

国内宏观周报

降准之后还有降息吗？

■ 核心摘要

1、本周资本市场关注度较高的宏观事件包括：1) 国务院召开经济形势专家和企业家座谈会，强调要做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险。2) 浦东将打造社会主义现代化建设引领区，高规格推动浦东新区进一步扩大改革开放，有望缓和经济层面的逆全球化，吸引更多外资进入中国。3) 全国碳排放权交易开市，高耗能行业的竞争格局将加速优化。4) 央行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》，目前已选择部分有代表性的地区开展测试，白皮书也回应了市场关注称数字人民币对货币政策和金融稳定的影响都有限。

2、本周生产指标延续分化，和总量数据反映当前工业生产处于景气高点的趋势一致。本周全国高炉开工率小幅回落，螺纹钢连续第5周累库，处于历史同期的最高水平。本周汽车轮胎开工率都明显回升，石油沥青装置开工率继续下降。本周黑色大宗涨幅较大，南方多地用电负荷创新高，但局部暴雨影响煤炭发运，电厂补库压力下煤炭价格或将进一步上涨。本周工信部领导在国新办新闻发布会上称后续将配合有关部门保供稳价工作，但从7月上旬全国重点企业粗钢产量同比仅增长0.32%看，或已在全国范围内压降粗钢生产，关注后续保供稳价政策的实际执行力度。

3、本周土地市场明显降温。百城住宅价格指数样本城市中，今年6月房价同比上涨的城市有90个，是2019年8月至今房价同比上涨城市最多的一个月。截至目前全国至少已有8个城市出台了二手房指导价政策，这一政策将让二手房成交量锐减。预计未来将有更多城市出台二手房指导价，热门城市的新房和二手房价格倒挂或得到一定缓解。

4、本周资金面宽松，A股成长周期均衡上涨，各期限国债收益率继续大幅回落，人民币升值。货币市场，主导本周资金面变化的依然是降准，资金面较为宽松。本周四股份制银行1年期同业存单发行利率只有2.75%，创近一年新低，和同期限MLF利率息差达20bp，或反映市场上存在着降息预期。股票市场，本周A股成长、周期风格相对均衡。展望后市，我们认为经济韧性强于预期、流动性继续宽松，周期板块或仍有阶段性强势机会。债券市场，降准刺激下本周各期限国债收益率均继续大幅下降。我们认为利率债收益率下降得太快，存在着超涨风险，因为经济基本面和货币政策都存在预期修正压力。外汇市场，本周美元指数升值0.67%，周内创2季度以来新高，主要受美国经济“一枝独秀”带动。本周在岸人民币兑美元升值0.26%，主要因6月中国经济数据超预期。

5、我们认为降准可能不是一次性的，但短期降息的概率较低。考虑到下半年有4.15万亿MLF到期、2020年银行业减费让利规模达3568亿且今年会进一步提高，以及降准后加权平均法定存款准备金率仍有8.9%，高于大部分国家，通过降准“奖励”银行向实体让利仍有空间。不过，当美联储开始缩减QE之后，中国央行释放宽松信号就需要更加谨慎一些，需根据资本流动形势相机抉择。目前市场产生有降息预期，我们认为本周MLF续作没有调整利率，本月LPR利率下调的概率也较低。一是，当前中国经济的下行压力并不大，本次全面降准主要目的是为了增强银行支持中小微企业的能力。在MLF利率没有调整的情况下，LPR“降息”会压缩商业银行的息差，限制其继续输血实体经济的能力和意愿；二是，相比于降准，降息的货币政策转向信号更强。诚如央行一直强调的，降准是调节流动性的中性货币政策工具（不管市场相信与否），而降息一出恐怕就非中性所可解释。当前中国经济的基本面仍属稳固，降准只是央行“走在曲线之前”的防患于未然的举措，还未到动用降息这一信号意义更强的价格型工具的时候。

风险提示：美国通胀高位运行时间长于预期，海外疫情失控。

一、实体经济：猪肉批发价延续下跌

1.1 全国碳排放权交易开市

本周市场关注度高的宏观事件包括：

1) 国务院召开经济形势专家和企业家座谈会。7月12日国务院召开经济形势专家和企业家座谈会，分析当前经济形势，就做好下一步经济工作听取意见建议。会议强调要做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险，在发展中保障和改善民生。统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间。根据这次会议定调，我们认为货币政策将继续维持稳健，不会大水漫灌，更加注重支持中小微企业、劳动密集型行业，帮助缓解融资难题；前期后置的财政支出有望加快使用，通过地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。下半年中国经济呈“见顶巩固”之势，回落是逐步下台阶的，而诸如全面降准的跨周期政策的使用，预计能够延缓经济增长放缓的节奏。

2) 浦东将打造社会主义现代化建设引领区。7月15日中共中央、国务院印发《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》，指出到2035年浦东现代化经济体系全面构建，城市发展能级和国际竞争力跃居世界前列，到2050年浦东建设成为在全球具有强大吸引力、创造力、竞争力、影响力的城市重要承载区，城市治理能力和治理成效的全球典范，社会主义现代化强国的璀璨明珠。高规格推动浦东新区进一步扩大改革开放，有望缓和和经济层面的逆全球化，吸引更多外资进入中国。

3) 全国碳排放权交易开市。7月16日上午9点30分，全国碳排放权交易在上海环境能源交易所正式启动。首批参与全国碳排放权交易的发电行业重点排放单位超过2162家，这些企业排放超过40亿吨二氧化碳。待发电行业碳排放交易稳定运行后，石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸和航空等高耗能行业有望逐步纳入全国碳交易市场。中国碳达峰碳中和“30.60”目标时间紧、任务重，所需固定资产投资规模在100万亿以上。通过全国碳排放权交易市场，高耗能行业的竞争格局将加速优化，而具有节能减排优势的企业，有望通过这一市场获得增量收益，用于节能减排的资本开支。

4) 央行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》。7月16日中国人民银行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》。白皮书阐明了央行在数字人民币研发上的基本立场，阐释了数字人民币体系的研发背景、目标愿景、设计框架及相关政策考虑。根据白皮书的介绍，央行2017年末开始组织商业机构共同开展数字人民币研发试验，研发试验目前已基本完成顶层设计、功能研发、系统调试等工作，正遵循稳步、安全、可控、创新、实用的原则，选择部分有代表性的地区开展测试。央行指出，数字人民币主要定位于现金类支付凭证(M0)，不对其计付利息，将与实物人民币长期并存。针对市场关心的数字人民币对货币政策和金融稳定的影响，白皮书也做了回应，称数字人民币的投放与实物人民币基本一致，人民银行也为数字人民币建立大数据分析及风险监测预警框架，因此数字人民币对货币政策和金融稳定的影响都有限。

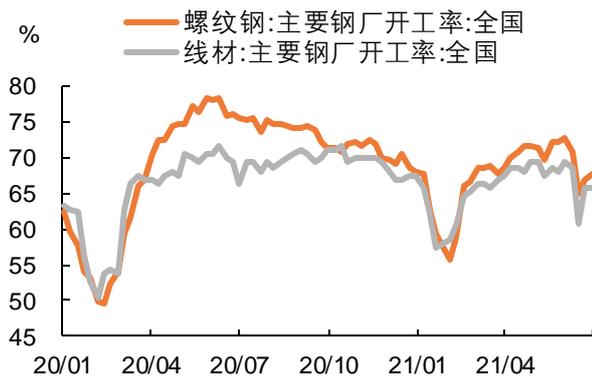
1.2 黑色商品价格涨幅较大

本周高频生产指标与总量数据反映当前工业生产处于景气高点的趋势一致。本周全国高炉开工率从上周的59.53%，小幅回落到58.56%。全国主要钢厂螺纹钢开工率从66.89%回升到67.54%，线材开工率持平于65.68%（图表1）。本周螺纹钢库存826.97万吨，连续第5周累库，处于历史同期的最高水平（图表2）。本周汽车轮胎开工率明显回升，其中全钢胎开工率从43.60%提高到58.95%，半钢胎开工率从44.51%提高到55.84%（图表3）。根据乘联会7月上旬的预测，7月开始芯片供给将明显改善，本周汽车轮胎开工率明显回升或与此有关，汽车生产和销售受芯片供给不足的限制可能减弱。本周石油沥青装置开工率从上周的39.1%下滑到36.9%（图表4），处于历史低位，一方面或反映道路工程投资需求较弱，另一方面也与北方降雨天气较多有关。考虑到今年上半年加大了对基础设施业中长期贷款的支持，以及7月12日国务院经济形势座谈会指出“支持用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设”，降雨减少后基建投资或延续6月反弹趋势。

本周黑色大宗价格涨幅较大。本周南华指数周环比上涨1.75%，其中南华工业品指数环比上涨2.29%（图表5）。本周南华黑色指数环比上涨5.46%，其中，动力煤、焦煤和焦炭分别上涨了4.57%、9.62%和7.96%（图表6）。南方气温升高，多地用电负荷创新高，电力供应压力较大。但局部暴雨影响煤炭发运，部分南方电厂动力煤库存只有10-12天，补库压力下煤炭价格或将进一步上涨。

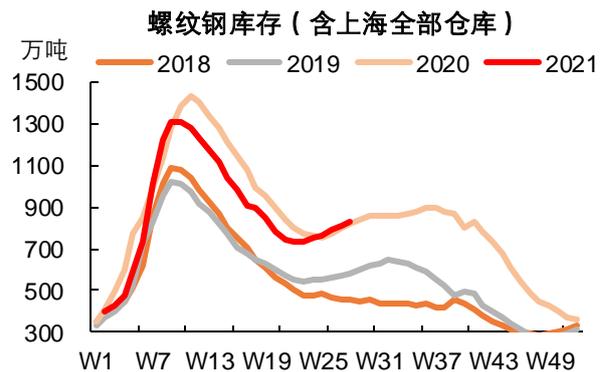
7月16日工信部在国新办新闻发布会上表示,本轮大宗商品上涨难以形成“超周期”,后续将配合相关部门做好大宗商品保供稳价工作,坚决打击囤积居奇、恶意炒作、哄抬价格的行为。我们认为,后续大宗商品价格走势将取决于保供稳价政策的实际执行情况。国常会5月中旬关注大宗商品涨价后,工业大宗价格经历了一轮调整,但南华工业品指数从5月下旬低点至今已反弹了9.3%,距离5月中旬高点也只有1.6%的差距。工业品价格强势不减,除因国内需求仍较强外,也和保供稳价政策力度不及预期有关。以粗钢为例,市场普遍预期重大节日后限产会放松,但实际情况是7月上旬安徽、甘肃等地出台文件要求2021年粗钢产量不得超过去年。7月上旬全国重点企业粗钢日均产量同比增长0.32%,比大范围停产限产和安全检查的6月下旬同比增速5.67%还要低不少,或表明已在全国较大范围内压降粗钢产量。尽管政策号召保供稳价,但实际限产放松力度并不强,相关工业品品种或仍有涨价基础。

图表1 本周螺纹钢开工率回升、线材开工率持平



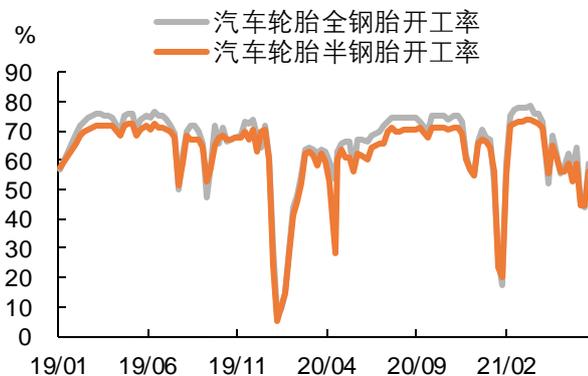
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 本周螺纹钢库存处于历史同期最高水平



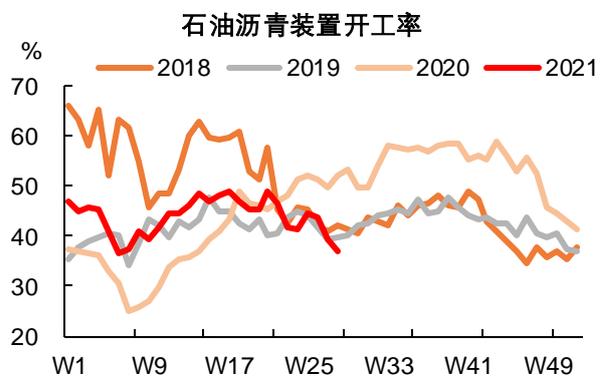
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 本周全钢胎和半钢胎的开工率均明显回升



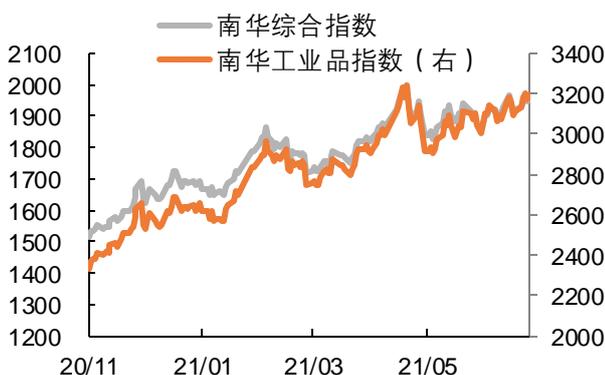
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 本周石油沥青装置开工率继续回落



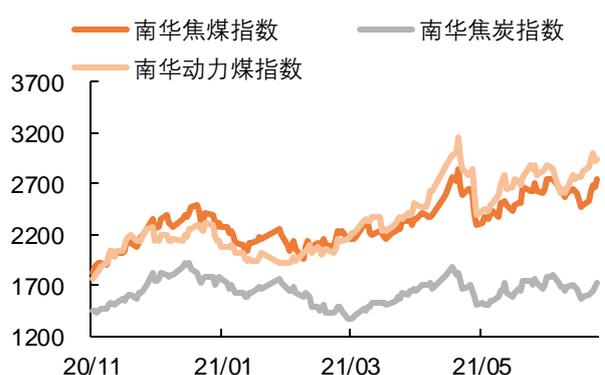
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周南华工业品指数上涨



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周黑色商品涨幅较大

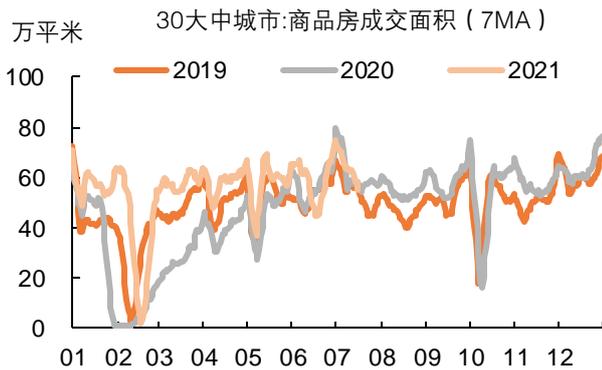


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 土地市场明显降温

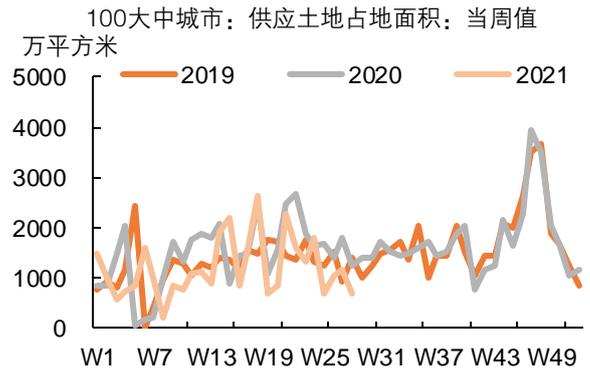
本周商品房销售面积环比回落，百城土地市场明显降温。本周 30 城商品房日均销售面积环比减少 13.8% (图表 7)。上周百城土地供应面积环比下降 40.2% (图表 8)，百城土地成交面积环比大降 81.0% (图表 9)，百城土地成交溢价率环比下滑 15.5 个百分点 (图表 10)。6 月地产投资的领先指标，如本年度土地购置面积、新开工等回暖，在开发商融资全面收紧、住房抵押贷款受额度管控的情况下，目前开发商积极拿地和新开工的意愿并不强，重心已转向存量项目的竣工。

图表7 本周 30 城商品房成交面积环比下降 13.8%



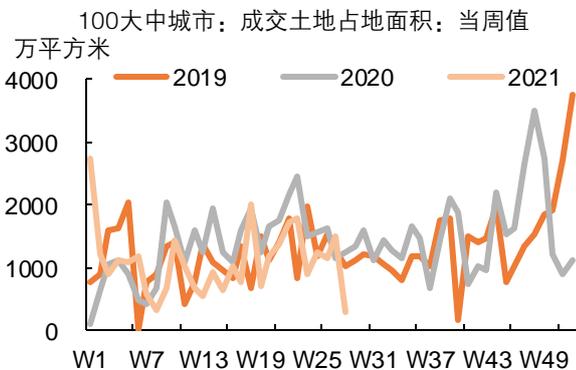
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 上周百城土地供应面积环比下降 40.2%



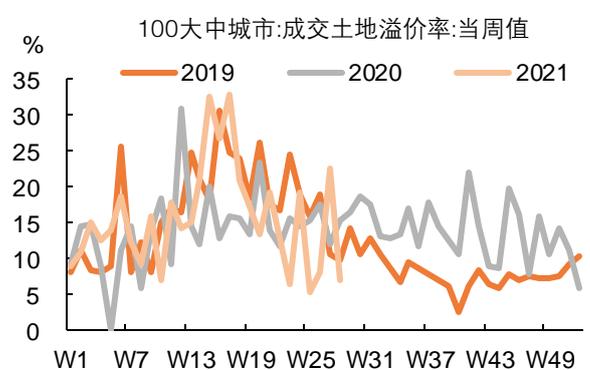
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 上周百城土地成交面积环比大降 81.0%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 上周百城土地成交溢价率环比下降 15.5%



资料来源:wind, 平安证券研究所

房价上涨压力下，多地出台二手房指导价控房价。百城住宅价格指数样本城市中，今年 6 月房价同比上涨的城市有 90 个，是 2019 年 8 月至今房价同比上涨城市最多的一个月。尽管“房住不炒”调控持续升级，但全国大范围房价依然上涨。为遏制房价上涨，多地出台二手房指导价。最新的是西安市，近期发布了《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》，要求西安市房产交易管理中心以住宅小区为单位，充分参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，经调查分析形成二手住房成交参考价格。通知发布后，首批小区成交参考价与挂牌价相比，降幅普遍在 20%-30%。截至目前，全国至少已有 8 个城市出台了二手房指导价政策，从深圳、成都等地的经验来看，这一政策将让二手房成交量锐减，比如深圳 6 月二手房仅成交了 2575 套，除春节月份外，这个成交量创 2013 年以来的新低。预计未来将有更多城市出台二手房指导价，让二手房市场降温，热门城市的新房和二手房价倒挂现象或得到一定缓解。

1.4 猪肉批发价延续下跌

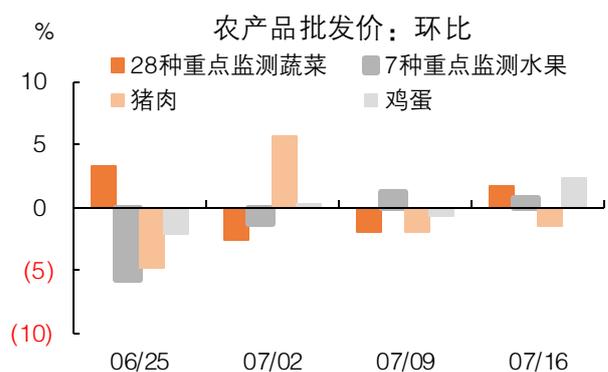
农产品价格小幅上涨。本周农产品批发价格 200 指数环比上涨 0.9%，结束 2 月下旬至今持续下跌的趋势（图表 11）。其中，猪肉批发价环比下跌 1.6%，连续第二周走低，也符合我们前期的判断，即临时收储难以改变猪肉供过于求的格局，猪肉价格下跌压力没有释放完毕；水果批发价环比上涨 0.7%，鸡蛋批发价环比上涨 2.4%，蔬菜批发价环比上涨 1.7%（图表 12）。

图表 11 本周农产品批发价格指数小幅回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 12 除猪肉外，本周主要农产品批发价均环比回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、 金融市场：利率债或存在超涨风险

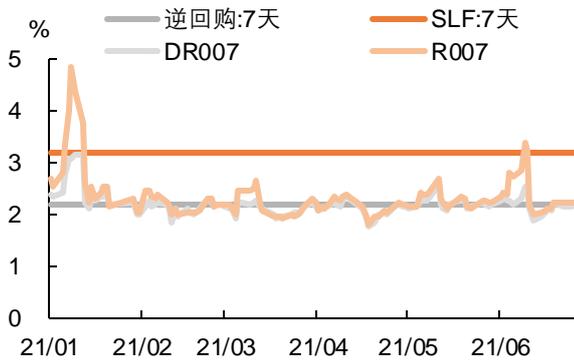
2.1 货币市场：降准之后还有降息吗？

主导本周资金面变化的依然是降准，资金面较为宽松。7月15日降准正式落地，当日 DR007 和 R007 收盘价，分别较前一个交易日上行 1.1bp 和 2.0bp。DR007 周五收于 2.18%，但较上周仍回落 3.80bp；R007 周五收于 2.21%，较上周五回落 3.08bp（图表 13）。本周各交易日股份制银行 1 年期同业存单发行利率整体在逐步回落，周四只有 2.75%，创近一年的新低，和同期限 MLF 利率息差达 20bp，或反映了市场上存在着降息预期（图表 14）。

降准可能不是一次性的。考虑到下半年有 4.15 万亿 MLF 到期、2020 年银行业减费让利规模达 3568 亿且今年会进一步提高，以及降准后加权平均法定存款准备金率仍有 8.9%，高于全球大部分国家，通过降准“奖励”银行向实体让利仍有空间。不过，当美联储开始缩减 QE 之后，中国央行释放宽松信号就需要更加谨慎一些，需根据资本流动形势相机抉择。

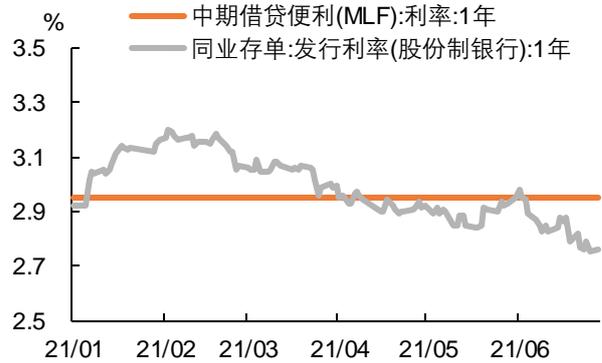
但我们认为，短期降息的概率较低。相比于是否会继续降准，市场对是否会降息更关注。7月13日央行在国新办新闻发布会上提到，“持续释放 LPR 改革红利”、“释放贷款市场报价利率的改革潜力”等，让市场产生了较强的降息预期。目前，市场争议之处在于，央行在继续引导企业综合融资成本下降，与释放稳健货币政策取向不变的信号之间，如何更好地取得平衡。我们认为，本周 MLF 续作没有调整利率，本月 LPR 利率下调的概率也较低：一是，当前中国经济的下行压力并不大，本次全面降准主要目的是为了增强银行支持中小微企业的能力。在 MLF 利率没有调整的情况下，LPR“降息”会压缩商业银行的息差，限制其继续输血实体经济的能力和意愿，可能事与愿违；二是，相比于降准，降息的货币政策转向信号更强。毕竟，诚如央行一直强调的，降准是调节流动性的中性货币政策工具（不管市场相信与否），而降息一出恐怕就非中性所可解释。而当前中国经济的基本面仍属稳固，降准只是央行“走在曲线之前”的防患于未然的举措，还未到动用降息这一信号意义更强的价格型工具的时候。

图表13 本周资金面较为宽松



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 本周1年期股份行存单发行利率继续走低

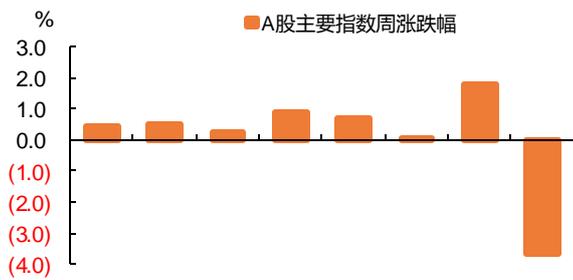


资料来源:wind, 平安证券研究所

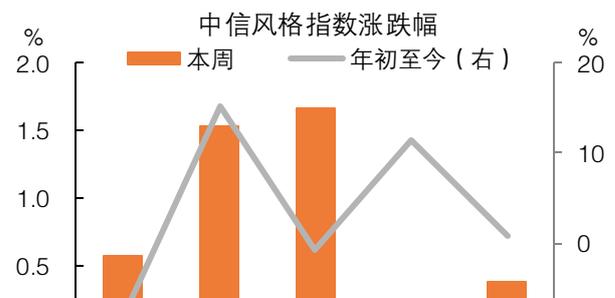
2.2 股票市场：成长周期风格相对均衡

本周 A 股市场成长和周期风格相对均衡。近期成长板块相对占优，本周二创业板指一度超过上证综指，此后成长和周期呈均衡之势。中证 500 (1.77%) 领涨，深圳成指 (0.86%) 和创业板指 (0.68%) 涨幅相对较大，而科创 50 (-3.69%) 领跌 (图表 15)。从中信风格指数看，本周消费 (1.66%) 和周期 (1.53%) 领涨，稳定 (0.38%) 和成长 (0.19%) 涨幅相对靠后 (图表 16)。截至本周五，沪深两市已 12 个交易日成交量在 1 万亿以上。本周北向资金净流入额从上周的 83.19 亿缩小到 16.69 亿。展望后市，我们认为，6 月数据显示当前中国经济的韧性依然较强，降准也释放了流动性将维持平稳的信号。从目前中报业绩预估来看，上游资源品行业利润普遍高增，且国内保供稳价政策或不及预期，工业品短期价格仍处高位，后续周期板块或仍有阶段强势机会。

图表15 本周 A 股主要股指涨跌幅



图表16 本周和年初至今的中信风格指数涨跌幅



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_22285



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn