

# 旬度经济观察

## ——“朝四暮三”式的前置操作或暂告一段落

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2019 年 5 月 10 日

### 内容提要

419 政治局会议后，财政货币政策调整，“朝四暮三”式的前置操作或暂告一段落。市场之前过于乐观的预期将相应有所修正。

出口依然弱势，出口替代效应短期内不明显，需要关注贸易摩擦升温可能导致的负面影响。

猪价大幅上行尚未在 CPI 上体现，后续拉高 CPI 单月破 3 的概率不小。猪价大涨在预期内，整体可控，但仍需留意猪瘟疫情进一步发酵的风险。

政策调整叠加贸易摩擦升温加剧了市场调整。A 股在半个月内回吐全部前期超额涨幅，可能意味着这一轮调整最快的时期已经过去。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

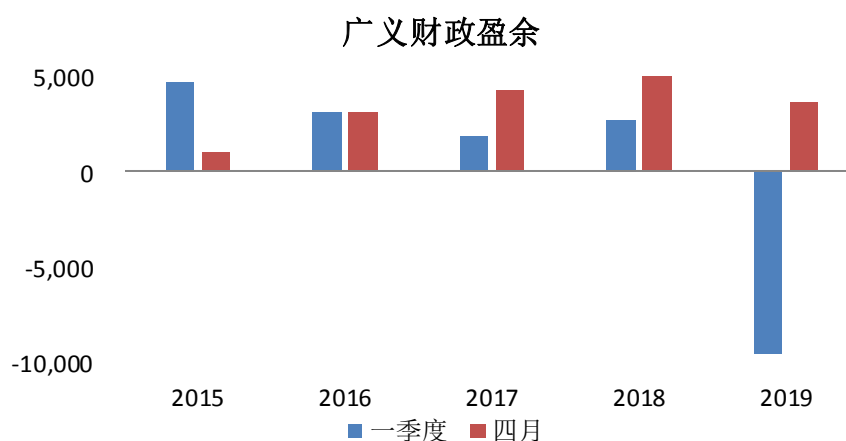
## 一、“朝四暮三”式的前置操作或暂告一段落

2019 年 4 月 19 日召开的政治局会议对一季度的经济形势做了总结，并对二季度的工作做了框架性的部署。市场普遍认为，这次会议在形势判断上发生了一些变化，在政策上做了一些调整；从已经公布的 4 月份的部分数据推断，政策上的调整已然发生。我们预计这些调整仍在二季度延续并将逐步在实体数据上体现。

2018 年下半年特别是四季度经济下行压力增大，市场预期较为悲观。在这个背景下，财政和货币政策在 2019 年一季度显著发力，力图扭转悲观预期。具体操作上，政策主要采用的是“朝四暮三”式的前置操作。财政方面，超过一万亿的地方债提前发行，政府支出的规模明显加大；货币方面，大量的储备项目提前获得融资，一季度社融大幅增长。

在相关政策的有效支持下，一季度经济数据超出预期，市场信心显著恢复。基于形势的变化，政策重心有所变化，“朝四暮三”式的前置操作或暂告一段落。市场之前过于乐观的预期将有所修正，回到“既没有收紧也没有放松”的中性预期上。

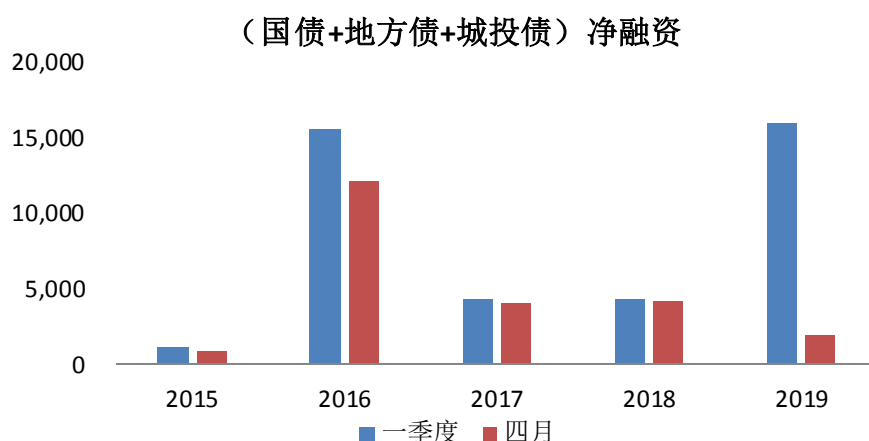
图1：亿元



数据来源：Wind，安信证券

“朝四暮三”式的前置操作在财政政策上比较显著。2015-2018 年一季度的广义财政一般是盈余的，但 2019 年一季度的广义财政出现了接近 1 万亿的赤字，财政发力是非常显著的。但四月份的财政数据显示，这一操作并没有延续。

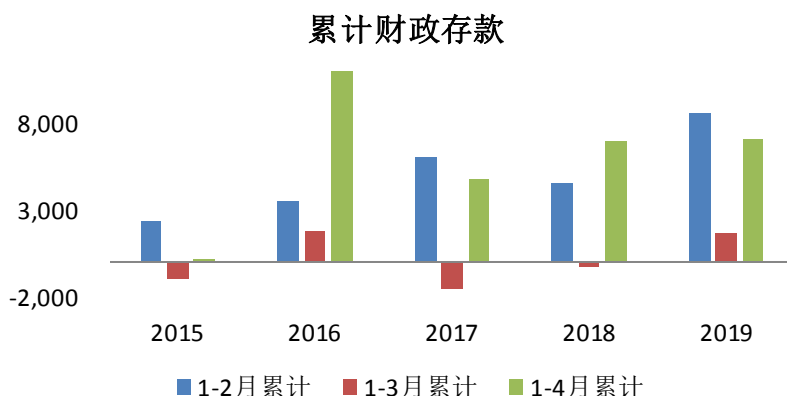
图2：亿元



数据来源：Wind，安信证券

一季度广义财政的大幅赤字可能得到了融资前置的支持，超过一万亿的地方债提前发行。“国债+地方债+城投债”的一季度净融资规模创历史纪录，但四月份则大幅减少，回归正常水平。

图3：亿元

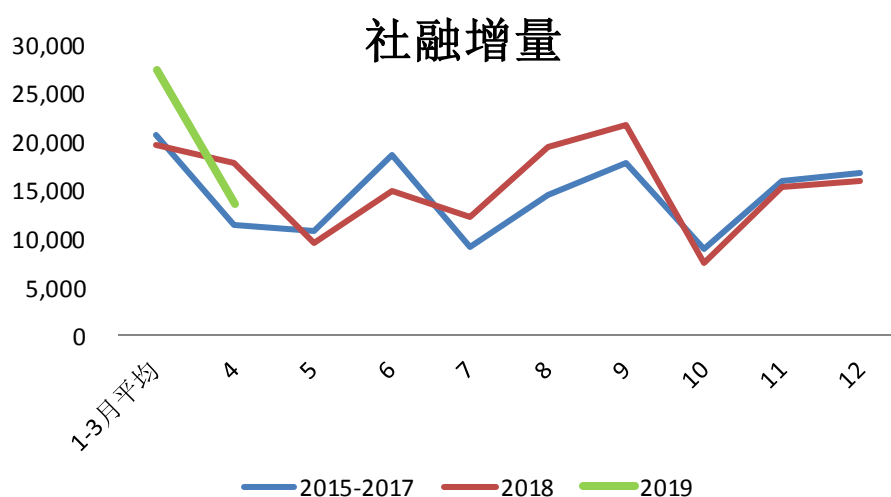


数据来源：Wind，安信证券

2019 年 1-2 月、1-3 月的累计财政存款都显著高于往年，但到了四月，这一数据已经恢复正常。这可能说明，融资前置所支持的政府支出前置可能暂告一段落。

类似的操作在货币政策上也较为明显，一季度的天量社融大幅刷新了历史纪录，短短的三个月就把广义社融同比增速从 9.9% 提升至 10.7%。社融的大幅上升主要是由融资供给大幅增加所致，因为融资量的大幅上升伴随着融资利率的大幅下降，这显然和政府的货币政策调整有关。然而，四月的社融恢复了中性。由于 3-4 月市场信心显著恢复，市场主导的融资需求大概率更强；因此，政府的政策调整大概率为社融增速回落的主因。

图4：亿元



数据来源：Wind，安信证券

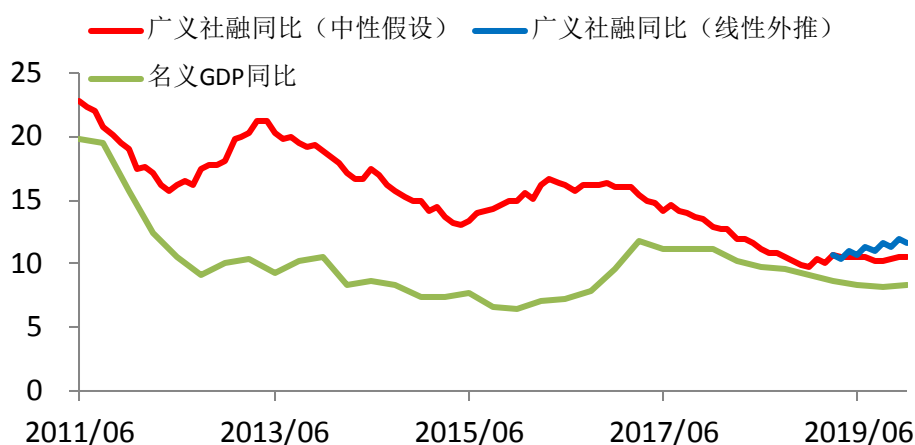
图5：%



数据来源：Wind，安信证券

4 月政策的调整可能只是开始，回归中性的基调可能将贯穿至少整个第二季度。值得注意的是，政府特别是央行在多个场合强调“既没有收紧也没有放松”的立场，可能说明此次调整只是微调；广义社融增速可能维持平稳，与名义 GDP 增速相匹配。市场之前过于乐观的预期将得到小幅修正。

图6：%

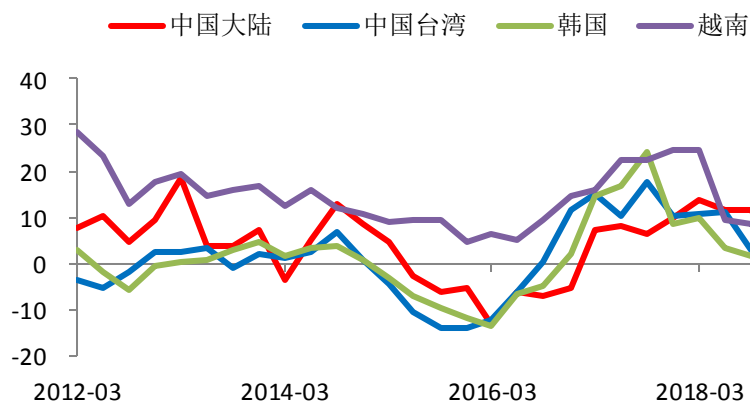


数据来源：Wind，安信证券

## 二、贸易摩擦对出口短期的负面影响值得关注

受全球 PMI 下行放缓的影响，全球贸易增速仍在下行，但幅度明显减缓；韩国、中国台湾地区和越南的 4 月出口均有小幅好转。但中国 4 月出口数据依然不佳。尽管这可能是短期的，但最近升温的贸易摩擦可能带来的负面影响值得关注。

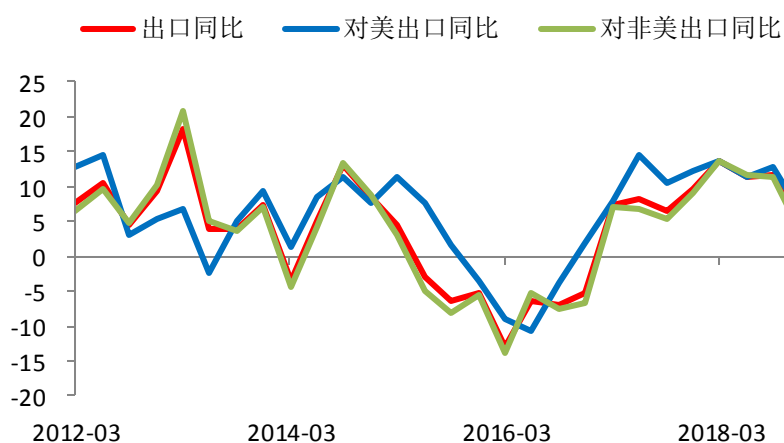
图7：出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

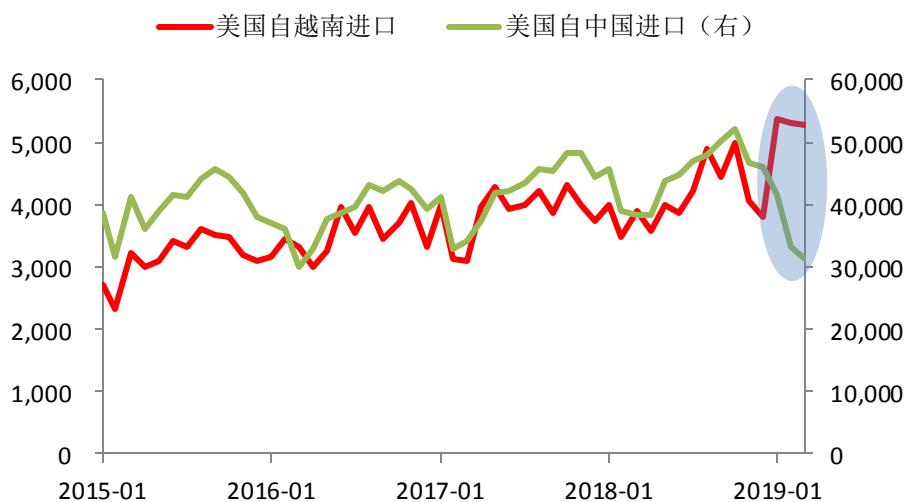
从最近两个季度的出口数据来看，由于众所周知的原因，对美出口增速显著下降；但同时，我们发现，中国对其他国家和地区的出口并没有明显增加，特别是和美国相似的欧洲和日本。另外，美国自中国进口出现了明显的下降，同时美国自越南和中国台湾地区的进口出现了明显的上升，这可能是越南和中国台湾地区的出口对中国大陆的对美出口形成了替代，也可能是中国大陆的绕道出口。但从数量上较大的差距来看，替代的比例并不高。这说明，短期内出口替代的难度不小，一旦贸易摩擦升级，对出口的负面影响不小。

图8: %



数据来源: Wind, 安信证券

图9: 百万美元

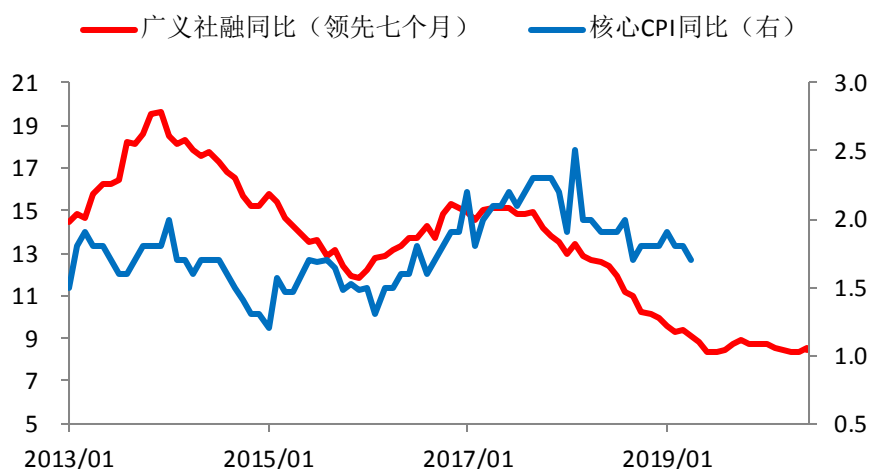


数据来源: Bloomberg, 安信证券

### 三、猪价拉高 CPI 的影响还远未体现，但预期已较充分

4 月物价数据波澜不惊，主要的关注点还是在猪价上。如我们预期的一样，核心 CPI 同比继续下行，印证了实体经济依然不振。根据社融领先的规律来看，2019 年全年核心 CPI 都将处于相对的低位。

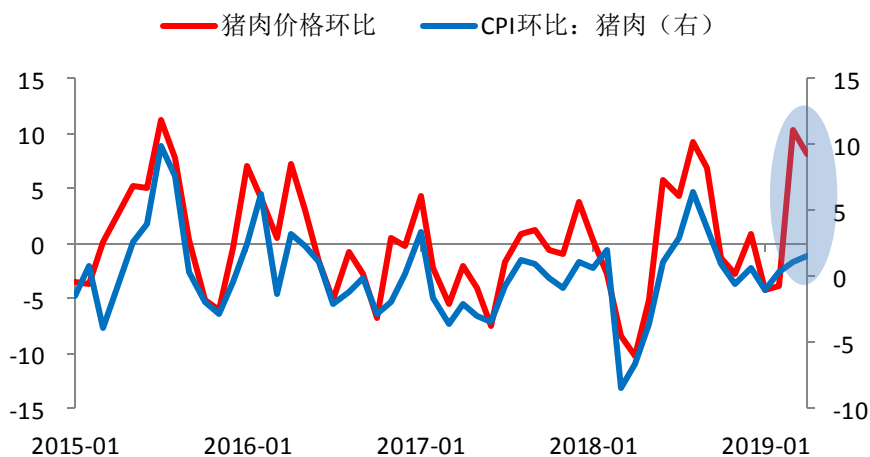
图 10: %



数据来源：Wind，安信证券

万众瞩目的猪价，并没有在 3-4 月的 CPI 中有明显的体现，这是因为猪肉的高频数据和统计局的猪肉数据在 3-4 月产生了较为显著的背离。但从历史数据上看，两者相关性很强，猪价上升的影响将在未来体现在 CPI 上。

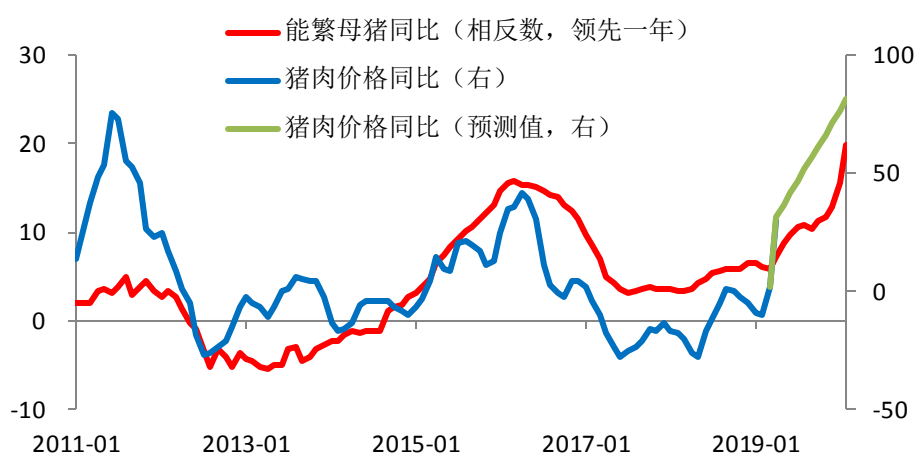
图 11: %



数据来源：Wind，安信证券

按照能繁母猪存栏量领先猪价的规律，猪肉价格同比年底突破 70% 是非常有可能的。在中性情形下，这可能拉动 CPI 在 2019 年底至 2020 年初期间上破 3%，甚至单月接近 3.5%。这已在市场预期之内，未来的关键在于猪瘟疫情是否进一步发酵。从目前的情形来看，局势似乎已经得到较为有效的控制。因此在中性假设下，猪价对 CPI 的影响依然可控。

图 12: %



数据来源：Wind，安信证券

图 13: %

## CPI 同比

3.50

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\\_12587](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12587)

