

2019年08月25日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (8.19-8.25)



猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧

西南宏观固收观点

- **中美贸易冲突再度加剧。**国务院关税税则委员会于8月23日宣布，对原产于美国的5078个税目、约750亿美元商品，加征10%、5%不等关税，同样分两批自2019年9月1日和12月15日实施。8月24日，美方再度宣布将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税税率。特朗普在推特上宣称，对约2500亿美元的中国进口商品征收25%关税，从10月1日起税率上调至30%，对9月1日约3000亿美元的中国进口商品加征10%的税率提升至15%。中美贸易战再度加剧。
- **美方加征关税范围基本上覆盖中国对美全部出口，中方反制保持克制，经过三轮加税之后，中方对进口商品加税税率按自身进口价格弹性有着合理的分布。**由于三轮加税是可以累积的，因而部分产品进口税率已经增加最高35个百分点，也有部分产品进口关税增加幅度为0。各类商品加征关税幅度符合我国商品进口价格弹性，进口价格弹性较低的，则加征关税幅度较低，以避免加征关税转嫁为国内企业负担。从三轮加税清单来看，累计加征关税幅度在35%的八位数编码占海关进口商品总编码的8.1%，而加征幅度在30%、25%的分别占比20.8%和12.9%，合计有四成以上加征关税幅度在25%以上。而依然有13.0%的八位数编码并未加征关税，有14.1%和16.8%加征幅度在5%和10%，即有43.9%的比例加征关税幅度在10%以下。
- **中美贸易冲突不断加剧将加大全球经济衰退风险。**从去年初中美贸易战开打以来，中美出口增速虽然有所下降，但幅度和趋势与全球相同，并未出现快于其它国家的下滑状况。事实上，中美作为全球最大的两个经济体，冲突加剧带来全球贸易和需求收缩，以及产业链重构对全球经济的影响远远大于直接对双边经济的冲击。由于全球制造业基本上依然是中美主导，其它经济体难以实现有效承接。那么如果中美贸易冲突持续上升，更大的可能是全球贸易规模的收缩，而非产业转移。而历史上，全球贸易与全球经济增速具有高度一致性，贸易的收缩往往伴随着经济的收缩。
- **一周高频数据综述：猪肉价格大幅上行，通胀压力回升。**本周发电耗煤同比止跌转升，生产有所改善。地产销售止跌回升，但地产调控保持严格，媒体报道多家银行在合肥市暂停二手房按揭贷款，多地按揭利率上行，因而地产销售将继续承压。上周乘用车日均零售销售量同比跌幅收窄。上周消费品价格环比明显上行，其中猪肉价格大幅回升、蔬菜价格继续上行，通胀压力有所回升。生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢现货价格继续回落。新发信托融资规模保持低位。
- **结构性货币政策环境下，流动性“堰塞湖”将持续，利率依然有下行空间。**结构性政策下，政策导向与微观激励并不一致，当前实体经济中民营与小微资质较差，风险较高，微观金融主体难以放贷，而基建和房地产的主要融资需求部门难以获得融资。资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。宽松的流动性环境继续利好于债市，利率债将继续走强。
- **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. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
2. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第12期 (2019-08-25)
3. LPR能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
4. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
5. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
6. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
7. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
8. 货币政策继续以结构性为主——2019年2季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)
9. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
10. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤回升，高炉开工率上行	2
2.2 需求数据：房地产销售止跌回升，汽车零售跌幅收窄	3
2.3 消费品价格：猪肉价格大幅上行，通胀压力上升	4
2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现价格下跌	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行小幅净回笼，短端利率下行	6
3.2 利率债：长端利率回升，期限利差扩大	7
3.3 信用债总览：产业债与城投债信用利差回落	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率贬值，中美利差下行	9
4.2 股票市场：A股上涨，全球股市涨跌参半	9
4.3 期货市场：黄金价格上行，避险情绪回升	11
4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资量保持低位	13

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

央行：1) 上海总部表示下半年要深化金融改革开放创新，贯彻执行货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，大力支持民营小微企业等实体经济高质量发展；进一步强化金融监管协调，坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战；持续优化上海金融服务和营商环境。

2) 副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上表示，中国经济没有通缩，而且市场利率已明显下降，目前已经到了一个基本合理的水平，所以用市场化改革的办法推动，把前期降低的市场利率传导成为降低实体经济信贷利率，这既符合近期的实际情况，也符合国际货币政策变化的总体趋势；近期将在充分调研的基础上发布关于个人住房贷款利率政策的公告，新的 LPR 形成机制并不会使房贷利率下降；利率市场化改革就像修水渠，目的是更加畅通，让水更有效率更精准流到田间地头，因此利率市场化改革有利于增强货币政策的效果，但不能替代货币政策，也不能替代其他的一些政策。

3) 印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》，提出强化金融科技合理应用，以重点突破带动全局发展，加强网络安全风险管控和金融信息保护，做好新技术应用风险防范，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

国务院：1) 关税税则委员会决定，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施；750 亿美元商品清单中，经审核确定的排除商品，按排除办法，不加征我为反制美 301 措施所加征的关税，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) 中共中央、国务院发布关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见，确定深圳战略定位为高质量发展高地、法治城市示范、城市文明典范、民生幸福标杆、可持续发展先锋；到 2025 年，深圳经济实力、发展质量跻身全球城市前列，研发投入强度、产业创新能力世界一流，文化软实力大幅提升，公共服务水平和生态环境质量达到国际先进水平，建成现代化国际化创新型城市。

国务院总理李克强：1) 主持召开部分省份稳就业工作座谈会，研究部署进一步稳就业政策措施；表示做好当前“六稳”工作首先是稳就业，要实施好就业优先政策，着力稳经济、拓岗位、兜底线，保持经济运行在合理区间，促进比较充分就业、推动高质量发展。

2) 在黑龙江考察时强调，要更大力度推动改革开放创新，推动东北全面振兴；十分关心菜价变动情况，表示我们是发展中国家，食品价格上涨对群众特别是低收入家庭会有较大影响，“菜篮子”牵动群众“钱袋子”，要多策并举，保障市场供应、价格平稳、质量安全，增强群众获得感。

财政部部长刘昆：财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；实施好积极的财政政策，促进经济平稳运行；研究继续降低进口关税总水平，完善出口退税政策，加快退税进度；加强地方政府债务管理，防范化解地方政府隐性债务风险。

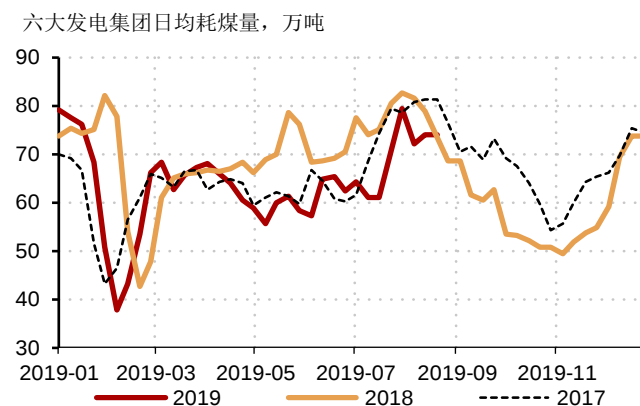
2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤回升，高炉开工率上行

◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 70.4 万吨，同比上涨 0.7%，较前值回升 7 个百分点。

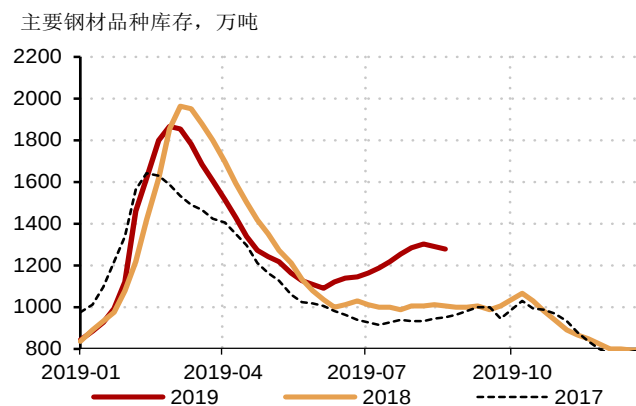
◆ 本周全国高炉开工率较上周上行 0.1 个百分点至 68.2%。

图 1：历年六大发电集团耗煤量



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：主要钢材品种库存



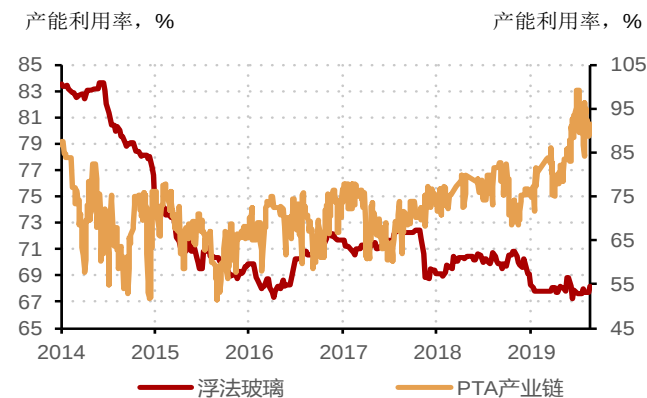
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：高炉开工率



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率



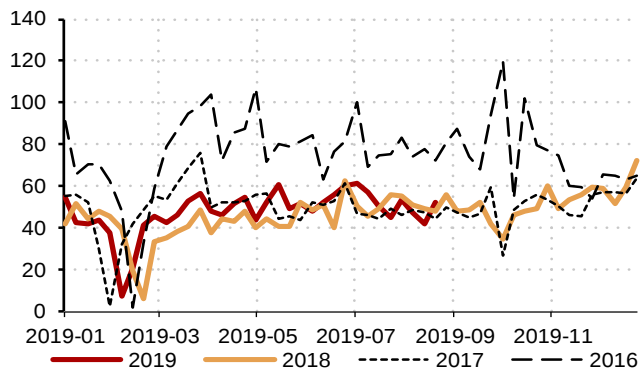
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售止跌回升，汽车零售跌幅收窄

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比上行 8.5%，较前值回升 13 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 56.5%，较前值跌幅扩大 20 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 3.8 万辆，较前值增加 1.1 万辆，同比下降 12%，跌幅较上周收窄 19 个百分点。

图 5：历年 30 城市房地产周度销售

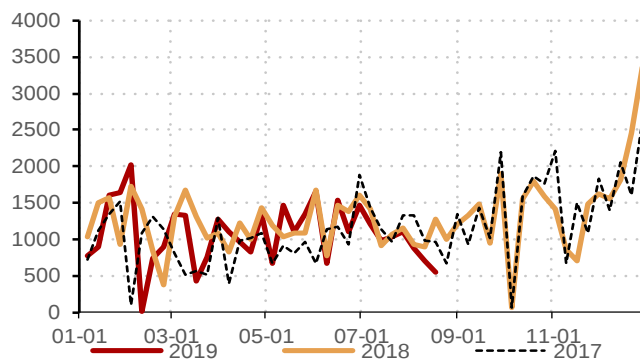
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：100 大中城市土地成交面积

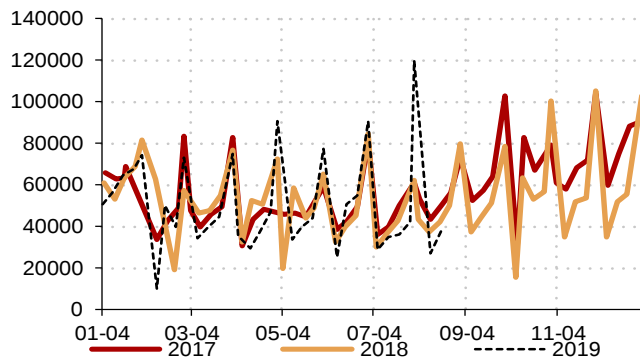
土地成交占地面积，万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：乘用车零售销售同比

(辆)



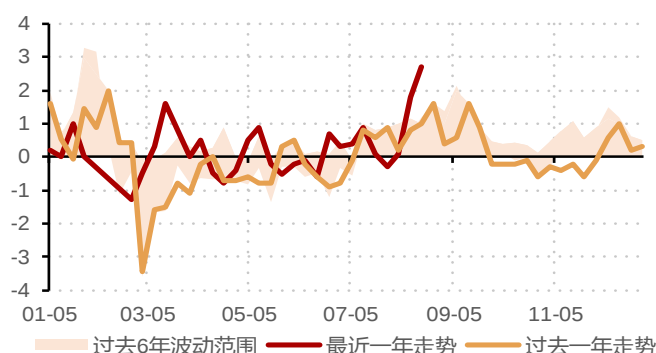
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：猪肉价格大幅上行，通胀压力上升

- ◆ 上周商务部食用农产品价格环比上涨 2.7%，其中蔬菜价格环比上涨 3.4%，涨幅较前值走阔 0.7 个百分点，猪肉价格环比上涨 8.5%，较前值走阔 2.8 个百分点。六种水果价格平均周环比下降 1.5%，跌幅较上周缩小 0.44 个百分点。

图 8：食品价格周环比涨幅

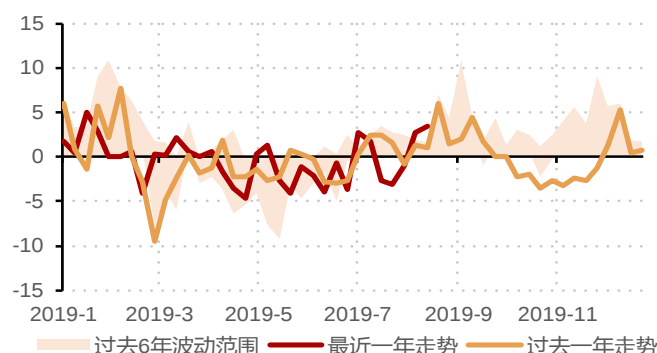
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 9：蔬菜价格涨幅

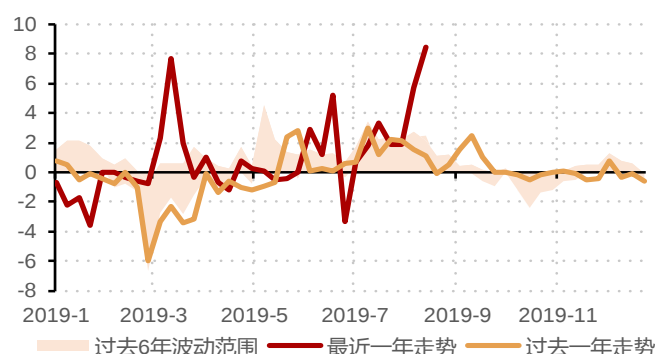
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 10：猪肉价格涨幅

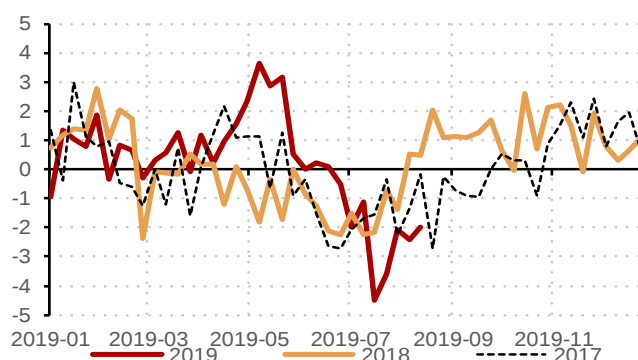
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 11：水果价格涨幅

周环比，%

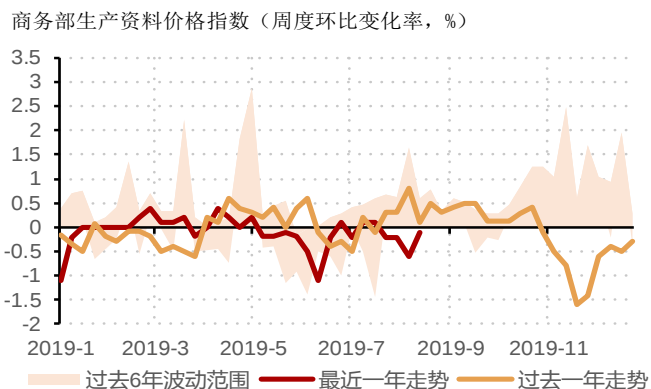


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现价格下跌

- ◆ 上周商务部生产资料价格环比下降 0.1%，较前值收窄 0.5 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上涨 5 元至 579 元/吨；螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 19 元至 3821 元/吨；本周螺纹钢期货价格下跌 121 元至 3593 元/吨。

图 12: 生产资料价格周环比涨幅



数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 螺纹钢期货与现货价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: PTA 平均价格



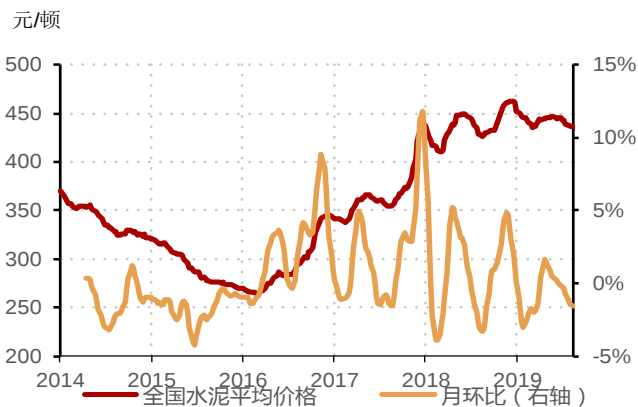
数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 水泥平均价格及变化率



数据来源: wind, 西南证券整理

3 债券市场跟踪

3.1 流动性：央行小幅净回笼，短端利率下行

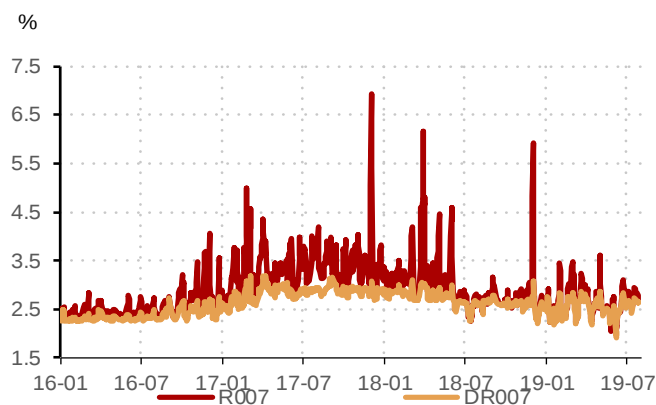
- ◆ 本周央行逆回购投放 2700 亿元，逆回购到期 3000 亿元，8 月 24 日 MLF 到期的 1490 亿顺延至下周一。央行公开市场净回笼 300 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周下行 3bps 至 2.64%，R007 下行 13bps 至 2.72%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 1bps 至 55bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 7bps 至 2.77%。

图 17：央行公开市场操作

	逆回购 投放	MLF投 放	逆回购 到期	MLF到 期	净投放 (回笼)
四周前	500	2000	4600	5020	-7120
三周前	0	0	500	0	-500
两周前	0	0	0	0	0
一周前	3000	4000	0	3830	3170
本周	2700	0	3000	0	-300
一周后			0	1490	-1490
二周后			0	1765	-1765
三周后			0	0	0
四周后			0	2650	-2650

数据来源：wind，西南证券整理

图 18：R007 和 DR007 走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：中美短端利差

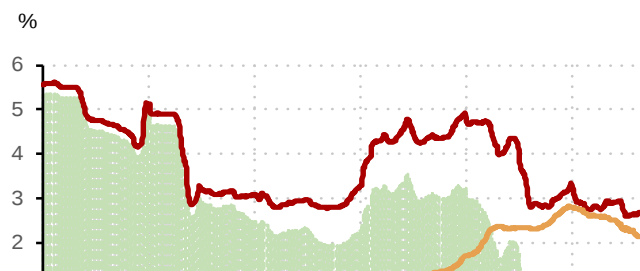
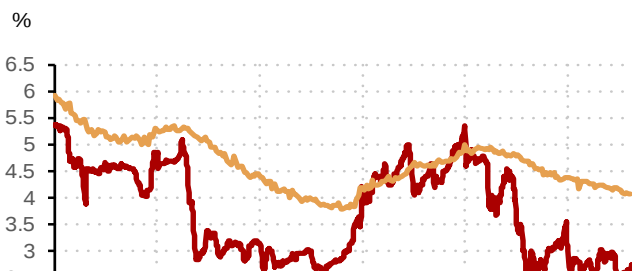


图 20：同业存单与理财平均收益率比较



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_10513

