

2019年06月16日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（6.10-6.16）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

需要更有力的稳增长政策对冲内外部风险

西南宏观固收观点

- **经济下行压力进一步加大，供需呈现双缩态势。**5月经济数据显示，供需呈现双缩格局。生产面工业增加值明显放缓，需求面出口、投资增速持续回落，5月社会消费品零售虽有回升，但4、5月总体延续偏弱态势。经济下行压力有所上升。按4、5月经济状况来看，经济增速开始逼近底线。4、5月工业增加值平均增速为5.2%，而1季度工业增加值平均增速为6.0%，如果6月份工业增加值与4、5月均值持平，则工业就可能拉低GDP增速0.3个百分点。而2020年建成小康社会要求今年和明年GDP平均增速不低于6.14%，我们预计今年单季度GDP增速底线预计在6.2%左右，如果按这个速度，经济可能在2季度就将逼近这个底线。需要更为有力的稳增长政策来稳定经济。
- **通胀回升符合预期，后续压力有限。**5月通胀走势符合预期，基数效应推动CPI回升。从走势来看，6月CPI可能继续在2.7%-2.8%水平，而后3季度CPI同比增速将再度回落，目前来看年内CPI破3%较为困难，因而通胀压力有限，无碍货币政策宽松。而工业品价格同比可能继续回落，3季度存在负增长可能。随着工业品价格同比增速的持续下行，企业盈利增速将持续回落，这将对制造业投资形成抑制，因而制造业盈利和投资依然会保持弱势运行。
- **当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障。**5月金融数据显示信用扩张幅度有限，信贷扩张略低于市场预期，社融绝对水平并不高，同比增速改善主要受低基数因素推动。信用收缩风险并未完全消除。包商银行事件发生之后，同业市场收缩，这可能减少中小银行资金来源，并影响到信用投放。虽然央行和银保监会多次修复市场预期，但到目前为止，中小银行和非银在同业市场融资并未回到之前情况。中小银行资金来源减少可能减少信用投放，信用收缩风险依然存在。在经济放缓压力之下，信用有效扩张是经济稳定的前提，我们预计政府将采取更为有力的政策，来保障同业市场稳定和信用的有效扩张。同时，考虑到公开市场操作在6月和7月集中到期，我们预计央行可能于近期降准。未来稳增长政策有望继续加码，来实现经济托底作用。
- **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。
- **国内政策或继续宽松，利好债市。**在外部利率普遍下行环境下，不排除央行进一步降低银行间利率的可能，以及降低公开市场操作利率的可能。经济基本面下行与信用扩张有限可能进一步对股市形成抑制，但政策持续宽松，特别是短端利率如果出现下行，将打开债市下行空间，因而我们认为债市将继续走强，第一阶段可能会接近去年末低点位置。
- **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：010-577631229
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. 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台（2019-06-16）
2. 当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障（2019-06-13）
3. 通胀回升符合预期，后续压力有限（2019-06-12）
4. 对专项债补充资本金及央行为存单增信的几点看法（2019-06-11）
5. 外需弱势内需下行，经济走势继续承压（2019-06-10）
6. 全球降息潮下如何配置资产（2019-06-09）
7. 从房价与房租的关系说起（2019-06-09）
8. 回望近百年前贸易战的启示（2019-06-04）
9. 哪些园区平台最符合IPO上市条件？——基于144家国家级经开区平台的筛选（2019-06-03）
10. 供需双缩经济放缓，我国完善反制制度（2019-06-02）

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅收窄，高炉开工率微降.....	2
2.2 房地产市场：房地产销售同比下行，二线城市同比大幅回落.....	3
2.3 食品价格：农产品价格跌幅收窄，猪肉价格涨幅扩大.....	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：动力煤价格企稳，螺纹钢期现货价格下行.....	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净投放，中美短端利差上行.....	7
3.2 利率债：长端利率小幅上行，期限利差收窄.....	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格回升.....	9
3.4 信用债总览：企业债收益率上行，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：同业存单净融资有所改善.....	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币汇率基本平稳，中美利差上行.....	13
4.2 股票市场：A股周内上涨，两融余额继续下跌.....	14
4.3 期货市场：商品价格上行，避险情绪回落.....	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率趋升.....	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

刘鹤：调研中小银行服务实体经济情况和加强基础研究工作并主持召开座谈会。他强调，要为中小银行健康发展创造良好制度环境，认真研究如何为科技创新型小微企业提供有效的投融资支持，加强征信体系建设，解决好信息不对称问题。

不管暂时出现什么情况，中国经济长期向好的趋势不会改变，外部压力有利发展；要打好防范化解金融风险攻坚战，注意把握好处置风险的力度和节奏；进一步加快改革开放，加快推进市场准入、平等竞争、保护产权和知识产权等；精准拆弹时要防止跨市场、跨区域市场的风险传染；积极实施好金融调控，加强货币政策、宏观审慎政策、微观审慎监管的协调配合。

李克强：在浙江杭州考察时说，居家和社区养老服务需求巨大，要引入社会力量增加供给，政府要加大支持。改造老旧小区、发展社区服务，是民生工程，也可成为培育国内市场拓展内需的重要抓手，既能拉动有效投资，又能促进消费，带动大量就业，要做好这篇大文章。

周小川：贸易领域产生的问题有可能再度触发全球多个国家竞争性贬值；人民币的使用和人民币下一步的前景，很大程度上和美元有互补性；“铁幕”其实最后不会有太大的结果，也不能根本阻止新兴市场、发展中国家特别是中国科技进步，中国将来在有些方面可能会领先，有些方面也能创造出很多很有市场潜力的新科技和相关产品，这是阻挡不了的。

易纲：大力支持上海加快国际金融中心建设，支持在上海自贸试验区新片区建立本外币一体化账户体系，实施更加便利的跨境资金管理制度；支持以上海科创中心建设带动“G60 科创走廊”发展，支持上海金融开放创新政策适用于“G60 科创走廊”；支持长三角地区建立跨区域金融合作平台，加强长三角地区金融基础设施互联互通，推进长三角地区金融业务“同城化”。

银保监会：回应“部分中小银行风险传言”称，当前中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控。少数中小银行未按时披露年报，属于特殊情况。将支持中小银行回归本源、专注主业，加大政策支持力度，积极解决发展难题，推动中小银行高质量发展。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。通知指出，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目。稳健的货币政策要松紧适度，配合做好专项债券发行及项目配套融资，引导金融机构加强金融服务，按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求。对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任。

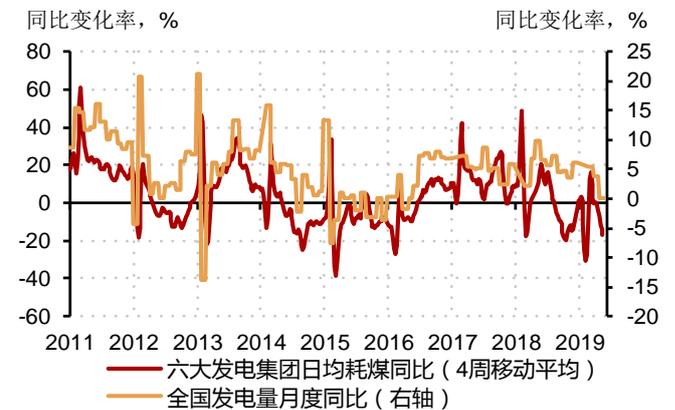
央行等六部门有关负责人解读《专项债券发行及项目配套融资的通知》：从严设定政策条件，严禁利用专项债券作为重大项目资本金政策层层放大杠杆；加强风险评估论证，确保项目融资与偿债能力相匹配。允许将部分专项债券资金作为一定比例的项目资本金应当同时具备三项条件：第一，应当是专项债券支持、符合党中央国务院重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目；第二，涉及领域主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目；第三，评估项目收益除偿还专项债券本息后，其他经营性专项收入具备向金融机构市场化融资条件的项目。

2 高频数据跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅收窄，高炉开工率微降

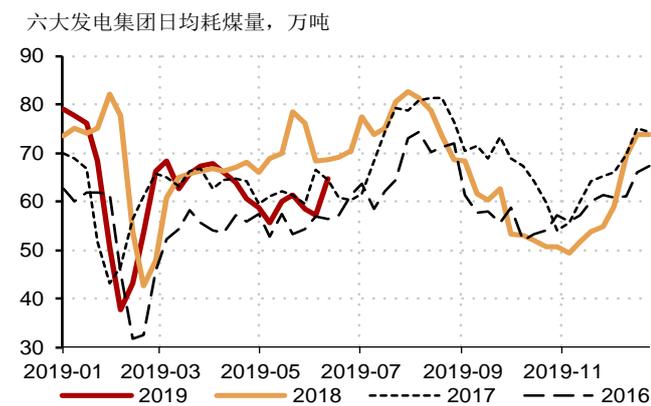
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 64.74 万吨，同比下跌 4.93%，跌幅较上周缩小 6 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率下降 0.32% 至 71.13%。

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



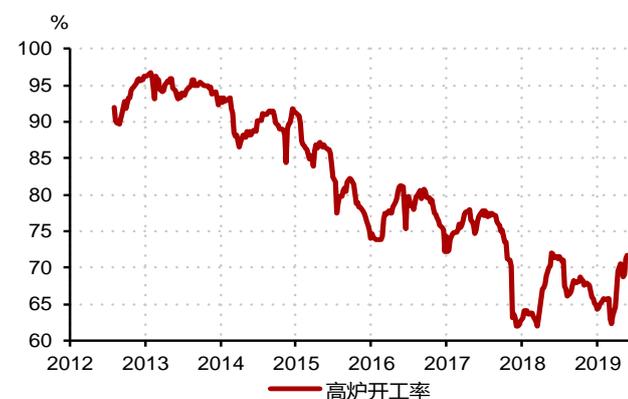
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：螺纹钢与铁矿石库存



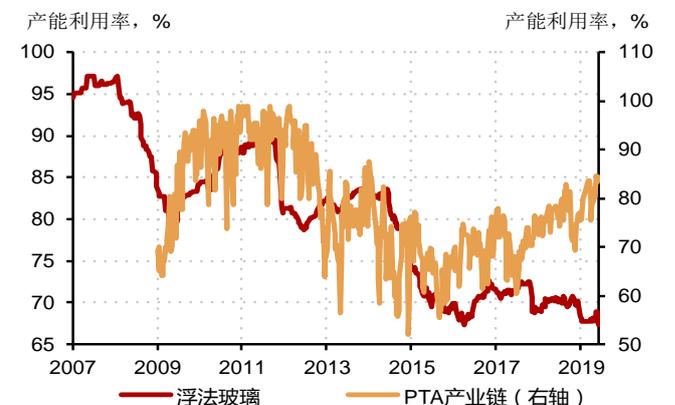
数据来源：wind，西南证券整理

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：房地产销售同比下行，二线城市同比大幅回落

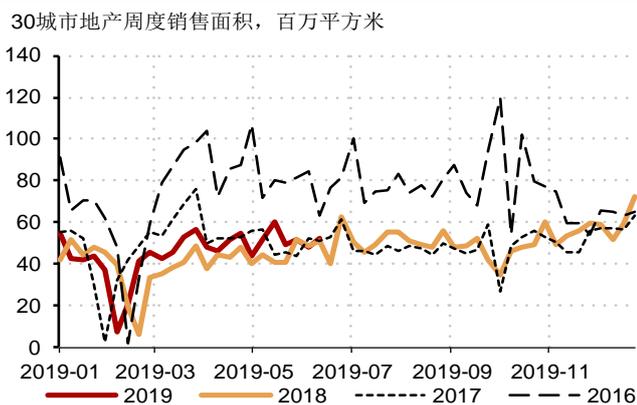
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比下行 7.15%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比上行 19.14%，二线城市同比下行 21.28%，三线城市同比上行 4.47%。

图 6：房地产销售同比增速



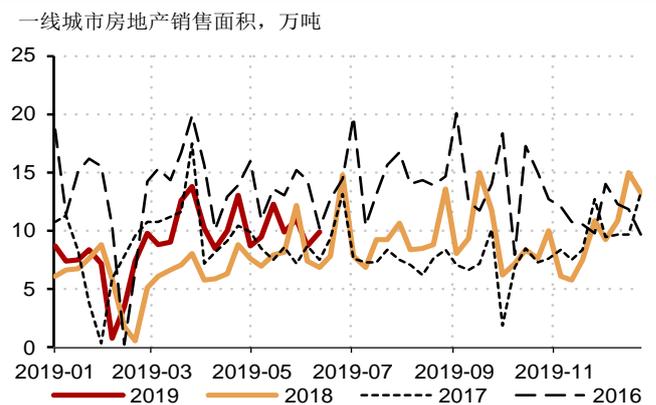
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：历年 30 城市房地产周度销售



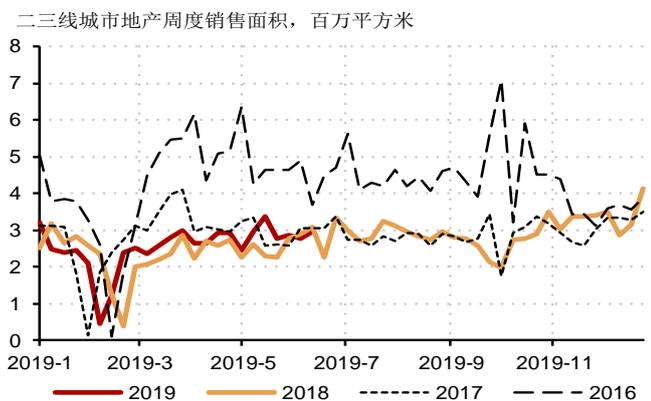
数据来源：wind，西南证券整理

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

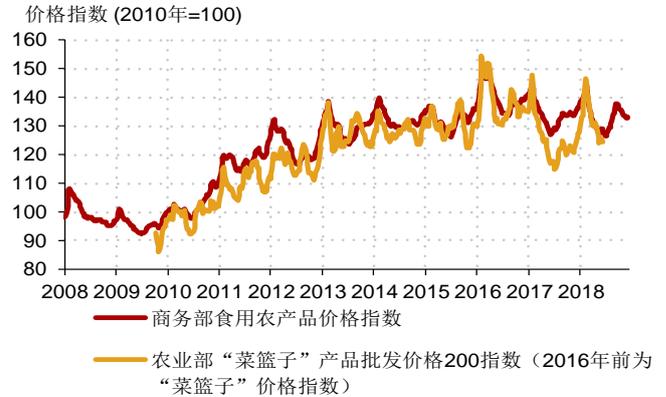


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：农产品价格跌幅收窄，猪肉价格涨幅扩大

- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.1%。其中蔬菜价格环比下降 2.1%，猪肉价格环比上涨 2.9%。

图 11：农产品价格指数



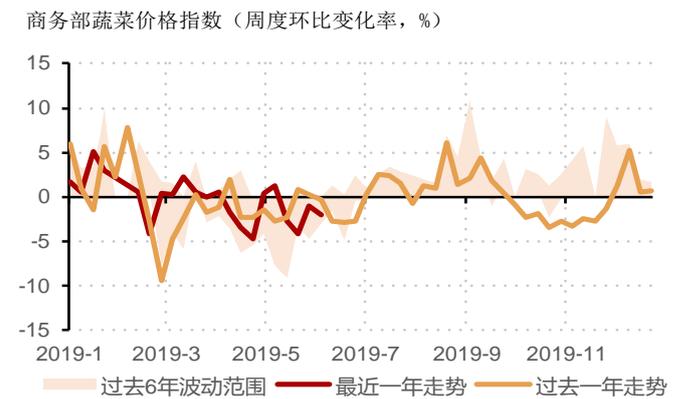
数据来源：CEIC，西南证券整理

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



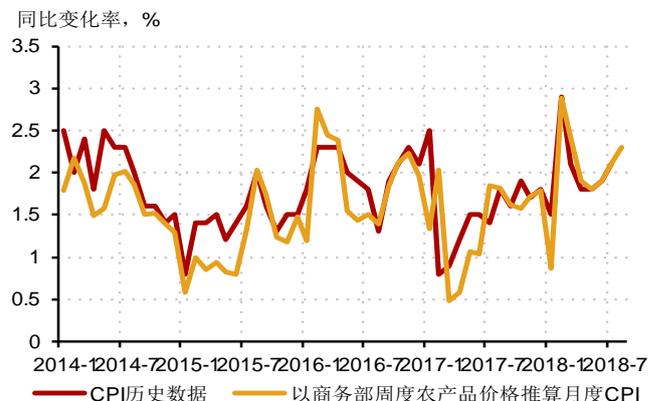
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

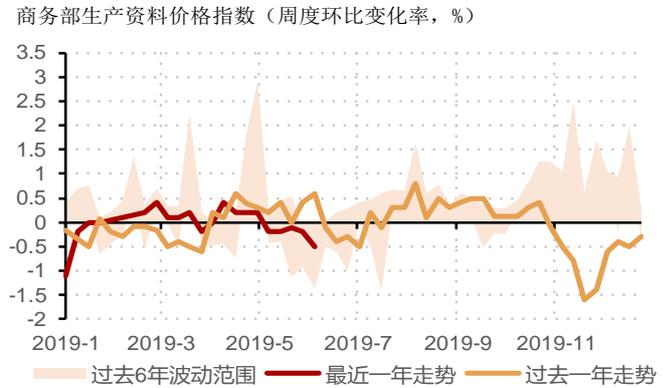


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格跌幅扩大

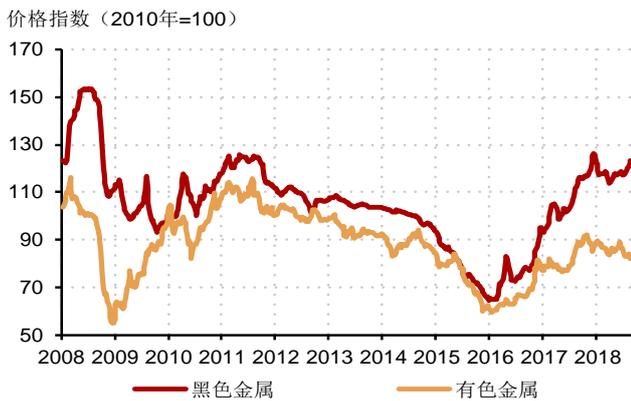
- ◆ 本周商务部生产资料价格环比下降 0.5%，跌幅较前值扩大 0.3 个百分点。

图 16：生产资料价格小幅回落



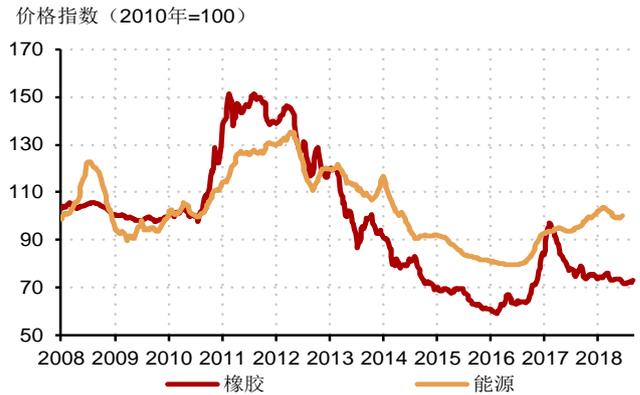
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

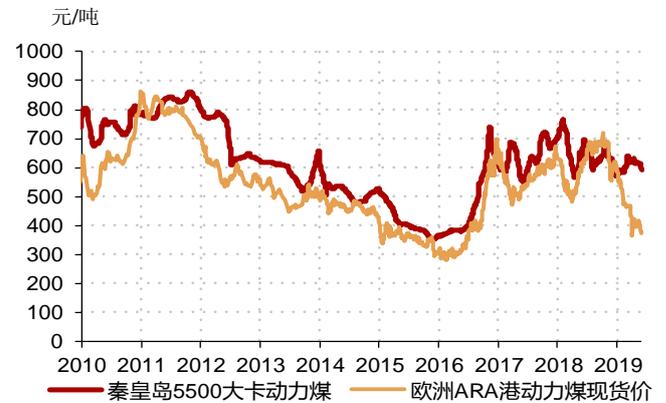


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格企稳，螺纹钢期现货价格下行

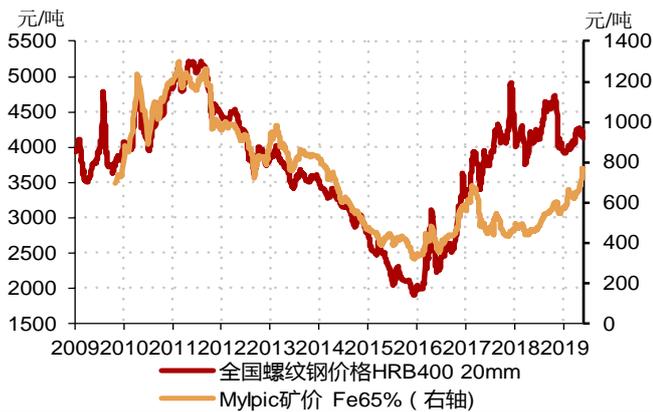
- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格与上周持平于 591 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 39 元至 4037 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格下跌 72 元至 3785 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



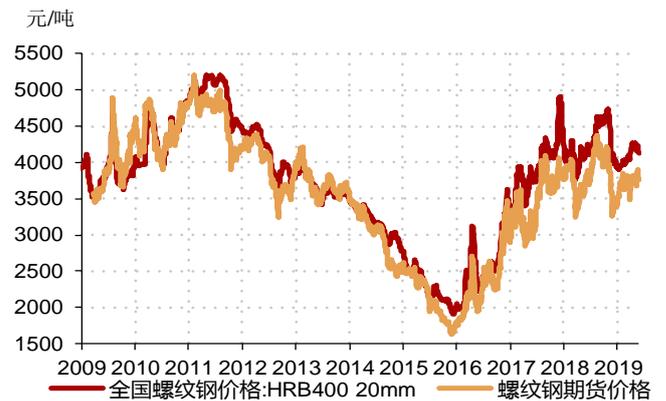
数据来源：wind，西南证券整理

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_11971



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn