

2019年07月07日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（7.1-7.7）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

降息预期比降息时点更重要

西南宏观固收观点

- **美国6月非农数据超预期，但7月降息依然是可选项。**周五晚间，美国劳工部公布了其6月非农数据，新增就业22.4万人，超市场预期的16.5万人，说明就业市场保持稳健。数据公布后，利率期货市场显示7月息的概率依然保持在00%，但降息的幅度集中在25bp，预期7月降50bp的概率已经明显回撤。考虑到资本市场对7月降息的预期已经打满，超预期的非农数据公布后，美债利率上行，黄金价格高位跳水。作为预期引导最好的央行，考虑到市场对7月开启降息已经充分定价，如果联储逆市场预期而为，则将加大市场波动，这显然不是联储希望看到的。因此，虽然6月非农数据超预期，但7月开启降息依然是可选项。
- **相比于降息时点，更重要的是降息预期，3季度降息预期难以强化，甚至可能弱化。**如果联储在7月降息，则9月、12月降息的可能性将减小。预计联储可能给出没有市场预期宽松的指引来引导市场预期。美国经济确定性下行，并向其略低于2%的潜在增速收敛，但暂时仍看不到衰退风险。而且低利率环境将支撑耐用品消费和房地产销售等利率敏感部门，从而延缓经济下行的斜率。6月25日，鲍威尔在纽约对外关系委员会中强调，要保持联储的独立性，认为货币政策不能向“短期政治利益”屈服。他认为降息还需要数据的印证，联储当前关注点在于当前的不确定性是否持续给美国经济增长前景带来下行压力，“货币政策不应应对任何单个数据或市场情绪的短期波动做出过度反应”，这些表态均是在削弱市场对于联储过度宽松的预期。联储宽松预期被削弱，需要关注黄金、美债的短期调整风险。
- **经济依然延续弱势，地方政府债发行减缓。**从六大发电集团耗煤量等高频数据来看，7月上旬生产面略依然偏弱，7月首周发电耗煤量同比增速较6跌幅有所扩大。房地产销售面积继续小幅回升，但依然弱于6月。经济总体依然延续弱势。7月首周地方债发行放缓，当周地方债发行263亿元，净融资125亿元，发行速度有所放缓。6月地方债加速发行对未来几个月有一定的透支。基建是当前稳增长的主要抓手，而在财政明显前倾的情况下，下半年预算内财政发力空间有限，这将限制基建投资的资金来源。此外，房地产调控边际有所收紧，银保监会近期收紧了房地产信托，要求加强房地产信托领域风险防控。内外需依然有下行压力，当前的政策发力程度仍不足以对冲经济下行的态势。
- **经济向下，流动性持续宽松，都将为利率债构造有力环境。**政策发力有限，经济依然将保持弱势状态。在经济依然有下行压力，以及包商银行事件可能造成信用短期收缩风险的情况下，货币政策将保持偏宽松。今年货币政策的一大重点是降低实体经济融资成本，特别是降低民营、微企业融资成本，不排除央行定向降准来降低银行负债成本。地方债发行量回落，短端利率中枢水平下行环境下，长端利率中枢水平也将随之下行。而如果美联储在7月份降息，中国央行则很可能顺势调降公开市场操作利率，长端利率下行态势则将更为确定。
- **风险提示：**联储货币宽松大幅低于市场预期。

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. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？（2019-07-04）
2. 回归偏弱的基本面——月度经济预测（2019-07-01）
3. G20会议成果与基本面的变化（2019-06-30）
4. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续（2019-06-27）
5. 各国央行如何看待自身经济前景——全球央行追踪第10期（2019-06-26）
6. 贸易战走势进入关键期，国内政策要更为有力（2019-06-23）
7. 为何个体风险事件会蔓延至全市场——由包商银行事件说起（2019-06-20）
8. 贸易战的结果：产业转移还是贸易收缩（2019-06-20）
9. 需要更有力的稳增长政策对冲内外部风险（2019-06-16）
10. 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台（2019-06-16）

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续下行.....	2
2.2 房地产市场：房地产销售增速放缓，一二线城市销售下行.....	3
2.3 食品价格：猪肉价格环比明显回落.....	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅上行.....	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格继续回升，螺纹钢期货价格下行.....	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净回笼，短端利率下行.....	7
3.2 利率债：长端利率小幅回落，期限利差扩大.....	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格止跌转升.....	9
3.4 信用债总览：企业债收益率下行，中等级期限利差回落.....	10
3.5 不同行业及地区信用债：信用利差走势分化.....	11
3.6 债券市场净融资：地方债融资回落.....	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币汇率平稳，中美利差下行.....	13
4.2 股票市场：A股周内小幅上行，两融余额回升.....	14
4.3 期货市场：商品价格下行，避险情绪回落.....	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率企稳.....	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

国务院总理李克强出席夏季达沃斯论坛开幕式并发表特别致辞称，下一步将坚定不移抓好发展这个第一要务。深入落实已出台的宏观政策措施，不搞“大水漫灌”式强刺激，不走铺摊子、粗放增长的老路。不断深化改革，着力打造市场化、法治化、国际化的营商环境，进一步激发市场主体活力。着力抓好实施更大规模减税降费和“放管服”改革两件大事。鼓励金融机构加大对小微企业的信贷投放，支持大企业与中小微企业融通发展、优势互补。商务部：将从四个方面工作开展“促消费”工作，一是完善城乡市场体系，二是畅通农产品流通渠道，三是提升商品和服务品质，四是优化市场营商环境，健全黑名单制度等。

《鼓励外商投资产业目录(2019年版)》、《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2019年版)》、《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2019年版)》正式发布，较大幅度增加鼓励外商投资领域，鼓励外资参与制造业高质量发展。7月30日起，外资进入船舶代理、城市燃气、电影院、演出经纪机构、增值电信业务、油气勘探开发等限制将进一步放宽或取消。

发改委有关负责人就2019年版外资准入负面清单答记者问时表示，今年修订进一步缩减了负面清单长度，新推出一批开放措施。其中包括推进服务业扩大对外开放；放宽农业、采矿业、制造业准入，继续发挥自贸试验区开放“试验田”作用，取消了水产品捕捞、出版物印刷等领域对外资的限制，继续进行扩大开放先行先试。

发改委发布依法依规加强PPP项目投资和建设管理的通知，要求全面、深入开展PPP项目可行性论证和审查，未依法依规履行审批、核准、备案及可行性论证和审查程序的PPP项目，为不规范项目，不得开工建设。

央行印发通知要求，在全国范围内开展空头支票违规行为(含签发与预留银行印鉴不符的支票)综合治理。通知明确，加强空头支票违规行为源头治理，强化客户资信审查；合理确定出售支票凭证数量；优化空头支票分类处置措施，严肃空头支票处罚与执行工作。

商务部：产业链的迁入迁出都是市场经济下的正常现象，不能把产业外迁与中美经贸摩擦直接挂钩；大家看到的趋势可能是有少部分的劳动密集型产业向外转移，很多高技术含量高附加值的产业也在向国内转移。

国务院常务会议支持自贸试验区在改革开放方面更多先行先试，推动相关省市加大向自贸试验区下放省级管理权限，尤其是投资审批、市场准入等权限，在自贸试验区开展强化竞争政策试点，抓紧研究在自贸试验区进一步放宽市场准入特别是服务业开放的举措；部署完善跨境电商等新业态促进政策，再增加一批跨境电商综合试验区试点城市，对跨境电商综合试验区电商零售出口，落实“无票免税”政策，出台更加便利企业的所得税核定征收办法。

商务部：美方对华产品单边加征关税是中美经贸摩擦起点，如果双方能达成协议，加征的关税必须全部取消；中方正按照既定节奏履行不可靠实体清单制度相关程序；美方应尽快落实允许美企向华为出售产品的承诺，停止打压中国公司的错误做法。

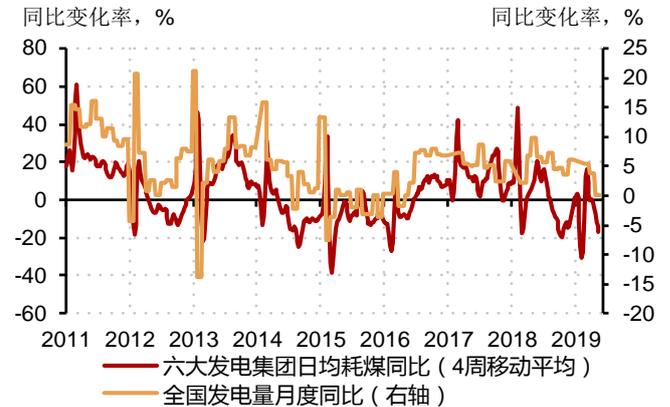
发改委印发《第二批国家农村产业融合发展示范园创建名单》，同意北京市密云区巨各庄镇蔡家洼村农村产业融合发展示范园等110个单位创建第二批国家农村产业融合发展示范园。

2 高频数据跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续下行

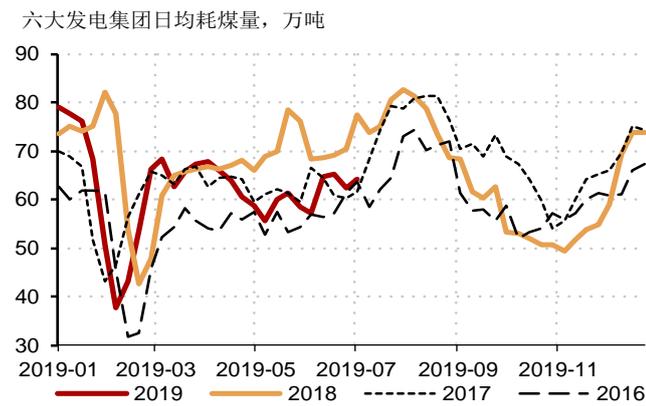
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 64.21 万吨，同比下跌 16.88%，跌幅较上周扩大 6.77 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率较上周下行 1.6% 为 66.3%。

图 1：六大发电集团日耗煤量及同比



数据来源：wind, 西南证券整理

图 2：历年六大发电集团耗煤量



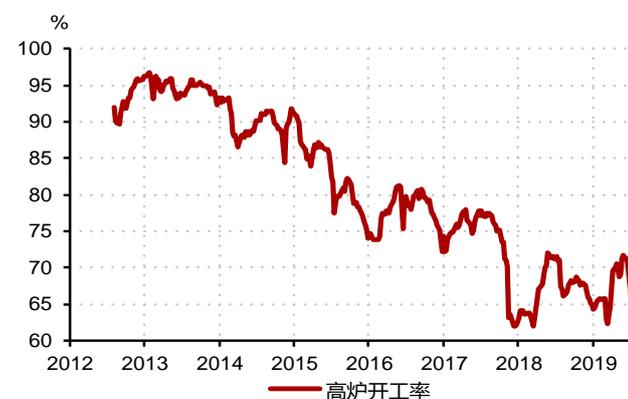
数据来源：wind, 西南证券整理

图 3：螺纹钢与铁矿石库存



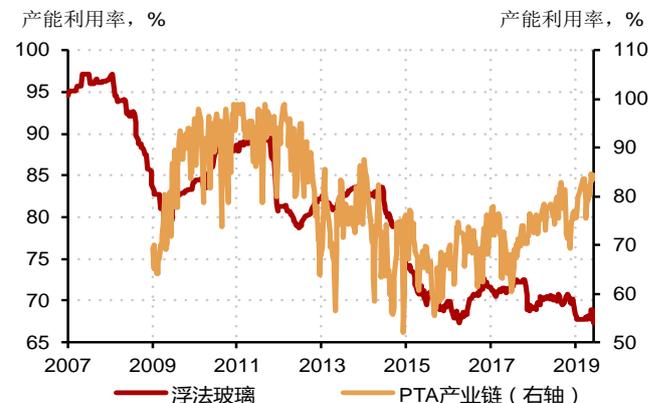
数据来源：wind, 西南证券整理

图 4：高炉开工率



数据来源：wind, 西南证券整理

图 5：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 房地产市场：房地产销售增速放缓，一三线城市销售下行

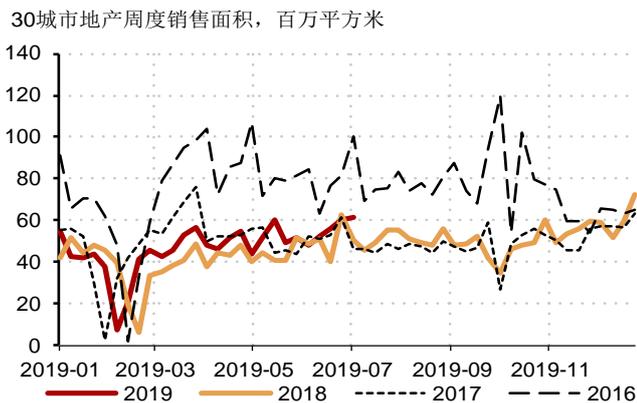
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比上行 9.17%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比下行 4.33%，二线城市同比上行 24.17%，三线城市同比下行 1.93%。

图 6：房地产销售同比增速



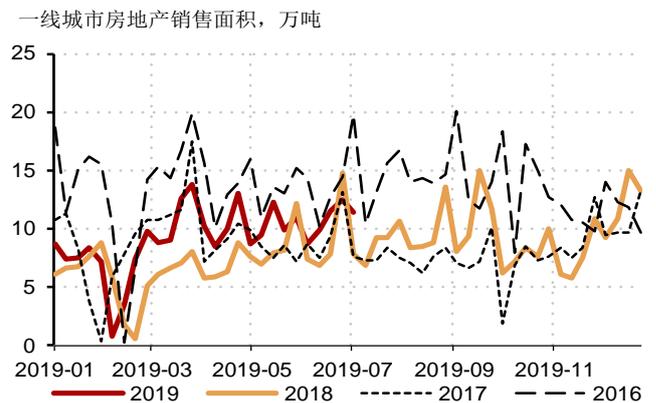
数据来源: wind, 西南证券整理

图 7：历年 30 城市房地产周度销售



数据来源: wind, 西南证券整理

图 8：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售



数据来源: wind, 西南证券整理

图 9：历年二三线城市（30 城市）房地产周度销售



数据来源: wind, 西南证券整理

图 10：80 城市房地产销售同比增速

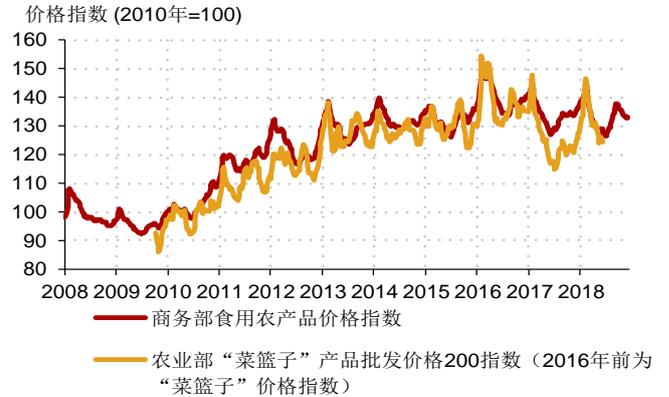


数据来源: wind, 西南证券整理

2.3 食品价格：猪肉价格环比明显回落

- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比上涨 0.3%。其中蔬菜价格环比下降 3.7%，猪肉价格环比下跌 3.3%。

图 11：农产品价格指数



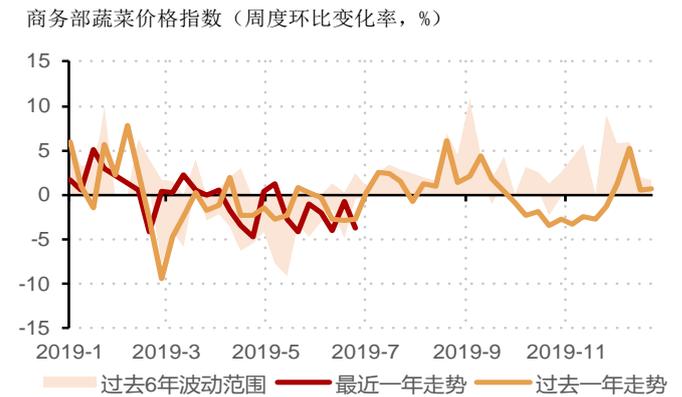
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 12：食品价格周环比涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 13：蔬菜价格涨幅



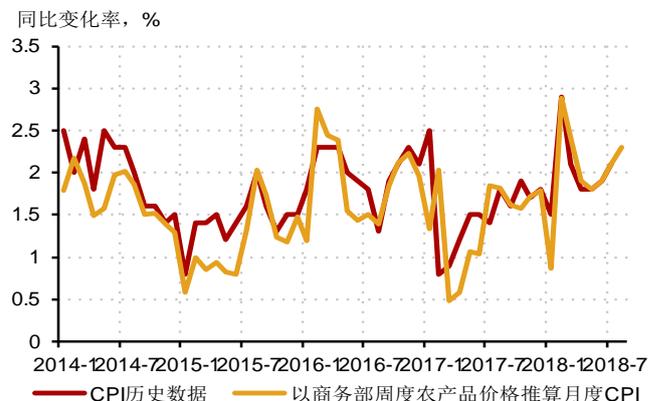
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 14：猪肉价格涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：利用商务部周度食品数据对 CPI 预测



数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅上行

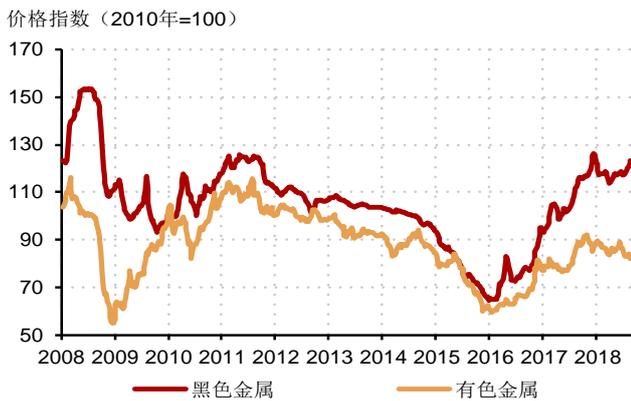
- ◆ 本周商务部生产资料价格环比上涨 0.1%，较前值上行 0.3 个百分点。钢材价格小幅反弹，螺纹钢比前一周上涨 0.8%。有色金属价格略有回升，其中铜、锌价格分别上涨 0.5%和 0.1%，铝价与前一周持平。基础化学原料价格小幅波动，其中甲醇、纯碱价格分别下降 1.5%和 1%，聚丙烯价格上涨 0.6%，硫酸价格与前一周持平。

图 16：生产资料价格小幅回落



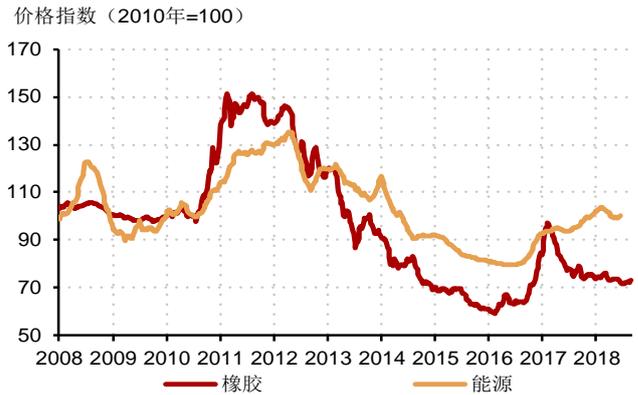
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：金属价格走势



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 18：能源与橡胶价格走势



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 19：商务部生产资料价格指数及统计局 PPI



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 20：利用商务部周度生产资料价格对 PPI 预测

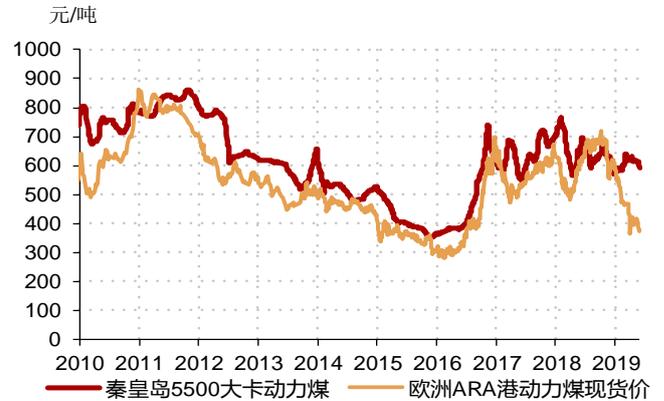


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格继续回升，螺纹钢期货价格下行

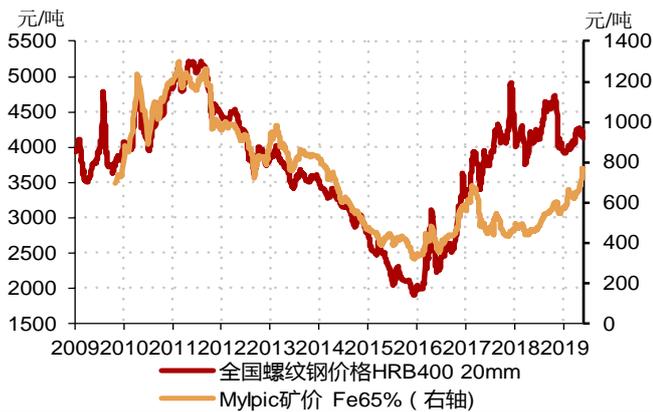
- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周持上涨 4 元至 610 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 29 元至 4118 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格下跌 30 元至 4012 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



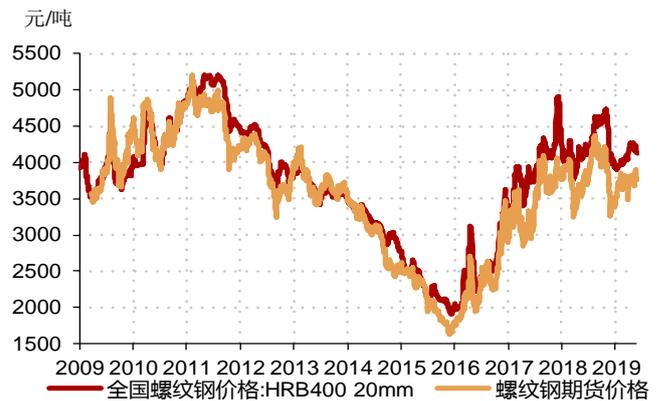
数据来源：wind，西南证券整理

图 22：螺纹钢与铁矿石价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 23：螺纹钢期货与现货价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 24：水泥平均价格及变化率



图 25：PTA 平均价格



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_11601



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn