

警惕二季度流动性扰动



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——宏观周报（20190324）

❖ 追溯拾贝：警惕二季度流动性扰动

流动性因素是一季度国内资产价格特别是股市出现大幅反弹的最重要支撑因素。但是，展望二季度，通胀因素或将出现短暂抬升，国内流动性宽松或将面临一些阶段性的考验。宏观逻辑与微观推演在通货膨胀问题上发生矛盾。宏观上，去库存周期下相对疲弱的总需求和仍然偏低的 M1 增速均难以支持物价的系统性上涨，但微观上，猪瘟导致生猪存栏加速，或引发猪价大幅上涨。我们认为，综合宏观与微观两个方面，二季度乃至全年最可能出现的情况是结构性的通胀，即类似于 2015-2016 年前后，上游工业品价格下降而猪价等下游商品价格上涨。同时，在流动性因素出现干扰的情况下市场对增长和盈利的担忧或将重新抬头。

❖ 本周综述：

高频实体经济方面，本周，国际油价表现强劲。今年在欧佩克主导的持续性减产行动下，油价强势上行，叠加地缘政治风险因素，国际原油市场供应量持续性偏紧。本周四美联储议息会议超预期鸽派，美元指数迅速下跌，原油等大宗商品价格大幅上涨，虽然周五有小幅回落，但短期来看，美国不加息决策依然对油价形成有力支撑。本周，六大电厂的日均耗煤量转降为升。需求方面，本周全国多地突发雨雪天气导致气温骤降，电厂煤炭需求量随之回升，同时下游企业需求快速释放，去库力度加大，煤炭库存处于下行通道。供给方面，煤矿复产进度恢复缓慢，且外交部明确表示继续限制澳煤进口，煤炭供给总体受限。总的来看，焦煤价格略有上涨，动力煤价格保持坚挺。后期将关注基建投资力度加大对煤炭板块的影响。

流动性及利率方面，上周央行进行少量公开市场逆回购操作，银行间流动性总体偏紧，短期货币市场利率多数上行，资金成本有所上升。后半周美联储在本周议息会议上放鸽，美元指数随之走弱，人民币升值创下 8 个月来新高，货币政策外围限制因素进一步消退，利率中枢随之先升后降，一级市场投标倍数则表现尚可，投资意愿较为平淡。信用债方面，继镇江之后，上周传出国开行或将参与湘潭地方债务试点，随着宽信用政策逐渐释放，信用债交投活跃度有所提升，信用利差多数小幅走低。短期看资金面持续偏紧，对债市形成压力，但同时国内需求也依旧疲弱，基本面对债市支撑因素依旧存在。后续看，3 月下旬伴随季末时点的来临，流动性压力仍在，利率中枢短期或将弱势震荡，同时继续择机下沉资质。

❖ **风险提示：**宏观经济不及预期，出现严重信用事件，政策变化不及预期。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部
报告类别 | 宏观周报
报告时间 | 2019/3/25

📄 分析师

邓利军
证书编号：S1100517110001
021-68595193
denglijun@cczq.com

📄 联系人

邵兴宇
证书编号：S1100117070008
010-66495651
shaoxingyu@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、追溯拾贝（五十）：警惕二季度流动性扰动	4
二、高频数据跟踪.....	4
2.1 上游.....	4
2.1.1 原油.....	4
2.1.2 煤炭.....	5
2.2 中游.....	6
2.2.1 钢材水泥.....	6
2.2.2 有色金属.....	6
2.3 下游.....	7
2.3.1 房地产	7
2.3.2 农产品	7
三、流动性观测	8
3.1 货币市场流动性.....	8
3.2 利率市场走势	9
3.3 海外市场.....	9
四、时政新闻	10
4.1 国内新闻.....	10
4.2 海外新闻.....	10
风险提示	12

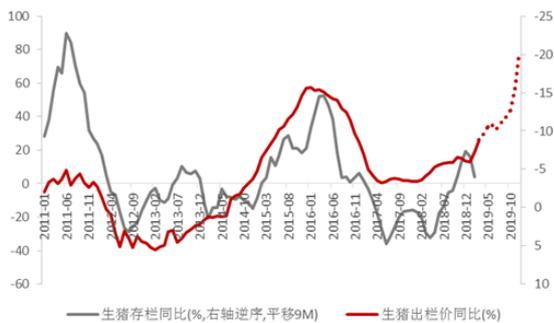
图表目录

图 1:	猪价抬升幅度或超出预期.....	4
图 2:	上游因素成为压制 CPI 关键.....	4
图 3:	原油库存.....	5
图 4:	原油期货结算价格.....	5
图 5:	六大发电集团日均耗煤.....	5
图 6:	煤炭库存情况.....	5
图 7:	螺纹钢库存及现货价格.....	6
图 8:	水泥价格.....	6
图 9:	LME 铝库存及价格.....	6
图 10:	LME 铜库存及价格.....	6
图 11:	30 大中城市商品房成交面积.....	7
图 12:	100 大中城市土地成交面积及总价.....	7
图 13:	猪肉价格.....	8
图 14:	农产品批发价格 200 指数.....	8
图 15:	央行货币投放情况.....	8
图 16:	中期借贷便利.....	8
图 17:	短期回购利率.....	9
图 18:	下周公开市场到期情况.....	9
图 19:	AA-AAA 信用利差(单位: BP).....	9
图 20:	1Y、10Y 国债收益率与期限利差(单位: %).....	9
图 21:	人民币汇率及美元指数.....	10
图 22:	中美利差.....	10
表格 1:	国内时政要闻.....	10
表格 2:	海外情况跟踪.....	11

一、 追潮拾贝（五十）：警惕二季度流动性扰动

流动性因素是一季度国内资产价格特别是股市出现大幅反弹的最重要支撑因素。但是，展望二季度，通胀因素或将出现短暂抬升，国内流动性宽松或将面临一些阶段性的考验。宏观逻辑与微观推演在通货膨胀问题上发生矛盾。宏观上，去库存周期下相对疲弱的总需求和仍然偏低的 M1 增速均难以支持物价的系统性上涨，但微观上，猪瘟导致生猪存栏加速，或引发猪价大幅上涨。我们认为，综合宏观与微观两个方面，二季度乃至全年最可能出现的情况是结构性的通胀，即类似于 2015-2016 年前后，上游工业品价格下降而猪价等下游商品价格上涨。同时，在流动性因素出现干扰的情况下市场对增长和盈利的担忧或将重新抬头。

图 1： 猪价抬升幅度或超出预期



资料来源： 通联数据，川财证券研究所

图 2： 上游因素成为压制 CPI 关键



资料来源： 通联数据，川财证券研究所

二、 高频数据跟踪

2.1 上游

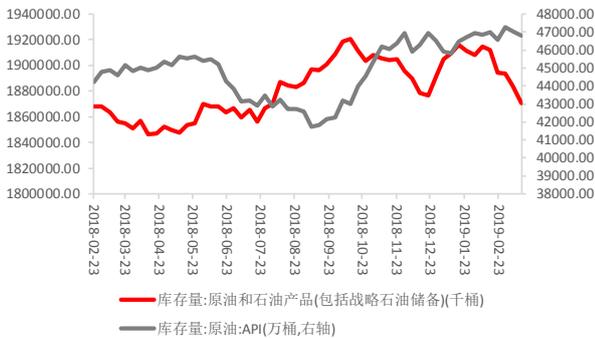
2.1.1 原油

本周，国际油价表现强劲。今年在欧佩克主导的持续性减产行动下，油价强势上行，叠加地缘政治风险因素，国际原油市场供应量持续性偏紧。本周四美联储议息会议超预期鸽派，美元指数迅速下跌，原油等大宗商品价格大幅上涨，虽然周五有小幅回落，但短期来看，美国不加息决策依然对油价形成有力支撑。与此同时，美国上周原油库存意外大幅下跌也形成利好。目前，中美贸易谈判结果仍是市场关注焦点，后续仍需警惕美元反弹等不确定性因素对油价造成的下调风险。

库存方面，本周 EIA 原油库存为 188361.90 万桶，较上周下降 1021.20 万桶。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

桶,API 原油库存为 47029.00 万桶,较上周下降 258.00 万桶;价格方面,本周布伦特原油价格为 67.16 美元/桶,较上周上升 2.16%,WTI 原油价格为 58.52 美元/桶,较上周上升 4.37%。

图 3: 原油库存



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 4: 原油期货结算价格



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

2.1.2 煤炭

本周,六大电厂的日均耗煤量转降为升。需求方面,本周全国多地突发雨雪天气导致气温骤降,电厂煤炭需求量随之回升,同时下游企业需求快速释放,去库力度加大,煤炭库存处于下行通道。供给方面,煤矿复产进度恢复缓慢,且外交部明确表示继续限制澳煤进口,煤炭供给总体受限。总的来看,焦煤价格略有上涨,动力煤价格保持坚挺。后期将关注基建投资力度加大对煤炭板块的影响。

库存方面,本周六大发电集团煤炭库存为 1614.87 万吨,较上周下降 11.38 万吨,煤炭库存可用天数为 25.77 天,较上周下降 1.10 天;耗煤方面,本周六大发电集团日均耗煤为 62.67 万吨,较上周下降 1.25 万吨。

图 5: 六大发电集团日均耗煤



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 6: 煤炭库存情况



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

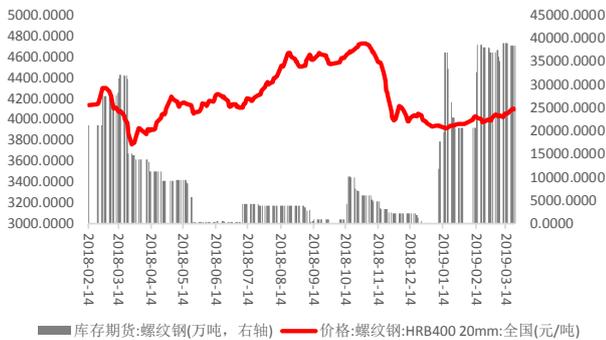
2.2 中游

2.2.1 钢材水泥

本周，螺纹钢价格维持涨势。近期钢铁市场成交表现突出，下游需求集中在3月释放，并且社会库存迅速下降，需求端总体旺盛。供给端来看，山西煤矿事故可能进一步加强安全检查力度，同时随着气温回暖，后续环保限产工作或将进一步开展。与此同时，巴西淡水河谷铁矿石供给波动较大，短期来看钢铁价格走势仍有不确定性。

本周螺纹钢库存为 38915.00 万吨，较上周上升 3837.00 万吨，螺纹钢价格为 4052.00 元/吨，较上周上升 0.02%；水泥价格为 145.09，较上周下降 0.87%。

图 7：螺纹钢库存及现货价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 8：水泥价格

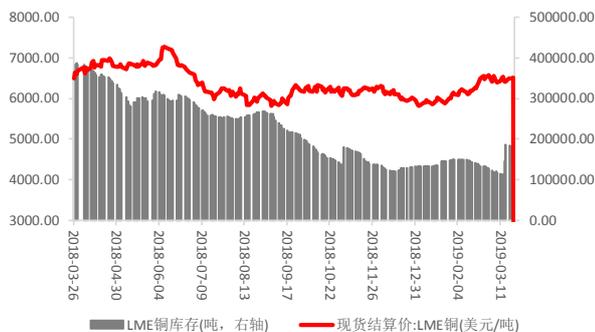


资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.2.2 有色金属

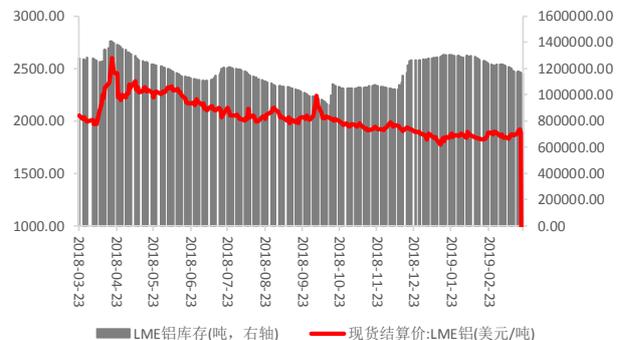
本周 LME 铝库存为 130.17 万吨，较上周上升 0.76 万吨，LME 铝现货价格为 1851.00 美元/吨，较上周上升 4.25%；本周 LME 铜库存为 14.50 万吨，较上周上升 1.13 万吨，LME 铜现货价格为 6022.00 美元/吨，较上周上升 2.75%。

图 9：LME 铝库存及价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 10：LME 铜库存及价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

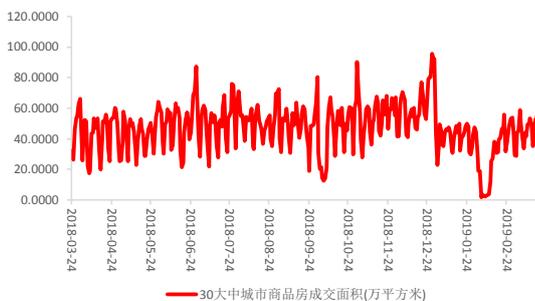
2.3 下游

2.3.1 房地产

本周，30大中城市商品房成交面积稳定增长。近期房地产市场回暖，需求面边际好转。房地产政策方面，因城施策成为调控主要路径，且在资金面边际宽松的情况下，房贷利率可能进一步下行。长期来看，在基建项目的积极推动下，基本面或将升温，房地产市场大概率保持平稳。

本周30大中城市销售面积总计为259.18万平方米，较上周上升1.57万平方米，土地方面，本周百大城市土地成交面积为1138.89万平方米，较上周下降66.86万平方米，土地成交总价为278.60亿元，较上周下降314.20亿元。

图 11：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 12：100 大中城市土地成交面积及总价



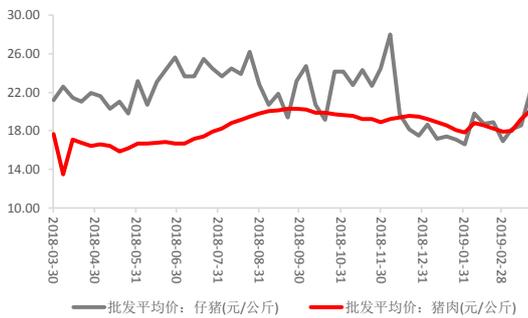
资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.3.2 农产品

本周猪肉批发价格上涨。生猪供给方面，受非洲猪瘟影响，节前各养殖户集中出栏能繁母猪，且大量中小散户因成本过高持续出清，导致3月份生猪供给明显减少，而仔猪无法满足市场需求。猪周期拐点提前到来，供给端收紧成为推动猪价上涨的有利因素。长期来看，由于生猪养殖周期较长，未来存栏量无法保证供应，猪肉价格有望继续上涨。

猪肉批发平均价为19.18元/公斤，较上周上升1.23元/公斤；农产品批发价格200指数为116.26，较上周上升0.79。

图 13: 猪肉价格



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 14: 农产品批发价格 200 指数



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

三、流动性观测

3.1 货币市场流动性

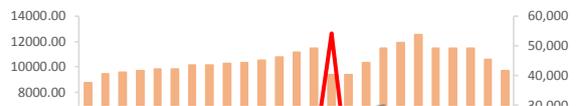
本周央行进行少量公开市场逆回购操作, 银行间流动性总体偏紧, 短期货币市场利率多数上行, 资金成本有所上升, 资金面维持紧平衡。后续看, 3 月下旬伴随季末时点的来临, 流动性压力仍在, 利率中枢短期或将弱势震荡, 同时继续择机下沉资质。

本周央行公开市场共计净投放 200.00 亿元, 银行间市场方面, DR001 与 DR007 利率分别为 2.7541%、2.9225%, 较上周分别变动 61.98BP、56.09BP, 交易所市场方面, R001 与 R007 利率分别为 2.9320%、3.1403%, 较上周分别变动 73.76BP、70.57BP。

图 15: 央行货币投放情况



图 16: 中期借贷便利



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_13543



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn