

2019年02月24日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（2.18-2.24）



中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升

西南宏观固收观点

- **中美谈判继续推进，存在达成阶段性协议可能。**本周刘鹤副总理率队赴美进行贸易谈判，中美两国经贸团队进行了富有成效的谈判，在贸易平衡、农业、技术转让、知识产权保护、金融服务等方面取得积极进展。双方经贸团队将继续努力，抓紧磋商，落实两国元首在阿根廷会晤中达成的共识。中美双方谈判顺利推进意味着存在达成阶段性协议的可能。虽然难以在所有重大问题上弥合分歧，但在部分领域的阶段性协议有望缓和贸易争端，阶段性的暂停加征关税。因而我们预计大概率上3月1日中美双方不会继续互相加征关税。而19年中美合作意愿上升，谈判将是主基调，贸易争端强度将较18年显著下降。这将有助于提升国内资本市场的风险偏好。
- **实体经济资金面改善的大趋势不改变，阶段性的调整不改变趋势走势。**央行在新近发布的18年4季度货币政策执行报告中延续去年末中央经济会议确定的稳健货币政策基调，删除上次货币政策总基调中“中性稳健”的表述，这显示货币政策调整空间加大。同时，央行以专栏形势详细阐述了稳健货币政策的内涵。央行指出，稳健的货币政策要松紧适度……这并不意味着货币条件维持不变，而是要根据形势发展变化动态优化和逆周期调节。而从目前经济下行压力依然较大的情况看，央行将继续推进宽松政策。同时央行表示将继续结合结构化政策引导资金支持民营与小微企业，同时表示不会采用量化宽松的方式投放基础货币。整体货币政策宽松和监管柔性化环境下，实体经济资金面改善的大趋势不改变。偏低的短端利率将继续推动短端融资，并支撑债券融资延续高位，而监管柔性化将改善表外融资。虽然1月社融大增背后一定程度存在票据套利因素，票据融资的短暂回调可能导致2月信贷社融略低于预期，但实体经济供给改善的大趋势不会改变，3月之后信贷社融预计将再度恢复回升态势。
- **资金面改善将对权益市场形成持续利好。**信贷社融持续回升将加大实体经济资金供给。一方面，资金流入股市的规模将提升；另一方面，企业资金面改善也将缓解金融风险，提升风险偏好。因而，资金面改善将对权益市场形成利好。对流动性较为敏感的成长类权益资产和金融类权益资产将更为受益。
- **而短期内利率债将延续震荡，信用债和转债则更为受益。**虽然1月份信贷社融大幅放量，而且未来社融将持续回升。但考虑到当前经济尚未呈现除企稳状况，考虑到社融回升传导到经济需要两个季度左右，因而近一两个季度经济出现稳定企稳的可能性有限，这种环境下央行不会退出宽松货币政策，宽松的流动性环境不会发生变化，将为债市形成安全边际。我们预计债市将延续震荡态势。直至货币政策发生调整，债市将随之调整。实体经济资金状况改善意味着企业收支现金状况将改善，这将降低企业信用风险。因而企业违约状况将逐步好转。这种情况下企业信用利差将趋势性下降，这将带来信用债配置行情。其中中等评级的产业债和低评级的城投债信用利差将出现较大的降幅，因而也是主要的推荐标的。
- **风险提示：**经济超预期下行。

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. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读（2019-02-22）
2. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一）（2019-02-18）
3. 实体融资回升，修正对经济悲观预期（2019-02-17）
4. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应（2019-02-17）
5. 通胀中枢下移，这意味着什么？（2019-02-15）
6. 春节因素扰动下外贸形势假改善（2019-02-14）
7. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研（2019-02-13）
8. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测（2019-02-11）
9. 春节国内外经济与资本市场状况述评（2019-02-10）
10. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化（2019-01-28）

目 录

1 政策跟踪	1
2 实体经济跟踪	2
2.1 实体经济：春节错位导致生产面同比回暖	2
2.2 房地产市场：春节错位致房地产销售同比改善	3
2.3 食品价格：农产品价格小幅下行，猪肉价格跌幅收窄	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格持平	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格小幅回升，螺纹钢价格下行	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行小幅净投放，短端利率小幅上行	7
3.2 利率债：长端利率上行，期限利差扩大	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格下行	9
3.4 信用债总览：企业债收益率上行，信用利差扩大	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：地方债净融资回升，同业存单回落	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币即期汇率微升，中美利差扩大	13
4.2 股票市场：A股大幅上行，两融余额回升	14
4.3 期货市场：商品期货价格上行，油价上涨	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率趋于下行	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

习近平：在中共中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。

中共中央、国务院发布《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》：主动扩大国内紧缺农产品进口，拓展多元化进口渠道；深入推进“互联网+农业”，扩大农业物联网示范应用；推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点；扩大农业大灾保险试点和“保险+期货”试点；加快推进农村集体经营性资产股份合作制改革，继续扩大试点范围；研究完善适合农村集体经济组织特点的税收优惠政策；以县为单位抓紧编制或修编村庄布局规划，编制多规合一的实用性村庄规划；加强农村建房许可管理；抓紧制定加强农村宅基地管理指导意见，研究起草农村宅基地使用条例。

央行：发布《2018年第四季度中国货币政策执行报告》，拓宽科技创新型企业融资渠道，切实加大创业担保贷款政策实施力度；稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制；货币政策仍有很大空间，央行大规模从金融市场上购买国债等资产意义不大，没有必要实施所谓量化宽松（QE）政策。

李克强：在国务院常务会议上表示，稳健的货币政策没有变，也不会变，坚决不搞“大水漫灌”；降准信号发出后，社会融资总规模上升幅度表面看比较大，但其中主要是票据融资、短期贷款上升比较快，这不仅有可能造成“套利”和资金“空转”等行为，而且可能会带来新的潜在风险；相关部门要认真分析研究今年以来实体经济和中小微企业实际贷款的变化情况，要吃准“问题”，采取有针对性的措施。

中央政治局：召开会议讨论政府工作报告。会议强调，实现今年经济社会发展目标任务，要统筹实施好宏观政策、结构性政策、社会政策，落实好积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策。

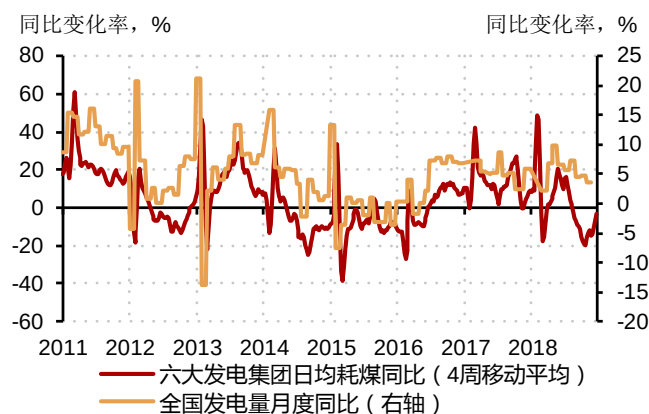
中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》：提出逐步扩大大湾区内人民币跨境使用规模和范围；有序推动大湾区内基金、保险等金融产品跨境交易，不断丰富投资产品类别和投资渠道，建立资金和产品互通机制；支持广州建设区域性私募股权交易市场，建设产权、大宗商品区域交易中心；支持深圳依规发展以深交所为核心的资本市场，加快推进金融开放创新；支持香港建设国际认可的绿色债券认证机构；支持香港打造大湾区绿色金融中心；支持广州建设绿色金融改革创新试验区，研究设立以碳排放为首个品种的创新型期货交易场所；支持澳门发展租赁等特色金融业务；支持深圳建设保险创新发展试验区。

2 实体经济跟踪

2.1 实体经济：春节错位导致生产面同比回暖

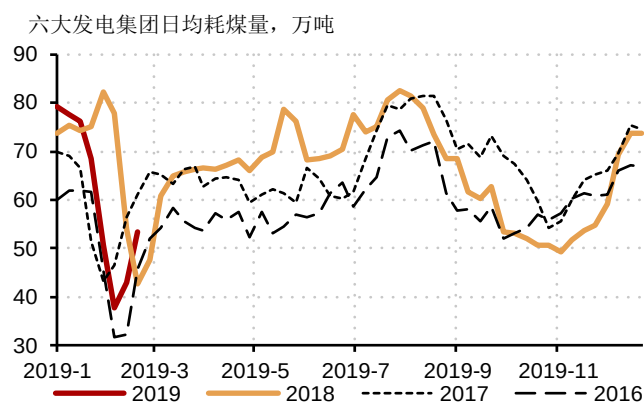
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 53.27 万吨，同比上升 26.4%，这主要是受春节错位因素影响，与去年元宵节当周相比上行 5.05%。
- ◆ 本周全国高炉开工率为 65.75%，较上周上行 0.14 个百分点。

图 1：六大发电集团日耗煤量及同比



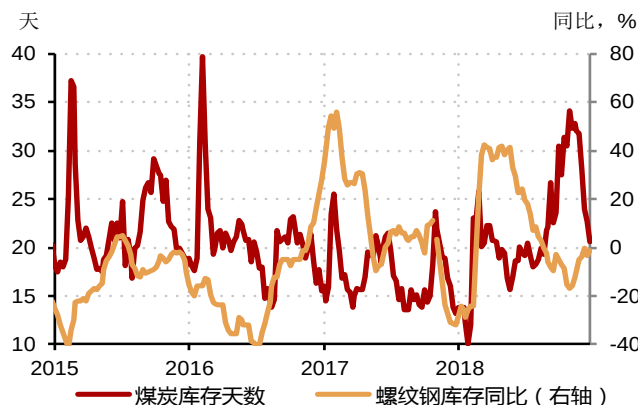
数据来源：wind，西南证券整理

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



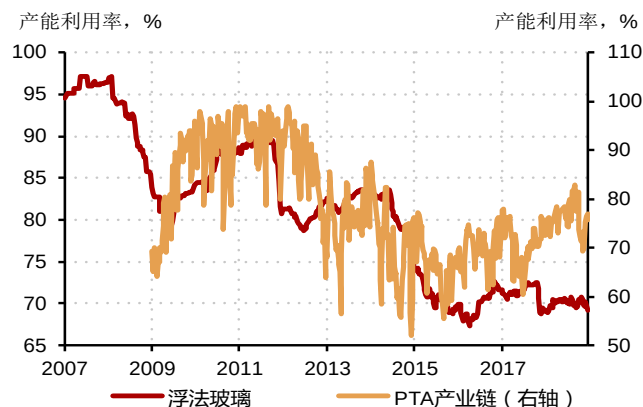
数据来源：wind，西南证券整理

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

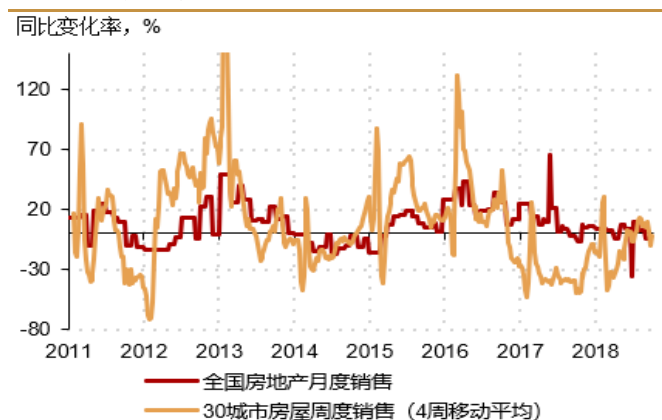


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 房地产市场：春节错位致房地产销售同比改善

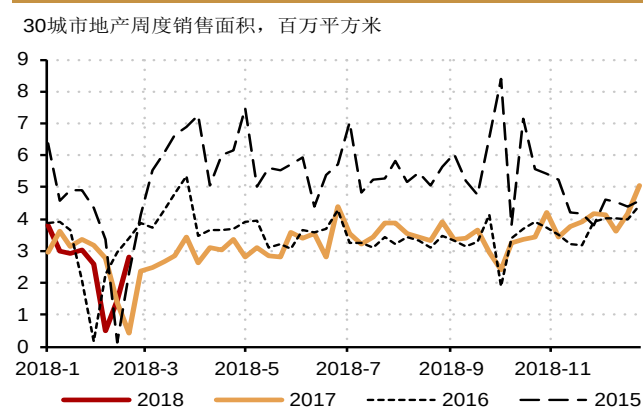
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比增加 151.2%，这主要是因为去年春节较晚，与去年元宵节当周相比，则同比下行 13.47%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年元宵节当周相比，一线城市同比下降 6.97%，二线城市下降 15.45%，三线城市同比下降 13.22%。

图 6：房地产销售同比增速



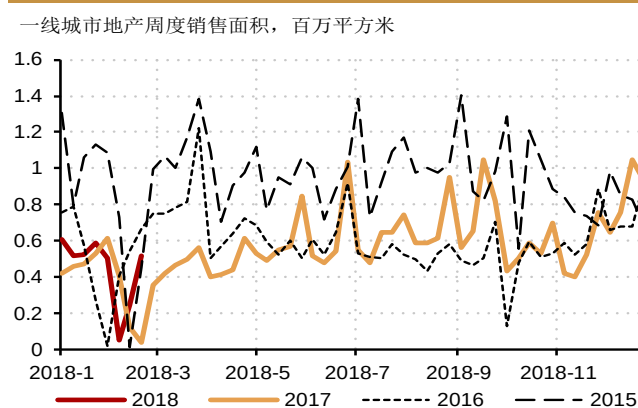
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：历年 30 城市房地产周度销售



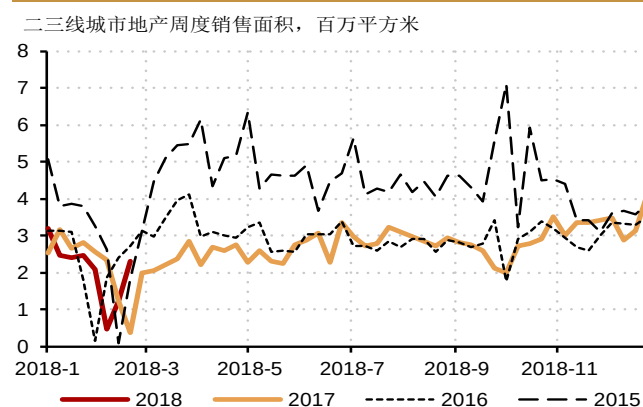
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售



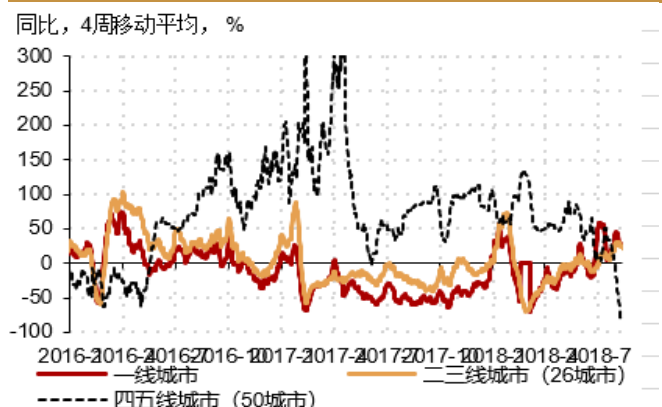
数据来源：wind，西南证券整理

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

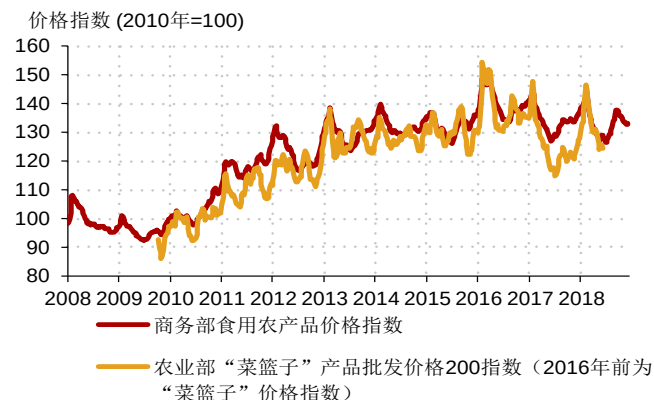


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：农产品价格小幅下行，猪肉价格跌幅收窄

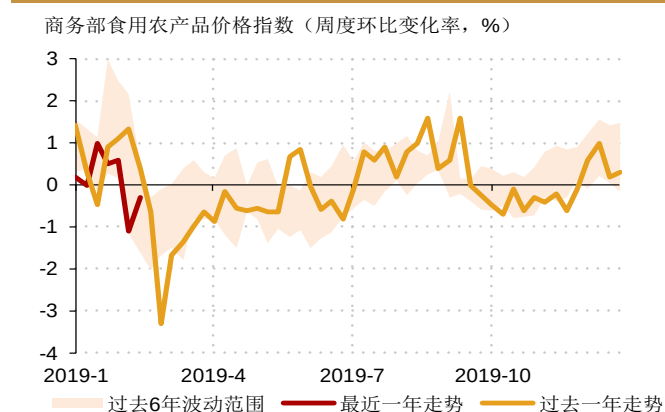
- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.3%，其中蔬菜价格环比下降 0.6%，猪肉价格环比下降 0.3%。

图 11：农产品价格指数



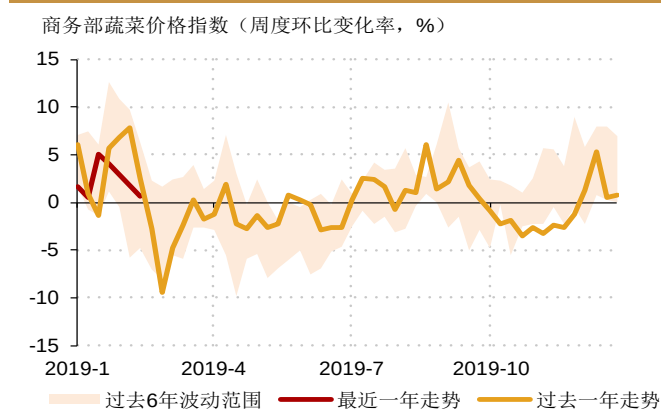
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 12：食品价格周环比涨幅



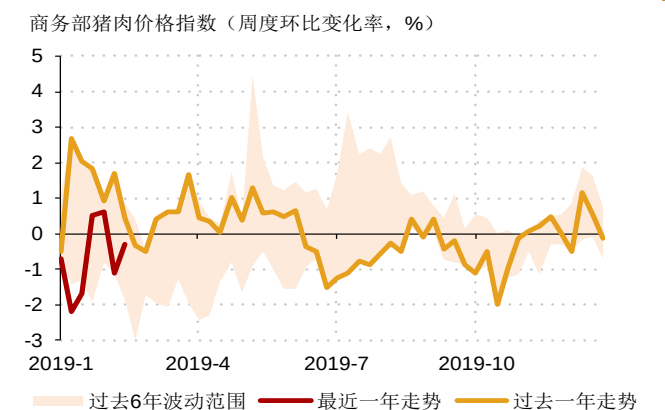
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 13：蔬菜价格涨幅



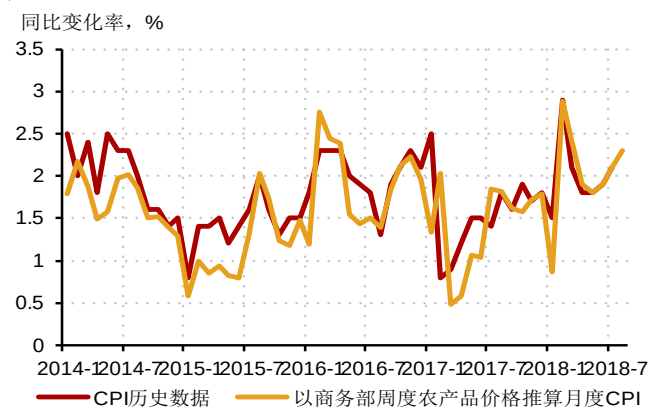
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

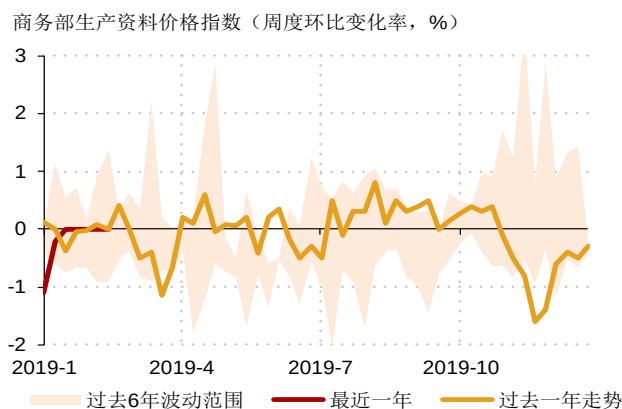


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格持平

- ◆ 本周商务部生产资料价格环比与上周持平。其中有色金属环比下降 0.1%，钢材价格环比下降 0.4%。
- ◆ 化工产品价格环比下降 0.5%。

图 16：生产资料价格周环比涨幅



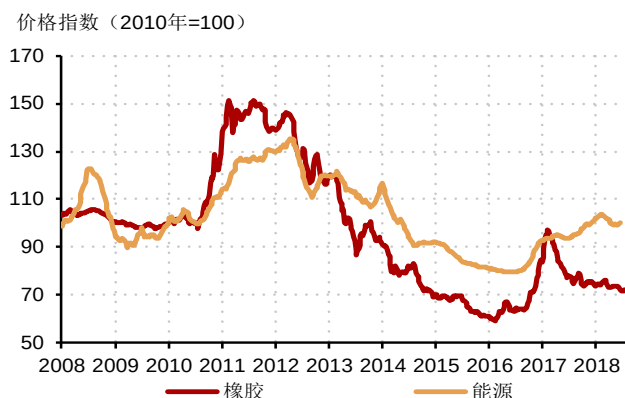
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：金属价格走势



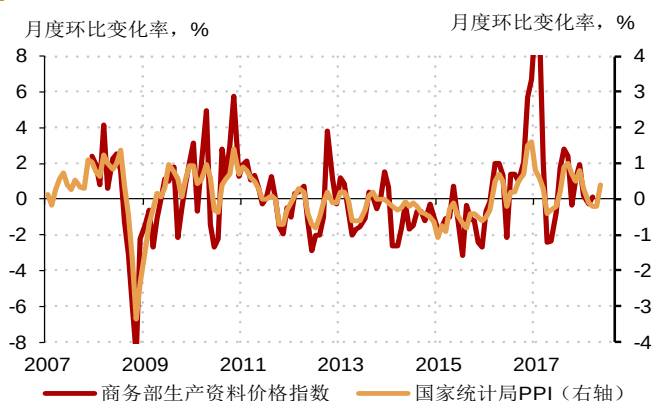
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 18：能源与橡胶价格走势



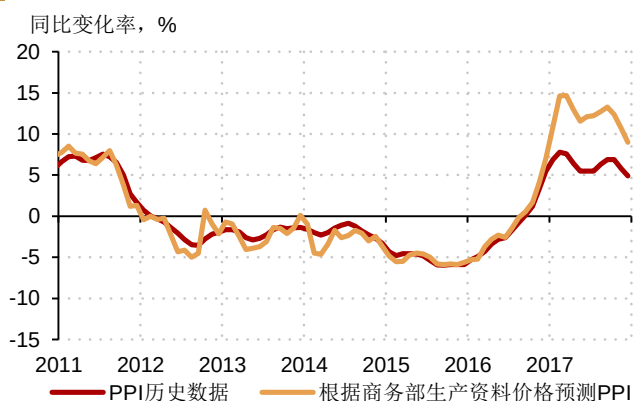
数据来源：CEIC，西南证券整理

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

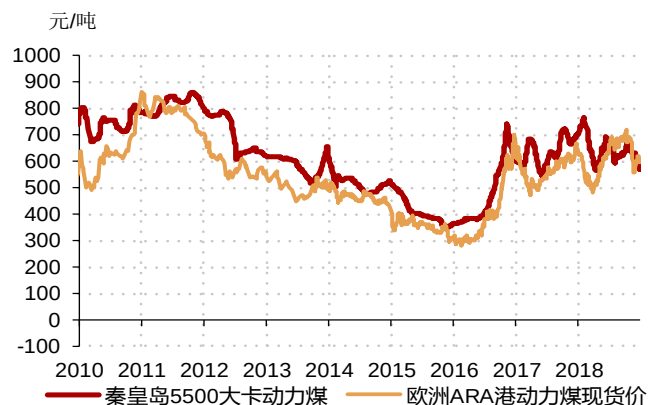


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格小幅回升，螺纹钢价格下行

- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上涨 8 元至 600 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 30 元至 3982 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格上涨 74 元至 3709 元/吨。

图 21：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



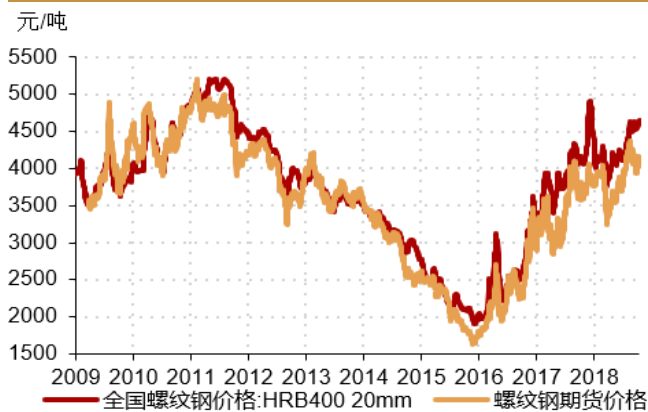
数据来源：wind，西南证券整理

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_14073

