

2019年03月10日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (3.4-3.10)



实体弱势环境下融资改善是趋势

西南宏观固收观点

- **高频数据显示基本面企稳持续。**六大发电集团耗煤量等高频指标显示生产面弱平稳，剔除春节因素影响后增速小幅回升。而从高频数据来看，春节后生产面跌幅较春节前收窄，工业品价格小幅上行，显示投资需求或有所回升。春节后开工需求存在超预期可能，需要继续观察。
- **不悲不喜，重点在于趋势。**2月信贷社融增速放缓，社融同比出现明显少增。这主要是政策精准调整的结果，从趋势上看，未来实体融资依然将持续改善。在经济下行压力上升后，去年12月和今年1月信贷社融和财政均明显发力，但1月信贷社融大幅放量以及出现部分乱象后，政策快速调整，信用投放和财政均有所回撤，形成了2月社融增速放缓的状况。因而目前政策进入快速调整阶段。但我们需要看到，目前经济下行压力并未消除，偏弱的经济环境下依然需要稳增长政策持续发力，因而我们认为实体融资改善的趋势不会发生改变，这是最为重要的。同时由于政策不追求过高的经济增速，因而在政策明显发力后往往有阶段性回撤。总体来看，认为未来实体融资平稳弱改善，经济弱平稳或缓慢下行。
- **外需将成为经济下行主要压力之一，经济企稳更需要依赖内需。**从2月贸易数据来看，我们剔除春节因素后可以看到，外需下滑压力上升，而内需呈现出企稳迹象。随着全球经济进入共振下行阶段，外需将持续下滑。同时叠加近期人民币汇率升值效应的逐步体现，出口增速将持续下行。出口放缓将成为今年经济下行压力的主要来源之一。这意味着稳定经济增长需要更多的依赖内需。去年末以来财政政策的显著发力以及货币宽松推动信贷社融加速投放，带动经济出现短期企稳迹象。但经济持续企稳需要政策继续发力。积极的财政政策和宽松的货币政策要持续，才能够推动内需持续企稳，对冲外需下行的压力。
- **猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应。**2月通胀数据弱平稳。但由于前期非洲猪瘟与供给收缩影响，对猪周期再度来临的担忧加剧，这种情绪在股票市场体现非常明显，相应公司股价隐含着非常高的猪价上涨预期。但一方面，在宏观经济面偏弱环境下，历史上没有发生过猪价大幅推升通胀的情况，当前缺乏需求面支撑情况下，我们预计猪肉价格不会将CPI同比增速推高至3%以上。另一方面，央行无需也不会对单一商品价格上涨作反应。在15年3季度猪周期来临时，央行就在当年2季度货币政策执行报告中明确表示不会对单一商品价格上涨作反应。因而我们认为这次央行货币政策也不会因为猪价上涨而调整。相应的，猪肉价格上涨对债市冲击也较为有限。
- **利率债短期继续震荡，债市机会更多在于信用债和转债。**基本面悲观预期的消解和实体资金面的持续改善意味着债市继续上涨缺乏动力，但在流动性继续宽松环境下，债市也难以立刻出现大幅调整，因而在货币政策转变之前，利率债将延续震荡态势。而实体资金面改善带来的企业资金状况好转将推动信用利差收窄。同时，随着科创板等新改革政策推出，资本市场资金供给增加也将继续助推权益市场行情，转债、信用债和权益资产将获得更好变现。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57758579
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

前期报告

1. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
2. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
3. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评2019年政府工作报告 (2019-03-05)
4. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
5. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
6. A股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论A股未来走势 (2019-03-04)
7. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)
8. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观 (2019-02-28)
9. 静待资金进入实体经济——月度经济预测 (2019-02-26)
10. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升 (2019-02-24)

目 录

1 政策跟踪	1
2 实体经济跟踪	2
2.1 实体经济：发电耗煤量同比加速上行	2
2.2 房地产市场：房地产销售同比改善	3
2.3 食品价格：农产品价格跌幅收窄	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅上涨	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格回升，螺纹钢价格上涨	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净回笼，短端利率小幅下行	7
3.2 利率债：长端利率止升转跌，期限利差收窄	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格继续上行	9
3.4 信用债总览：企业债收益率上行，期限利差总体扩大	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：地方债净融资大幅回落	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币即期汇率微降，中美利差上行	13
4.2 股票市场：A股冲高回落，两融余额持续回升	14
4.3 期货市场：商品期货价格下跌，避险情绪升温	15
4.4 实体经济利率：票据融资利率企稳，温州民间融资利率下行	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

2019 年政府工作报告：今年 GDP 增长目标 6%-6.5%，减轻税费 2 万亿，稳步推进房地产税立法。积极的财政政策要加力提效，赤字率拟按 2.8% 安排，比去年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元；今年财政支出超过 23 万亿元，增长 6.5%。

改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重；增强保险业风险保障功能；加强金融风险监测预警和化解处置；我国财政金融体系总体稳健，可运用的政策工具多，有能力守住不发生系统性风险的底线。

今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。合理扩大有效投资，加快实施一批重点项目，今年完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设。

实施更大规模的减税；深化增值税改革，今年将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。

国务院总理李克强：民营企业政策没有变，也不可能变，会始终坚持“两个毫不动摇”，一视同仁对待公有制和非公有制企业，一视同仁对待国有企业和民营企业，进而为民营企业创造更大的发展空间；政府服务必须围着市场主体和人民群众转，下一步我们会加快步伐，优化营商环境，特别要加强公平公正监管，为各类市场主体营造一视同仁的市场发展环境。

财政部：今年实际减税减负数额会高于 2 万亿元，将不折不扣落实减税降费；从赤字率看，2016、2017 年都是 2.9%，2018 年是 2.6%，今年预计是 2.8%，始终控制在国际通用的 3% 控制线以内；目前地方政府债务风险总体可控，不允许发生新的隐性债务；对于存量债务，已经发生了的，要求要稳妥化解。

发布最新 PPP 规范发展的实施意见，加大对民营企业、外资企业参与 PPP 项目的支持力度；引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度，拓宽项目资本金来源；鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。

今年要进一步加大养老金调剂力度，将调剂比例提高到 3.5%，预计全年中央调剂基金规模将达 6000 亿元左右；将不断巩固现有养老保险省级统筹的成果，并进一步规范有关政策，推动尽快实现养老保险全国统筹。

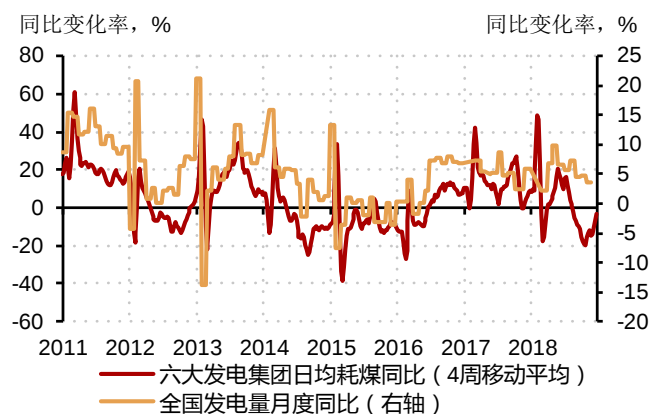
将运用好政府采购政策支持中小企业发展，准备和相关部门一道对现有的一些办法作出调整，规定政府部门采购预算中，至少留 30% 的额度面向中小企业；对小微企业参与采购竞争时给予价格扣除政策；拟建立预付款保函制度，有订单提供保函，可以提前预付一部分货款，这个正在研究。

2 实体经济跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量同比加速上行

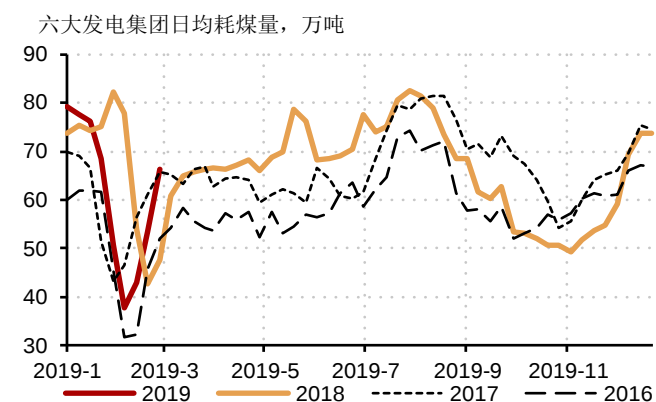
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 65.02 万吨，同比增长 16.17%。
- ◆ 本周全国高炉开工率为 62.98%，较上周环比下降 2.77%。

图 1：六大发电集团日耗煤量及同比



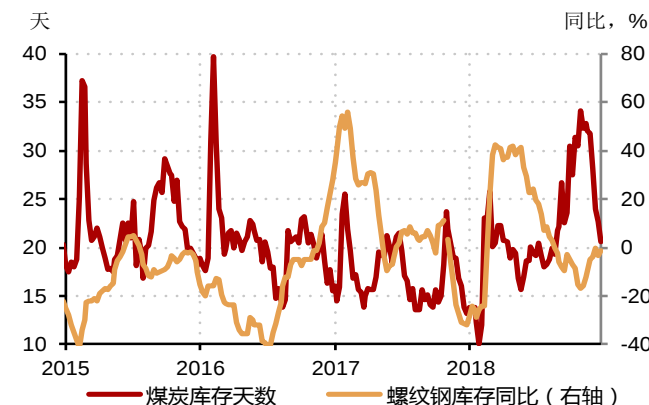
数据来源：wind，西南证券整理

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



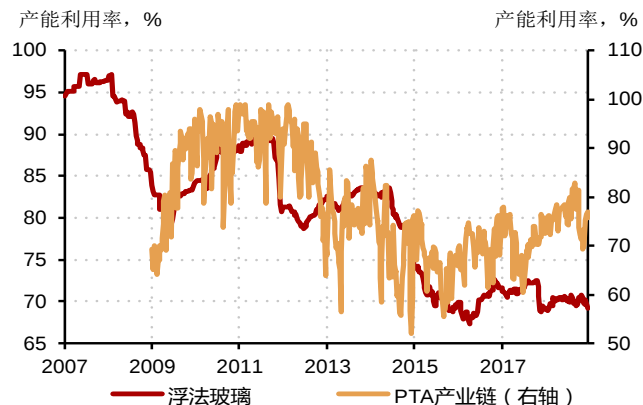
数据来源：wind，西南证券整理

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

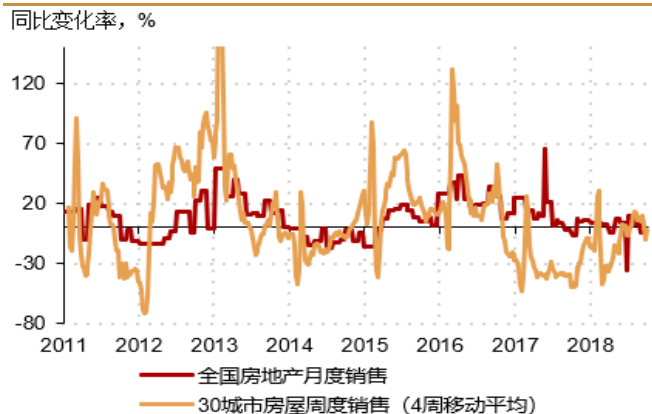


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 房地产市场：房地产销售同比改善

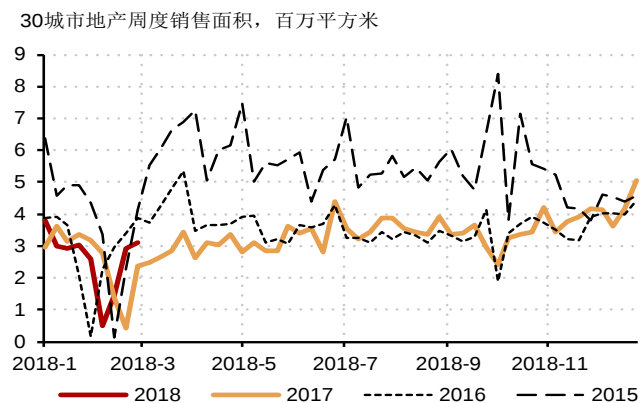
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比增加 30.38%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比增长 56.18%，二线城市增长 16.57%，三线城市同比增长 42.64%。

图 6：房地产销售同比增速



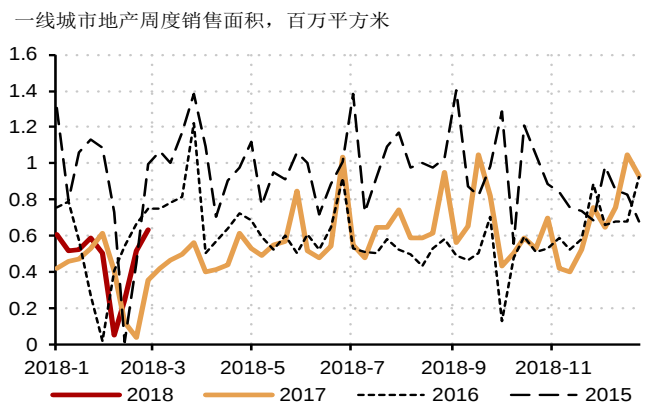
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：历年 30 城市房地产周度销售



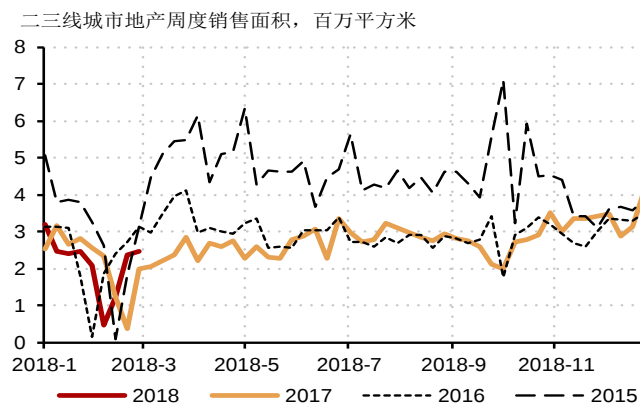
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售



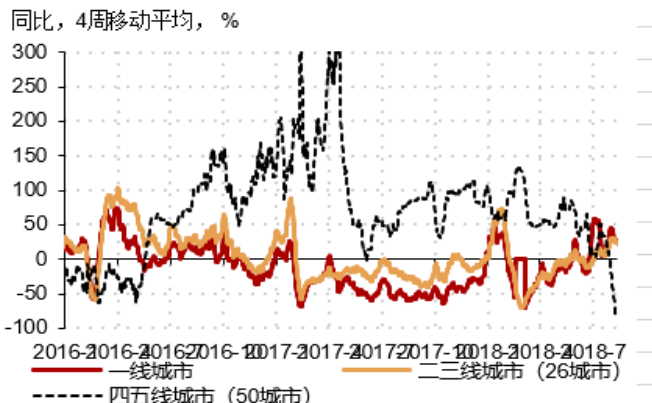
数据来源：wind，西南证券整理

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

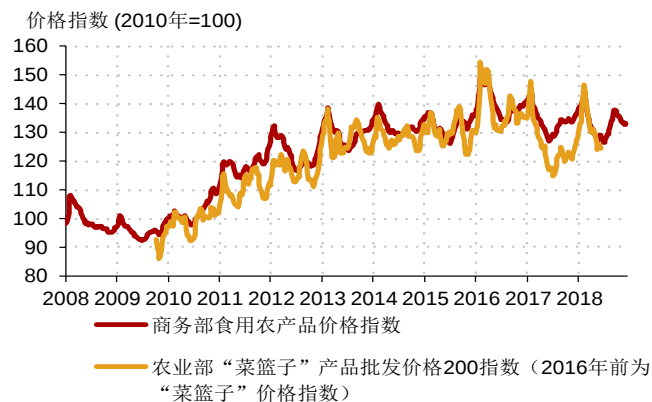


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：农产品价格跌幅收窄

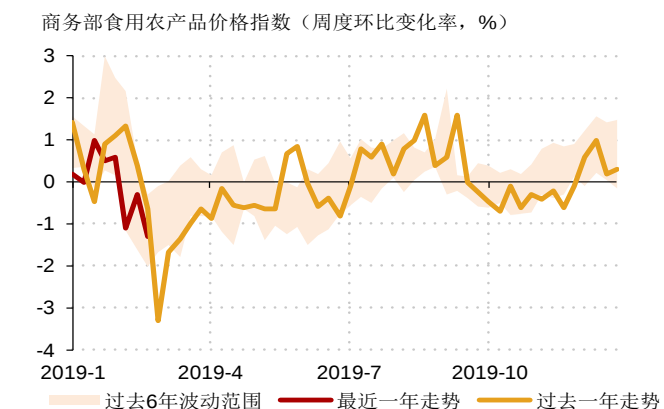
- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.5%，其中蔬菜价格环比上涨 0.4%，猪肉价格环比下降 0.8%。

图 11：农产品价格指数



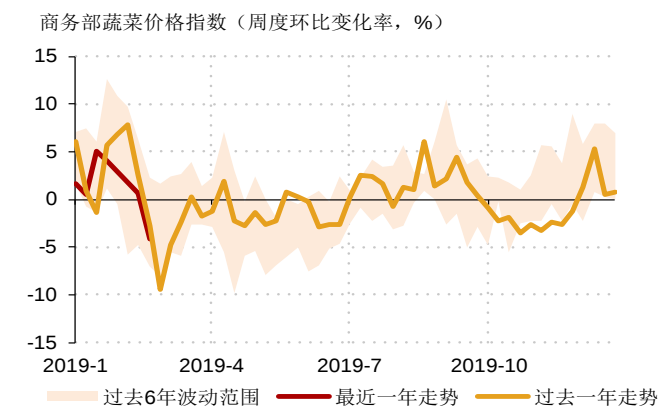
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 12：食品价格周环比涨幅



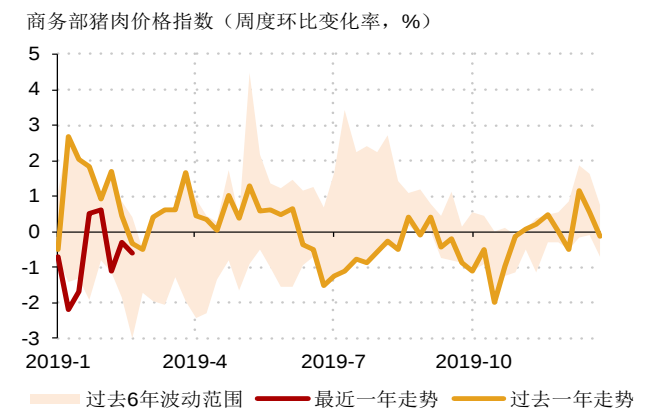
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 13：蔬菜价格涨幅



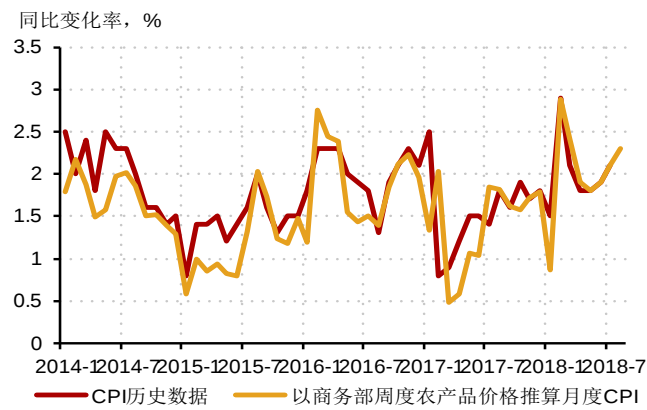
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

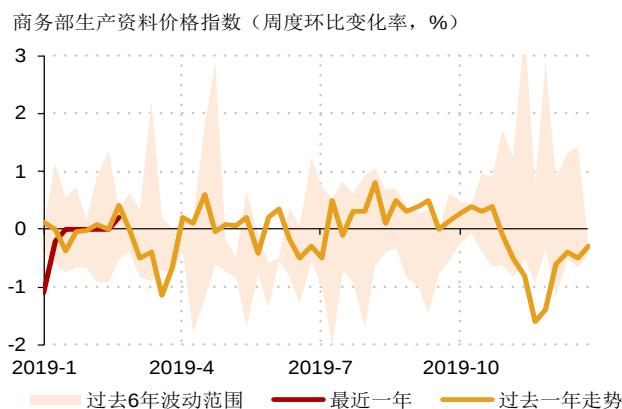


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅上涨

- ◆ 本周商务部生产资料价格环比上涨 0.4%，其中有色金属环比上涨 1.1%，钢材价格环比上涨 0.3%。
- ◆ 化工产品价格环比下降 1.4%。

图 16：生产资料价格周环比涨幅



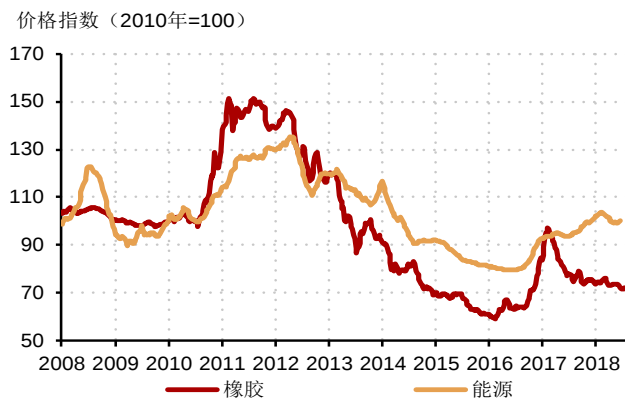
数据来源：CEIC，西南证券整理

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



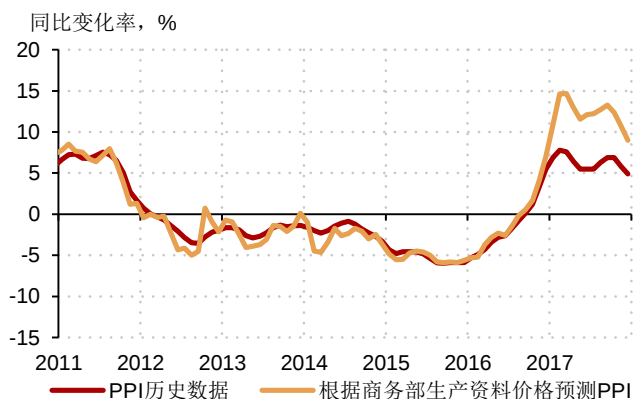
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

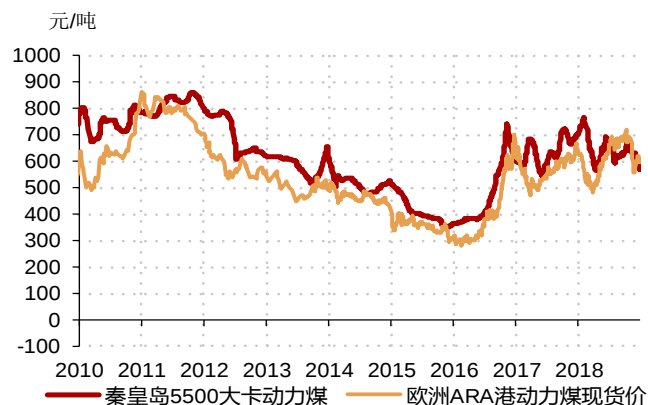


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格回升，螺纹钢价格上涨

- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上涨 8 元至 600 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 24 元至 4033 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格上涨 6 元至 3783 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



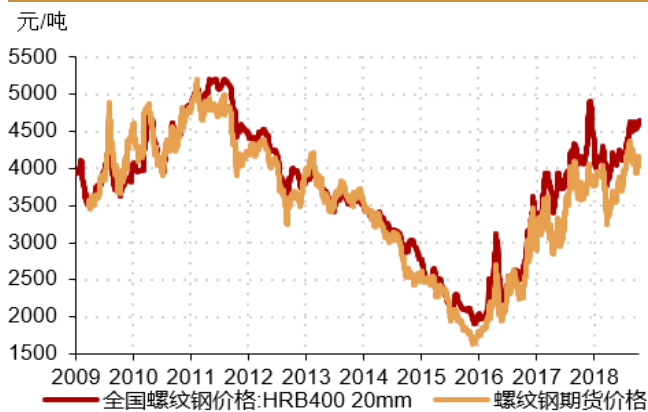
数据来源：wind，西南证券整理

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_13820

