

信用或再度收缩，全面看多利率债

摘要

高频数据显示 7 月经济依然偏弱，虽然发电量等可能受高温天气影响有所回升，短期推升生产面，但难以持续。总体需求依然疲弱，随着政治局会议强化对房地产调控，房地产需求将走弱，叠加外需持续走弱，整体需求将持续下行。

而更为重要的是，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

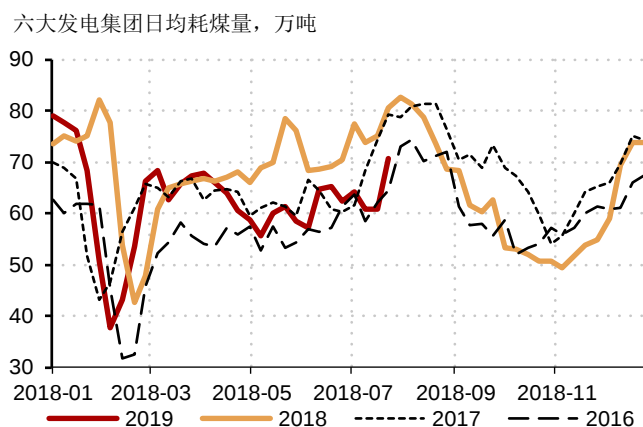
相关研究

1. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
2. 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)
3. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)
4. 预测美股短期回报的可靠指标：情绪动量——全球央行追踪第 11 期 (2019-07-23)
5. 经济依然弱平稳，改革开放再加速 (2019-07-21)
6. CPI 猪肉项权重真被调低了么？ (2019-07-19)
7. 不应将“老路”与“新路”对立 (2019-07-18)
8. MMT 理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)
9. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)
10. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)

1 实体数据继续偏弱，政策压力下地产需求放缓

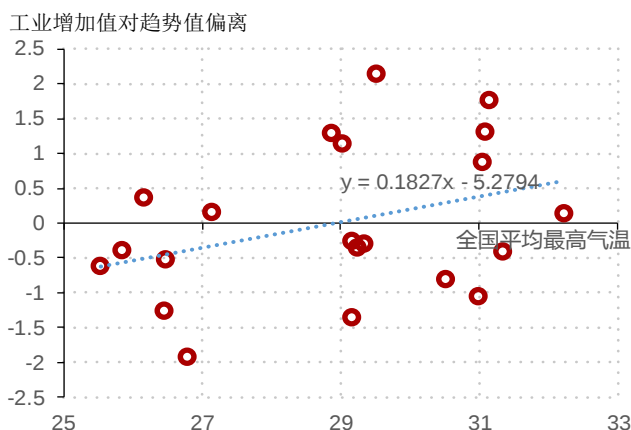
经济延续弱势，高温对短期生产形成支撑，但总体产出依然延续弱势。从六大发电集团耗煤量来看，7月生产面同比增速较6月有所回升，预示着发电量等生产面指标增速或有所回升。但这个回升并非需求改观，而是7月各地持续高温天气增加用电需求，导致发电量等生产面指标回升。也间接推升了制造业PMI等指标。但事实上，这种回升不具有可持续性，在高温天气退出后，用电需求将重回弱势状况。由于需求偏弱，部分上游行业产出增加导致库存明显高于往年同期水平，库存积累将压制未来产出扩张空间。在总体需求疲弱环境下，生产面将延续偏弱态势。

图1：六大发电集团耗煤量跌幅收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图2：高温将短期改善生产面，但不可持续

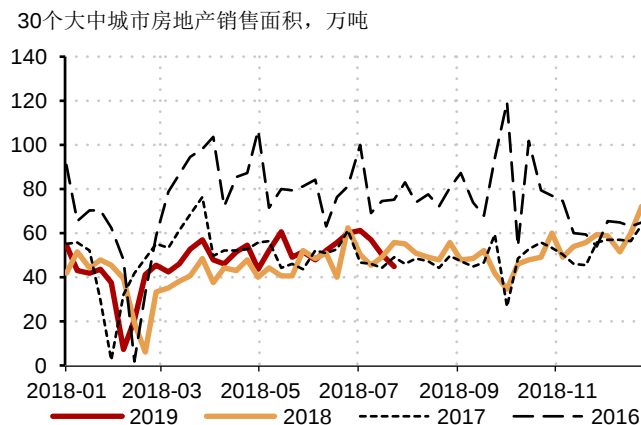


数据来源：wind、西南证券整理

调控政策强化地产需求下行压力加大。总体需求继续走弱。近期政策对房地产调控力度明显加强，政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。同时人民银行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会，要求严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示。对房地产调控的强化导致房地产需求走弱，高频数据中30个大中城市商品房销售面积下滑，房地产企业拿地速度明显放缓。随着房地产企业资金面收紧，下半年房地产投资也将随之放缓，这将在短期加大经济放缓压力。

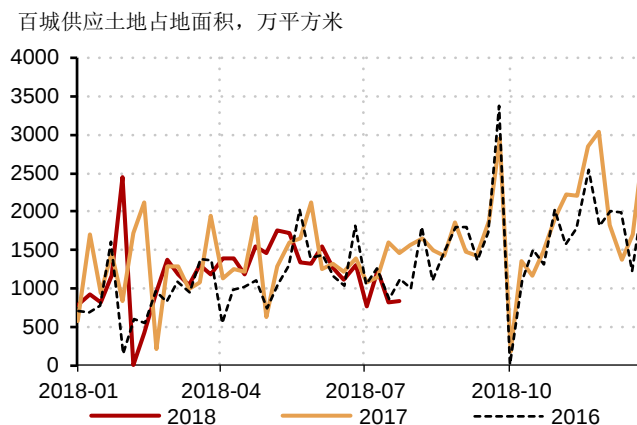
基建、制造业投资以及消费需求继续保持弱势，外需同样疲弱，总需求继续放缓。虽然6、7月地方债加快发行，但隐性债务新增量依然受到管控环境下，地方政府总体资金来源并未明显改善，因而基建投资难以大幅回升，仅可能有小幅改善。高频数据中疲弱的水泥价格也从侧面印证了这个判断。而制造业投资滞后于企业盈利，在企业盈利持续放缓的环境下，制造业投资继续疲弱。随着环保标准由“国五”向“国六”转变影响的退出，汽车销售重回负增长状况，乘用车厂家批发高频数据再度同比回落，显示消费也将在7月回落。同时全球经济放缓，外需随之下行。7月韩国出口同比下跌11.0%，跌幅虽然较上月有所收窄，但依然弱势，显示全球需求继续疲弱。因而总体需求继续放缓，这将持续对经济带来下行压力。

图 3：30 个大中城市房地产销售面积



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：百城供应土地占地面积

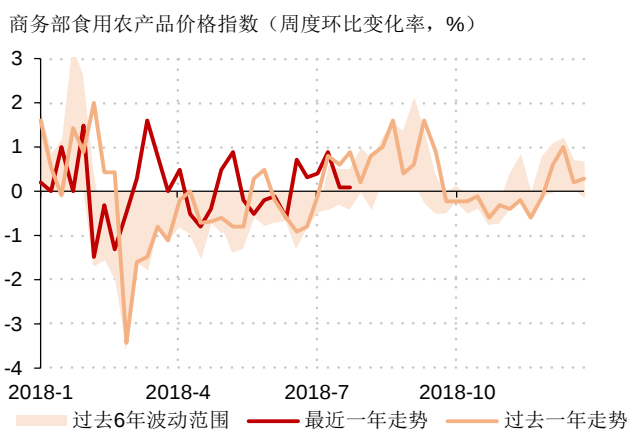


数据来源：wind、西南证券整理

通胀走势平稳，总体压力有限。食品价格总体平稳，猪肉价格虽有上涨，但并未出现超预期回升，而水果等食品价格开始回落，因而整体食品价格走势平稳，略高于去年同期水平。而油价环比持续下跌，叠加去年高基数因素逐步体现，将对物价总体水平形成抑制。因而通胀总体压力有限，我们预计 7 月 CPI 同比可能继续持平于 2.7% 水平，但 8、9 月随着基数效应的提升，CPI 同比增速将出现回落。全年 CPI 高点可能就在 2.7% 左右，破 3% 可能性不大，通胀对经济和政策扰动有限。

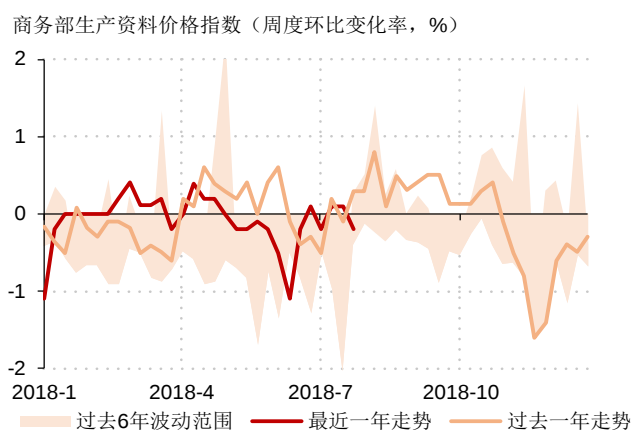
工业品价格同比将进入通缩。7 月高频数据显示工业品价格总体偏弱，商务部生产资料价格指数环比在 0 附近波动，与去年同期水平持平，考虑到上月 PPI 同比已经落到 0%，本月同比增速可能进入通缩。总体工业品价格增速放缓显示整体需求偏弱，经济依然面临放缓压力。而高基数效应逐步体现将推动未来几个月工业品价格同比增速持续下行，PPI 同比通缩程度将在未来几个月加深，这将对企业盈利持续形成压力。

图 5：商务部食用农产品价格指数



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：商务部生产资料价格指数



数据来源：wind、西南证券整理

2 信用或再度收缩

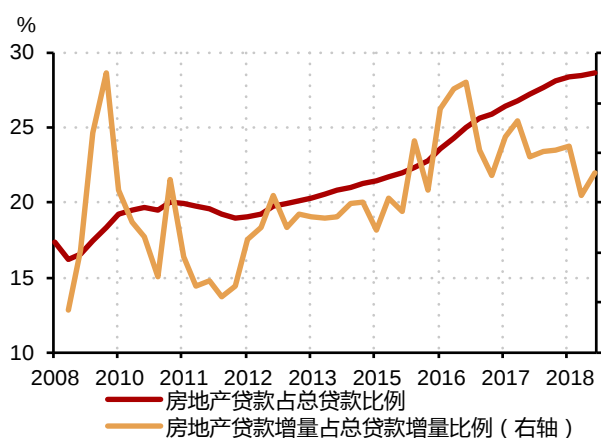
政策继续坚持结构性导向，资金投放有疏有压。7月末的中央政治局会议显示政策将坚持结构性导向，而人民银行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会更是细化了这种方向。具体来说，就是增加金融体系对制造业以及小微企业支持，严格控制对房地产市场的贷款以及房地产企业融资规模，定向加大对现代服务业、乡村振兴、扶贫等政策目标行业或部门的信贷支持。

对房地产融资的管控将带来信用收缩压力。过去十多年，房地产贷款占总贷款的比例持续攀升，到19年2季度末，房地产贷款已经占到了总贷款的28.7%，而且房地产贷款绝大部分为中长期贷款，因而房地产贷款占中长期贷款比例更高。从增量上来看，房地产贷款也是近年贷款增长的主要动力，2016年对贷款的贡献一度在一半以上，即使今年上半年，房地产贷款也贡献了1/3左右的贷款增量。因而，对占贷款比例如此高规模的一部分融资进行管控，将带来不可忽视的信用收缩压力。

另外，增加对小微和制造业企业融资需要解决形成困难的根源。首先，大型企业具有较高的信用，导致银行放贷偏好大型企业；其次，我国银行体系以大银行为主，客户结构未能有效下沉限制了对广大中小民营企业的放贷能力；再次，缺乏高质量抵押物也限制了小微企业和中小制造业企业融资能力，特别是在经济下行，经济状况恶化期。如果不解决根本问题，而是舍本逐末，可能会导致不良金融创新出现，甚至引发新的金融乱象。

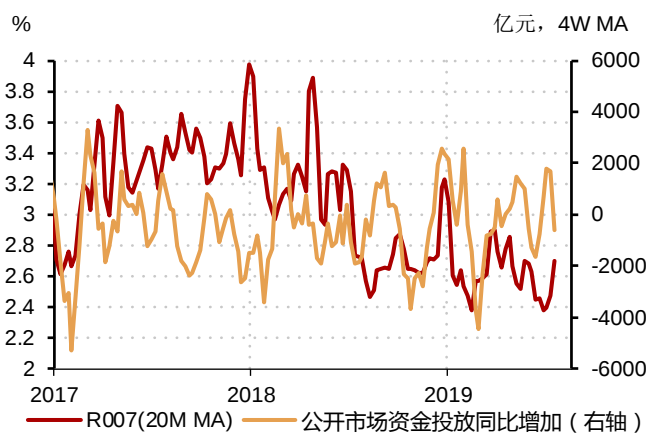
信用投放或再度收缩。由于对传统融资渠道管控显著加强，而新的融资渠道短期缺乏微观激励，难以放量，同时，中小银行资金来源不足也将抑制其资金投放能力，未来一段时间信用可能再度收缩。7月央行通过公开市场回笼资金5028亿元，较去年同期多回笼2418亿元，但流动性依然宽松，预示7月信贷可能较弱。信用投放或再度收缩。

图7：房地产贷款占比



数据来源：wind、西南证券整理

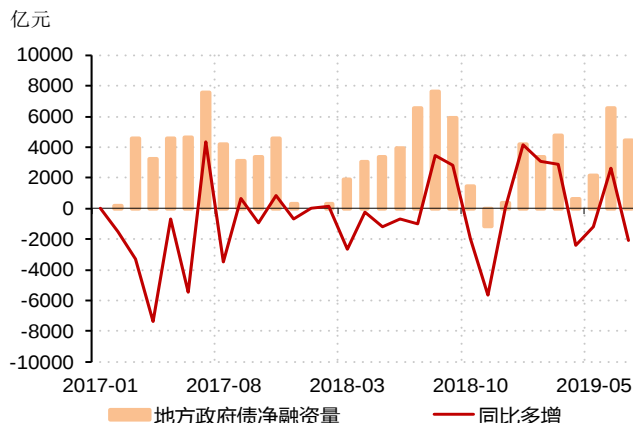
图8：央行公开市场资金投放规模下降，短端利率小幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

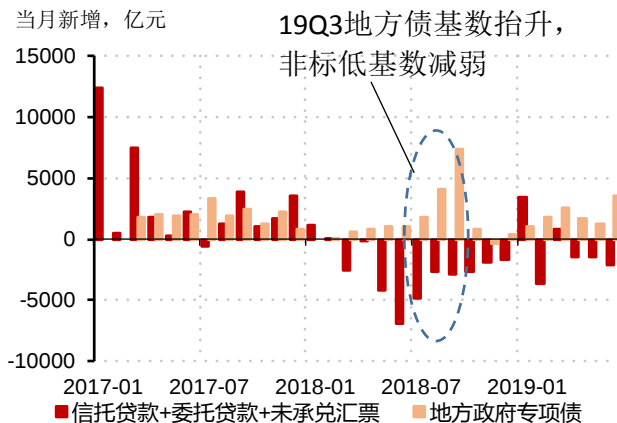
社融同比增速将进入回落阶段。一方面，信用投放不畅导致社融环比走弱。除信贷承压之外，地方债发行在7月也有所放缓，当月地方债净融资4419亿元，同比少2097亿元。另一方面，去年表外融资收缩幅度最大时期在6月份，而后表外融资减少幅度有所收窄，低基数效应减退，而去年3季度地方债发行放量更是进一步抬高了基数效应。因而7月之后社融同比增速将小幅放缓。我们预计7月社融在1.35万亿左右，同比增速与上月持平与10.9%水平，未来或将逐步下行。

图 9：地方政府融资放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：低基数效应开始减退



数据来源：wind、西南证券整理

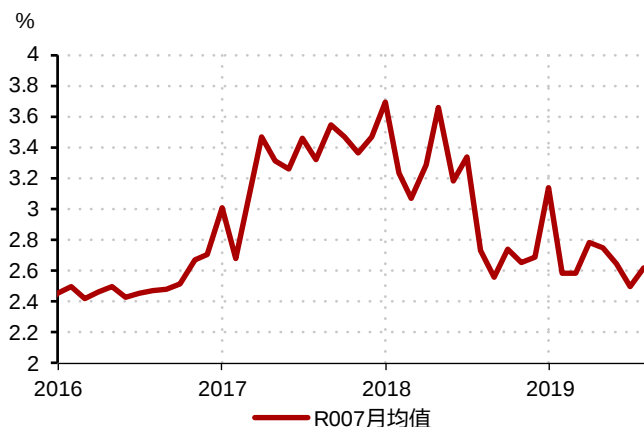
3 流动性堰塞湖或再成型，全面看多利率债

基本面走弱和流动性持续宽松将为利率债形成持续利好。结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。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。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。

市场目前担忧央行不会放任短端利率持续低位波动。目前市场对利率下行依然持怀疑态度主要是担忧央行是否会放任短端利率持续低位波动。特别是在7月初，短端利率进入极低水平，隔夜拆借利率多次到1%以下，甚至到超额准备金利率一下，之后央行开始不断回笼资金，拉动短端利率有所回升。但是，我们需要看到，在经济疲弱环境下，央行显著推升短端利率可能性不大，而政治局会议同时强调流动性要合理充裕，因而宽松的流动性环境不会改变。同时，银行资金投放不畅会导致资金继续淤积在银行间市场，导致短端利率中枢水平较上半年下降。因而虽然7月中下旬短端利率有所上升，但下半年短端利率中枢水平依然将低于上半年。

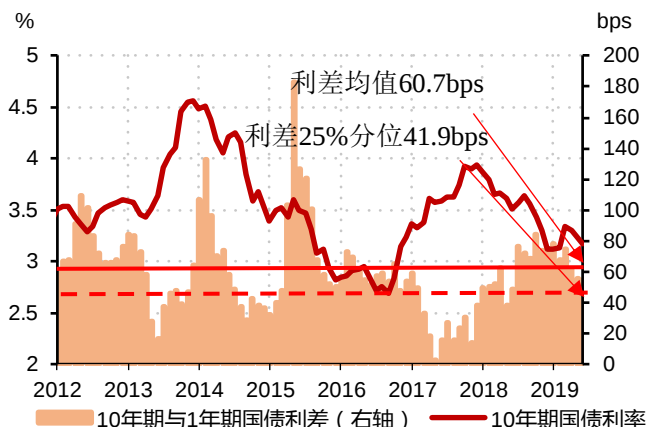
银行配置资金增加将推动期限利差不断收窄，推动长端利率继续下行。从6月托管数据可以看出，长端利率对短端利率敏感度下降主要是城商行从同业市场融资减少，6月城商行通过质押式回购融资资金量显著减少，只能通过出售高流动性的利率债来满足资金需求，抑制了长端利率下行。而全国性商业银行虽然拆出资金减少，但地方政府债发行放量导致其配置其它利率债资金规模受限，因而未能推动长端利率有效下行。但从目前来看，城商行同业融资最困难时期已经过期，未来将逐步改善，而且地方债发行峰值已过，大型银行利率债配置资金也将持续增加。随着配置力量逐步加强，期限利差有望持续收窄，长端利率将继续下行。我们预计10年期国债利率有望下降至3.0%以下。

图 11: R007 利率水平



数据来源: wind、西南证券整理

图 12: 国债期限利差与长端利率走势



数据来源: wind、西南证券整理

表 1: 西南证券月度宏观数据预测

		2018-6	2018-7	2018-8	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	预测误差及修正		市场预期	
		2018-6	2018-7	2018-8	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-5F	2019-6F	2019-7F	2019-8F
CPI	同比%	1.9	2.1	2.3	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7	2.5	0.0	0.2	2.6	
PPI	同比%	4.7	4.6	4.1	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.1	-0.4	0.1	0.0	-0.1	
工业增加值真实增速/1	同比%	6.0	6.0	6.1		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	5.6	5.2	-0.9	0.4	5.7	
固定资产投资累积名义增速/1	同比%	6.0	5.5	5.3		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.6	5.5	-0.4	0.0	5.7	
消费品零售名义增速/1	同比%	9.0	8.8	9.0		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	8.5	8.2	-1.7	0.3	8.4	
新增人民币贷款	亿人民币	18400	14500	12800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10000	10000	900	-4000.0	13000	
社会融资总额	亿人民币	14852	12161	19286	46353	7030	28593	13592	13952	22629	13500	18000	-1629	-1500.0		
M2增速	同比%	8.0	8.5	8.2	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.5	8.4	0.2	-0.3	8.5	
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速 (美元计价)	同比%	11.2	12.2	9.8	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	-3.0	-4.0	-1.7	2.0	-0.8	
进口名义增速 (美元计价)	同比%	14.1	27.3	19.9	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-12.0	-10.0	2.3	-4.0	-6.9	
贸易顺差	亿美元	414.7	280.5	278.9	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	434.9	366.8	-78.1	117.6	381.1	
人民币兑美元汇率 (月末值)	人民币/美元	6.62	6.82	6.82	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.90	6.90	0.00	0.00	6.84	
存款准备金率 (月末值)	%	15.5	15.5	15.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	0.0	0.5		

资料来源: CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注: 表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异, 预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2: 西南证券季度宏观数据预测

		16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3F	19Q4F	预测误差及调整	
		16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3F	19Q4F	19Q2F	19Q3F
GDP 同比增速	同比%	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.1	6.1	0.0	-0.1

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_11020

