

# 宏观周报 20230703

## 历次主动去库如何“换挡”？

2023年07月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《如何看待欧美经济的“强”与“弱”——海外宏观经济周报》

2023-07-03

《PMI 企稳了，汇率能不能稳住？》

2023-06-30

■ 6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间，工业表现会比较悲观。参考历史，历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库？工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”，使经济平稳迈入复苏期？我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。

■ **2005-2007年：“双顺差”格局的强化。**本轮库存周期中，在“双顺差”的背景之下，外需走强使央行外汇占款规模扩张速度加快，从而拉高M2供给水平。市场流动性的上升带动居民消费和投资意愿的重新提振，工业企业产能过剩的现象有所好转，这也带动了企业盈利能力的提高，刺激了企业加大投资和扩大生产的意愿，从而使库存周期成功从主动去库转变为被动去库。

■ **2008-2009年：金融危机时期刺激方案带来的提振。**在2008年全球金融危机爆发时期，国家推出了相应的财政政策和货币政策以促进经济的恢复和稳定运行。财政政策方面，政府实施了“四万亿”的拉动内需计划，以提高居民投资和消费支出、带动经济增长。这四万亿元的资金主要投向基础设施、新兴战略产业、房地产等领域，也很大程度上提振了我国的制造业投资增速，尤其是钢铁及有色等上游行业产能复苏显著。同时，政府还降低证券交易税、取消利息税，大力减轻企业和个人的负担。货币政策方面，为维护流动性稳定，央行多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率。此外，政府在房地产方面也实行了宽松的调控政策，如首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等。受强刺激政策的影响，本轮主动去库也是历次库存周期中持续时间最短、对需求的拉升最为明显的。

■ **2012-2013年：欧债危机下的“微刺激”。**从2012年开始，我国经济增长步入“新常态”阶段，这意味着GDP增速的逐步放缓。同时在欧债危机与世界经济增速放缓的影响之下，作为“三驾马车”之一的出口增速回落明显，为经济增长再度施压，也导致了企业去库艰难的格局。鉴于此，新一届政府出台了一系列规模小但针对性强的“微刺激”政策，包括对小微企业暂免征收增值税和营业税、减少出口行政收费、支持民间资金开发铁路、加快棚户区改造、对县域农村商业银行适当降低存款准备金率等措施。这些“小而强”的措施加快了被动补库周期的过渡。

■ **2015-2017年：供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。**2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。在供给侧改革的倡导下，相关行业利润上行通道被打开，尤其是煤炭、黑色金属等行业的利润涨幅十分显著。这也为工业企业从主动去库向被动去库的过渡按下“加速键”。除供给端政策之外，货币政策依旧稳健、财政政策保持积极；房地产方面又迎来新一轮的调控政策，包括但不限于下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税、允许商业房改租赁住房等举措。

■ **2019-2020年：疫情冲击下的“重生”。**在疫情期间，库存经历了被动积压的过程，工业去库压力较大。为稳定经济，财政政策方面，政府启动了抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等措施；货币政策方面，央行实施了下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等措施，同时央行还将“支持实体经济”作为三大确定性方向之一。同样，在强刺激政策的作用下，经济和制造业企业迅速走出了疫情的“淤泥”，也顺利完成了向被动去库周期的过渡。

■ **总量政策空间有待释放。**通过对历史的复盘，我们发现两大因素可促进主动去库向被动去库的过渡：（1）外需的走强（如2005-2007年）；（2）

**需求端或供给端刺激政策的推出**（如 2008-2009 年的“四万亿”拉动内需计划，以及 2015-2017 年的供给侧改革）。历史上主动去库周期平均维持时间约为 8 个月，而现在所处的主动去库已长达 11 个月。在欧美降低对我国进口需求的背景下，或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。

- **上周高频数据显示：需求端景气分化，供给端略有改善。**需求端汽车销售同比强势回正，居民出行意愿仍处高位，货运量雪上加霜。一线城市引领新房销售的季节性回升，不过新房销售整体改观有限。供给端生产节奏稳中有升，建筑业和汽车业生产加速、而纺服业稍显放缓。节后食品价格继续走弱，地产链工业品依旧低迷。
- **风险提示：**政策推进不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

## 内容目录

1. 历次主动去库如何“换挡”?	5
2. 周度高频跟踪	10
3. 风险提示	19

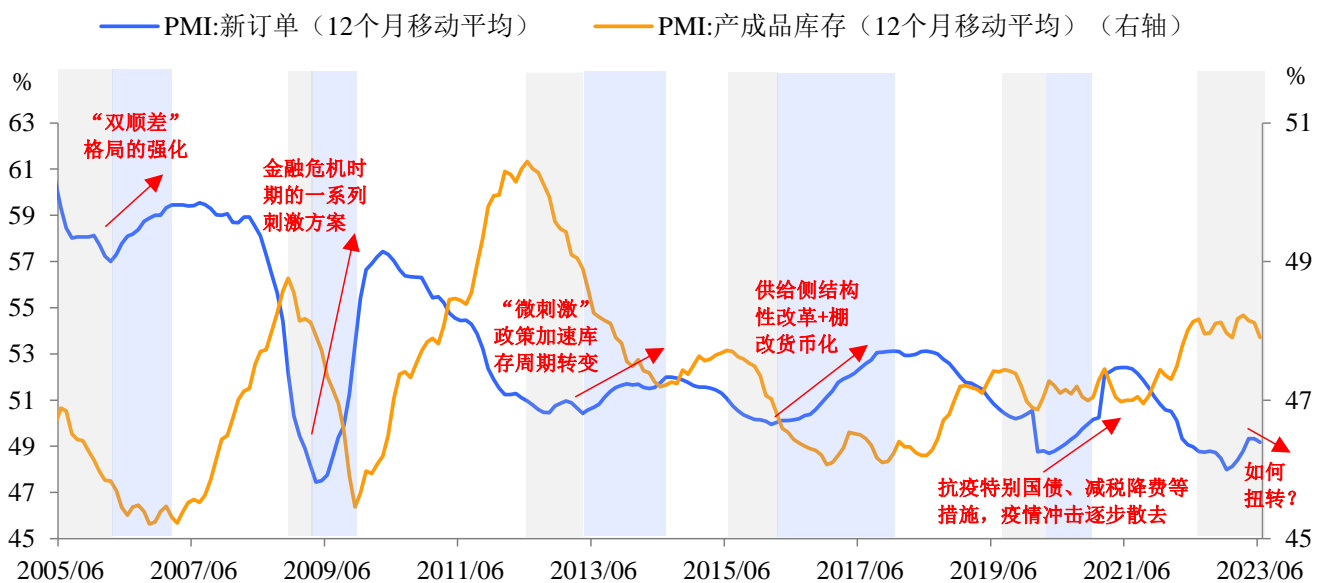
## 图表目录

图 1:	历次库存周期中, 主动去库过渡到被动去库时期的经济背景.....	5
图 2:	2005 至 2006 年期间的“双顺差”格局.....	6
图 3:	外需走强带动外汇占款规模上升、流动性走强.....	6
图 4:	“四万亿”投资的重点投向及资金测算.....	6
图 5:	2008 年金融危机时期推出的刺激政策稳定了制造业投资.....	7
图 6:	供给侧结构性改革时间线梳理.....	8
图 7:	刺激政策作用下, 经济和企业景气度的回升.....	8
图 8:	历次主动去库向被动去库转变的时间及背景梳理.....	9
图 9:	近一周(6.26-7.2)国务院领导活动轨迹一览.....	10
图 10:	汽车零售反弹.....	11
图 11:	地铁客运量处于近 5 年高位.....	11
图 12:	地面交通热度再次归来.....	11
图 13:	国内航班执飞班次已逼近 2021 年同期水平.....	12
图 14:	国际航班执飞班次继续攀升.....	12
图 15:	稍有好转的货运流量又陷入萎靡.....	12
图 16:	一线城市引领新房销售的季节性回升.....	13
图 17:	端午假期过后的二手房销售同样季节性上升.....	14
图 18:	趋稳的高炉开工率也是“风景”.....	14
图 19:	煤炭吞吐量处于历史同期较高位.....	14
图 20:	近期铁路货运量直线上升.....	15
图 21:	粗钢生产上行通道已开启.....	15
图 22:	钢材库存小幅上升.....	15
图 23:	螺纹钢库存表现平稳.....	15
图 24:	沥青开工率略有上升.....	16
图 25:	磨机运转率同样小幅上行.....	16
图 26:	水泥发运率表现稳定.....	16
图 27:	水泥产能利用率逐步上行.....	16
图 28:	汽车钢胎生产节奏加快.....	17
图 29:	PTA 开工依旧难以“逆袭”.....	17
图 30:	猪价底部趋稳.....	17
图 31:	农产品价格 6 月同比为正.....	17
图 32:	螺纹钢库存回升, 表需下行.....	18
图 33:	海外央行加息未止, 原油价格承压.....	18
图 34:	一周广谱利率变动.....	18
图 35:	票据利率节前下行.....	19
图 36:	央行 6 月末注入更多流动性.....	19
图 37:	质押式回购成交量月末回落.....	19
图 38:	债市杠杆率月末达 109.2% 水平.....	19

## 1. 历次主动去库如何“换挡”？

6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间，工业表现会比较悲观。参考历史，历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库？工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”，使经济平稳迈入复苏期？我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。

图1：历次库存周期中，主动去库过渡到被动去库时期的经济背景

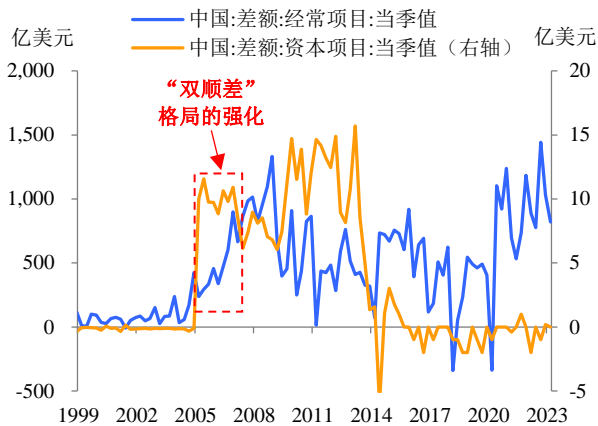


注：灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表“被动去库存”。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

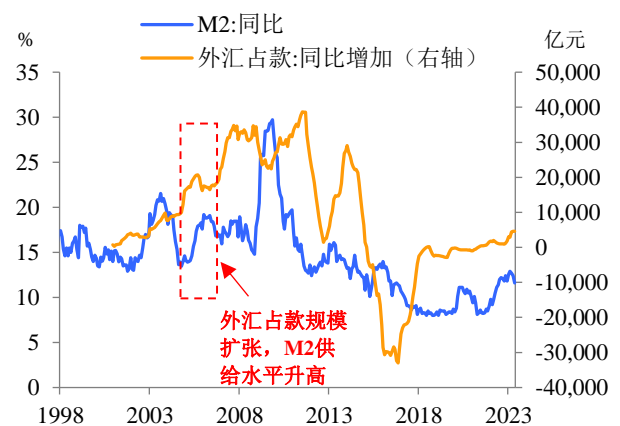
**2005-2007年：“双顺差”格局的强化。**本轮库存周期中，在“双顺差”的背景之下，外需走强使央行外汇占款规模扩张速度加快，从而拉高M2供给水平。市场流动性的上升带动居民消费和投资意愿的重新提振，工业企业产能过剩的现象有所好转，这也带动了企业盈利能力的提高，刺激了企业加大投资和扩大生产的意愿，从而使库存周期成功从主动去库转变为被动去库。

图2：2005至2006年期间的“双顺差”格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：外需走强带动外汇占款规模上升、流动性走强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

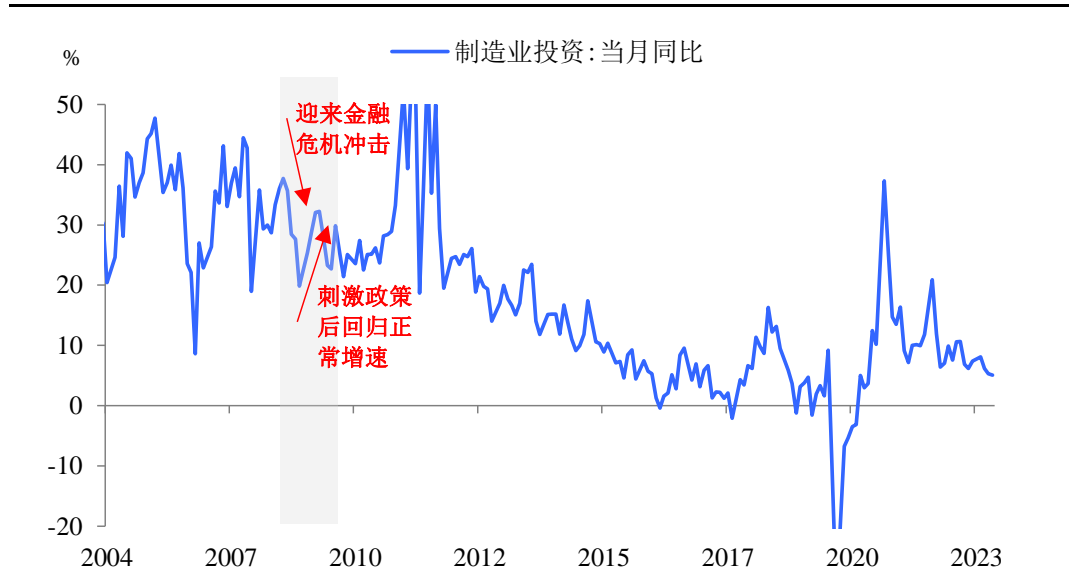
**2008-2009年：金融危机时期刺激方案带来的提振。**在2008年全球金融危机爆发时期，国家推出了相应的财政政策和货币政策以促进经济的恢复和稳定运行。财政政策方面，政府实施了“四万亿”的拉动内需计划，以提高居民投资和消费支出、带动经济增长。这四万亿元的资金主要投向基础设施、新兴战略产业、房地产等领域，也很大程度上提振了我国的制造业投资增速，尤其是钢铁及有色等上游行业产能复苏显著。同时，政府还降低证券交易税、取消利息税，大力减轻企业和个人的负担。货币政策方面，为维护流动性稳定，央行多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率。此外，政府在房地产方面也实行了宽松的调控政策，如首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等。受强刺激政策的影响，本轮主动去库也是历次库存周期中持续时间最短、对需求的拉升最为明显的。

图4：“四万亿”投资的重点投向及资金测算

“四万亿”刺激政策	
重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4,000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3,700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15,000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1,500亿元
节能减排和生态工程	约2,100亿元
自主创新和结构调整	约3,700亿元
灾后恢复重建	约10,000亿元
合计	40,000亿元

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图5：2008年金融危机时期推出的刺激政策稳定了制造业投资

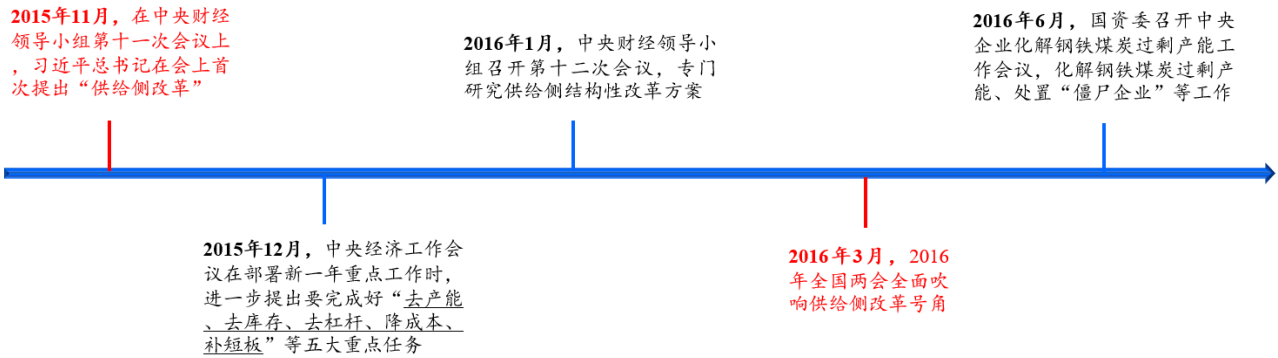


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2012-2013年：欧债危机下的“微刺激”。**从2012年开始，我国经济增长步入“新常态”阶段，这意味着GDP增速的逐步放缓。同时在欧债危机与世界经济增速放缓的影响之下，作为“三驾马车”之一的出口增速回落明显，为经济增长再度施压，也导致了企业去库艰难的格局。鉴于此，新一届政府出台了一系列规模小但针对性强的“微刺激”政策，包括对小微企业暂免征收增值税和营业税、减少出口行政收费、支持民间资金开发铁路、加快棚户区改造、对县域农村商业银行适当降低存款准备金率等措施。这些“小而强”的措施加快了被动补库周期的过渡。

**2015-2017年：供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。**2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。在供给侧改革的倡导下，相关行业利润上行通道被打开，尤其是煤炭、黑色金属等行业的利润涨幅十分显著。这也为工业企业从主动去库向被动去库的过渡按下“加速键”。除供给端政策之外，货币政策依旧稳健、财政政策保持积极；房地产方面又迎来新一轮的调控政策，包括但不限于下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税、允许商业房改租赁住房等举措。

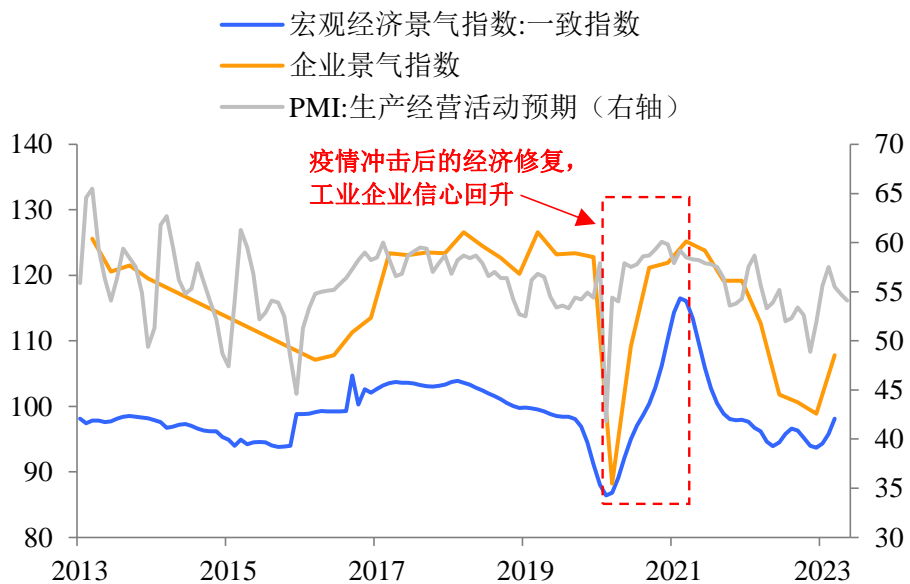
图6: 供给侧结构性改革时间线梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2019-2020年: 疫情冲击下的“重生”。**在疫情期间，库存经历了被动积压的过程，工业去库压力较大。为稳定经济，财政政策方面，政府启动了抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等措施；货币政策方面，央行实施了下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等措施，同时央行还将“支持实体经济”作为三大确定性方向之一。同样，在强刺激政策的作用下，经济和制造业企业迅速走出了疫情的“淤泥”，也顺利完成了向被动去库周期的过渡。

图7: 刺激政策作用下，经济和企业景气度的回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



**总量政策空间有待释放。**通过对历史的复盘，我们发现两大因素可促进主动去库向被动去库的过渡：**(1) 外需的走强**（如 2005-2007 年）；**(2) 需求端或供给端刺激政策的推出**（如 2008-2009 年的“四万亿”拉动内需计划，以及 2015-2017 年的供给侧改革）。历史上主动去库周期平均维持时间约为 8 个月，而现在所处的主动去库已长达 11 个月。在欧美降低对我国进口需求的背景下，或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。

**图8：历次主动去库向被动去库转变的时间及背景梳理**

背景	库存周期	时间段	持续时间
“双顺差”格局的强化	主动去库	2005年6月-2006年4月	10个月
	被动去库	2006年5月-2007年3月	10个月
金融危机时期的刺激方案	主动去库	2008年11月-2009年3月	4个月
	被动去库	2009年4月-2009年11月	7个月
欧债危机下的“微刺激”	主动去库	2012年5月-2013年3月	10个月
	被动去库	2013年4月-2014年7月	15个月
供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清	主动去库	2015年7月-2016年4月	9个月
	被动去库	2016年5月-2017年11月	18个月
疫情冲击下的“重生”	主动去库	2019年9月-2020年5月	8个月
	被动去库	2020年6月-2020年12月	6个月
后疫情时代的开启	主动去库	2022年7月-?	已持续11个月
	被动去库	?	?

数据来源：东吴证券研究所整理

## 2. 周度高频跟踪

**上周高频数据显示：需求端景气分化，供给端略有改善。**需求端汽车零售同比强势回正，居民出行意愿仍处高位，货运量雪上加霜。一线城市引领新房销售的季节性回升，不过新房销售整体改观有限。供给端生产节奏稳中有升，建筑业和汽车业生产加速、而纺织业稍显放缓。节后食品价格继续走弱，地产链工业品依旧低迷。

**上周关键词：“一带一路”、营商环境、家居消费及5%的增长目标。**通过追踪上周国务院领导的活动轨迹以及相关讲话内容，我们发现“一带一路”和营商环境仍是领导在公开场合提及的关键词。上周的一大亮点是周四的国常会上提出了“采取针对性措施”来提振家居消费；另一大亮点是总理在第十四届夏季达沃斯论坛上表明“预计二季度增速将快于一季度”、且“全年有望实现5%左右的预期增长目标”。

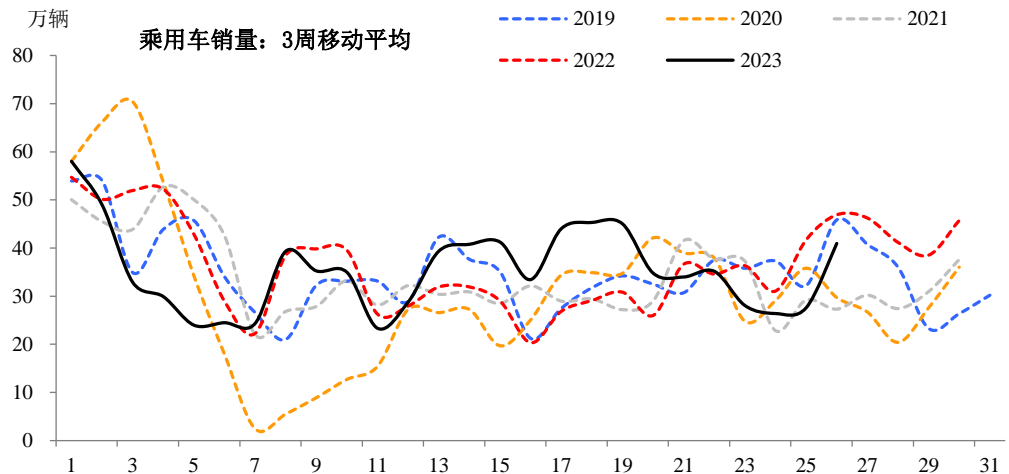
图9：近一周（6.26-7.2）国务院领导活动轨迹一览

时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/6/30	会见	国务院副总理张国清	北京	俄罗斯副总理兼工业和贸易部部长曼图罗夫	中方愿同俄方一道，发挥政府间合作机制作用，推动工业合作提质升级，助力两国各自发展振兴。
2023/6/29	博览会	国务院副总理何立峰	成都	第十九届中国西部国际博览会	大力发展优势特色产业，促进消费扩容升级，支持西部地区深度融入共建“一带一路”大格局，拓展对外贸易和投资合作，加快形成对外开放大通道。
2023/6/29	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。
2023/6/28	论坛	国务院副总理刘国中	北京	中国-越南经贸合作论坛	中方愿同越方携手并进，加快发展战略对接，推动贸易合作提质增效。
2023/6/28	会见	国务院总理李强	北京	蒙古国总理奥云额尔登	两国要做好战略对接，高质量共建“一带一路”，畅通贸易投资往来，扩大矿产能源领域合作，深化防沙治沙合作，扩大旅游、教育等领域交流。
2023/6/28	会见	国务院总理李强	北京	新西兰总理希普金斯	中方愿同新方分享中国发展带来的新机遇，深挖合作潜力，更好互利共赢。挖掘数字经济、绿色经济、创意产业等领域潜能，打造新兴领域合作“新动能”。
2023/6/27	论坛	国务院总理李强	天津	第十四届夏季达沃斯论坛	中国经济回升向好的态势明显，一季度同比增长4.5%，预计二季度增速将快于一季度，全年有望实现5%左右的预期增长目标。
2023/6/27	会议	国务院总理李强	天津	世界经济论坛全球企业家对话会	稳步扩大制度型开放，加快营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，更好支持各类企业发展。中国加强科技创新、建设现代化产业体系、扩大内需等，将推动新一轮科技革命和产业变革取得新突破。
2023/6/26	会议	国务院副总理张国清	北京	政协第十四届全国委员会常务委员会第二次会议	紧紧围绕高质量发展这个首要任务，更好统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，加快推进高水平科技自立自强，加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，进一步深化改革、扩大开放。
2023/6/26	会见	国务院总理李强	天津	世界贸易组织总干事伊维拉、世界经济论坛主席施瓦布	中方愿同各方一道，支持多边主义和自由贸易，维护发展中国家合法权益。中国将坚持走和平发展道路，坚定扩大高水平开放，与世界各国共享发展机遇。
2023/6/26	会见	国务院总理李强	北京	越南总理范明政	中国愿同越南以高质量共建“一带一路”为主线，统筹推进执法安全、经贸投资、科教文卫等领域合作。希望越南政府继续为中国企业赴越投资兴业创造良好营商环境。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

**消费方面，汽车零售同比强势回正。**6月25日当周乘用车零售销量同比由负转正至9%，或主要受商务部近期开展的汽车消费季活动以及车企半年考核提振，端午前后的汽车消费热情高涨，全月来看有望在高基数压力下同比持平。6月电影票房市场整体火热，全月销售额同比翻倍，但未达到2019年同期水平。

图10: 汽车零售反弹

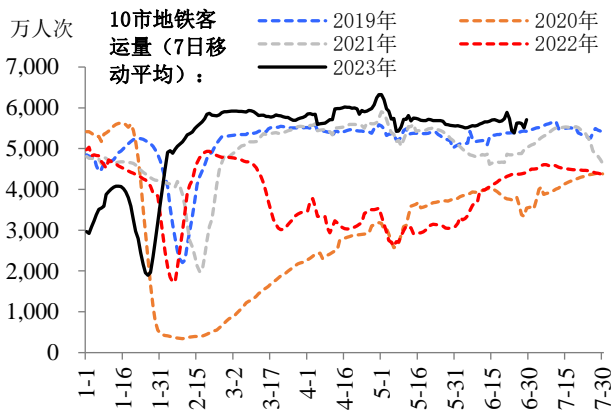


注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

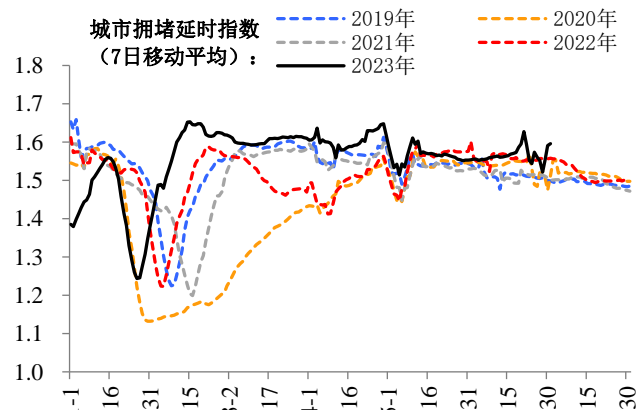
**出行：高位的客流，低位的货运。**上周地面交通客运量的上行通道又被开启，其中30省会拥堵延时指数环比大幅上升5.1%。轨道交通热度略弱于地面交通，上周10市地铁客运量周度环比小幅下降0.3%。不过与历史同期相比，目前轨道交通和地面交通客流量均明显超过疫前同期水平，地铁和地面交通客运量均在近5年来同期的最高位。

图11: 地铁客运量处于近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

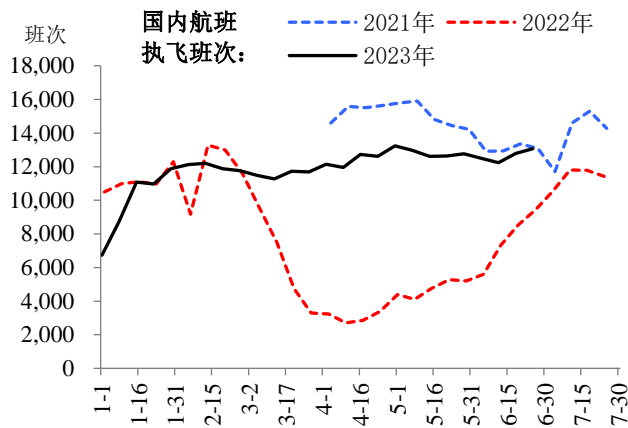
图12: 地面交通热度再次归来



数据来源：iFind，东吴证券研究所

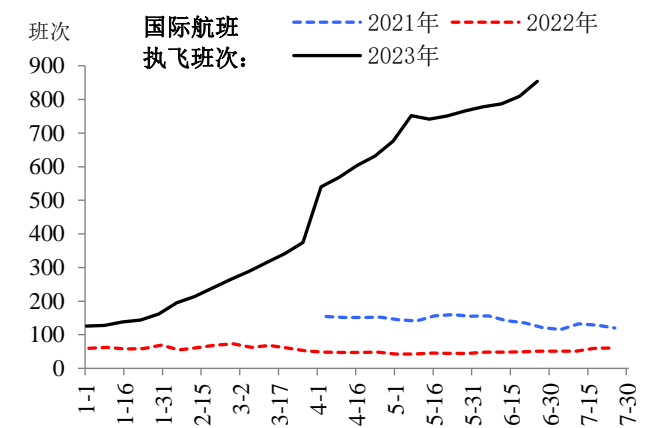
近期国内和国际航班执飞情况依旧表现出高热度。现国内航班执飞班次已逼近2021年同期水平，且国际航班执飞班次继续处在攀升通道上。整体来看，目前居民出行意愿仍处较高位，出行类消费对经济的拉动效果仍存。

图13: 国内航班执飞班次已逼近2021年同期水平



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

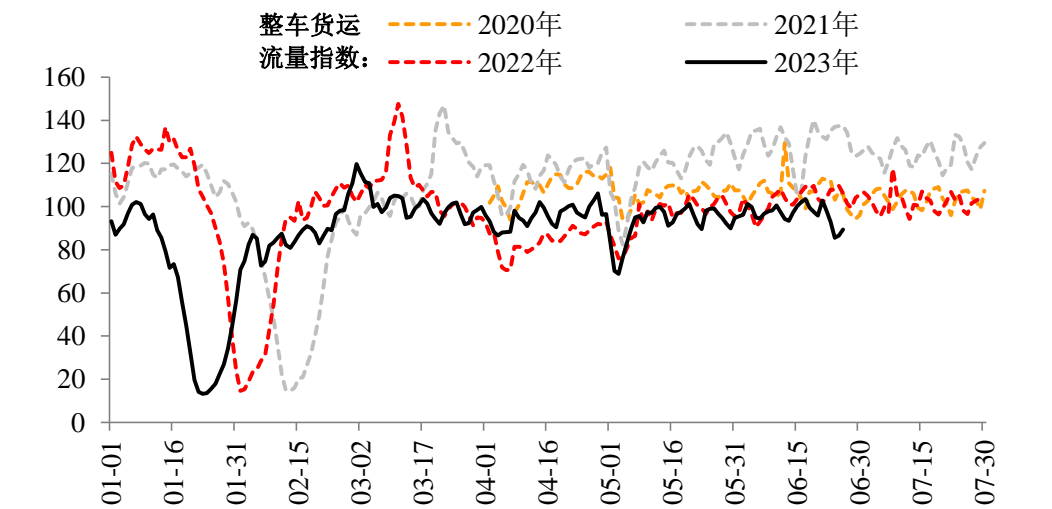
图14: 国际航班执飞班次继续攀升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

货运方面，环比来看，上周整车货运流量指数较上周大幅下降6.1%；同比来看，货运流量再度创下了近4年来的同期新低。货运整体表现萎靡的情况并未得以缓解，工业产需两端上行压力仍比较大。

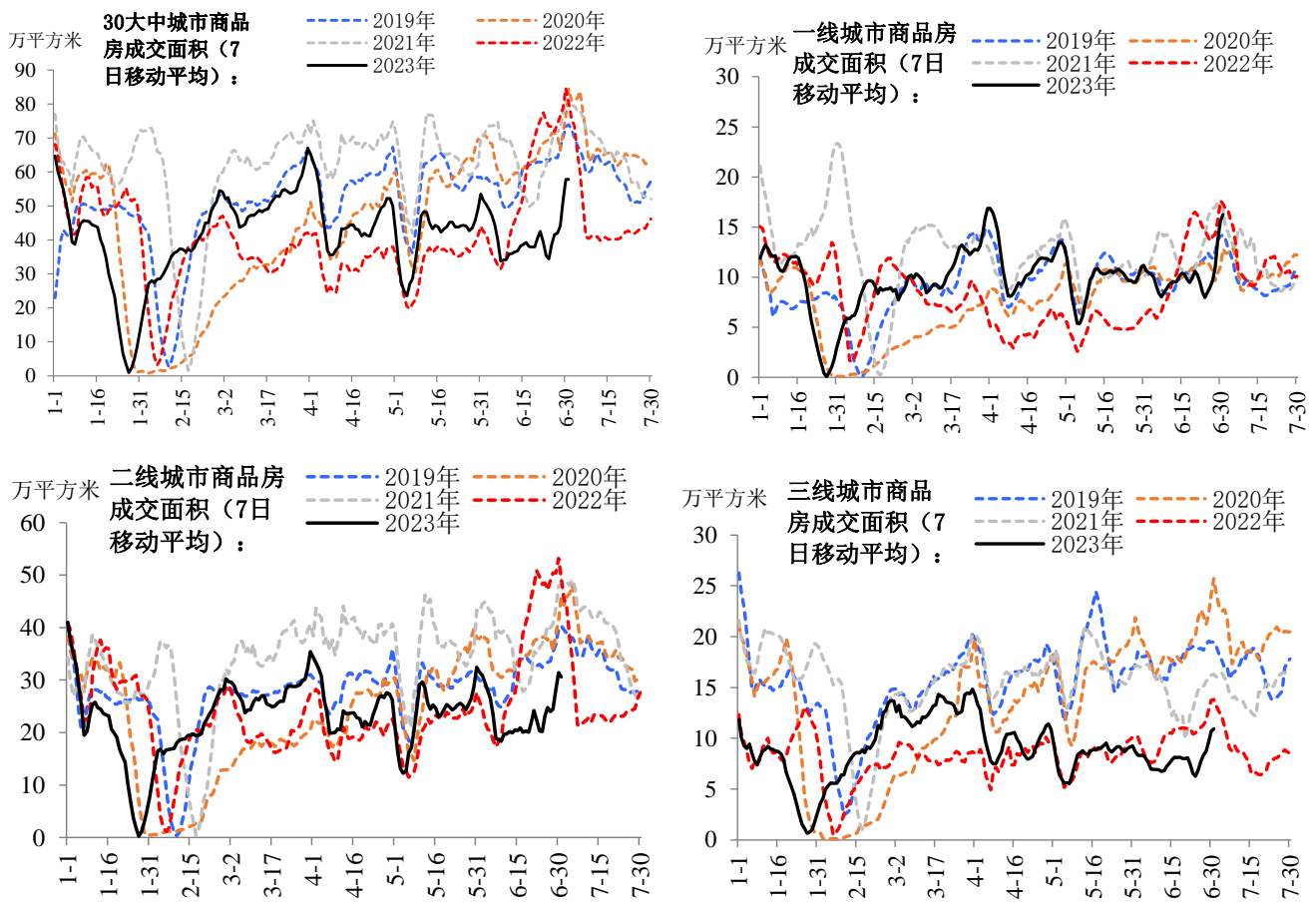
图15: 稍有好转的货运流量又陷入萎靡



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

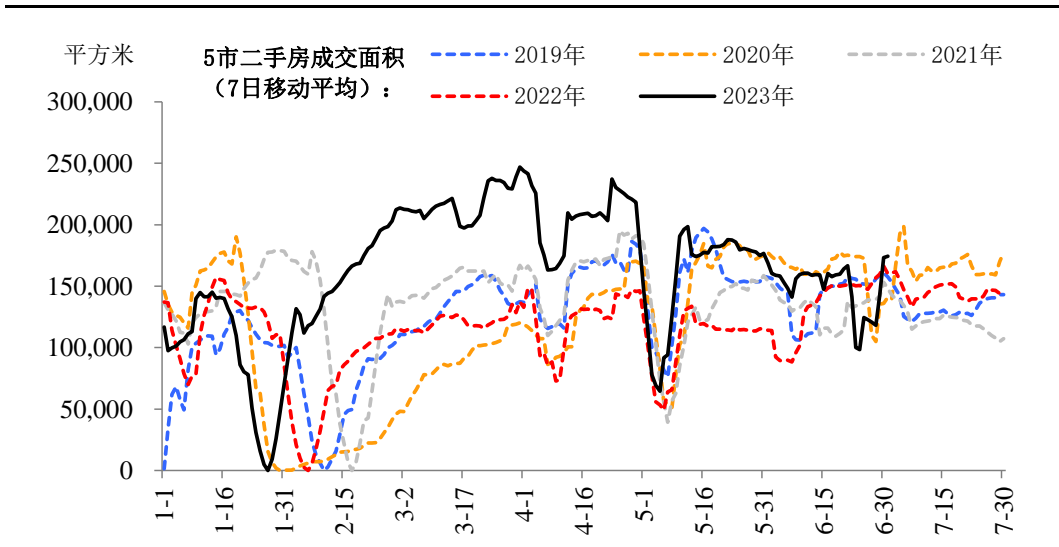
地产：节假日效应过后的“亮眼数据”也难掩楼市低迷现状。端午假期余温褪去后，上周房产销售季节性回升。其中 30 城商品房成交面积周环比大幅上升 67.7%，一线城市楼市回暖程度优于二三线。同时二手房成交面积也呈周度边际上行态势，环比上升 77.4%。不过与历史同期相比，二手房修复程度仍好于新房，地产开工端继续承压。

图16：一线城市引领新房销售的季节性回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

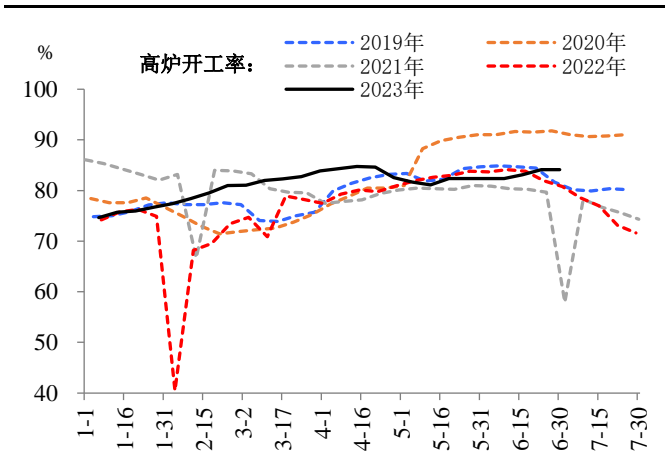
图17: 端午假期过后的二手房销售同样季节性上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

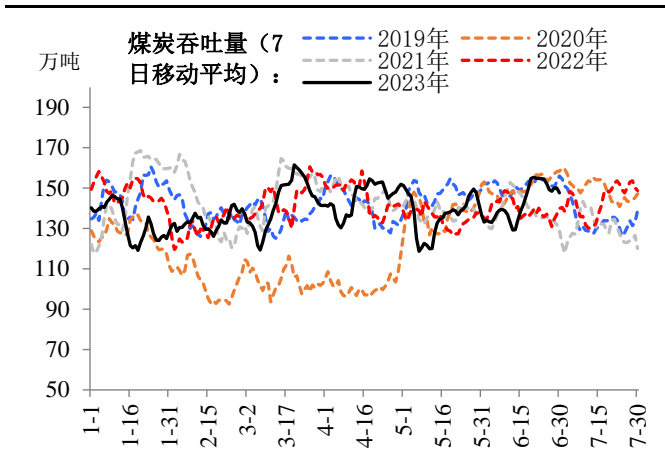
**生产: 工业生产节奏稳中有升。**上周高炉开工率继续保持先前的平稳态势, 与前值基本持平, 录得 84.1%。今年持续趋稳的高炉开工率反而成为了“风景”, 目前已超过 2019 年同期水平。煤炭吞吐量也在逐步回升, 现处于历史同期较高水平。此外, 近期大宗运输的关键指标铁路货运也扭转了之前“不景气”的局势, 铁路货运量向 2022 年同期水平不断逼近。整体来看, 工业生产节奏略有加快。

图18: 趋稳的高炉开工率也是“风景”



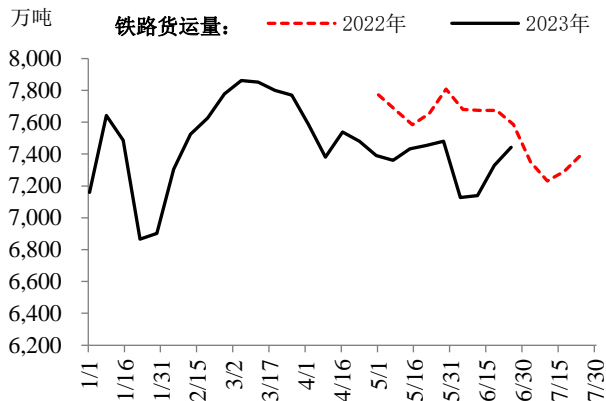
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 煤炭吞吐量处于历史同期较高位



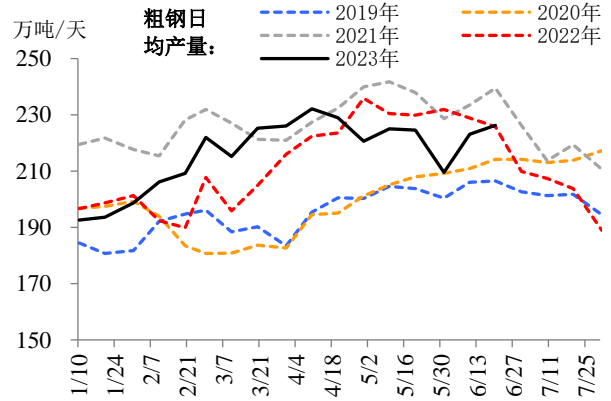
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 近期铁路货运量直线上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

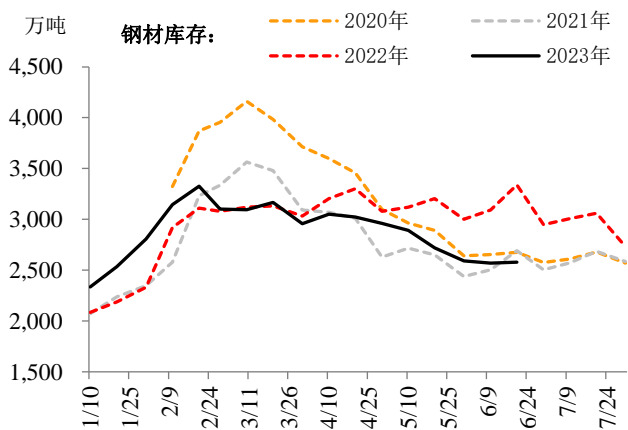
图21: 粗钢生产上行通道已开启



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

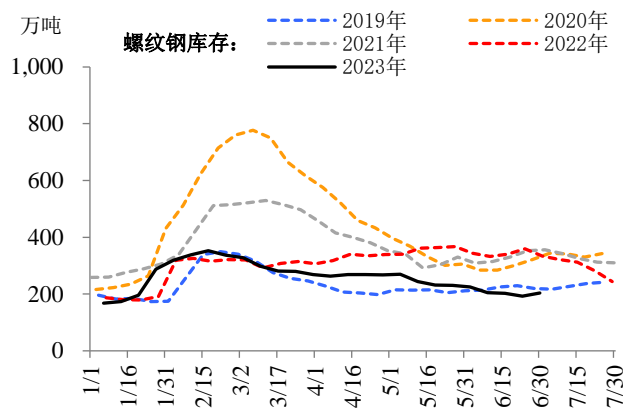
分行业来看，**建筑业生产略有好转**。近期建筑钢材和粗钢产量的上行通道已再次被开启，从而带动钢材库存的小幅上升。此外，沥青（更偏向交通基建）和水泥生产均有改善：沥青方面，最新数据显示磨机运转率和沥青开工率均呈现出了小幅上行趋势，其中沥青开工率上周环比增速录得 0.8pct；水泥方面，目前水泥发运率仍表现平稳、不过水泥产能利用率浮现出上行态势。

图22: 钢材库存小幅上升



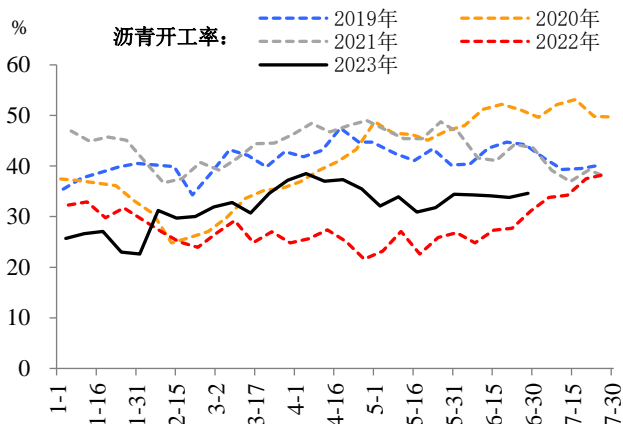
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 螺纹钢库存表现平稳



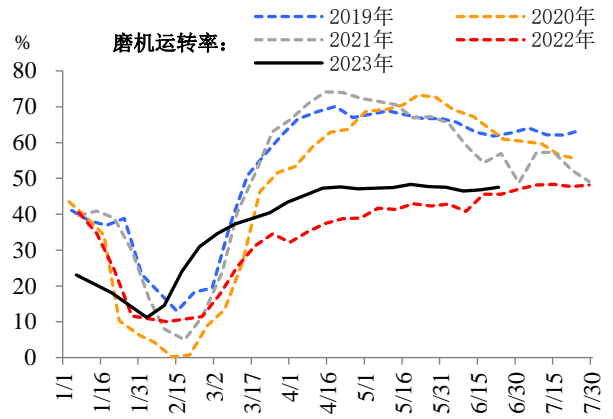
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 沥青开工率略有上升



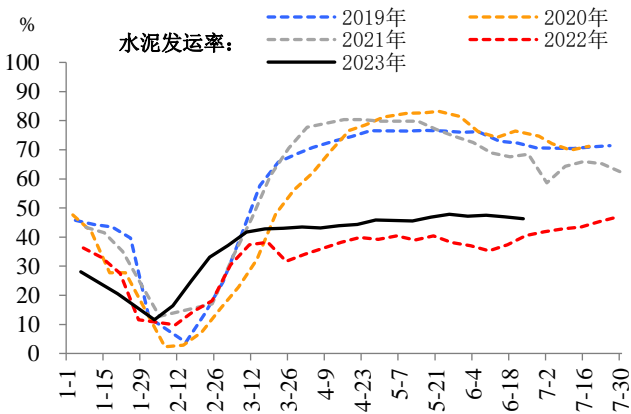
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 磨机运转率同样小幅上行



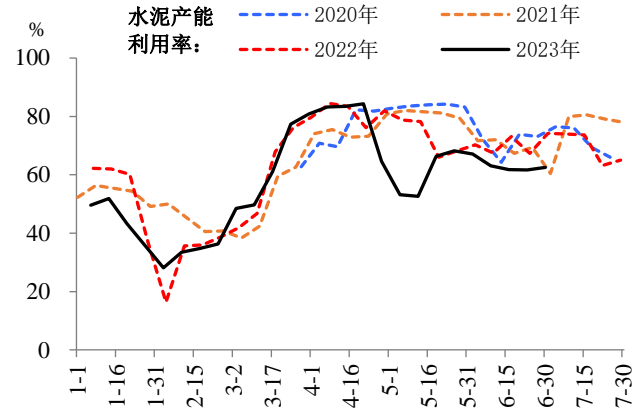
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 水泥发运率表现稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 水泥产能利用率逐步上行

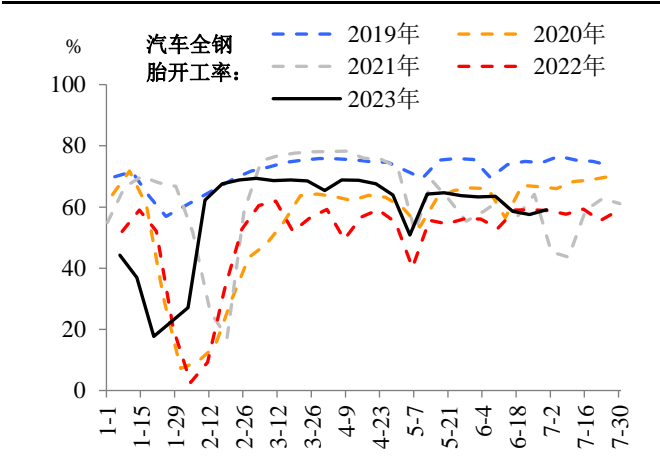


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**汽车业生产速度加快。**上周全钢胎开工率环比上升 1.7pct, 扭转了近期的放缓趋势。汽车生产端仍需加力才能实现对 2022 年同期生产力度的赶超。**纺服业生产依旧难以“逆袭”，**最新数据显示 PTA、聚酯开工率分别录得 81.3%、90.7%，其中 PTA 开工率周度环比增速为 -1.6pct、聚酯开工率为 0.5pct。整体来看，纺服业开工情况仍待进一步好转。

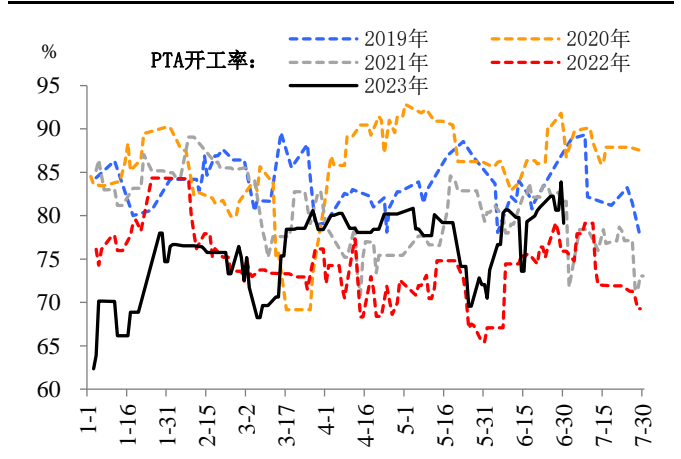


图28: 汽车钢胎生产节奏加快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

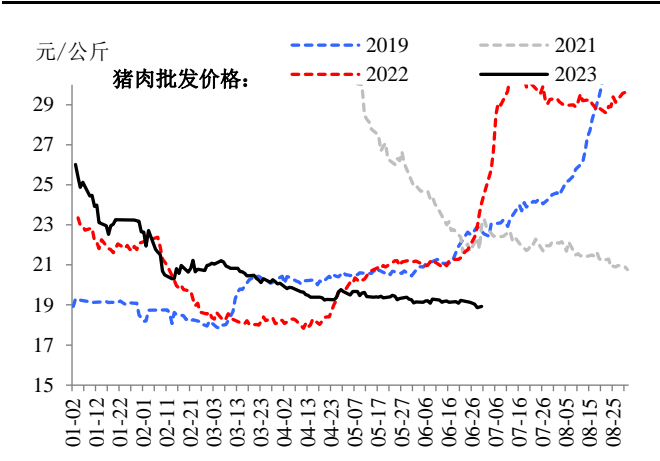
图29: PTA 开工依旧难以“逆袭”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

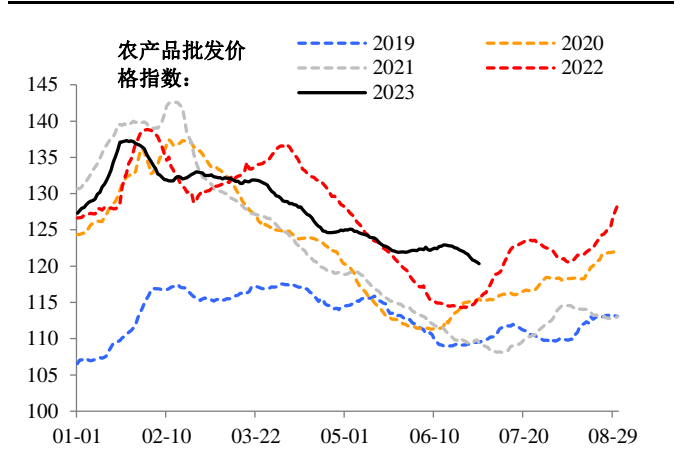
**通胀: 节后食品价格继续走弱。**上周农产品价格周环比跌 1.2%，其中猪肉、鲜菜、鲜果价格分别环比下降-1.0%、-0.8%、-2.3%，北方高温天气持续，猪肉需求延续疲软。6 月全月来看，猪肉环比趋稳，鲜果鲜菜均同比走强，食品项整体预计环比上行，6 月 CPI 同比涨幅或略走阔至 0.3%。

图30: 猪价底部趋稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

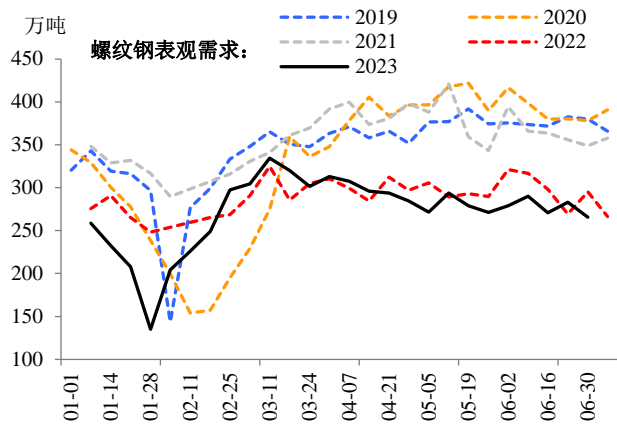
图31: 农产品价格 6 月同比为正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

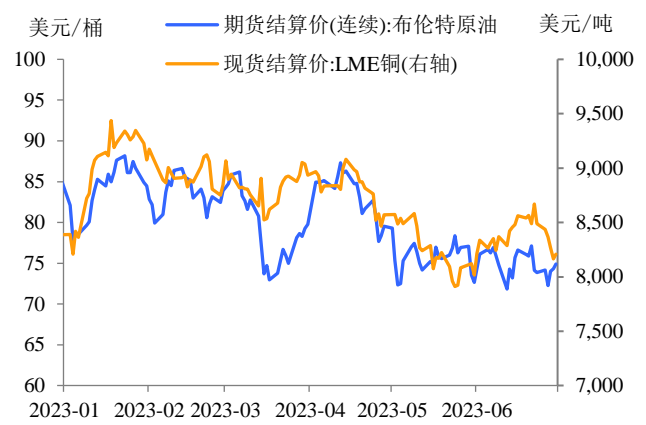
**地产链工业品持续低迷。**上周螺纹钢在库存回升，表观需求下行的背景下，价格周环比跌 0.9%，6 月整体同比下降 11.8%；水泥价格续跌，煤炭价格因暑期电力需求反弹。海外方面，上周美联储主席鲍威尔放鹰，叠加美国一季度 GDP 上修，美元走强，大宗商品普跌，上周布伦特原油与伦铜价格分别环比下跌 1.5%、3.1%。

图32: 螺纹钢库存回升, 表需下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

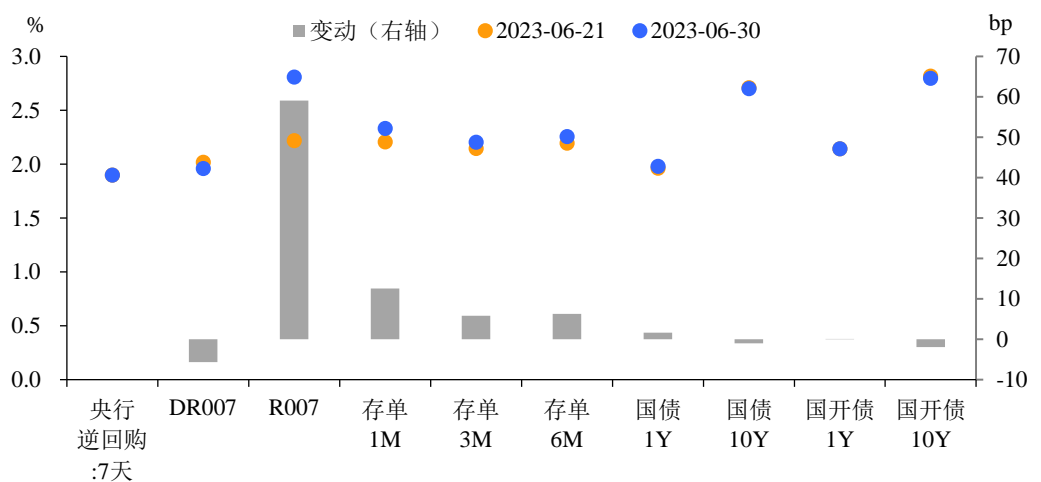
图33: 海外央行加息未止, 原油价格承压



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

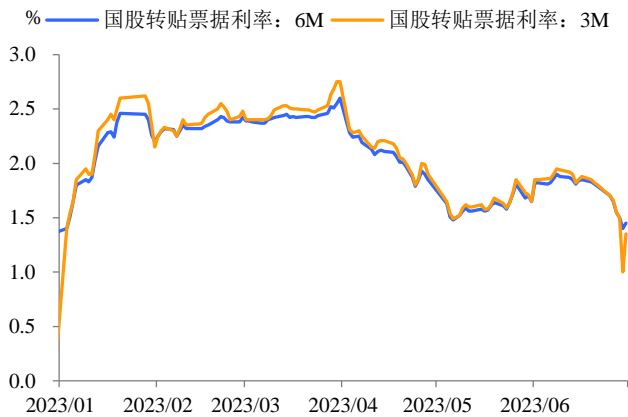
**流动性方面, 票据利率月末回落。**跨月因素下上周资金面相对偏宽, 上周 DR007 周均值环比小幅下行, 但 R007 周均值环比上行近 60bp。票据利率月末大幅下行, 6 月 29 日 3M 国股转贴票据利率大幅降至 1.00%, 30 日回补至 1.35%, 月末票据利率下行部分原因或可能是央行近期再贷款投放, 预计 6 月信贷总量不差, 但结构仍未好转。6 月 30 日质押式回购成交量降至 4 万亿元以下。上周债市杠杆率先升后降, 6 月 30 日杠杆率水平约为 109.2%。

图34: 一周广谱利率变动



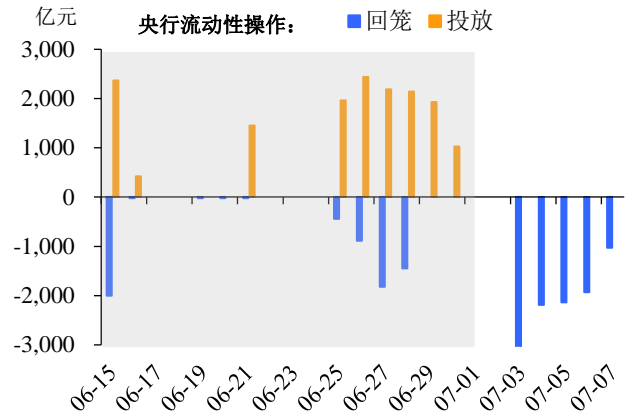
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 票据利率节前下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

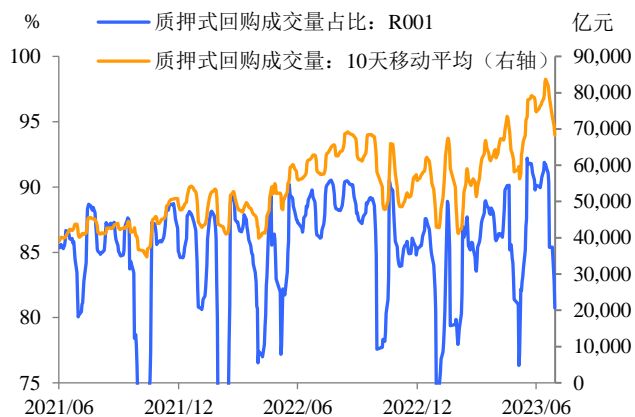
图36: 央行6月末注入更多流动性



注: 灰色区域为历史操作

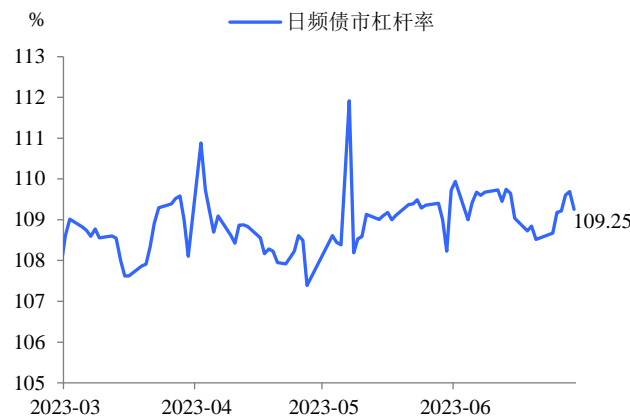
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 质押式回购成交量月末回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 债市杠杆率月末达 109.2%水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 风险提示

政策推进不及预期; 工业企业复苏不及预期; 疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>