

国内宏观周报

运用“存款准备金工具”，等于短期要降准吗？

■ 核心摘要

1、本周资本市场关注度较高的宏观事件：1) 8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。这释放出“稳信用”的政策信号，但在中小企业和制造业等经济薄弱环节信贷增速已处高位，而房企融资和财政纪律约束都没有放松的情况下，信贷恢复速度尚需观察。2) 8 月 24 日媒体报道监管机构指导大行理财产品估值方法调整。相关政策可能让原先可以使用成本法估值的永续债、二级资本债、PPN 和私募债等品种在一级和二级市场认可度下降，中小银行补充资本金或更加困难，也对城投、地产等 PPN 的发行主体融资带来负面影响。3) 六部委召开金融支持乡村振兴电视电话会议。尽管我们认为由于地方债发行提速、年内还有 3.05 万亿 MLF 到期、金融向实体让利后需降低它们的综合负债成本等原因，年内还有降准的必要性和可能性。但对比央行官网通稿和央视网报道来看，央行通稿里的“运用存款准备金”，可能是指继续对相关金融机构执行优惠的存款准备金，而不是暗示近期因为支持乡村振兴而降准。

2、黑色商品大涨。本周全国高炉开工率较上周小幅提高，螺纹钢产量和表观需求都连续三周回升。本周汽车轮胎开工率出现分化，全钢胎开工率大幅回落、半钢胎开工率小幅回升，国内汽车产业链依然面临缺芯的限制。本周石油沥青装置开工率小幅回升，符合季节性回升规律，但仍明显低于往年同期，专项债发行提速后对道路工程等基建项目投资的拉动尚未明显体现。本周黑色大宗大幅上涨，其中南华焦煤指数、焦炭指数分别上涨 12.7%和 11.8%，关闭甘其毛都蒙煤进口口岸两周和国内焦炭限产范围扩大是触发因素。前期超跌反弹和钢厂补库预期推动本周南华铁矿石指数环比上涨 8.0%。

3、土地供应有所恢复。本周 30 城商品房日均销售面积环比增加 1.3%，符合季节性销售回暖的规律。上周百城土地供应面积环比增加 62.1%，主要是因低基数，受多地集中供地延期影响，目前百城土地供应面积只有前两年同期的六成。7 月末至今已有 10 余个热门城市延期集中供地，预计将从 9 月初开始陆续恢复供应，届时对土地成交会有提振。

4、本周 A 股周期与成长风格均衡上涨，债券短端利率明显抬升，人民币汇率升值。货币市场，在地方债发行、临近月末等因素的影响下，尽管周三到周五央行均通过逆回购投放资金 500 亿，周五又通过国库现金管理商业银行定期存款投放 700 亿，但本周资金面仍有所收紧。**股票市场**，宽信用预期、黑色商品反弹和中美经贸关系出现积极信号，推动本周 A 股主要股指多数上涨。从市场风格看，本周 A 股呈现周期、成长均衡上涨之势。**债券市场**，央行召开货币信贷形势分析座谈会、大行及理财子理财产品估值方法调整、市场降准预期再起，导致市场波动，股票和黑色大宗等风险资产上涨也给债市带来利空，我们认为后续需要警惕经济和货币政策预期差带来债市回调的风险。**外汇市场**，美国德尔塔病毒扩散和鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会发言偏鸽派，本周美元兑多数货币贬值（下跌集中在周一和周五），美元指数周环比下跌 0.81%。本周在岸人民币兑美元升值 0.31%、离岸人民币兑美元升值 0.19%，中美经贸关系出现积极信号、北向资金净流入 180.0 亿创近 9 周新高，都支撑人民币本周升值。

风险提示：经济下滑速度超预期，国内疫情继续扩散，地缘政治冲突升级。

一、实体经济：运用“存款准备金工具”，等于短期要降准吗？

1.1 六部委召开金融支持乡村振兴电视电话会议

本周市场关注度高的宏观事件包括：

1) 8月23日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。会议指出要加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，促进实际贷款利率下行。从票据利率看，实体融资需求7月开始明显收缩。在不及预期的7月经济数据公布当日（8月16日），国常会指出“要针对经济运行新情况加强跨周期调节”、“各地区各部门要密切跟踪经济形势变化，优化政策组合”，这是本月召开第三次货币信贷形势分析座谈会的背景。疫情后制造业、小微企业等薄弱环节一直获信贷政策的定向支持，如今年二季度末本外币工业中长期贷款余额同比增长25.8%、人民币普惠金融领域贷款余额同比增长25.5%。但针对房地产融资和隐性债务的监管持续收紧，今年二季度末人民币房地产贷款余额同比增长9.5%。经济内生性放缓和结构性紧信用，是实体融资需求收缩的两个触发因素。我们认为，在经济薄弱环节信贷增速已处高位，而房企融资和财政纪律约束都没有放松的情况下，信贷恢复速度尚需观察。

2) 8月24日媒体报道监管机构指导大行理财产品估值方法调整。主要内容一是2021年后不得再存续或新发以摊余成本法计量的定期开放式理财产品；二是除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（除现金管理产品）自2021年9月1日之后新增直接或间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于今年10月底前完成整改。目前按成本法估值的理财产品，规模在5万亿-7万亿，监管机构对成本法估值银行理财的管控主要基于两个原因：一是推动理财产品净值化转型；二是防范理财市场出现持续扩散的流动性风险。相关政策可能让原先可以使用成本法估值的永续债、二级资本债、PPN和私募债等品种在一级和二级市场认可度下降，中小银行补充资本金或更加困难，也对城投、地产等PPN的发行主体融资带来负面影响。目前距离资管新规过渡期剩余4个月左右，加之理财产品估值方法调整现在只适用于六家国有大行及其理财子，尚未在全行业推进，若全面推进其它商业银行和理财子面临的整改期更短，需要防范整改可能带来的市场调整风险。

3) 六部委召开金融支持乡村振兴电视电话会议。8月26日央行网站发布通稿，称近日中国人民银行、农业农村部等六部委联合召开“金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴电视电话会议”。会议指出运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持，做好金融机构服务乡村振兴考核评估工作。通稿发布后，市场上降准预期再度升温。尽管我们认为由于地方债发行提速、年内还有3.05万亿MLF到期、金融向实体让利后需降低它们的综合负债成本等原因，年内还有降准的必要性和可能性。但从这次电视电话会议预期短期将降准支持乡村振兴，可能过于乐观。8月24日央视网已报导了这次电视电话会议，这次报导的内容是“中国人民银行副行长潘功胜：人民银行分支行要加大支农、支小再贷款、再贴现等货币政策工具的运用，继续对机构法人在县域且业务在县域的金融机构执行优惠的存款准备金”。对比来看，央行官网通稿里的“运用存款准备金”，可能是指继续对相关金融机构执行优惠的存款准备金，而不是暗示近期要降准。而根据7月降准后的央行答记者问，部分县域法人金融机构已执行5%的存款准备金率，已经是最低的，保持在这一低水平有利于金融机构兼顾支持实体经济和自身稳健经营，因此排除在7月降准之外。所以我们认为，短期因乡村振兴而对相关金融机构定向降准的可能性不大。

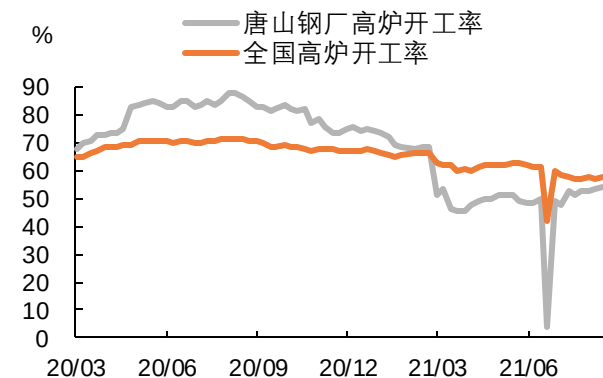
1.2 黑色商品大涨

本周生产指标多数回暖。全国高炉开工率为57.3%，较上周的57.2%小幅提高；唐山高炉开工率为54.0%，较上周的53.2%继续改善，这也是唐山高炉开工率连续第四周回升（图表1）。本周螺纹钢社会库存788.6万吨，较上周环比下降0.6%，延续去库存（图表2）。这主要是因螺纹钢需求量继续大于产量：本周螺纹钢表观需求环比增加2.3万吨，至339.7万吨，疫情好转叠加旺季来临，螺纹钢表观需求连续三周回升；本周螺纹钢产量环比增加2.7万吨，至327.4万吨，部分区域限电缓解，电炉复产带动螺纹钢产量连续三周环比增加。本周汽车轮胎开工率出现分化，全钢胎开工率从61.3%大幅回落到55.9%，半钢胎开工率从57.3%小幅回升到57.7%（图表3）。海外疫情再起，加剧国内汽车产业链的芯片供应压力。本周石油沥青装置开工率从40.6%回升到42.5%（图表4），符合季节性回升规律，但仍明显低于往年同期（前三年同期均值为49.7%），专项债发行提速后对道路工程等基建项目投资的拉动尚未有明显体现。

本周黑色大宗大幅上涨。本周南华工业品指数环比上涨 4.8%，其中南华黑色指数环比大涨 6.8%。主要黑色大宗里，焦煤涨幅最大，南华焦煤指数环比上涨 12.7%，焦炭指数环比涨幅也有 11.8%，动力煤指数环比上涨 7.9%（图表 5）。供应方面，一是蒙古国受德尔塔变异病毒冲击，上周末传出中国将关闭甘其毛都口岸两周，周一开盘后双焦活跃合约期货价格即接近涨停；二是国内焦企限产范围进一步扩大，个别地区焦企已全部落实限产，部分焦企限产预期增强，加剧供给压力。需求方面，钢厂厂内焦炭库存偏低，补库意愿积极。展望后市需要关注的风险，一是受限产影响钢厂需求回落，二是进口焦煤供应逐步恢复。

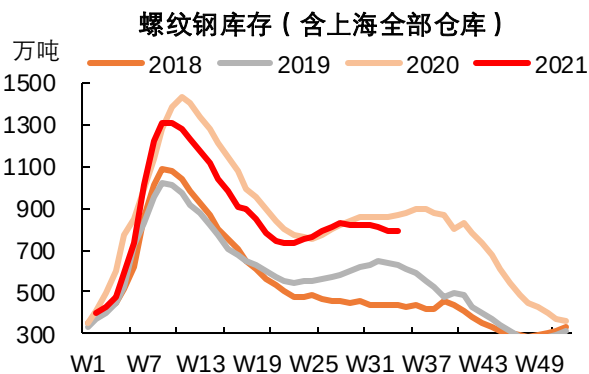
铁矿石止跌反弹。在经历前期大跌后，铁矿石期货价格上周五见底，本周二到周五连续四个交易日上涨，南华铁矿石指数周涨幅达到了 8.0%（图表 6）。本周 45 港铁矿石到港总量 2342.5 万吨，环比减少 204.2 万吨。但由于钢厂补库不足，45 港进口铁矿库存环比增加 125.1 万吨，至 12920.9 万吨，港口库存已连续两周累库。本周铁矿石价格上涨，一方面是因前期大跌，铁矿石活跃期货合约价 7 月中旬至上周五的低点大跌了 41.9%，有市场情绪助跌的推动，存在反弹基础；另一方面是因当前钢厂铁矿石库存处于低位，市场预期旺季来临后，钢厂的补库需求将增加。我们认为铁矿石价格短期仍有上涨动能，关注需求端的变化。本周南华螺纹钢指数环比上涨 2.4%，铁矿石和焦炭这两种主要原料价格大涨，并未向成材价格明显传导，主要是因需求预期较弱，以及当前钢厂利润仍较丰厚。

图表1 本周全国和唐山的高炉开工率均回升



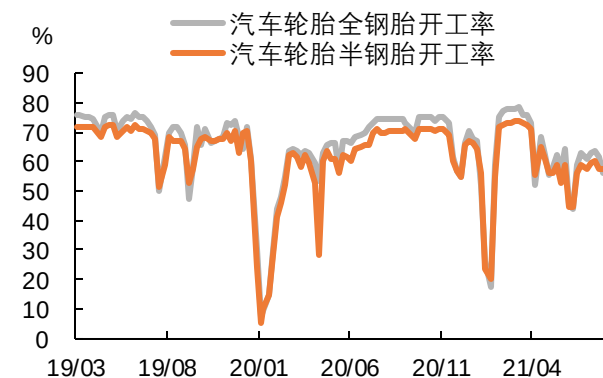
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 本周螺纹钢库存继续去化



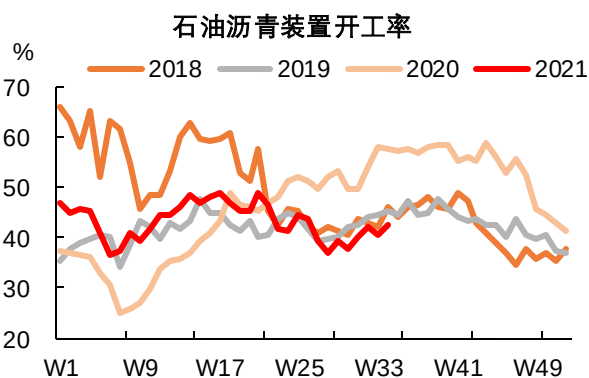
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 本周的全钢胎开工率回落、半钢胎开工率回升



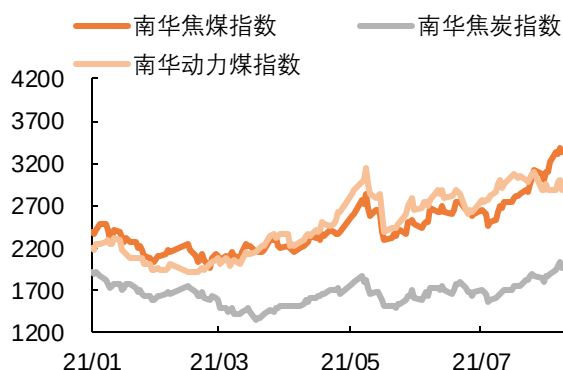
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 本周石油沥青装置开工率回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周动力煤、焦煤和焦炭价格都大涨



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周铁矿石价格大涨, 螺纹钢价格也出现上涨

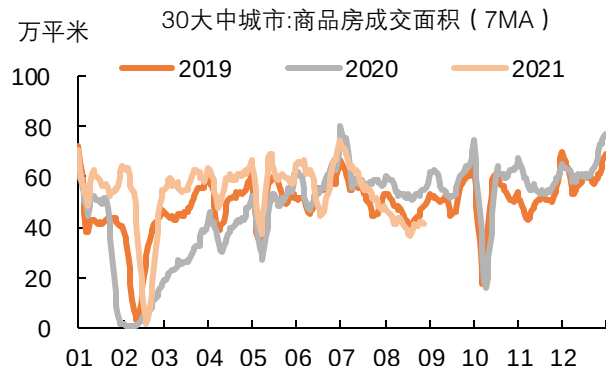


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 土地供应有所恢复

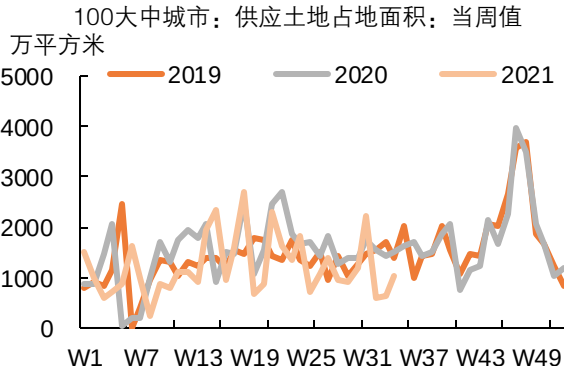
本周商品房销售面积小幅回暖, 百城土地市场供应有所恢复。本周 30 城商品房日均销售面积环比增加 1.3%, 符合季节性销售回暖的规律, 但仍明显低于 2019 年和 2020 年的同期水平 (图表 7)。上周百城土地供应面积环比增加 62.1%, 主要是因低基数, 受多地集中供地延期影响, 目前百城土地供应面积只有前两年同期的六成 (图表 8); 百城土地成交面积环比减少 15.9% (图表 9); 百城土地成交溢价率环比提高 1.1 个百分点 (图表 10)。7 月末至今已有 10 余个热门城市延期集中供地, 预计将从 9 月初开始陆续恢复供应, 届时对土地成交会有提振。

图表7 本周 30 城商品房成交面积环比增加 1.3%



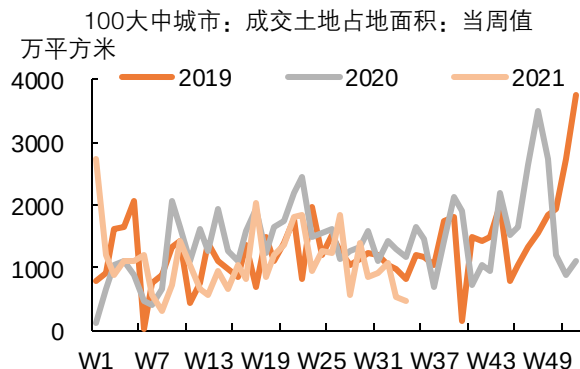
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 上周百城土地供应面积环比增加 62.1%



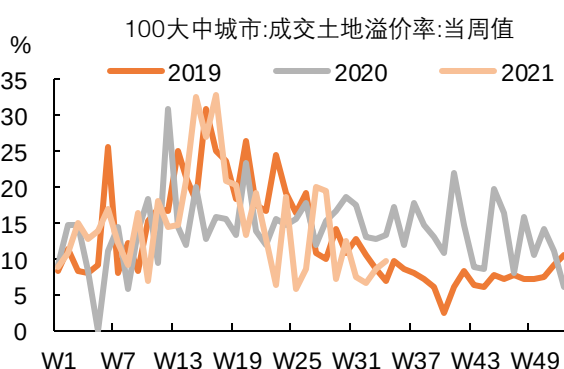
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 上周百城土地成交面积环比减少 15.9%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 上周百城土地成交溢价率环比提高 1.1%

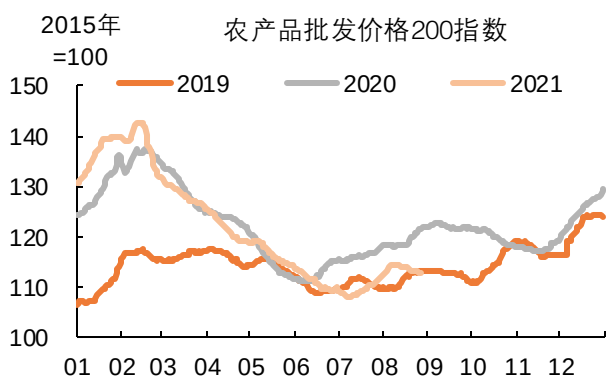


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.4 主要农产品批发价均下跌

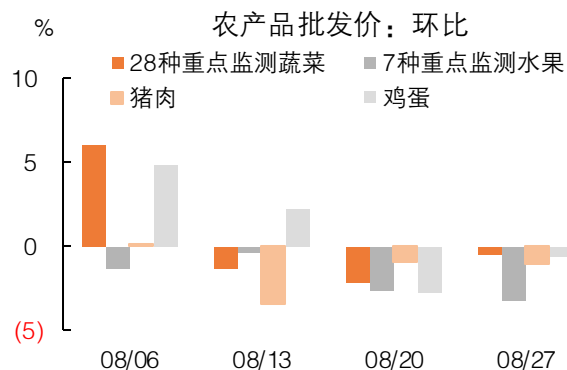
本周主要农产品批发价都出现下跌。本周农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.4%，已连续第三周回落（图表 11）。本周主要农产品批发价较上周都出现下跌，其中全国猪肉批发价格环比下跌 1.1%，本周四 20.89 元/公斤的批发价再创新低，由于生猪仍供过于求，猪肉下跌压力尚未释放完毕；水果批发价环比下降 3.3%，跌幅进一步扩大；蔬菜批发价环比下跌 0.4%；鸡蛋批发价环比下跌 0.7%，8 月中旬高点至今已连续两周降价，不过考虑到目前蛋鸡存栏处于低位，加之中秋和国庆消费旺季来临，鸡蛋价格仍有上涨压力。

图表 11 本周农产品批发价格指数延续下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 12 本周主要农产品批发价都出现下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

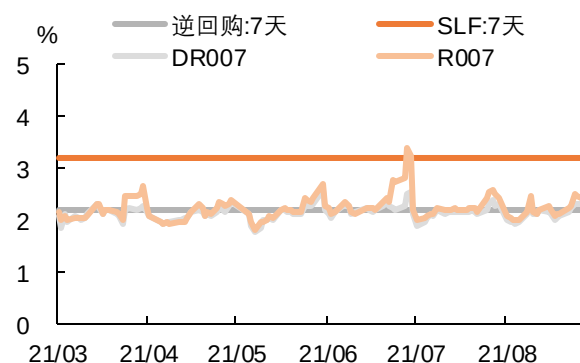
二、 金融市场：资金面有所收紧，短端利率明显抬升

2.1 货币市场：资金面有所收紧

本周资金面有所收紧。在地方债发行、临近月末等因素的影响下，本周资金面有所收紧。周三到周五三个交易日，央行均通过逆回购投放资金 500 亿，周五又通过国库现金管理商业银行定期存款投放 700 亿。但资金面仍较上周有所收紧，DR007 和 R007 周五分别收于 2.33%、2.42%，较上周五分别上行 24.42bp、28.38bp（图表 13）。本周股份行一年期同业存单发行利率周四一度降到 2.18% 的低位，周五收于 2.69%，较上周五上行 1.42bp（图表 14）。

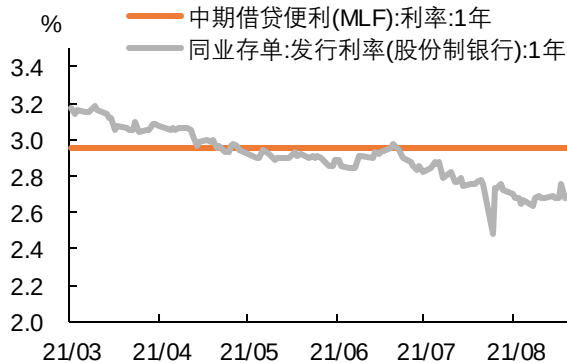
周五媒体报道监管机构受理了首批 6 只存单指数基金的材料。我们认为尽管存单指数基金和货基一样可以享受免税，但存单利率变化，会让存单指数基金的净值波动大于货币基金，新产品甚至有破净的可能。银行等低风险偏好的机构客户、个人客户，对存单指数基金的认可度可能不如货币基金，关注后续这一类产品的发行和投资细则。

图表 13 本周资金面明显收紧



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 14 除周四外，本周同业存单发行利率整体上行

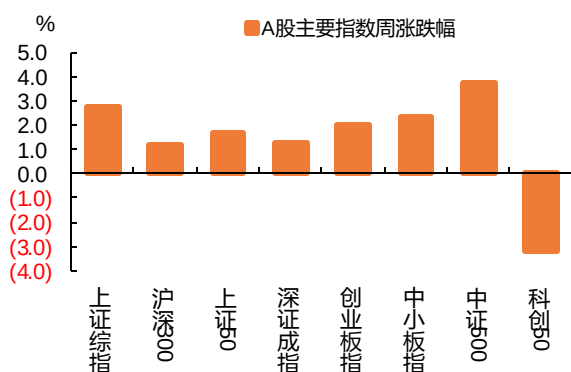


资料来源:wind, 平安证券研究所

2.2 股票市场：周期成长均衡上涨

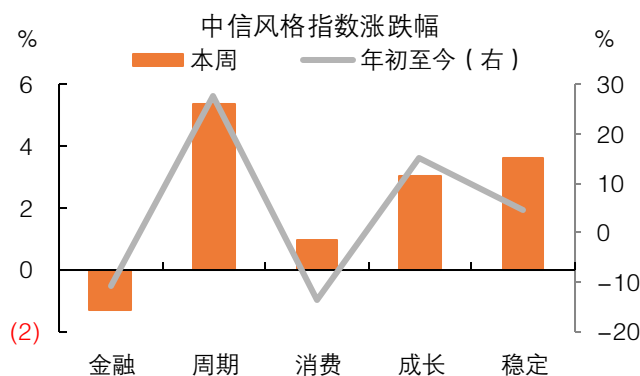
经历上周的大跌后，本周 A 股主要股指多数上涨。中证 500（3.76%）继续领涨，上证综指（2.77%）和中小板指（2.35%）也有较大涨幅，主要指数里科创 50（-3.19%）是唯一下跌的（图表 15）。从中信风格指数看，本周周期风格（5.40%）领涨，稳定（3.63%）和成长（3.01%）涨幅较大，金融风格上周领涨而本周下跌了 1.3%（图表 16）。影响本周 A 股的主要因素：一是央行召开货币信贷形势分析座谈会后宽信用预期明显升温；二是黑色大宗明显反弹提振市场情绪；三是中美经贸关系出现积极信号，美国贸易代表承认两国贸易关系的重大意义，称将对此进行战略评估，以制定有弹性的贸易政策。我们认为市场风格，正从前期的极致分化，逐步向周期、成长两种风格均衡过渡。上周市场缺乏交易主线，正是市场风格变化的具体表现，后续可适当均衡配置。

图表15 本周中证 500 领涨，科创 50 指数明显下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表16 本周和年初至今的中信风格指数涨跌幅



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3 债券市场：短端利率明显抬升

本周债券市场窄幅波动，短端利率明显抬升，10Y-1Y 国债期限利差继续收窄。本周 1 年期国债收益率上行 5.53bp，10 年期国债收益率上行 1.78bp，10Y-1Y 国债期限利差收窄到 7 月降准后的低位。随着 7 月降准对流动性的利好被充分消化，短端利率已显著回升。周一开盘后资金面就偏紧；周一晚间央行发布了货币信贷形势分析座谈会通稿，周二市场在宽信用和宽信用需宽货币先行间博弈，当日各期限国债收益率下行 1-2bp；周三央行公开市场操作投放 500 亿，市场情绪有所好转，但收益率尾盘再度上行，可能是受到银行理财估值方法调整消息的影响；大行及理财子理财产品估值方法调整，导致周四债市大跌，10 年期国债期货单日下跌 0.4%；周四晚间市场降准预期再起，夜盘收益率急速回落，周五市场开始理性看待央行关于运用存款准备金工具支持乡村振兴的表态，当天收盘时 1 年期国债收益率和上一个交易日相比变化不大。此外，股票和黑色大宗等风险资产上涨，也对本周债市形成利空。

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_25673

