

2019年09月01日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (8.26-9.1)



供需双缩，经济放缓压力上升

西南宏观固收观点

- **供需双缩，经济放缓压力上升。**8月PMI数据显示企业景气度继续走弱。8月制造业PMI较上月下滑0.2个百分点至49.5%，继续处于收缩区间。其中大中型企业下滑明显，小型企业景气度小幅回升。景气度走弱显示经济放缓压力上升。PMI主要分项也大多走弱，仅出口订单有所回升，这部分是由于9月1日加征关税带来的提前出口效应，因而难以持续。工业品价格持续下行，8月主要原材料购进价格与出厂价格指数继续下滑。供需双缩格局下，由于需求下滑速度更快，因而工业品价格下行压力加大。而需求较生产更快走弱也导致企业被动补库存。
- **8月CPI可能上升至3%附近，将超市场预期。**当前市场对8月CPI预测均值在2.5%，较上月回落0.3个百分点，这与我们对8月CPI同比增速3%的预测存在较大的差别。我们在认真做了分析之后坚持我们的判断，这种分歧的主要来源是对食品CPI预测的不同。目前市场上用于预测食品CPI的高频数据主要是商务部食用农产品价格指数和农业部农产品批发价格指数，这两个指数在今年8月出现了很大背离，导致使用这两个指数得到完全不同的预测结果。使用前者预测出8月CPI同比在2.9%-3.0%左右，而使用后者预测出的结果在2.3%-2.4%左右。这也是我们预测和市场出现分歧的原因。商务部数据与CPI中食品分项相关性更高，另外，从定义上看，商务部数据也与CPI食品统计口径更为接近。因而我们认为根据商务部数据预测的结果可能更接近事实。
- **企业盈利增速将继续保持低位。**7月工业企业利润增速止跌回升，有低基数和暂时性因素的影响，比如原油加工、化工行业利润增速边际回升分别受资产处置收益和投资收益增加的拉动。内外需回落，经济下行压力不减，PPI进入通缩，企业盈利依然将保持弱势。
- **一周高频数据综述：生产面有所企稳，通胀压力上升，信托融资跌至冰点。**本周发电耗煤同涨幅有所扩大，生产改善。地产销售跌幅扩大，地产调控保持高压，媒体报道监管要求收紧房贷，规模或不得超过3月底额度。上周乘用车日均零售销售量同比跌幅扩大。上周消费品价格环比小幅回落，但依然保持高位。其中猪肉价格继续回升、蔬菜价格跌幅扩大，通胀压力有所上升。生产资料价格跌幅扩大，螺纹钢现货价格继续回落。新发信托融资规模大幅降低。
- **通胀超预期回升或造成利率债短暂回调风险，但回调后有更好的配置价值。**在国内外需求均呈现放缓的环境下，政策继续固于结构。继续着力于引导资金进入小微、民企和制造业部门，但这些部门缺乏微观融资激励，同时加大对房地产等部门融资管控，控制地方政府隐性债务。信贷社融将持续收缩，未来经济下行压力将逐步上升。而结构性政策下，资金继续淤积在银行间市场的格局不会改变，流动性宽松基本面走弱将继续奠定利率债向好格局。虽然8月通胀会出现超市场预期的回升，但对债市冲击更多是情绪面的。短期通胀超预期会有回调风险，但回调后有更好配置价值。
- **风险提示：经济下行超预期。**

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
2. 政策继续固于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
3. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
4. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
5. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
6. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
7. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第12期 (2019-08-25)
8. LPR能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
9. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
10. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 政策跟踪	1
2 热点跟踪	2
3 高频数据跟踪	4
3.1 生产数据：发电耗煤回升，高炉开工率下行	4
3.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售保持弱势	5
3.3 消费品价格：猪肉价格持续回升，通胀压力上升	6
3.4 工业品价格：生产资料价格跌幅走阔，螺纹钢期现价格下跌	6
4 债券市场跟踪	8
4.1 流动性：央行净回笼，短端利率上行	8
4.2 利率债：长端利率微降，期限利差收窄	9
4.3 信用债总览：产业债与城投债信用利差回落	9
5 其他资本市场跟踪	11
5.1 汇率：人民币汇率贬值，中美利差上行	11
5.2 股票市场：A股下跌，全球股市涨跌参半	11
5.3 期货市场：黄金价格回落，避险情绪下行	13
5.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资量保持低位	15

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

央行：1) 央行发布公告，自 10 月 8 日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。加点数值应符合全国和当地住房信贷政策要求，体现贷款风险状况，合同期限内固定不变。公告明确，首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点。商业用房购房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点。公积金个人住房贷款利率政策暂不调整。

2) 央行行长易纲主持召开 24 家主要金融机构贷款市场报价利率（LPR）工作会议，研究部署改革完善 LPR 形成机制工作。易纲强调，各金融机构要抓紧推动 LPR 运用，尽快实现新发放贷款主要参考 LPR 定价，坚决打破贷款利率隐性下限，推动贷款实际利率进一步下降。

3) 将引导更多机具实现升级，推动新版人民币顺利流通；为做好新版人民币现金机具识别升级工作，人民银行已为机具企业开展升级提供了技术支持平台，并积极引导机具企业和广大商户尽快升级。

国务院：1) 关税税则委员会办公室有关负责人就对原产于美国的部分进口商品加征关税答记者问称，750 亿美元商品清单中，有部分和第一、二轮反制措施关税商品范围重合，已经纳入前两批可申请排除范围。这些商品如果属于经审核确定的排除商品，按排除办法，不加征我为反制美 301 措施所加征的各轮关税。750 亿美元商品清单中，未纳入前两批可申请排除范围的商品，将纳入第三批可申请排除的范围，接受申请办法将另行公布。

2) 发改委表示，为减轻物价上涨对困难群众生活影响，各地及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制，向符合条件的生活困难群众发放价格临时补贴。目前已累计发放金额大约 24 亿元。

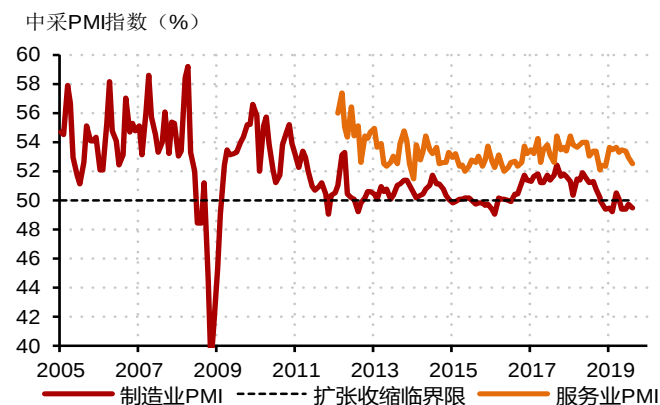
国家主席习近平主持召开中央财经委员会第五次会议，研究推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局问题、提升产业基础能力和产业链水平问题。习近平强调，要根据各地条件，走合理分工、优化发展的路子，落实主体功能区战略，完善空间治理，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局。会议指出，要在省级统筹基础上加快养老保险全国统筹进度，在全国范围内实现制度统一和区域间互助共济。要改革土地管理制度，增强土地管理灵活性，使优势地区有更大发展空间。

资本市场深化改革方案已基本成型，A 股市场即将在一系列基础制度改革、法治保障、上市公司质量、长期资金入市等方面迎来连串重磅利好。据一财报道，8 月 25 日，证监会有关负责人召开会议，研讨细化资本市场改革总体方案。这次改革将在许多方面取得实质性突破，具体包括：充分发挥科创板的试验田作用，逐步推广科创板之有效的制度安排，系统推进发行、上市、交易等基础制度改革；争取今年内通过证券法修订，探讨建立具有中国特色的证券集体诉讼制度等。

2 热点跟踪

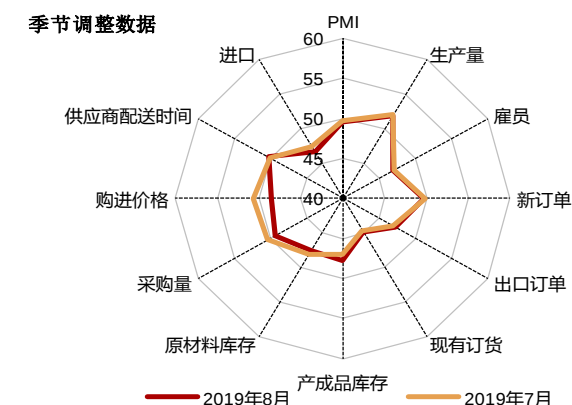
8月31日统计局公布数据显示企业景气度继续走弱。8月制造业PMI较上月下滑0.2个百分点至49.5%，继续处于收缩区间。其中大中型企业下滑明显，大型企业和中型企业景气度较上月分别下滑0.3和0.5个百分点至50.4%和48.2%，小型企业景气度小幅回升0.4个百分点至48.6%。政策鼓励银行加大对小微企业支持力度，对小型企业提供了一定支撑。服务业商务活动指数较上月回落0.4个百分点至52.5%，建筑业景气指数回升3.0个百分点至61.2%。景气度走弱显示经济放缓压力上升。

图1：PMI指数回落经济放缓压力上升



数据来源：Wind，西南证券整理

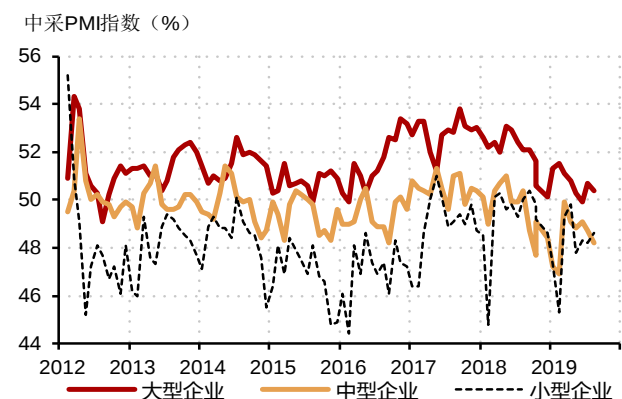
图2：制造业PMI主要分项均出现放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

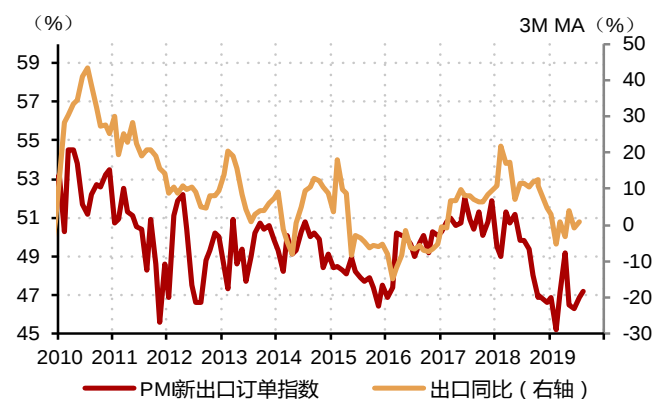
经济呈现供需双缩格局。8月制造业PMI主要分项均出现放缓。其中生产指数较上月下滑0.2个百分点至51.9%，显示生产面继续保持偏弱。而新订单指数较上月下滑0.1个百分点至49.7%，显示需求继续走弱。其中新出口订单指数较上月回升0.3个百分点至47.2%，部分由于9月1日加征关税带来的提前出口效应。全球经济保持回落，外需偏弱因而出口订单回升难以持续。总体来看，经济呈现供需双缩格局。

图3：大、中型企业景气度回落，小型企业景气度小幅回升



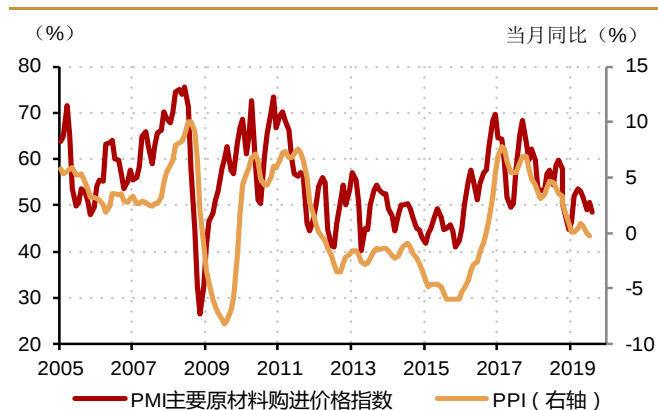
数据来源：Wind，西南证券整理

图4：抢跑效应带来出口订单回升但难以持续

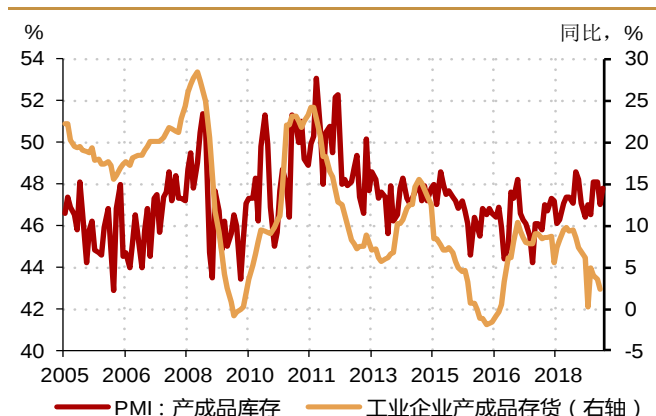


数据来源：Wind，西南证券整理

工业品价格持续下行，企业被动补库存。供需双缩格局下，由于需求下滑速度更快，因而工业品价格下行压力加大。主要原材料购进价格与出厂价格指数继续下滑，8月分别较上月下滑2.1和0.2个百分点至48.6%和46.7%，显示工业品价格将继续下跌。而需求较生产更快走弱也导致企业被动补库存，8月产成品库存指数较上月提升0.8个百分点至47.8%。

图5：工业品通缩压力加大


数据来源：Wind，西南证券整理

图6：企业被动补库存


数据来源：Wind，西南证券整理

政策囿于结构，经济放缓压力上升。在国内外需求均呈现放缓的环境下，政策继续囿于结构。继续着力于引导资金进入小微、民企和制造业部门，但这些部门缺乏微观融资激励，同时加大对房地产等部门融资管控，控制地方政府隐性债务。资金难以有效进入实体经济，信贷社融将持续收缩，未来经济下行压力将逐步上升。而结构性政策下，资金继续淤积在银行间市场的格局不会改变，流动性宽松基本面走弱将继续奠定利率债向好格局，短期通胀超预期会有回调风险，但回调后有更好配置价值。

表1：PMI指数

指标	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
中采制造业PMI													
PMI总指数	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5
生产量	53.3	53.0	52.0	51.9	50.8	50.9	49.5	52.7	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9
雇员	49.4	48.3	48.1	48.3	48.0	47.8	47.5	47.6	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9
新订单	52.2	52.0	50.8	50.4	49.7	49.6	50.6	51.6	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7
出口订单	49.4	48.0	46.9	47.0	46.6	46.9	45.2	47.1	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2
现有订货	46.7	45.2	44.3	44.3	44.1	43.7	43.6	46.4	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8
产成品库存	47.4	47.4	47.1	48.6	48.2	47.1	46.4	47.0	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8
原材料库存	48.7	47.8	47.2	47.4	47.1	48.1	46.3	48.4	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5
采购量	51.8	51.5	51.0	50.8	49.8	49.1	48.3	51.2	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3
购进价格	58.7	59.8	58.0	50.3	44.8	46.3	51.9	53.5	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6
供应商配送时间	49.6	49.7	49.5	50.3	50.4	50.1	49.8	50.2	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3
进口	49.1	48.5	47.6	47.1	45.9	47.1	44.8	48.7	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7
中采服务业PMI													
中采建筑业PMI	53.4	53.4	52.1	52.4	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5
综合PMI产出指数	59.0	63.4	63.9	59.3	62.6	60.9	59.2	61.7	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2
非制造业商务活动指数	53.8	54.1	53.1	52.8	52.6	53.2	52.4	54.0	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0
财新制造业PMI	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8
财新非制造业PMI	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	#NA

数据来源：Wind，西南证券整理

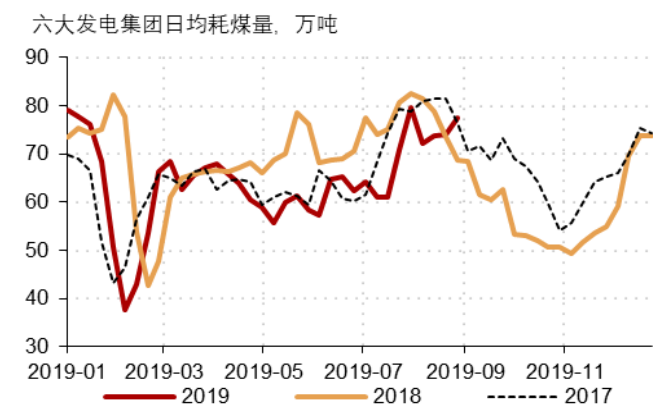
3 高频数据跟踪

3.1 生产数据：发电耗煤回升，高炉开工率下行

◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 77.4 万吨，同比上涨 12.7%，涨幅较上周扩大 12 个百分点。

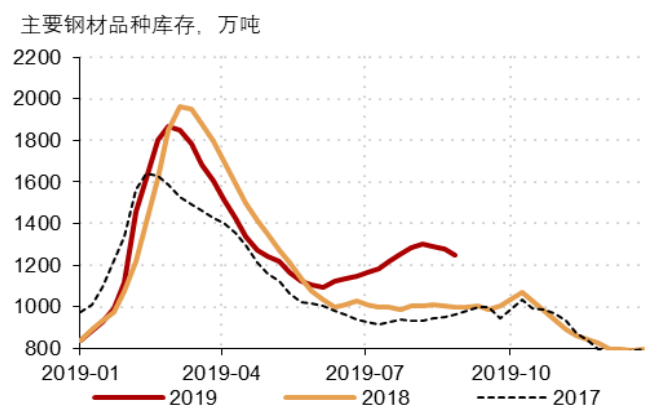
◆ 本周全国高炉开工率较上周下行 0.3 个百分点至 67.96%。

图 7：历年六大发电集团耗煤量



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：主要钢材品种库存



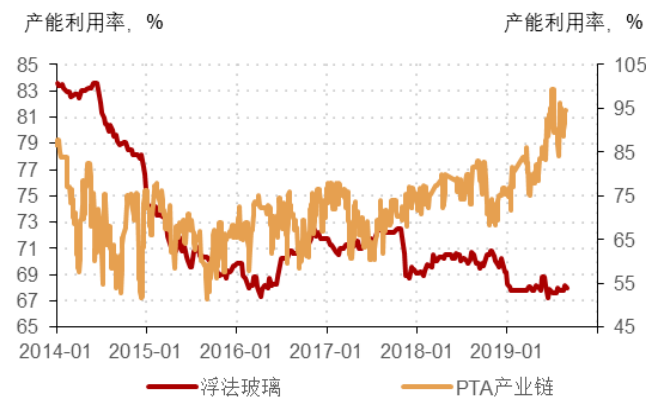
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：高炉开工率



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率



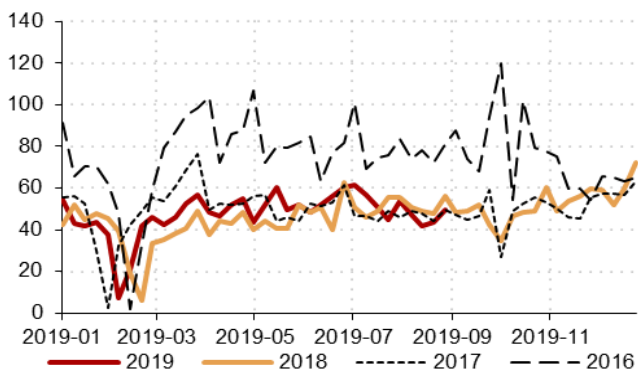
数据来源：wind，西南证券整理

3.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售保持弱势

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 11.8%，同比跌幅较上周扩大 2.4 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 58.5%，较前值跌幅扩大 2 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 4.4 万辆，较前值增加 0.6 万辆，同比下降 11%，跌幅较上周扩大 1.3 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

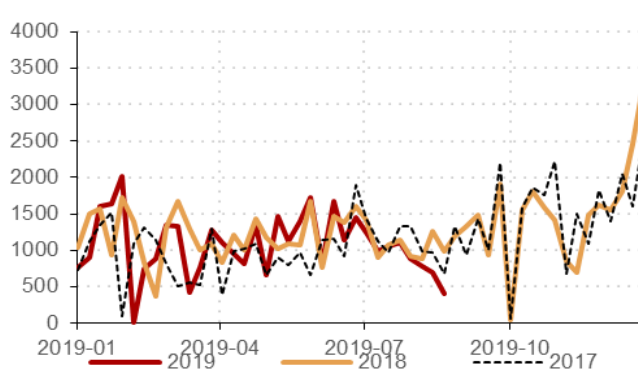
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

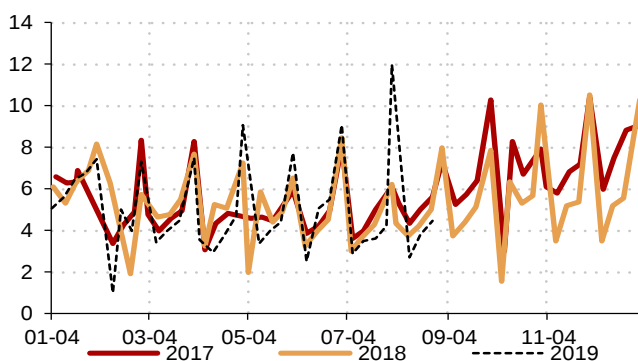
土地成交占地面积，万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：乘用车零售销售同比

万辆



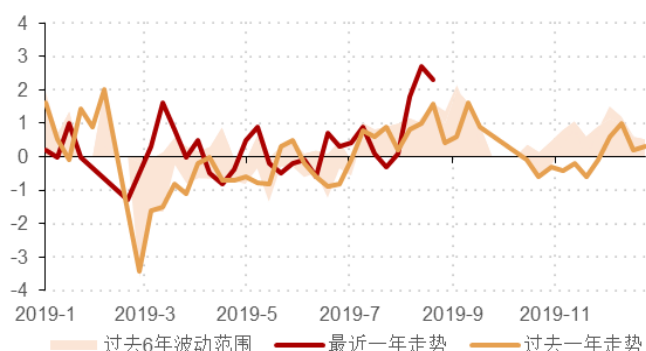
数据来源：wind，西南证券整理

3.3 消费品价格：猪肉价格持续回升，通胀压力上升

- ◆ 上周商务部食用农产品价格环比上涨 2.3%，其中蔬菜价格环比下跌 0.5%，跌幅较前值扩大 3.9 个百分点，猪肉价格环比上涨 8.8%，较前值走阔 0.3 个百分点。六种水果价格平均周环比下降 1.2%，跌幅较上周收窄 0.76 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

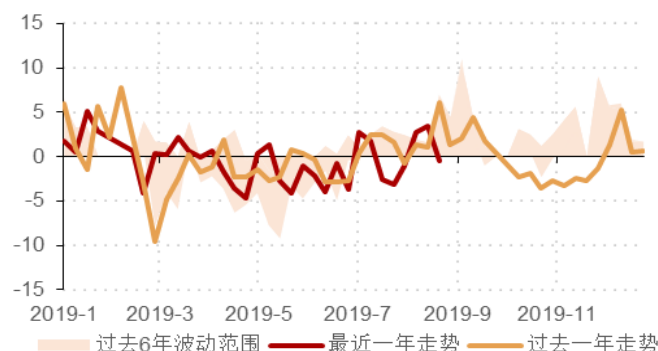
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

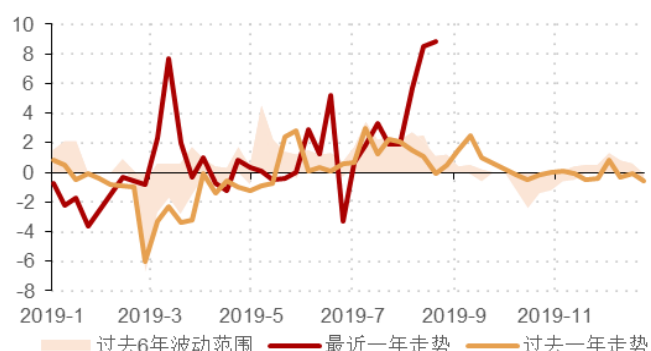
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

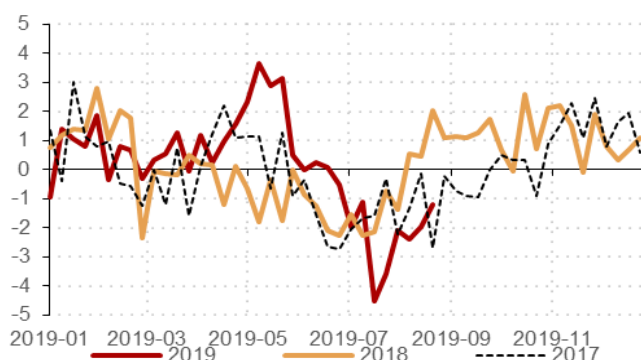
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

周环比，%



数据来源：CEIC，西南证券整理

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_10392

