

2019 年 08 月 11 日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (8.5-8.11)



经济依然偏弱，政策延续结构性导向

西南宏观固收观点

- **央行继续结构性导向的政策，相对经济走势表现审慎。货币投向也继续以结构性为主，重点增加对制造业、民企和小微融资支持。对房地产企业融资继续管控，对基建融资难以明显放松。**近期人民银行发布了二季度货币政策执行报告显示央行依然坚持审慎的政策取向。因而货币政策不会大幅度宽松。央行强调要引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。本次央行货币政策执行报告继续强调加强对房地产融资的管控。对于新增隐性债务，依然保持管控状况，因而基建投资资金来源也难以明显改善。
- **消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧。**猪肉价格回升幅度明显，叠加服务项超季节性上行是拉动 CPI 略超预期的主要因素。伴随 8-9 月基数的提高，CPI 将趋于下行，3 季度总体通胀压力有限。伴随着基数的回落，4 季度 CPI 将有所上行，能否突破 2.8% 的高点，主要取决于猪肉价格走势。PPI 超预期回落，步入通缩。需求不足，基数抬高，意味着接下来几个月通缩压力将加大，PPI 仍将下行。工业品价格增速落入负区间，将使得工业企业盈利承压。
- **转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势。**7 月出口增速止负转正，主要是因为对东盟、韩国和台湾的出口回升，但在中美贸易冲突加剧背景下，这些贸易大多以类似转口的贸易为主。全球经济延续下行，叠加中美贸易摩擦有所加剧，未来出口依然将保持弱势。进口方面，产出增加推动铁矿石进口额上行，以及 G20 会议后自美进口跌幅收窄，是支撑进口增速的重要原因，这些拉动因素可持续性存疑。国内地产调控进一步收紧，信用扩张遇阻，内需将继续放缓，叠加工业品价格步入通缩，进口也将保持弱势。
- **结构性货币政策环境下，流动性“堰塞湖”将持续，看多利率债。**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。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。流动性将持续宽松，下半年短端利率中枢水平将低于上半年，同时叠加基本面走弱，将对利率债形成持续利好。
- **一周宏观高频数据综述：工业品通缩压力加大，汽车零售明显回升，信托融资保持低位。**本周发电耗煤同比跌幅有所扩大，生产面延续弱势。地产调控趋严，银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作，地产销售同比跌幅扩大。上周乘用车日均零售销售量同比增速明显回升，但持续性存疑。上周消费品价格环比止跌专升，其中猪肉价格稳步上行，蔬菜和水果价格跌幅收窄，通胀走势依然平稳。生产资料价格延续跌势，螺纹钢价格继续回落，工业品通缩压力加大。新发信托融资规模保持低位，但预期收益率有所下行。
- **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. 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)
2. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
3. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
4. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019 年 3 季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
5. 15 年会再现吗？——汇率破 7 后的走势与影响 (2019-08-05)
6. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)
7. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
8. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
9. 政策保持定力，继续以结构性导向为主——中央政治局会议解读 (2019-07-31)
10. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤跌幅扩大，高炉开工率持续回升	2
2.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售同比大幅回升	2
2.3 消费品价格：猪肉价格稳步上行，蔬菜、水果价格跌幅收窄	3
2.4 工业品价格：生产资料价格保持跌势，螺纹钢价格继续回落	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行无操作，短端利率小幅下行	6
3.2 利率债：长端利率延续回落，期限利差收窄	7
3.3 信用债总览：产业债、城投债信用利差回落	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率破“7”，中美利差上行	9
4.2 股票市场：A股下行，全球股市普跌	9
4.3 期货市场：黄金价格持续上行，避险情绪回落	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：

国资委：“央企+互联网”，是国企混改模式之一，是市场主体的合作共赢，不是所谓的“公私合营”；近期国资委和互联网企业亲密接触，鼓励支持中央企业与互联网企业深化务实合作，推动数字经济与实体经济融合创新。

香港财政司司长陈茂波指出，香港经济陷入衰退的风险正逐步增大，在经济动力减弱之时，特区政府不会缩减公共开支，并会研究适时推出措施，以发挥逆周期的效用。

央行行长易纲就人民币汇率发表谈话称，人民币汇率波动是市场驱动和决定的。中国会坚持市场决定的汇率制度，不搞竞争性贬值，不将汇率用于竞争性目的，也不会将汇率作为工具来应对贸易争端等外部扰动。虽然近期受到外部不确定性因素影响，人民币汇率有所波动，但我对人民币继续作为强势货币充满信心。

央行就美国财政部将中国列为“汇率操纵国”发布声明称，中国实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，在机制上人民币汇率就是由市场供求决定的，不存在“汇率操纵”的问题。美方不顾事实，无理给中国贴上“汇率操纵国”的标签，是损人又害己的行为，中方对此坚决反对。这将会严重破坏国际金融秩序，引发金融市场动荡，还将大大阻碍国际贸易和全球经济复苏，最终会自食其果。

国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》，先行启动面积为 119.5 平方公里，支持新片区以投资自由、贸易自由、资金自由、运输自由、人员从业自由等为重点，推进投资贸易自由化便利化。新片区参照经济特区管理，并建立洋山特殊综合保税区。

外管局：我国跨境资金流动保持稳定，境内外汇市场供求基本平衡，外汇储备规模月度变化属于正常波动，总体保持稳定；我国经济持续向好的基本面没有变，实体经济部门和金融市场韧性强、潜力大，有能力应对外部冲击，并继续推进全方位改革开放，这将为外汇储备规模保持总体稳定提供支撑。

外交部回应“美政府禁止采购华为等 5 家中企公司电信设备”称，相关中国企业已在美采取法律行动；坚定支持相关中国企业拿起法律武器维护自身的正当权益，也将继续采取一切必要措施，坚决维护中国企业的正当合法权益。

央行发布二季度货币政策执行报告：稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配；加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新完善货币政策工具和机制，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率；加强预期引导，稳定市场预期；把握好处置风险的节奏和力度，及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散。

2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤跌幅扩大，高炉开工率持续回升

◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 72.2 万吨，同比下跌 11.4%，跌幅较上周扩大 7.7 个百分点。

◆ 本周全国高炉开工率较上周上行 2.2 个百分点为 69.5%。

图 7：历年六大发电集团耗煤量

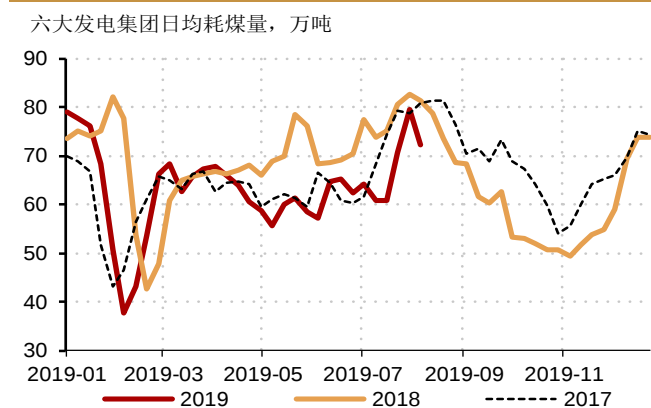


图 8：主要钢材品种库存

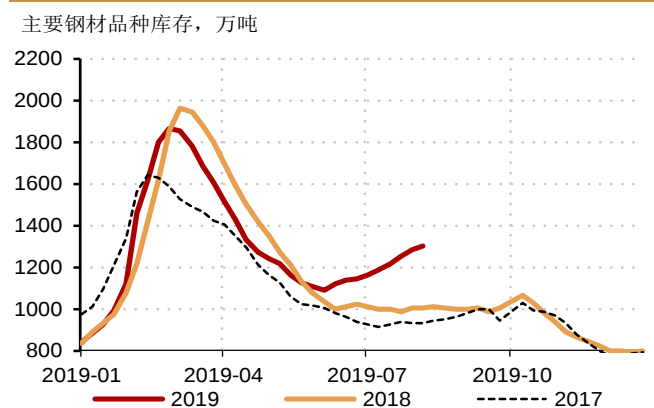


图 9：高炉开工率

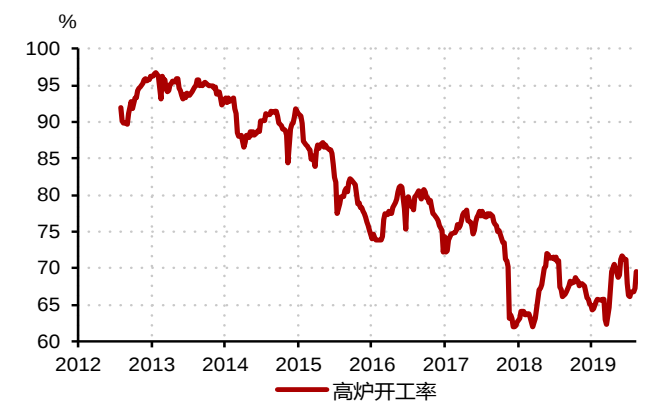


图 10：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率



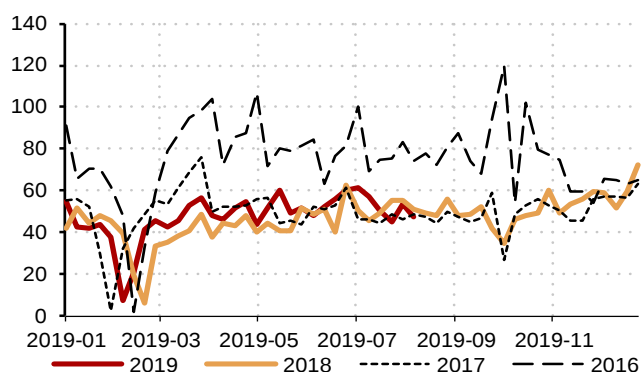
2.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售同比大幅回升

◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 7.2%，同比增速较上周扩大 4.2 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 13%，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 12.0 万辆，较前值增加 7.9 万辆，同比增长 41%，同比增速较上周扩大 66 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

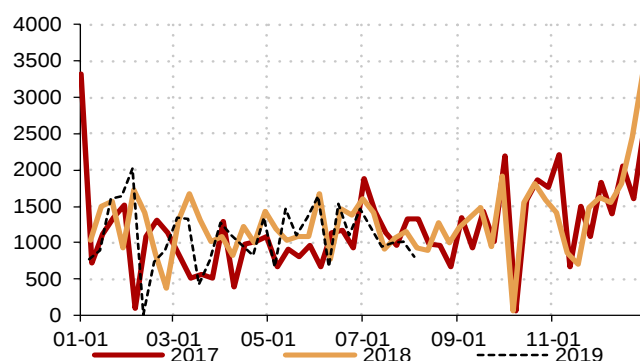
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

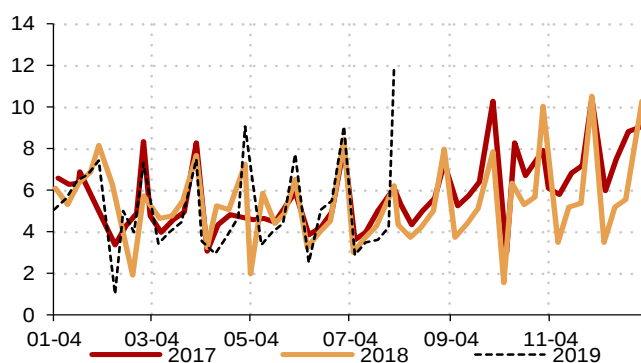
(万平方米)



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：乘用车零售销量

(万辆)



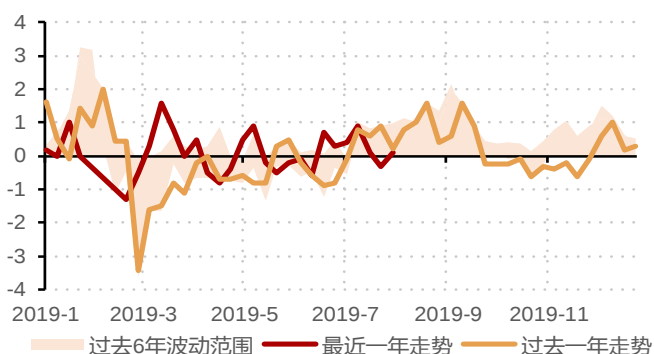
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：猪肉价格稳步上行，蔬菜、水果价格跌幅收窄

- ◆ 上周商务部食用农产品价格环比上涨 0.1%，较前值回升 0.4 个百分点。其中蔬菜价格环比下降 1%，跌幅较前值收窄 2.1 个百分点，猪肉价格环比上涨 1.9%，与前值持平。六种水果价格平均周环比下降 2.1%，跌幅较上周收窄 1.5 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

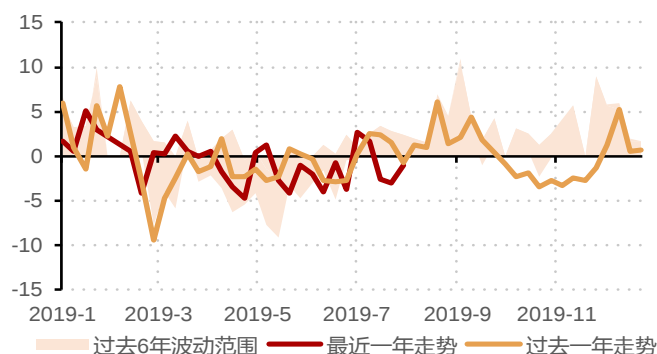
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

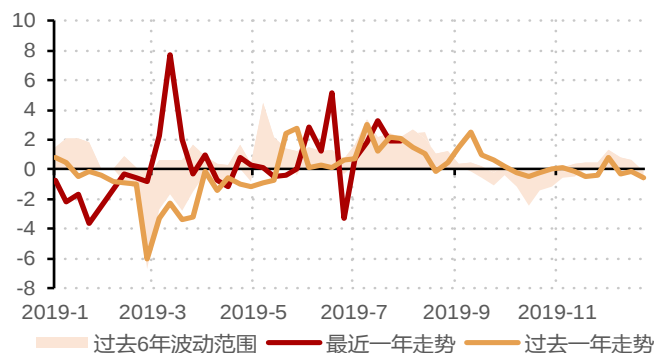
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

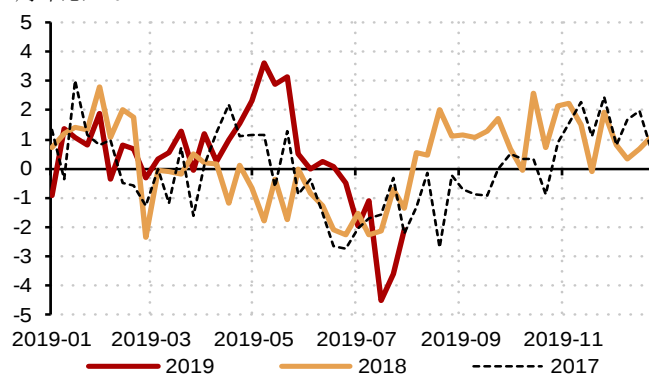
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

周环比，%



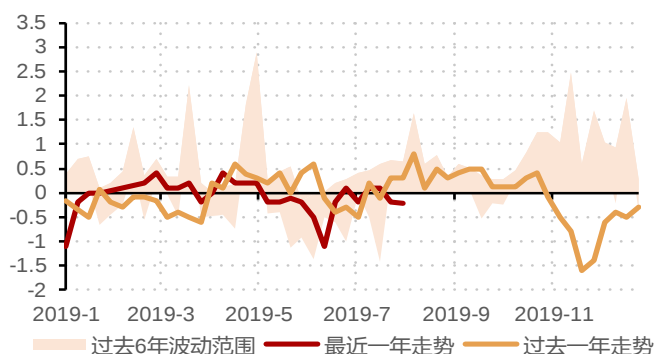
数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格保持跌势，螺纹钢价格继续回落

- ◆ 上周商务部生产资料价格环比下降 0.2%，较前值不变。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周回落 9 元至 578 元/吨；螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 119 元至 3879 元/吨；本周螺纹钢期货价格下跌 187 元至 3618 元/吨。

图 18：生产资料价格周环比涨幅

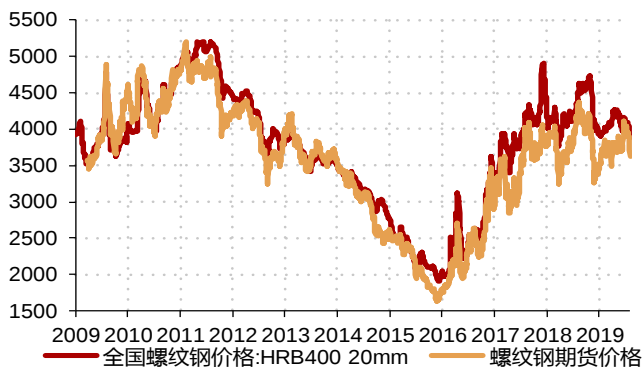
商务部生产资料价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：螺纹钢期货与现货价格

元/吨



数据来源：wind，西南证券整理

图 22：PTA 平均价格

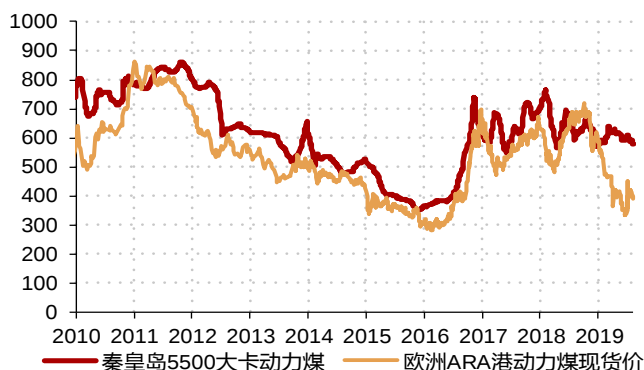
元/吨



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格

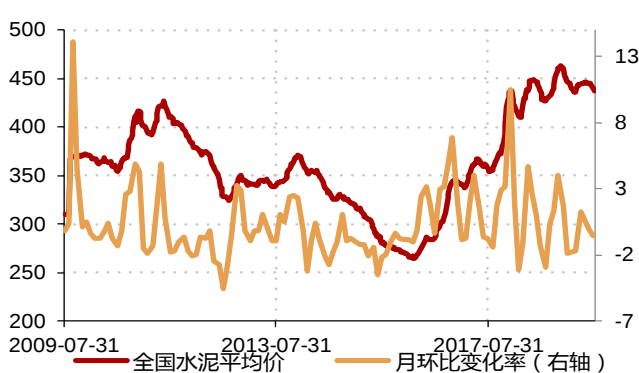
元/吨



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：水泥平均价格及变化率

元/吨



数据来源：wind，西南证券整理

3 债券市场跟踪

3.1 流动性：央行无操作，短端利率小幅下行

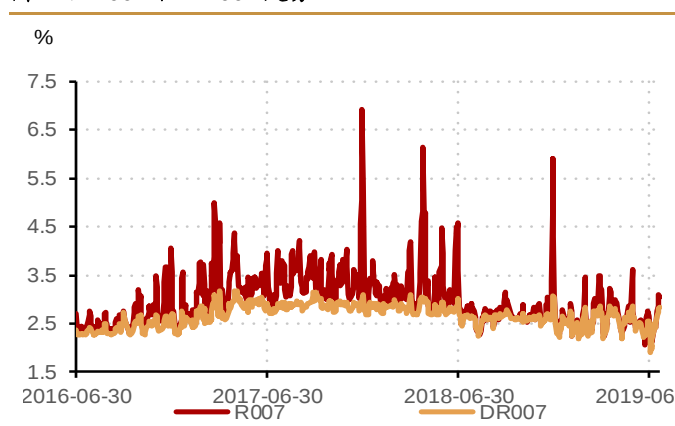
- ◆ 本周央行无公开市场操作。
- ◆ 本周 DR007 较上周下行 1bps 至 2.63%，R007 下行 3bps 至 2.65%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 8bps 至 44bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周下行 1bps 至 2.61%。

图 23：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	0	0	2200	0	-2200
三周前	4600	2000	0	1885	4715
两周前	500	2000	4600	5020	-7120
一周前	0	0	500	0	-500
本周	0	0	0	0	0
一周后			0	3830	-3830
二周后			0	0	0
三周后			0	1490	-1490
四周后			0	1765	-1765

数据来源：wind，西南证券整理

图 24：R007 和 DR007 走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：中美短端利差

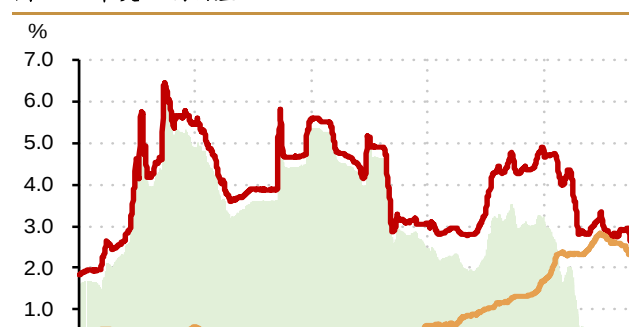
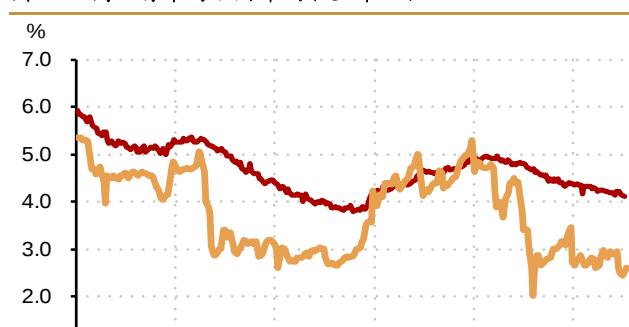


图 26：同业存单与理财平均收益率比较



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_10816

