

宏观周报

逆周期调控不会全面转向，结构性改革更值得期待

■ 核心观点

第一，本周的政治局会议肯定了一季度经济开局良好，但国内经济下行压力并未消除。我们认为一季度多项经济数据好于预期只是意味着当前经济没有失速下滑，或者出现企稳迹象，但好转的经济数据背后也存在一些隐忧，经济数据能否持续改善还有待进一步观察。

第二，货币政策边际调整，财政政策保持宽松。我国的货币政策承担着多重功能，在经济下行压力较大时，货币政策作为逆周期调节政策主要目标是稳增长。但在稳增长的同时，需要兼顾着防范系统性金融风险，这就决定了一旦经济出现企稳迹象，货币政策需要边际收紧。虽然货币政策边际调整，但积极的财政政策并未改变，依然保持宽松。

第三，结构性和体制性改革政策值得期待。如果经济下行压力来自周期性因素，只需要发挥货币政策和财政政策的逆周期调节功能；但如果经济下行来自结构性和体制性因素，那就需要推行结构性和体制性改革来提高潜在经济增速。

第四，继续落实“房住不炒”，房地产调控不会大幅放松。在国内依然存在下行压力的背景下，本轮政策调控并没有把房地产作为刺激经济的工具，这彰显了政府坚决调控房地产的决心以及对房地产潜在金融风险的重视。

本周市场重点

本周召开的中央政治局会议部署了下一阶段的经济安排，政策重点出现调整倾向，具体如下几点值得关注：

1) 肯定一季度的开局良好，但经济下行压力并未消除。会议认为一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好，但也要清醒看到，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力。受益于宏观逆周期政策持续发力和中美贸易摩擦的缓和，我国一季度多项宏观数据好于市场预期。一季度实际 GDP 同比增长 6.4%，好于市场预期的 6.3%。具体来看，外贸、消费、基建投资、房地产投资以及具有前瞻性的 PMI 和金融数据基本都出现好转，叠加 3 月的发电煤耗、挖掘机、起重机销量等高频指标指向经济回暖，经济企稳迹象渐显。但这些经济数据的好转只是意味着当前经济没有失速下滑，出现企稳迹象，国内的经济下行压力并未完全消除，经济数据能否持续改善还有待进一步观察。

我们认为一季度的经济数据仍然存在一些隐忧：其一，从结构上看，净出口对今年一季度经济增长贡献最大。但随着全球经济走弱对国内出口的负面影响逐渐显现以及中国存在扩大对美进口的可能性，衰退式顺差为 GDP 提供的支撑可能难以持续。其二，当前房地产投资增速回升，主要是受施工面积增速上升推动所致。未来土地购置方面的下行压力将进一步显现，竣工面积的回升可能会带动施工面积增速回落，房地产投资增速存在下行压力。其三，当前消费增速的回升受油价增速上升的影响较大，而油价增速在后期回落的可能性较大，汽车销售增速也未明显回暖，消费增速的回升恐难以持续。其四，3 月工业

生产超预期存在一些短期因素的影响，包括：春节错位带来的开工旺季错位；4月实施增值税减税政策导致企业生产采购前置；环保限产明显放松等。预计二季度GDP增速小幅降至6.3%。

2) 货币政策边际调整，财政政策保持宽松。2019年货币政策的重点在于修复传导机制和改善中小微企业的融资环境，实现宽货币向宽信用的转换，以发挥逆周期调节实现“稳经济”的功能，“大水漫灌”的局面不会重现。当前货币市场流动性合理充裕，银行间市场利率处于低位，一季度社融增速出现反弹，实体经济也出现了好转，货币政策进一步放松的必要性有所下降。央行一季度例会重提把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。同时，4月17日，央行通过续作2000亿MLF以及1600亿逆回购进行市场流动性调节，而非宽松信号更加明确的降准。这说明货币政策边际收紧，但并不是货币政策全面转向紧缩。**我国的货币政策承担着多重功能，在经济下行压力较大时，货币政策作为逆周期调节政策主要目标是稳增长。但在稳增长的同时，需要兼顾着防范系统性金融风险，这就决定了一旦经济出现企稳迹象，货币政策需要边际收紧。**

虽然货币政策边际调整，但积极的财政政策并未改变，依然保持宽松。2019年一季度财政政策加力提效，全国一般公共预算支出累计增速达15%，其中3月增速15.4%，较1-2月扩大0.8个百分点，高于去年同期增速4个百分点。新增地方政府一般债全年限额为9300亿元，一季度新增6114亿元，已经接近全年额度的2/3。2019年新增专项债限额2.15万亿元，争取9月底前发行完毕，一季度新增7062亿元，节奏明显快于往年，约为目标的1/3，后续仍有提速可能。

3) 结构性和体制性改革政策值得期待。本次政治局会议认为“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”。**如果经济下行压力来自周期性因素，只需要发挥货币政策和财政政策的逆周期调节作用；但如果经济下行来自结构性和体制性因素，那就需要推行结构性和体制性改革来提高经济潜在增速。**政治局会议首次提及“体制性”因素，这意味着可能会有一些体制性的制度改革举措推出。事实上，上周发改委印发的《2019年新型城镇化建设重点任务》关于户籍制度改革，加大非户籍人口在城市落户推进力度，就是一个典型的体制性改革举措。通过深化户籍制度改革，放宽大城市的落户限制，推动常住非户籍人口转为户籍人口，有助于减缓我国的人口红利下行，从而在中长期内提振我国的潜在经济增速。

4) 继续落实“房住不炒”，房地产调控不会大幅放松。今年的《政府工作报告》没有提“房住不炒”，不少城市的调控政策出现局部性宽松，如菏泽、太原取消限售，北京、厦门等城市土地拍卖出现松动，杭州、珠海等城市的购房门槛下调，多个城市下调首套房贷款利率，房地产调控力度有所放松。受益于政策的放松，3月份以来房地产市场也迎来了小阳春，具体表现在一二线城市成交回暖、一二三线城市新建商品住宅销售价格同比和环比都出现不同程度的上涨，尤其是二线和三线城市上涨幅度较大。本次政治局会议再次重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。随后，住建部对2019年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。在国内依然存在下行压力的背景下，本轮政策调控并没有把房地产作为刺激经济的工具，这彰显了政府坚决调控房地产的决心以及对房地产潜在金融风险的重视。

上周市场动态

■ 一季度经济数据公布，衰退式顺差促进经济增速企稳

事件：4月17日，国家统计局公布了2019年1季度经济数据：1季度GDP增速6.4%；3月工业增加值增速8.5%；1季度固定资产投资增速上升至6.3%，其中房地产投资增速升至11.8%，基建投资增速升至2.9%，制造业投资增速下滑至4.6%；3月社零消费增速回升至8.7%，地产相关的家电、家具、建材增速分别回升至15.2%、12.8%、10.8%，石油制品消费增速回升至7.1%，汽车销售增速下滑至-4.4%。

点评：1) 一季度经济增速企稳。从结构上看，净出口对今年一季度经济增长贡献最大，这是由衰退式顺差所导致即今年一季度进口增速的降幅相对出口增速更为显著；而客观来说，去年四季度和今年一季度我国进、出口增速接连下台阶，对外贸易形势较为疲弱。展望来看，衰退式顺差为GDP提供的支撑可能难以持续。我们预计二季度GDP增速小幅降至6.3%。2) 工业生产企稳确认，多因素促成增速超预期。3月工业增加值增速创逾四年半新高，大幅超出市场预期。从行业上看，传统行业和高技术行业对本次工业增加值的大增均有贡献。总体上，本次工业增加值的大幅反弹一定程度释放了当前宏观经济企稳的信号，但考虑到需求端仍存下行压力，其持续性仍需观察。我们预计4月工

业增加值增速小幅回落到 6.8%。3)投资增速小幅上升：地产强韧基建回暖，制造业继续下滑。1-3 月房地产投资增速继续回升，仍然是受施工面积增速上升推动所致，土地购置继续形成负面拖累。展望来看，我们认为房地产投资增速仍然有下行压力。基建投资增速的逐步回暖和制造业投资增速的下行走势符合预期，展望来看，基建投资增速回暖、制造业投资增速放缓的趋势可能将继续延续。预计 4 月累计投资增速小幅回落至 6.1%。4) 价格推升名义消费增速，地产相关消费回稳。3 月社零消费增速继续小幅回升，不过实际消费增速却回落 0.4 个百分点至 6.7%，油价增速的回升可能对 3 月名义消费增速的上升贡献较大。此外，房地产相关消费也显现出回稳迹象。考虑到当前消费增速的回升受到了较大的价格影响，而油价增速在后期回落的可能性较大、汽车销售增速也未明显回暖，预计 4 月消费增速降至 8.2%。

■ 上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》

事件：4 月 16 日，上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》，对战略投资者、保荐机构相关子公司跟投、新股配售经纪佣金、超额配售选择权、发行定价配售程序等作出了明确规定和安排。

点评：该指引是科创板上市步入实质阶段的一项重要制度安排，为新股的平稳发行提供必要的制度保障，整体符合预期，值得市场关注的核心规定集中在：1) 明确券商跟投比例 2-5%，锁定期 24 个月，主要目的是规避曾出现在创业板 IPO 定价的“三高”问题，同时贯彻保荐机构的资本约束要求，短期来看对券商的自有资金压力不大，长期来看对资本实力形成考验；2) 要求承销商收取新股配售经纪佣金并自主确定合理的佣金费率，一方面引导承销商在定价中兼顾发行人及投资者利益，另一方面为券商增加新的业务盈利点；3) 设置超额配售选择权，目的是稳定新股价格，防止发行后跌破发行价，但从实践经验来看，出现定价过高或重大利空时实际效果有限；4) 细化发行定价配售程序，强化报价约束，规定同一网下投资者拟申购价格最高价与最低价的差额不得超过最低价的 20%，初步询价后剔除报价最高不低于 10%。对发行人及主承销商审慎定价，网下投资者理性报价起到促进作用。

■ 发改委：第四批国企混改名单上报

事件：4 月 18 日，国家发展改革委召开主题发布会，中国国家发展和改革委员会政策研究室主任、新闻发言人袁达透露，第四批试点备选名单已上报国务院国有企业改革领导小组，待审定同意后，将启动试点实施工作。第四批混改试点数量将超过 100 家企业，不局限于重要领域企业，也包括具有较强示范意义的充分竞争领域企业，以及已实现股权混合、拟进一步完善治理的混合所有制企业。

点评：去年 2 季度以来，国改政策频频出台，国改政策框架逐步完善，国企混改作为改革的重要突破口，有望成为重要题材提高股市投资价值，进一步带动中小盘高成长股上行。第四批国企混改试点的主要定位是“扩数量”和“扩领域”，提出在完全竞争领域推行混改并允许社会资本控股，利于在竞争领域放开管制、提高民资占比，增加民企在竞争性行业的市场准入、审批许可、经营运营、招投标等方面的平等待遇，同时优化上市公司股权结构、控股权及所有制，对经济结构调整、产业结构升级具有重大意义。随着国企改革红利逐步释放和减税降费政策效应的更高显现，国企盈利水平可能会有进一步提高，实现国有资产的保值增值，有序推进国资从管企业到管资本的转变。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.4.19)	最新值分位	本周均值 (2019.4.15-19)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.69	92.0%	2.89	93.6%	65.02bp	-3.85bp
R007	2.76	84.7%	3.04	87.0%	44.99bp	-8.93bp
SHIBOR:3M	2.82	80.3%	2.79	78.7%	3.42bp	-1.64bp
1 年期国债收益率	2.68	83.5%	2.64	82.7%	15.40bp	7.24bp

	最新值 (2019.4.19)	最新值分位	本周均值 (2019.4.15-19)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
10 年期国债收益率	3.37	78.8%	3.38	78.5%	9.05bp	16.07bp
1 年期国开债收益率	2.73	79.1%	2.73	78.4%	9.25bp	8.85bp
10 年期国开债收益率	3.81	79.2%	3.84	79.1%	5.84bp	15.28bp
美元兑人民币:中间价	6.70	65.1%	6.71	64.3%	-0.98%	0.24%
美元指数	97.38	61.0%	97.18	59.1%	0.14%	0.38%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_12991

