

包商冲击波

报告摘要

1、工业生产延续低迷，国际贸易活跃度继续修复。波罗的海干散货指数显示，国际贸易活跃度从4月开始持续修复，对于中国出口在短期内保持韧性是个积极信号。从去年经验来看，PMI出口指数的下挫（9月开始）约领先出口季调同比2个月。因此，5月PMI出口订单显著走低未必意味着5月当月出口数据就会很难看。我们5月草根调研了解到：1）对美3000亿美元商品抢出口，2）对美2000亿美元清单内的高附加值产品受影响暂时较小，3）伊斯兰教斋月临近结束，相关国家进口需求季节性上升。

2、包商银行事件及随之而来的银行打破刚兑预期，短期会加剧金融体系的“流动性分层”，使得6月央行通过定向降准、SLF等方式维稳流动性的必要性增强（在周日晚间央行专访中得到印证）。中长期来看，银行打破刚兑是金融供给侧改革的一个层面，在防范金融风险的同时，又将遏制住一类风险偏好较高的金融供给方。不过，也要看到，目前普惠金融做得比较好的更多是大行和股份行，中小银行反映在资金利率、不良控制等方面缺乏竞争力，加之目前中小企业融资需求也比较有限，当前经济环境下银行破刚兑也并不会大举推进。因此，我们认为本次包商银行事件并不会对宽信用产生太大冲击。

3、下半年债券市场或有趋势性机会：1）经济企稳缺乏内生动能，刺激政策回旋余地减弱。一季度中国经济“弱企稳”的代价是宏观杠杆率再创新高。这凸显出在经济刺激的同时，生产率增长并未改善，加码刺激只会与高质量发展的目标渐行渐远。**2）中美冲突加剧后，对企业信心造成挫伤。**4月工业企业利润下滑、企业主动去库存、去杠杆，5月PMI生产经营活动预期走低，都体现企业信心亟待提振，制造业投资回升难度增大。**3）美联储降息可能性增大，国内货币宽松的确定性较强。**目前联邦基金利率期货已经隐含了美联储到2020年底降息4次的预期，时点分别是2019年9月、12月及2020年3月、11月。

4、人民币汇率短期内仍承压，保7不是必选项。6月央行定向降准等货币宽松加码的可能性较大，对人民币汇率构成压力；商务部宣布中国将建立不可靠实体清单制度，近期中美冲突缓和的可能性降低，也不利于人民币汇率预期的稳定。周五周小川接受采访时表示，“7”不见得要当作是汇率的底线，中国依然坚持以市场供求为基础的汇率决定机制。我们认为，今年以来，局势纷繁变幻之下，美元指数也只是在98附近震荡，并未获得进一步上冲的动能，因此市场热议的人民币保“7”之战未必就会马上开打。即便开打，考虑到当前央行对人民币汇率的掌控力已经大为增强，跨境资本流动形势也比较平稳，人民币汇率破“7”也未必就会造成超调。对此多些讨论和评估是有益的。

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：油价暴跌.....	4
1、工业生产保持低迷，出口短期或有支撑.....	4
2、油价暴跌，钢材需求边际走弱.....	5
3、土拍市场降温，房地产调控仍紧.....	5
4、食品价格温和走低，后续隐患仍多.....	6
二、金融市场：包商冲击波.....	7
1、货币市场：央妈呵护，流动性上演“过山车”.....	7
2、债券市场：下半年或迎趋势性机会.....	8
3、人民币汇率：短期内仍承压，保“7”非必选项.....	9

图表目录

图表 1：本周发电煤耗量继续显著弱于去年同期.....	4
图表 2：本周南华工业品指数高位小幅回落.....	4
图表 3：本周波罗的海干散货指数继续回升.....	4
图表 4：5 月制造业 PMI 出口和就业分项恶化.....	4
图表 5：本周原油价格暴跌.....	5
图表 6：本周铁矿石价格高位略有回落.....	5
图表 7：本周全国高炉开工率继续上扬.....	5
图表 8：本周钢材社会库存降幅放缓.....	5
图表 9：30 大中城市商品房成交不温不火.....	6
图表 10：本周 100 城土地供应面积下挫.....	6
图表 11：本周农产品批发价格指数温和下降.....	6
图表 12：本周水果价格涨幅收窄.....	6
图表 13：本周公开市场净投放资金 4300 亿.....	8
图表 14：本周货币市场利率先升后降.....	8
图表 15：2018 年降准置换 MLF 形成对中小银行的资金净投放.....	8
图表 16：2018 年后中小银行转变为资金融出方.....	8
图表 17：2018 年下半年以来流动性分层得到缓解.....	8
图表 18：6 月是同业存单的到期高峰.....	8
图表 19：本周国债收益率小幅下行.....	9
图表 20：一季度中国宏观杠杆率显著上扬.....	9

图表 21：本周在岸人民币汇率稳定在 6.9 一线	10
图表 22：本周 CFETS 人民币指数小幅回升	10
图表 23：近 3 周逆周期因子都以平抑贬值为主	10

一、实体经济：油价暴跌

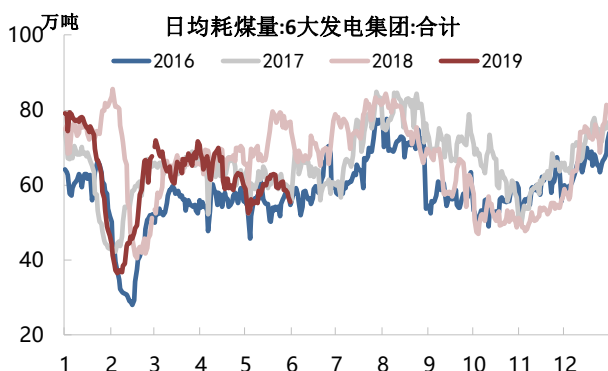
1、工业生产保持低迷，出口短期或有支撑

本周工业生产延续低迷，工业品价格高位震荡，国际贸易活跃度继续修复。本周六大发电集团日均煤耗量依然明显低于去年同期，同比跌幅超过20%，工业生产低迷（图表1）。本周南华工业品指数高位有所走低，工业原材料价格仍处高位，房地产施工和基建项目可能是主要需求来源（图表2）。波罗的海干散货指数进一步回升2.8%，该指标显示的国际贸易活跃度从4月开始持续修复，对于中国出口在短期内保持韧性是个积极信号。

5月统计局制造业PMI再度跌破荣枯线，突出表现为出口新订单指数显著走低，以及就业指数进一步下探，体现外需和就业压力增大。从去年经验来看，PMI出口指数的下挫（9月开始）约领先了出口季调同比2个月。因此，5月PMI出口订单恶化未必意味着5月出口数据就会很难看。从我们草根调研了解的情况来看，5月中国出口受到三方面因素支撑，似乎并未明显恶化：1）对美3000亿美元商品抢出口；2）对美2000亿美元清单内的高附加值产品受影响暂时较小；3）伊斯兰教斋月临近结束，引起相关国家进口需求季节性上升。

图表 1：本周发电煤耗量继续显著弱于去年同期

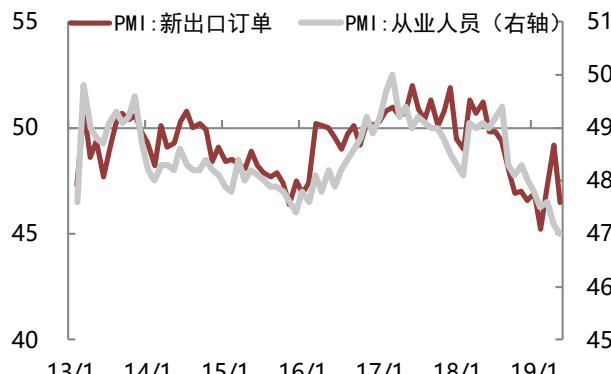
图表 2：本周南华工业品指数高位小幅回落



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：本周波罗的海干散货指数继续回升

图表 4：5月制造业 PMI 出口和就业分项恶化



来源：Wind，莫尼塔研究

2、油价暴跌，钢材需求边际走弱

原油价格暴跌，本周WTI油价下跌8.8%，至53.5美元/桶，布伦特油价下跌6.1%，至64.5美元/桶（图表5），主要受全球避险情绪升温的影响。本周全球避险情绪高涨：1）10年美债收益率下行至2.14%，创2017年9月以来新低；2）主要国家股指悉数下挫，标普500累跌2.62%；3）摩根大通、巴克莱预计美联储年内降息。目前联邦基金利率期货隐含的市场预期已转变为，美联储将于2019年9月、12月及2020年3月、11月分别降息25bp。北京时间周五傍晚，华尔街日报报道，美国将推迟对伊朗石化产业新的、更严厉制裁，以缓解地区紧张局势。受此影响，油价走弱或将延续。

南华螺纹钢指数高位下跌3.6%，铁矿石指数高位略降0.7%，成本端仍然是钢价的重要支撑力量（图表6）。本周全国高炉开工率进一步上扬至71.7%，与去年同期水平相当。最近一个月，高炉开工率相比去年同期已不再偏高，显示5月钢材生产有所放缓（图表7）。从主要钢材社会库存的降幅来看，也较此前有所放缓（图表8）。这意味着，5月钢材需求或已出现边际走弱。

图表 5：本周原油价格暴跌



图表 6：本周铁矿石价格高位略有回落

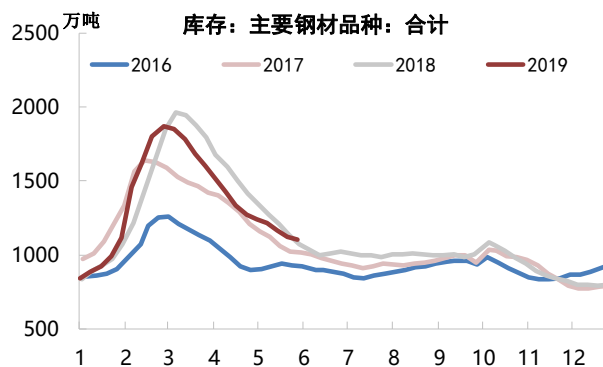


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：本周全国高炉开工率继续上扬



图表 8：本周钢材社会库存降幅放缓



来源：Wind，莫尼塔研究

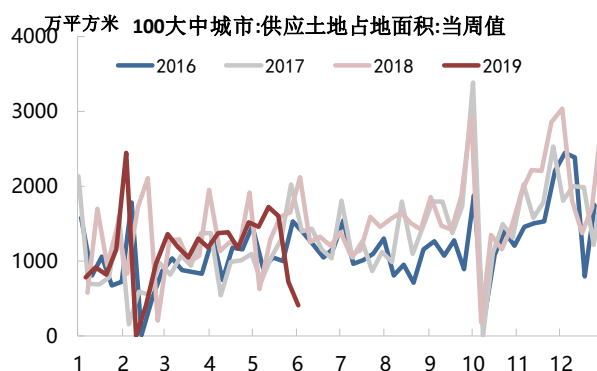
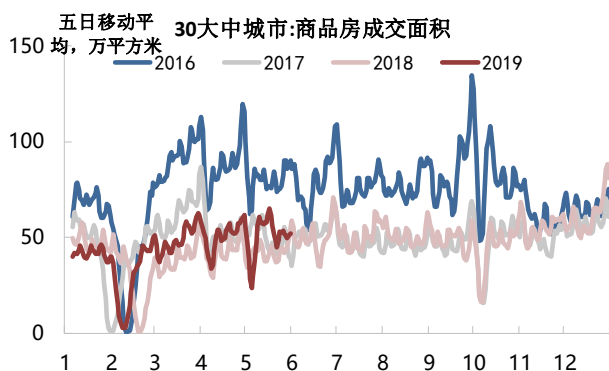
3、土拍市场降温，房地产调控仍紧

本周全国30大中城市商品房日均成交面积保持同比略增的状态，大中城市房地产销售不温不火（图表9）。100个大中城市土地供应面积连续第二周大幅下滑，土地溢价率也继续走低，反映土拍市场出现明显降温（图表10）。本周21世纪经济报道从数位接近监管的人士处获悉，中央注意到一些拿地激进的“地王”，央行与证监会将在住建部指导下，收紧部分房企公开市场融资的渠道，包

括债券及ABS产品。土地市场降温，不利于地方政府性基金收入，会对积极财政政策的力度构成牵制。澎湃新闻报道，苏州坚决控制房价上涨，全年房价涨幅目标必须控制在5%以内，若苏州楼市的几大指标得不到控制，7月后调控会即刻加码。人民日报海外版指出，“因城施策”绝不是“因城放松”，中国不会靠炒房拉动经济。上述新闻都流露出房地产调控不会放松的政策信号。

图表 9：30 大中城市商品房成交不温不火

图表 10：本周 100 城土地供应面积下挫



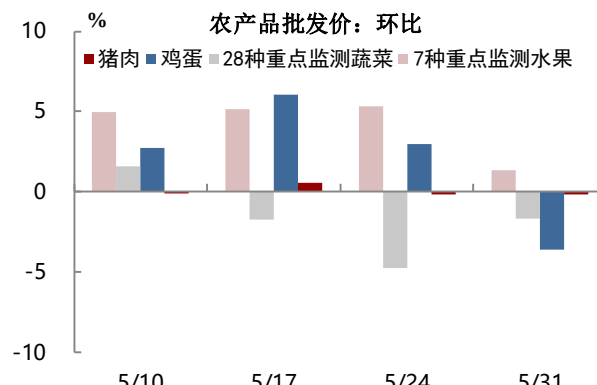
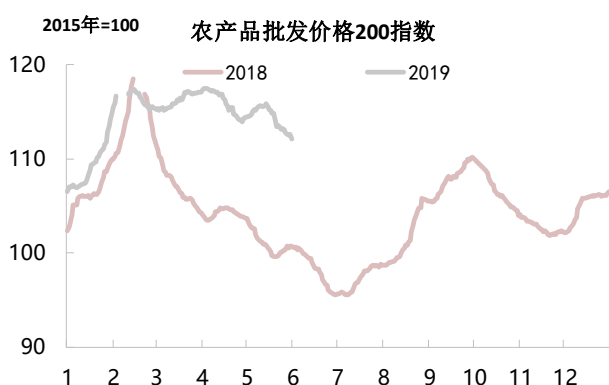
来源：Wind，莫尼塔研究

4、食品价格温和走低，后续隐患仍多

本周农产品批发价格指数温和走低，仍大幅高于去年同期（图表11）。分项来看，鸡蛋价格环比明显回落，蔬菜价格继续走低，水果价格涨幅收敛，猪肉价格保持稳定（图表12）。**不过，后续食品价格上涨隐患依然较多：**非洲猪瘟造成猪肉供给缺口；草地贪夜蛾入侵并向华北玉米主产区蔓延，可能对玉米产量造成冲击；气象年景中等偏差，可能出现的“南涝北旱”也将推升食品价格。好在近期原油价格下跌、全球经济展露疲态的情况下，油价走低可能对食品价格上涨形成对冲。加之国家统计局下调了猪肉在CPI的权重占比（随着猪价上涨，猪肉消费需求随之下降，下调权重也有其合理性）。CPI对货币政策的掣肘需要关注，但目前看来尚且可控。

图表 11：本周农产品批发价格指数温和下降

图表 12：本周水果价格涨幅收窄



来源：Wind，莫尼塔研究

二、金融市场：包商冲击波

1、货币市场：央妈呵护，流动性上演“过山车”

本周央行开展公开市场操作5300亿，实现资金净投放4300亿（图表13）。其主要用意是，平复包商银行被接管事件所导致的流动性恐慌。上周末央行、银保监会称对包商银行5000万元以上对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，市场解读称此举释放出银行同业负债打破刚兑的信号。这引起本周同业存单发行难度加大，发行成功率从上周的85%下降到本周的59%，AA+以下等级的成功率更是下降到20%以下。对流动性冲击的担忧，导致周一国债期货大跌0.52%，周二R007利率上行突破利率走廊上限（7天SLF利率）。但随后几天，随着央行公开市场操作放量，央行宣布成立注册资本100亿元的存款保险基金，以及在债券市场上的维稳操作，从周二下午开始，流动性紧张状况大幅好转，国债期货收回此前跌幅，货币市场利率回到低位（图表14）。

包商银行事件及随之而来的银行破刚兑预期，短期可能加剧金融体系的“流动性分层”，使得6月央行通过定向降准、SLF等方式维稳流动性的必要性增强。目前，中国货币投放机制的一个突出特点是，以央行主动投放为起点，“自上而下”地派生货币。在此过程中，就形成了“流动性分层”：大型商业银行是最靠近“水龙头”的，能够更多获得央行MLF、公开市场操作等投放，进而成为货币市场的资金净融出方；其次是中小型银行（农商、城商行），由于存款基础相对薄弱、获得央行资金投放的渠道也相对较少，需要依靠发行同业存单等方式从银行间市场融入资金；最底层是非银金融机构，高度依赖于银行间市场的资金融入。

2018年以来，在金融监管收紧的情况下，央行通过定向降准等方式保持流动性宽松，两次降准置换MLF的操作也促成了对中小银行的资金净投放（图表15）。得益于此，中小银行也开始在银行间市场扮演资金净融出的角色，流动性分层得到一定程度的弱化（图表16、图表17）。此番受银行打破刚兑预期影响，部分中小银行可能由于同业存单发行受阻而出现流动性紧张。这会造成流动性重新集聚在最上层的大型银行，也会进一步加剧下层非银金融机构的流动性紧张状况。因此，考虑到6月是同业存单的一个到期高峰（图表18）、也是半年考核时点，要避免形成货币市场流动性冲击（进而打击债券市场和信用派生），最可能的应对方式是，针对中小银行这一层再度定向降准，并通过SLF操作满足短期资金调剂需求。

周日晚间，央行接受金融时报专访指出，人民银行对6月份影响流动性的各类因素已作了全面估计和充分准备，将根据市场资金供求情况灵活开展公开市场逆回购和中期借贷便利操作，6月17日第二次实施对中小银行实行较低存款准备金率政策还将释放约1000亿元长期资金，有效充实中小

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_12223

