

中国央行操作微调，经济超预期后对政策有忧虑

——宏观高频数据周报第4期

核心要点：

- **本周关注：**(1) **美国 GDP、PCE。**4月26日美国 GDP 和 PCE 公布，美联储预计美国经济可能实现“轻微至温和”。同日，美联储关注的 PCE 数据也将公布，3月 CPI 上行至 1.9%，但时薪增速回落至 3.2%。通胀走势决定美联储的步伐，今年以来通胀低迷也是美联储暂停加息的重要原因。(2) **美国 3 月新屋和成屋销售。**房地产和汽车消费也是美国经济的重点，3月耐用品订单，4月密歇根大学消费者信心指数也同期公布。(3) **日本和加拿大央行利率决议。**预计日本的利率决议不会发生变化，日本通胀目标难以实现，3月份日本出口下降 2.4%，3年来首次出现逆差，这种经济前景迫使日本央行维持刺激。加拿大央行预计也将保持政策利率低于中性利率区间，3月份会议中，加拿大央行维持利率在 1.75% 的水平不变。(4) **中国 3 月规模以上工业企业利润同比。**1-2 月份，规模以上工业企业利润同比大幅下降 14%。3 月份 PPI 环比出现回升，PMI 也大幅上行，3 月月度工业增加值大幅回升至 8.5%，3 月份生产侧指标表现发良好，预计 3 月份利润同比回升。(5) **重要企业财报。**重要企业 1 季度财报，24 日贵州茅台、宝钢、微软、FACEBOOK、特斯拉、波音、卡特彼勒，25 日亚马逊、巴克莱、福特、中国国航，26 日中国银行、比亚迪、埃克森美孚、德意志银行。
- **重要事件：**(1) **中国经济运行数据公布。**GDP 超预期，第三产业贡献度加大，净出口对 1 季度 GDP 贡献超出预期，资本形成的贡献历史最低。1 季度金融行业的好转拉动同比上行 0.6%，对 GDP 的贡献度达到 9.9%，贡献比例超预期。工业生产受到季节影响走高，1 季度高于去年 4 季度。投资向上，基建小幅升高，房地产韧性很强，制造业走低。消费增速回升，但价格主导，实际消费回落。(2) **欧元区 Markit 制造业 PMI 处于低位。**4 月份欧元区制造业 PMI 初值录得 47.8%，其中德国 44.5%，法国 49.6%。德国的下滑仍然较为严重，新出口订单进一步下滑拖累了制造业景气度，尤其是汽车行业的需求尤其疲软。德国的疲软来自于全球贸易的疲软和不确定性。
- **全球市场：对央行的期望压倒了经济周期** 上周各国对经济数据和预期反应不一。欧元区迎来较差开局，4 月份制造业 PMI 指数仍然较低，虽然服务业 PMI 指数较好，但前景并不乐观，欧洲国家货币对美元全线走低，美元指数小幅上行。风险回避货币日元有微弱的上行，市场反应较为纠结，无论是制造业国家韩国还是资源国澳大利亚、阿根廷和巴西，货币都有所贬值。而中国受到自身良好数据的影响汇率反而有小幅上行。与汇市的风险回避相比，债市反应了不同的情绪，各主要国家债券收益率继续走高。中国宏观数据向好债市稍有看弱，美国正好相反，对美联储降息的预期降至 0.125 个百分点，现阶段美国经济的好转反而推升了长债收益率。欧洲表现较为纠结，不好的经济数据加大了欧央行 QE 的预期，加大了风险资产的吸引力。全球来看，经济周期虽然下行，但是市场关注力度在货币政策，在银行操作。对货币再 QE 和央行降息的希望推升了风险资产的吸引力。
- **央行重提货币政策总闸门，操作微调** 央行召开 1 季度货币委员会会议，会上重提管好货币政策总闸门，提出信贷增速和社融增速要与 GDP 增速相匹配。4 月 17 日，央行开展 1600 亿元逆回购操作和 2000 亿元 MLF 操作来替代到期的 3665 亿元 MLF 到期，操作上以短换长，央行货币操作已经出现微调。短期利率波动幅度加大，央行对货币市场资金利率较为合意。银行间市场资金利率小幅上行，市场流动性小幅收紧。银行间同业拆借加权利率隔夜、7 天和 1M 利率分别变化 0.88BP、3.21BP 和 31.38BP，存款类

宏观分析师



许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

机构质押回购利率隔夜、7天和1M利率分别上行0.55BP、1.68BP和15.86BP。上证所质押式回购利率隔夜、7天和14天分别上行65BP、8.5BP和8.5BP。实体经济市场利率也有升高，票据利率上行15BP，同业存款利率也出现上行。低频数据信托利率3月份数据显示，信托产品利率下行，房地产信托3月份平均利率下行100BP，这与3月份市场流动性较好相关。

- **蔬菜重回季节性，猪肉价格下跌** 农产品价格上周下行，商务部价格显示上周猪肉价格下行0.7%。22省市平均生猪价格4月19日录得14.88元/公斤，猪肉价格上涨稍有减缓，可能走出2016年猪周期模式。商务部显示蔬菜价格回落，天气回暖蔬菜供应增加，蔬菜价格属于季节性回落。
- **钢厂开工率继续上行，黑色库存快速下滑** 铁矿石库存上周继续下滑，钢厂补货积极，螺纹钢库存继续下滑，社库上周下滑58.07万吨，钢厂库存下降2.71万吨，厂库库存下降速度减弱，可能源于产量上行。上周澳洲铁矿石发货量回升了129.2万吨至1527.5万吨，巴西回升152.7万吨至358.4万吨，铁矿石生产恢复。唐山钢厂开工继续受到压制，高利润下全国高炉开工率上行至70.03%，接近18年高点，开工率继续上行。废钢价格稍有回落，可能源于近期铁矿石价格走低。
- **大宗商品回落，对政策调整有忧虑** 上周南华商品指数下滑1.45%至1470.75点，大宗商品价格下滑，工业品指数小幅下滑1.53%，农产品指数和金属指数分别下行0.83%和2.02%。经济数据公布，大宗商品并未随之走高，担心接下来的政策微调后对需求的压制占了更为主导地位。南华商品价格在周四下行后周五出现小幅反弹。

原油继续走高，MICEX、WTI、IPE和INE原油期货均出现上行，IPE原油达到71.97美元/桶，WTI原油到达64.0美元/桶。原油市场重新转向供给面，OPEC的减产、美国对伊朗和委内瑞拉的制裁、以及利比亚冲突并未结束，地缘政治对原油的影响加大。而有预期在OPEC之外会有突然的减产，尤其是美国对伊朗原油出口豁免取消。而市场暂未关注需求面，在关注重回需求之前，原油价格可能继续走高。化工品价格上周走低，化工品可随原油价格上行而上行，但其中游生产企业处于去库存阶段，成本和库存两方面作用与化工品。

螺纹钢上周回落1.69%至3713元/吨，热卷下滑0.68%至3663元/吨，铁矿石受到巴西复产影响继续回落5.06%至619元/吨，焦煤上行0.92%至1321元/吨。螺纹钢价格持续上行趋势并未打破，新开工和生产的延续可能支撑螺纹钢价格延续至5月初，而5月魔咒到来，螺纹钢价格下行的幅度可能不如预期。虽然对宏观刺激的预期降低，但资金回暖已成事实，需求衰退不会很快到来。对家电、汽车等消费品的刺激计划提上日程，可能会对热卷有一定支撑。由于供给侧改革的影响，宏观因素到黑色的传导不那么有效，更需关注供给的变化，但是对有色金属的传导仍然较强，全球经济下行的背景下，中国因素的提升可能并不能带动有色价格持续走高。

农产品价格微弱变动，大商所玉米和CBOT玉米上周分别变化0.95%和-0.61%至1904元/吨和367.25美分/蒲式耳，大商所黄大豆1号和黄大豆2号出现小幅上行，CBOT黄豆下行1.60%至894.25美分/蒲式耳。农产品价格处于低位，尤其是豆粕、大豆的价格，玉米可能暂时保持稳定，价格变化要等到中美贸易谈判落地。

软商品方面，郑商所白糖和纽期所11号糖继续回升，白糖可能进入新旧周期交替的位置，未来可能周期性上行。鸡蛋价格小幅上行，鸡蛋每年6月份进入涨价周期，源于天气热不利于鸡蛋生产，而鸡蛋对猪肉的替代也是未来看好鸡蛋的一个理由。苹果上周涨幅达到7.45%，达到8222元/吨，但苹果交易并不成熟。CME精猪价格走高13.75%，到达90.2美分/磅，中国需求逐步进入视野。综合来看，除了周期性的产品如白糖、猪肉等，天气暂未对农产品价格产生影响。

国家	日期	事件或数据
中国	4月27日(周六)	中国3月规模以上工业企业利润年率(%)
	4月22日(周一)	---
	4月23日(周二)	欧元区4月消费者信心指数
欧洲	4月24日(周三)	德国4月IFO商业景气指数、瑞士4月ZEW投资者信心指数
	4月25日(周四)	英国4月CBI工业订单差值
	4月26日(周五)	英国4月CBI零售销售差值
美国	4月22日(周一)	美国3月成屋销售年化总数(万户)
	4月23日(周二)	美国2月FHFA房价指数月率(%)、美国3月季调后新屋销售年化总数(万户)
	4月24日(周三)	截至4月19日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国2月贸易帐(亿美元)、美国2月批发库存月率(%)
	4月25日(周四)	截至4月20日当周初请失业金人数(万)、美国3月耐用品订单月率初值(%)
	4月26日(周五)	美国第一季度实际GDP年化季率初值(%)、美国第一季度核心PCE物价指数年化季率初值(%)、美国4月密歇根大学消费者信心指数终值
其他	4月24日(周三)	澳大利亚第一季度CPI年率(%)、加拿大4月央行基准利率(%)
	4月25日(周四)	日本4月央行政策余额利率(%)
	4月26日(周五)	日本4月东京CPI年率(%)

目录

一、对央行的期望压倒经济周期.....	1
二、央行重提货币总闸门，操作微调.....	3
三、蔬菜重回季节性，猪肉价格下跌.....	6
四、钢厂开工率继续上行，库存快速下滑.....	7
五、大宗商品回落，对政策调整有忧虑.....	9

一、对央行的期望压倒经济周期

上周各国对经济数据和预期反应不一。欧元区迎来较差开局，4月份制造业 PMI 指数仍然较低，虽然服务业 PMI 指数较好，但前景并不乐观，欧洲国家货币对美元全线走低，美元指数小幅上行。风险回避货币日元有微弱的上行，市场反应较为纠结，无论是制造业国家韩国还是资源国澳大利亚、阿根廷和巴西，货币都有所贬值。而中国受到自身良好数据的影响汇率反而有小幅上行。

与汇市的风险回避相比，债市反应了不同的情绪，各主要国家债券收益率继续走高。中国宏观数据向好债市稍有看弱，美国正好相反，对美联储降息的预期降至 0.125 个百分点，现阶段美国经济的好转反而推升了长债收益率。欧洲表现较为纠结，不好的经济数据加大了欧央行 QE 的预期，加大了风险资产的吸引力。

全球来看，经济周期虽然下行，但是市场关注力度在货币政策，在银行操作。对货币再 QE 和央行降息的希望推升了风险资产的吸引力。

表 1: 各国债券收益率 (单位: %)

国家	期限	4月19日 (%)	4月12日 (%)	变化 (BP)
中国	10Y	3.3741	3.3334	4.07
美国	10Y	2.5700	2.5100	6.00
日本	10Y	-0.0260	-0.0510	2.50
德国	10Y	0.0400	0.0100	3.00
法国	10Y	0.3700	0.3990	-2.90
英国	10Y	1.2521	1.2501	0.20
意大利	10Y	2.6120	2.5400	7.20
澳大利亚	10Y	1.9550	1.8800	7.50
俄罗斯	10Y	8.2400	8.2100	3.00
印度	10Y	7.4200	7.4090	1.10
巴西	10Y	8.9600	8.9800	-2.00
韩国	5Y	1.7880	1.7690	1.90
印尼	10Y	7.5800	7.6800	-10.00
新加坡	10Y	2.1500	2.1000	5.00
越南	10Y	4.7740	4.7960	-2.20

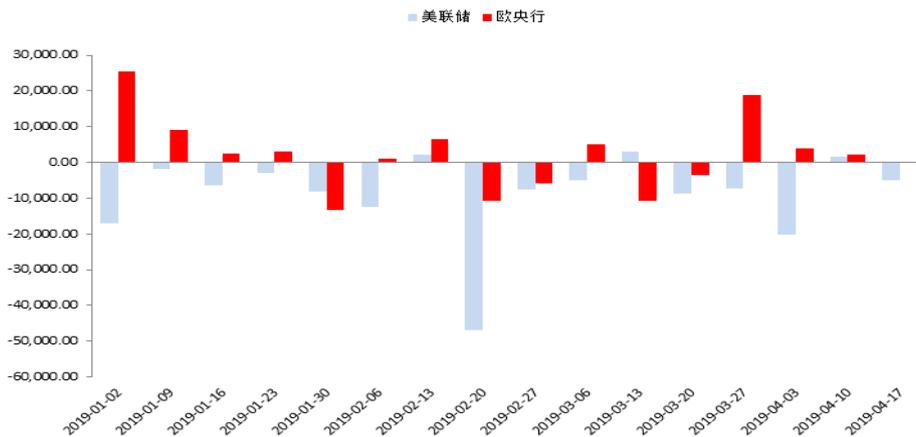
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

表 2: 美元指数和各国汇率 (单位: %)

名称	代码	4月19日	周变化%	年初以来变化%	升/贬值
美元指数	USDX	97.3750	0.44	1.35	↑
人民币	USDCNY	6.7034	-0.17	-2.37	↑
日元	USDJPY	111.920	-0.09	2.14	↑
欧元	USDEUR	0.8893	0.48	1.97	↓
英镑	USDGBP	0.7696	0.58	-1.82	↓
加元	USDCAD	1.3393	0.50	-1.81	↓
澳元	USDAUD	1.3982	0.30	-1.38	↓
韩元	USDKRW	1136.9	0.34	1.90	↓
新加坡元	USDSGD	1.3547	0.13	-0.57	↓
泰铢	USDTHB	31.5504	0.00	-1.99	→
越南盾	USDVND	22996	0.03	0.75	↓
巴西雷亚尔	USDBRL	3.9370	1.65	1.61	↓
阿根廷比索	USDARS	41.7800	0.53	10.50	↓

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 1: 美联储和欧央行资产变化 (单位: 百万美元、百万欧元)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

二、央行重提货币总闸门，操作微调

央行召开1季度货币委员会会议，会上重提管好货币政策总闸门，提出信贷增速和社融增速要与GDP增速相匹配。4月17日，央行开展1600亿元逆回购操作和2000亿元MLF操作来替代到期的3665亿元MLF到期，操作上以短换长，央行货币操作已经出现微调。短期利率波动幅度加大，央行对货币市场资金利率较为合意。

银行间市场资金利率小幅上行，市场流动性小幅收紧。银行间同业拆借加权利率隔夜、7天和1M利率分别变化0.88BP、3.21BP和31.38BP，存款类机构质押回购利率隔夜、7天和1M利率分别上行0.55BP、1.68BP和15.86BP。上证所质押式回购利率隔夜、7天和14天分别上行65BP、8.5BP和8.5BP。

实体经济市场利率也有升高，票据利率上行15BP，同业存款利率也出现上行。低频数据信托利率3月份数据显示，信托产品利率下行，房地产信托3月份平均利率下行100BP，这与3月份市场流动性较好相关。

表3: 市场拆借利率变化 (单位: %)

指标	期限	4月19日(%)	4月12日(%)	变化 (BP)	
银行间同业拆借利率(SHIBOR)	O/N	2.5570	2.6520	-9.50	↓
	7D	2.6540	2.6690	-1.50	↓
	1M	2.7910	2.6860	10.50	↑
	6M	2.8720	2.8420	3.00	↑
银行间同业拆借加权利率 (IB)	O/N	2.7008	2.6920	0.88	↑
	7D	3.1367	3.1046	3.21	↑
	1M	3.0354	2.7216	31.38	↑
	6M	3.3500	4.1500	-80.00	↓
香港同业拆借利率 (HIBOR)	O/N	1.7136	1.6829	3.07	↓
	7D	1.8000	1.8293	-2.93	↓
	1M	1.9484	1.8814	6.70	↓
香港人民币同业拆借利率(CNH HIBOR)	O/N	2.5520	2.3698	18.22	↑
	7D	2.7173	2.5117	20.57	↑
	1M	2.9203	2.7732	14.72	↑

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

表 4: 市场回购利率变化 (单位: %)

指标	期限	4月19日(%)	4月12日(%)	变化 (BP)	
银行间质押回购利率	R01	2.6935	2.6944	-0.09	↓
	R07	2.7562	2.7254	3.08	↑
	R14	2.8905	2.8986	-0.81	↓
	R1M	3.1720	3.2421	-7.01	↓
存款类机构质押回购利率	DR01	2.6540	2.6485	0.55	↑
	DR07	2.6859	2.6691	1.68	↑
	DR14	2.8715	2.8005	7.10	↑
	DR1M	2.9667	2.8081	15.86	↑
银行间买断回购利率	OR01	2.7457	2.7610	-1.53	↓
	OR07	2.6187	2.7424	-12.37	↓
	OR14	2.9663	2.9904	-2.41	↓
银行间回购定盘利率	FR01	2.6800	2.6600	2.00	↑
	FR07	2.7000	2.7000	0.00	→
	FR14	2.8500	2.9000	-5.00	↓
银银间回购定盘利率	FDR01	2.6700	2.6500	2.00	↑
	FDR07	2.6800	2.6600	2.00	↑
	FDR14	2.8500	2.8000	5.00	↑
上证所质押式国债回购	GC01	2.8650	2.2150	65.00	↑
	GC07	2.7900	2.7050	8.50	↑
	GC14	2.9100	2.8250	8.50	↑
	GC28	2.7900	2.8750	-8.50	↓

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

表 5: 信贷利率 (单位: %)

品种	期限/地区	4月19日	4月12日	变化 (BP)	
票据直贴利率 (6个月)	珠三角	3.00	2.85	15.00	↑
	长三角	2.95	2.80	15.00	↑
	中西部	3.05	2.90	15.00	↑
	环渤海	3.10	2.95	15.00	↑
同业存款利率	7D	2.51	1.93	58.00	↑
	1M	2.72	2.49	22.55	↑
	6M	2.95	2.87	7.49	↑
	1Y	3.16	3.10	6.08	↑
理财产品收益率 (人民币)	7D	3.70	3.88	-18.41	↓
	1M	4.07	4.21	-14.13	↓
	6M	4.29	4.34	-4.87	↓
	1Y	4.39	4.36	3.22	↑
信托产品收益率	期限	2019年3月	2019年2月	变化	
非证券类投资	1年以下 (含1年)	7.43	7.69	-26.27	↓
	1年-2年 (含)	7.73	7.77	-3.39	↓
	2年-3年 (含)	7.38	7.53	-14.81	↓
债权投资信托	1年以下 (含1年)	8.20	8.20	0.00	→
房地产信托	1年以下 (含1年)	7.80	8.80	-100.00	↓

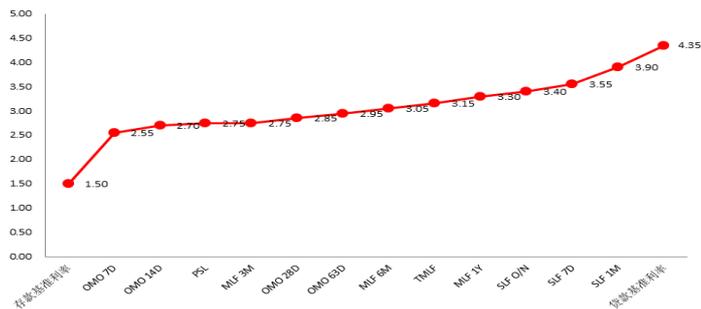
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

表 6: 政策利率 (单位: %)

存款基准利率 (1年)	1.50			
贷款基准利率 (1年)	4.35			
抵押补充贷款 (PSL)	2.75			
存款准备金率	中小型金融机构	大型金融机构		
	11.50	13.50		
逆回购利率	OMO 7D	OMO 14D	OMO 28D	OMO 63D
	2.55	2.70	2.85	2.95
常备借贷便利	SLF O/N	SLF 7D	SLF 1M	
	3.40	3.55	3.90	
中期借贷便利	MLF 3M	MLF 6M	MLF 1Y	TMLF
	2.75	3.05	3.30	3.15

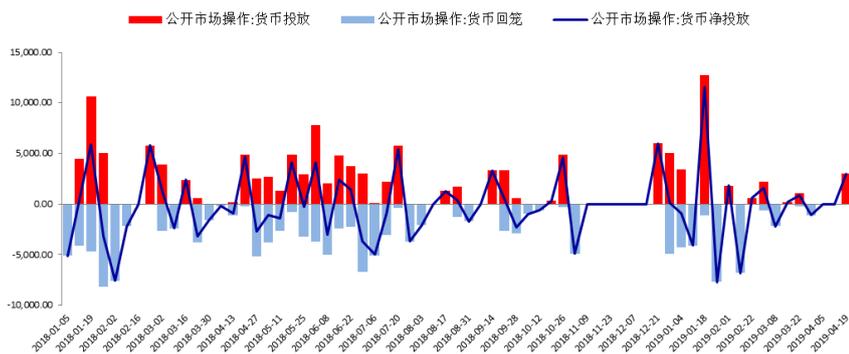
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 2: 政策利率曲线



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 3: 央行公开市场业务投放回笼周度统计



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

表 7: 债券收益率 (单位: %)

品种	期限	4月19日 (%)	4月12日 (%)	变化 (BP)
国债	1Y	2.6797	2.5200	15.97 ↑
	3Y	2.9916	2.9453	4.63 ↑
	5Y	3.2024	3.1778	2.46 ↑
	10Y	3.3741	3.3334	4.07 ↑
国开债	1Y	2.7278	2.6589	6.89 ↑
	3Y	3.3616	3.3645	-0.29 ↓
	5Y	3.7001	3.6772	2.29 ↑
	10Y	3.8064	3.8084	-0.2 ↓
地方政府债AAA	1Y	2.9397	2.7900	14.97 ↑
	3Y	3.2316	3.2353	-0.37 ↓
	5Y	3.6024	3.5378	6.46 ↑
	10Y	3.8541	3.7634	9.07 ↑

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

表 8: 公司债收益率 (单位: %)

品种	期限	4月19日 (%)	4月12日 (%)	变化 (BP)
公司债AAA	1Y	3.3254	3.2664	5.9 ↑
	3Y	3.9817	3.8606	12.11 ↑
	5Y	4.2890	4.1650	12.4 ↑
	10Y	4.6012	4.5514	4.98 ↑
公司债AA	1Y	3.5931	3.5309	6.22 ↑
	3Y	4.3957	4.3175	7.82 ↑
	5Y	5.2537	5.1601	9.36 ↑

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_12977



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn