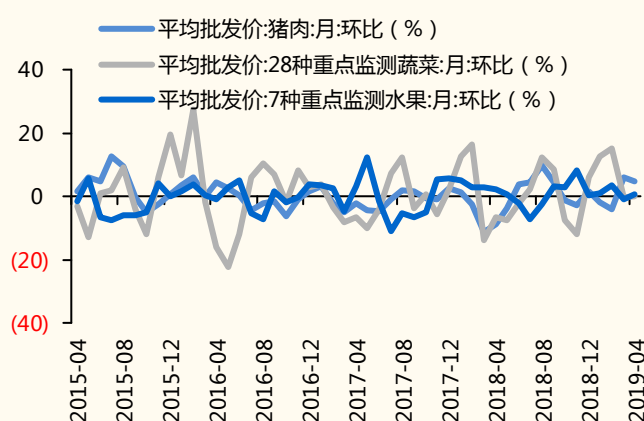
图表 14: 上周焦炭企业库存下降, 港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

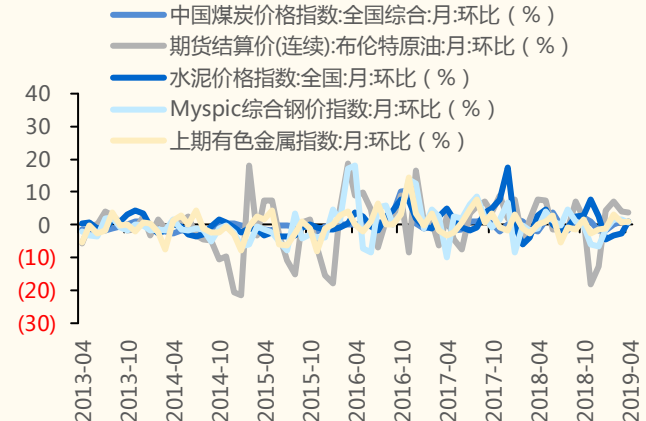
- 4 月以来农产品价格涨跌互现, 工业品价格涨跌互现。农产品方面, 4 月以来猪肉价格均值上升 (4.2%, 前值 6.2%), 蔬菜价格均值下降 (-1.8%, 前值 -0.2%), 鲜果价格均值上升 (1.6%, 前值 -1.0%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-1.3%, 前值 1.0%), 原油价格均值继续上升 (4.7%, 前值 4.0%), 水泥价格均值上升 (1.5%, 前值 -2.7%), 钢铁价格均值上升 (1.9%, 前值 1.7%), 有色价格均值上升 (0.9%, 前值 0.6%)。

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 月以来煤炭价格均值环比下降

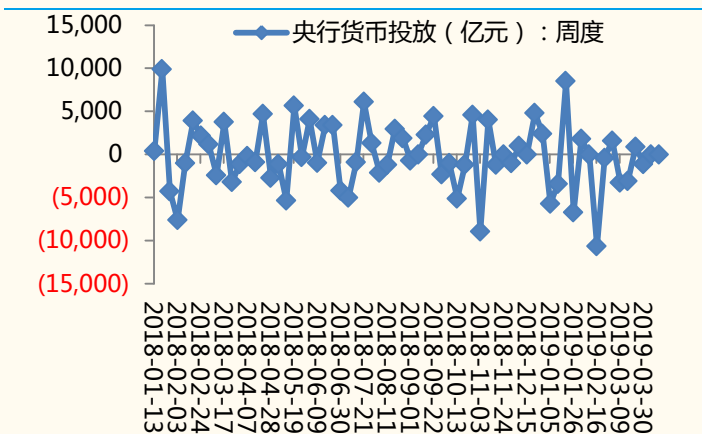


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格大幅回升，债券收益率上升，人民币兑美元微升，全球股市分化，国内工业品价格分化。

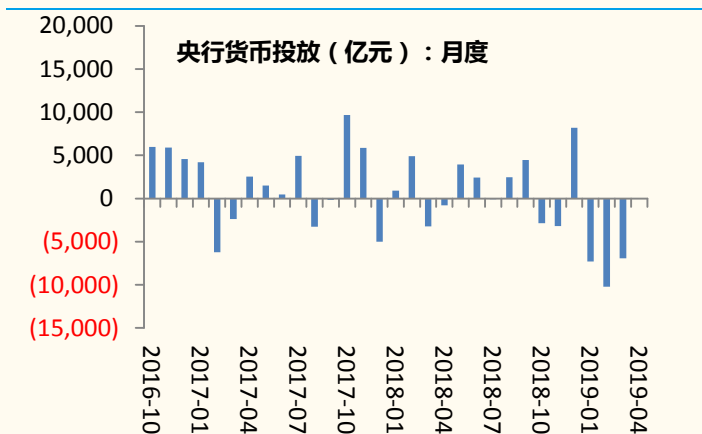
- 货币市场方面，上周央行仍无公开市场操作，资金价格大幅回升，资金面趋紧。从资金投放量来看，上周央行仍无公开市场操作。资金价格大幅回升，资金面缩紧。具体来看，上周 R001 上行 122bp，R007 上行 49bp；DR001 上行 123bp，DR007 上行 40bp。R001-DR001 下行 1bp，R007-DR007 上行 9bp，说明银行融出资金意愿下降，非银行金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率上升，期限利差分化，信用利差整体持续收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率上升 4bp，1Y 国开债到期收益率上升 6bp；10Y 国债到期收益率上升 7bp，10Y 国开债到期收益率上升 5bp；1YAAA 企业债到期收益率上升 5bp、1YAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAA 到期收益率上行 3bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元微升，美元指数微跌，即期市场量下降。上周，在岸人民币兑美元汇率微升。美元指数微跌，美元兑日元、英镑升值，兑欧元贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格微跌，原油价格上涨，国内工业品价格分化。国内股市方面，上证综指下跌 1.8%；创业板指大跌 4.6%。国外股市方面，道琼斯工业指数持平前置，纳斯达克指数上涨 0.6%，德国 DAX 微跌 0.1%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 6.1%，铁矿石价格大涨 3.6%，焦炭价格下跌 0.8%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格微跌 0.2%；ICE 布油价格上涨 1.5%，LME 铜上涨 1.7%。

图表 17：上周央行仍无公开市场操作



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：4 月以来央行无公开市场操作



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：04/08-04/12 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)	2.69	122	(2)	17
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.73	49	(48)	(41)
存款类机构质押式回购加权利率：1天(DR001)	2.65	123	14	17
存款类机构质押式回购加权利率：7天(DR007)	2.67	40	(6)	(37)
R001-DR001(bp)	5	(1)	(16)	(0)
R007-DR007 (bp)	6	9	(42)	(4)
SHIBOR:隔夜	2.65	124	17	10
SHIBOR:1周	2.67	25	(3)	(23)
7日年化收益率:余额宝	2.29	(12)	(14)	(33)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.21	(7)	(7)	(18)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.41	(6)	(12)	(31)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.27	57	29	112

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 20：04/08-04/12 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	2.52	2.47	2.52	4	11	(8)
中债国债到期收益率:10年	3.33	3.25	3.33	7	16	11
中债国债到期收益率:1年	2.66	2.59	2.66	6	12	(9)
中债国债到期收益率:10年	3.81	3.75	3.81	5	13	17
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.26	3.24	3.26	5	12	(33)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.57	4.51	4.53	3	18	21
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.55	3.53	3.55	3	5	(58)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.70	5.64	5.66	3	18	25
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	82	77	81	2	5	19
中债国债期限利差	117	110	115	(2)	1	26
中债企业债期限利差(AAA)	133	127	127	(2)	7	53
中债企业债期限利差(AA)	217	209	211	0	14	82
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	78	74	74	1	0	(25)
中债企业债信用利差(AAA):10年	128	120	120	(3)	2	10
中债企业债信用利差(AA):1年	107	103	103	(1)	(7)	(50)
中债企业债信用利差(AA):10年	241	233	233	(3)	2	14
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.1%	-0.3%	-0.5%
CFETS 10年期国债期货	97	97	97	0.2%	-0.3%	-1.1%

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 21：04/08-04/12 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)	6.72	6.70	6.71	-0.1%	0.4%	-2.2%
美元兑离岸人民币	6.73	6.70	6.71	0.0%	0.1%	-2.3%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	121	-49	-49	-28	-215	-93
即期询价成交量：美元兑人民币			279.7	-33.0	-80.9	-0.7
USDCNY: NDF 1年			6.75	-0.1%	0.7%	-2.1%
CFETS人民币汇率指数			95.34	0.0%	0.3%	2.2%
巨潮人民币实际有效汇率指数	123.37	123.07	123.22	0.0%	0.2%	3.7%
巨潮人民币名义有效汇率指数	117.22	116.94	117.08	0.0%	0.1%	2.4%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.59	7.54	7.58	0.4%	-0.4%	-3.5%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.05	5.99	6.00	-0.5%	-0.6%	-3.4%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.80	8.77	8.77	-0.9%	-1.2%	1.0%
美元指数	97.38	96.74	96.95	-0.4%	0.8%	0.9%
美元兑日元	112.11	110.85	112.02	0.3%	0.6%	2.2%
欧元兑美元	1.13	1.12	1.13	0.7%	-0.6%	-1.5%
英镑兑美元	1.31	1.30	1.31	-0.1%	-1.5%	2.5%

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_13183

