



宏观经济周报 (4.8—4.13)

欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地

中国 3 月 CPI 同比上涨 2.3% 重回“2 时代”，贸易和金融数据超预期。美国通胀不及预期，欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地。人社部推动尽快启动养老金委托投资。

经济数据：

- **国内经济：**中国 3 月 CPI 同比上涨 2.3% 重回“2 时代”，CPI 环比由涨转降。预计二季度 CPI 涨幅扩大，但不会对货币政策构成约束。3 月出口超预期，考虑到全球经济仍在下行，未来贸易压力仍存。3 月社融数据良好，但主要来自短期信贷、表外和地方债的贡献，实体经济融资未见明显改观。
- **国际经济：**美国 3 月 CPI 同比 1.5%，不及预期 1.8% 和前值 1.9%，数据公布后，美元指数短线下挫五个点。

事件与政策：

- **国内：人社部：推动重点省份尽快启动养老金委托投资**
4 月 11 日，在上海举办的《中国养老金精算报告 2019-2050》发布式暨养老保险降费形势研讨会上，人力资源和社会保障部社会保险基金监管局巡视员张浩表示，2018 年底全国已经有 17 个省市委托全国社保理事会投资运营，未来将进一步推动重点省份尽快启动委托投资。
- **国际：欧洲央行按兵不动，保留政策调整余地**
欧洲央行发布最新利率决议，维持各主要利率不变，符合市场预期。欧洲央行声明中没有提到定向长期再融资操作（TLTRO）。德拉吉发言之后，欧元兑美元跌幅继续扩大，日内跌近 0.2%，短线跌近 40 点。

相关研究报告

《宏观经济周报：PMI 指数重回 50 临界点》
20190331

《宏观经济周报：政策持续发力，中美深度博弈》20190407

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

钱思韵

021-20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

010-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

4月8日至4月14日重要经济数据	4
国内：3月贸易及金融数据超预期	4
国外：美国通胀不及预期	5
4月8日至4月14日重要事件与政策	7
国内：人社部：推动重点省份尽快启动养老金委托投资	7
国际：欧洲央行按兵不动 保留政策调整余地	7
4月8日至4月14日重点行业跟踪	9
上游：原油价格轻微上升，铁矿石价格略有下降，煤炭价格保持稳定	9
中游：电厂耗煤量有所上升，高炉开工率较为平稳	10
下游：房产成交量大幅下降	10
4月15日至4月21日重点关注	11
国内	11
国际	11

图表目录

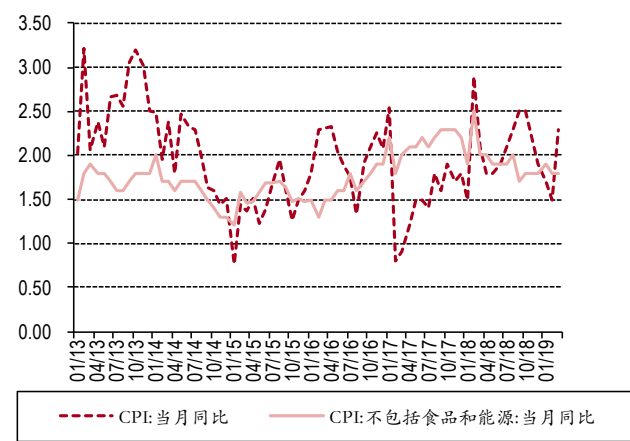
图表 1. 3 月 CPI.....	4
图表 2. 3 月 PPI.....	4
图表 3. 一季度出口累计增速仍低.....	4
图表 4. 外需仍弱	4
图表 5. 社融增量来自信贷、表外和地方专项债.....	5
图表 6. 居民短期贷款和票据融资上行明显	5
图表 7. 美国 CPI 同比	6
图表 8. 美国 CPI 环比	6
图表 9. 美国核心 CPI 同比.....	6
图表 10. 美国核心 CPI 环比.....	6
图表 11. 欧元区主要再融资利率	7
图表 12. 欧元区边际贷款便利利率.....	7
图表 13. CRB 现货指数（工业原料）	9
图表 14. NYMEX 原油价格.....	9
图表 15. 铁矿石价格轻微下降，煤炭价格保持平稳	9
图表 16. 电厂耗煤量有所上升.....	10
图表 17. 高炉开工率较为平稳.....	10
图表 18. 房地产成交量大幅下降	10

4月8日至4月14日重要经济数据

国内：3月贸易及金融数据超预期

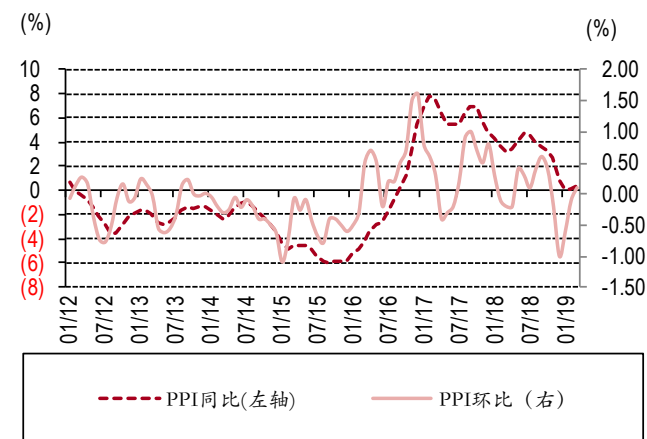
2019年3月份，全国居民消费价格指数CPI同比上涨2.3%，符合市场预估，时隔三个月重返“2”时代；3月CPI环比下降0.4%，低于市场预估的下降0.2%。3月份，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨0.4%，符合市场预期，环比上涨0.1%。

图表 1.3 月 CPI



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2.3 月 PPI



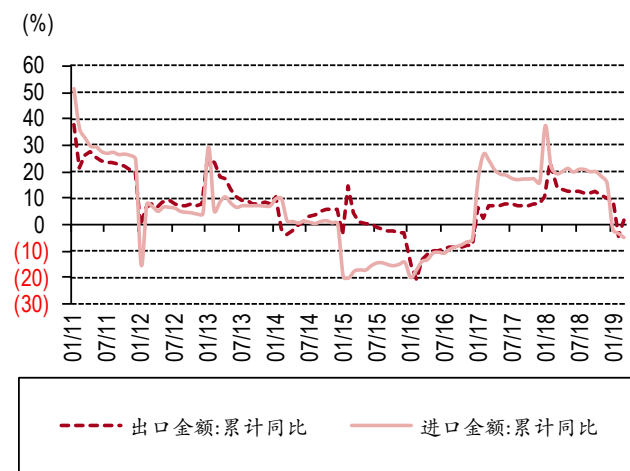
资料来源：万得，中银国际证券

3月CPI虽有所上行，但主要是由于食品价格推动，核心CPI维持稳定。尽管当前猪周期上行已经确认，但考虑到猪肉在CPI中占比，以及终端需求仍弱，我们认为后续CPI虽将上行，但难以大幅向上，预计二季度CPI小幅回升，高点在2.5%以上，但破3可能性不大，难以对货币政策发生实质性影响。

近期油价上行推动PPI向上，增值税下调，江苏化工事故等因素也从不同方面对PPI产生影响，但从中期趋势看，内生需求是否见底仍是决定PPI的核心因素。短期看，4月PPI同比或升至0.6%，但全年依然整体维持弱势，并直接导致GDP平减指数回落。

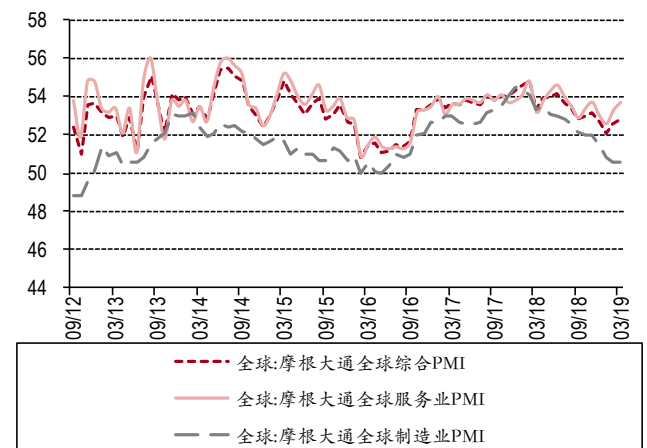
3月进出口总额2.46万亿元，增长9.6%；其中出口1.34万亿元，增长21.3%，进口1.12万亿元，下降1.8%。按美元计价，3月进出口总值为3,647亿美元，增长3.1%；其中出口1,986.7亿美元，增长14.2%；进口1,660.3亿美元，下降7.6%。

图表 3.一季度出口累计增速仍低



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4.外需仍弱

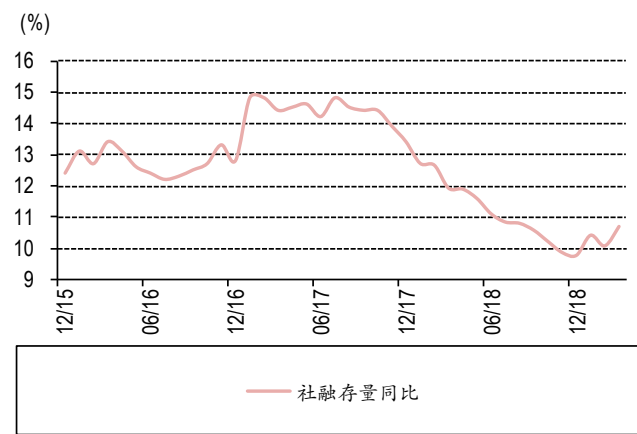


资料来源：万得，中银国际证券

3月出口增速虽超预期，但与基数以及春节扰动仍有关系，一季度出口累计同比增长1.4%，仍然处于相对低位。从需求看，3月全球制造业PMI继续维持在年内低位，近期IMF将全球2019年经济增长再度从此前的3.5%下调至3.3%，总体看，全球增速趋缓，外需偏弱的局面并无改观。因此，对后续贸易形势仍不容乐观。

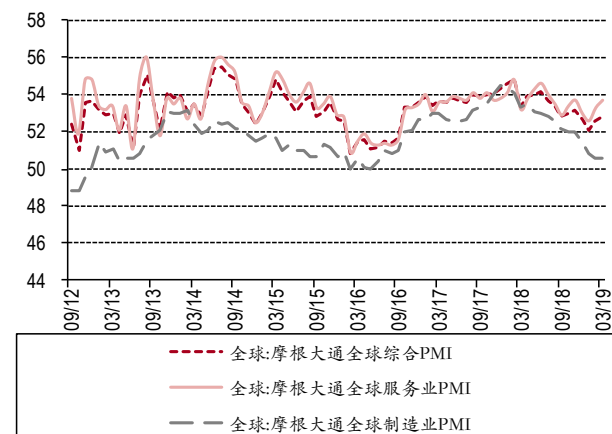
3月社会融资规模增量为2.86万亿元，预期1.85万亿元，前值7,030亿元；3月末社会融资规模存量为208.41万亿元，同比增长10.7%；3月人民币贷款增加1.69万亿元，预期1.25万亿元，前值8,858亿元；3月M2同比增长8.6%，预期8.2%，前值8%。

图表 5. 社融增量来自信贷、表外和地方专项债



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 居民短期贷款和票据融资上行明显



资料来源：万得，中银国际证券

3月社融再超预期，存量社融增速回升至10.7%，显示融资确有改善。但从结构看，3月社融回升最大的贡献部分是信贷的增长，其次是表外三项回升，再次是地方债。后两项主要来自政策的变动。从信贷结构看，近期上行较快的是居民短期贷款和票据融资，企业部门中长期信贷增长依然较慢。地方债的贡献较大主要由于发行时点的提前，而表外票据的增长对实体经济改善有限且依赖于宽松的货币环境和监管政策，非标压缩的幅度尽管持续减小但仍尚未逆转。因此综合来说，尽管融资的改善的确较为明显，但实体经济中局部的融资困境依然需要进一步改善，同时对货币政策宽松仍存一定依赖。

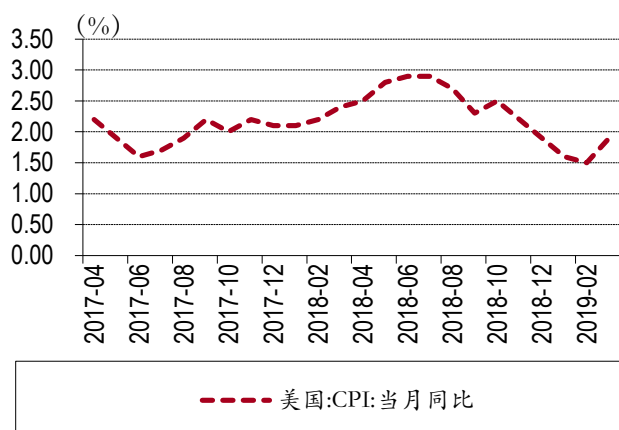
(信息来源：万得)

国外：美国通胀不及预期

美国3月CPI同比1.5%，不及预期1.8%和前值1.9%；环比0.2%，不及前值和预期0.4%；3月核心CPI环比0.1，同比2.1%。美国3月CPI数据公布后，美元指数短线下挫五个点。

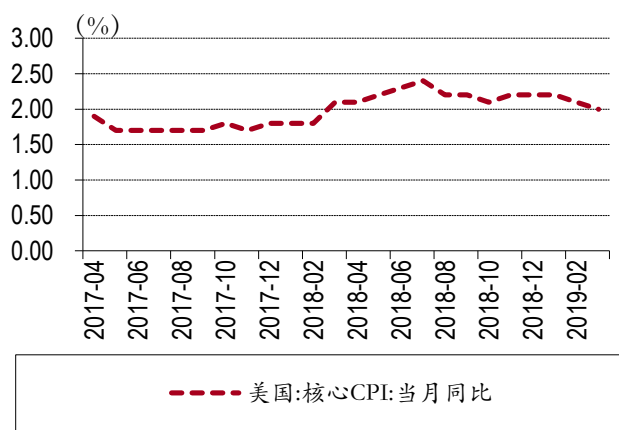
美东时间10日周三公布的3月会议纪要显示，美联储官员认为，考虑到当前的风险，今年内可能都不该加息，但他们同时为日后继续加息留下了空间。后道指转跌，美元反弹，10年期美债收益率重上2.47%。

图表 7. 美国 CPI 同比



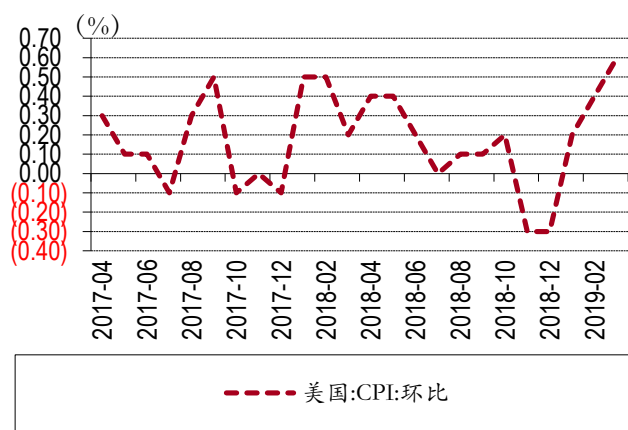
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 美国核心 CPI 同比



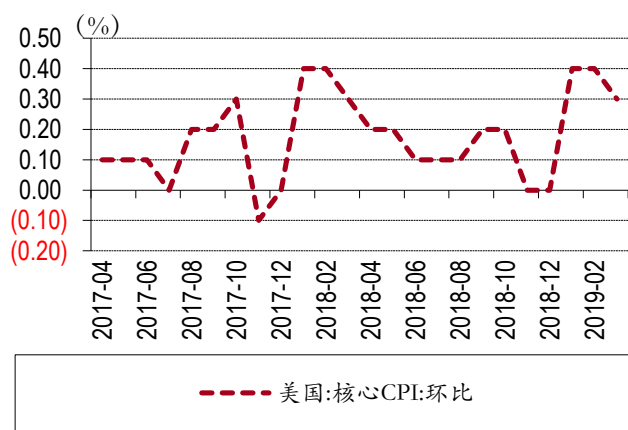
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 美国 CPI 环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 美国核心 CPI 环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

我们认为,

1. 在过去的 12 个月里, 美国核心 CPI 上升了 2.0%, 同期食品价格指数上涨 2.1%, 创下自 2015 年 3 月以来的最大年度涨幅, 而能源价格指数则在过去的一年里下跌 0.4%, 主要源自于去年夏季开始的油价大跌。
2. 美国非农数据增速放缓, 通胀也较为缓慢, 美联储货币政策保持不变, 在预期内。而美国经济基本面已现顶点迹象, 未来有可能拐点出现, 增速开始下滑, 更加制约了货币政策的紧缩。今年全球央行均有宽松预期, 因此利好风险资产和债券。

(信息来源: 万得)

4月8日至4月14日重要事件与政策

国内：人社部：推动重点省份尽快启动养老金委托投资

4月11日，在上海举办的《中国养老金精算报告 2019-2050》发布式暨养老保险降费形势研讨会上，人力资源和社会保障部社会保险基金监管局巡视员张浩表示，2018年底全国已经有17个省市委托全国社保理事会投资运营，未来将进一步推动重点省份尽快启动委托投资。

我们认为

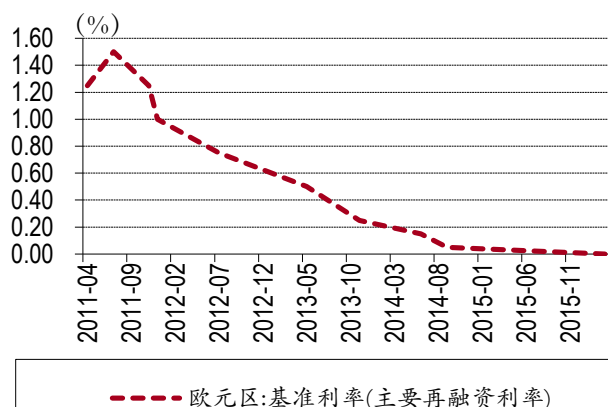
1. 精算报告有助于监管部门了解制度当前存在的问题以及未来的发展趋势。首先，老龄化压力大，大部分省份赡养率进一步提高，未来养老保险制度收支恶化；其次，养老保险基金收入组成中，投资收入占比份额很少，财政补贴份额逐步增大；最后，过去5年来多层次养老保险制度建设发展缓慢。
2. 在完善养老保险制度的同时，也要加大力度推进第二支柱补充养老保险的发展。补充养老保险是我国养老保险体系的重要组成部分，对改善和提高退休人员生活具有重要的作用。但是自开始委托投资运营以来，发展近10余年，企业年金制度发展还是比较缓慢。
3. 当然还应推动第三支柱发展，也就是推动个人储蓄性养老保险制度发展。目前基本养老保险制度已经开始降低费率，养老保险制度以基本保险为主向多支付并重和综合发展转变，建立由国家税收政策支持的个人储蓄性养老保险，可以减轻第一支柱压力，也可以弥补第二支柱不足，可以满足人民群众日益增长的对美好退休生活的多样化需求。

(信息来源：万得)

国际：欧洲央行按兵不动 保留政策调整余地

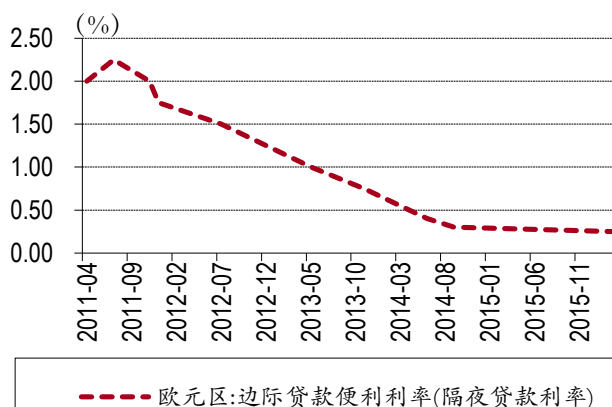
4月10日周三，欧洲央行发布最新利率决议，维持各主要利率不变，符合市场预期。欧洲央行主要再融资利率0%，预期0%，前值0%。欧洲央行边际贷款利率0.25%，预期0.25%，前值0.25%。欧洲央行存款便利利率-0.4%，预期-0.4%，前值-0.4%。欧洲央行声明中没有提到定向长期再融资操作(TLTRO)。德拉吉发言之后，欧元兑美元跌幅继续扩大，日内跌近0.2%，短线跌近40点。

图表 11.欧元区主要再融资利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12.欧元区边际贷款便利利率



资料来源：万得，中银国际证券



中银国际证券

BOC INTERNATIONAL (CHINA)

我们认为，

1. 欧洲的经济情况和欧洲央行的政策风格已越来越接近日本，处于低增长、低通胀、宽货币阶段，而货币政策的空间也越来越小，使得欧洲经济放缓情势有所加剧。市场普遍预计欧洲央行此次的会议将维持利率不变，会议决议预期落地，利率至少将在年底前保持在目前水平。此前德拉吉也称，如果遇到经济衰退，欧洲央行可能进一步降息。可见今年或保持利率不变，宽松或待明年。欧洲央行行长德拉吉表示，如有必要，欧洲央行准备调整所有的工具。
2. 尽管有迹象表明，一些抑制增长的特殊因素正在消退，但与欧元区地缘政治因素、保护主义威胁和新兴市场脆弱性有关的不确定性仍然存在。欧元区货币政策仍需足够宽松，以保障实现欧洲央行制定的通胀目标。分析人士指出，虽然欧洲央行评估认为经济衰退的风险很低，但对欧元区增长前景的负面评估并未改变。
3. 欧洲央行释放的鸽派信号，使得持有黄金的机会成本倾向于下降，黄金多头备受鼓舞。

(信息来源：万得)

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_13170

