

宏观研究/动态点评

2018年09月24日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

宫飞 执业证书编号: S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 11月是重要时间窗口》2018.09
- 2 《宏观: 信贷不及预期, 宽松概率提高》2018.09
- 3 《宏观: 关注缓和政策细化》2018.09

央票出海, 人民币贬值空间有限

中高频经济数据观察 (2018.09.16-2018.09.22)

大类资产配置观点

我们认为, 8月份商业银行负债压力仍然较大, 债券市场边际配置增量不足, 对于债市的配置观点, 我们认为短期利率债或仍受扰动, 但下半年整体看仍将是下行走势, 低点可能到3.3%; 继续坚定看好基建类城投债机会, 企业信用债仍需做好信用风险识别。股市方面, 我们短期看好信用扩张时期相关周期股龙头, 本周建筑板块的上涨已经初步体现这一逻辑, 我们认为股市大的机会仍需等待四季度四中全会是否有大的改革开放政策出台, 届时看好相关成长股龙头行情, 如国家可能加大投入的航空航天、军工、半导体、5G、医疗器械等相关高端制造业。

央行跟随美联储加息概率降低

9月美联储议息结果将在北京时间9月27日凌晨公布, 我们预计9月美联储选择加息25BP概率较高。9月20日, 央行7、14、28天逆回购和相应期限的存款类机构质押式回购加权利率差分别为9.69、16.77、1.77个BP。回顾美联储近几次加息, 2017年12月和2018年3月央行跟随上调, 6月没有跟随上调, 2017年12月和今年3月央行加息时7天逆回购利率和DR007利率差分别约为49.57和31.65个BP。比起以往两次央行跟随加息, 当前货币市场利率和公开市场操作利率差呈收窄趋势, 央行上调政策利率迫切性不强, 我们认为此次央行大概率不会跟随美联储加息。

央票出海, 人民币贬值空间有限

9月20日国家外汇管理局公布了2018年8月份银行结售汇和银行代客涉外收付款数据, 8月银行代客结售汇逆差633亿元人民币, 创逾一年来最大逆差。9月20日, 中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》, 旨在便利中国人民银行在香港发行央行票据, 丰富香港高信用等级人民币金融产品, 完善香港人民币债券收益率曲线, 意味着央行将在离岸人民币市场拥有更多货币政策工具, 结合此前央行重新征收外汇风险准备金、重启“逆周期因子”等举措, 我们预计人民币未来贬值空间有限。

基建和消费成为对冲经济的关键支撑

9月18日, 国家发展改革委就加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资有关情况举行发布会, 会议表示将在坚决有效防范地方政府债务风险的前提下, 加大基础设施等领域补短板力度, 稳定有效投资。9月20日, 国务院发布关于完善促进消费体制机制、进一步激发居民消费潜力的若干意见, 提出构建更加成熟的消费细分市场, 壮大消费新增长点, 健全质量标准体系和信用体系, 营造安全放心消费环境等意见。中美贸易摩擦情况下, 外需不确定性较大, 基建和消费将成为对冲经济的关键支撑, 但未来仍要看政策落地情况。

商品价格多数上行, 焦煤价格小幅下行

布伦特原油本周环比上行0.77%至78.22美元/桶, 六大发电集团日均耗煤环比上行0.94%, 高炉开工率环比下行0.27个百分点, BDI指数环比上行3.44%。商品现货方面, 动力煤价格不变, 铁矿石价格环比上行0.83%, 铜价环比上行3.54%, 铝价环比上行0.97%, 水泥价格环比上行0.46%, 螺纹钢价格环比上行0.99%。期货方面, 铜价环比上行3.97%, 铝价环比上行0.63%, 焦煤价格环比下行0.85%, 焦炭环比上行4.38%, 螺纹钢价格环比上行1.50%, 动力煤价格环比上行0.95%。总体来看, 焦煤价格环比小幅下降, 其余商品价格大部分呈上升趋势。

风险提示: 1、基建对冲政策落地存在弱于市场预期概率; 2、类滞胀预期升温, 冲击市场风险偏好; 3、中美贸易摩擦加剧, 外部环境不确定性加剧。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

单周高频数据跟踪

图表1：实体经济高频数据跟踪

9 月 16 日-9 月 22 日				
	(单周环比)	9 月至今同比	8 月同比	7 月同比
上游				
原油价格 (Brent)	0.77%	39.43%	47.26%	40.83%
动力煤价格	0.00%	-7.9%	-4.92%	-5.69%
铁矿石价格	0.83%	17.0%	1.17%	2.62%
LME 铜价	3.54%	-4.86%	-11.38%	-2.11%
LME 铝价	0.97%	-6.01%	-0.07%	8.25%
中游				
6 大发电集团日均耗煤	0.94%	-9.78%	-4.15%	7.32%
高炉开工率	-0.27%	-7.04%	-10.50%	-10.09%
水泥价格	0.46%	28.08%	29.43%	31.06%
出口集装箱运价指数	-0.68%	4.82%	0.17%	-6.13%
BDI 指数	3.44%	-3.88%	33.36%	84.67%
全钢胎开工率	3.03%	9.51%	-3.61%	11.32%
半钢胎开工率	2.68%	-0.08%	-10.74%	6.62%
下游				
30 大中城市商品房日均成交面积	10.87%	8.34%	6.25%	12.33%
一线城市	78.18%	57.31%	33.92%	14.29%
二线城市	6.51%	-0.33%	0.05%	-5.26%
三线城市	-20.17%	0.07%	12.46%	36.74%
猪肉价格	1.16%	-1.95%	-4.21%	-9.59%
菜篮子指数	0.52%	13.83%	7.16%	3.58%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

单周市场扫描及宏观视角

大类资产配置观点:

我们认为, 8 月份商业银行负债压力仍然较大, 债券市场边际配置增量不足, 对于债市的配置观点, 我们认为短期利率债或仍受扰动, 但下半年整体看仍将是下行走势, 低点可能到 3.3%; 继续坚定看好基建类城投债机会, 企业信用债仍需做好信用风险识别。股市方面, 我们短期看好信用扩张时期相关周期股龙头, 本周建筑板块的上涨已经初步体现这一逻辑, 我们认为股市大的机会仍需等待四季度四中全会是否有大的改革开放政策出台, 届时看好相关成长股龙头行情, 如国家可能加大投入的航空航天、军工、半导体、5G、医疗器械等相关高端制造业。

为对冲税期、政府债券发行缴款、中央国库现金管理到期以及央行逆回购到期等因素的影响, 本周央行公开市场净投放资金 3250 亿元, 累计投放资金 5950 亿元, 其中 7 天期逆回购 2300 亿, 14 天期逆回购 1000 亿, MLF 操作 2650 亿; 累计回笼资金 2700 亿, 全部为 7 天逆回购到期。此外, 9 月 14 日 3 个月国库现金定存到期 1000 亿元, 9 月 21 日央行和财政部进行了 1200 亿元 3 个月期国库现金定存操作, 中标利率 3.71%, 上次为 3.8%。下周央行公开市场将有 2900 亿元逆回购到期, 其中 7 天逆回购到期 2300 亿, 14 天逆回购到期 600 亿。本周货币市场方面, R007 上行 6.78 个 BP 至 2.6586%, DR007 上行 2.3 个 BP 至 2.6414%; 债券市场方面, 5 年期国债收益率上行 0.95 个 BP 至 3.5072%, 10 年期国债收益率上行 4.01 个 BP 至 3.6752%。

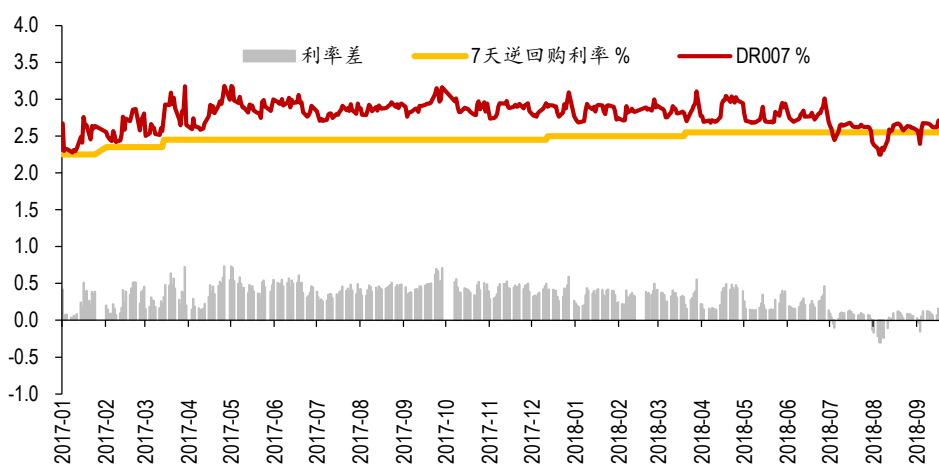
www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

央行跟随美联储加息概率降低

9 月美联储议息结果将在北京时间 9 月 27 日凌晨公布，我们预计 9 月美联储基本确定会加息，而我国货币政策导向已由稳健中性转向稳健灵活适度，我国央行此次大概率不会跟随美联储上调政策利率。公开市场操作方面，央行公开市场操作连续两周进行货币净投放。9 月 17 日，央行开展 MLF 操作 2650 亿元，操作利率为 3.30%，是 9 月份以来的第二次 MLF 操作。

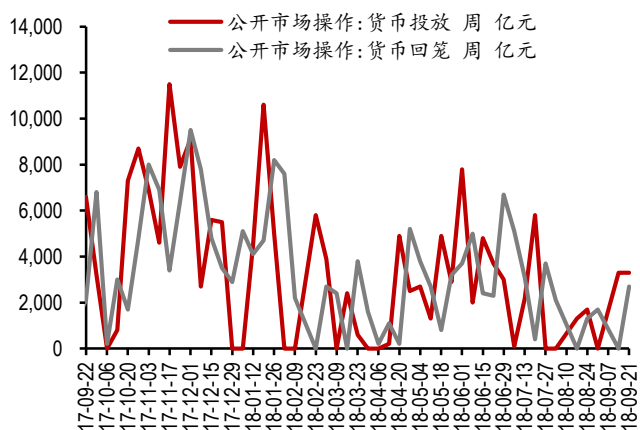
政策利率方面，9 月 20 日，央行 7、14、28 天逆回购和相应期限的存款类机构质押式回购加权利率差分别为 9.69、16.77、1.77 个 BP。回顾美联储近几次加息，2017 年 12 月和今年 3 月央行跟随上调，6 月没有跟随上调，2017 年 12 月和今年 3 月央行加息时 7 天逆回购利率和 DR007 利率差分别约为 50 个 BP 和 32 个 BP。比起以往两次央行跟随加息，当前货币市场利率和公开市场操作利率差呈收窄趋势，我们认为此次央行大概率不会跟随美联储加息。

图表2： 7 天逆回购和 DR007 利率差较小



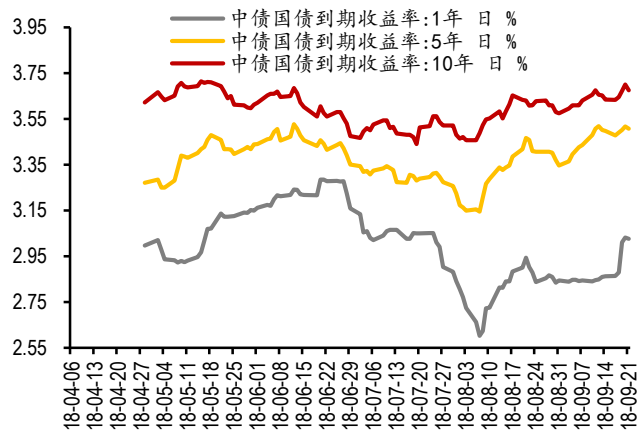
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 公开市场操作：资金净投放



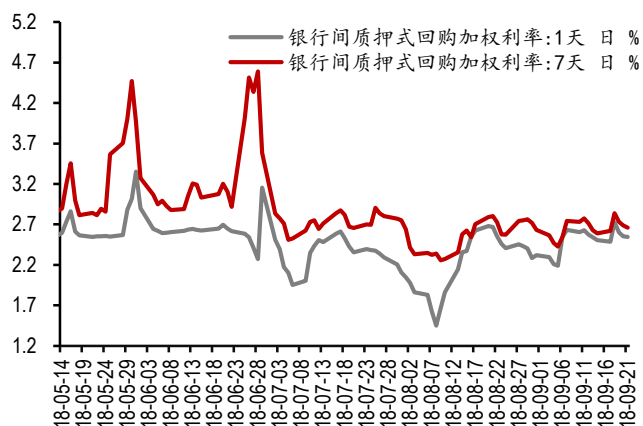
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 10 年期国债到期收益率呈上升趋势



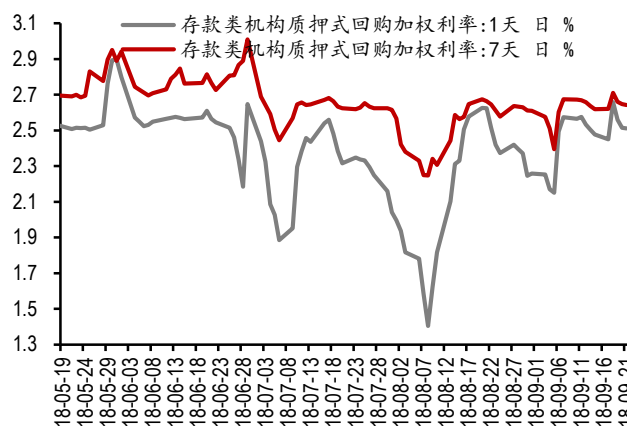
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: 银行间回购加权利率小幅波动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 存款机构回购加权利率小幅波动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

央票出海, 人民币贬值空间有限

9月20日国家外汇管理局公布了2018年8月份银行结售汇和银行代客涉外收付款数据。2018年8月, 银行结汇11075亿元人民币, 售汇12092亿元人民币, 结售汇逆差1017亿元人民币。其中, 银行自身结汇704亿元人民币, 售汇1088亿元人民币, 结售汇逆差384亿元人民币; 银行代客结汇10371亿元人民币, 售汇11004亿元人民币, 结售汇逆差633亿元人民币, 创逾一年来最大逆差。

此前面对人民币贬值压力, 央行宣布2018年8月6日起, 将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%; 2018年8月24日, 外汇交易中心宣布重启逆周期因子。9月20日, 中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》, 旨在便利中国人民银行在香港发行央行票据, 丰富香港高信用等级人民币金融产品, 完善香港人民币债券收益率曲线, 下一步, 双方将继续合作推进相关工作。

央行票据即中央银行票据, 是中央银行为了调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证, 其实质是中央银行债券。央票2002年6月首次面世, 随着公开市场操作工具逐渐丰富, 央票渐渐退出历史舞台, 2013年11月央行最后一次发行三年期央行票据, 2016年11月全部到期。

此次央行在香港发行央行票据, 我们预计会对离岸市场的流动性造成一定程度的紧缩效应, 有利于向人民币离岸市场传导央行货币政策, 稳定人民币短期汇率, 完善离岸人民币市场利率曲线, 应对美元加息带来的人民币贬值压力。我们认为, 9月份美联储加息概率上升, 我国央行迫于保增长压力大概率不会选择加息来应对, 这可能给人民币汇率带来一定贬值压力, 但离贬值下限已经较近。我们此前提出, 人民币兑美元汇率若反转重回上升趋势需要2个条件。第一, 中美贸易摩擦重新回到谈判桌前。第二, 官方外汇储备出现大幅下降。我们认为, 一旦储备出现连续快速下降, 央行有可能进行汇率干预维持收支稳定, 人民币则会重新回到升值通道。

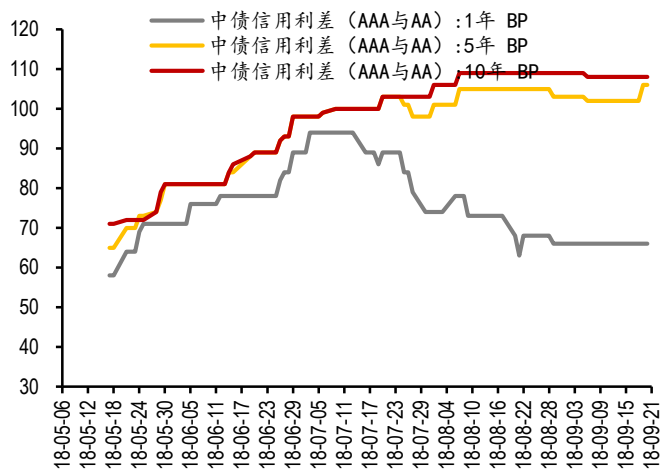
基建和消费成为对冲经济的关键支撑

9月18日, 国家发展改革委就加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资有关情况举行发布会, 国家发改委政策研究室副主任兼新闻发言人孟玮表示, 未来将坚持以供给侧结构性改革为主线、聚焦补短板、强弱项, 在坚决有效防范地方政府债务风险的前提下, 加大基础设施等领域补短板力度, 稳定有效投资, 不断提高投资效益, 确保把有限的资金投向那些能够增加有效供给、补齐发展短板的领域, 推动实现高质量发展。投资司副巡视员刘世虎表示基础设施投资增速放缓, 新开工项目计划总投资大幅回落, 反映出投资增长后劲不足, 需要加大基础设施领域补短板力度、稳定有效投资。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

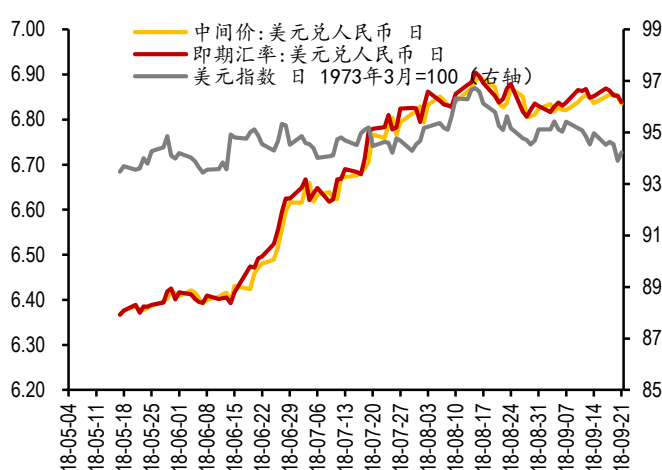
9 月 20 日,国务院发布关于完善促进消费体制机制、进一步激发居民消费潜力的若干意见,提出构建更加成熟的消费细分市场,壮大消费新增长点,健全质量标准和信用体系,营造安全放心消费环境等意见。中美贸易摩擦情况下,外需不确定性较大,基建和消费将成为对冲经济的关键支撑,但未来仍要看政策落地情况。

图表7: 5 年期信用利差 (AAA 与 AA) 小幅上升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 人民币兑美元汇率基本平稳,美元指数小幅下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

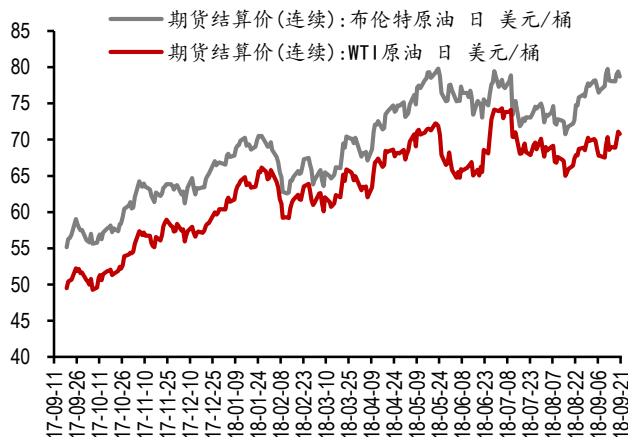
实体经济观察

上中游

商品价格多数上行, 焦煤价格小幅下行

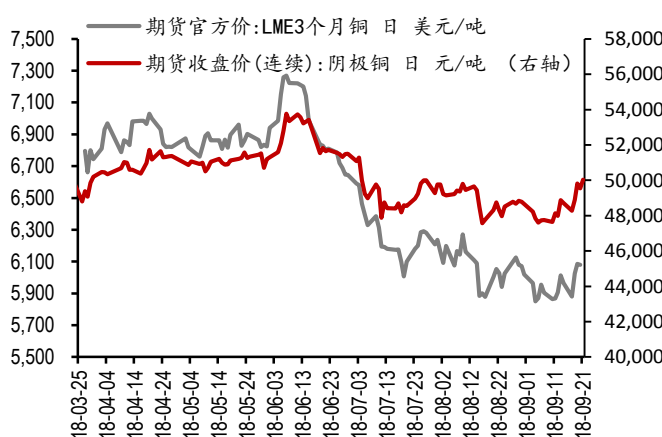
布伦特原油本周环比上行 0.77% 至 78.22 美元/桶, 六大发电集团日均耗煤环比上行 0.94%, 高炉开工率环比下行 0.27 个百分点, BDI 指数环比上行 3.44%。商品现货方面, 动力煤价格不变, 铁矿石价格环比上行 0.83%, 铜价环比上行 3.54%, 铝价环比上行 0.97%, 水泥价格环比上行 0.46%, 螺纹钢价格环比上行 0.99%。期货方面, 铜价环比上行 3.97%, 铝价环比上行 0.63%, 焦煤价格环比下行 0.85%, 焦炭环比上行 4.38%, 螺纹钢价格环比上行 1.50%, 动力煤价格环比上行 0.95%。本周油价小幅上行, 国内成品油价格也小幅上升, 发改委公布 9 月 17 日 24 时起, 国内汽、柴油价格每吨均提高 145 元。商品价格方面, 焦煤价格环比小幅下降, 其余商品价格大部分呈上升趋势。

图表9: 原油期货价格上行



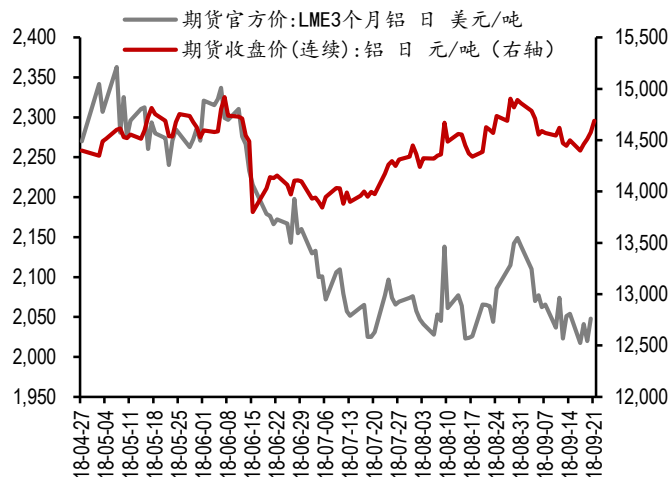
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: LME 铜期货价上行



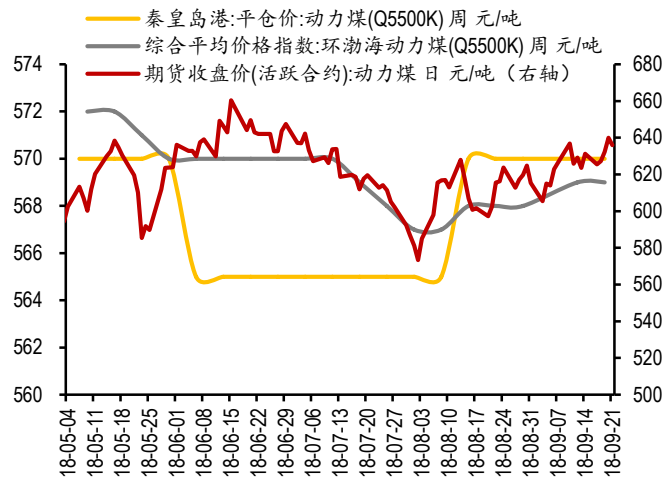
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: LME 铝期货价小幅波动



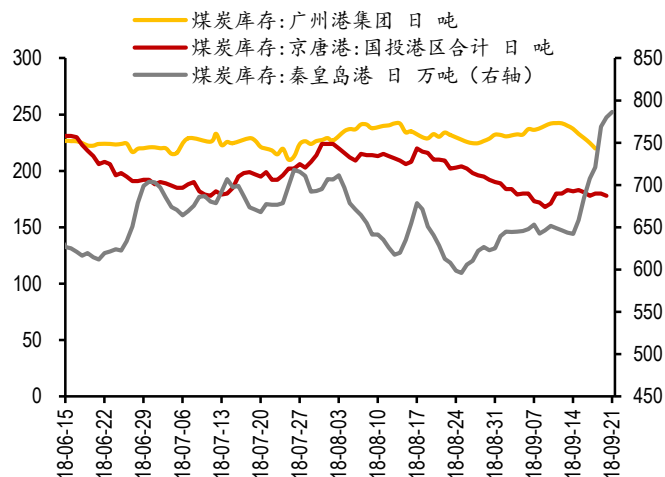
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 动力煤期货价格小幅上行



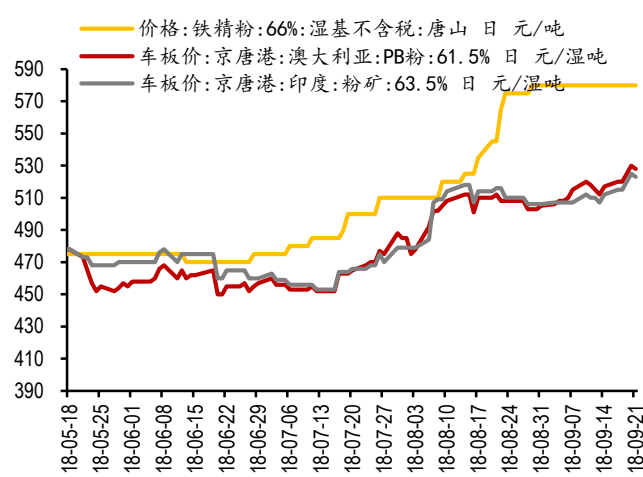
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 煤炭库存上行



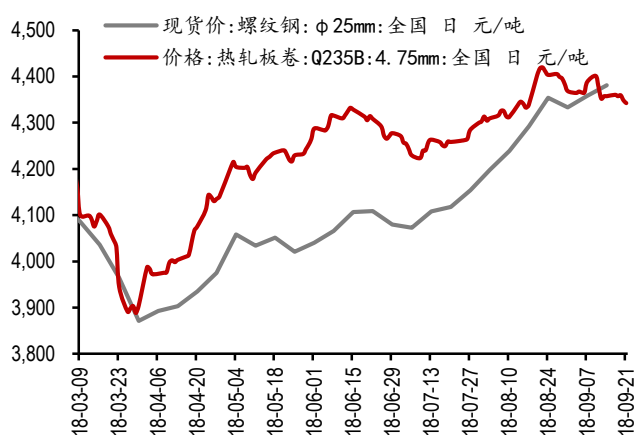
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 铁精粉价格相对稳定



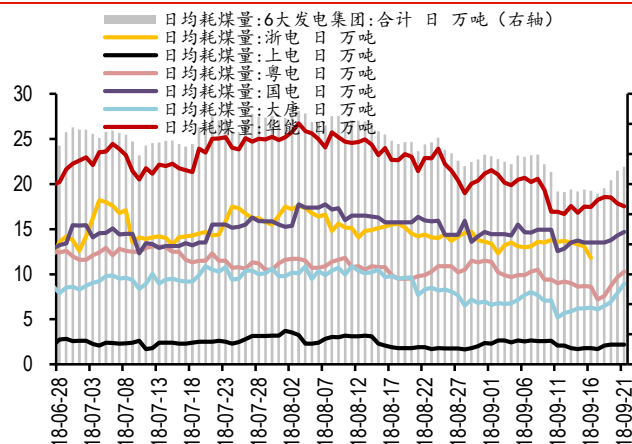
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 热轧卷板价格环比下行



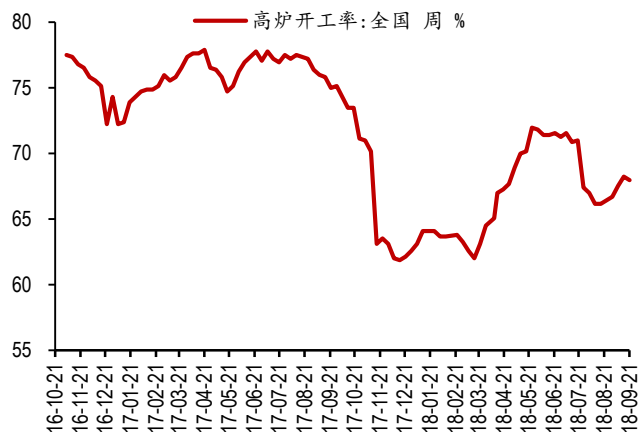
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 6大发电集团耗煤量多数环比上行



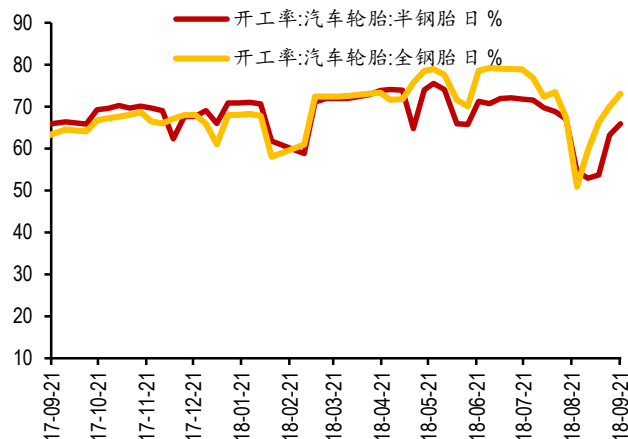
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17：高炉开工率小幅下行



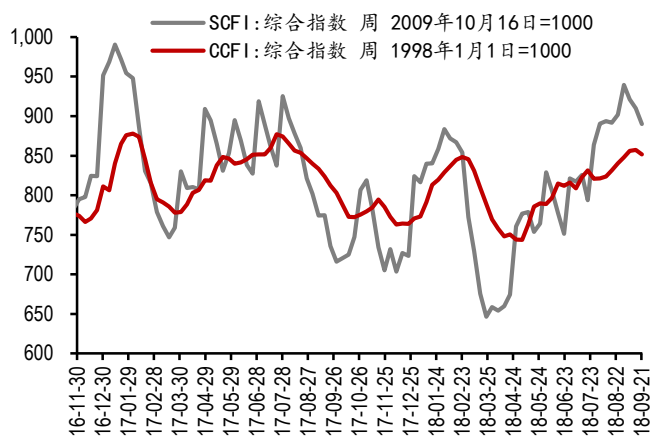
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：全钢胎、半钢胎开工率上行



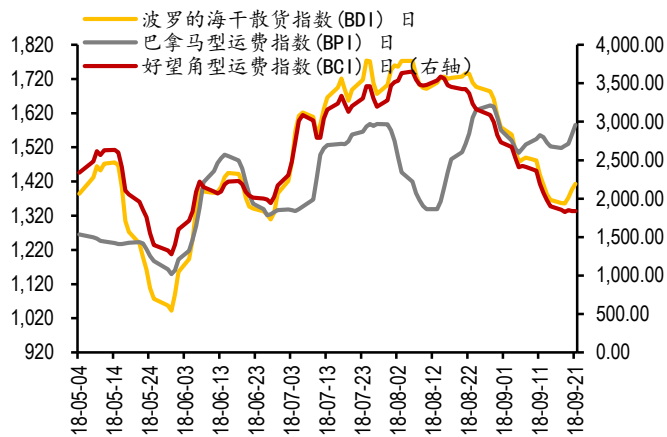
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：CCFI 指数、SCFI 指数下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20：BDI 指数上行



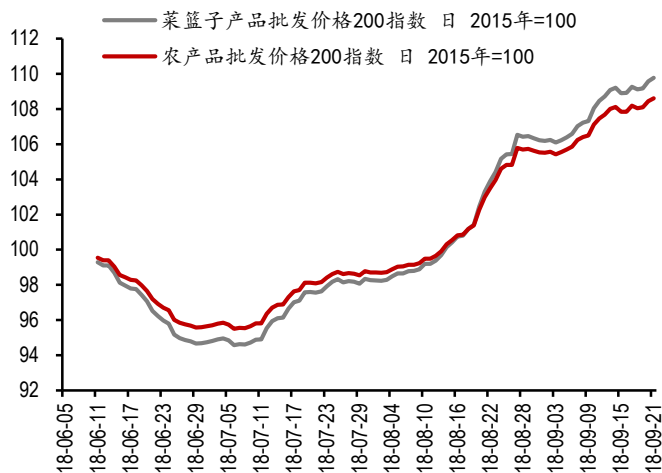
资料来源：Wind，华泰证券研究所

下游

农产品价格延续上升趋势，猪肉价格继续上行

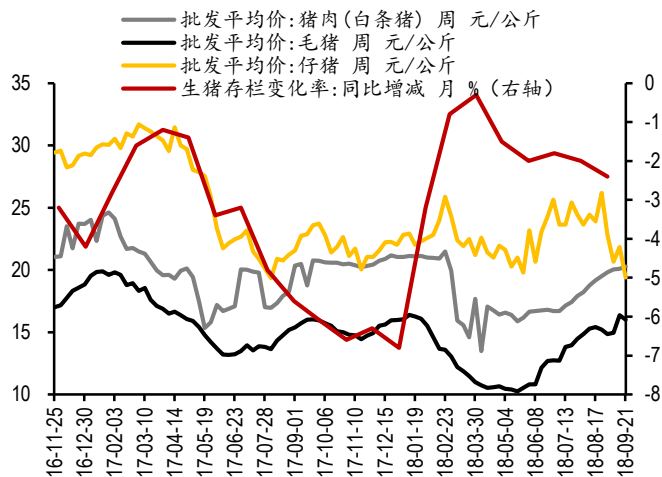
本周菜篮子指数环比上行 0.52%，农产品价格指数环比上行 0.46%，延续上升趋势。猪肉价格继续上行，白条猪批发平均价由 9 月 14 日的 20.09 元每公斤上升至 20.27 元每公斤，仔猪价格批发平均价回落，由 21.85 元每公斤大幅下跌至 19.40 元每公斤，本周毛猪批发平均价 16.00 元每公斤。本周国内非洲猪瘟疫情仍未消散，吉林省公主岭市南崴子镇、内蒙古自治区科尔沁右翼中旗各发生一起生猪非洲猪瘟疫情，生猪及其产品的跨区调运限制仍在。受防控疫情、限制运输的影响，本周猪肉价格波动上行，我们认为疫情发展仍是未来猪价走势的最大不确定因素。

图表21: 菜篮子产品和农产品价格环比上行



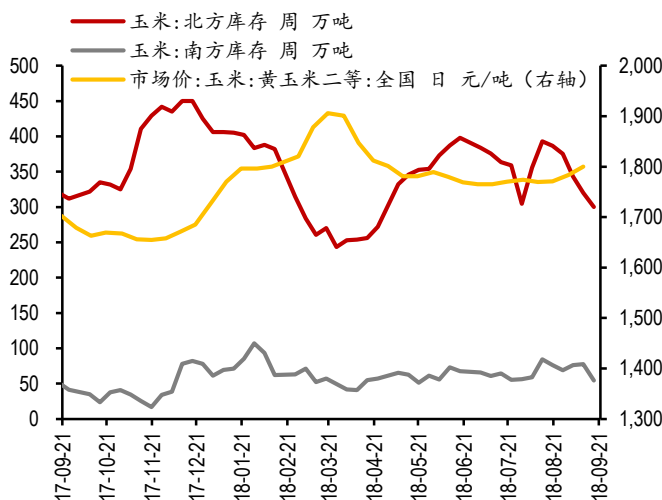
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 猪肉(白条猪)价格上行



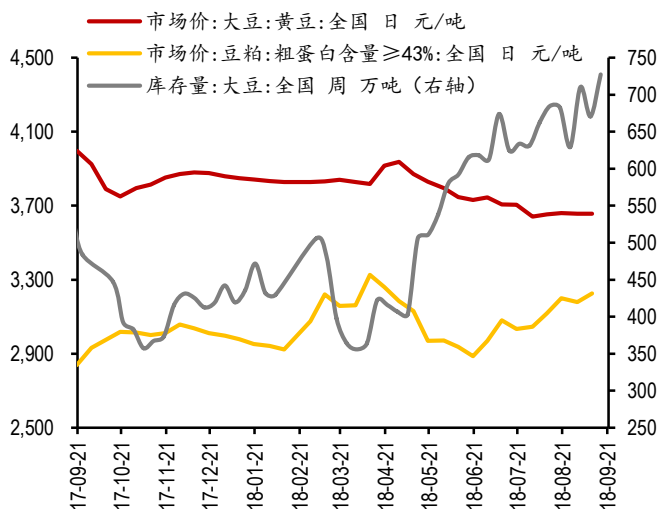
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 玉米价格小幅上行, 库存下行



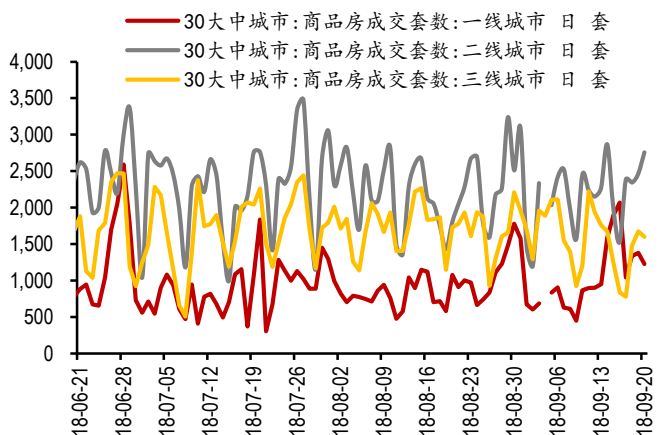
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 大豆价格基本持平, 库存上行



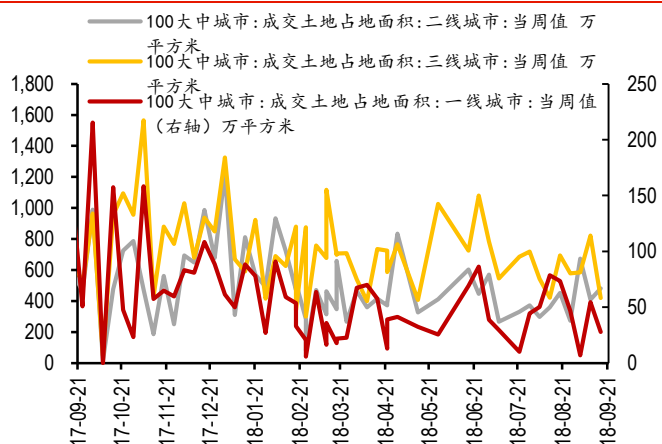
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 商品房成交套数一、二线城市下行, 三线城市上行



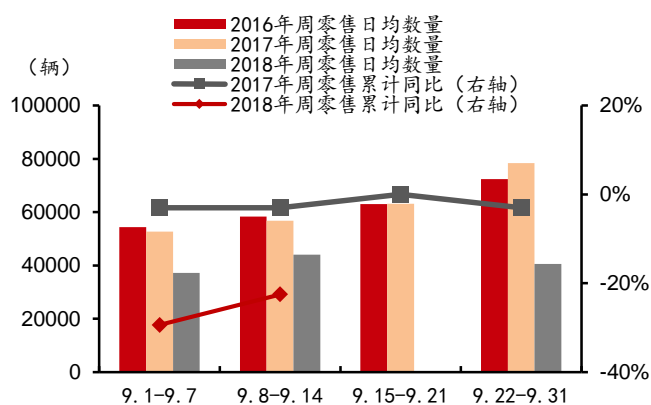
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 成交土地面积一、三线城市震荡下行, 二线城市上行



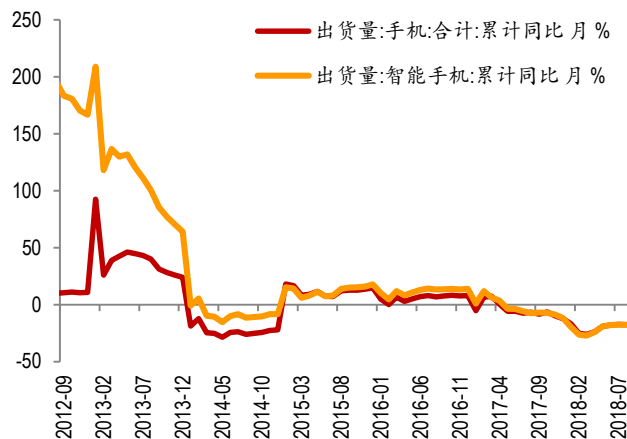
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27： 九月初零售销量偏低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 手机出货量继续下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

- 1、基建对冲政策落地存在弱于市场预期概率；
- 2、类滞胀预期升温，冲击市场风险偏好；
- 3、中美贸易摩擦加剧，外部环境不确定性加剧。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com