

2019年06月23日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (6.17-6.23)



贸易战走势进入关键期，国内政策要更为有力

西南宏观固收观点

- **贸易战走势进入关键期。**本周，中美元首互通电话，并确认在下周的 G20 峰会期间将举行会晤，中美贸易冲突在经历了 5 月以来的快速恶化之后，再度出现缓和迹象。虽然本周美国再度将 4 家中国企业列入禁运名单，但考虑到下周中美元首将在 G20 期间进行会晤，因而重启谈判的可能性依然较大，中美贸易冲突存在阶段性缓和可能。中美贸易战走势进入关键期，而下周 G20 会议中中美元首会晤将成为决定短期中美贸易战走势的关键时间节点。考虑到近期美国经济明显走弱，美国大选逐步临近，而中国一直秉承开放谈判的态度，我们认为，中美重启双边谈判的可能性较大。但考虑到中美双份依然存在较大分歧，因而达成协议的可能性较小。如果重启谈判，那么美国对中国 3000 亿美元加征关税，可能会推迟。
- **经济依然延续弱势，地方政府债加速发行。**从六大发电集团耗煤量等高频数据来看，6 月上中旬生产面略有改善，但房地产销售面积继续回落，显示需求继续放缓。经济总体依然延续弱势。6 月地方债加快发行节奏，截止目前 6 月累计发行地方政府债 8996 亿元，净融资 6525 亿元，同比去年增加 2500 亿元以上。地方债发行放量将短期改善基建投资资金来源，推升未来几个月基建投资增速。但考虑到全年地方债额度有限，6 月份加速发行后未来几个月空间收窄。另一方面，房地产调控政策最近有所强化，房地产市场开始走弱，而全球经济放缓将带动外需下降。因而目前政策力度尚不足以保证能够改变经济下行态势，需要更为有力的稳增长政策来对冲内外部风险，特别是要保障信用的有效扩张。
- **信用投放将成为稳增长政策主要方式，基建是稳增长主要抓手。**从目前政策来看，预算内财政明显前置，下半年财政政策发力空间有限。货币总体呈现宽松态势，经济企稳需要信用的有效扩张推动。因而未来政策会着力疏通信用传导渠道，一方面支撑金融机构资金来源；另一方面减少对信用投放的约束。而从各类需求来看，基建将成为最为有效的抓手。近期对出台了一些通过地方政府债来促进基建投资的政策，未来有望继续加码。
- **需要打破刚性兑付，但也需要同时构建风险对冲市场。**近期中小银行和非银的流动性事件凸显了我国风险对冲市场发展滞后的问题。一方面，导致金融机构无法对冲风险；另一方面，也导致金融机构在风险发生时无法进行定价。虽然打破刚性兑付是金融供给侧改革应有之义，但在缺乏风险对冲工具的环境下打破刚性兑付，类似于让金融机构“裸奔”。在无法对冲风险，也不能对风险定价的情况下，金融机构更多的以“一刀切”的方式，根据机构类型或产品类型粗略的划分风险状况，最后导致流动性分层和信用的收缩，形成目前的局面。风险对冲工具发展需要时间，短期内未我们预计央行将继续用加大资金投放规模和扩大投放面的方式，改善信用状况。
- **风险提示：**中美贸易冲突超预期。

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
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 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)
2. 贸易战的结果：产业转移还是贸易收缩 (2019-06-20)
3. 需要更有力的稳增长政策对冲内外部风险 (2019-06-16)
4. 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台 (2019-06-16)
5. 当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障 (2019-06-13)
6. 通胀回升符合预期，后续压力有限 (2019-06-12)
7. 对专项债补充资本金及央行存单增信的几点看法 (2019-06-11)
8. 外需弱势内需下行，经济走势继续承压 (2019-06-10)
9. 全球降息潮下如何配置资产 (2019-06-09)
10. 从房价与房租的关系说起 (2019-06-09)

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	2
2.2 房地产市场：房地产销售同比回升，二线城市同比大幅上行	3
2.3 食品价格：猪肉价格大幅回升，蔬菜价格跌幅扩大	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格跌幅扩大	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格回升，螺纹钢期现货价格背离	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净投放，短端利差下行	7
3.2 利率债：长端利率企稳，期限利差扩大	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格微跌	9
3.4 信用债总览：企业债收益率下行，高等级期限利差扩大	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：融资全面回升，同业存单净融资回暖	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币汇率基本平稳，中美利差小幅上行	13
4.2 股票市场：A股周内大涨，两融余额继续下跌	14
4.3 期货市场：石油、黄金价格上行	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率趋降	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

财政部：7月1日起，降低无线电频率占用费、出入境证照类收费、商标注册收费等部分行政事业性收费标准。

十三届全国人大常委会第十一次会议6月25日至29日在京举行，委员长会议建议，十三届全国人大常委会第十一次会议审议疫苗管理法草案，民法典婚姻家庭编草案，民法典继承编草案，土地管理法、城市房地产管理法修正案草案。

发改委：抓紧研究出台有关政策措施，切实发挥好稀土作为战略资源的特殊价值；中国一直积极维护多边贸易体系，支持经济全球化，秉持开放、协同、共享的方针，推动我国稀土产业的发展，愿意以稀土资源和产品满足世界各国发展的正当需要。

发改委：在今年年底前，将全面取消外资准入负面清单之外的限制性的规定，确保市场准入内外资标准的一致；鼓励外商投资产业目录修订方面，将进一步扩大鼓励外商投资的行业和领域，特别是对中西部地区会有进一步鼓励的措施。

国家主席习近平6月18日应约同美国总统特朗普通电话。特朗普表示，期待着同习近平主席在二十国集团领导人大阪峰会期间再次会晤。美方重视美中经贸合作，希望双方工作团队能展开沟通，尽早找到解决当前分歧的办法。

经国务院批准同意，中国铁路总公司改制成立中国国家铁路集团有限公司，在北京挂牌。公司注册资本为人民币17395亿元，以铁路客货运输为主业，实行多元化经营。原中国铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证照、知识产权等均由改制后的中国国家铁路集团有限公司承继。

中共中央办公厅印发《关于鼓励引导人才向艰苦边远地区和基层一线流动的意见》，鼓励艰苦边远地区和基层一线依托本地特有自然人文资源、特色优势产业和有关科研项目，积极打造事业平台，让各类人才干事有舞台、创业有机会、发展有空间。

税务总局发布新版《“大众创业 万众创新”税收优惠政策指引》，截至6月，我国针对创业就业主要环节和关键领域陆续推出了89项税收优惠措施，尤其是2013年以来，新出台了78项税收优惠，覆盖企业整个生命周期。

国务院总理会见出席“全球首席执行官委员会”第七届圆桌峰会代表并座谈。总理表示，中国的发展是创新的发展，保护知识产权就是保护创新。只要是在中国注册的企业，不论内资外资，我们都一视同仁平等对待，将切实保护包括知识产权在内的所有合法权益。我们在制造业领域已经全面放开外资准入，在服务业领域也将逐步扩大开放。

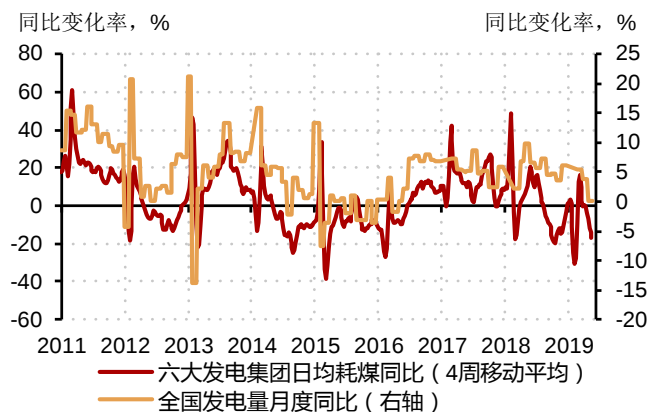
商务部表示，中方坚决反对单边加征关税、升级贸易摩擦，希望美方及早停止错误做法，避免对世界经济造成衰退性影响，为双方平等对话解决问题创造必要氛围。商务部还透露，本月底前发布新修订的全国和自贸试验区版外商准入负面清单。

2 高频数据跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大

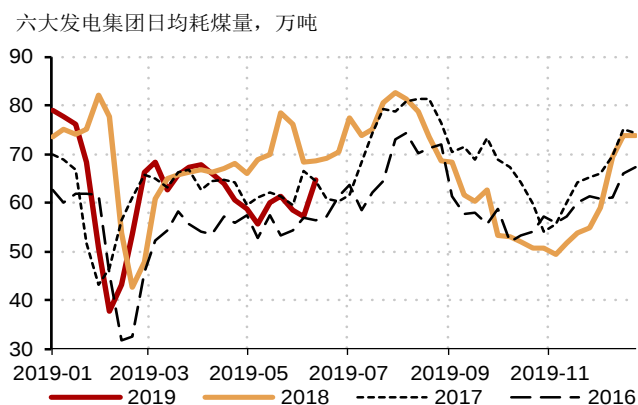
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 65.35 万吨，同比下跌 5.73%，跌幅较上周扩大 1 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率与上周持平为 71.13%。

图 1：六大发电集团日耗煤量及同比



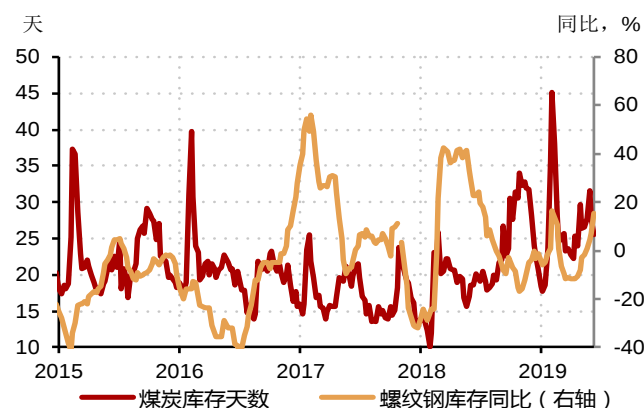
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：历年六大发电集团耗煤量



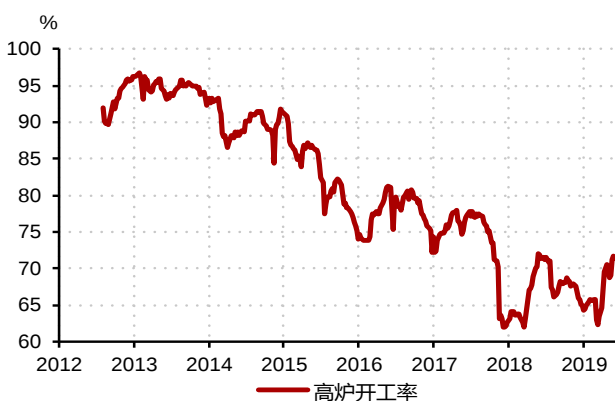
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：螺纹钢与铁矿石库存



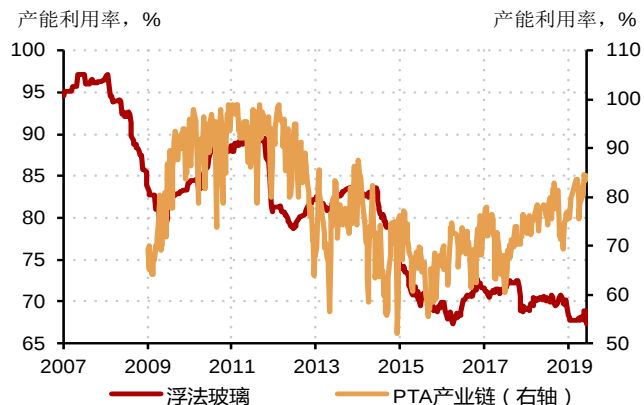
数据来源：wind，西南证券整理

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

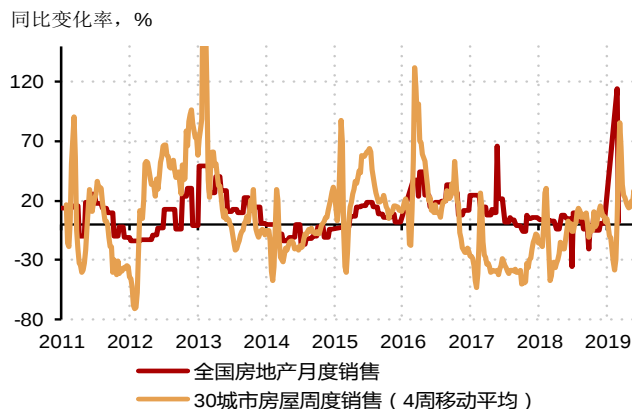


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 房地产市场：房地产销售同比回升，二线城市同比大幅上行

- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比上行 13.10%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比上行 37.93%，二线城市同比上行 4.90%，三线城市同比上行 14.67%。

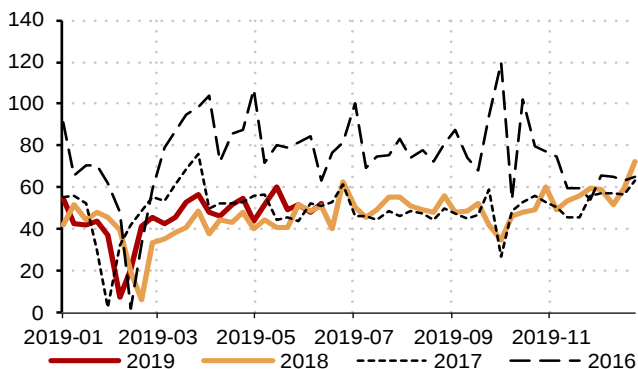
图 6：房地产销售同比增速



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

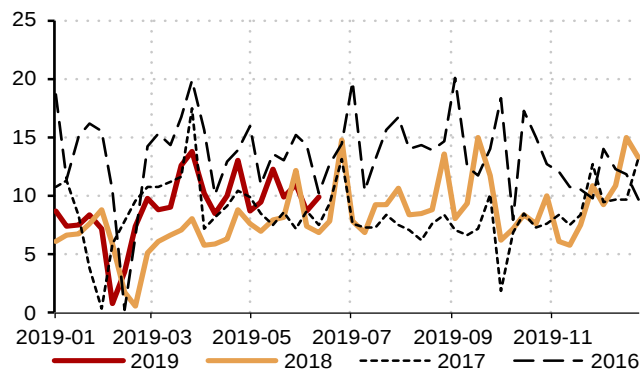
30 城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售

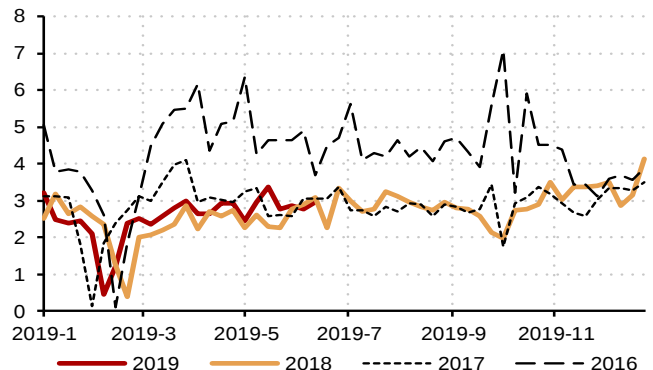
一线城市房地产销售面积，万吨



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

二三线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 10：80 城市房地产销售同比增速

同比，4 周移动平均，%

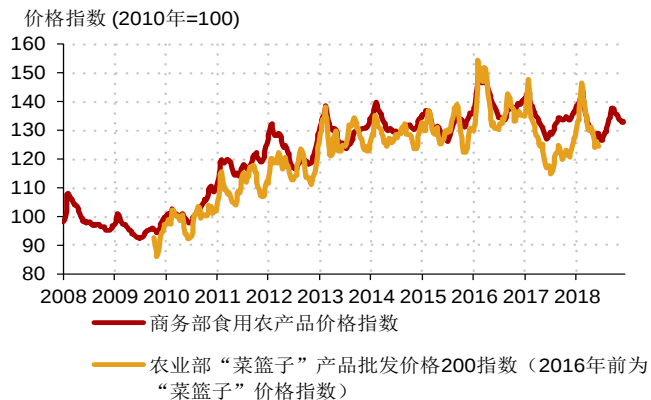


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：猪肉价格大幅回升，蔬菜价格跌幅扩大

- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.6%。其中蔬菜价格环比下降 4%，猪肉价格环比上涨 1.2%。

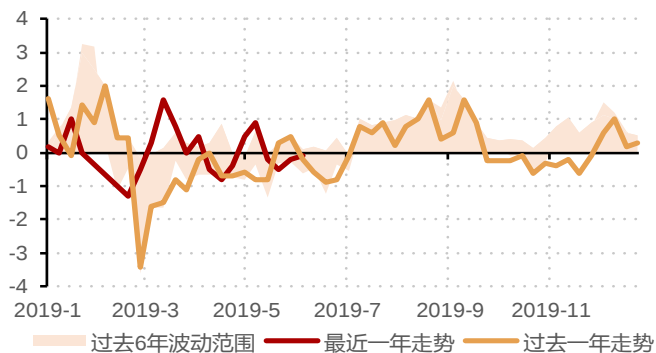
图 11：农产品价格指数



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 12：食品价格周环比涨幅

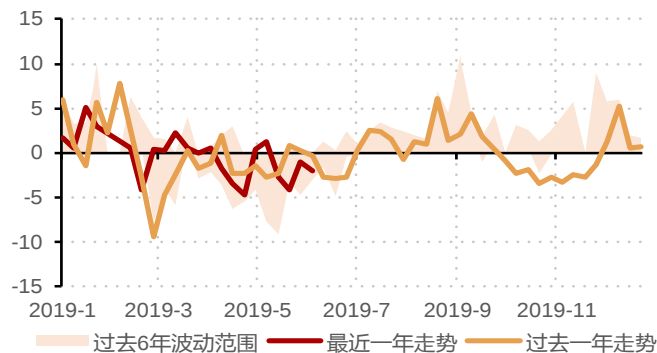
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 13：蔬菜价格涨幅

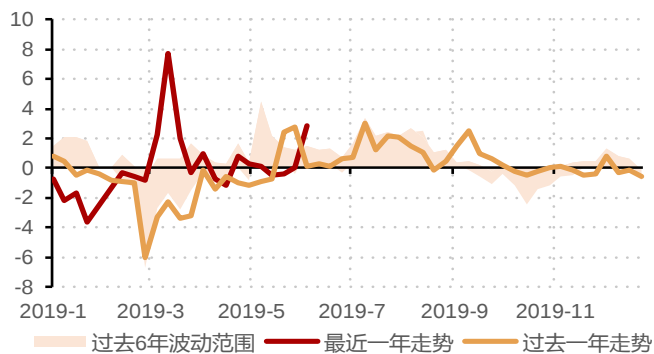
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 14：猪肉价格涨幅

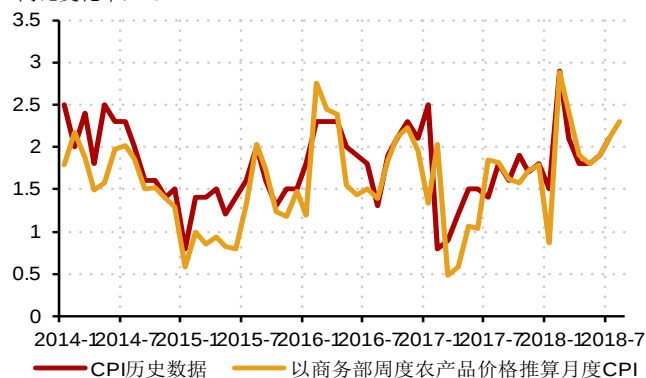
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：利用商务部周度食品数据对 CPI 预测

同比变化率，%

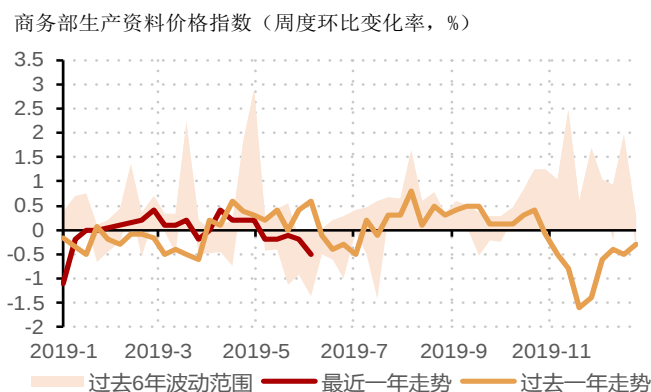


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格跌幅扩大

- ◆ 本周商务部生产资料价格环比下降 1.1%，跌幅较前值扩大 0.6 个百分点。基础化学原料价格继续下降，其中硫酸、纯碱、甲醇价格比前一周分别下降 2.1%、1.4% 和 0.9%，聚丙烯价格与前一周持平。钢材价格小幅走低，其中螺纹钢价格为每吨 4101 元，下降 0.5%。有色金属价格小幅反弹，其中锌、铜价格分别上涨 0.9% 和 0.3%。

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



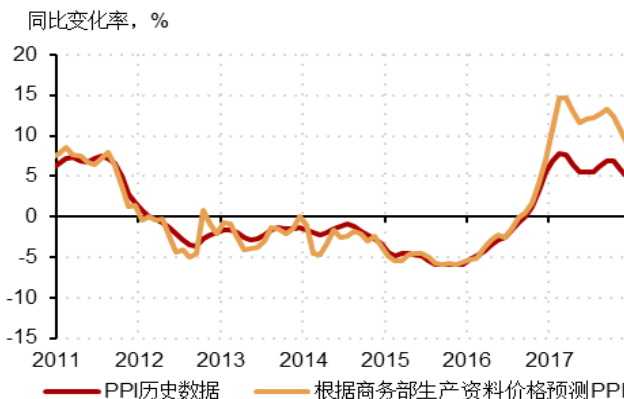
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

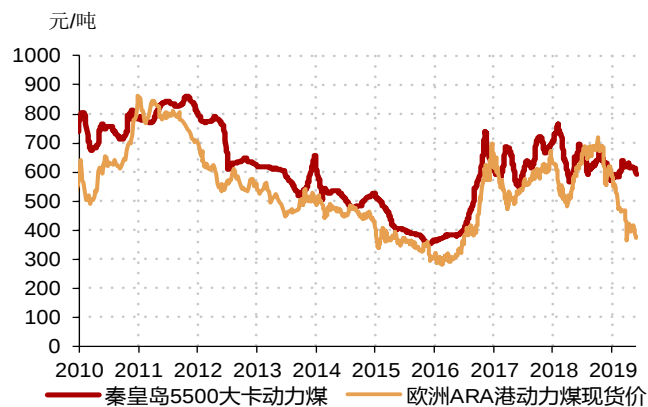


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格回升，螺纹钢期现货价格背离

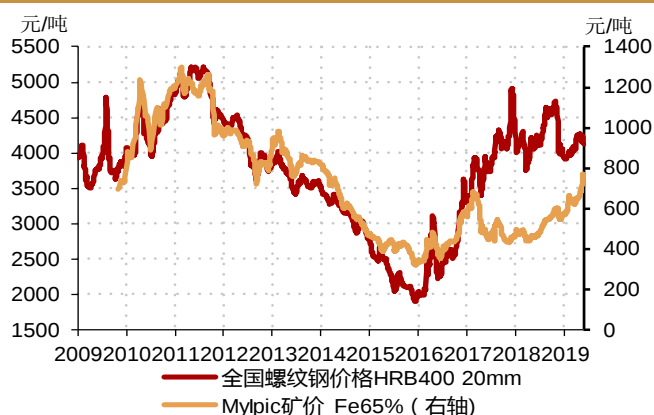
- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周持上涨 4 元至 595 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 50 元至 3987 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格上涨 31 元至 3816 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



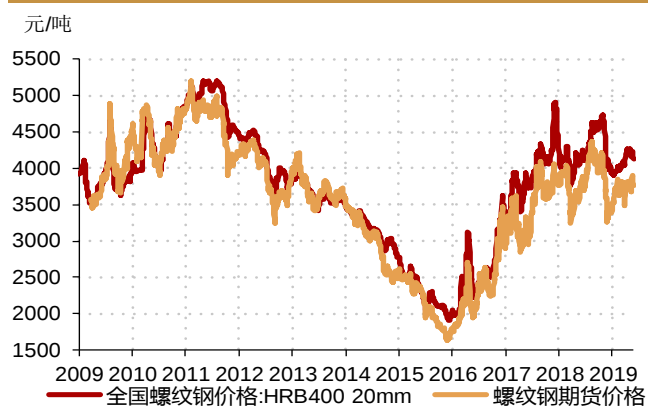
数据来源：wind，西南证券整理

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_11856

