

## 宏观周报报告

2020年4月20日

### 经济略低于预期，货币好转，逆周期政策见效

宏观高频数据周报 2020 第 7 期

#### 核心内容：

##### 1、上周关注重点

4月17日，中国经济运行数据公布，一季度中国GDP增长-6.8%，低于市场预期的-6%。中国经济增长数据低于预期，中国经济在一季度按下暂停键，经济增长较低的情况已经在预期内。总体来看3月份各项经济指标好于1-2月份，经济在缓慢恢复，但海外疫情蔓延下，中国疫情防控仍然没有大幅放松，经济恢复正常需要时间，二季度经济可能仍然无法正常运行二季度GDP可能仍然处于低位。

4月中国货币方面较为乐观，一季度新增贷款7.1万亿，信贷支持实体经济在增强。一季度新增社会融资增速和新增贷款增速分别上行28.7%和15.3%，增速比1-2月份大幅上行，货币增速有所作为是未来经济增长的保障。3月M2增速上行至10%以上，M2的上行代表着影子银行的回升，M2的回升代表着央行对货币的管控有所放松，对未来经济利好。

我国央行对未来经济仍然较有信心，政策施行速度仍然是较为克制，这也与世界疫情长期化相关联。疫情可能长期化后，货币政策和财政政策需要怎样支持经济增长，同时如何应对可能出现的全球供应链的短期停滞是需要解决的问题。好消息是航运指数BDI指数本周有所上行，但可能是原油贸易带来的结果。我国经济数据发布后，全球对弱需求的担忧进一步加强，原油继续下跌，而原油价格低迷同样打击我国的重工业。

与全球对需求的担忧不同，我国本土显得更为乐观。本周黑色产业链表现较好，铁矿石、螺纹钢和热卷价格均有不同程度的上行，市场需求仍然较为旺盛，稳增长措施见效，拉动我国建筑生产的上行。

我国逆周期政策正在缓慢见效，但是否能对冲二季度出口下滑以及国内服务性产业的回落，仍然需要观察。我们对于我国的政策储备仍然有较强的信心，我国要素改革仍然在进行中，中国长久陷入衰退的可能性比较小。

##### 2、本周关注重点

本周经济数据较为稀少，仍需要关注疫情的影响和货币政策的变化。4月20日LPR利率公布，预计LPR利率下行，下行幅度约为20BP。公开市场操作利率和MLF操作利率下行后，贷款利率预期顺势下行。但也要注意，存款利率并未发生较大变化，存贷款利率差值进一步缩小，银行已无动力下调利率。4月23日，4月份Markit制造业PMI指数初值公布，这是全球最早的PMI指数。可以看到欧元区、美国、日本等国受到疫情冲击下产业运行情况。欧元区4月Markit制造业PMI预期值40%，上月为44.5%，德国PMI预期值39%，上月为45.4%。4月23日仍要关注美国当周初请和续请失业金人数变化。

##### 3、MLF操作利率下行，市场利率仍然预期下降

4月15日，央行开展1000亿元1年期MLF，中标利率下调至2.95%，MLF操作利率下调20BP，上次中标利率3.15%。另外，4月15日为央行对农村金融机构和城商行定向降准首次实施日，释放长期资金约2000亿元。从投放资金量看，央行仍未脱离正常政策框架下的宽松力度，总体投放量仍有削峰填谷的“反应式”政策操作的特点，并非大水漫灌，需要继续关注中央对于全年政策的后续部署。4月增量货币宽松政策大幅出台的可能性较低，本月可能更多属于3月一系列宽松政策密集出台之后的落实阶段。目前看，后续货币政策预计延续宽松，降息降准周期大概率贯穿全年。

##### 4、除猪肉外，农产品价格小幅上行

上周除猪肉外，农产品价格小幅上行。蔬菜方面，“倒春寒”出现，致使菜价反季节上涨。若无极端恶劣天气影响，未来蔬菜价格指数将呈走低态势。上周搜猪网显示猪肉价格基本平稳，生猪供给仍然较为紧张，但终端需求更为疲弱，中央持续放储、经济下行以及消费淡季使得需求下行，供给和需求的博弈仍未结束。

##### 5、需求稍有好转，逆周期政策缓慢见效

全国高炉开工率小幅上行，钢厂几乎满负荷运作，电炉开工率也开始上行，废钢价格止跌。螺纹钢和热卷价格小幅上行，建材产品价格仍然较为坚挺，但建材信心指数下行，市场仍然较为担忧后续需求。钢材社会库存和钢厂库存仍然在历史高点，但工厂生产并未停止，复工正在进行，需求仍然较为旺盛。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

#### 特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

国家	日期	事件或数据
中国	4月20日(周一)	中国4月一年、五年期贷款利率(%)
	4月20日(周一)	欧元区2月季调后贸易帐(亿欧元)
欧洲	4月21日(周二)	英国3月失业率(%)、欧元区4月ZEW经济景气指数
	4月22日(周三)	英国3月末季调输入PPI年率(%)、英国3月CPI年率(%)、欧元区4月消费者信心指数
	4月23日(周四)	德国5月Gfk消费者信心指数、德国、法国、英国、欧元区4月Markit制造业PMI初值
	4月24日(周五)	英国4月Gfk消费者信心指数初值、德国4月IFO商业景气指数
	4月20日(周一)	美国3月芝加哥联储全国活动指数
美国	4月21日(周二)	美国3月成屋销售年化总数(万户)
	4月22日(周三)	截至4月17日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国2月FHFA房价指数月率(%)
	4月23日(周四)	美国截至4月18当周初请失业金人数(万)、美国4月Markit制造业PMI初值、美国3月季调后新屋销售年化总数(万户)
	4月24日(周五)	美国3月耐用品订单月率初值(%)、美国4月密歇根大学消费者信心指数终值
	4月20日(周一)	日本3月末季调商品贸易帐(亿日元)
其他	4月24日(周五)	日本3月全国CPI年率(%)

## 目录

一、上周重点关注	3
二、本周重点关注	3
三、MLF操作利率下行，市场利率仍然预期下降	3
四、除猪肉外，农产品价格小幅上行	5
五、需求稍有好转，逆周期政策缓慢见效	6
1、受需求前景暗淡影响原油继续下滑	6
2、基建需求回升，稳增长措施见效	7
3、下游土地成交面积处于低位	9

## 一、上周重点关注

4月17日，中国经济运行数据公布，一季度中国GDP增长-6.8%，低于市场预期的-6%。3月社会消费品零售总额增速-15.8%，大幅低于市场预期，1-3月份城镇固定资产投资增速-16.1%，3月份的工业生产略好于预期，规模以上工业增加值增速-1.1%。中国经济增长数据低于预期，中国经济在一季度按下暂停键，经济增长较低的情况已经在预期内。总体来看3月份各项经济指标好于1-2月份，经济在缓慢恢复，但海外疫情蔓延下，中国疫情防控仍然没有大幅放松，经济恢复正常需要时间，二季度经济可能仍然无法正常运行，二季度GDP可能仍然处于低位。

4月中国货币方面较为乐观，一季度新增贷款7.1万亿，信贷支持实体经济在增强。一季度新增社会融资增速和新增贷款增速分别上行28.7%和15.3%，增速比1-2月份大幅上行，货币增速有所作为是未来经济增长的保障。3月M2增速上行至10%以上，M2的上行代表着影子银行的回升，M2的回升代表着央行对货币的管控有所放松，对未来经济利好。

我国央行对未来经济仍然较有信心，政策施行速度仍然是较为克制，这也与世界疫情长期化相关联。疫情可能长期化后，货币政策和财政政策需要怎样支持经济增长，同时如何应对可能出现的全球供应链的短期停滞是需要解决的问题。好消息是航运指数BDI指数本周有所上行，但可能是原油贸易带来的结果。我国经济数据发布后，全球对弱需求的担忧进一步加强，原油继续下跌，而原油价格低迷同样打击我国的重工业。

与全球对需求的担忧不同，本周黑色产业链表现较好，铁矿石、螺纹钢和热卷价格均有不同程度的上行，市场需求仍然较为旺盛，稳增长措施见效，拉动我国建筑生产的上行。

我国逆周期政策正在缓慢见效，但是否能对冲二季度出口下滑以及国内服务性产业的回落，仍然需要观察。我们对于我国的政策储备仍然有较强的信心，我国要素改革仍然在进行中，中国长久陷入衰退的可能性比较小。

## 二、本周重点关注

本周经济数据较为稀少，仍需要关注疫情的影响和货币政策的变化。

4月20日LPR利率公布，预计LPR利率下行，下行幅度约为20BP。公开市场操作利率和MLF操作利率下行后，贷款利率预期顺势下行。但也要注意，存款利率并未发生较大变化，存贷款利率差值进一步缩小，银行已无动力下调利率。

4月23日，4月份Markit制造业PMI指数初值公布，这是全球最早的PMI指数。可以看到欧元区、美国、日本等国受到疫情冲击下产业运行情况。欧元区4月Markit制造业PMI预期值40%，上月为44.5%，德国PMI预期值39%，上月为45.4%。4月23日仍要关注美国当周初请和续请失业金人数变化。

## 三、MLF操作利率下行，市场利率仍然预期下降

4月15日，央行开展1000亿元1年期MLF，中标利率下调至2.95%，MLF操作利率下调20BP，上次中标利率3.15%。另外，4月15日为央行对农村金融机构和城商行定向降准首次实施日，释放长期资金约2000亿元。从投放资金量看，央行仍未脱离正常政策框架下的宽松力

度，总体投放量仍有削峰填谷的“反应式”政策操作的特点，并非大水漫灌，需要继续关注中央对于全年政策的后续部署。4月增量货币宽松政策大幅出台的可能性较低，本月可能更多属于3月一系列宽松政策密集出台之后的落实阶段。目前看，3月降准、降息、超储降息相继落地，市场对于货币政策宽松的预期已经在市场交易中充分体现，目前宽松行动将继续顺势而为，对于市场造成的边际影响相对平稳。当前国内疫情进入稳定控制状态，复产复工有序进行。但海外疫情自3月开始急剧升温，各国防疫措施的经济影响会逐步显现，后续货币政策预计延续宽松，降息降准周期大概率贯穿全年。

央行17日未开展逆回购操作，当日无逆回购到期，已连续12个交易日未开展逆回购操作。本周，央行未开展逆回购操作，无逆回购到期。本周累计开展1000亿元中期借贷便利（MLF）操作，有2000亿元中期借贷便利（MLF）操作到期，从全口径看，央行本周实现净回笼1000亿元。下周（4月18日至24日）央行公开市场无正回购、逆回购和央票等到期，周五（4月24日）有2674亿元定向中期借贷便利（TMLF）到期。

因本月缴税截止期延后，且降准首次实施，叠加MLF操作提供大量流动性导致供过于求，本周资金面总体维持宽松态势，预期未来价格不会出现大幅上行，不排除后续隔夜回购加权利率进一步下探的可能。17日，隔夜和7天Shibor分别上行1bp和8bp，其余期限Shibor均下行。本周Shibor全线下行，隔夜品种下行63.3bp，16日曾下行至0.7%，创下历史新低，7天期下行7.6bp报1.737%。存款类机构质押回购利率DR007为1.4616%，比上周下行18.95BP。

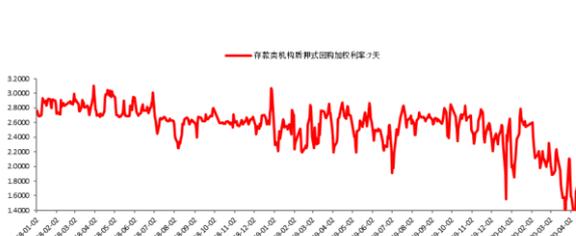
尽管中国经济活动已陆续恢复正常，但外部需求疲弱，货币政策将保持宽松，预计会有更多宽松措施出台。4月17日，1年、3年、5年期国债收益率分别为1.2257%、1.6271%和2.0293%，比上周分别下降1.43BP、13.44BP和8.57BP，总体回落幅度不大。10年期国债收益率为2.559%，较上周上升1.87BP。

图 1：SHIBOR 利率 (%)



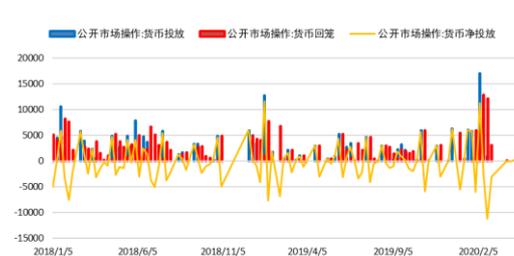
数据来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2：存款类机构质押回购利率 (%)



数据来源：Wind 中国银河证券研究院

图 3：央行公开市场业务投放回笼周度统计



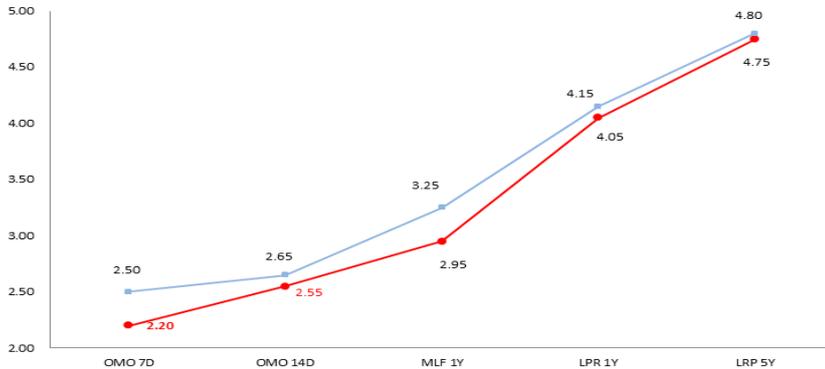
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4：国债债券收益率 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 5：政策利率曲线（%）

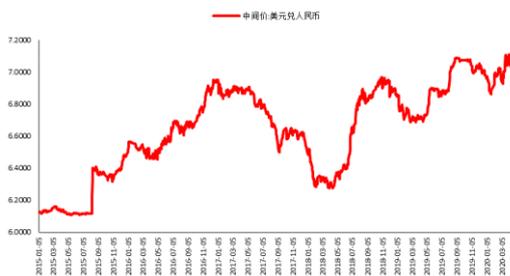


数据来源：Wind 中国银河证券研究院

4月17日，人民币对美元汇率中间价调贬4点，报7.0718元。本周，人民币对美元汇率中间价累计调贬364点。受海外需求萎缩、供应链中断等影响，我国出口下降幅度较大，贸易顺差明显收窄，人民币汇率存在一定程度的贬值压力。

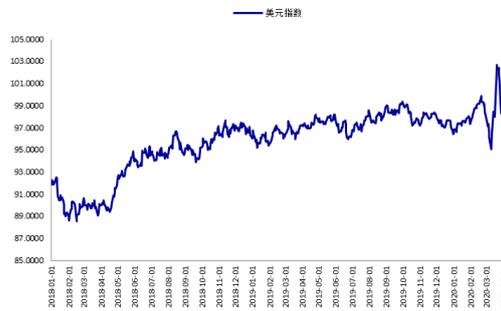
4月17日，美元指数报收99.7177点，比上周上行0.23个百分点，美元指数本周仍然震荡。未来美元指数走势仍然需要看美国经济和欧洲经济恢复速度，但美元流动性危机已经解除，美元指数未来可能逐步回落，这样人民币汇率回升。

图 6：美元兑人民币（元）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 7：美元指数震荡（%）



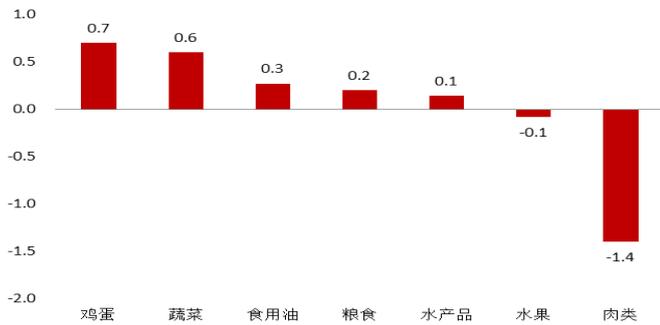
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

#### 四、除猪肉外，农产品价格小幅上行

上周除猪肉外，农产品价格小幅上行。蔬菜方面，寿光农产品物流园蔬菜价格显示蔬菜环比上行1.3%，“倒春寒”出现，南北方部分地区出现“断崖式”降温、冰雹、雨雪等不良天气，对蔬菜生长、采摘、运输不利，致使菜价反季节上涨。由于部分南方蔬菜正值收尾阶段，叶菜类品种处于青黄不接阶段，进一步助推价格上行。若无极端恶劣天气影响，未来蔬菜价格指数将呈走低态势。

上周搜猪网显示猪肉价格基本平稳，4月17日全国瘦肉型猪出栏均价小幅上涨至33.82元/公斤。生猪供给仍然较为紧张，但终端需求更为疲弱，中央持续放储、经济下行以及消费淡季使得需求下行，供给和需求的博弈仍未结束。

图 8：农产品价格涨跌不一（%）



资料来源：商务部 中国银河证券研究院

图 9：猪肉价格小幅下行（%）



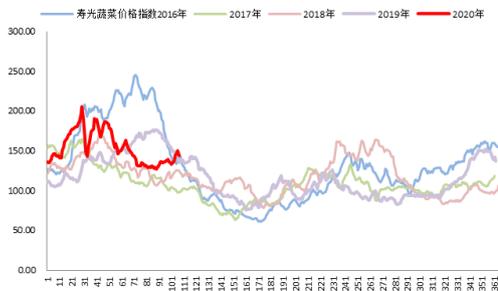
资料来源：中国畜牧业信息网 中国银河证券研究院

图 10：搜猪网猪肉价格平稳（%）



资料来源：商务部 中国银河证券研究院

图 11：寿光蔬菜价格回升（%）



资料来源：寿光蔬菜网 中国银河证券研究院

## 五、需求稍有好转，逆周期政策缓慢见效

### 1、受需求前景暗淡影响原油继续下滑

中国经济回落低于预期，引发需求下滑的担忧，同时沙特承诺 5 月份按照合约数量足额供应石油，国际原油价格继续下滑。4 月 17 日布伦特原油和 WTI 原油上周分别下行 10.8% 和 19.72%，收于 28.08 美元/桶和 18.27 美元/桶。

需求仍然处于弱势，但油轮价格较为旺盛，尤其是超大型油轮的浮式储油船需求可能较为旺盛，BDI 指数上行，4月17日录得751点，比上周上行18.26%。新冠疫情下各国的封锁对航运的打击仍然较大，未来仍然较为不确定。

图 12: 原油价格下行 (美元/桶)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 13: 铁矿石价格回升 (元/吨)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 14: 焦炭和动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 15: BDI 指数上行



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

## 2、基建需求回升，稳增长措施见效

高炉开工率：全国高炉开工率小幅上行，全国高炉开工率 68.65%，比上周上行 0.56 个百分点。唐山高炉开工率 73.19%，比上周上行 0.73 个百分点。钢厂几乎满负荷运作，高炉生产

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\\_5704](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5704)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn