

国内宏观周报

同业存单和MLF利率将如何收敛？

■ 核心摘要

1、本周资本市场关注度较高的宏观事件：1) 8月17日中央财经委员会第十次会议研究促进共同富裕。会议明确了共同富裕的特征，在促进共同富裕过程中，同样需要处理好效率和公平的关系。收入分配是促进共同富裕的基础性制度安排，要形成中间大、两头小的橄榄型分配结构。2) 8月18日六部委联合印发信用债市场高质量发展的纲领性文件。信用债市场将逐步统一标准，银行间和交易所这两大债券市场将互相竞争，推动中国信用债市场高质量发展。3) 财政部集中回复人大代表关于地方债使用和风险防范等的建议。相关回复继续释放了严监管信号，未来可能提高地方政府一般债券比例，适当压降新增专项债的额度。

2、黑色大宗价格继续大跌。本周全国高炉开工率小幅回落，螺纹钢表观需求连续两周回升，主要因前期受异常天气和局部疫情影响的项目陆续开工。本周汽车轮胎开工率有所回落，海外疫情再起，汽车芯片短缺问题又有恶化迹象。本周石油沥青装置开工率回落，虽然基建投资回升趋势较为明确，但因财政纪律未放松，专项债对基建投资的拉动可能低于市场预期。本周黑色大宗价格继续大跌，铁矿石期货活跃合约结算价7月中旬至今已下跌了38.6%，有市场情绪助跌的推动，短期铁矿石价格存在反弹可能。目前，螺纹钢处于供需双弱的局面，限产较为确定，后续关注需求端的变化情况。本周动力煤和双焦的价格延续上涨，警惕焦炭价格在粗钢继续限产后高位回调的风险。

3、土地市场继续降温。本周30城商品房日均销售面积环比减少5.0%，上周百城土地成交面积环比减少62.1%。7月末开始多地延期供地，100大中城市成交土地占地面积已连续6周大幅低于季节性均值，第二次集中供地恢复后短期预计将有带动。

4、本周资金面宽松，A股指数多数下跌，长端利率再度回落，人民币贬值。货币市场，央行续作6000亿MLF，规模超市场预期，资金面维持宽松。5月初开始同业存单和MLF利率持续倒挂，一方面是因同业存单净融资规模收缩，另一方面则是因MLF到期规模不大，央行也没有通过MLF来投放基础货币，因此MLF利率对货币市场利率的引导作用弱化。年内后续各月MLF到期规模都较大，央行如何续作将对货币市场产生较大影响。我们认为短期难降准、降息，到期MLF全额续作的可能性较大。此时，虽流动性规模不变，但因银行资金成本边际上升，同业存单利率也有回升压力。**股票市场**，受中美军事摩擦担忧和传闻监管组织白酒行业座谈会影响，本周A股主要指数悉数下跌。近期市场轮动加快，“茅指数”和“宁组合”股票都有较大波动，市场缺乏交易主线，这也是券商等金融板块表现较好的原因。**债券市场**，受资金面宽松、降息预期带动，本周长端利率继续回落，10Y-1Y国债期限利差明显收窄。债券市场已充分Price in经济走弱，加之财政发力节奏可能比市场预期快，仍需警惕长端利率反弹的风险。**外汇市场**，美联储7月议息会议纪要释放Taper信号、美国经济基本面相对强劲，推动本周美元指数升值1.01%，创下年内新高。本周在岸人民币兑美元贬值0.26%、离岸人民币兑美元贬值0.28%，中美军事摩擦担忧和外资恐慌性流出或是主因。

风险提示：经济下滑速度超预期，国内疫情继续扩散，地缘政治冲突升级。

一、实体经济：中央研究促进共同富裕

1.1 中央研究促进共同富裕

本周市场关注度高的宏观事件包括：

1) 8月17日中央财经委员会第十次会议研究促进共同富裕。会议强调共同富裕是社会主义的本质要求，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。十八大之后多次重要会议涉及到共同富裕，其中2017年10月十九大提出，到本世纪中叶“全体人民共同富裕基本实现”；2020年10月十九届五中全会提出，到2035年“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”的阶段性目标。今年两会明确指出年内要制定《促进共同富裕行动纲要》，预计将围绕实现共同富裕这一中长期目标出台多项配套改革，来平衡好公平和效率的关系。

此次会议明确了共同富裕的特征：一是，共同富裕不是整齐划一的平均主义。在促进共同富裕过程中，同样需要处理好效率和公平的关系，允许一部分人先富起来，先富带动后富、帮后富；二是，实现共同富裕并非易事，要对它的长期性、艰巨性和复杂性有充分估计。因此要总结经验、逐步推开，保障和改善民生应建立在经济发展和财力可持续的基础之上；三是，收入分配是促进共同富裕的基础性制度安排，要形成中间大、两头小的橄榄型分配结构。预计初次分配将增加劳动报酬的比例；二次分配将通过税收、社保、转移支付等，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，合理调节高收入；三次分配将通过税收优惠等，鼓励和引导企业和高收入人群通过慈善信托、慈善事业和公益性捐赠等方式回馈社会。

2) 8月18日六部委联合印发信用债市场高质量发展的纲领性文件。中国人民银行、国家发改委、财政部、银保监会、证监会和外管局等六部委，8月18日联合印发《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，该文件将是指导中国信用债市场高质量发展的纲领性文件。**以下方面值得关注：**一是，**信用债市场将逐步统一标准。**中国债券市场长期是多头监管，存在监管套利的可能，2018年开始推进统一监管。此次文件指出逐步统一公司信用类债券交易发行、信息披露、信用评级、投资者适当性、风险管理等各类制度和执行标准，中国信用债市场将走向大一统；二是，**公开发行和非公开发行分类监管。**公开发行的信用债由证券监督机构或国务院授权部门监管，非公开发行的信用债由自律机制和行政部门依法监管，分类监管有助于促进信用债市场的规范发展；三是，**银行间和交易所这两大债券市场将互相竞争，推动中国信用债市场高质量发展。**文件明确指出银行间债券市场和交易所债券市场都是我国债券市场的有机组成部分，将推动制度规则分类趋同，允许发行人自主选择发行方式、具体种类和发行场所等，允许满足投资适当性要求的合格机构投资者自行选择交易平台。银行间和交易所的市场化竞争将加剧，以更好配置资源；四是，**继续强化对隐性债务的监管。**文件强调政府不得通过企业举债融资或为企业发行债券提供各种担保，企业债务不得由政府偿还或由财政兜底，防范隐性债务风险。因此，信用债市场将继续贯彻落实“严控新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务”的政策思路。

3) 财政部集中回复人大代表关于地方债使用和风险防范等的建议。8月18日到20日财政部网站公布了对全国人大代表建议的回复，共50条，透露了地方债使用和风险防范等工作的下一步思路。一是，在回复“进一步提高一般债券额度，适当降低专项债券比例”的建议时，财政部称将按照党中央、国务院决策部署，认真考虑该建议，在分配以后年度新增地方政府债务限额时，积极予以考虑。二是，在回复“增加地方债券项目调整自主权”的建议时，财政部称对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途。但由于省级政府是地方政府债务举借的法定主体，按照权责一致原则，专项债用途调整也应由省级政府依法调整，不宜将调整权限下放市县。三是，在回复“关于加强项目管理的问题”时，财政部称部分地区仍然存在违规使用政府债券资金的问题，为地区经济社会发展埋下隐患。财政部将加强对地方建设项目的资金管理，从严从紧审核把关，研究制定负面清单，建立加强高风险地区约束性管理相关制度。四是，在回复“合理扩大政府专项债券使用范围”的建议时，财政部称将认真研究，合理确定专项债券使用范围，提高专项债券使用效益。我们认为，地方专项债在实际使用中存在不少违规行为，在监管趋严后，由于缺少收益率和要求相匹配的项目，不少资金趴在账上，也导致今年专项债发行节奏偏慢，直到8月才开始加快发行。在地方债务监管难放松的背景下，专项债“有钱没项目”的问题可能长期存在，不排除新增额度明显收缩的可能。

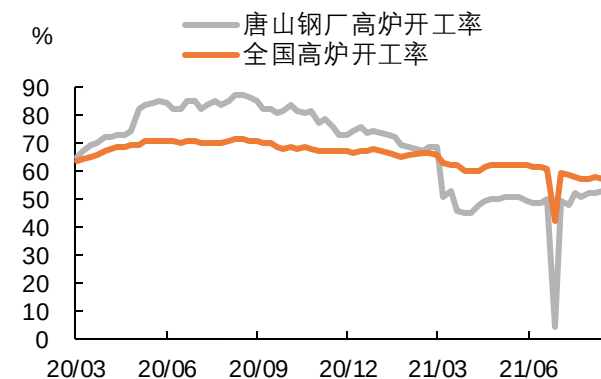
1.2 黑色大宗继续大跌

本周生产指标多数回落。本周全国高炉开工率为 57.2%，较上周 57.6% 小幅回落；唐山高炉开工率为 53.2%，较上周的 52.4% 有所回升（图表 1）。本周螺纹钢社会库存 793.6 万吨，较上周环比下降 1.6%，延续去库存（图表 2）。这主要是需求回升引起的：本周螺纹钢表观需求环比增加 10.6 万吨，至 337.4 万吨，连续两周回升，主要因前期受异常天气和局部疫情影响的项目陆续开工；本周螺纹钢产量环比增加 3.6 万吨，至 324.7 万吨，增幅小于表观需求。本周汽车轮胎开工率有所回落，其中全钢胎开工率从 63.9% 下滑到 61.3%，半钢胎开工率从 60.2% 下滑到 57.3%（图表 3）。海外疫情再起，汽车芯片短缺问题又有恶化迹象。本周石油沥青装置开工率从 42.2% 回落到 40.6%（图表 4），虽然基建投资回升趋势较为明确，但因财政纪律未放松，专项债对基建投资的拉动可能低于市场预期。

本周黑色大宗继续大跌。本周南华工业品指数环比下跌 3.5%，其中南华黑色指数环比下跌 3.7%。主要黑色大宗里，铁矿石跌幅最大，南华铁矿石指数环比下跌了 7.6%。本周 45 港铁矿石到港总量 2546.7 万吨，环比减少 116.7 万吨。但由于受限产减产影响，钢厂采购积极性较弱，45 港进口铁矿库存环比增加 167.5 万吨，至 12795.8 万吨，在连续三周去库后出现累库。当前，各地粗钢压产政策陆续出台，铁矿石供应偏宽松的格局预计将延续。不过，7 月中旬至今铁矿石期货活跃合约结算价已下跌了 38.6%，有市场情绪助跌的推动，短期铁矿石价格存在反弹可能。本周南华螺纹钢指数环比下跌 6.4%（图表 5），周一公布的经济数据全面不及预期，尤其是地产新开工面积当月同比从 -3.8% 大幅下滑到 -21.5%，压制市场情绪。目前，螺纹钢处于供需双弱的局面，限产较为确定，后续关注需求端的变化情况。

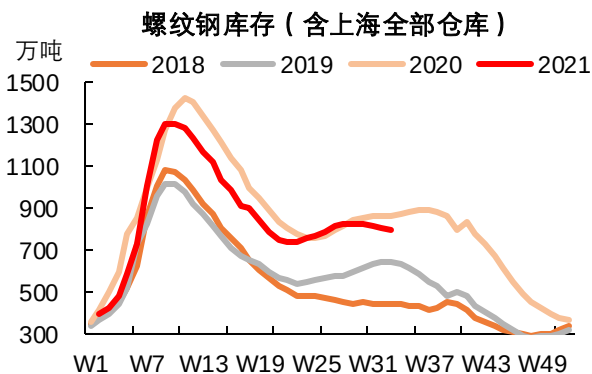
本周动力煤和双焦价格延续上涨。本周南华动力煤、焦煤、焦炭指数分别上涨 1.9%、4.8% 和 1.9%（图表 6）。焦煤严禁超产加剧了供应紧张的压力，加之焦炭企业近期无限产计划，焦煤的需求仍较强，推动本周焦煤价格继续较快上涨。焦煤涨价推动焦炭企业成本上升，加之厂内焦炭库存低位，本周焦炭价格也继续上涨。但需要注意的是，粗钢产量压降将继续执行，警惕钢厂焦炭需求走弱后，焦炭价格高位回调的风险。本周港口焦炭库存下降，贸易商在近期焦炭价格高位的情况下，并未积极累库，或表明贸易商对后续焦炭价格能否维持高位存疑。

图表1 本周全国高炉开工率回落，唐山的回升



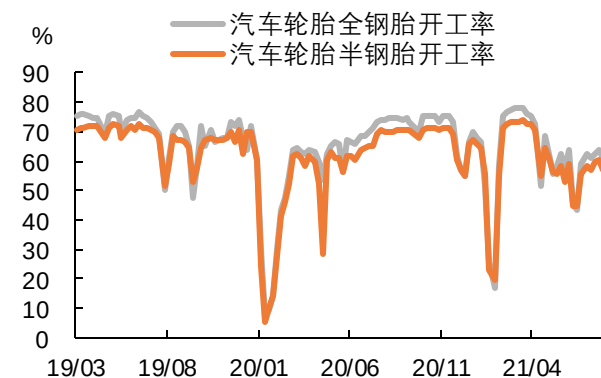
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 本周螺纹钢库存继续去化



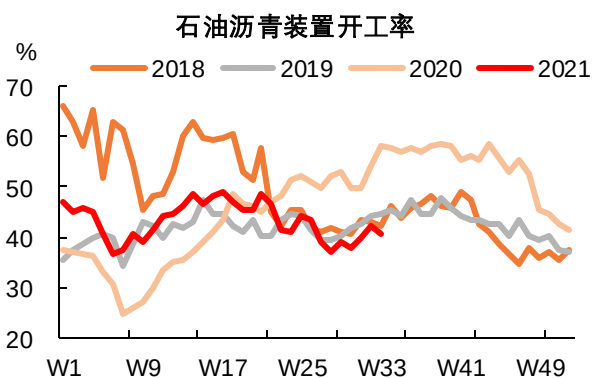
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 本周全国轮胎开工率回落



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回落



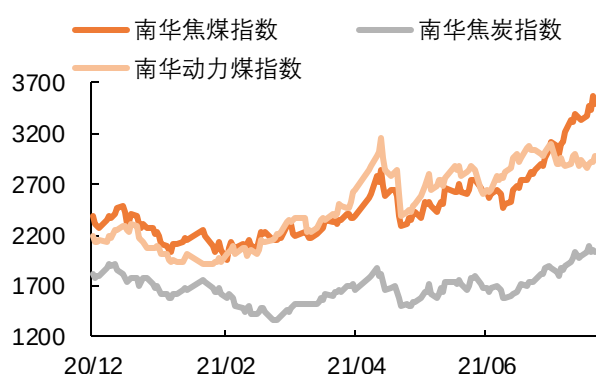
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周铁矿石和螺纹钢价格同步大跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周动力煤、焦煤和焦炭价格延续上涨

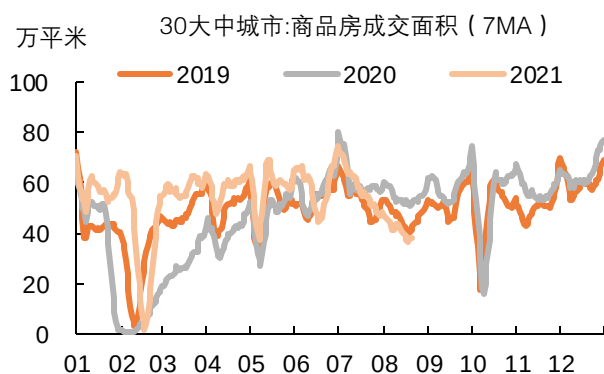


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 土地市场继续降温

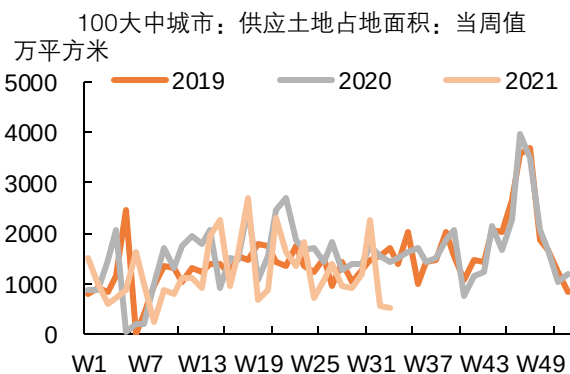
本周商品房销售面积继续回落，百城土地市场继续降温。本周 30 城商品房日均销售面积环比减少 5.0%，已明显低于 2019 年和 2020 年同期水平，地产调控效果逐步体现（图表 7）。上周百城土地供应面积环比下降 7.6%（图表 8）；百城土地成交面积环比减少 62.1%（图表 9）；百城土地成交溢价率环比提高 2.4 个百分点（图表 10）。7 月末开始多地延期供地，100 大中城市成交土地占地面积已连续 6 周大幅低于季节性均值，第二次集中供地恢复后短期预计将有带动。

图表7 本周 30 城商品房成交面积环比减少 5.0%



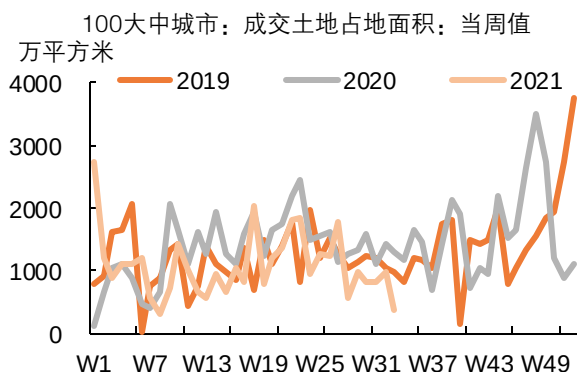
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 上周百城土地供应面积环比下降 7.6%



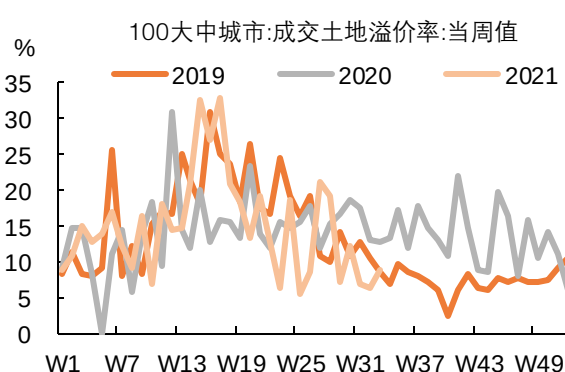
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 上周百城土地成交面积环比减少 62.1%



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提高 2.4%

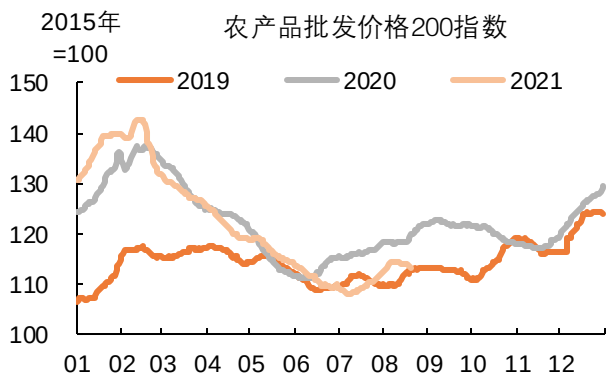


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.4 猪肉批发价创年内新低

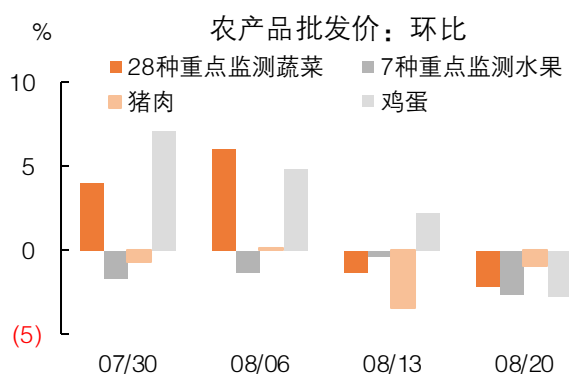
本周主要农产品批发价均下跌。本周农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.7%，已连续第二周回落（图表 11）。本周主要农产品批发价较上周都出现下跌，其中全国猪肉批发价格环比下跌 0.9%，本周五猪肉批发价已下降到 21.2 元/公斤，创今年新低，由于生猪仍供过于求，猪肉下跌压力尚未释放完毕；水果批发价环比下降 2.6%，跌幅进一步扩大；蔬菜批发价环比下跌 2.2%，洪涝灾害对蔬菜供应的短期影响开始减弱；鸡蛋批发价环比下跌 2.8%，考虑到当前蛋鸡存栏处于低位，加之中秋和国庆消费旺季来临，鸡蛋价格仍有上涨压力。

图表 11 本周农产品批发价格指数延续下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 12 本周主要农产品批发价均回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、 金融市场：同业存单和 MLF 利率将如何收敛？

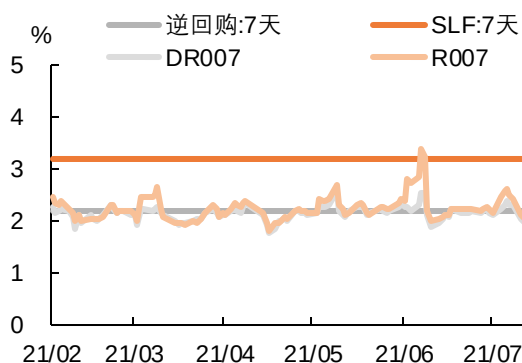
2.1 货币市场：同业存单和 MLF 利率如何收敛？

本周资金面较为宽松。影响本周资金面的因素较多，包括缴税、政府债净缴款 3462 亿元和周二 7000 亿元 MLF 到期等。周一央行等额续作 6000 亿元 MLF，高于市场预期的 4000-5000 亿，体现了央行维持流动性合理充裕的“言行一致”。各交易日资金面都较为宽松，周五 DR007 和 R007 分别收于 2.09%、2.14%，较上周五分别下行 10.03bp 和 7.23bp（图表 13）。本周一年期同业存单发行利率平稳，周五收于 2.68%，和上周五的基本持平（图表 14）。

8 月初至今一年期同业存单发行利率基本稳定在 2.65%-2.70% 之间，与同期限 MLF 利率倒挂幅度在 25bp-30bp。未来两者如何收敛？我们认为 MLF 降息概率不大，更可能的是同业存单发行利率回升。今年 5 月开始，同业存单和 MLF 利率开始倒挂：一方面是因同业存单净融资大幅收缩，今年 2-7 月分别为 4337 亿、4274 亿、3613 亿、1762 亿、-1931 亿和 1748 亿；另一方面则是 5-7 月 MLF 到期规模为 1000 亿、2000 亿和 4000 亿，净投放规模分别为 0、0 和 -3000 亿，到期规模不大，央行也并没有通过 MLF 来投放基础货币，因此 MLF 利率对货币市场利率的引导作用弱化。7 月开始 MLF 到期量上升，由于 7 月和 8 月都有降准资金来置换 MLF，央行向市场投放了便宜的中长期资金，导致降准后同业存单和 MLF 的利率倒挂幅度反而扩大。

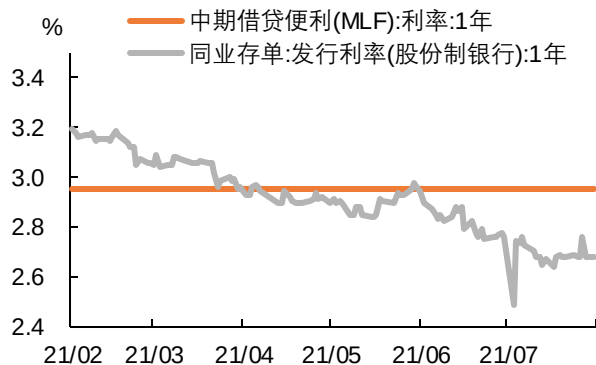
今年 9-12 月 MLF 到期规模分别为 6000 亿、5000 亿、10000 亿和 9500 亿，央行如何续作 MLF 将对货币市场利率产生较大影响。我们设想：情形一是每月全额续作，通过降准等方式投放的流动性将减少，银行资金成本会上升。情形二是缩量续作，且不通过降准等方式来投放基础货币，市场流动性将收缩，资金成本上升压力更大。情形三是缩量续作的同时再次降准，同业存单利率有望继续保持低位。但我们认为，短期再次降准的概率不高：一是，连续降准不符合二季度货币政策执行报告中“坚持正常的货币政策”的定调；二是，本周国务院常务会议指出，“引导金融机构用好降准资金等，加强对中小微企业的金融服务”。从这一定调看，短期重点可能是用好 7 月全面降准释放的资金，而非再次降准。考虑到央行一直强调将保持流动性合理充裕，我们认为更有可能的是情形一。此时虽然流动性规模不变，但因银行的资金成本边际上升，同业存单利率亦有回升压力。

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小幅波动



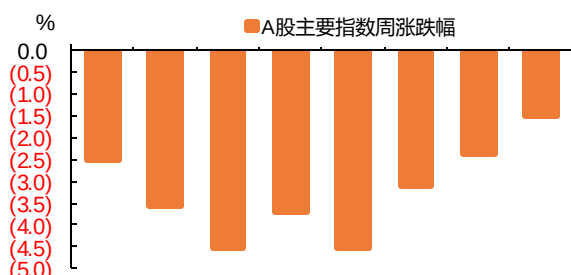
资料来源:wind, 平安证券研究所

2.2 股票市场：主要股指全线下跌

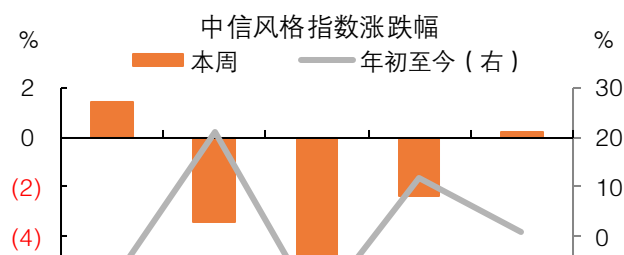
本周股指全线下跌。创业板指 (-4.55%) 继续领跌，上证 50 (-4.51%) 也有较大跌幅，科创 50 (-1.53%) 和中证 500 (-2.38%) 的跌幅相对较小 (图表 15)。中信风格指数中，本周金融风格上涨 1.39%、稳定风格上涨 0.19%，消费 (-7.03%) 和周期 (-3.45%) 大跌，成长风格 (-2.33%) 下跌 (图表 16)。

影响本周 A 股的主线：一是，中美关系，周二央媒报道中国东部战区实战演练，新闻发言人直指美台，引发市场对中美军事摩擦的担忧；二是，市场传闻监管机构组织“白酒市场秩序监管座谈会”，引发白酒板块明显调整。近期市场轮动加快，“茅指数”和“宁组合”股票都有较大波动，市场缺乏交易主线。本周券商等金融板块表现较好，核心原因是估值便宜，在市场没有主线时，买入安全垫较厚的低估值金融。

图表15 本周创业板指继续领跌



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_25810

