

## 宏观周报

### 短期央行宽松操作的路径选择

#### ■ 核心观点

第一，2019年货币政策的重点在于修复传导机制，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。短期内央行是否会降准需要综合评估当前的金融市场流动性环境和经济形势。

第二，从流动性来看，4月份基础货币缺口较大，但资金利率还处于低位。面对流动性缺口，央行可能选择降准或者通过加大公开市场操作和到期续作MLF的方式提供流动性。究竟采取哪一种方式，可能还取决于3月份的金融数据是否显示社融企稳。

第三，从经济增长来看，1-2月的消费、外贸、投资、工业企业利润等数据依然较为疲软，短期经济存在下行压力。但最新的高频数据显示，3月份经济出现一定回暖。考虑到目前一季度经济数据还未全面出炉，逆周期调节的政策效果是否显现还需要进一步确认。从通胀来看，猪肉价格对物价的影响将逐渐显现，并可能对货币政策形成一定制约。

第四，如果一季度的金融数据显示社融增速出现企稳，一季度的经济数据显示经济出现企稳或者很快企稳，或者CPI水平出现了快速上升，那么短期央行降准的概率就可能大大降低。

#### 本周市场重点

上周有关央行降准的新闻引发了股票市场和债券市场波动，随后央行微博深夜辟谣并罕见地维权。那么，短期内央行究竟会不会降准呢？我们认为，央行是否降准需要综合评估当前的金融市场流动性环境和经济形势。具体如下：

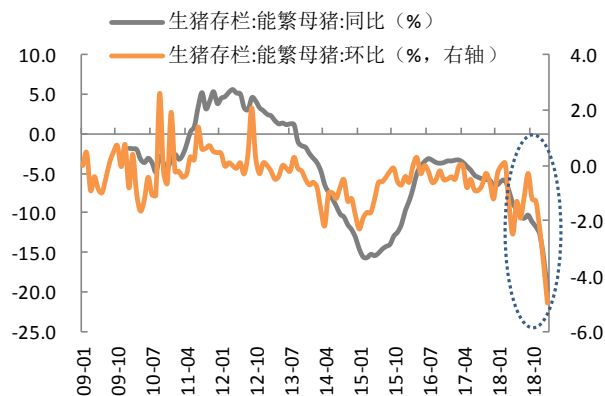
从流动性来看，4月份基础货币缺口较大，但资金利率还处于低位。面对流动性缺口，央行可能选择降准或者通过加大公开市场操作和到期续作MLF的方式提供流动性。究竟采取哪一种方式，可能还取决于3月份的金融数据是否显示社融企稳。从流动性数量来看，二季度MLF到期11855亿元，其中4月17日到期3665亿，5月14日到期1560亿，6月6日和19日分别到期4630亿和2000亿。财政存款也会回笼流动性，1月、4月、7月和10月是企业缴税的集中期，财政存款增加，回收流动性；3月、6月、9月和12月是财政支出集中投放期，财政存款减少，释放流动性。4月份是企业缴税大月，财政支出小月，这会进一步加大流动性缺口。从流动性价格来看，3月份以来，基于对流动性缺口的担忧，银行间市场拆借利率波动加大。截止4月4日，DR007、三个月shibor分别为2.27%、2.76%，尽管近期有所上行，但仍分别较年初下降7BP和46BP，银行间市场资金利率处于低位，流动性整体较为宽松。4月份是基础货币缺口最大的月份，面对流动性缺口，央行可以采取多种方式应对：除了降准之外，央行也可以通过加大公开市场操作力度和MLF到期续作等方式进行流动性对冲，更加灵活的根据短期流动性变化而适时调节。从央行的历史行为来看，通常在信用偏紧的时期采取降准使银行获得长期低成本资金，降低银行的长期负债成本，鼓励银行信贷投放。2019年1-2月，社融增速较2018年底出现反弹，但是否企稳可能还需要3月份社融数据进一步验证。我们认为，短期银行间市场确实存在较大的基础货币缺口，但央行是选择降准还是通过加大公开市场操作和到期续作MLF的方式提供流动性，可能取决于宽货币向宽信用传导的效果。

从经济增长来看，1-2月的消费、外贸、投资、工业企业利润等数据依然较为疲软，短期经济存在下行压力。但最新的高频数据显示，3月份经济出现改善。前瞻指标方面，3月中采制造业PMI超预期反弹1.3个百分点至50.5%，重回荣枯线以上，创近6个月以来的新高。制造业PMI的大幅回升，虽然有春节错位因素导致的今年早开工，但季节性因素并不能完全解释PMI回升的幅度。从类型来看，3月份中、小企业PMI环比大幅回升，中、小企业生产和新订单PMI也显著回升。这意味着中、小企业的景气显著改善很可能是受益于一系列“稳经济”的逆周期调控政策，尤其是受益于4月1日开始实施的增值税减税政策，中小企业的预期显著改善。从高频数据来看，3月份发电煤耗、挖掘机、起重机销量等高频指标，也指向3月经济数据环比回暖。但我们也应该看到3月制造业PMI数据生产指标的回升力度明显大于新订单指标，进口指标的回升力度明显大于出口指标，内外需的相对弱势能否支撑生产端进一步改善存在较大不确定性。考虑到目前一季度经济数据还未全面出炉，逆周期调节的政策效果是否显现还需要进一步确认。我们认为，从经济增长来看央行是否降准，一季度经济数据至关重要，如果一季度各项数据显示经济依然存在进一步下行压力或者短期内没有企稳迹象，那么这会增大降准的概率。

从通胀来看，猪肉价格对物价的影响将逐渐显现，并可能进而对货币政策形成一定制约。受到非洲猪瘟的影响，生猪存栏量持续收缩，截至2月底同比跌幅已达19.8%；3月以来，仔猪价格出现陡峭攀升，同比涨幅高达34.6%；猪肉价格后续上涨压力不容小觑。当前猪肉涨价刚刚启动，参照前两轮猪周期的规律及年内CPI的翘尾因素分布，我们认为猪肉价格对通胀的推升压力在下半年将更为明显（四季度压力尤甚），并将全年CPI推升至2.5%-2.6%左右的水平。这将降低央行下调基准存款利率的概率；同时，如果CPI上涨较快，也将对央行的降准操作形成制约。

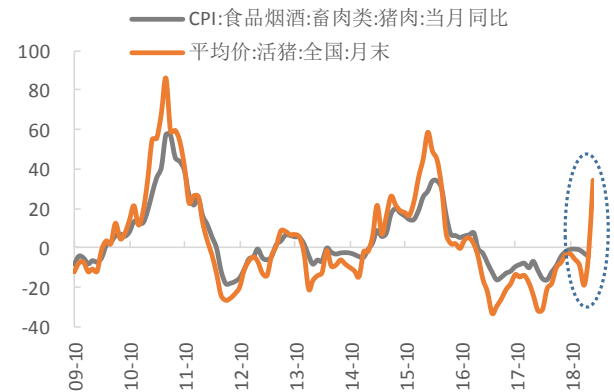
综上，我们认为2019年货币政策的重点在于修复传导机制，实现宽货币向宽信用的转换，以发挥逆周期调节实现“稳经济”的功能，“大水漫灌”的局面不会重现。短期内央行是否会降准需要综合评估当前的金融市场流动性环境和经济形势。如果一季度社融增速出现企稳、一季度经济数据显示经济出现企稳或者很快企稳，或者CPI水平出现了快速上升，那么短期央行降准的概率就大大降低。

图表1 生猪存量增速陡峭下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 全国活猪平均价格大幅上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 上周市场动态

### ■ 第九轮中美经贸高级别磋商顺利结束

4月3日至5日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿共同主持第九轮中美经贸高级别磋商。双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展，双方决定就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商。

### ■ 上交所发布科创板第一届上市委、咨询委、自律委委员名单，同日第八批受理名单出炉

**事件：**4月4日，上交所公布上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会委员名单。同日科创板第八批受理名单出炉，包括热景生物、杰普特、瀚川智能、威胜信息、安博通、铂力特在内的6家企业获得受理。截至目前，已有50家企业的科创板上市申请获得受理，拟募资总额481亿元，首批9家受理企业全部进入“已问询”状态。

**点评：**科创板首届上市委、咨询委和自律委的委员名单正式公布，意味着负责科创板上市审核和提供智力支持的团队正式成立。此外，成立自律委旨在落实“构建科创板股票市场化发行承销机制”的要求，发挥行业自律作用，形成良好稳定预期。科创板第八批获得受理的6家企业包括计算机、通信和其他电子设备制造业2家，医药制造业、专用设备制造业、软件和信息技术服务业、通用设备制造业各1家，均属于科创属性明显的行业企业，这些集中于战略新兴产业的企业所具备的成长前景有望为A股注入更多活力，为发展壮大我国多层次资本市场提供重要支撑。从目前已经受理的企业看，企业资质参差不齐，经营规范性、可持续性、成长性分化严重，是否符合科创板定位和科创含量存在争议。随着科创板上市审核步入实质性阶段，这些已获受理的企业能否最终拿到科创板上市资格有待进一步问询和审核。

### ■ 国常会确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施

**事件：**4月3日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施，进一步为企业和群众减负。决定下调对进境物品征收的行邮税税率，促进扩大进口和消费。

**点评：**本周的国务院常务会议主要是确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施，从具体举措来看，主要针对此前企业反映强烈的运价和电价，此外还包括行政事业性收费减免以及公用事业收费减免等多项举措，再次为企业和群众释放现金红利。这些具体的降税举措符合《政府工作报告》关于减税降费的部署，加上此前下调增值税税率和基本养老保险单位缴费比例的举措，本届政府减税降费力度空前，全年有望实现为企业和群众减负3000亿元以上。

## 重要数据跟踪

图表3 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.4.5)	最新值分位	本周均值 (2019.4.1-4.5)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.47	73.3%	1.89	76.3%	-56.74bp	-52.36bp
R007	2.24	72.2%	2.41	76.8%	-94.78bp	-37.38bp
SHIBOR:3M	2.76	79.0%	2.78	78.6%	-4.17bp	-1.41bp
1年期国债收益率	2.48	81.4%	2.46	80.7%	-0.23bp	-0.04bp
10年期国债收益率	3.27	76.3%	3.20	74.1%	12.73bp	6.57bp
1年期国开债收益率	2.60	76.5%	2.59	76.0%	1.28bp	2.76bp
10年期国开债收益率	3.76	78.4%	3.71	77.1%	13.42bp	8.17bp
美元兑人民币:中间价	6.71	65.2%	6.72	64.4%	-0.25%	0.58%
美元指数	97.42	61.0%	97.28	59.4%	0.32%	0.50%

资料来源：WIND，平安证券研究所

## 报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@pingan.com.cn)

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

### 行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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\\_13325](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13325)

