

逆周期政策抑而后扬

报告摘要

● 本周推出了两项重磅政策，确立了更加积极的财政和货币政策：1、国务院常务会议确定加快地方专项债发行使用的措施，对于稳定今年的基建投资、提升明年基建发力的空间将发挥显著作用。2、按照国常会部署，央行决定于9月16日全面降准0.5%；再额外对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准1%。此外，若干着眼高质量增长的政策措施也在加紧酝酿，包括：1、工信部发布关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见。2、商务部正在深入开展相关调研，将适时出台支持汽车贸易高质量发展的政策措施。3、国务院决定从9月2日起赴16个省（区、市）开展第六次大督查。重点就减税降费、稳定和扩大就业、深化“放管服”改革优化营商环境、推进创新驱动发展、合理扩大有效投资等五个方面。

● 本周南华黄金价格回落2.1%，全球风险偏好有所改善。因中美双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，香港特首林郑月娥正式撤回《逃犯条例》修订草案，以及英国在10月31日无协议脱欧的可能性下降。进入九月，气温转凉项目施工加快，工业品需求进入旺季。本周黑色系商品价格全线回升，钢材库存继续回落；全国水泥价格继续上行，水泥库容比为已连续四周环比回落。房地产销售、拿地依然低迷，以下动向值得关注：1、部分二线城市上调房贷利率。2、8月房企融资总额如期下滑。3、中型房企融资成本压力最大。农产品批发价格指数上行仍缓。蔬菜、水果价格继续下跌，猪肉价格上涨依然显著。截至9月2日，全国500个农村集贸市场仔猪平均价格50.07元/公斤，比8月28日上涨4.4%，比去年同期上涨95.1%。

● 下周央行公开市场有1765亿元MLF到期，央行应不会在宣布降准之后，再很快下调MLF利率，这将给出过强的货币宽松信号。调降MLF利率的时点更可能在9月19日美联储降息前后，也就是9月17日到期MLF续作的关口。因为，再下一次MLF到期要到11月5日，这个时间点可能偏晚；除非在这两个时间点当中“缩短放长”开展MLF操作，但这会提高金融机构负债成本，与当前货币政策基调又不太符合。本周债券市场收涨，降准落地、以及后续调降MLF的可能性大增，将对债市行情形成驱动。但市场上涨的空间仍然受到短端利率（尤其OMO利率）约束，随着政策接连发力，经济超预期下滑的可能性也明显下降。

● 本周人民币汇率小幅升值，中美恢复谈判、香港政治风险下降、以及降准，都对此形成了驱动。降准落地后，人民币汇率的反应是升值，表明经济增长预期、而不是货币政策松紧，已经成为汇市的更主要关切。近期人民币汇率呈现出一个显著变化：美元兑人民币汇率的开盘价大幅高于中间价的设定。由于8月以来，中间价设定中的逆周期因子一直发挥了很大作用，导致中间价对市场价的反映明显不足。因而，开盘价大幅高于中间价可能正反映了央行市场干预的力度较弱。但这可能极大的影响到中间价的指引功能，因而有待观察后续的政策动向。

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：风险偏好有所改善	3
1、稳增长政策加紧发力	3
2、风险偏好有所改善	3
3、房地产融资政策严格	4
4、政策加力维稳猪价	4
二、金融市场：全面降准落地	5
1、货币市场：月初资金面松弛	5
2、债券市场：受降准、降息预期驱动	6
3、人民币汇率：开盘价大幅偏离中间价	6

图表目录

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比回落	3
图表 2：本周工业品价格有所上扬	3
图表 3：本周原油价格小幅上涨	4
图表 4：本周钢材库存继续回落	4
图表 5：本周 30 大中城市商品房成交平稳偏弱	4
图表 6：上周 100 城土地成交面积小幅回升	4
图表 7：本周农产品批发价格指数上行仍缓	5
图表 8：本周猪肉价格继续快速上涨	5
图表 9：本周货币市场利率继续有所回落	5
图表 10：本周同业存单发行利率也小幅向下	5
图表 11：本周国债到期收益率全线下行	6
图表 12：后半周债市转而上涨	6
图表 13：本周人民币汇率小幅升值	7
图表 14：本周人民币中间价保持平稳	7
图表 13：美元兑人民币开盘价大幅高于中间价	7
图表 14：逆周期因子的作用力度较大	7

一、实体经济：风险偏好有所改善

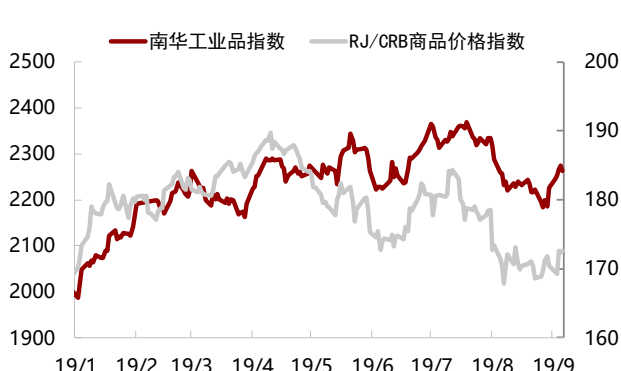
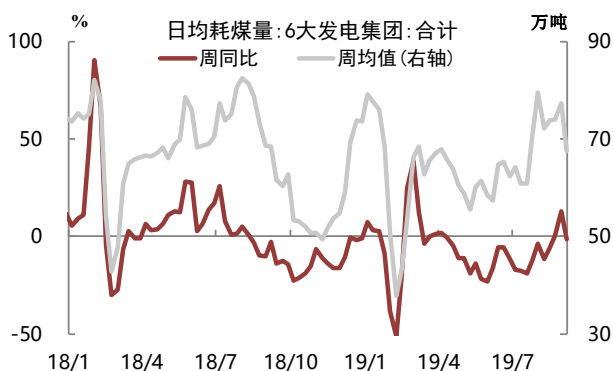
1、稳增长政策加紧发力

随着气温转凉，本周六大发电集团日均煤耗量显著回落，同比增速亦有下降（图表1）。南华工业品指数小幅回升，进入九月项目施工加快，工业品供需格局向好（图表2）。

本周推出了两项重磅政策，确立了更加积极的财政和货币政策：1、国务院常务会议确定加快地方专项债发行使用的措施，对于稳定今年的基建投资、提升明年基建发力的空间将发挥显著作用。2、按照国常会部署，央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）；再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。**此外，若干着眼高质量增长的政策措施也在加紧酝酿，包括：**1、工信部发布关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见。2、商务部正在深入开展相关调研，将适时出台支持汽车贸易高质量发展的政策措施。3、国务院决定开展第六次大督查，从9月2日起，16个国务院督查组分赴16个省（区、市）进行实地督查，重点就减税降费、稳定和扩大就业、深化“放管服”改革优化营商环境、推进创新驱动发展、合理扩大有效投资等五个方面工作情况开展督促检查。

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比回落

图表 2：本周工业品价格有所上扬



来源：Wind，莫尼塔研究

2、风险偏好有所改善

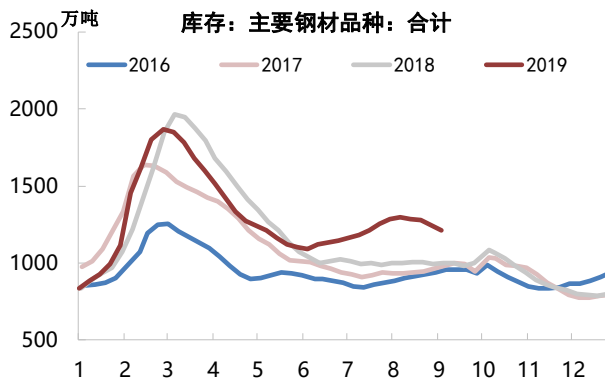
原油价格继续窄幅波动。全周WTI油价涨2.58%至56.52美元/桶，布伦特油价涨1.84%至61.54美元/桶。美国上周石油钻井平台数量连续第三周下滑、原油库存下降，以及国际贸易关系有所缓和、中东局势紧张，使得油价获得了一定支撑（图表3）。**黑色系商品价格全线回升。**南华焦炭指数上涨1.43%，螺纹钢指数上涨1.1%，铁矿石指数上涨3.54%。本周钢材库存继续回落，钢材价格存在支撑（图表4）。**全国水泥价格继续上行，水泥库容比为已连续四周环比回落。**9月初水泥市场需求进入旺季，除南方地区个别省份仍受双“台风”影响，其他地区大多已达到9成或产销平衡，水泥价格因此获得支撑。**本周南华黄金价格回落2.1%，**因中美双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，香港特首林郑月娥正式撤回《逃犯条例》修订草案，以及英国在10月31日无协议脱欧的可能性下降，使得全球风险偏好有所改善。

图表 3：本周原油价格小幅上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

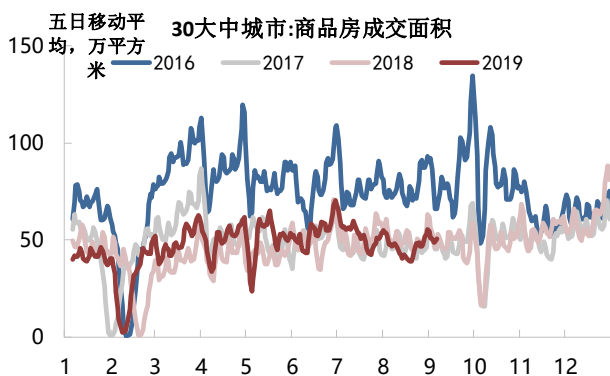
图表 4：本周钢材库存继续回落



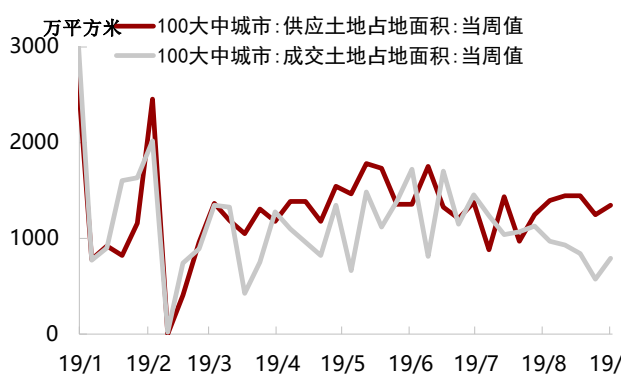
3、房地产融资政策严格

本周全国30大中城市商品房成交保持平稳偏弱的状态（图表5）；上周100个大中城市土地供应面积及土地成交面积均有回升，但二者裂口依然较大，体现开发商拿地意愿较弱（图表6）。**以下动向值得关注：**1、部分二线城市上调房贷利率。近期杭州、苏州、温州、南昌、郑州等地上调房贷利率，部分地区首套房利率上浮25%，二套房主流贷款利率水平为基准上浮30%；2、8月房企融资总额如期下滑。克而瑞研究中心报告显示，8月95家典型房企的融资总额为753.72亿元，环比下降52.7%，同比下降21.3%。3、中型房企融资成本压力最大。据新京报，数据显示，将30家典型房企分为1000亿以上、600亿-1000亿和600亿以下三个梯队，2019年上半年三个梯队房企的平均融资成本分别为5.2%、6.5%和5.8%；一梯队较2018年末下降0.4%，二梯队较2018年末上升0.5%，三梯队较2018年末上升0.1%。

图表 5：本周 30 大中城市商品房成交平稳偏弱



图表 6：上周 100 城土地成交面积小幅回升



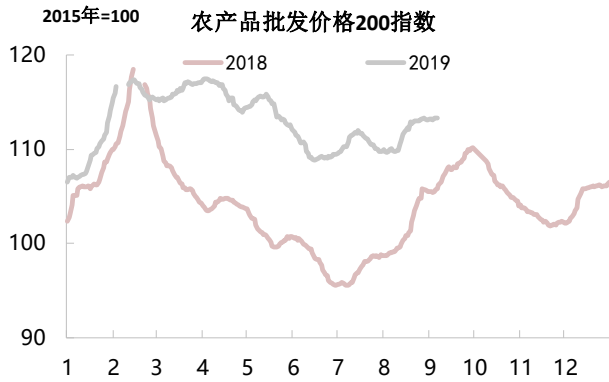
来源：Wind，莫尼塔研究

4、政策加力维稳猪价

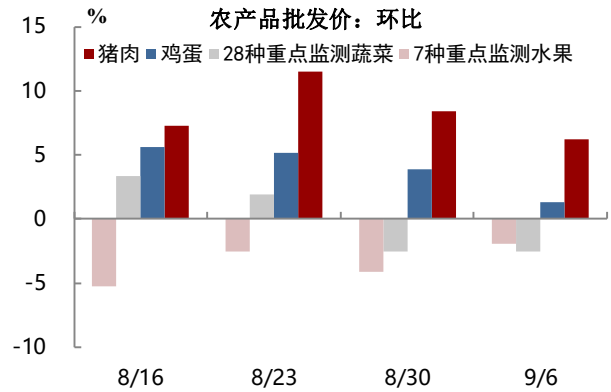
本周农产品批发价格指数上行仍缓（图表7）。分项来看，蔬菜、水果价格继续下跌，鸡蛋价格略微上涨，猪肉价格上行依然显著（图表8）。据农业农村部数据，截至9月2日，全国500个农村集贸市场仔猪平均价格50.07元/公斤，比8月28日上涨4.4%，比去年同期上涨95.1%。本周召开的国务院常务会议要求保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。银保监会、农业农村部发布《关于支持做好稳定生猪生产保障市

场供应有关工作的通知》，暂时将能繁母猪保险保额从1000-1200元增加至1500元、育肥猪保险保额从500-600元增加至800元。本周农业农村部表示，我国尚没有批准上市的非洲猪瘟商品化疫苗，目前市面上只要出现“非洲猪瘟中试苗、自家苗，甚至进口苗”，都是非法疫苗，均应按假兽药处理。

图表 7：本周农产品批发价格指数上行仍缓



图表 8：本周猪肉价格继续快速上涨



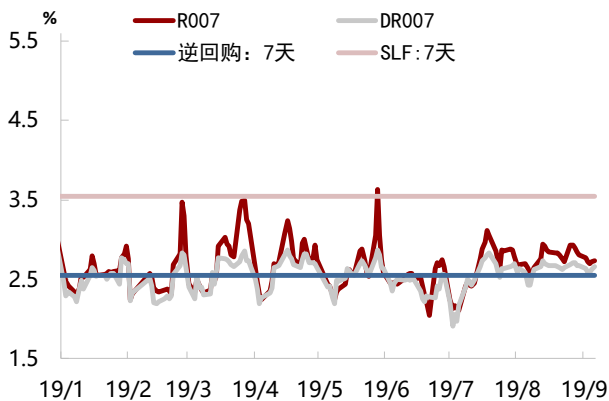
来源：Wind，莫尼塔研究

二、金融市场：全面降准落地

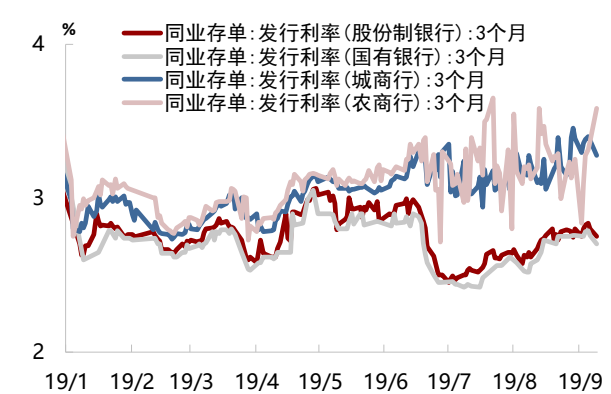
1、货币市场：月初资金面松弛

本周共有1400亿元逆回购到期，央行开展400亿元逆回购操作，净回笼资金1000亿元。月初资金面松弛下来，货币市场利率在政策利率（逆回购利率）之上窄幅波动，有所回落（图表9）；同业存单发行利率亦有小幅回落，农商行除外（图表10）。下周央行公开市场有1765亿元MLF到期，而无逆回购到期，央行应不会再宣布降准之后，再很快下调MLF利率，这将给出过强的货币宽松信号。调降MLF利率的时点更可能在9月19日美联储降息前后，也就是9月17日到期MLF续作的关口。因为，再下一次MLF到期要到11月5日，这个时间点可能偏晚；除非在这两个时间点当中“缩短放长”开展MLF操作，但这会提高金融机构负债成本，与当前货币政策基调又不太符合。

图表 9：本周货币市场利率继续有所回落



图表 10：本周同业存单发行利率也小幅向下

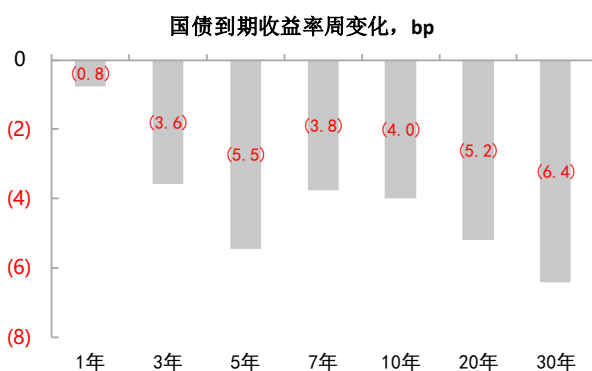


来源：Wind，莫尼塔研究

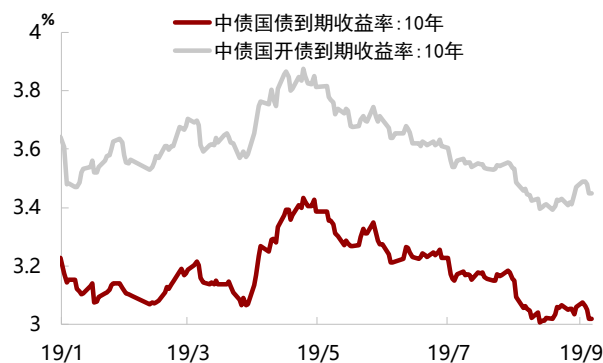
2、债券市场：受降准、降息预期驱动

本周债券市场收涨，主要受到降准预期驱动。前半周债券市场延续温和走弱，周三晚间国常会提及“全面降准”，市场周四高开，周五市场继续走高，盘后降准落地。全周各期限国债收益率皆下行，（图表11）10年期国债收益率下行4bp至3.0149%，10年国开债收益率下行2.1bp至3.4499%（图表12）。银保监会相关部门负责人表示，城商行同业业务监管执行现行商业银行统一监管规定，有关政策性金融债的监管政策没有变化。降准落地、以及后续调降MLF的可能性大增，将对债市行情形成驱动。但市场上涨的空间仍然受到短端利率（尤其OMO利率）约束，随着政策接连发力，经济超预期下滑的可能性也明显下降。外资流入仍受支撑。本周摩根大通宣布，以人民币计价的高流动性中国政府债券将于2020年2月28日起被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列，纳入工作将在10个月内分步完成。债券通数据显示，8月债券通共计成交3386亿元，较7月增长68.5%，8月共新增110家境外机构投资者入市。

图表 11：本周国债到期收益率全线下行



图表 12：后半周债市转而上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

3、人民币汇率：开盘价大幅偏离中间价

前半周，受中美新一轮互征关税影响，人民币对美元汇率继续贬值，在美元指数突破99之际，美元兑人民币汇率一度贴近7.2；周四，中美同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，这将是7月底贸易磋商失败以来双方首次面对面进行的高级别会谈，受此驱动人民币汇率小幅升值（图表13）。此外，香港政治风险下降、及降准也助推了人民币汇率升值，注意，降准落地后，

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_9923

