

货币短期不再那么松，效率提升加快

——419 中央政治局会议点评

新华社北京4月19日电，中共中央政治局4月19日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。我们做出如下解读：

- **对经济增长稍有乐观，明确“提质增效”的重点。**会议表示，“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”；但同时指出，“国内经济存在下行压力”；表明决策层对经济增长的判断有一定的乐观预期，并且认识到经济增长的下行，除掉“周期性”因素影响，更多是“结构性”、“体制性”因素。这意味着，一方面，经济增速重心的下移是趋势（要素约束下的潜在增长率下行，体现结构性）；另一方面，对冲经济下行、提高经济增长质量更多需要深化改革（提高全要素生产率，通过体制性改革释放活力、提高效率）。
- **货币政策变得没有预期的“那么松”。**会议表示，“做好全年经济工作……把握好度，坚持宏观政策要稳”，“坚持结构性去杠杆”，“稳健的货币政策要松紧适度”。本次会议在政策方面尤其强调了“度”的把握（而此前的背景是3月信贷社融大幅超预期、部分城市房价上涨预期重燃、资金加杠杆炒股炒房现象增加、大水漫灌的强刺激预期有所升温），结合4月以来央行澄清降准传闻、OMO+到期续作的方式对冲到期MLF、住建部对房地价波动较大城市预警、证监会严查配资等违规杠杆资金等政策变化，这表明“度的把握”意味着政策转向“边际趋紧”。但下行压力仍存的背景下，“紧”的力度也不会太大。
- **一二线城市地产政策放松概率下降。**本次会议重提“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，再次传达了决策层并不希望房价大幅上涨预期重燃，对房价的态度明确是“稳”。同时，强调“城市政府主体责任的长效调控机制”，意味着房地产税、土地制度改革等政策有望加快落地，部分城市地产调控政策可能短期难以放松。
- **产业政策转型方向服务于“高质量发展”的目标。**会议指出，“要加快传统产业转型升级”，“做强做大新兴产业”，“有效支持民营经济和中小企业发展”，“加快金融供给侧结构性改革”，“以关键制度创新促进资本市场健康发展”，“高水平对外开放”等，这意味着提高全要素生产率的主要方式，是通过营造更加适合创新的环境，来推动技术进步和效率提升。
- **对市场的含义是短期偏中性、长期利多。**从短期看，货币政策预期转向“不再那么松”更加明确，但市场前期可能已经进行部分定价，所以影响偏中性。从中长期来看，经济增速的提前企稳，以及经济增长的提质增效，意味着企业ROE有望提前企稳回升，从而对市场中长期上涨提供支撑。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

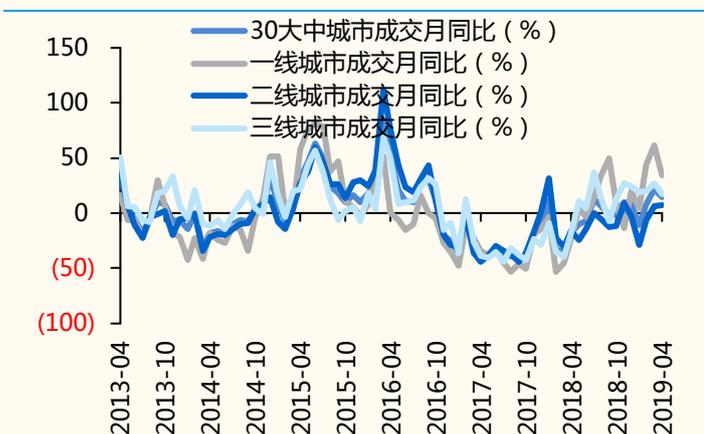
中观层面，从高频数据来看，4月以来供给有所走弱（30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄，土地成交面积同比跌幅小幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌，六大发电集团日均耗煤量同比由涨转跌）。金融市场方面，资金价格上升，债券收益率持续上升，人民币兑美元升值，全球股市上涨，国内工业品价格分化。

风险提示：1.名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

一、中观市场方面，4月供给有所走弱

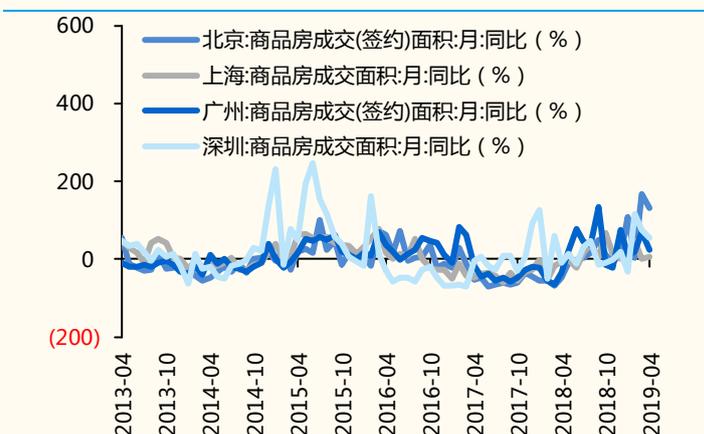
- 4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅略微扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为14.3%（前值21.9%）。一线城市同比34.5%（前值61.8%）、二线城市同比6.8%（前值6.1%），三线城市同比17.4%（前值26.8%）。北京、广州、深圳房地产销售涨幅收窄，上海房地产销售涨幅小幅扩大。
- 4月以来土地成交面积同比跌幅小幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-25.8%（前值-24.0%），土地成交总价同比为-30.8%（前值为20.2%）。
- 截止4月第二周汽车零售同比跌幅扩大。截止4月第二周，乘联会车市零售同比较3月同比跌幅扩大（-23%，前值-12.0%），批发同比跌幅扩大（-30.0%，前值-14.0%）。前一周，电影票房收入、观影人次、电影放映场次下降。

图表 1：4月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



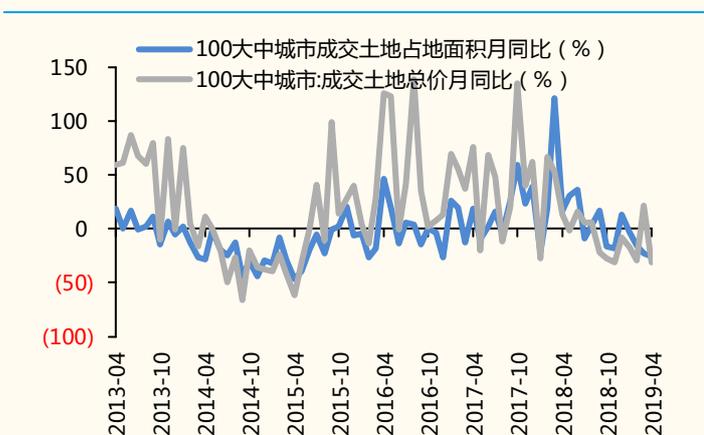
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：4月以来北上广深地产销售均表现较好



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：4月以来土地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 4：4月第二周汽车零售同比跌幅扩大

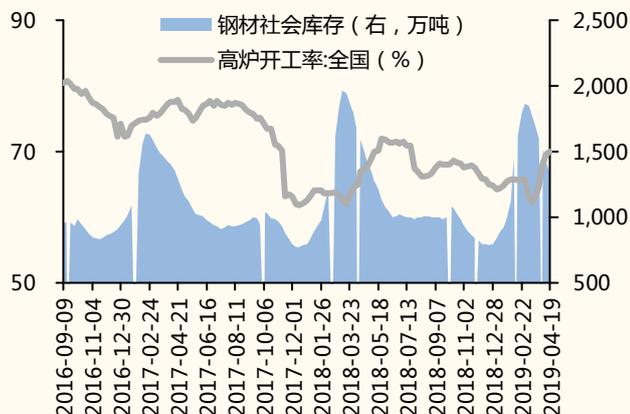


来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降。具体来看，上周高炉开工率上升为70.0%。上周钢铁库存下降至1334.8万吨。

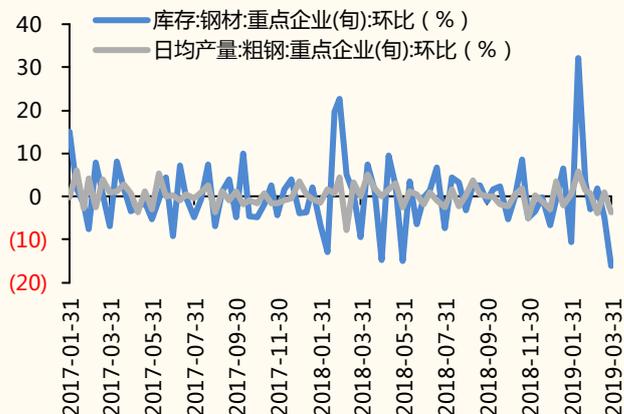
- 4月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由涨转跌。具体来看，上周六大发电集团日均煤下降3.1%，至63.9万吨。4月以来六大发电集团日均煤耗同比由涨转跌(-2.9%，前值4.2%)。

图表 5: 上周高炉开工率上升, 钢铁社会库存下降



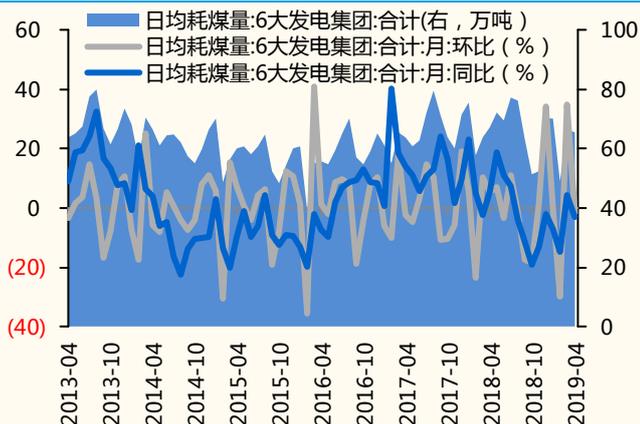
来源: 中国钢铁工业协会, 国金证券研究所

图表 6: 3月下旬重点钢铁企业生产下降, 库存下降



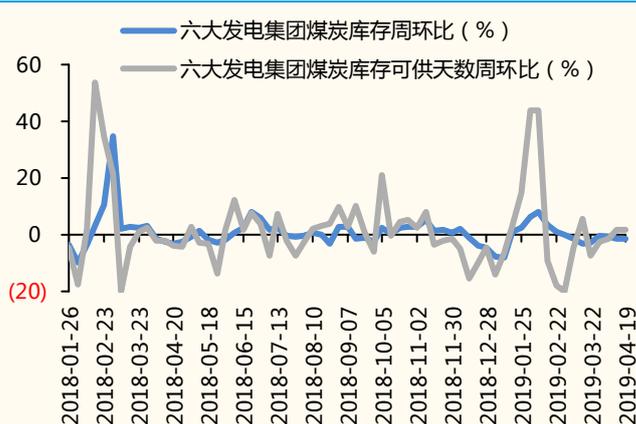
来源: 中国钢铁工业协会, 国金证券研究所

图表 7: 4月以来发电集团日均煤耗同比由涨转跌



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

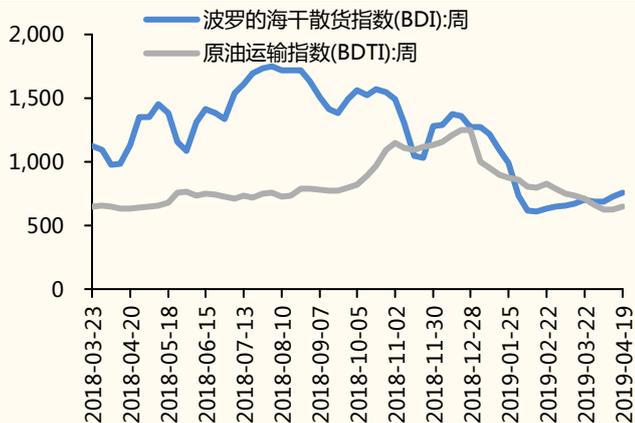
图表 8: 上周发电集团煤炭库存下降



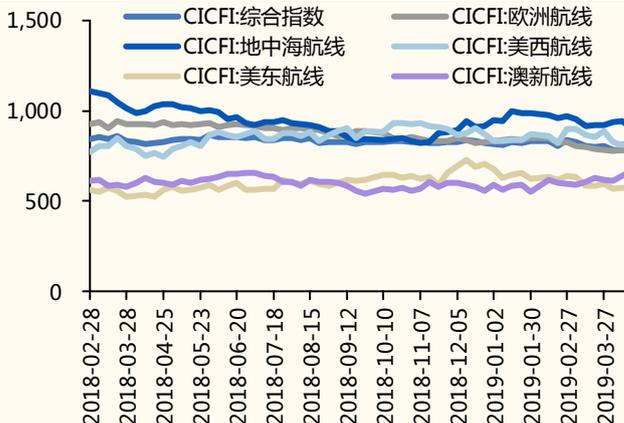
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 上周 BDI 上升, BDTI 上升; 上周 CICFI 上升, CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量下降 3.3%, 至 280.3 万吨, 港口库存下降。上周焦炭港口库存上升 4.0%, 焦炭企业库存下降 6.6%。

图表 9: 上周 BDI 上升, BDTI 上升

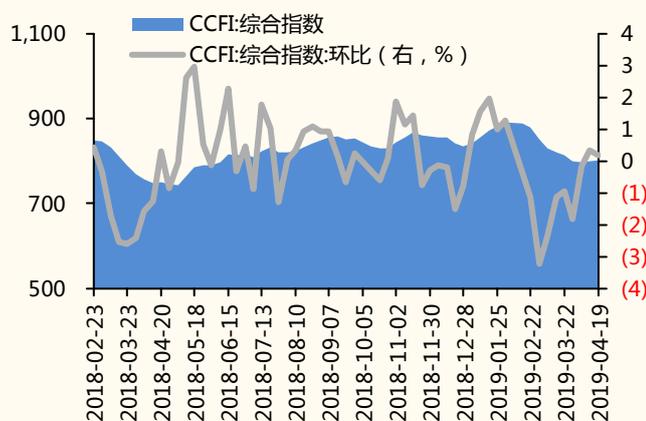


图表 10: 上周 CICFI 上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

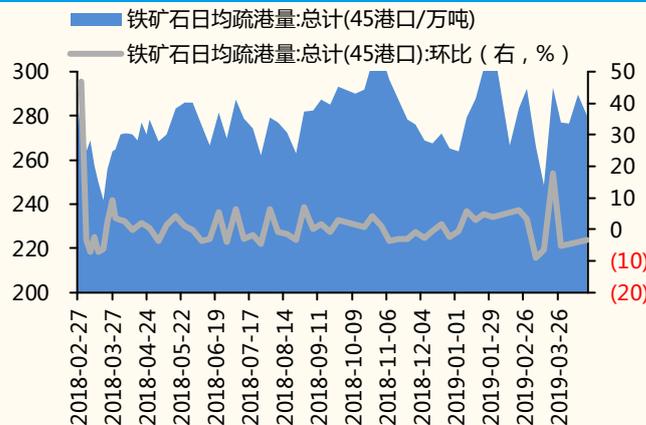
图表 11：上周 CCFI 上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

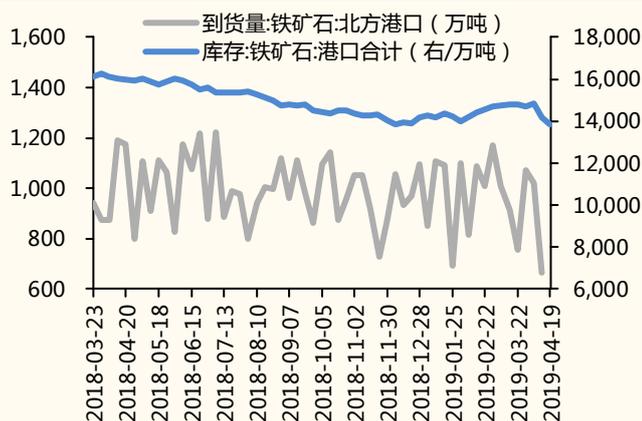
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

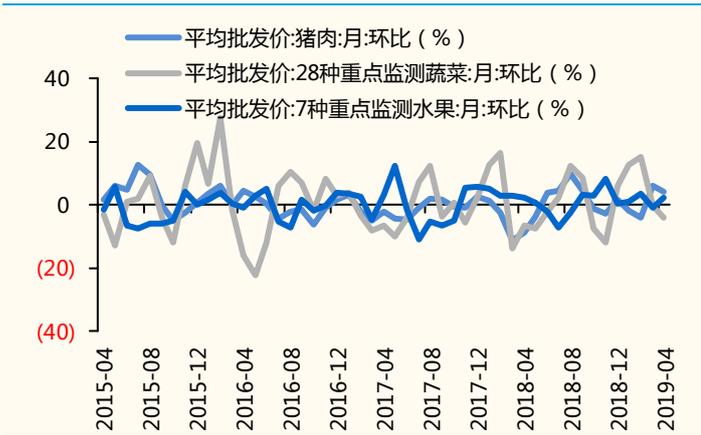
图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

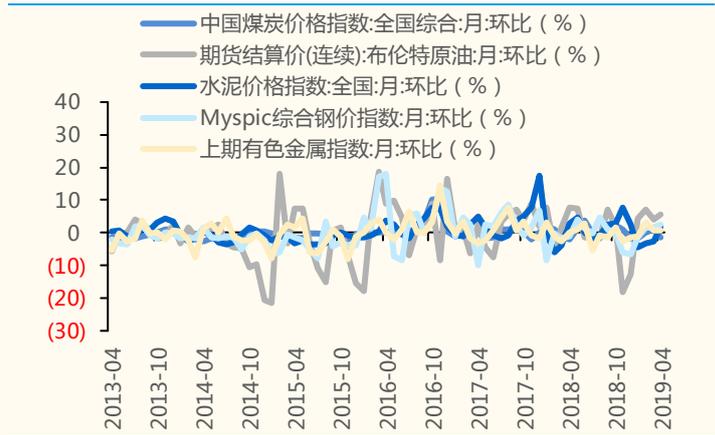
- 4 月以来农产品价格涨跌互现，工业品价格涨跌互现。农产品方面，4 月以来猪肉价格均值上升 (4.0%，前值 6.2%)，蔬菜价格均值下降 (-4.0%，前值 -0.2%)，鲜果价格均值上升 (2.1%，前值 -1.0%)；工业品方面，煤炭价格均值下降 (-1.4%，前值 1.0%)，原油价格均值继续上升 (5.5%，前值 4.0%)，水泥价格均值上升 (1.8%，前值 -2.7%)，钢铁价格均值上升 (2.4%，前值 1.7%)，有色价格均值上升 (0.6%，前值 0.6%)。

图表 15: 4 月以来猪肉、水果价格均值环比上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 4 月以来煤炭价格均值环比下降

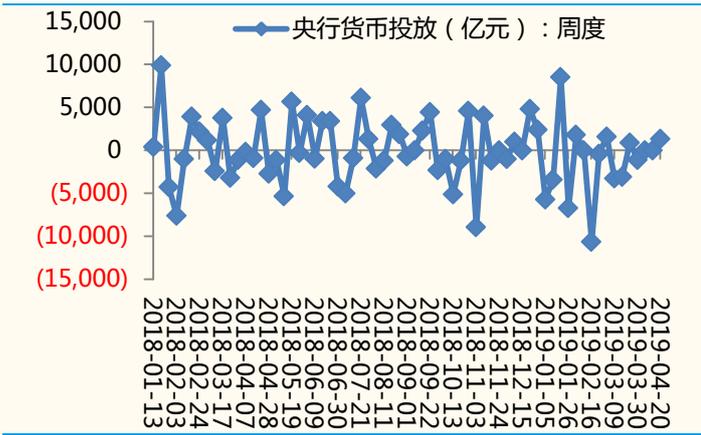


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率上升，人民币兑美元升值，全球股市上涨，国内工业品价格分化。

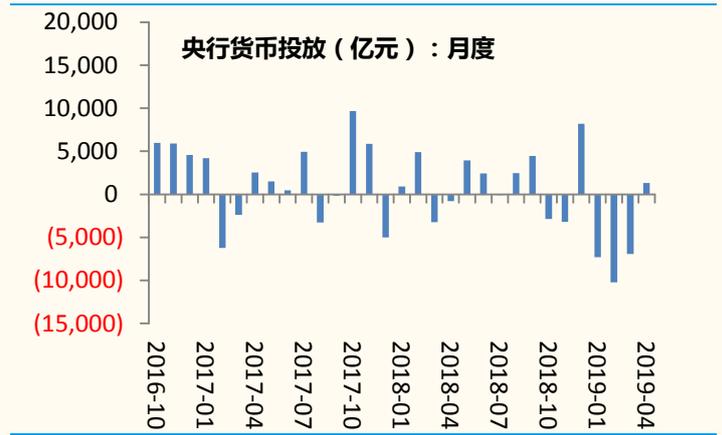
- 货币市场方面，上周央行净投放资金 1335 亿元，资金价格上升，资金面有所缩紧。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 1335 亿元，其中 7 天逆回购 3000 亿，降准置换后，MLF 投放 2010 亿元，到期 3675 亿元。资金价格上升，资金面有所缩紧。具体来看，上周 R001 持平前置，R007 上行 3bp；DR001 上行 1bp，DR007 上行 2bp。R001-DR001 下行 1bp，R007-DR007 上行 1bp，说明银行融出资金意愿较为稳定，非银行金融机构融资成本无大幅波动。
- 债券市场方面，到期收益率持续上升，期限利差、信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率上升 16bp，1Y 国开债到期收益率上升 7bp；10Y 国债到期收益率上升 4bp，10Y 国开债到期收益率持平前置；1YAAA 企业债到期收益率上升 2bp、1YAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 8bp、10YAA 到期收益率上行 8bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数上涨，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率上升。美元指数上涨，美元兑日元贬值，兑英镑、欧元升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格下跌，原油价格上涨，国内工业品价格分化。国内股市方面，上证综指上涨 2.6%；创业板指上涨 1.2%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.6%，纳斯达克指数上涨 0.2%，德国 DAX 上涨 1.9%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 1.5%，铁矿石价格大跌 4.9%，焦炭价格上涨 0.9%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 1.2%；ICE 布油价格上涨 0.6%，LME 铜下跌 0.6%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 4月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 04/15-04/19周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.69	(0)	(2)	17
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.76	3	(45)	(38)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.65	1	14	18
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.69	2	(5)	(35)
R001-DR001(bp)	4	(1)	(17)	(1)
R007-DR007 (bp)	7	1	(40)	(3)
SHIBOR:隔夜	2.66	1	18	11
SHIBOR:1周	2.69	2	(1)	(21)
7日年化收益率:余额宝	2.31	2	(12)	(31)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.24	3	(4)	(15)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.60	19	6	(12)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.59	(46)	(39)	44

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 04/15-04/19 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.72	2.53	2.68	16	27	8
中债国债到期收益率:10年	3.39	3.36	3.37	4	20	15
中债国开债到期收益率:1年	2.74	2.69	2.73	7	19	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.87	3.80	3.81	(0)	13	16
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.30	3.25	3.28	2	13	(31)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.61	4.56	4.61	8	26	29
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.59	3.54	3.58	3	7	(55)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.74	5.69	5.74	8	26	33
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	84	68	69	(12)	(7)	7
中债国开债期限利差	117	106	108	(7)	(6)	19
中债企业债期限利差(AAA)	134	130	134	6	13	60
中债企业债期限利差率(AA)	217	214	217	5	19	88
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	72	58	60	(14)	(14)	(39)
中债企业债信用利差(AAA):10年	125	119	124	4	6	14
中债企业债信用利差(AA):1年	101	87	90	(13)	(20)	(63)
中债企业债信用利差(AA):10年	238	232	237	4	6	18
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	-0.1%	-0.4%	-0.7%
CFETS 10年期国债期货	96	96	96	-0.3%	-0.6%	-1.4%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 04/15-04/19 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.71	6.69	6.70	-0.2%	0.2%	-2.4%
美元兑离岸人民币	6.71	6.68	6.70	-0.1%	0.0%	-2.4%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	54	-91	-9	40	-175	-53
即期询价成交量: 美元兑人民币			338.5	58.8	-22.1	58.1
USDCNY: NDF 1年			6.73	-0.3%	0.3%	-2.4%
CFETS 人民币汇率指数			95.20	0.0%	0.2%	2.1%
巨潮人民币实际有效汇率指数	123.60	123.19	123.51	0.2%	0.4%	4.0%

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_13004

