

# 票据利率快速下探

## 报告摘要

本周宏观经济主要变化如下：

● 6月中国规模以上工业企业利润同比-3.1%，前值为1.1%；1-6月累计同比-2.4%，降幅扩大0.1个百分点。1-6月工业企业利润下降主要受汽车（市场需求低迷）、石油加工（原油价格上涨）以及钢铁（铁矿石价格上涨）等少数行业影响，上述三个行业合计影响全部规模以上工业企业利润同比下降6.3个百分点。而新增利润主要来源于建材（水泥，受益于供给侧改革）、电力、电气机械和饮料制造等行业，这四个行业合计拉动全部规模以上工业企业利润增长2.6个百分点。总体而言，工业企业利润增长低迷，企业主动去库存的状态没有改变。

● 6月规模以上工业企业财务分析指标（杠杆率、利润率、成本率、账款回收期等）透露的信号总体偏积极，但需要注意，这些指标是以相应财务指标的累计值直接相比得到。而2017年底以来，由于“统计制度规定的口径调整、统计执法增强、剔除重复数据、企业改革剥离、四经普单位清查等因素影响”，规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的可比口径增速，与累计值增速之间呈现出巨大差异。这极大地影响到各项财务分析指标的数据质量，也是上述指标的数值在2018年出现突变的重要原因，在分析中需要谨慎看待。

● 发电煤耗对工业生产或有积极预示。本周六大发电集团日均煤耗量蹿升至接近过去两年平均水平，这其中季节性因素（天气炎热导致用电增加），但在幅度上也体现工业生产有所修复的迹象，值得关注。钢材库存持续上升，加之环保限产不再“一刀切”，对于钢企盈利下滑的态势需高度关注。

● 房地产销售呈降温迹象。本周全国30大中城市商品房成交显著下坠，土地市场持续降温。本周房价涨幅第一的洛阳政府祭出“限价令”，苏州进一步收紧限售、限购政策。房企融资收紧的影响逐步显现，房地产行业集中度势将进一步提升。7月以来，越来越多的涉房上市公司着手处置旗下的房地产业务；截至7月23日，年内全国已有271家房地产企业宣告破产清算。

● 债券市场行情乏善可陈。市场翘首以待中央政治局会议的定调，以及美联储下周降息后中国央行会否跟随下调OMO和MLF利率。7月以来，票据利率快速下探，这与金融供给侧改革背景下“资产荒”加重有关，也侧面反映实体经济融资需求低迷，理财产品预期收益率也有进一步下降。金融供给侧改革以更稳健方式继续推进。周五财新报道，锦州银行正在加快推进市场化改革重组，准备引入工银、信达、长城三家战略投资者，目前已经基本达成意向。尽管本周美元指数持续走高，人民币对美元汇率仍然“岿然不动”。下周美联储议息会议释放的信号（影响美元），以及中美贸易谈判的消息，将是影响人民币汇率的关键因素。

## 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、实体经济：工业企业利润增长低迷 .....	3
1、发电煤耗出现蹿升 .....	3
2、钢材库存持续上升 .....	4
3、楼市降温迹象增多 .....	4
4、食品价格压力缓解 .....	5
二、金融市场：金融供给侧改革进行时 .....	6
1、货币市场：保持宽松 .....	6
2、债券市场：行情清淡 .....	6
3、人民币汇率：强势以待 .....	7

## 图表目录

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量大幅蹿升 .....	3
图表 2：本周南华工业品指数小幅回落 .....	3
图表 3：6 月工业企业利润增速回落转负 .....	3
图表 4：1-6 月民营企业利润增长相对较快 .....	4
图表 5：本周原油价格略有上扬 .....	4
图表 6：本周钢材社会库存继续上升 .....	4
图表 7：30 大中城市房地产销售明显回落 .....	5
图表 8：上周 100 城土地供应面积再度下滑 .....	5
图表 9：本周农产品批发价格指数继续回落 .....	5
图表 10：本周蔬菜价格下跌，不同于季节性规律 .....	5
图表 11：本周货币市场利率回落 .....	6
图表 12：本周同业存单发行利率保持分化 .....	6
图表 13：本周债券收益率窄幅波动 .....	7
图表 14：7 月以来票据利率大幅下探 .....	7
图表 15：本周离岸人民币汇率窄幅波动 .....	7
图表 16：本周 CFETS 人民币指数有所上扬 .....	7

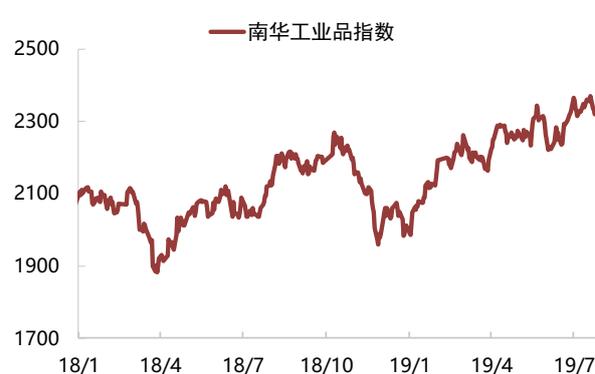
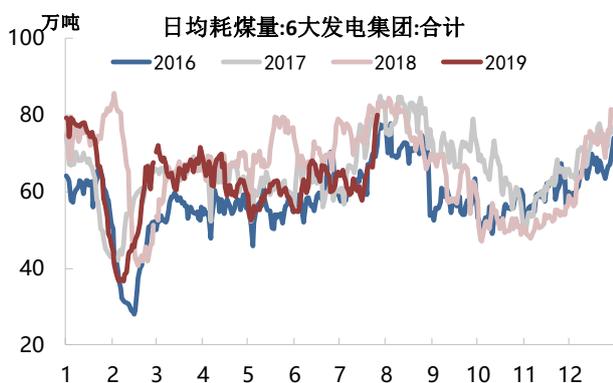
## 一、实体经济：工业企业利润增长低迷

### 1、发电煤耗出现蹿升

本周发电煤耗量出现蹿升，对工业生产状况或有积极预示。本周六大发电集团日均煤耗量蹿升至接近过去两年平均水平，这其中有季节性因素（天气炎热导致用电增加），但在幅度上也体现工业生产有所修复的迹象，值得关注（图表1）。本周南华工业品指数小幅回落，保持高位窄幅波动（图表2），波罗的海干散货指数（BDI）6月中旬以来首度回落。

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量大幅蹿升

图表 2：本周南华工业品指数小幅回落



来源：Wind，莫尼塔研究

6月中国规模以上工业企业利润同比增长-3.1%，前值为1.1%；1-6月累计同比下降2.4%，降幅比1-5月扩大0.1个百分点。这一状况与6月工业增加值增速明显反弹和PPI出厂与购进价差小幅下降的表现存在差异（错误!书签自引用无效。）。根据国家统计局解读，1-6月工业企业利润下降主要受汽车（市场需求低迷）、石油加工（原油价格上涨）以及钢铁（铁矿石价格上涨）等少数行业影响，上述三个行业合计影响全部规模以上工业企业利润同比下降6.3个百分点。而新增利润主要来源于建材（水泥，受益于供给侧改革）、以及电力、电气机械和饮料制造等行业，这四个行业合计拉动全部规模以上工业企业利润增长2.6个百分点。总体而言，规模以上工业企业利润增长低迷，在41个工业大类行业中，只有26个行业利润同比为正。1-6月规模以上工业企业总资产增速与上月持平于6.3%，对制造业投资缺乏积极预示，同时，民营企业利润增长相对较快（图表4）。1-6月产成品库存同比进一步回落至3.5%，营业收入同比回落至4.7%，工业企业主动去库存没有改变。

财务分析指标中，6月规模以上工业企业资产负债率小幅上升0.2个百分点，至57%；主营业务收入利润率进一步回升（主要受国企和外资企业带动，民营企业仍相对较弱）；主营业务收入成本率略微下降；应收票据及应收账款平均回收期小幅下降至54.4天。这些信号总体偏积极，但需要注意，以上财务分析指标是以相应财务指标的累计值直接相比得到。而2017年底以来，由于“统计制度规定的口径调整、统计执法增强、剔除重复数据、企业改革剥离、四经普单位清查等因素影响”，规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的同比口径增速，与累计值增速之间呈现出巨大差异。这极大地影响到各项财务分析指标的数据质量，也是上述指标的数值在2018年出现突变的重要原因，在分析中需要谨慎看待。

全年减税降费进度过半。本周国家税务总局公布数据显示，上半年全国累计新增减税降费11709亿元，其中减税10387亿元，其中，增值税改革减税4369亿元，个人所得税两步改革叠加减税3077亿元。第十二轮中美经贸高级别磋商将于7月30日-31日在上海举行。商务部称，上半年中国对美国非金融类直接投资同比下降约20%，美方欢迎中国投资不应仅停留在口头上；目前加强东北亚区域合

作条件更加有利，今后将积极推进中蒙俄经济走廊建设，推动中日、中韩第三方市场合作，加快中日韩自贸区谈判。上海自贸区建设加速推进。本周国务院领导人考察上海自贸试验区新片区，听取总体规划汇报。

图表 3：6 月工业企业利润增速回落转负

图表 4：1-6 月民营企业利润增长相对较快



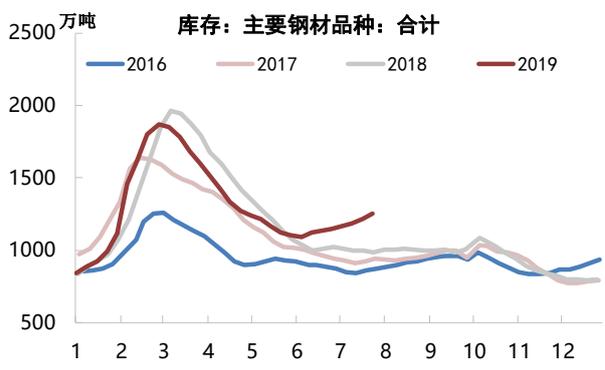
来源：Wind，莫尼塔研究

## 2、钢材库存持续上升

原油价格略有上扬。全周WTI油价小幅回升1%，至56.2美元/桶，布伦特油价回升1.6%，至63.46美元/桶（图表5）。美国石油钻井数连续四周录得减少，对油价起到一定支撑。铁矿石带动钢材价格回落，钢材库存持续上升。本周南华铁矿石指数回落2.6%，成本端支撑下降的情况下，螺纹钢指数回落1.5%；主要钢材社会库存继续上扬，进一步施压钢企盈利（图表6）。本周生态环境部表示，拟将全面达到超低排放的企业列为A级，这类企业在今年冬季重污染应对时不需采取限产或停产等减排措施。环保限产不再“一刀切”，对于上游工业品价格的支撑作用也将弱化，对于钢企盈利下滑的态势需高度关注。

图表 5：本周原油价格略有上扬

图表 6：本周钢材社会库存继续上升



来源：Wind，莫尼塔研究

## 3、楼市降温迹象增多

房地产销售呈降温迹象。本周全国30大中城市商品房成交显著下坠（图表7），上周100个大中城市土地供应面积再度回落，成交土地溢价率继续走低，土地市场持续降温（图表8）。本周房价涨幅第一的洛阳政府祭出“限价令”，苏州进一步收紧限售、限购政策，贯彻“房住不炒”要求。房企融资政策收紧的影响逐步显现，房地产行业集中度势将进一步提升。7月以来，越来越多的涉房

上市公司开始着手处置旗下的房地产业务；7月以来房地产企业境内外融资总额近3000亿元，以应对债务到期高峰，下半年房企境内发债（到期2879亿元）、境外发债（到期602亿元）和房地产信托（到期3362亿元）到期合计6843亿元；截至7月23日，全国已有271家房地产企业宣告破产清算。央行数据显示，二季度房地产开发贷款余额同比14.6%，比上季末降低4.3个百分点。

图表 7：30 大中城市房地产销售明显回落

图表 8：上周 100 城土地供应面积再度下滑



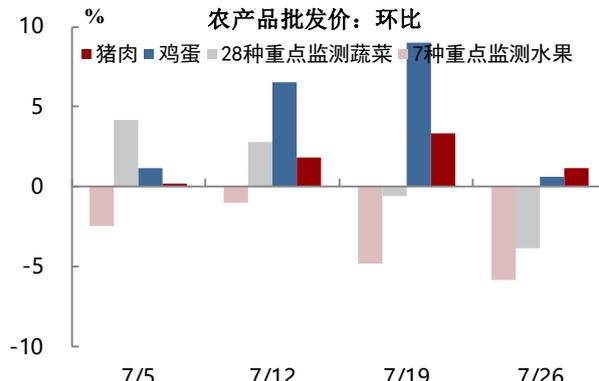
来源：Wind，莫尼塔研究

#### 4、食品价格压力缓解

**食品价格上行压力缓解。**本周农产品批发价格指数进一步回落，明显弱于去年同期表现（图表9）。分项来看，水果、蔬菜价格环比显著下跌，蔬菜价格下跌与夏季南方蔬菜供给减少的季节性规律有出入，而鸡蛋、猪肉价格涨幅明显放缓。本周农业部通报，辽宁省康平县、西丰县在截获的外省运入生猪中排查出非洲猪瘟疫情，表明猪瘟疫情尚未得到根本遏制。广东多部门联合发布通知，明确实行生猪生产红线制度，各地级以上市生猪出栏量不得低于《广东省生猪生产发展总体规划和区域布局（2018—2020年）》规定的目标任务。类似行政手段增加生猪供应的效果有待观察。

图表 9：本周农产品批发价格指数继续回落

图表 10：本周蔬菜价格下跌，不同于季节性规律



来源：Wind，莫尼塔研究

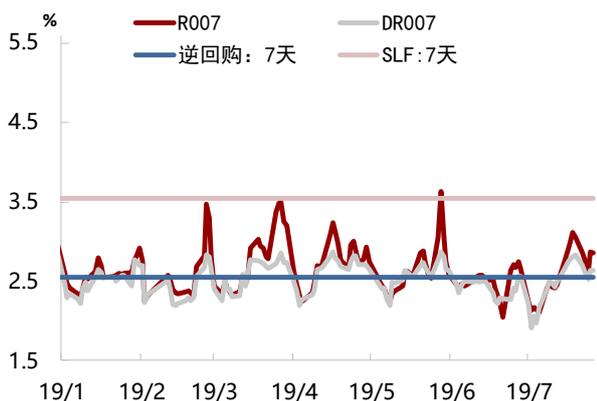
## 二、金融市场：金融供给侧改革进行时

### 1、货币市场：保持宽松

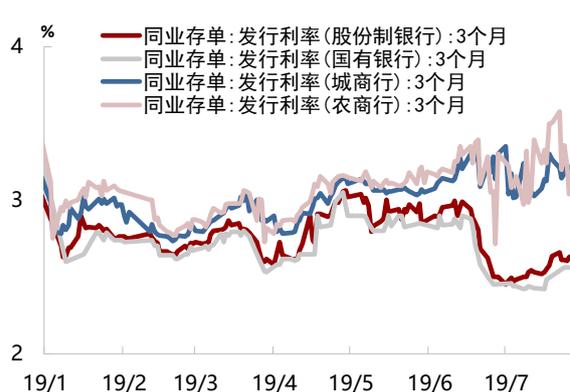
央行采用TMLF+MLF组合操作，流动性保持宽松。周二有5020亿元MLF到期，央行缩量续作，一方面如期（每个季初的第四周）开展2977亿元TMLF操作，同时开展2000亿元MLF操作，合计4977亿元。央行继续通过TMLF定向驰援流动性，其中没有太多特殊含义。全周开展500亿公开市场操作，实现公开市场资金回笼4100亿元，为税期高峰结束后自然回笼资金。本周货币市场利率较上周有所回落，R007和DR007利率降至7天逆回购利率附近，流动性继续保持宽松（图表11），但同业存单发行的分层状况依旧（图表12）。

金融供给侧改革以更稳健方式继续推进。周五财新报道，锦州银行正在加快推进市场化改革重组，准备引入工银金融资产投资有限公司、信达投资有限公司、中国长城资产管理股份有限公司三家战略投资者，目前已经基本达成意向。尚不清楚三家战投将以什么价格收购锦州银行股份，这需要建立在厘清锦州银行真实资产质量的基础上。

图表 11：本周货币市场利率回落



图表 12：本周同业存单发行利率保持分化



来源：Wind，莫尼塔研究

### 2、债券市场：行情清淡

本周债券市场行情乏善可陈，市场观望情绪浓厚。全周10年期国债收益率上行1bp，30年期收

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\\_11146](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11146)

