

20250330—不确定的外部需求与财政强化逆周期调节、国有大行 5000 亿注资的择时点
美国较差的 PCE 数据给出类滞胀的宏观环境，叠加 4 月 2 日对等关税即将落地，5000 亿特别国债支持大行注资护航信用扩张的时点就快到来。

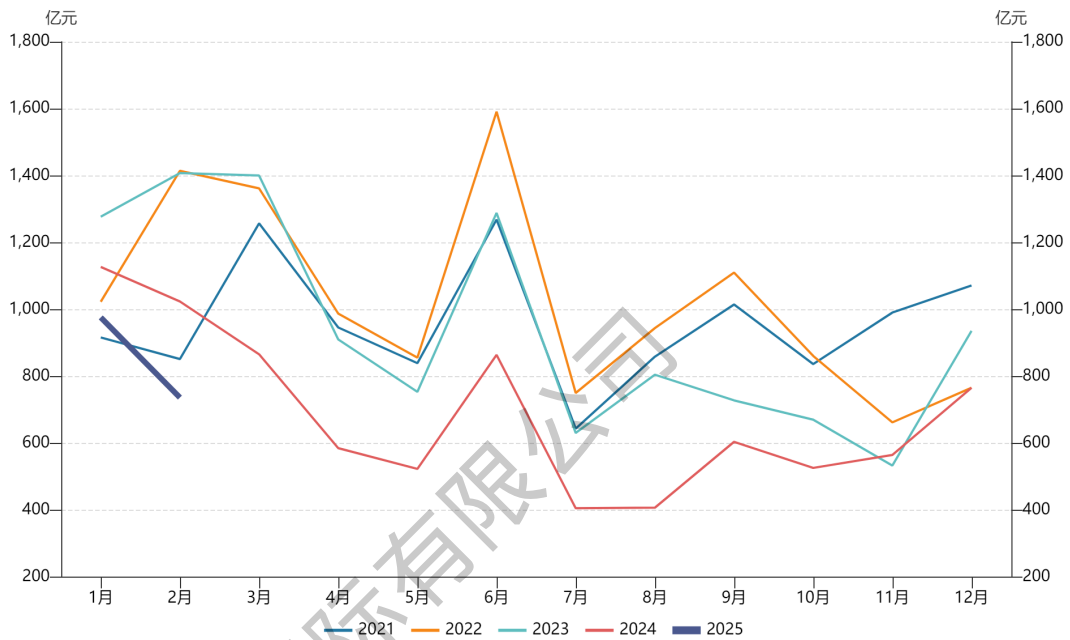
这个环境与此前两个月的“东升西落”不同，彼时美国是弱预期、弱现实，中国是强预期、强现实。而后续高频经济数据即将回落但前期蛰伏的财政和货币都将发力的阶段，按理说内需政策性品种能炒的东西会更多。

1. 周五公布的 PCE 数据低于预期。核心 PCE 环比+0.36%，高于预期的 0.3%；而消费支出环比增长 0.1%，低于预期。这是较为明显的消费者信心下降信号，即由于川普政策不确定性导致居民进行预防性储蓄，属于是前两年 CN 的固本培元剧本。因此市场反馈的声非前两年通胀超预期—分母紧，而是消费低于预期—分子差，美股跌、美债利率下行、美元跌，是西落叙事。美股跌幅大于我的预期，但在鲍威尔月中 FOMC 给出很鸽的态度后，仍认为美股可维持卖 put 思路：跌不深，有分母宽松支持，只是上涨空间非常鸡肋。鉴于鲍威尔也说过目前的消费者信心指数可参考性不强，而通胀预期数据被民主党乱投，如何监控美国到底衰退不衰退？我个人倾向观察 10Y 美债，需要击穿 3 月 4 日的 4.1 位置才能说明有进一步强化衰退交易的风险。



2. 4 月 2 日对等关税风险不容小觑。根据 polymarket 信息显示，**当日对华继续加关税概率达到 74%**，而欧洲各国被加关税风险低于 20%。如果再继续加一次，那么美国对华进口关税税率已接近 50%，这是出口企业难以承担的重负。今年前两个月外商投资额 FDI 降速明显，美东美西航运价格指数下行超季节性，这均指明出口有压力，川普政策害人害己；美国大幅下降的消费者信心指数，对应抑制的就是中国出口预期指数。

中国:实际使用外资金额:外商直接投资:人民币:当月值



数据来源: Wind

3. 因此 MLF 制度改革、外商企业负责人交流会、包括上周五有关二季度国债发行的节奏变化，都是 CN 主动积极靠前应对海外逆风的举措，我们基本可以认为财政货币相配合，强化逆周期调节的时点就将在二季度出现。

4. 2025 年政府工作报告明确提出，拟发行 5000 亿元特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。这是继 1998 年首次通过特别国债向四大行注资 2700 亿元后，继 2010 年工行、建行、中行、交行通过配股补充资本后，主要国有大行统筹推进的新一轮股权融资。今日建行、中行、交行、邮储公布的定增规模已达 5200 亿，主要面向财政部、央企定向发行。

【国海银行】国有大行定增情况一览

	定增价格 (元)	与3月28日收盘价相比 (+/-)	对应PB (倍)	定增规模 (亿元)	占总股本比例	定增对象
建设银行	9.27	8.8%	0.73	1050	4.53%	财政部
中国银行	6.05	10.0%	0.74	1650	9.26%	财政部
交通银行	8.71	18.3%	0.67	1200	18.55%	财政部 (1124.20亿元)、中国烟草 (45.80亿元)、双维投资 (30.00亿元)
邮储银行	6.32	21.5%	0.76	1300	15.54%	财政部 (1175.80亿元)、中国移动集团 (78.54亿元)、中国船舶集团 (45.66亿元)

问题一:为何较周五收盘价大幅溢价?原因是央企破净状态下增发严格受限，不然会造成国有资产流失风险。但如果认购方都是央企，问题就好一些，都一家人。在这里我引用群友段子:财政认购的价格是真实的净资产估值与 PB，因此不算国有资产流失 xsw。不过

一旦开了这个头，**后面其他股份行会不会效仿也低于 1PB 增发?**如此一来对股息率安全边际的影响需要谨慎看待。

问题二:为什么需要补充核心资本?原因是 2024 年国有大行净息差降至历史低位(如工行 1.44%)，内源性利润留存能力受限。全球系统重要性银行需在 2025 年满足 TLAC 风险加权比率 16%的要求，邮储、交行等资本充足率接近监管底线。

这个事情去年四季度就提过，**我认为更重要的不是为何做，而是为何现在做。**预计注资后六大行核心一级资本充足率平均提升约 1 个百分点，**释放约 14 万亿元信贷潜力。**二月三月社融实际数据表现略差，在地产小阳春接近尾声、出口有较大下行压力时，重启信贷扩张提振内需的必要性强化。不过我个人仍倾向于提振的内需更可能是消费和生育补贴、新质生产力等，而非继续创造过剩的钢筋水泥鸽子笼。以上周半导体大会大放异彩的某家 HW 系光刻机为例，这些打破卡脖子领域的财政支持或许可以继续加码。

问题三:钱从哪来?财政和央企参与定增，我个人倾向认为后续会有特别国债发行为此出钱。短期来看，PBOC 资产负债表里的财政存款减少，银行存款准备金增加。财政部资产负债表里，财政存款减少而股权投资增加。银行的资产负债表里，存款准备金增加且资本金增加，**对应影响是存款准备金增加 5200 亿，等于一次降准的流动性释放，利好短债和同业存单。**

但考虑到未来还需要发行 5000 亿特别国债给银行买，**释放的流动性和吸收的流动性互相抵消。**因此特别国债发行时我们大概率能见到降准，四月概率非常大，对非银金融的负债端改善更为明显。**对中债而言我倾向于是个偏利好的变量，尤其利好短债。**但求科普券商能不能炒?

问题四:溢价定增，能打板不?倾向于不能，这里是顺周期逻辑和红利逻辑打架的地方。几家大行在注资后，**A 股静态股息率分别下降 0.2-0.6%，港股股息率分别下降 0.3-0.9%，会有吃息佬落袋离场，**切换到受益于财政发力托底内需、且股息率安全边际更高的火电、TOP2 煤炭等方向。另外就是等港股银行一两根阴线之后把股息率跌回来了，那再抄，因为其他没东西有相似的靠谱股息率
明天比银行股本身更值得关注的，是 TL 怎么走，螺纹钢怎么走，非银行红利怎么走。分别对应逆周期调节强化的宽分母预期，财政发力的提振分子预期，和红利内部股息率的切换(以及何时有人抄银行)情况。