

去库存过程继续延续



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——宏观周报（20190728）

❖ 追溯拾贝：去库存过程继续延续

近期公布数据显示，1-6 月规模以上工业企业产成品存货累计同比较 1-5 月下行 0.6 个百分点至 3.5%，显然仍处于去库存阶段。我们认为，就目前可见的情况看，自一季度以来 PMI 指数长时间呈现生产强于需求的结构特征，而 6 月份原材料库存和产成品库存指数反而较年初稍有走高，这无疑会导致去库存周期被进一步拉长。而从历史上看，价格指数保持对库存周期六个月左右领先滞后关系，考虑到目前上游工业品价格持续下行趋势延续，我们认为库存周期去化过程仍将延续相当长一段时间。目前看，PPI 指数已经回落至 0，距离进入通缩仅一步之遥，再考虑三季度 PPI 本身基数有所抬高，在地产投资趋弱的情况下，PPI 在三季度大概率仍将继续下行，由此带来的企业利润压力或将逐步显现。而从结构上讲，目前宏观数据显示上游投资及产出情况均略好于下游，同时微观上部分工业原料价格在供给收缩影响下亦保持一定价格韧性，这种情况短时间内或也将延续。

❖ 本周综述：

高频实体情况方面，美国方面原油库存上行，供给端看，致美国页岩油产量增速进一步放缓，已经有数家页岩油服务商采取措施，闲置更多的设备，同时中东地区政治压力持续，沙特原油开始避开霍尔木兹海峡，但需求端看，美欧 PMI 数据再度大幅逊于预期，同时 IMF 再次调降了对 2019 年和 2020 年世界经济增长的预期，预计 2019 年全球经济增长 3.2%，2020 年回升至 3.5%，原油价格走弱，短期内仍需关注美国方面货币政策态度可能对全球大宗商品价格造成的冲击。

流动性及利率方面，本周大额到期央行最终选择通过 TMLF 与 MLF 组合对冲，并小幅回笼了流动性，资金面价格稍有抬升，利率中枢稍有抬升。信用债方面，城投债利差基本持平前值，而产业债利差则小幅收窄。外围市场看，多国央行本周开启降息，美国和欧洲方面 PMI 数据亦双双创下新低，但美联储处于议息会议前的静默期，市场观望情绪仍然浓厚。同时国内方面，近期发电集团耗煤情况仍未见好转，国内基本面及价格面对债市影响平淡，流动性上，央行并未以降准方式对冲大额到期，同时却又密集表态推动利率市场化，后续如何通过政策利率引导 LPR 下行则有待进一步明确。总体上看，短期内美联储货币政策态度、国内利率市场化具体操作方案、中央政治局会议等一系列事件均可能对债市产生重大冲击，而在这些问题得到明确前，利率中枢可能仍将维持窄幅震荡。

❖ **风险提示：**宏观经济不及预期，出现严重信用事件，政策变化不及预期。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部
报告类别 | 宏观周报
报告时间 | 2019/7/28

📄 分析师

邓利军
证书编号：S1100517110001
021-68595193
denglijun@cczq.com

📄 联系人

邵兴宇
证书编号：S1100117070008
010-66495651
shaoxingyu@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、追溯拾贝（六十八）：去库存过程继续延续	4
二、高频数据跟踪.....	4
2.1 上游.....	4
2.1.1 原油.....	4
2.1.2 煤炭.....	5
2.2 中游.....	5
2.2.1 钢材水泥.....	5
2.2.2 有色金属.....	6
2.3 下游.....	6
2.3.1 房地产	6
2.3.2 农产品	7
三、流动性观测	7
3.1 货币市场流动性.....	7
3.2 利率市场走势	8
3.3 海外市场.....	8
风险提示	10

图表目录

图 1:	原油库存.....	5
图 2:	原油期货结算价格.....	5
图 3:	六大发电集团日均耗煤.....	5
图 4:	煤炭库存情况.....	5
图 5:	螺纹钢库存及现货价格.....	6
图 6:	水泥价格.....	6
图 7:	LME 铝库存及价格.....	6
图 8:	LME 铜库存及价格.....	6
图 9:	30 大中城市商品房成交面积.....	7
图 10:	100 大中城市土地成交面积及总价.....	7
图 11:	猪肉价格.....	7
图 12:	农产品批发价格 200 指数.....	7
图 13:	央行货币投放情况.....	8
图 14:	中期借贷便利.....	8
图 15:	AA-AAA 信用利差(单位: BP).....	8
图 16:	1Y、10Y 国债收益率与期限利差(单位: %).....	8
图 17:	人民币汇率及美元指数.....	9
图 18:	中美利差.....	9

一、追溯拾贝（六十八）：去库存过程继续延续

近期公布数据显示，1-6月规模以上工业企业产成品存货累计同比较1-5月下行0.6个百分点至3.5%，显然仍处于去库存阶段。我们认为，就目前可见的情况看，自一季度以来PMI指数长时间呈现生产强于需求的结构特征，而6月份原材料库存和产成品库存指数反而较年初稍有走高，这无疑会导致去库存周期被进一步拉长。而从历史上看，价格指数保持对库存周期六个月左右领先滞后关系，考虑到目前上游工业品价格持续下行趋势延续，我们认为库存周期去化过程仍将延续相当长一段时间。目前看，PPI指数已经回落至0，距离进入通缩仅一步之遥，再考虑三季度PPI本身基数有所抬高，在地产投资趋弱的情况下，PPI在三季度大概率仍将继续下行，由此带来的企业利润压力或将逐步显现。而从结构上讲，目前宏观数据显示上游投资及产出情况均略好于下游，同时微观上部分工业原料价格在供给收缩影响下亦保持一定价格韧性，这种情况短时间内或也将延续。

二、高频数据跟踪

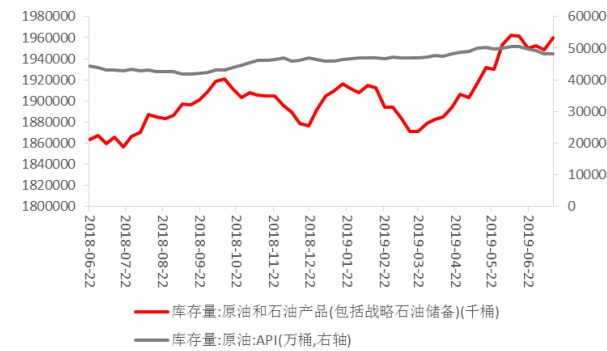
2.1 上游

2.1.1 原油

美国方面原油库存上行，供给端看，致美国页岩油产量增速进一步放缓，已经有数家页岩油服务商采取措施，闲置更多的设备，同时中东地区政治压力持续，沙特原油开始避开霍尔木兹海峡，但需求端看，美欧PMI数据再度大幅逊于预期，同时IMF再次调降了对2019年和2020年世界经济增长的预期，预计2019年全球经济增长3.2%，2020年回升至3.5%，原油价格走弱，短期内仍需关注美国方面货币政策态度可能对全球大宗商品价格造成的冲击。

库存方面，本周EIA原油库存为196004.70万桶，较上周上升1165.90万桶，API原油库存为48179.50万桶，较上周下降140.00万桶；价格方面，本周布伦特原油价格为62.47美元/桶，较上周下降6.37%，WTI原油价格为55.63美元/桶，较上周下降7.61%。

图 1：原油库存



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 2：原油期货结算价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.1.2 煤炭

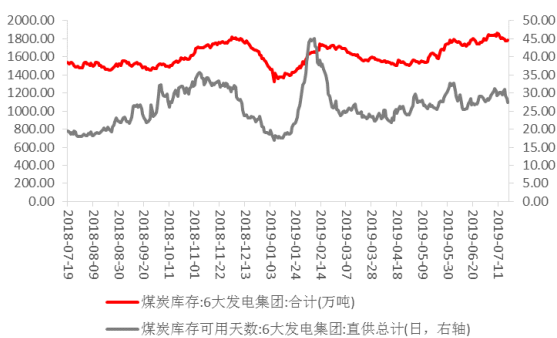
库存方面，本周六大发电集团煤炭库存为 1782.07 万吨，较上周上升 5.87 万吨，煤炭库存可用天数为 27.36 天，较上周下降 1.05 天；耗煤方面，本周六大发电集团日均耗煤为 65.14 万吨，较上周上升 3.78 万吨。

图 3：六大发电集团日均耗煤



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 4：煤炭库存情况



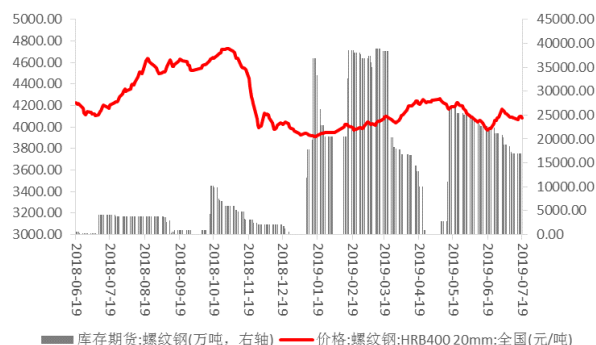
资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.2 中游

2.2.1 钢材水泥

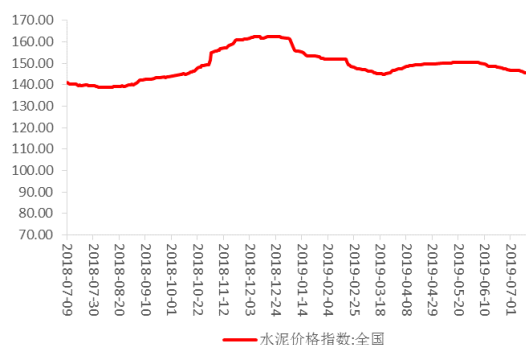
本周螺纹钢库存为 15510.00 万吨，较上周下降 1486.00 万吨，螺纹钢价格为 4081.00 元/吨，较上周下降 0.37%；水泥价格为 144.76，较上周下降 0.55%。

图 5：螺纹钢库存及现货价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 6：水泥价格

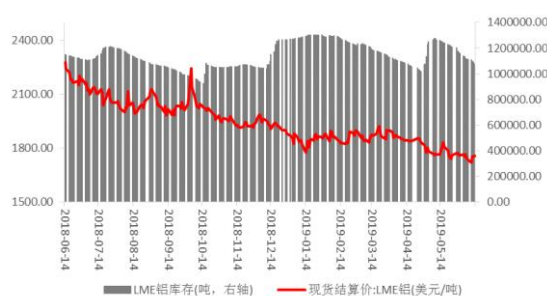


资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.2.2 有色金属

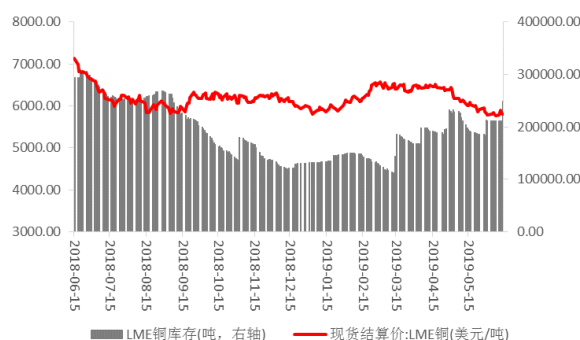
本周 LME 铝库存为 107.58 万吨，较上周下降 3.84 万吨，LME 铝现货价格为 1756.00 美元/吨，较上周上升 0.77%；本周 LME 铜库存为 24.86 万吨，较上周上升 3.69 万吨，LME 铜现货价格为 5797.50 美元/吨，较上周下降 0.13%。

图 7：LME 铝库存及价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 8：LME 铜库存及价格



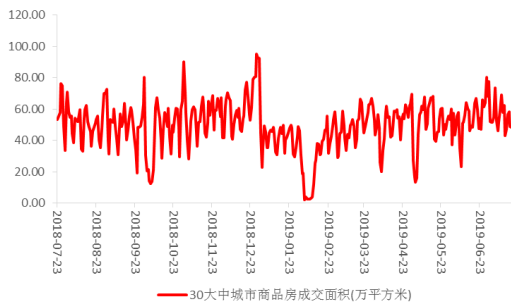
资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.3 下游

2.3.1 房地产

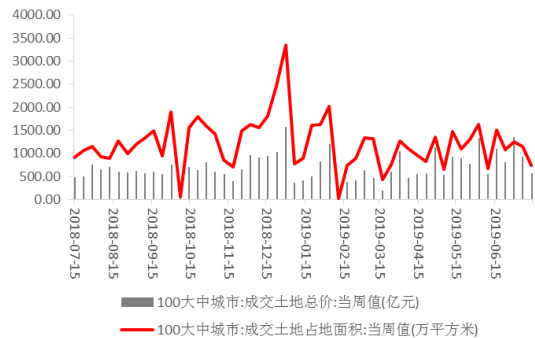
本周 30 大中城市销售面积总计为 308.54 万平方米,较上周下降 46.57 万平方米,土地方面,本周百大城市土地成交面积为 739.99 万平方米,较上周下降 410.87 万平方米,土地成交总价为 564.37 亿元,较上周下降 351.61 亿元。

图 9： 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 10： 100 大中城市土地成交面积及总价

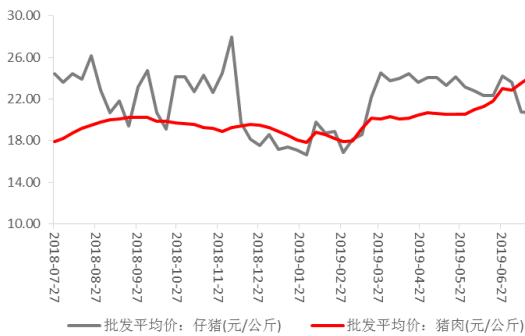


资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.3.2 农产品

猪肉批发平均价为 24.15 元/公斤，较上周上升 0.60 元/公斤；前海农产品价格指数为 124.97，较上周上升 11.19。

图 11： 猪肉价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 12： 农产品批发价格 200 指数



资料来源：通联数据，川财证券研究所

三、流动性观测

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_11194

