

土地购置费或暂拖累地产投资

报告摘要

● **本周宏观的主要事件包括：**1) 中美谈判前景忽明忽暗。2) 央行降低公开市场操作利率，LPR跟随下行5bp。周二央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，罕见提到金融机构要提高“政治站位”。3) 统计局根据第四次经济普查结果，将2018年GDP总量和幅度分别调高18972亿元和2.1%。4) 10月公共财政收入增速大幅抬升，而财政支出增速大幅回落，对经济产生了一定拖累，也为后两月政府支出预留了一定空间。

● **实体经济主要变化：**1) **中观层面需求良好。**本周六大发电集团日均煤耗量仍然延续10月以来的良好表现。钢铁价格涨势迅猛，钢材社会库存持续走低，钢材需求超预期点燃市场做多热情。同时，水泥价格继续快速攀升，玻璃价格处于高位。2) **土地购置状况依然低迷。**但从100城的土地成交总价传导到土地购置费，中间有一年的稳定时滞，当前土地成交总价依然处于接近20%的高位，加之开发商土地库存较高，因而尚不能预示房地产投资有恶化风险。不过，今年年底到明年年初，土地购置费将有一拨较快下行，后再度回升，可能对这一时期的房地产投资产生较明显拖累。3) **农产品批发价格指数并未继续走低。**分项来看，前期上涨迅猛的猪肉和鸡蛋价格环比均显著回落，但鲫鱼、鲤鱼价格环比增速提升较多，反映动物蛋白类供给依然紧平衡，鲜菜价格也有较明显上涨。

● **金融市场主要变化：**1) **央行大额净投放+降息，积极维稳资金面。**但同业存单利率下行幅度仍较有限，体现近期银行负债端压力依然明显，也与11月LPR报价仅跟随下行5bp相印证。2) **债券市场受降息提振，出现较大涨幅。**我们认为，在通胀的约束下，降息周期的步幅和频率都较为有限，加之目前银行负债成本尚未有效小降低，货币政策对债市的刺激效果有限。从中观行业体现的状况来看，经济基本面并无恶化，因此，市场仍将维持区间波动的形态。3) **因中美谈判前景模糊，人民币汇率小幅贬值。**从中间价分解来看，市场供求转向贬值，加之美元指数本周升值，都对人民币汇率产生了贬值拖累，而逆周期因子发挥了逆周期调整的作用。近期人民币汇率仍主要跟随中美谈判形势波动，而降息的影响较小。

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：钢铁、水泥价格显著抬升	3
1、中美谈判前景忽明忽暗	3
2、钢铁、水泥价格显著抬升	错误!未定义书签。
3、年底年初土地购置或暂拖累房地产投资	4
4、食品价格出现小幅回落	5
二、金融市场：央行降息提振债市	5
1、央行大额净投放+降息	5
2、降息刺激债市显著上涨	6
2、人民币汇率重回“6 时代”	6

图表目录

图表 9：本周 6 大发电集团煤耗量同比仍处高位	4
图表 10：本周螺纹钢期货、现货价格皆显著反弹	4
图表 11：本周钢材库存持续快速下降	4
图表 12：本周水泥、玻璃价格继续攀升	4
图表 13：本周土地成交依然冷淡	5
图表 14：土地成交总价对土地购置费领先一年	5
图表 15：本周农产品批发价格指数未进一步回落	5
图表 16：本周猪肉和鸡蛋价格均显著回落	5
图表 17：本周降息后货币市场利率显著回落	6
图表 18：本周同业存单发行利率下行并不明显	6
图表 19：本周国债现券累计变动轻微	6
图表 20：本周国债收益率窄幅波动	6
图表 21：本周人民币汇率小幅贬值	7
图表 22：本周 CFETS 人民币指数也随之回落	7

一、实体经济：钢铁、水泥价格显著抬升

1、中美谈判前景忽明忽暗

本周宏观的主要事件包括：

1) 中美谈判前景忽明忽暗。周初消息称，中国对达成经贸协议“谨慎乐观”，特朗普威胁称若不能达成协议就提高关税。周中美国国会通过香港人权法案，中国大陆和香港政府随即发声谴责。后半周情况有所好转，习近平罕见发表评论称，中国希望在相互尊重和平等的基础上与美国达成“第一阶段”协议，中国不求战，但也不畏战；随后，特朗普表示，与中国的贸易协议“可能非常接近”。

2) 央行降低公开市场操作利率，LPR跟随下行5bp。周一央行意外调低逆回购操作利率5bp，开启本轮降息周期。周二央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，其中罕见提到金融机构要提高“政治站位”，令市场对次日LPR报价下行的幅度抱有更大期待。周三的11月LPR报价，1年期和5年期利率均下行5bp，1年期下行的幅度并未满足市场更多下行的期待，体现银行负债成本更行和盈利诉求下，压缩风险溢价的难度较大；而5年期利率的下行略超预期，其小幅多次地降低，对明年的房地产销售可能形成一定支撑。

3) 统计局公布根据第四次经济普查结果，对2018年国内生产总值数据的修定。修订后的2018年GDP与初步核算数相比，总量和幅度分别增加18972亿元和2.1%，达到919281亿元。这有助于减弱2020年完成收入翻番目标的约束，待统计局公布历史数据修订结果后，方可推测收入翻番所要求的2020年GDP增速，但这也未必是个硬约束。

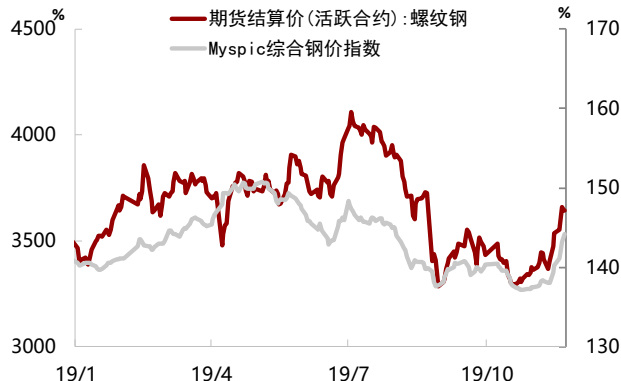
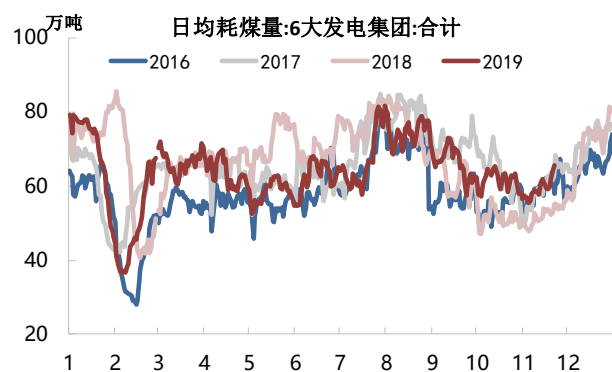
4) 10月公共财政收入增速大幅抬升，而财政支出增速大幅回落，对经济产生了一定拖累，也为后两月政府支出预留了一定空间。10月一般公共预算收入同比增长8.3%（前值5%），其中，税收增速从-4.2%大幅反弹至8%，主要因去年四季度税务部门依法办理部分税款延期缴纳，导致去年同期基数较低。一般公共预算支出同比大幅回落至-0.5%（前值12.9%）。土地出让收入同比增长15.8%（前值17%），仍维持较高增速。10月一般公共预算盈余5051亿元，政府性基金盈余164亿元，合计5215亿元，高于去年同期的3496亿元。

2、钢铁、水泥价格显著抬升

本周六大发电集团日均煤耗量同比继续小幅回落至14.5%，仍然延续了10月以来的良好表现，我们认为，发电煤耗从二、三季度的显著弱于去年同期，到10月之后明显强于去年同期，仍然反映了经济状况的景气变化（图表1）。南华工业品指数显著上扬，黑色系全线上涨，特别是钢铁价格涨势迅猛，期货、现货价格均大幅上扬（图表2）。钢材社会库存持续走低，目前已显著低于过去几年同期水平（图表3），钢材需求超预期点燃市场做多热情。同时，水泥价格继续快速攀升，玻璃价格处于高位，都反映中观层面需求良好（图表4）。

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比仍处高位

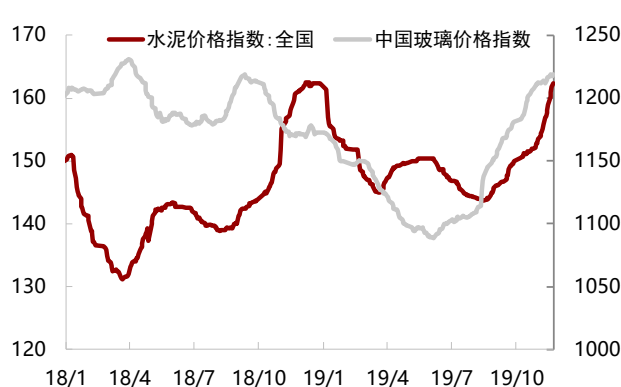
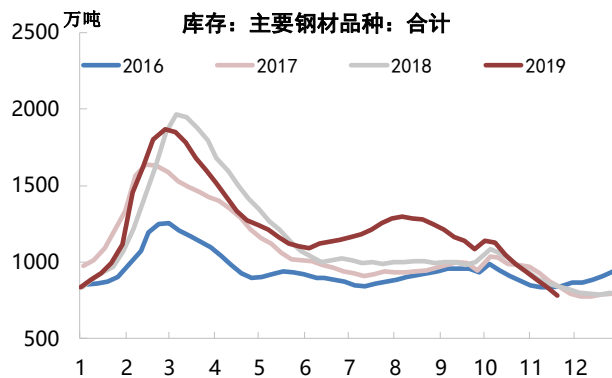
图表 2：本周螺纹钢期货、现货价格皆显著反弹



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：本周钢材库存持续快速下降

图表 4：本周水泥、玻璃价格继续攀升

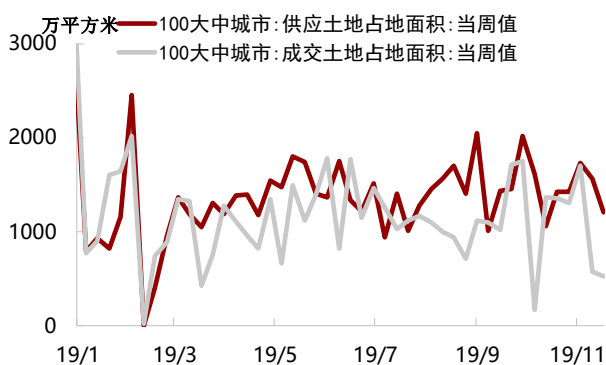


来源：Wind，莫尼塔研究

3、年底年初土地购置或暂拖累房地产投资

11月17日当周，100个大中城市土地供应面积再度下滑，土地成交面积继续处于低位，土地溢价率也再度回落，土地购置状况依然低迷（图表5）。但从100城的土地成交总价传导到土地购置费，中间有一年的稳定时滞，当前土地成交总价依然处于接近20%的高位，加之开发商土地库存较高，因而尚不能预示房地产投资有恶化风险。不过，今年年底到明年年初，土地购置费将有一拨较快下行，后再度回升，可能对这一时期的房地产投资产生较明显拖累（图表6）。本周30城商品房成交面积小幅弱于去年同期，从而一、二线城市的房地产销售可能仍处于零增长附近。

图表 5：本周土地成交依然冷淡



图表 6：土地成交总价对土地购置费领先一年



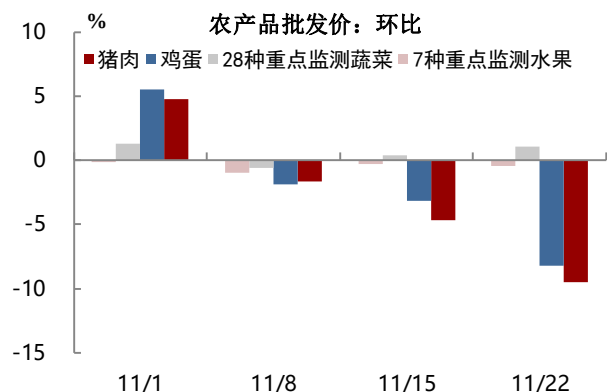
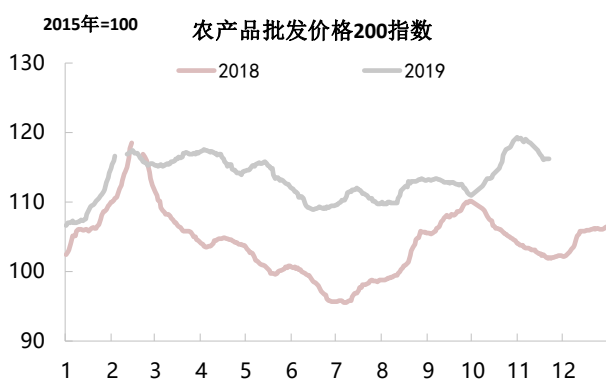
来源：Wind，莫尼塔研究

4、食品价格出现小幅回落

本周农产品批发价格指数并未继续走低（图表7）。分项来看，前期上涨迅猛的猪肉和鸡蛋价格环比均显著回落，22省市平均猪价已降至48.86元/公斤，但难言进入趋势回落，春节前后大概率仍有新高。但本周鲫鱼、鲤鱼价格环比增速提升较多，反映动物蛋白类供给依然紧平衡，鲜菜价格也有较明显上涨（图表8）。周五农业农村部介绍10月份生猪生产形势时称，10月能繁母猪环比增长0.6%，这是自去年4月份以来能繁母猪存栏环比首次增长；全国生猪存栏降幅进一步收窄；当前全国生猪产能下滑已基本见底，年底前存栏有望止降回升。考虑到生猪产能释放周期，这对于明年年中的猪价见顶是个积极消息。

图表 7：本周农产品批发价格指数未进一步回落

图表 8：本周猪肉和鸡蛋价格均显著回落



来源：Wind，莫尼塔研究

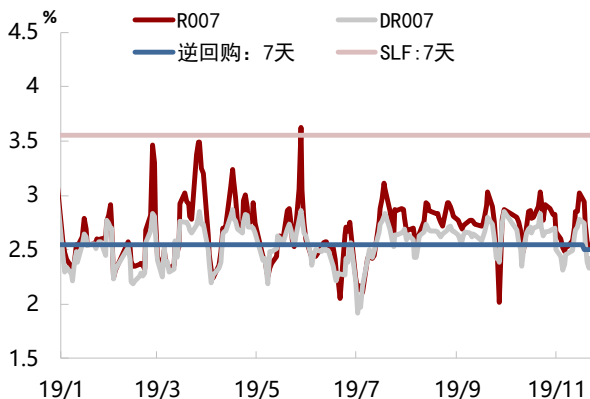
二、金融市场：央行降息提振债市

1、央行大额净投放+降息

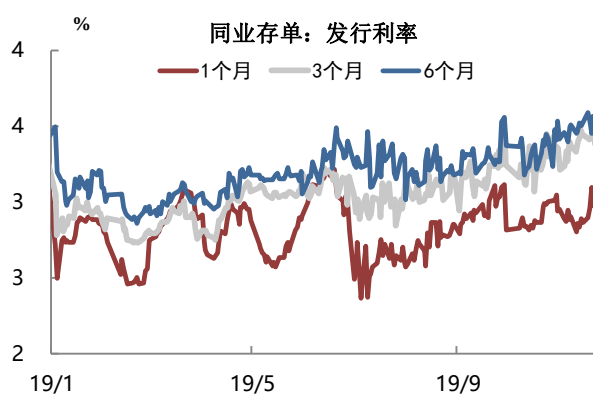
本周央行公开市场累计进行了3000亿元逆回购操作（无逆回购到期）和500亿元国库现金定存操作，同时下调逆回购利率5bp，积极维稳资金面。大额净投放+降息的政策刺激下，R007和DR007利率均从上周高位显著回落（图表9），但同业存单利率下行幅度仍较有限（图表10），体现近期

银行负债端压力依然明显，也与11月LPR报价仅跟随下行5bp相印证。后续还需进一步降息引导负债成本下行，但在通胀约束下降息只能“小步慢跑”。

图表 9：本周降息后货币市场利率显著回落



图表 10：本周同业存单发行利率下行并不明显

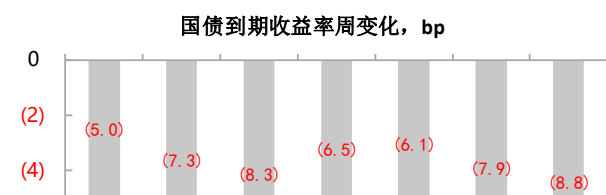


来源：Wind，莫尼塔研究

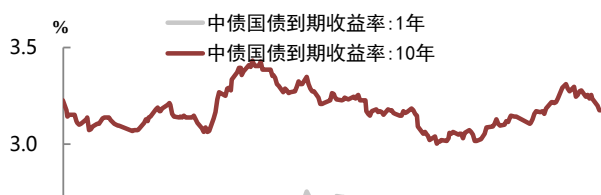
2、降息刺激债市显著上涨

本周债券市场受到央行降低OMO利率的提振，出现较大涨幅。10年国债收益率下行6.1bp，收于3.1747%，其它各期限国债收益率均有较明显下行（图表11、图表12）。央行确认降息周期开启，对市场产生了明显提振，近期猪肉价格回调可能也对通胀预期有一定压制。我们认为，猪肉价格回调是暂时性的，确定的供给缺口下，春节前后猪价仍将创下新高，因而不改CPI预测。而在通胀的约束下，降息周期的步幅和频率都较为有限，加之目前银行负债成本尚未有效小降低，货币政策对债市的刺激效果有限。从中观行业体现的状况来看，经济基本面并无恶化，因此，市场仍将维持区间波动的形态。

图表 11：本周国债现券累计变动轻微



图表 12：本周国债收益率窄幅波动



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_8806

