

4 月资金面怎么看

——宏观经济周度观察第 83 期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

● 缴税、地方债发行以及 MLF 到期，4 月资金缺口较大

3 月资金面较 2 月有所收紧。3 月货币市场利率中枢较 2 月上升，DR007 均值从 2.43% 上升至 2.58%，R007 均值从 2.58% 上升至 2.78%，Shibor 1W 均值从 2.5% 上升至 2.61%。受财政缴税、地方债发行以及 MLF 到期等因素影响，在不考虑央行操作的情况下，4 月资金缺口较大。

● 4 月是否降准取决于一季度经济数据

资金缺口与资金面实际情况可能有差别，主要取决于央行的操作。央行在 3 月 29 日晚间通过官方微博对“4 月 1 日起降准 0.5 个百分点”的消息进行辟谣，这侧面反映出近期降准的预期升温。

降准的理由：其一，4 月资金的确存在较大的缺口，而降准相对于 MLF 存在很多优势。其二，3 月 PMI 季节性回升，但呈现出“供给扩张，需求疲弱，库存累积”的特点，而生产指数超季节性回升主要因为春节错位，同时，PMI 从业人员指数仅回升 0.1 个百分点，远低于季节性，因此，经济和就业尚未企稳。其三，欧美央行货币政策转向宽松，美债收益率下行，中美利差走阔，对中国央行货币政策掣肘减弱，货币政策存在进一步宽松的空间。

不降准的理由：首先，易纲行长在两会记者会上表示下调存款准备金率还有一定空间，但比起前几年空间小很多，这可能意味着，经过 2018 年以来的多次降准后，央行会对降准时机更加慎重，在经济下行压力加大的时候进行降准，而非仅仅因为资金面紧张。其次，从领导人在博鳌亚洲论坛 2019 年年会上发言来看，对国内经济形势的看法似乎有一些变化，领导人提到“今年以来，中国经济稳定运行并出现一些积极变化，市场预期得到改善”，这一变化可能进一步降低短期内降准必要性。再次，年初以来的数据表明经济虽然没有企稳，但失速下滑的概率比较小。最后，降准可能导致债市再度加杠杆，不利于防风险。

综合来看，若 4 月公布的经济数据显示一季度经济下行压力增大，则央行可能进行降准；反之，则可能不降准，但央行可能通过公开市场操作甚至其他创新型货币政策工具来平抑资金面波动，维持流动性合理充裕。

● 风险提示：经济超预期下行；政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

宏观报告：盘点 2018 年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第 72 期

2019-1-1

目 录

1、 4月资金面怎么看.....	3
1.1、 缴税、地方债发行以及MLF到期，4月资金缺口较大	3
1.2、 4月是否降准取决于一季度经济数据	6
2、 一周高频数据观察.....	8
2.1、 工业生产加速	8
2.2、 钢材社会库存下降，油价上涨	8
2.3、 蔬菜价格下跌，猪肉价格区域分化	9
2.4、 房地产销售面积增速回落	10
2.5、 跨季资金面基本平稳	11
2.6、 美元指数上涨	12
3、 本周主要关注点（2019.4.1-2019.4.7）	12

图表目录

图 1: 3月货币市场利率上行（%）	4
图 2: MLF到期量（亿元）	4
图 3: 外汇占款环比增量（亿元）	4
图 4: 花旗中国经济意外指数超过欧美	5
图 5: M0 环比增量（亿元）	5
图 6: 财政存款环比增量（亿元）	5
图 7: PMI 季节性反弹（%）	6
图 8: 供给扩张，需求疲弱，库存累积（%）	7
图 9: PMI 从业人员指数环比增量为 2006 年以来最低（%）	7
图 10: 银行间质押式回购交易量上升（亿元）	7
图 11: 高炉开工率上升（%）	8
图 12: 发电耗煤量环比增速上升（%）	8
图 13: 钢材社会库存下降（万吨）	9
图 14: 原油价格上涨（美元/桶）	9
图 15: 蔬菜价格下跌（元/公斤）	10
图 16: 猪肉价格区域分化（元/公斤）	10
图 17: 30 大中城市商品房销售面积增速回落（%）	11
图 18: 十大城市商品房存销比下降（%）	11
图 19: 货币市场利率先升后降（%）	11
图 20: 美元指数上涨	12
图 21: 人民币贬值	12
表 1: 央行公开市场操作（2019.3.25-3.29）	11

1、4月资金面怎么看

1.1、缴税、地方债发行以及MLF到期，4月资金缺口较大

3月资金面较2月有所收紧。3月货币市场利率中枢较2月上升，DR007均值从2.43%上升至2.58%，R007均值从2.58%上升至2.78%，Shibor 1W均值从2.5%上升至2.61%。我们从MLF、外汇占款、地方债、财政缴税来看4月资金缺口情况。

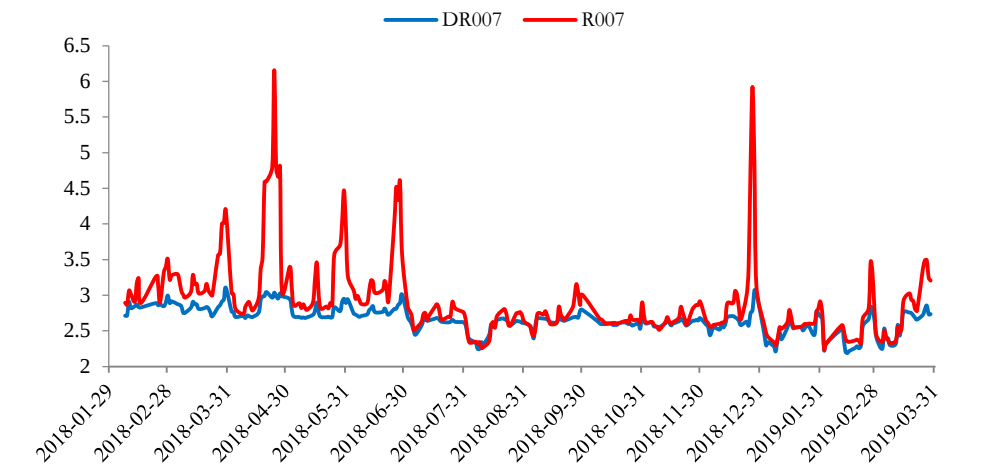
MLF：4月MLF到期3665亿元。

外汇占款：3月欧元区、德国、法国制造业PMI数据导致美元指数反弹，人民币对美元贬值。海外欧美央行货币政策转向宽松，经济数据“比差”，美元走势可能反复，人民币汇率可能将结束持续已久的横盘状态，但就短期而言，从花旗经济意外指数来看，中国经济失速下滑的预期不强，并且经济意外指数在近期超过了欧美，因此，4月人民币汇率可能有波动，但持续单边贬值的概率不大，外汇占款环比增量可能在零附近。

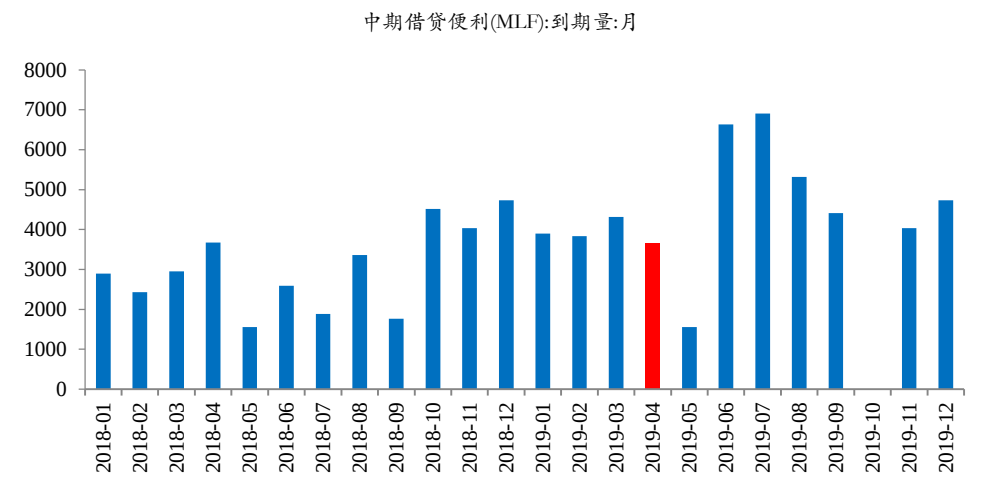
地方债：财政部在两会新闻发布会上表示将批准的3.08亿元新增地方政府债限额及时下达地方，由地方自行均衡发债，争取在9月底之前发行完毕。根据Wind数据，2019年一季度地方债发行1.4万亿元，其中，新增地方债发行规模达到1.28万亿元。2018年新增地方债发行规模达到21705亿元，占当年新增债务限额的99.6%，假定2019年地方债额度能被充分利用，则2-3季度新增地方债合计发行规模为1.8万亿元，月均发行规模3000亿元，鉴于基建补短板需要大量资金，地方债发行规模可能前高后低，我们预计4月新增地方债规模达到4500-5000亿元，净融资额达到4000-4500亿元。

财政缴税：历年来4月都是财政缴税大月，导致财政存款增加。需要注意的是，2015年以来地方债大规模发行，也会导致财政存款增多，2010-2014年4月财政存款增量均值为4546亿元，随着名义GDP的增长，2019年4月缴税引起财政存款增加的规模或高于4546亿元。同时，考虑到4月1日起增值税减税开始实行，会拉低财政存款增量。

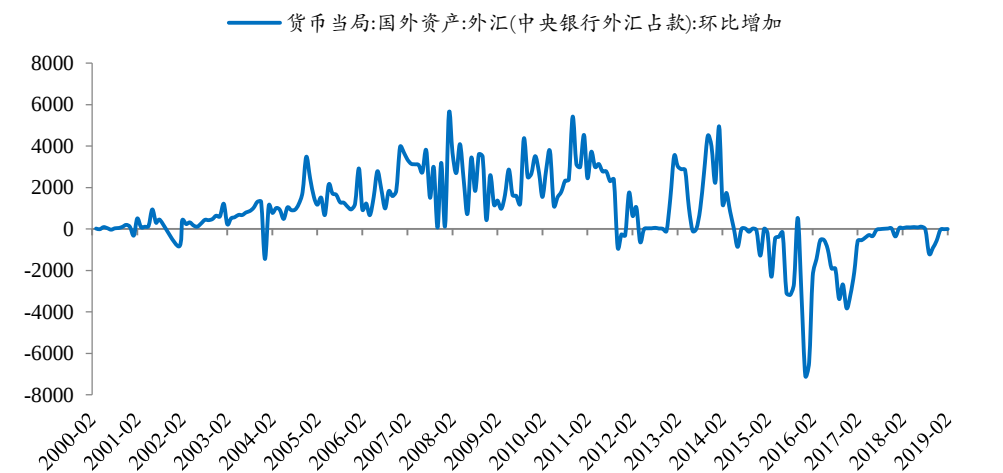
综合来看，受财政缴税、地方债发行以及MLF到期等因素影响，在不考虑央行操作的情况下，4月资金缺口较大。

图1： 3月货币市场利率上行（%）

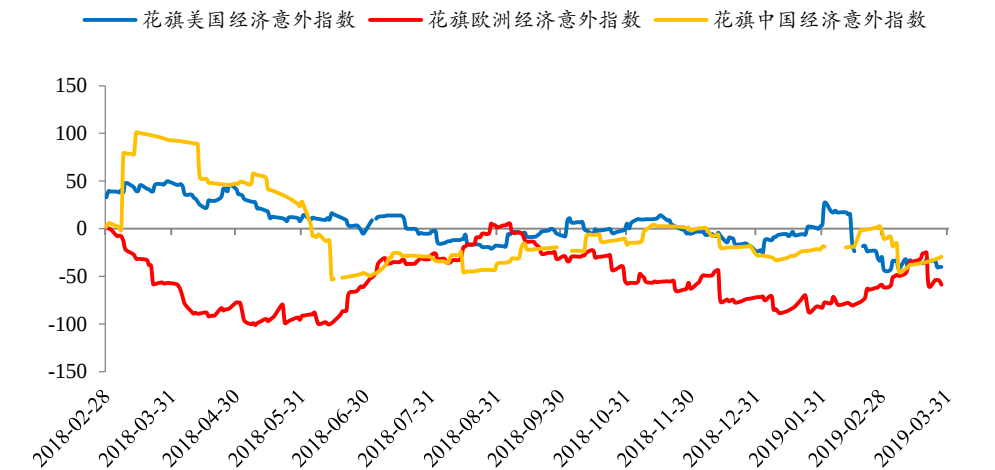
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： MLF 到期量（亿元）

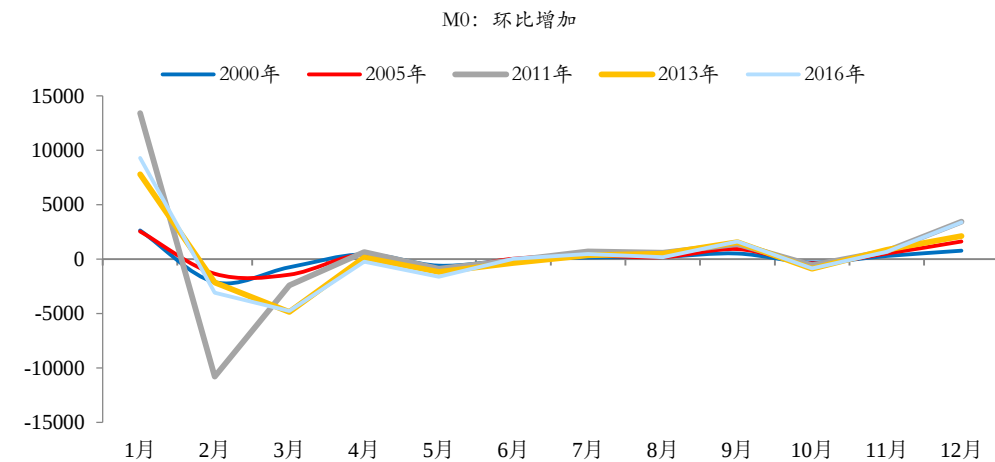
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 外汇占款环比增量（亿元）

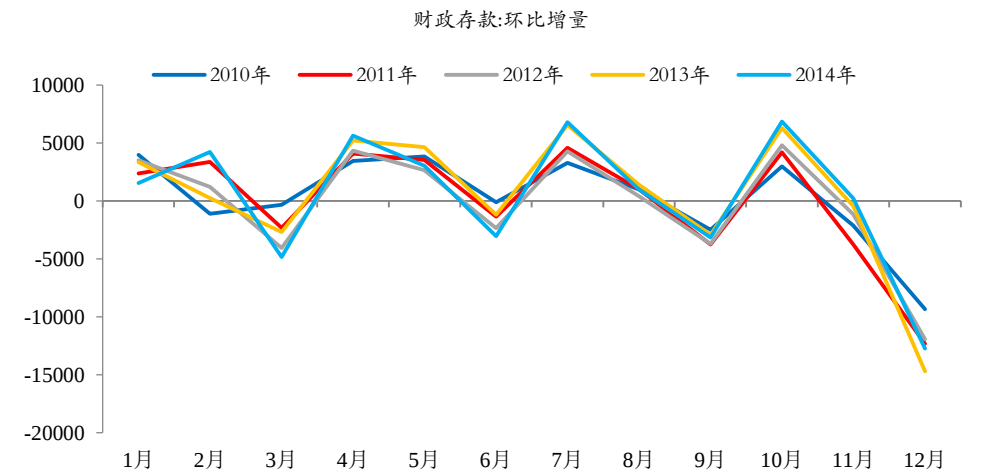
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 花旗中国经济意外指数超过欧美

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： M0 环比增量 (亿元)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 财政存款环比增量 (亿元)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、4月是否降准取决于一季度经济数据

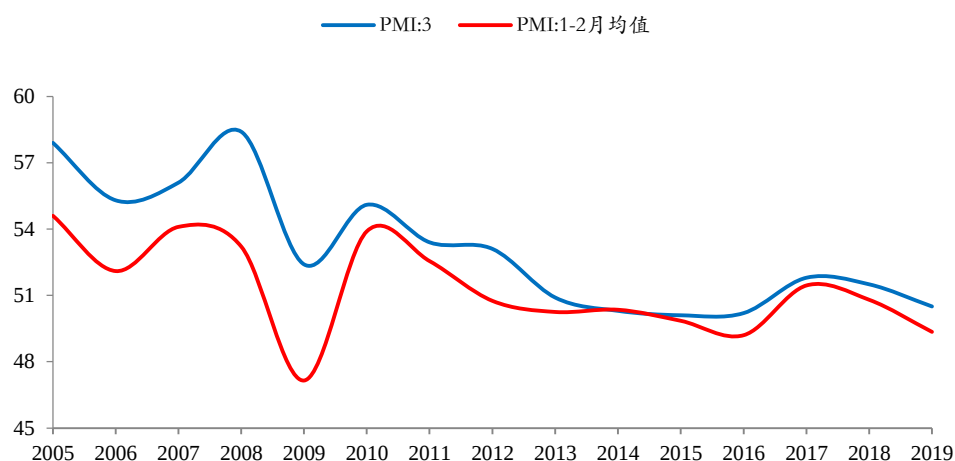
资金缺口与资金面实际情况可能有差别，主要取决于央行的操作。央行在3月29日晚间通过官方微博对“4月1日起降准0.5个百分点”的消息进行辟谣，这侧面反映出近期降准的预期升温。

降准的理由：其一，根据上文分析，4月资金的确存在较大的缺口，而降准相对于MLF存在很多优势。其二，3月PMI季节性回升，但呈现出“供给扩张，需求疲弱，库存累积”的特点，而生产指数超季节性回升主要因为春节错位，同时，PMI从业人员指数仅回升0.1个百分点，远低于季节性，因此，经济和就业尚未企稳。其三，欧美央行货币政策转向宽松，美债收益率下行，中美利差走阔，对中国央行货币政策掣肘减弱，货币政策存在进一步宽松的空间。

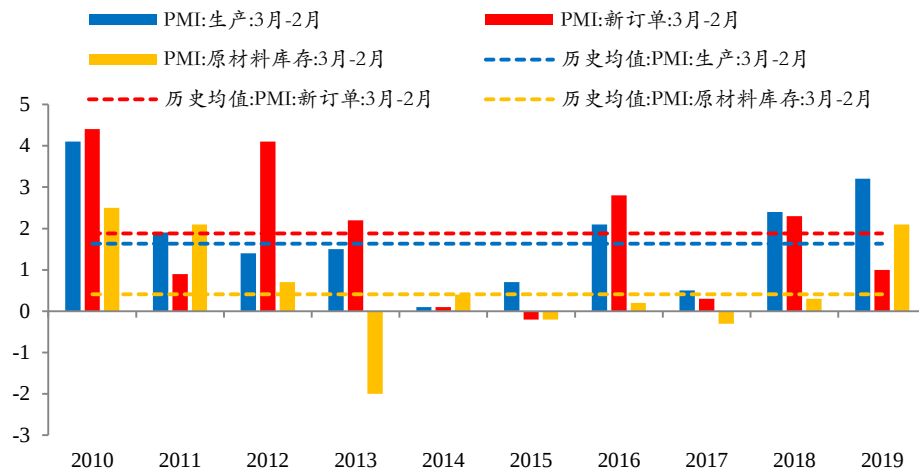
不降准的理由：首先，易纲行长在两会记者会上表示下调存款准备金率还有一定空间，但比起前几年空间小很多，这可能意味着，经过2018年以来的多次降准后，央行会对降准时机更加慎重，在经济下行压力加大的时候进行降准，而非仅仅因为资金面紧张。其次，从领导人在博鳌亚洲论坛2019年年会上发言来看，对国内经济形势的看法似乎有一些变化，领导人提到“今年以来，中国经济稳定运行并出现一些积极变化，市场预期得到改善”，这一变化可能进一步降低短期内降准必要性。再次，年初以来的数据表明经济虽然没有企稳，但失速下滑的概率比较小。最后，降准可能导致债市再度加杠杆，不利于防风险。

综合来看，若4月公布的经济数据显示一季度经济下行压力增大，则央行可能进行降准；反之，则可能不降准，但央行可能通过公开市场操作甚至其他创新型货币政策工具来平抑资金面波动，维持流动性合理充裕。

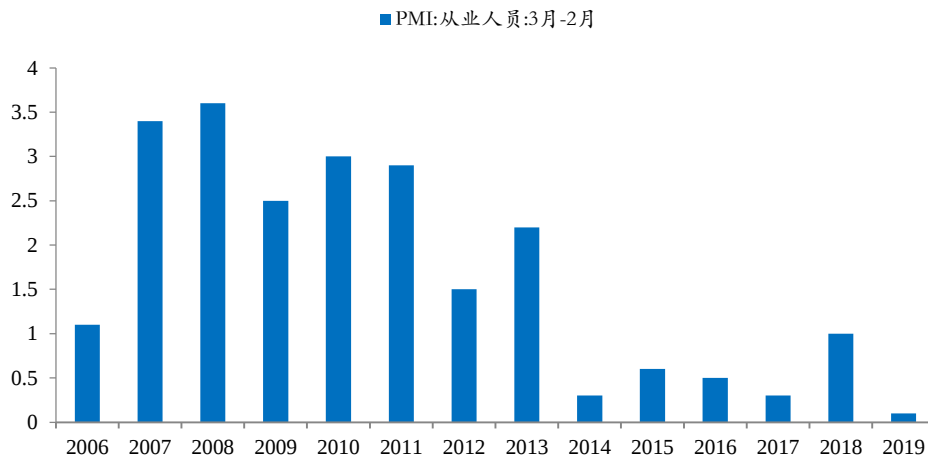
图7：PMI季节性反弹（%）



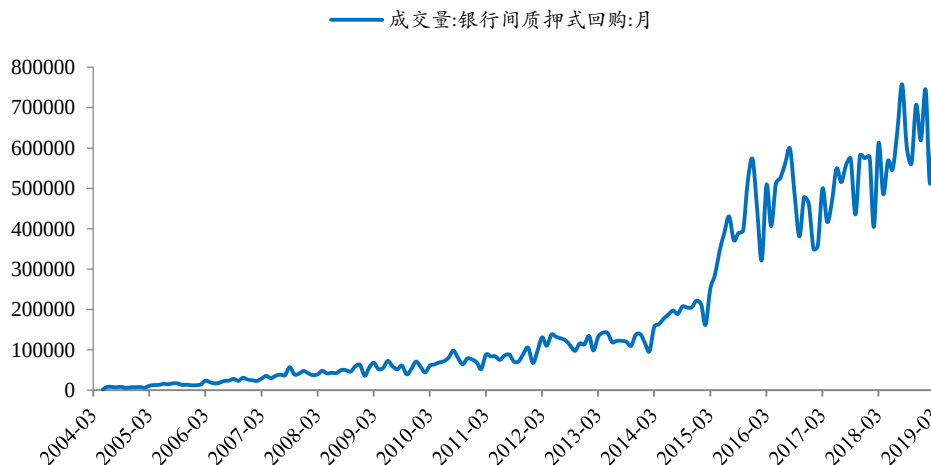
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 供给扩张，需求疲弱，库存累积（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：历史均值取自2010-2018年数据

图9： PMI 从业人员指数环比增量为2006年以来最低（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 银行间质押式回购交易量上升（亿元）

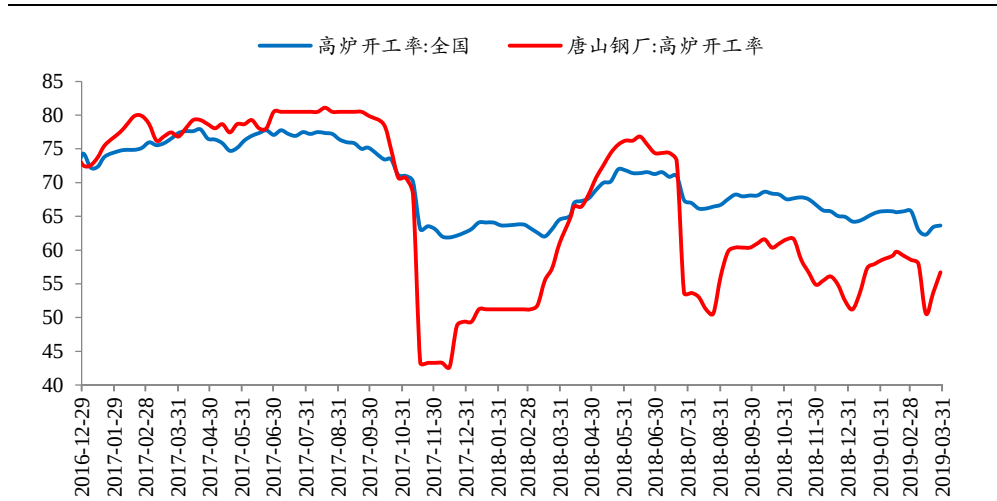
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、一周高频数据观察

2.1、工业生产加速

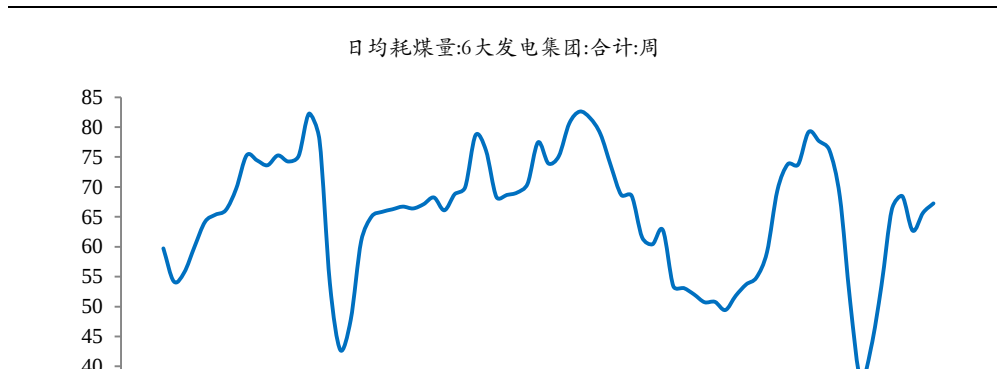
上周（2019年3月23日-2019年3月29日，下同），采暖季结束后华北及中南地区高炉逐步复产，高炉开工率上升0.4%至63.64%；焦化企业开工率上升0.42%至77.3%；近期部分地区遭遇“倒春寒”，6大发电集团日均耗煤量环比上升2.39%至67.25万吨。

图11：高炉开工率上升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12：发电耗煤量环比增速上升（%）



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_13438

