

2019年05月26日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (5.20-5.26)



稳定需求，加快创新

西南宏观固收观点

- **美国继续加强对中国企业制裁，中美贸易冲突涉及面扩大。**本周美国将多家中国企业、高校和研究机构列入管制“实体名单”，对中国企业制裁继续扩大。对此，商务部进行了明确回应，中方敦促美方停止错误做法，为两国企业开展正常的贸易与合作创造条件。中方将采取必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。美国遏制中国高新技术产业发展的目的已经昭然若揭，而且不惜动用一切手段。对此，加快国内技术创新，尽快在高技术领域实现突破和发展，是应对美国制裁最为根本和有效的方法。因此，一方面，需要政策加大鼓励创新的力度，营造更为友善的创新环境，另一方面，也需要国内需求保持稳定，因为稳定的经济增长是企业能够创新的环境。稳定的经济增长能够给创新企业提供充足的市场空间，保障企业的创新能力和创新产品的生存能力。
- **国内政策逐步转变，对冲外部不稳定性。**国内政策积极应对外部风险，加大国内创新和需求提升力度。一方面，加快高新技术产业发展，习近平主席本周在江西考察并主持召开推动中部地区崛起工作座谈会时强调，要推动制造业高质量发展，主动融入新一轮科技和产业革命，加快数字化、网络化、智能化技术在各领域的应用，推动制造业发展质量变革、效率变革、动力变革。另一方面，政府继续降低企业负担，稳定国内需求。李克强总理本周主持召开部分地方减税降费工作座谈会，强调以政府过紧日子确保减税降费到位，更大激发市场活力更好保障基本民生。减税降费虽然减少眼前财政收入，但会增强企业投资与发展的信心和动力，带动扩大就业，最终实现经济持续增长、税源不断扩大。
- **短期经济依然存在下行压力，但逆周期政策发力将逐步托底经济。**高频数据显示经济继续放缓，近两个月经济数据可能依然或下滑。但逆周期政策发力将逐步托底经济，经济不会出现大幅度放缓。2020年建成小康社会要求经济总量较2010年翻一番，这意味着今年和明年GDP平均增速不能低于6.14%，因而今年单季度GDP同比增速底线在6.2%左右，1季度经济增速6.4%，经济向下空间有限。随着短期经济下行压力持续，以及外部不稳定性上升，逆周期政策将逐步发力，实现对经济增长托底作用，未来几个月将再度进入逆周期政策发力期，因而经济增速不会出现失速放缓。
- **市场或进入短期震荡期。**经过过去近一个月的调整，股市估值隐含的经济预期已经与实际经济状况比较一致，即市场估值已经隐含了未来经济小幅走弱的预期。考虑到未来经济短期依然会放缓，而大幅下滑的可能性较为有限，因而短期市场或进入震荡期。对债市来说，当前位置来说利率水平可能继续向下，但空间不大。我们利用基本面指标和资金面指标构建的利率拟合模型显示，当前基本面和资金面支撑的10年期国债利率为3.4%，略高于当前水平。短期经济向下环境下，预期走弱可能驱动利率继续向下。但考虑到经济难以出现大幅度下行，因而利率向下空间有限，我们预计利率低点不会超过去年末的水平，10年期国债利率继续下降空间预计在10-20bps左右。
- **风险提示：政策调整滞后。**

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. 全球经济与贸易减速的新解释——全球央行跟踪第9期 (2019-05-22)
2. 经济走势将推动政策再度宽松——2019年1季度《货币政策执行报告》解读 (2019-05-20)
3. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)
4. 经济放缓，逆周期调节政策将再度发力 (2019-05-16)
5. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
6. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
7. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)
8. 通胀压力减轻，年内或难破“3%” (2019-05-10)
9. 外需将弱势运行，经济企稳依然需要依赖内需 (2019-05-08)
10. 经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力——月度经济预测 (2019-05-06)

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，高炉开工率回升	2
2.2 房地产市场：房地产销售增速放缓，依然保持较高增速	3
2.3 食品价格：农产品价格下行，蔬菜价格跌幅较大	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅回落	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格企稳，螺纹钢价格回升	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净投放，中美利差保持稳定	7
3.2 利率债：长端利率小幅上行，期限利差扩大	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格转跌	9
3.4 信用债总览：企业债收益率下行，低等级期限利差扩大	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：信用债、同业存单融资回升	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股周内震荡下行，两融余额回落	14
4.3 期货市场：石油价格回落，黄金价格上行	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率稳中趋降	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

习近平：在江西考察并主持召开推动中部地区崛起工作座谈会时强调，要推动制造业高质量发展，主动融入新一轮科技和产业革命，加快数字化、网络化、智能化技术在各领域的应用，推动制造业发展质量变革、效率变革、动力变革；稀土是重要的战略资源，也是不可再生资源，要加大科技创新工作力度，不断提高开发利用的技术水平，延伸产业链，提高附加值，加强项目环境保护，实现绿色发展、可持续发展。

李克强：主持召开部分地方减税降费工作座谈会，强调以政府过紧日子确保减税降费到位，更大激发市场活力更好保障基本民生。减税降费虽然减少眼前财政收入，但会增强企业投资与发展的信心和动力，带动扩大就业，最终实现经济持续增长、税源不断扩大。中国经济韧性很强，宏观调控仍有政策工具运用空间，当前要把已明确的更大规模减税降费政策实施好，下一步对制造业增值税留抵退税还要放宽条件、优化流程，并研究完善对企业研发创新的支持政策。

李克强：对部署推进职业技能提升行动电视电话会议作出重要批示，用好 1000 亿元失业保险基金和其他培训资金，扎实高效实施职业技能提升行动。

商务部：注意到近期美方频频使用长臂管辖措施打压中国企业。我们敦促美方停止错误做法，为两国企业开展正常的贸易与合作创造条件。中方将采取必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。中方已就美方对华为出口管制措施进行严正交涉，对美方这种霸凌主义的做法，最好的回应就是中国企业继续发展壮大。

商务部有关单位发布《中国对外贸易形势报告(2019 年春季)》认为，当前外贸发展面临的环境更加复杂、不确定性更强、风险挑战更多。世界经济增长放缓，贸易保护主义持续升温。国内经济下行压力犹存，一些结构性问题亟待解决。同时，中国经济长期向好的基本面没有改变，外贸内生动力不断增强，高质量发展的基础持续巩固。随着支持外贸稳规模、提质量、转动力各项举措不断落地，政策效应将会持续显现。

财政部：要求各地财政部门在 6 月底前，完成入库 PPP 项目纳入政府性债务监测平台情况梳理核实工作。对于增加地方政府隐性债务的 PPP 项目，将从 PPP 项目库中清退出库，并中止实施或转为其他合法合规方式继续实施，其中继续实施的项目要做好隐性债务化解工作。

郭树清：我国经济基本面决定人民币不可能持续贬值，投机做空人民币必然遭受巨大损失。扩大金融开放的同时，风险的传染性和复杂性也会增大。对于我们这样一个发展中大国来说，防控好金融风险尤其重要。要特别警惕境外资金的大进大出和热钱炒作，坚决避免出现房地产和金融资产的过度泡沫。

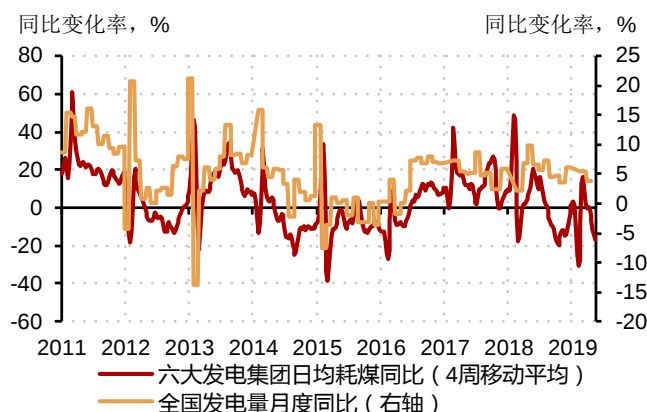
《中共中央关于建立国务院向全国人大常委会报告国有资产管理情况制度的意见》五年规划（2018—2022）发布，目标是经过 5 年努力，全面摸清国有资产家底，理清国有资产管理体制机制，建立健全国有资产管理情况报告和监督制度。

2 高频数据跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率回升

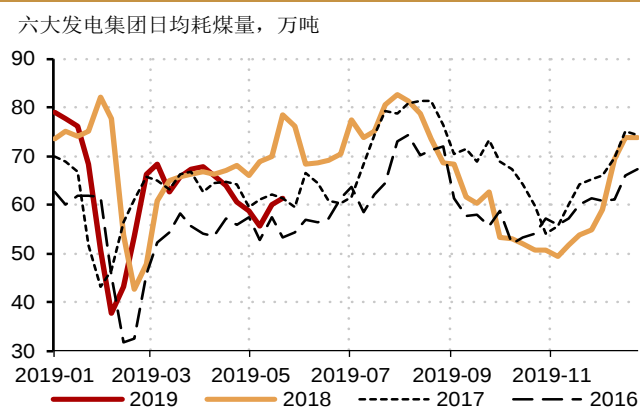
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 61.39 万吨，同比下跌 21.6%，跌幅较上周扩大 9 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率回升 2.04% 至 71.13%。

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

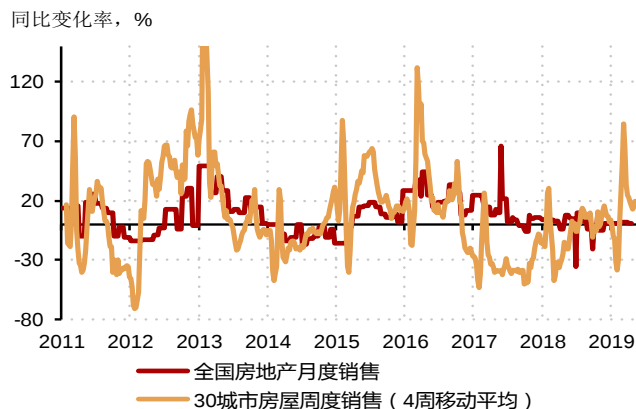


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 房地产市场：房地产销售增速放缓，依然保持较高增速

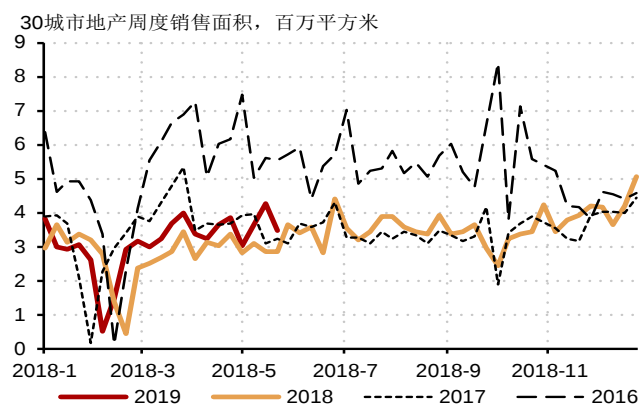
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比上升 22.8%.
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比上行 21.3%，二线城市同比增长 27.1%，三线城市同比上行 17.1%。

图 6：房地产销售同比增速



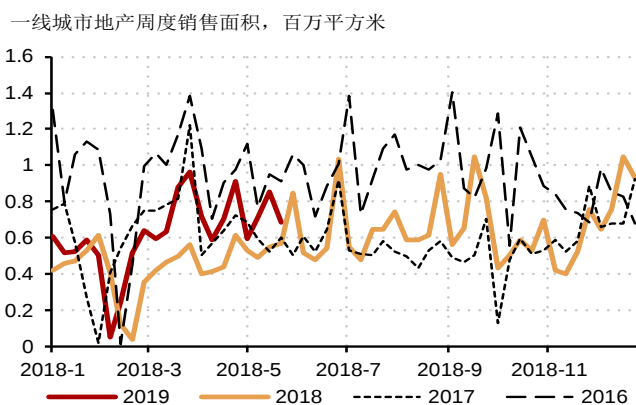
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：历年 30 城市房地产周度销售



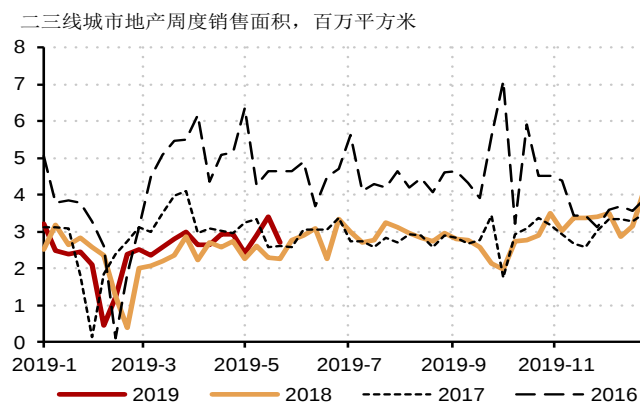
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售



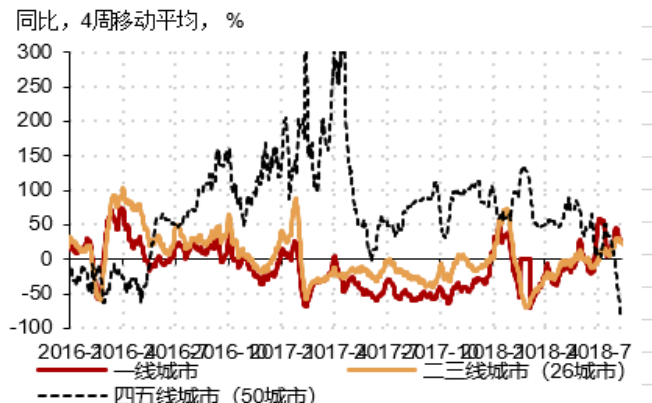
数据来源：wind，西南证券整理

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

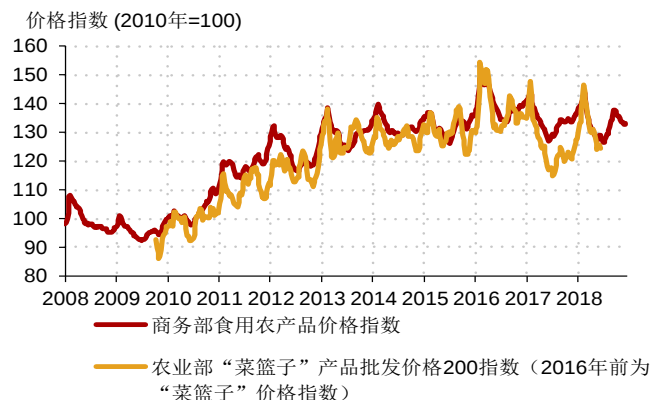


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：农产品价格下行，蔬菜价格跌幅较大

- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.2%。其中蔬菜价格环比下降 2.7%，猪肉价格环比下降 0.5%。

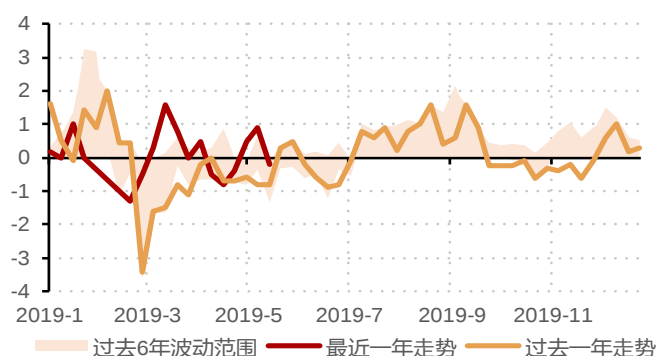
图 11：农产品价格指数



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 12：食品价格周环比涨幅

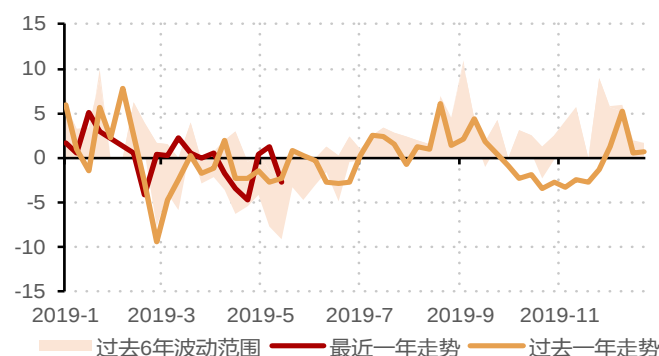
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 13：蔬菜价格涨幅

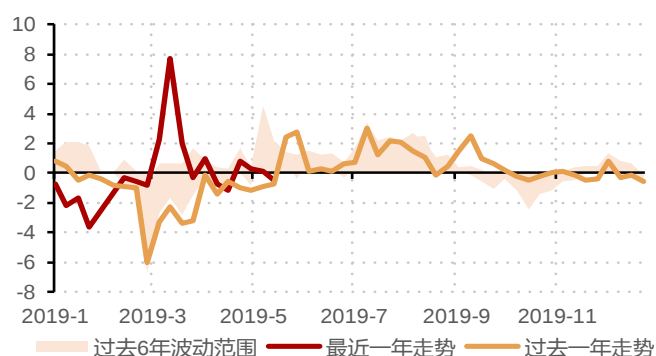
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 14：猪肉价格涨幅

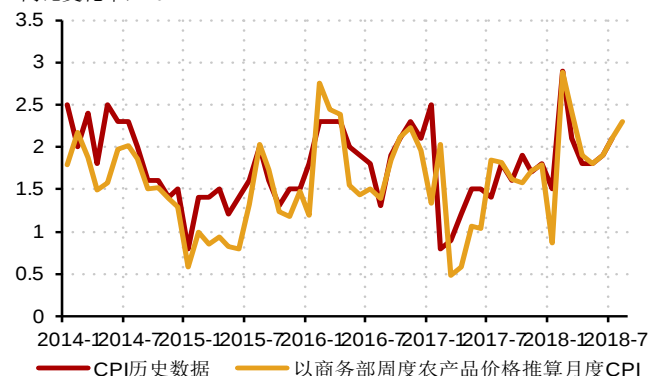
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



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，%

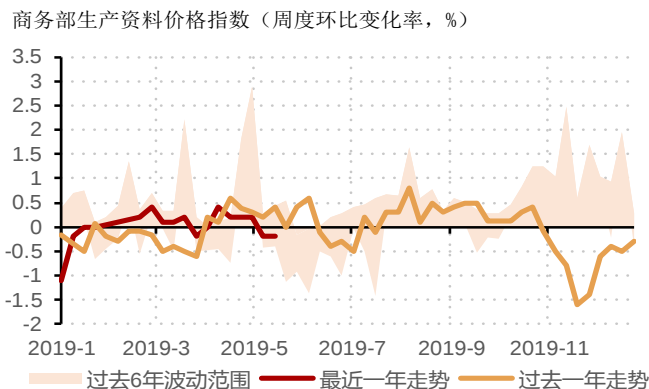


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅回落

- ◆ 本周商务部生产资料价格环比下降 0.2%，钢材价格小幅下降，其中螺纹钢比前一周分别下降 0.8%。有色金属价格小幅回升，其中铝、锌、铜价格分别上涨 1.4%、0.4%和 0.1%。
- ◆ 基础化学原料价格下降，其中聚丙烯、纯碱、甲醇价格分别下降 0.9%、0.2%和 0.2%，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



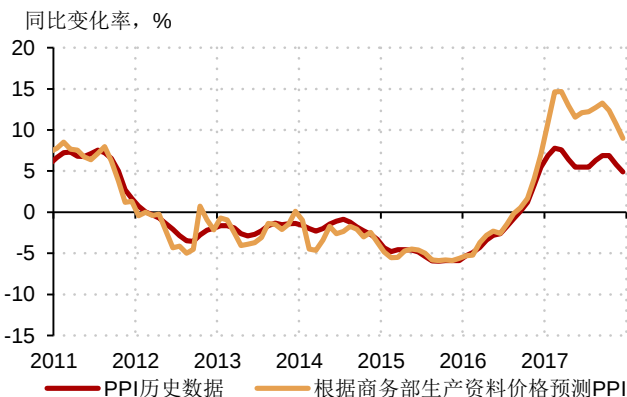
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

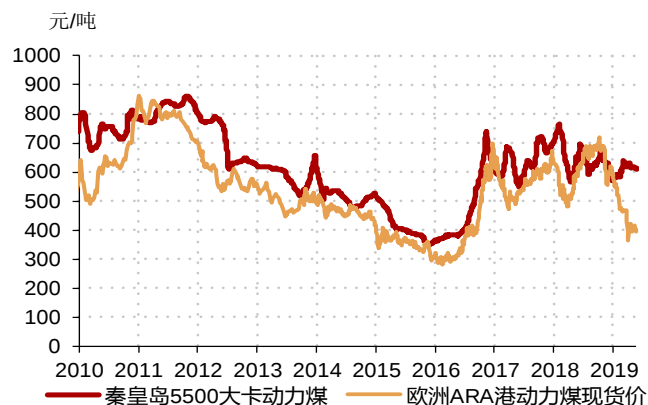


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格企稳，螺纹钢价格回升

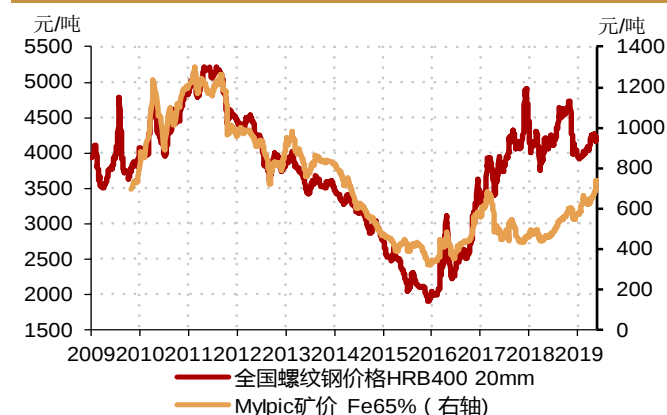
- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周下行 4 元至 614 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 19 元至 4208 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格上涨 91 元至 3863 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



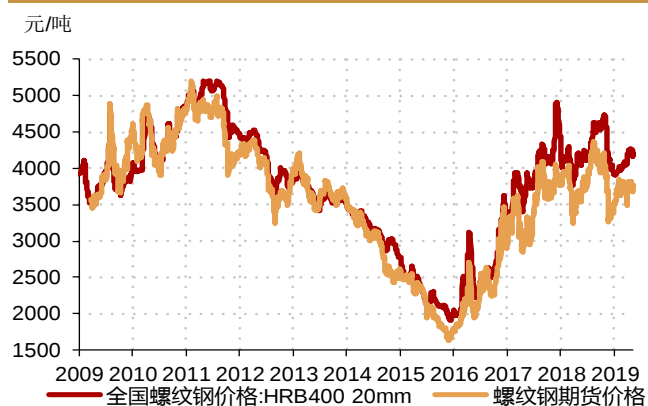
数据来源：wind，西南证券整理

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_12366

