

慎谈拐点

报告摘要

● 本周宏观经济呈现以下变化：

● **1、工业生产相较前期有所放缓，国际贸易活跃度低位修复。**尽管一季度美国GDP大超预期，但3月日本工业产出下滑幅度创四年来最大，德国4月商业景气指数再度恶化，指向全球经济依然低迷，并不利于中国出口。

● **2、房地产销售保持热度，土拍市场局部升温。**100大中城市成交土地楼面均价再创两年半新高，土地溢价率也继续震荡回升，反映土地市场热度不减。中原地产研究中心统计，4月23日-25日这3天，热点二线为主的城市卖地金额超过780亿。新华社刊文称，一旦发生扰乱市场的情况，必须直接亮剑，坚决遏制投机炒房。

● **3、食品价格季节性回落，猪价四季度或突破历史高点。**本周农业农村部再度出面引导预期，称四季度活猪价格将会突破2016年的历史高点，意味着年内猪肉价格至少还有40%上涨空间。需警惕四季度猪价、油价共振，造成通胀压力加重，掣肘货币政策。

● **4、本周货币政策方面的信号很多，总体指向流动性投放将有所克制，这构成本周权益市场大幅调整的主线：**1) 周三央行实施一年期2674亿元TMLF操作，央行后补充称，基本上都是在季后首月第四周进行操作。2) 周三央行针对“定向降准”传闻和存款准备金率动态调整频率再度辟谣。3) 央行副行长刘国强称，判断货币政策要记住“松紧适度”，建议直接去看流动性，最简单指标是DR007。4) 银保监会表示，不鼓励把小微贷款利率降到基准利率之下，低利率定价甚至可能带来监管套利、“二道贩子”倒卖资金的现象。5) 央行回应货币政策时称“以前没有放松，现在也谈不上收紧”，令市场感到茫然。

● **5、债市调整幅度明显下降，我们认为，债券市场经过这一轮快速调整之后，可不必要太悲观，原因在于：**1) 当前收益率水平对配置盘有一定吸引力。2) 二季度经济数据存在回调压力，3月低基数、增值税下调前夕的订单抢跑因素消弭，外需仍拖累出口，一季度净出口对GDP1.5个百分点的贡献不可持续，经济韧性对债市的利空已得到较充分定价。3) 货币政策并不会发生基调上的转向、收紧。目前宽信用仍在半途，我们最新草根调研结果显示，4月信贷的主要投向仍是国企、基建和地产，依旧走在老路上；一季度民企债券违约金额仍比去年下半年之前高出一倍，低等级信用利差仍处于去年下半年以来的高位。

● **6、美元破位上涨，人民币汇率小幅贬值。**我们认为，从花旗意外指数反映的情况来看，市场对美国经济一枝独秀已有较充分预期，这将制约美元进一步上涨的空间。在中美谈判进展积极，中国经济企稳迹象的情况下，现阶段人民币汇率贬值压力可控。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

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：土拍市场局部升温	3
1、工业生产有所放缓，外贸活跃度低位修复	3
2、油价后半周下挫，中游产品价格坚挺	3
3、房地产销售保持热度，土拍市场局部升温	4
4、食品价格季节性回落，猪价四季度或突破历史高点	5
二、金融市场：央行发声引市场茫然	5
1、货币市场：流动性边际收敛	5
2、债券市场：可不必太悲观	6
3、人民币汇率：美元破位上涨，人民币小幅贬值	7

图表目录

图表 1：本周发电煤耗量弱于去年同期	3
图表 2：本周南华工业品指数继续小幅回落	3
图表 3：本周原油价格先涨后跌	4
图表 4：本周玻璃价格进一步反弹	4
图表 5：本周螺纹钢价格震荡持平	4
图表 6：本周钢材社会库存继续下降	4
图表 7：30 大中城市商品房成交好于去年同期	5
图表 8：本周 100 城土地楼面均价再创新高	5
图表 9：本周农产品批发价格指数降幅扩大	5
图表 10：蔬菜价格的季节性回落是主要带动因素	5
图表 11：本周公开市场净回笼资金 3000 亿	6
图表 12：本周货币市场利率中枢有所抬升	6
图表 13：本周国债收益率调整幅度减小	7
图表 14：本周收益率曲线小幅增陡	7
图表 15：本周美元升值带动人民币汇率贬值	7
图表 16：本周 CFETS 人民币指数继续上扬	7

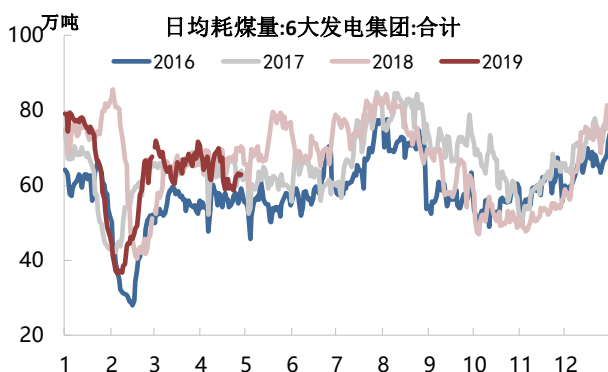
一、实体经济：土拍市场局部升温

1、工业生产有所放缓，外贸活跃度低位修复

工业生产有所放缓，工业品价格小幅回落，国际贸易活跃度有所修复。本周六大发电集团日均煤耗量明显低于去年同期，体现工业生产相较前期有所放缓（图表1）。南华工业品指数震荡略跌，CRB现货指数同样从高位小幅回落，国际国内大宗商品价格略有下降，但仍相对偏强（图表2）。波罗的海干散货指数进一步回升12.5%，国际贸易活跃度继续修复，但仍处低位。尽管一季度美国GDP大超预期，但3月日本工业产出下滑幅度创四年来最大，德国4月商业景气指数再度恶化，指向全球经济依然低迷，并不利于中国出口。本周习近平在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上指出，中国不搞以邻为壑的汇率贬值；未来将在更广领域扩大外资市场准入；将进一步降低关税水平，更大规模增加商品和服务进口。

图表 1：本周发电煤耗量弱于去年同期

图表 2：本周南华工业品指数继续小幅回落

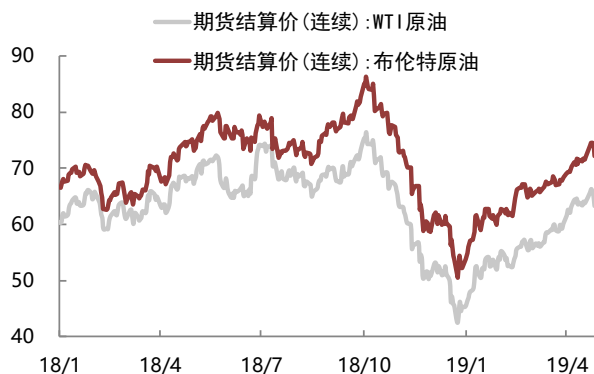


来源：Wind，莫尼塔研究

2、油价后半周下挫，中游产品价格坚挺

原油价格前半周冲高，因美国据悉将在5月2日到期后取消对各国进口伊朗石油的豁免，布伦特油价一度冲击75美元/桶，后半周显著下跌，因特朗普重申要OPEC帮助降低油价的立场，WTI油价结束七周连涨，下跌1.1%至63.3美元/桶，布伦特油价上涨0.25%至72.15美元/桶（图表3）。南华玻璃指数进一步上涨1.34%（图表4）；螺纹钢指数略微上扬0.03%（图表5）；动力煤指数上涨3.2%，体现中游工业品价格仍受支撑。本周主要钢材社会库存继续下降（图表6），同时全国高炉开工率进一步上扬至70.58%，反映钢铁需求依然较好。

图表 3：本周原油价格先涨后跌



图表 4：本周玻璃价格进一步反弹

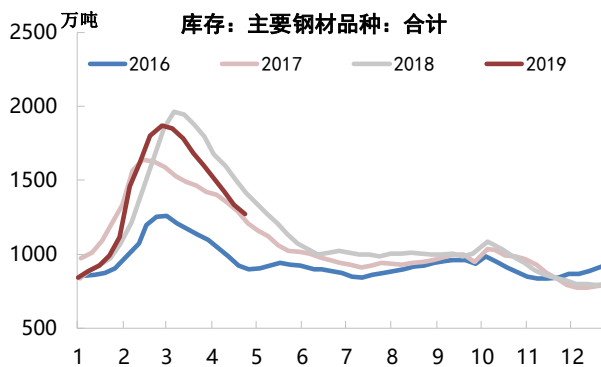


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：本周螺纹钢价格震荡持平



图表 6：本周钢材社会库存继续下降

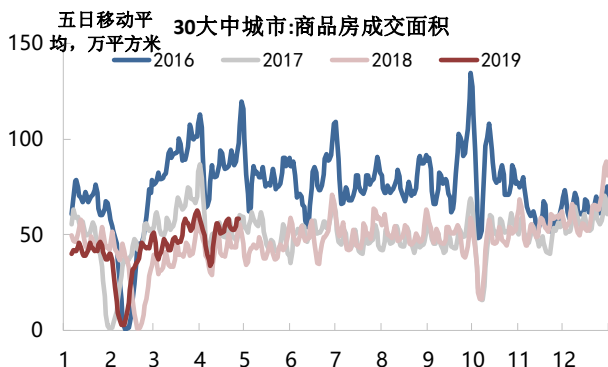


来源：Wind，莫尼塔研究

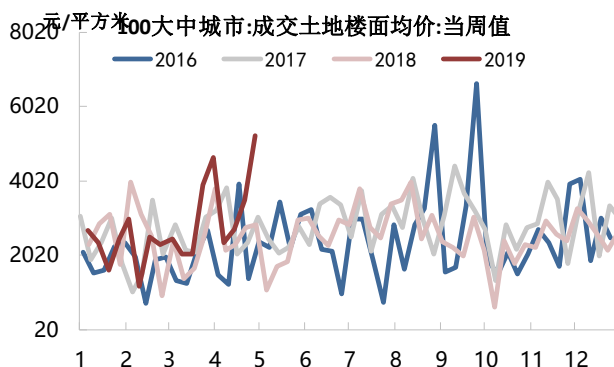
3、房地产销售保持热度，土拍市场局部升温

本周全国30大中城市商品房日均成交面积继续小幅上扬，好于去年同期（图表7）。100个大中城市土地供应面积出现显著回落，但考虑到近几周供地面积都在第二周被上修，对土地供应是否下降需待后续证实。本周100大中城市成交土地楼面均价再创两年半新高（图表8），土地溢价率也继续震荡回升，反映土地市场热度不减。中原地产研究中心统计，截止到4月24日前，已经有21家房企年内拿地过百亿；最近部分城市房地产市场小阳春，叠加融资难度大幅度缓解，房企抢地现象再次出现，4月23日-25日这3天，热点二线为主的城市卖地金额超过780亿。本周新华社刊文称，一旦发生扰乱市场的情况，必须直接亮剑，坚决遏制投机炒房。

图表 7: 30 大中城市商品房成交好于去年同期



图表 8: 本周 100 城土地楼面均价再创新高

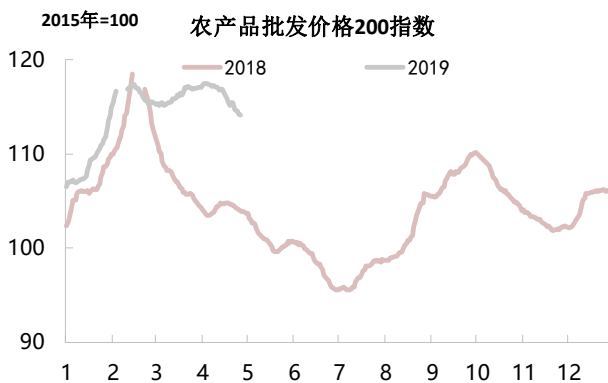


来源: Wind, 莫尼塔研究

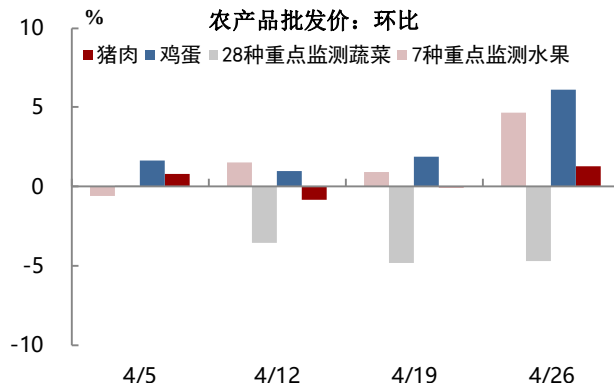
4、食品价格季节性回落，猪价四季度或突破历史高点

本周农产品批发价格指数继续明显下跌，与去年同期差异有所收敛（图表9）。分项来看，蔬菜价格的季节性回落仍是主要带动因素，而水果和鸡蛋价格出现了更大幅度的上涨，猪肉价格也再度小幅上涨（图表10）。本周农业农村部再度出面引导预期，称猪价已经提前进入了上涨周期，后期生猪供应会趋紧，四季度活猪价格将会突破2016年的历史高点。目前活猪价格在14.9元/公斤，2016年历史高点为20.77元/公斤，意味着年内猪肉价格至少还有40%上涨空间，需警惕四季度猪价、油价共振，造成通胀压力加重，掣肘货币政策。

图表 9: 本周农产品批发价格指数降幅扩大



图表 10: 蔬菜价格的季节性回落是主要带动因素



来源: Wind, 莫尼塔研究

二、金融市场：央行发声引市场茫然

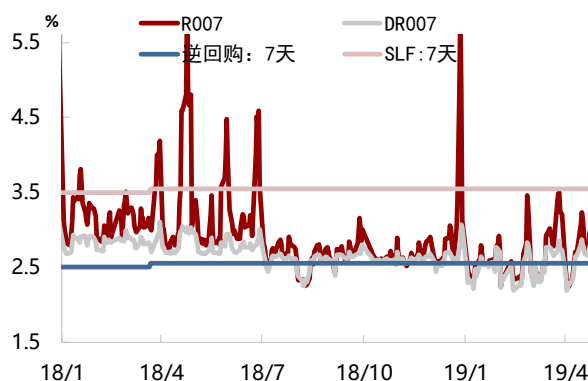
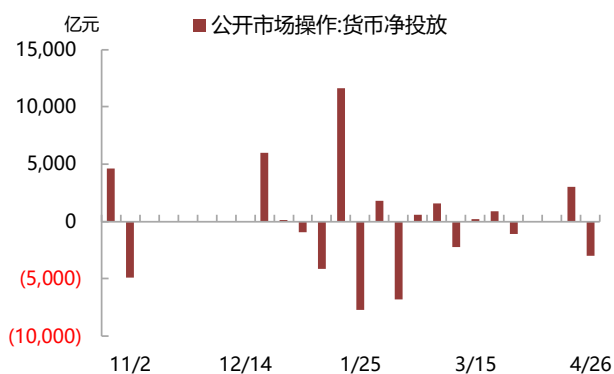
1、货币市场：流动性边际收敛

本周央行未开展公开市场操作，实现资金净回笼3000亿（图表11）。货币市场利率相较前期中枢有所抬升，流动性确有边际收敛（图表12）。本周货币政策方面的信号很多，总体指向流动性投放将有所克制，这构成本周权益市场大幅调整的主线：1）周三央行实施一年期2674亿元TMLF操作，利率3.15%与上期持平。货政司司长孙国峰称，因为TMLF操作是根据银行对小微和民营企业贷款的增量和需求情况综合确定的，搜集银行每个季度对小微企业、民营企业贷款的数据需要一定时间，

所以基本上都是在季后首月第四周进行操作，其实是有规律的。2) 周三，央行针对“定向降准”传闻再度辟谣，并称相关机构根据季度MPA考核的结果而进行存款准备金率动态调整，这一报道也与事实不符，目前央行确有一项普惠金融定向降准政策，但每年只在年初动态考核调整一次，并非在每个季度都考核调整。3) 央行副行长刘国强称，判断货币政策要记住“松紧适度”，建议直接去看流动性，最简单指标是DR007。4) 银保监会表示，不鼓励把小微贷款利率降到基准利率之下，低利率定价甚至可能带来监管套利、“二道贩子”倒卖资金的现象。小微企业贷款按照“保本微利”、商业可持续的盈亏平衡点来测算，如果风险控制得好，不良率控制在3%以下，这个利率盈亏平衡点应该是在5%-5.7%。5) 央行回应货币政策时称“以前没有放松，现在也谈不上收紧”，令市场感到茫然。

图表 11：本周公开市场净回笼资金 3000 亿

图表 12：本周货币市场利率中枢有所抬升



来源：Wind，莫尼塔研究

2、债券市场：可不必太悲观

本周债市调整幅度明显下降，1年期国债到期收益率略降0.6bp，而3-30年期国债收益率小幅上行1.2-5.7bp（图表13，图表14），国债期货前半周下跌、后半周反弹，全周微跌0.06%。我们认为，债券市场经过这一轮快速调整之后，可不必太悲观，原因在于：1) 当前收益率水平对配置盘有一定吸引力。2) 二季度经济数据存在回调压力，3月低基数、增值税下调前夕的订单抢跑因素消弭，外需仍拖累出口，一季度净出口对GDP1.5个百分点的贡献不可持续，经济韧性对债市的利空已得到较充分定价。3) 货币政策并不会发生基调上的转向、收紧。目前宽信用仍在半途，我们最新草根调研结果显示，4月信贷的主要投向仍是国企、基建和地产，依旧走在老路上；一季度民企债券违约金额仍比去年下半年之前高出一倍，低等级信用利差仍处于去年下半年以来的高位。在此情况下，货

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_12877

