

2020年01月19日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (1.13-1.19)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 经济企稳继续得到确认

### 西南宏观固收观点

- **抓住经济回升的主趋势，无需过虑部分小质疑。**4季度GDP同比增速表面上与上季度持平为6.0%，但考虑到4季度数据为经普查数据调整后数据，与3季度数据不一定可比。因而月度数据更能反映经济趋势，12月经济数据显示经济回升是主趋势。同时，近期国务院常务会议要求20年经济要保持良好开局，显示政策继续以稳增长为主，短期不会调整。因而经济回升的这个主趋势短期不会发生变化。但目前对经济企稳依然存在一些小质疑，例如对房地产快速走弱的担忧，对基建投资回升可能的怀疑，对制造业投资回升持续性的担忧。但制造业投资将成为亮点，企业盈利改善驱动下1季度可能达到8%-10%的增速。而1月地方政府专项债发行明显放量，结合基数下降将推动基建将温和回升，实体资金面宽松环境下，房地产难以出现大幅下滑。
- **中美达成第一阶段协议，总体方向在好转。**北京时间1月16日，中美签署第一阶段协议，而后双方先后发布了协议文本。中美签订双边贸易协定，意味着中美贸易冲突进入到缓和期。未来两年我国对美进口将有明显增加，但对短期经济冲击有限。分产品看，农产品和能源品进口或有明显增长，服务和制成品相对温和。人民币汇率将保持总体平稳，美方要求中国提高汇率操作的透明度，避免竞争性贬值，因而人民币汇率贬值可能性较小。
- **实体融资稳步改善，结构继续优化。**12月实体融资继续改善，虽然社融口径有所调整，但不改变趋势判断，信贷社融均继续处于同比回升通道。而融资结构改善更为明显，企业中长期贷款有更大幅度的增长。这种信贷社融回升的趋势将在1季度持续，1月地方债发行显著放量，同时伴随配套融资投放，信贷社融将继续处于回升状况。实体经济融资改善的趋势将在1季度持续。稳增长政策将持续，实体的融资需求将会持续改善。
- **进出口均保持较高增速可能成为未来一段时期的贸易状况。**12月进出口增速均出现明显回升，主要受三大因素推动。第一，18年12月进出口均具有较低的基数；第二，工业品价格回升推动名义进出口增速回升；第三，全球经济和国内需求企稳推动进出口增速回升，而这也是未来进出口增速保持相对较高增速的主要动力。
- **一周宏观高频数据综述：生产继续走强，地产销售涨幅扩大，节前食品价格涨幅持续扩大。**春节前第2周，发电耗煤同比涨幅扩大，高炉开工率上行，生产面保持韧性。春节前第2周房地产销售同比涨幅扩大，需求保持平稳。节前消费需求回暖带动上周消费价格继续回升，其中猪肉价涨幅平稳，蔬菜价格止跌转升。上周生产资料价格止升转跌，螺纹钢期货价格上行，水泥价格小幅回落。
- **债市短期仍将保持震荡。**经济继续企稳回升，实体融资规模继续增加，意味着债市难有趋势性机会。近期债市上涨主要受资金面改善和配置资金驱动，但过度宽松给的流动性难以持续，短债利率已经接近资金成本，配置资金继续驱动利率下行空间也有限。因而债市难以继续上升，短期债市或继续震荡。
- **风险提示：经济下行超预期。**

### 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

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 抓住经济回升的主趋势，无需过虑部分小质疑 (2020-01-19)
2. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
3. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)
4. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)
5. 如何在利率市场化进程中降低实体融资成本 (2020-01-13)
6. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)
7. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
8. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
9. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
10. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 政策跟踪 .....                        | 1  |
| 2 高频数据跟踪 .....                      | 2  |
| 2.1 生产数据：发电耗煤量同比涨幅扩大，高炉开工率上行 .....  | 2  |
| 2.2 需求数据：房地产销售涨幅扩大，房企拿地回落 .....     | 3  |
| 2.3 消费品价格：节前食品价格继续回升，猪肉价格涨幅平稳 ..... | 4  |
| 2.4 工业品价格：生产资料价格回落，螺纹钢期货价格上行 .....  | 4  |
| 3 债券市场跟踪 .....                      | 6  |
| 3.1 流动性：央行大幅净投放，短端利率上行 .....        | 6  |
| 3.2 利率债：长端利率平稳，期限利差扩大 .....         | 7  |
| 3.3 信用债总览：产业债信用利差回落，城投债利差下行 .....   | 7  |
| 4 其他资本市场跟踪 .....                    | 9  |
| 4.1 汇率：人民币汇率升值，中美利差下行 .....         | 9  |
| 4.2 股票市场：上证综指下行，全球股市涨多跌少 .....      | 9  |
| 4.3 期货市场：商品价格回落，黄金价格保持平稳 .....      | 11 |
| 4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资回落 .....    | 13 |

## 1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

国务院金融委办公室召开座谈会，听取专家学者对 2020 年经济金融形势的分析研判，以及做好服务实体经济、防控金融风险、深化改革开放的建议。专家建议，要进一步缓解民营企业小微企业融资难、融资贵问题，有序扩大金融业对外开放。

国务院领导人指出，新的一年，中国将深化改革，继续开展大规模制度性减税，政府将大力压减一般性行政开支。中国有信心、有能力应对风险和挑战，保持经济运行在合理区间。

中美第一阶段经贸协议全文公布。协议提出，中方将扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口，未来两年的进口规模，要在 2017 年基数上增加不少于 2000 亿美元。国家最高领导人称，下一步双方要把协议落到实处，推动中美经贸合作取得更大进展。

中美全面经济对话中方牵头人刘鹤表示，这份协议在相当程度上解决了双方关切，实现了互利共赢。有助于缓和当前贸易摩擦紧张局面，消除市场不确定性。在关税退坡问题上，美方承诺取消部分对华产品加征关税，实现加征关税由升到降的转变。

央行：我国不存在长期通胀或者通缩的基础，2020 年将继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，注重内外平衡。央行孙国峰：我国准备金率处于适度水平，存在一定下调空间，但空间有限；将继续在香港常态化发行人民币央行票据。

国家最高领导人在十九届中央纪委四次全会上发表重要讲话强调，要坚决查处各种风险背后的腐败问题，深化金融领域反腐败工作，加大国有企业反腐力度，加强国家资源、国有资产管理，查处地方债务风险中隐藏的腐败问题。

美国财政部公布半年度汇率政策报告，取消对中国“汇率操纵国”的认定。

银保监会：对于地方政府隐性债务，一方面要“开正门”，鼓励银行保险积极参与一些比较好的项目，鼓励支持地方债的发行，在商业银行柜台市场进行销售；另一方面要防范相关风险，特别是对违反规定的隐性债务，要求银行保险机构一定要根据现有的规定和政策，根据银行内部风险管理流程严格控制。

央行副行长潘功胜表示，继续实施稳健的货币政策，为促进经济高质量发展创造良好的货币金融环境。将综合考虑经济增长、通胀预期、宏观杠杆率和汇率稳定，保持灵活适度，加强逆周期调节，疏通政策传导机制，提升货币政策效能，发挥好结构性工具引导作用，加大对重点领域和薄弱环节尤其小微企业、民营企业、制造业支持力度，服务经济高质量发展。

2020 年全国银行保险业监管工作会议召开，会议强调，要强化对民营企业特别是民营企业制造业企业金融服务，突出支持先进制造业和产业集群，重点纾解有市场前景企业的流动性困难；严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域；尽快制定负债质量监管办法，提高银行保险机构，特别是中小机构负债的稳定性和匹配性。

## 2 高频数据跟踪

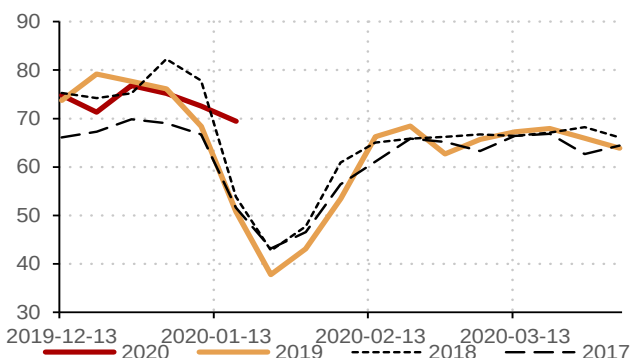
### 2.1 生产数据：发电耗煤量同比涨幅扩大，高炉开工率上行

◆ 春节前第2周，六大发电集团日均耗煤量为69.4万吨，同比回升了36.7%，增速较上周回升31个百分点。

◆ 本周高炉开工率较上周上行0.1个百分点至66.7%。

图1：历年六大发电集团耗煤量

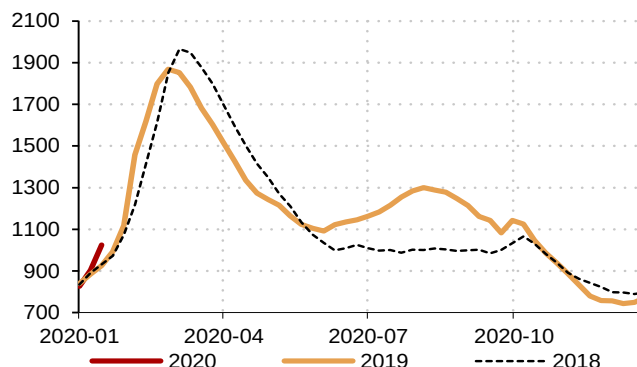
六大发电集团日均耗煤量，万吨，春节对齐



数据来源：wind，西南证券整理

图2：主要钢材品种库存

主要钢材品种库存，万吨



数据来源：wind，西南证券整理

图3：高炉开工率

高炉开工率，%

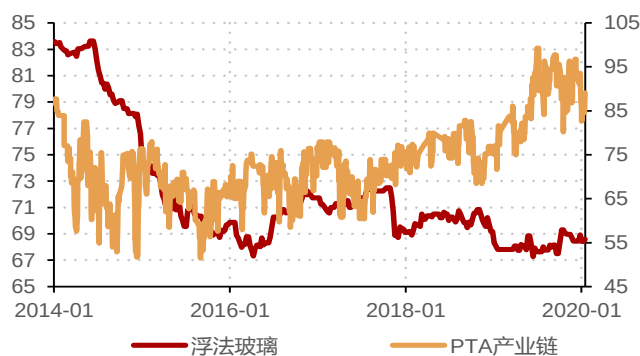


数据来源：wind，西南证券整理

图4：浮法玻璃与PTA产业链产能利用率

产能利用率，%

产能利用率，%



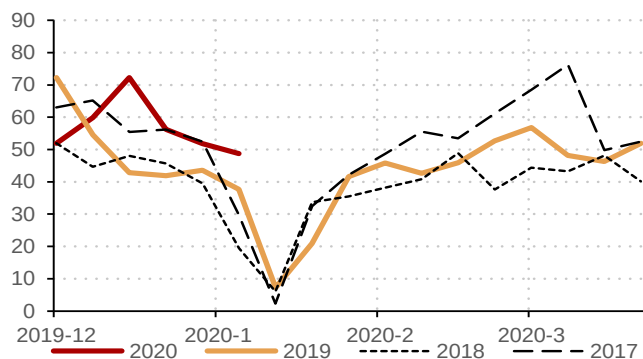
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.2 需求数据：房地产销售涨幅扩大，房企拿地回落

- ◆ 春节前第2周，30个大中城市房地产销售面积同比上行29%，较上周上行10个百分点。上周100个大中城市土地成交面积同比下行11%，增速较上周回落84个百分点。
- ◆ 上周乘用车零售4.9万辆，同比-13%，增速较前值回落18个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

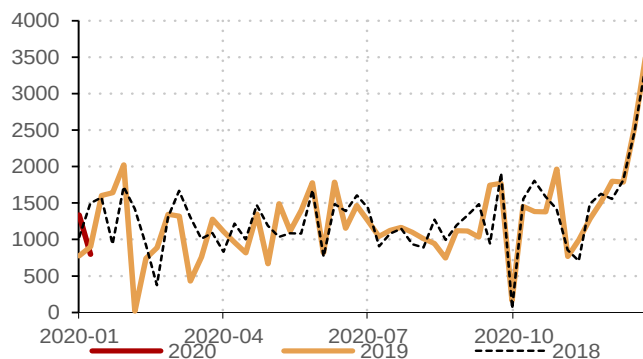
30城市地产周度销售面积，万平方米，春节对齐



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

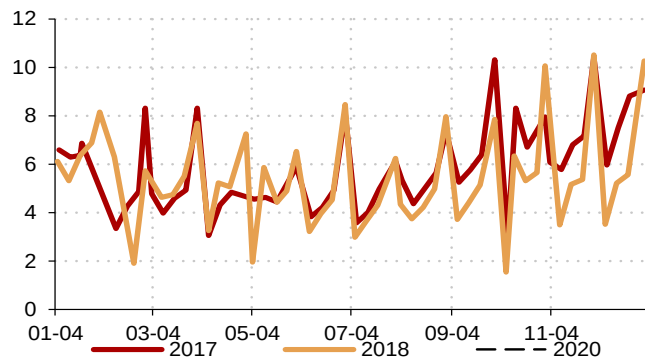
土地成交占地面积，万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：历年乘用车零售周度日均销量

(万辆)



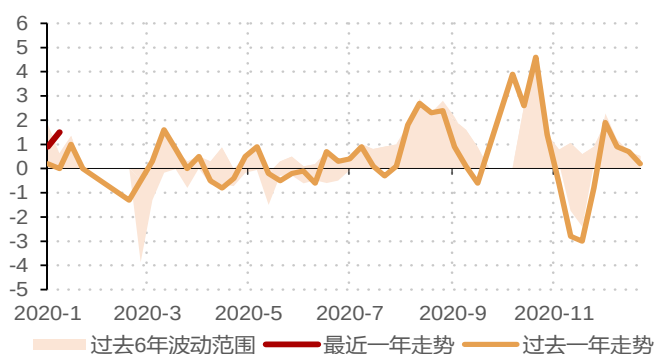
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.3 消费品价格：节前食品价格继续回升，猪肉价格涨幅平稳

- ◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比上涨 1.5%，涨幅较前值扩大 0.6 个百分点。其中猪肉价格指数环比上涨 3.5%，与前值持平，蔬菜价格指数环比上涨 0.6%，增速较前值上行 1.6 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

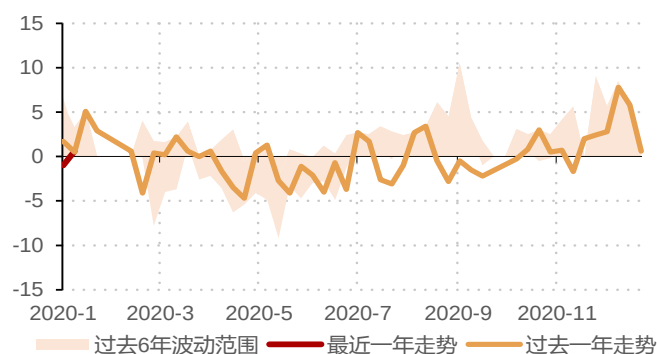
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

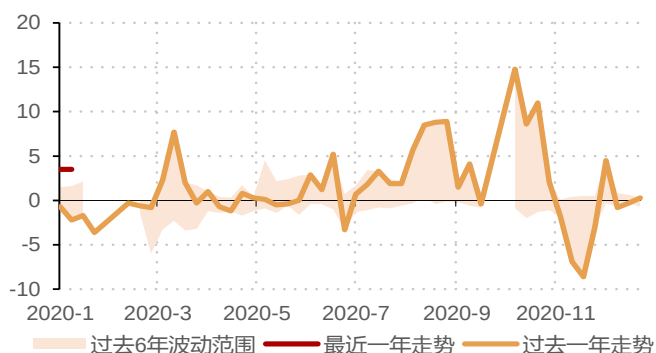
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

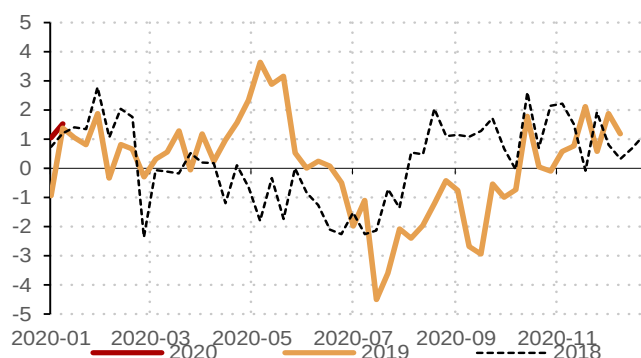
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

周环比，%



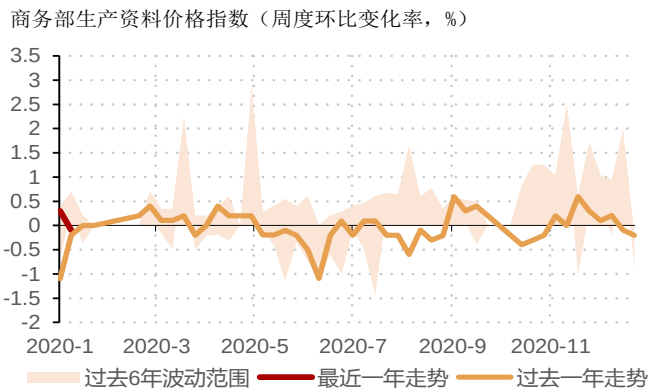
数据来源：CEIC，西南证券整理

## 2.4 工业品价格：生产资料价格回落，螺纹钢期货价格上行

- ◆ 上周商务部生产资料价格指数环比下降 0.1%，增速较前值下行 0.4 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上涨 1 元至 556 元/吨；螺纹钢价格环比平稳，全国 HRB400 20mm 价格于上周持平于 3834 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 18 元至 3586 元/吨。



图 18: 生产资料价格周环比涨幅



数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 螺纹钢期货与现货价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: PTA 平均价格



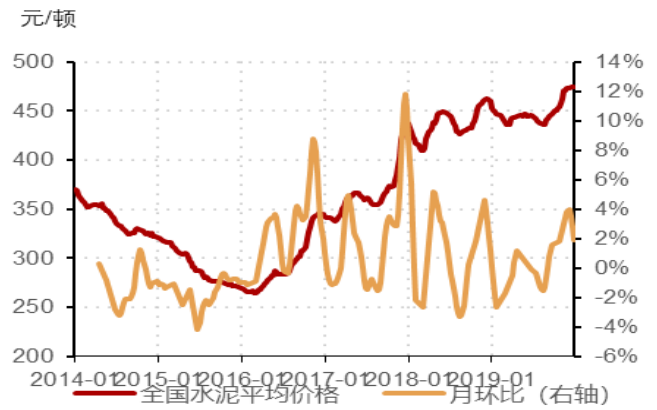
数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 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 21: 水泥平均价格及变化率



数据来源: wind, 西南证券整理

## 3 债券市场跟踪

### 3.1 流动性：央行大幅净投放，短端利率上行

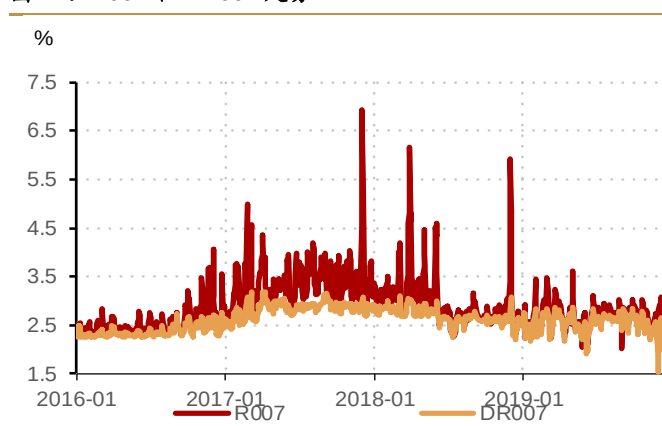
- ◆ 本周央行逆回购投放 6000 亿元，无逆回购到期，MLF 投放 3000 亿元，无 MLF 到期，央行本周公开市场净投放 9000 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周上行 26bps 至 2.63%，R007 上行 31bps 至 2.89%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 1.5bps 至 104bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 18bps 为 2.73%。

图 23：央行公开市场操作

|     | 逆回购投放 | MLF 投放 | 逆回购到期 | MLF 到期 | 净投放(回笼) |
|-----|-------|--------|-------|--------|---------|
| 四周前 | 6300  | 3000   | 0     | 2860   | 6440    |
| 三周前 | 500   | 0      | 800   | 0      | -300    |
| 两周前 | 0     | 0      | 5500  | 0      | -5500   |
| 一周前 | 0     | 0      | 500   | 0      | -500    |
| 本周  | 6000  | 3000   | 0     | 0      | 9000    |
| 一周后 |       |        | 0     | 0      | 0       |
| 二周后 |       |        | 0     | 0      | 0       |
| 三周后 |       |        | 0     | 0      | 0       |
| 四周后 |       |        | 0     | 0      | 0       |

数据来源：wind，西南证券整理

图 24：R007 和 DR007 走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：中美短端利差

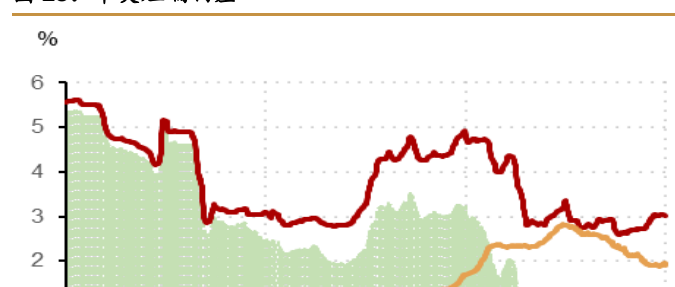
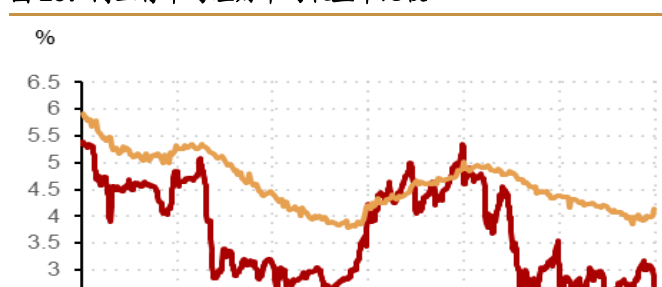


图 26：同业存单与理财平均收益率比较



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\\_7647](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7647)

