

宏观周报

经济不确定性增加，政策进入观望期

■ 核心观点

第一，一季度我国多项宏观数据好于市场预期，但很大程度上受益于宏观逆周期政策提前发力以及春节错位的短期影响。4月份的PMI、出口以及金融数据出现不同程度的回落。

第二，从中观数据来看，近期经济走势疲软。房地产销售虽然具有一定韧性，但3月的“小阳春”也出现一定降温。4月份乘用车销售继续低迷，挖掘机、重卡以及6大集团发电耗煤同比增速都出现较大幅度回落，短期工业生产较为疲软。

第三，经济数据的走弱说明一季度经济的好转只是意味着经济没有失速下滑，但国内的经济下行压力并未完全消除。短期经济呈现走弱迹象，叠加外部环境不确定性的增加，我国经济企稳在二季度可能存在一定的曲折。

第四，我国的货币政策承担着多重目标，需要在稳增长与防范系统性金融风险之间进行权衡。未来的货币政策是向边际收紧还是边际宽松的方向切换，可能取决于外部环境不确定性增加带来的负面影响大小以及接下来经济数据显示的经济下滑压力。但不管如何，大幅放松房地产调控和货币政策“大水漫灌”的局面大概率不会重现。

本周市场重点

■ 短期经济走弱，政策进入观望期

一季度我国多项宏观数据好于市场预期，但很大程度上受益于宏观逆周期政策提前发力以及春节错位的短期影响。进入4月份以来，各项宏观数据出现不同程度的回落，短期经济呈现走弱迹象，叠加外部环境不确定性的增加，我国经济复苏在二季度可能存在一定的曲折，未来的货币政策走向进入观望期，呈现“边走边看”态势。具体如下：

1) 从宏观数据看，4月份出现不同程度回落。2019年4月份制造业PMI回落0.4个百分点至50.1%，非制造业PMI回落0.5个百分点至54.3%，与历史同期最低值水平基本持平（2015年4月）。重要分项指标中，生产和需求指标都出现不同程度的回落。外贸数据方面，今年4月，我国出口增速较3月大幅回落16.9个百分点，降至-2.7%；进口增速则较3月回升11.6个百分点，升至4.0%；贸易顺差收窄。进口增速的大幅改善主要由于3月份企业等待进口增值税下调推迟进口行为。当前出口形势不容乐观，4月份我国对主要贸易伙伴出口均出现大幅下滑。剔除掉春节因素扰动，2019年1-4月出口累计同比增速为0.2%，1-4月对美出口累计下降9.7%，“抢出口”效应消退。展望来看，考虑到外部贸易摩擦的新变化可能将为我国贸易顺差带来压力、全球经济增长动能仍趋于下滑，未来我国出口增速可能将继续保持低迷态势，贸易顺差存在持续收窄的压力。此外，金融数据在一季度冲量后也出现一定程度的放缓，体现了在宏观经济边际企稳后逆周期的主动调节。

4月份的宏观数据走弱，说明了一季度经济数据的好转只是意味着经济没有失速下滑，但国内的经济下行压力并未完全消除。

2) 从中观数据来看，近期经济走势疲软。克而瑞研究中心的统计数据显示，4月全国28个重点城市整体成交2344万平方米，同、环比均降2%，自一季度以来的回升势头未能强势保持，3月的房地产市场“小阳春”出现一定降温。4月各地包括部委累计针对房地产的调控措施超过60次，调控频率明显增长。5月以来，国家发改委和央行相继明确楼市调控方向不变，一季度房地产市场“小阳春”恐难以持续。乘用车消费一直处于低迷态势，4月份乘用车销量增速再次大幅下降。4月份挖掘机销量同比增速降至7%，6大集团发电耗煤同比增速从4.2%降至-5.3%。5月上旬进一步下降至-17%，短期工业生产较为疲软。

3) 货币政策“边走边看”，进入观望期。4月份央行的多次表态以及公开市场操作的规模和频率显示，进入4月份以来，货币政策由一季度的稳健偏宽松转为边际收紧。5月份针对聚焦当地、服务县域的中小银行进行结构性降准，虽然可以部分对冲流动性缺口，但主要目的在于完善三档存款准备金框架，鼓励中小银行增加对民营企业信贷投放。我国的货币政策承担着多重功能，需要在稳增长与防范系统性金融风险之间进行权衡。随着国内经济的短期走弱以及外部环境不确定性的增加，未来的货币政策是向边际收紧还是边际宽松的方向切换，可能取决于外部环境不确定性增加带来的负面影响大小以及接下来经济数据显示的经济下滑压力。但不管如何，大幅放松房地产调控和货币政策“大水漫灌”的局面大概率不会重现。

上周市场动态

■ 央行结构性降准：三档准备金框架完善，民企宽信用政策加码

事件：5月15日开始，中国人民银行决定对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。

点评：人民银行本次对中小银行实行较低存款准备金率，是对国务院常务会议要求建立对中小银行实行较低存款准备金率政策框架的具体落实，本次操作传递以下信号：1) 央行的货币政策逐渐淡化数量型调控，加快向价格型调控转变。本次结构性降准释放的资金有限，并非是为了缓解最近的资金价格上涨，其目的在于鼓励中小银行对小微企业的信贷支持，改善小微企业的融资环境；2) 改善民营企业的融资环境仍是货币政策的重点。深耕于本地的中小银行具有位置和信息优势，对本土小微企业更加熟悉，有助于减少信贷投放过程中的信息不对称。结构性降准在改善民营企业融资环境的同时，也有助于防止全面降准带来的流动性大量流入房地产和基建领域，防控债务风险；3) 本次针对服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率，体现了三档存款准备金框架日趋完善。采取差异化的存款准备金制度，有助于更好地发展中小银行，填补大型金融机构无法或无力顾及的市场，从而改善间接融资供给不均衡的问题，这也是金融供给侧结构性改革的重要内容。4) 关注中小银行的潜在不良率可能会上升。在改善民营企业融资环境的同时，也应该放开服务业对民营资本的管制，提高民营资本的回报率，激发民营企业的投资热情，也有助于提高中小银行的资产质量。

■ 4月份外贸数据发布：贸易顺差再度收窄，外贸贡献度趋降

事件：5月8日，海关总署公布了4月份外贸数据：4月份，我国出口同比增速-2.7%（前值14.2%）；进口同比4.0%（前值-7.6%）；贸易差额138亿美元（前值327亿美元）。

点评：1) 4月出口增速回落，进口增速回升，贸易顺差再收窄。当前我国进、出口增速双双表现较弱：从去年11月至今年4月，我国出口增速均值为-0.1%，进口增速为-2.5%；而去年前10个月，我国出口增速均值达13.5%，进口增速更是高达20.4%。2) 4月我国出口增速的回落在不同贸易伙伴间较为普遍，但进口增速并未普遍反弹，其中我国对美国进口增速基本持平。增速水平上，我国对美国的进、出口增速也明显偏低。3) 展望来看，考虑到外部贸易摩擦的新变化可能将为我国贸易顺差带来压力、全球经济增长动能仍趋于下滑，这将使得净出口对GDP的支撑难以持续。未来我国出口增速可能将继续保持低迷态势，贸易顺差存在持续收窄的压力，外贸对经济贡献度将有所下降。预计5月我国出口增速小幅反弹至0%左右，进口增速回落至1%左右。

■ 4 月份物价数据发布：猪价推升 CPI 符合预期，PPI 短期仍有韧性

事件：5 月 9 日，国家统计局公布了 4 月物价数据：4 月份 CPI 同比 2.5%（上期 2.3%），环比 0.1%；PPI 同比 0.9%（上期 0.4%），环比 0.3%。

点评：1) 4 月 CPI 同比在食品价格拉动下继续攀升，猪价在淡季加速上升。未来猪价仍将是影响 CPI 走势的最重要因素：国际经验显示，夏季是非瘟疫病的高发期，随着产能的进一步去化，猪肉价格可能会加快上升；且 5 月之后猪肉逐步进入需求旺季，对价格的推升作用也将增强。2) 菜价和油价可能成为对冲 CPI 上涨的力量。近三个月鲜菜价格环比增速与其近五年均值相比相对偏强，5 月鲜菜价格增速回落可能性较大；油价基数走高也可能压制其增速。预计 5 月 CPI 同比增速保持 2.5%，对应环比增速为-0.2%。3) 4 月 PPI 同比继续小幅上升，环比连续两个月为正。短期内，考虑到地产仍然保持一定韧性，基建增速也仍在小幅回升，工业品价格仍有望维持相对强势。4) 目前房企拿地动能已经显著下降，全国销售面积和施工面积中近 6 成是由三四线城市提供，未来施工面积增速持续走强的动能可能不足，预计下半年工业品价格有再度转弱的可能。短期预计 5 月 PPI 同比增速降至 0.5%。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.5.10)	最新值分位	本周均值 (2019.5.6-10)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.88	77.2%	1.60	73.1%	-36.39bp	-79.90bp
R007	2.38	76.3%	2.35	74.0%	-46.47bp	-39.76bp
SHIBOR:3M	2.90	81.7%	2.92	81.6%	-0.42bp	10.35bp
1 年期国债收益率	2.69	83.5%	2.68	83.1%	-2.50bp	8.79bp
10 年期国债收益率	3.30	77.1%	3.34	77.7%	-6.42bp	0.44bp
1 年期国开债收益率	2.87	81.6%	2.89	81.5%	-2.69bp	16.09bp
10 年期国开债收益率	3.74	77.8%	3.76	77.9%	-6.44bp	-3.76bp
美元兑人民币:中间价	6.79	66.3%	6.76	64.9%	0.49%	0.71%
美元指数	97.34	60.9%	97.50	60.0%	-0.16%	0.20%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@pingan.com.cn）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_12591

