

2019 年 08 月 04 日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (7.29-8.4)



再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略

西南宏观固收观点

- **美国再度对中国出口加征关税，对双方实际影响有限，双方继续在博弈中谈判。**虽然本周中美结束了新一轮高级别经贸磋商，但美国总统特朗普再度抛出对中国 3000 亿美元向美出口商品加 10% 关税的决定。一方面，考虑到这 3000 亿美元基本覆盖的是此前已经加征的 2500 亿美元之外，其它中国对美出口商品，大多价格弹性较低，因而加征关税对中国实质影响有限，我们预计对中国 GDP 同比增速的负面冲击在 0.1 个百分点或以下，而更多可能是提升美国消费者成本。另一方面，美国对中国商品再度加征关税，不排除是美国在新的中美谈判过程中的施压策略，反而可能一定程度上反应了，美国总统特朗普在大选之前，急于达成协议，减缓国内经济和特定部门，如农业、能源等压力，以获得相关选票的迫切意愿。
- **一周宏观高频数据综述：地产和汽车销售跌幅扩大，信托融资大幅收缩。**本周发电耗煤同比跌幅继续收窄，而 7 月发电耗煤炭同比跌幅较 6 月扩大 3.7 个百分点，生产面延续弱势。地产调控趋严，按揭利率上调叠加额度收紧，使得地产销售同比跌幅扩大。上周乘用车日均零售销售量同比跌幅有所扩大。“国五”向“国六”转变影响退出后，汽车销售重回负增长。上周消费品价格环比止升转跌，其中猪肉价格减速上行，蔬菜价格跌幅扩大，而水果价格延续回落，通胀走势平稳。随着融资管控收紧，上周新发信托融资规模大幅萎缩。
- **美联储鹰派降息，非农数据稳定，3 季度降息预期或不会更强。**本周美联储首次降息 25bps，符合市场预期。并在 8 月 1 日停止缩表，缩表结束时点较 3 月末指引提前 2 个月。虽然联储实际进行了符合市场预期的鸽派措施，但美联储主席鲍威尔的表态却偏鹰派。鲍威尔表示本次降息是“周期中期调整”，并不意味着开启长期降息周期，可能会再降息，也可能会再加息。鲍威尔鹰派表态背后是在此前利率大幅下行之后，美国经济数据表现相对平稳，并未出现持续的大幅下滑。美国 7 月非农就业新增 16.4 万人，基本符合预期，小时工资同比增 3.2%，增速较上月回升 0.1 个百分点。经济数据并未出现超预期恶化将支撑降息预期保持平稳，因而美国长期利率我们预计在 3 季度将保持平稳，近期下行主要受中美贸易战态势变化影响，长端利率再度趋势下行需要等到经济显著恶化的 4 季度。
- **继续全面看多利率债。**当前结构性政策短期可能导致资金投放渠道不畅，人民银行金融机构信贷结构调整优化座谈会明确了资金未来结构性投放的导向，对房地产等行业融资管控将导致这些部门融资收缩，但制造业等融资缺乏微观激励，短期难以放量，因而实体信用存在再度收缩可能。在资金难以进入实体，而经济偏弱环境下货币政策又不会收紧情况下，资金将再度堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。因而流动性将持续宽松，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。因而我们继续看多利率债，10 年期国债利率有望下到 3% 以下。
- **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. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
2. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
3. 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)
4. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)
5. 预测美股短期回报的可靠指标：情绪度量——全球央行追踪第 11 期 (2019-07-23)
6. 经济依然弱平稳，改革开放再加速 (2019-07-21)
7. CPI 猪肉项权重真被调低了么？ (2019-07-19)
8. 不应将“老路”与“新路”对立 (2019-07-18)
9. MMT 理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)
10. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：高温天气推动发电耗煤跌幅收窄	2
2.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售跌幅扩大	3
2.3 消费品价格：猪肉价格减速上行，蔬菜价格持续回落	4
2.4 工业品价格：生产资料价格止升转跌，螺纹钢价格大幅回落	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行小幅净回笼，短端利率平稳	6
3.2 利率债：长端利率小幅回落，期限利差收窄	7
3.3 信用债总览：产业债信用利差回落，低等级城投债信用利差持续回升	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率再度贬值，3 季度将在“7”以内延续弱势	9
4.2 股票市场：A 股下行，全球股市普跌	9
4.3 期货市场：黄金价格上行，避险情绪攀升	10
4.4 实体经济利率：实体融资利率企稳，信托融资量明显萎缩	12

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

美方拟对 3000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税。外交部回应称，中方不会接受任何极限施压和恐吓讹诈，在重大原则问题上我们一寸也不会让步。商务部表示，中方对此强烈不满、坚决反对；如果美方加征关税措施付诸实施，中方将不得不采取必要的反制措施，坚决捍卫国家核心利益和人民根本利益，一切后果全部由美方承担。

国务院副总理刘鹤主持召开国务院促进中小企业发展工作领导小组第三次会议，研究部署进一步支持和促进中小企业发展，要求把减税降费等各项惠企政策落到实处，使各类企业都能真正享受到政策红利。要着力做好清理拖欠民营企业中小企业账款工作，确保按期完成全年清欠目标任务。

国务院副总理刘鹤 25 日到工信部调研指导“不忘初心、牢记使命”主题教育工作。刘鹤指出，推动制造强国建设和制造业高质量发展是重要的阶段性使命，工信部责无旁贷。要保持工业经济平稳健康发展，把制造强国建设抓细抓实，创造好的制造业发展生态，打牢工业化基础，在改造传统产业、加快新兴产业发展中努力形成新的增长点。

发改委等四部委印发《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，9 月底前出台金融资产投资公司发起设立资管产品备案制度；探索提出允许公募资管产品参与优质企业债转股；加快股份制商业银行定向降准资金使用，支持符合条件的股份制商业银行利用所属具有股权投资功能的子公司、同一金融控股集团的现有股权投资机构或拟开展合作的具有股权投资功能的机构参与市场化债转股。

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调，做好下半年经济工作意义重大。要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作，促进经济持续健康发展。要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。

央行召开下半年工作电视会议，要求坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调，灵活运用多种货币政策工具，适时适度进行逆周期调节，保持流动性合理充裕，引导广义货币供应量和社融规模增速与名义 GDP 增速相匹配；加快疏通货币政策向实体经济的传导机制，确保实现小微企业贷款户数增加、贷款投放扩大、贷款成本适度降低，支持优质民营企业扩大债券融资规模；继续深化利率市场化改革，健全宏观审慎管理框架和评估体系。

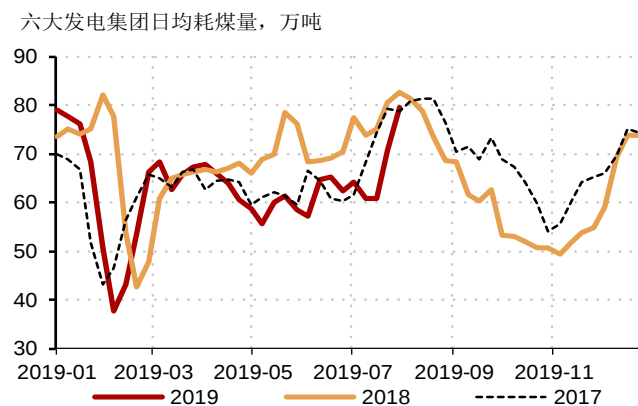
农业农村部研究部署下半年农业农村重点工作，强调下半年特别要着重抓好秋粮和生猪生产，完成好高标准农田建设、农村人居环境整治等硬任务。要着眼“十四五”及早开展调查研究，谋划重大政策，提出重大举措，为推进实施乡村振兴战略、加快农业农村现代化提供有力支撑。

2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：高温天气推动发电耗煤跌幅收窄

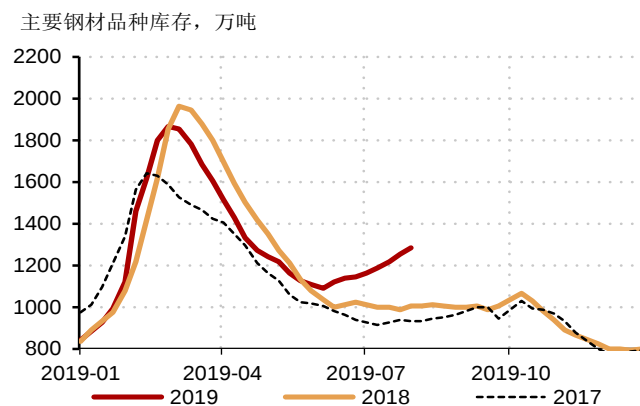
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 76.0 万吨，同比下跌 3.6%，跌幅较上周收窄 8 个百分点。
- ◆ 本周全国高炉开工率较上周上行 0.6 个百分点为 67.3%。

图 7：历年六大发电集团耗煤量



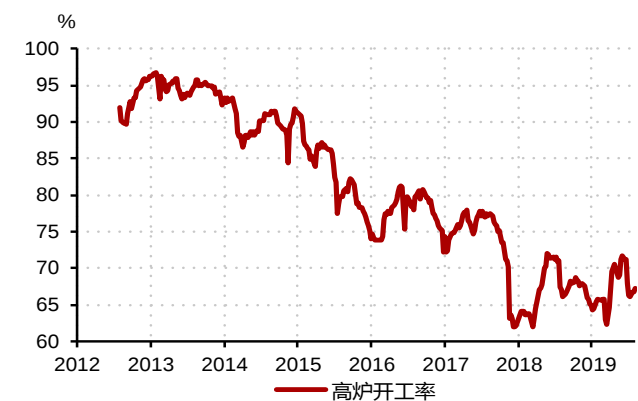
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：主要钢材品种库存



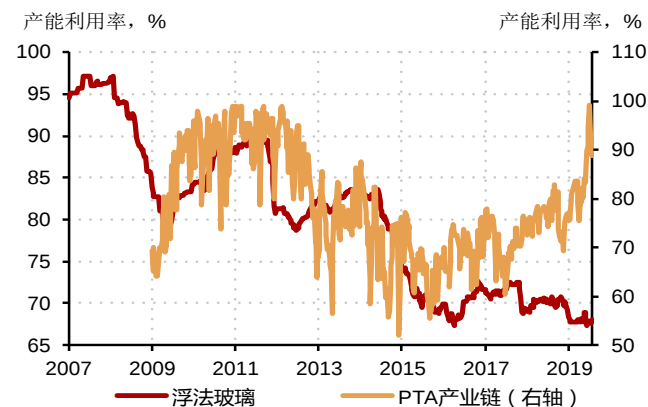
数据来源：wind，西南证券整理

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



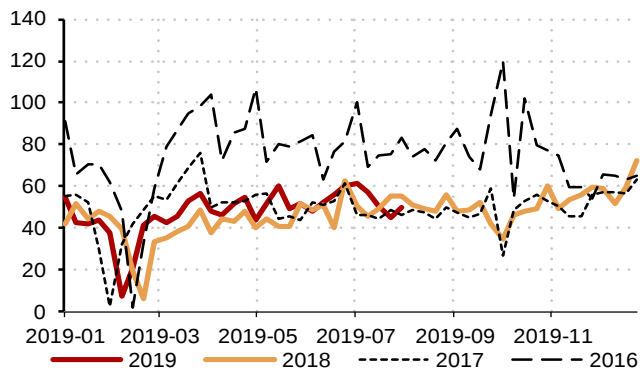
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售跌幅扩大，汽车零售跌幅扩大

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 14.3%，同比增速较上周扩大 4 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 36%，较前值跌幅扩大 21 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 4.2 万辆，较前值增加 0.6 万辆，同比下跌 25%，跌幅较上周扩大 7 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

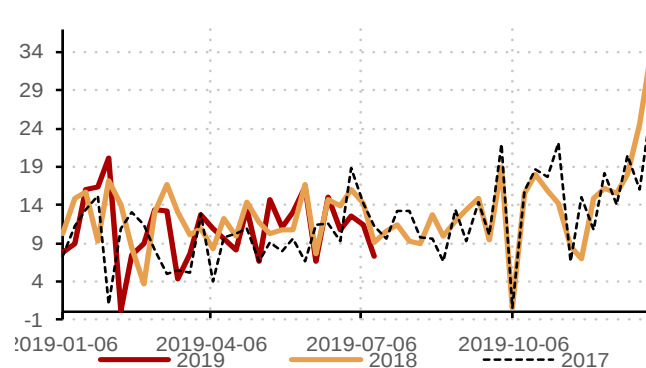
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

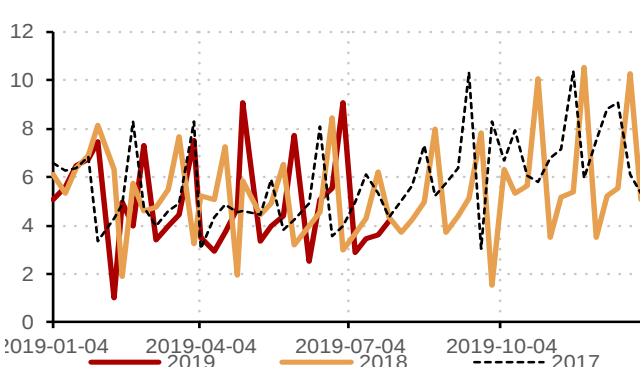
百万平米



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：乘用车零售销量

万辆

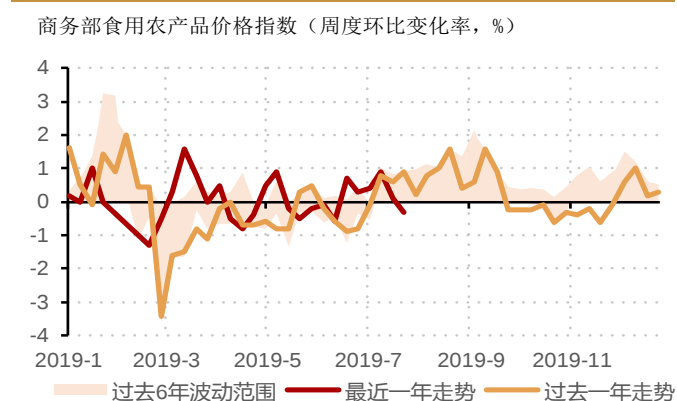


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：猪肉价格减速上行，蔬菜价格持续回落

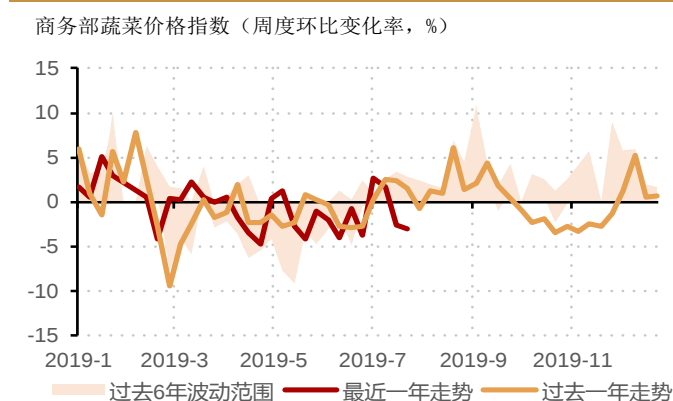
- ◆ 上周商务部食用农产品价格环比下跌 0.3%，其中蔬菜价格环比下降 3.1%，跌幅较前值扩大 0.5 个百分点，猪肉价格环比上涨 1.9%，较前值回落 1.4 个百分点。六种水果价格平均周环比下降 3.6%，跌幅较上周收窄 0.9 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅



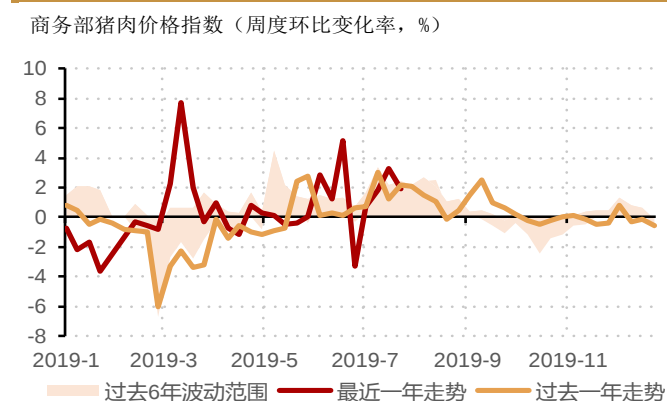
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅



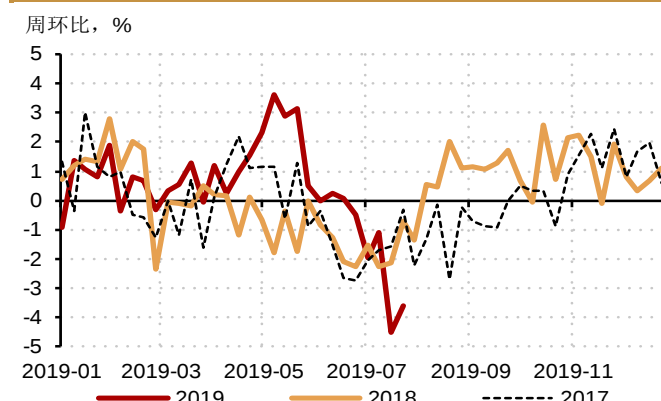
数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

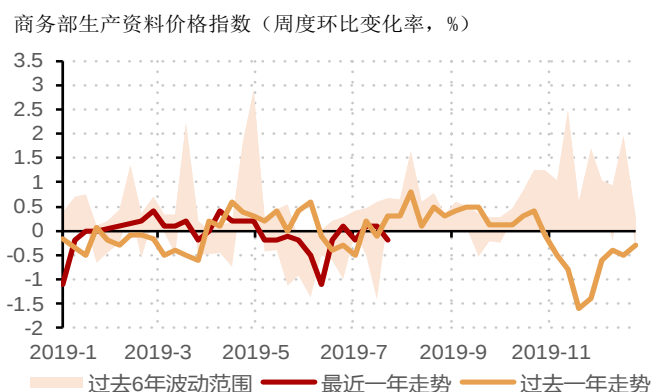


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格止升转跌，螺纹钢价格大幅回落

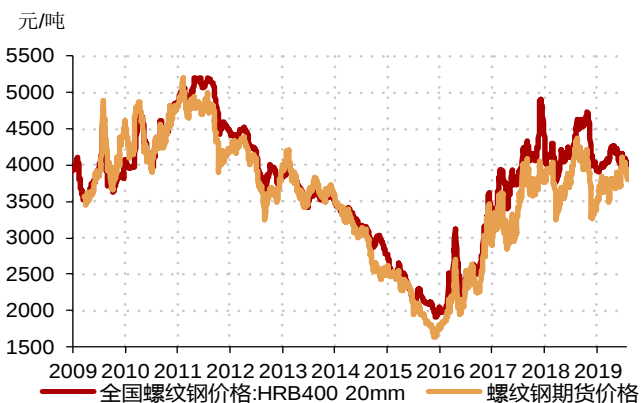
- ◆ 上周商务部生产资料价格环比下降 0.2%，较前值回落 0.3 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周回落 1 元至 587 元/吨；螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 65 元至 3998 元/吨；本周螺纹钢期货价格下跌 145 元至 3805 元/吨。

图 18：生产资料价格周环比涨幅



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：螺纹钢期货与现货价格



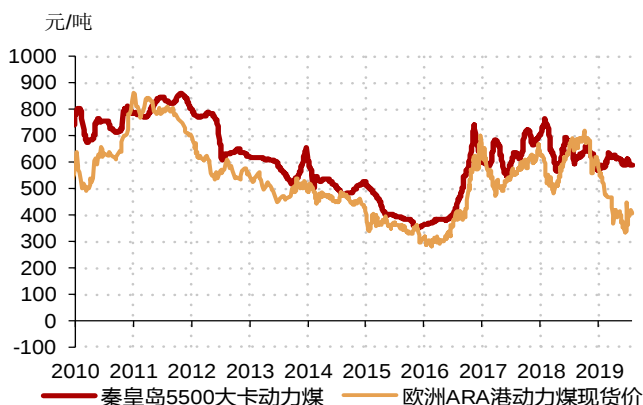
数据来源：wind，西南证券整理

图 22：PTA 平均价格



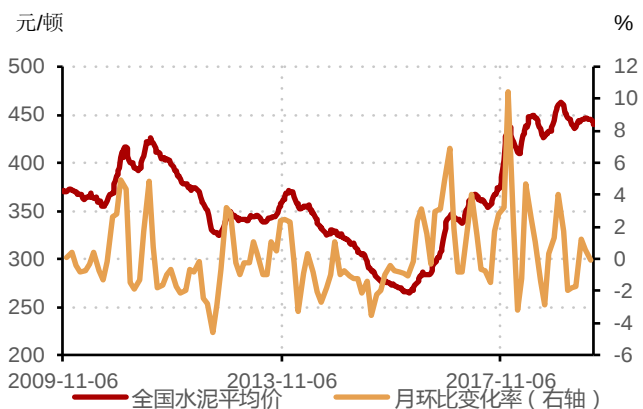
数据来源：wind，西南证券整理

图 19：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：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，短端利率平稳

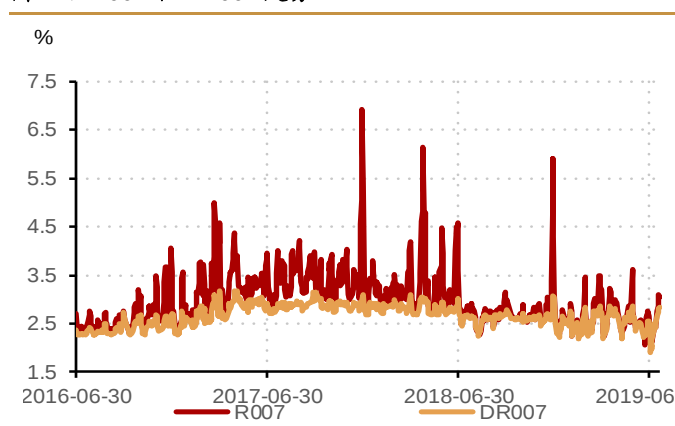
- ◆ 本周央行共有 500 亿元逆回购到期，无 MLF 操作。从全口径测算，央行本周公开市场操作实现净回笼 500 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周保持平稳至 2.64%，R007 下行 18bps 至 2.68%。
- ◆ 中美短端利差较上周下行 1bps 至 36bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 2bps 至 2.62%。

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	3400	0	-3400
三周前	0	0	2200	0	-2200
两周前	4600	2000	0	1885	4715
一周前	500	2000	4600	5020	-7120
本周	0	0	500	0	-500
一周后			0	0	0
二周后			0	3830	-3830
三周后			0	0	0
四周后			0	1490	-1490

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

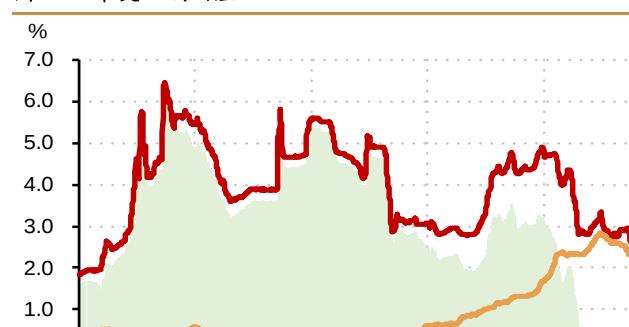
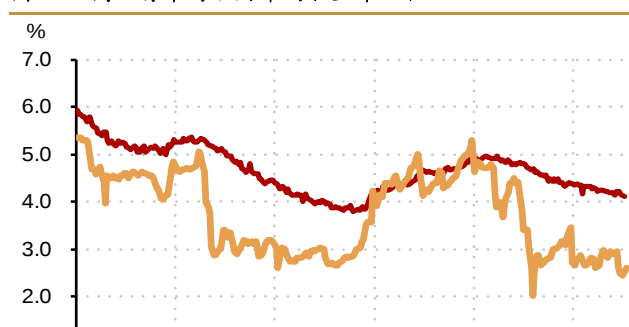


图 26：同业存单与理财平均收益率比较



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_10920

