

# 经济稳、政策缓、改革进

## 报告摘要

● 伴随一季度宏观经济数据出炉，本周召开了3大高层会议——一季度央行货币政策例会、国务院常务会议、中央政治局会议，指向“经济稳、政策缓、改革进”的政策信号。总结而言，一季度逆周期政策集中发力，带动经济增长呈现企稳迹象，但经济下行的结构性、体制性因素依然存在。在此基础上，稳增长的政策总基调没变，但稳增长的方式将更加注重结构改革、不走老路。二季度值得期待的政策包括：减税降费的财政政策，对中小银行的定向降准，科创板加速推进，高质量制造业和新兴产业政策，外资市场准入政策。而全面降准、降息的可能性很小，信贷投放及财政支出的进度或将边际收敛，进入政策工具的观望和蓄力期。

● 本周宏观经济呈现以下变化：

● 1、波罗的海干散货指数小幅回升，指向国际贸易活跃度略有修复，工业品价格整体高位回落。其中，原油价格持续上涨，铁矿石、螺纹钢价格小幅回落。主要钢材社会库存继续以较快速度下降，同时全国高炉开工率进一步上扬，反映钢铁需求依然较好。

● 2、房住不炒重回视野。3月70大中城市房价持续回暖，70城中66个房价上涨，三线城市新房价格环比涨幅扩大至0.7%，一、二线分别回落0.1个百分点至0.2%和0.6%。据新华社报道，近期住建部专题调研提示部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升，需引起高度关注。

● 3、猪肉价格环比降幅收窄，目前尚未出现大幅拉升。本周农业农村部官员表示，二季度猪价大幅上涨的空间不大，下半年猪肉价格同比涨幅可能超过70%，创历史新高。这对于CPI将产生很强拉动，对非洲猪瘟疫情控制的进展需予以高度关注。

● 4、央行减量蓄作MLF，释放不希望加码流动性宽松的信号。本周央行结束了公开市场连续18天的无操作，开展了3000亿元7天逆回购，周三有3665亿元MLF到期，央行意外减量蓄作，只操作了2000亿元1年期MLF，另一部分通过逆回购来弥补。不过，货币市场利率周二冲高后便回落，资金面整体并未收紧。

● 5、债市利空出尽，压力减轻。周四国常会释放定向降准信号，且资金面超预期宽松，带动市场小幅反弹。目前“经济起、政策稳”的格局，使得债券市场压力有所减轻，快速调整后的收益率水平可能吸引配置盘进入。人民币汇率表现强势。本周美元指数震荡走升，周四曾冲击97.5的压力位，但人民币汇率并未承压贬值，反而有所上涨。其背景有二：一是中美贸易谈判继续释放积极信号；二是跨境资本流动情况向好。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

## 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 目录

一、政策点评：经济起、政策稳、改革进 .....	3
一、实体经济：房住不炒重回视野 .....	4
1、工业品价格高位回落 .....	4
2、油涨、金跌、钢回落 .....	4
3、房住不炒重回视野 .....	5
4、食品价格高位回落 .....	5
二、金融市场：央行减量续作 MLF .....	6
1、货币市场：减量续作+OMO .....	6
2、债券市场：利空出尽，压力减轻 .....	6
3、人民币汇率：与美元同升 .....	7

## 图表目录

图表 1：本周发电煤耗量呈现下挫，有待观察 .....	4
图表 2：本周南华工业品指数高位回落 .....	4
图表 3：本周原油价格延续上涨 .....	4
图表 4：本周黄金价格第四周连跌 .....	4
图表 5：本周螺纹钢价格小幅回落 .....	5
图表 6：本周钢材社会库存继续以较快速度走低 .....	5
图表 7：30 大中城市商品房成交好于去年同期 .....	5
图表 8：本周 100 城土地供应显著下滑 .....	5
图表 9：本周农产品批发价格指数降幅扩大 .....	6
图表 10：蔬菜价格的季节性回落是主要带动因素 .....	6
图表 11：本周流动性总体宽松，分层有所回潮 .....	6
图表 12：本周票据利率低位小幅回升 .....	6
图表 13：本周国债收益率曲线熊平 .....	7
图表 14：本周 1 年期国债收益率跳升 .....	7
图表 15：本周人民币兑美元汇率震荡走升 .....	7
图表 16：本周 CFETS 人民币指数显著升值 .....	7

## 一、政策点评：经济稳、政策缓、改革进

伴随一季度宏观经济数据出炉，本周召开了3大高层会议——一季度央行货币政策例会、国务院常务会议、中央政治局会议，皆指向“经济稳、政策缓、改革进”的政策信号。我们以规格最高的4·19中央政治局会议为主线，对最新政策信号做一梳理。

**1、经济稳。**政治局会议对一季度经济运行保持了冷静判断，认为“总体平稳、好于预期”，“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，必须保持定力、增强耐力”。相比于央行例会对经济“呈现健康”发展的表述更显谨慎克制，其中经济下行压力的“体制性”因素是个新提法，也指向推进关键领域改革的必要性。一季度中国经济呈现企稳势头，在很大程度上是逆周期政策集中发力的结果，包括货币信贷条件的放松、财政政策发力节奏的前移、房地产高压的缓和，以及中美贸易谈判、民企纾困政策、减税降费加码对市场信心的提振。中央肯定成绩又保持谨慎。

**2、政策缓。**本次政治局会议拿掉了去年7月31日、11月1日、12月13日会议上连提三次的“六个稳”，逆周期政策边际回撤的信号比较明确。但“稳增长”仍然位列六项重点工作之首，“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度”的基调也没有发生变化。主要体现为稳增长的方式和侧重点将从总量性地齐头并进，转向结构性地“突出主线”。以下几个新提法引人关注：“通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局”“以供给侧结构性改革的办法稳增长”“把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托”，句句不离稳增长，但宣告去年下半年以来的危机模式暂告段落，改革重占上风。

一季度央行例会也重提“把好货币供给总闸门”，并提出“进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调”，总量性货币政策的优先次序将后撤。此外，本次政治局会议重提“房住不炒”“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”，提示部分地区房地产市场热度回升引起高层警觉，房地产在稳定的基础上，并不希望看到新一轮过热出现。

**3、改革进。**本次政治局会议划出了四个政策重点：一是，力推产业转型升级，“把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业”，意味着制造业投资将继续获得政策支持。二是，保持支持民营和中小企业的政策力度，“加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级”，国常会也部署了“扩大再贷款、再贴现等工具规模，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”，意味着近期针对中小银行的定向降准可期。三是，科创板将继续快速推进，“要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制”。四是，以更高水平开放促改革，“要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇”，期待以外资市场准入带动民企市场准入的放开，从而带动国内市场竞争效率提升。央行例会也升级了对外开放的表述，“进一步扩大金融高水平双向开放”，中国金融开放可能迈出更大步伐。

总结而言，一季度逆周期政策集中发力，带动经济增长呈现企稳迹象，但经济下行的结构性、体制性因素依然存在。在此基础上，稳增长的政策总基调没变，但稳增长的方式将更加注重结构改革、不走老路。二季度值得期待的政策包括：减税降费的财政政策，对中小银行的定向降准，科创板加速推进，高质量制造业和新兴产业政策，外资市场准入政策。而全面降准、降息的可能性很小，信贷投放及财政支出的进度或将边际收敛，进入政策工具的观望和蓄力期。

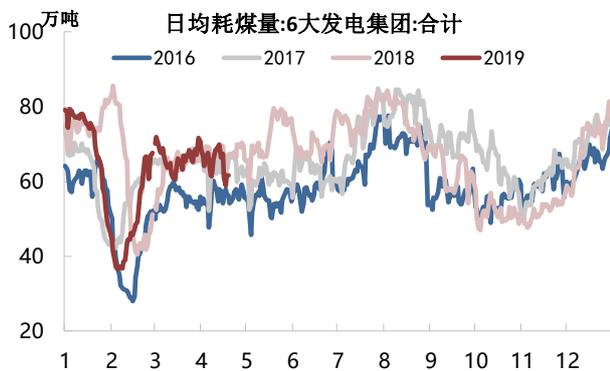
## 一、实体经济：房住不炒重回视野

### 1、工业品价格高位回落

工业生产总体平稳，工业品价格高位回落。本周六大发电集团日均煤耗量总体持平于去年同期，但后半周呈现出较明显下降，对其持续性有待进一步观察（图表1）。南华工业品指数从上周高位回落1.4%，CRB现货指数继续高位震荡，国际国内大宗商品价格总体强势，但有所放缓（图表2）。本周波罗的海干散货指数显著回升8.8%，指向国际贸易活跃度略有修复。

图表 1：本周发电煤耗量呈现下挫，有待观察

图表 2：本周南华工业品指数高位回落



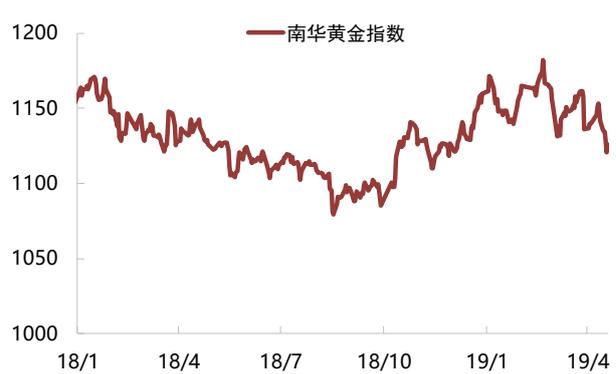
来源：Wind，莫尼塔研究

### 2、油涨、金跌、钢回落

原油价格持续上涨，WTI油价上涨0.66%至64美元/桶，布伦特油价上涨1.6%至71.97美元/桶，二者价差有所扩大（图表3）。EIA数据显示，4月12日当周美国墨西哥湾原油进口创历史新低，反映美国原油供应相对充裕。黄金价格已连跌四周，录得去年8月以来最长周连跌，本周累计下跌1.48%。金价下挫一方面因美国经济一枝独秀的表现支撑美元强势，另一方面，全球央行转向宽松，经济衰退风险大幅下降减弱黄金避险需求。本周淡水河谷获准大矿复产，新加坡、中国市场铁矿石应声下挫。螺纹钢价格小幅回落1.5%（图表5），本周主要钢材社会库存继续以较快速度下降（图表6），同时全国高炉开工率高位进一步上扬至70%，再创去年7月下旬以来新高，反映钢铁需求依然较好。

图表 3：本周原油价格延续上涨

图表 4：本周黄金价格第四周连跌

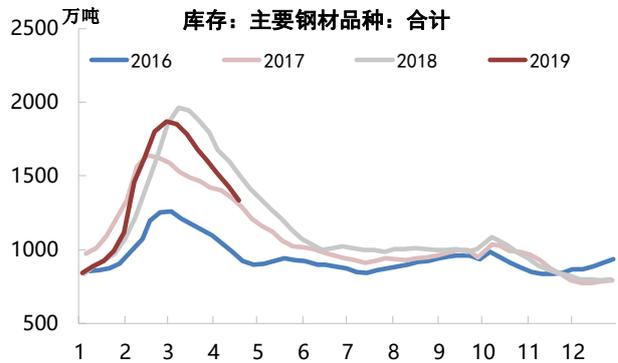


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 5: 本周螺纹钢价格小幅回落



图表 6: 本周钢材社会库存继续以较快速度走低



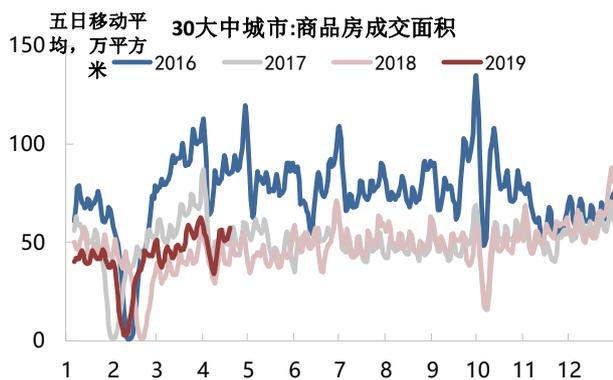
来源: Wind, 莫尼塔研究

### 3、房住不炒重回视野

本周全国30大中城市商品房日均成交面积小幅上扬, 同比增速回升(图表7)。100个大中城市土地供应面积回落至显著低于去年同期, 但土地溢价率显著上扬, 创年内新高, 反映开发商拿地热情尚可(图表8)。3月70大中城市房价持续回暖, 70城中66个房价上涨, 三线城市新房价格环比涨幅扩大至0.7%, 一、二线分别回落0.1个百分点至0.2%和0.6%。据新华社报道, 近期住建部会同国务院发展研究中心对2019年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研。从调研情况看, 房地产市场总体保持平稳, 住宅销售平稳回落, 房价基本稳定, 市场预期趋于理性; 但部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升, 需引起高度关注。结合中央政治局会议的精神, 热点城市楼市高压未解, 存在反向调控的可能性。

图表 7: 30 大中城市商品房成交好于去年同期

图表 8: 本周 100 城土地供应显著下滑



来源: Wind, 莫尼塔研究

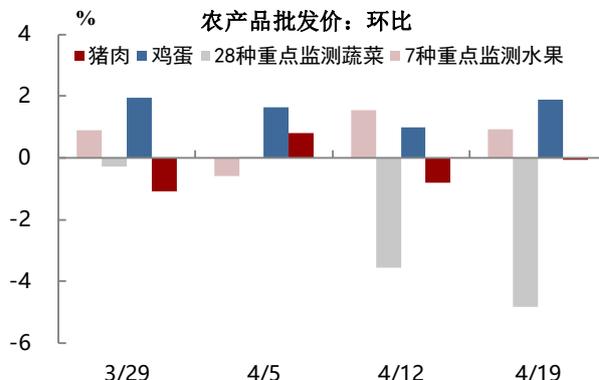
### 4、食品价格高位回落

本周农产品批发价格指数降幅扩大, 但仍显著高于去年同期。分项来看, 蔬菜价格的季节性回落是主要带动因素, 猪肉价格环比降幅收窄, 目前尚未出现大幅拉升。本周农业农村部市场与信息化司司长唐珂表示, 二季度猪价有望保持波动上行, 考虑到部分屠宰企业前期储备的冻猪肉陆续出库以及上半年季节性消费相对平稳等因素, 猪价大幅上涨的空间不大。下半年随着生猪出栏量进一步下降, 再加上下半年是节日需求的高峰, 猪价有可能出现阶段性快速上涨。专家初步预计, 下半

年猪肉价格同比涨幅可能超过70%，创历史新高。这对于CPI将产生很强拉动，对非洲猪瘟疫情控制的进展需予以高度关注。

图表 9：本周农产品批发价格指数降幅扩大

图表 10：蔬菜价格的季节性回落是主要带动因素



来源：Wind，莫尼塔研究

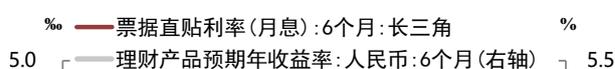
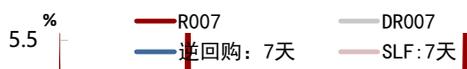
## 二、金融市场：央行减量续作 MLF

### 1、货币市场：减量续作+OMO

本周央行结束了公开市场连续18天的无操作，开展了3000亿元7天逆回购，周三有3665亿元MLF到期，央行意外减量蓄作，只操作了2000亿元1年期MLF，另一部分通过逆回购来弥补。这一操作方式意味着央行并不希望加码流动性宽松，与本周央行例会释放的信号一致，这导致市场降准预期落空，周三当天银行间隔夜回购加权平均利率盘中突破3%，为2015年4月以来首次。但货币市场利率周二冲高后便回落，资金面整体并未收紧，不过近期流动性分层的情况有所回潮，提示流动性宽松的程度有边际收敛。本周票据直贴利率出现了小幅回升，上周银行理财收益率下行放缓，都与近期债券市场的调整相联系（图表12）。

图表 11：本周流动性总体宽松，分层有所回潮

图表 12：本周票据利率低位小幅回升



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\\_13015](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13015)

