

2019 年 11 月 03 日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (10.28-11.3)



经济保持平稳，通胀上行压力依然较大

西南宏观固收观点

- **数据表现不一致，经济保持平稳。**10 月中采 PMI 较上月下降 0.5 个百分点至 49.3%，显示企业景气度再度下滑，低于市场与我们预期。但 10 月财新制造业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点至 51.7%，继续回升。10 月高频数据也显示供需平稳，六大发电集团耗煤量同比增速在 10 月继续回升，而 30 个大中城市商品房销售面积同样保持平稳。中采制造业 PMI 下滑并非经济下行压力上升，而可能主要是工业品价格下滑的结果。从近年数据来看，制造业 PMI，包括其中生产分项与 PPI 环比相关性更高，而与生产面实际指标工业增加值相关性则较弱，背后原因是 PPI 环比决定企业盈利，进而影响企业预期。而 10 月由于供给较需求更快速度增长，导致工业品价格小幅下滑，带动中采制造业 PMI 下行。近期信贷社融连续超预期，结合中观行业数据情况，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。
- **联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止。**周四凌晨联储再次将联邦基金目标率下调 25bps，将联邦基准利率维持在 1.5%-1.75%，符合市场预期。同时联储将超额存款准备金利率从 1.8%降至 1.55%，与联邦基金利率降幅持平。联储在政策声明中删除了“采取适当行动来维持经济扩张”的措辞，中美贸易摩擦暂缓，英国脱欧不确定性减弱，使得联储将暂停“预防式”降息。联储货币政策操作回到数据依赖，而超预期的 GDP 增速和非农就业数据，均意味着短期内联储将保持耐心和观望。鲍威尔认为当前的货币政策立场是合适的，短期不会降息，12 月再次降息的可能性较小。但美国经济依然处于下行通道，特别是企业固定投资和出口依然疲弱，因而联储货币政策依然将保持宽松。降息或暂缓但不会停止。此外，鲍威尔强调通胀依然是影响联储决策的重要指标，在通胀大幅走高前不会加息，继续重申联储购买短期国债是技术性操作，不应理解为 QE。
- **一周宏观高频数据综述：生产面继续改善，房企拿地明显放缓，猪价增速保持高位，加剧通胀压力。**本周发电耗煤同比涨幅收窄，但依然保持同比回升态势。房地产销售止升转跌，房企拿地继续放缓，土地成交面积跌幅扩大。上周乘用车日均零售销售量跌幅继续扩大。上周消费品价格环比涨幅扩大，其中猪肉价格环比涨幅扩大、蔬菜延续回升，通胀压力加剧。生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现货价格回升。水泥价格延续上行，基建投资将延续回暖。
- **债券市场短期可能继续震荡。**短期来看，随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。实体信贷需求延续回升，意味着债市配置资金难以出现明显边际增加，叠加通胀回升，这些都对债市不友好。同时，目前信贷社融回升状况以及经济预期依然低于今年 1 季度末情况，因而利率水平也难以上升到当时高位。当前 10 年国债已经回升至 3.32%，继续上升空间有限。因而总体来看，债券市场或延续震荡态势。
- **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. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
2. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
3. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
4. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
5. 砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
6. 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
7. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
8. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)
9. 负利率时代资产配置选择——欧日经验 (2019-10-16)
10. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤涨幅收窄，高炉开工率回升	2
2.2 需求数据：房地产销售转跌，汽车零售跌幅扩大	3
2.3 消费品价格：农产品价格涨幅扩大，通胀压力加剧	4
2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现货价格上行	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行净回笼，中美利差走阔	6
3.2 利率债：长端利率上行，期限利差回升	7
3.3 信用债总览：民企信用利差上行，城投债信用利差下行	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率升值，中美利差上行	9
4.2 股票市场：A股上行，全球股市涨多跌少	9
4.3 期货市场：商品价格上行，避险情绪边际回落	11
4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资保持低水平	13

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

商务部：1) 发布《中国—上海合作组织地方经贸合作示范区建设总体方案》提出，支持青岛试点建设上合组织国家特色农产品进口指定监管场地，建设汽车整车及零部件、能源及原材料大宗商品平台，发展二手车出口业务，发展跨境电商业务。探讨投资贸易便利化，推动口岸通关模式改革创新。探索实行外汇资本项目收入结汇支付便利化试点，企业外债注销登记下放至银行办理试点。

2) 《关于进一步做好利用外资工作的意见》将于近期印发，《意见》从深化对外开放、加大投资促进力度、深化投资便利化改革、加大外商投资合法权益保护力度等 4 个方面，提出 20 条稳外资政策措施。

工信部印发《加快培育共享制造新模式新业态、促进制造业高质量发展的指导意见》，提出加强 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，鼓励制造企业通过内网改造升级实现人、机、物互联，为共享制造提供信息网络支撑，引导和推动金融机构为共享制造技术、业务和应用创新提供金融服务。

工信部等十三部门印发《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022 年）》。争取用 4 年左右的时间，在高档数控机床、工业机器人、汽车、电力装备、石化装备、重型机械等行业，以及节能环保、人工智能等领域实现原创设计突破。

中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议公报发布。全会提出，必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系。要毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，加快完善社会主义市场经济体制，完善科技创新体制机制，建设更高水平开放型经济新体制。全会提出，必须健全幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶等方面国家基本公共服务制度体系，注重加强普惠性、基础性、兜底性民生建设。要实行最严格的生态环境保护制度，全面建立资源高效利用制度，健全生态保护和修复制度，严明生态环境保护责任制度。

国务院领导人主持召开国务院党组会议，强调要突出抓好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，保持经济运行在合理区间，推动经济社会持续健康发展。中办、国办印发《关于在国土空间规划中统筹划定落实三条控制线的指导意见》，提出到 2020 年年底，结合国土空间规划编制，完成落实生态保护红线、永久基本农田、城镇开发边界三条控制线的划定和落地，协调解决矛盾冲突，纳入全国统一、多规合一的国土空间基础信息平台，形成一张底图，实现部门信息共享，实行严格管控。

央行召开党委扩大会议，强调要不断健全金融宏观调控机制，建设现代中央银行制度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系；要研究谋划 2020 年央行重点工作安排，改进和完善金融宏观调控，强化宏观审慎管理，加快推动金融供给侧结构性改革，不断扩大高水平金融开放，继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

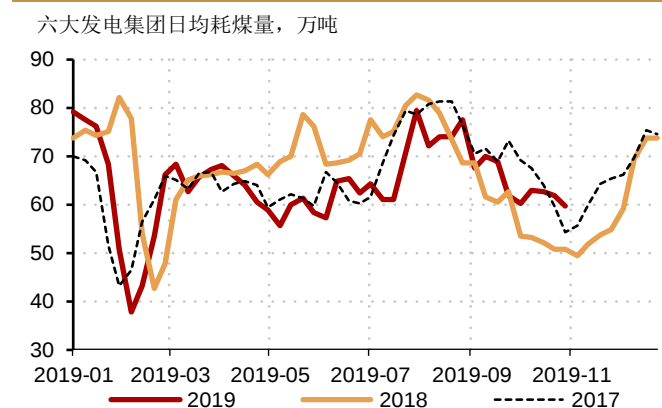
2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤涨幅收窄，高炉开工率回升

◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 59.6 万吨，同比上涨 16.8%，涨幅较上周缩小 5.1 个百分点。

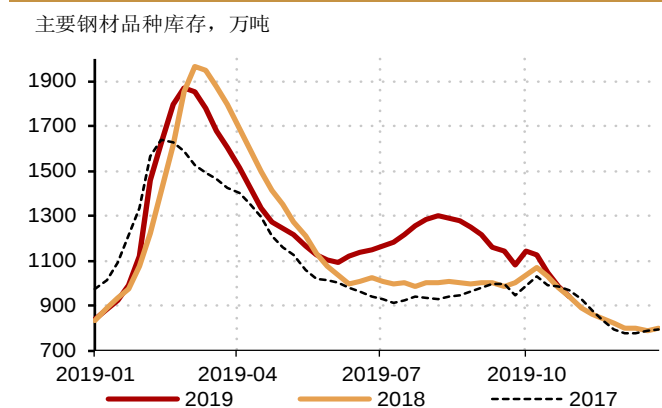
◆ 本周全国高炉开工率较上周上涨 1.4 个百分点为 64.9%。

图 1：历年六大发电集团耗煤量



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：主要钢材品种库存



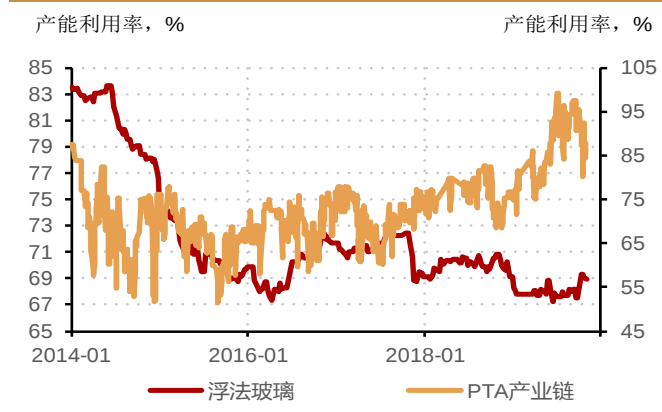
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：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



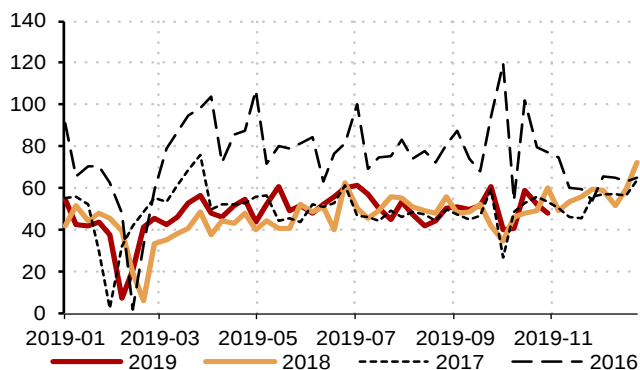
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售转跌，汽车零售跌幅扩大

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 20.4%，增速较上周回落 26 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 69%，跌幅较上周扩大 14 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 5.1 万辆，较前值减少 0.3 万辆，同比下跌 19%，跌幅较上周扩大 7 个百分点。

图 5：历年 30 城市房地产周度销售

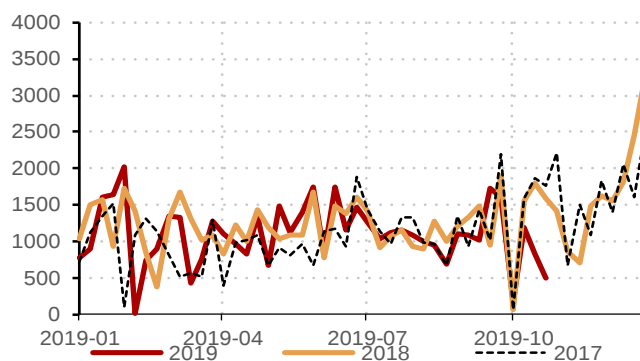
30 城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：100 大中城市土地成交面积

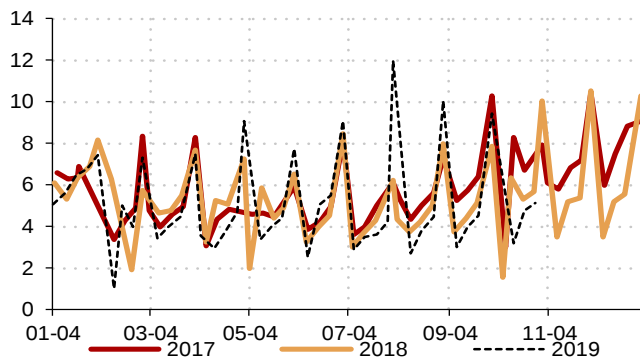
土地成交占地面积，万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：历年乘用车零售周度日均销量

(万辆)



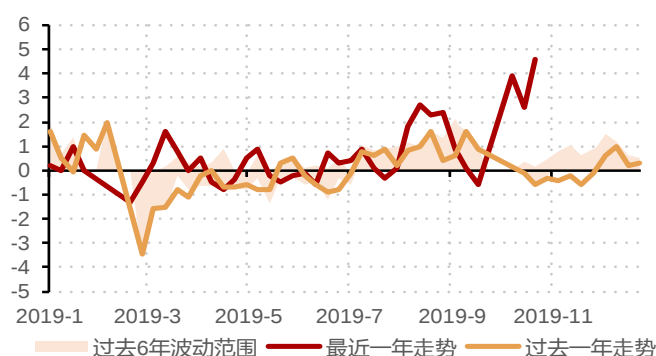
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：农产品价格涨幅扩大，通胀压力加剧

- ◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比上涨 4.6%，较前值上行 2 个百分点。其中猪肉价格指数环比上涨 11%，涨幅环比扩大 2.4%，蔬菜价格指数环比上涨 3%，较前值上行 2.2 个百分点。

图 8：食品价格周环比涨幅

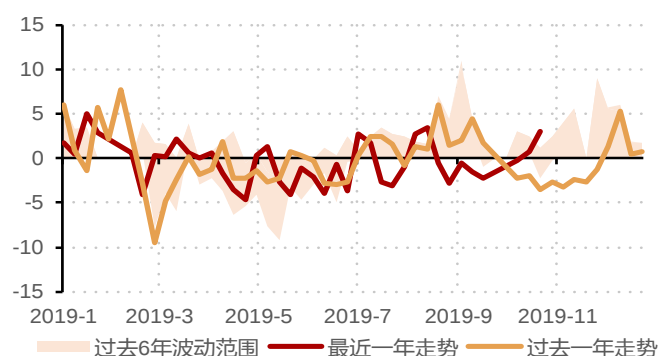
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 9：蔬菜价格涨幅

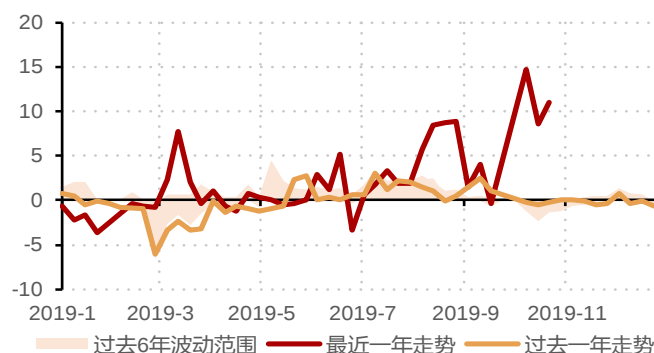
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 10：猪肉价格涨幅

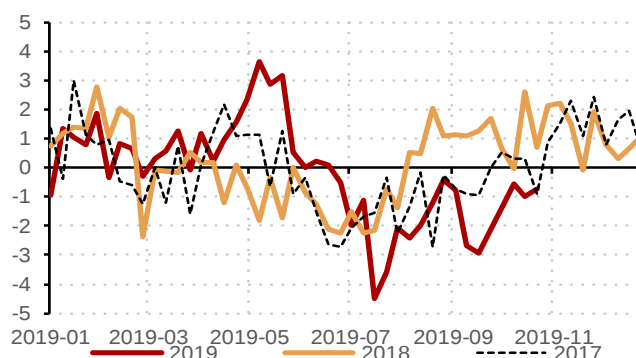
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 11：水果价格涨幅

周环比，%

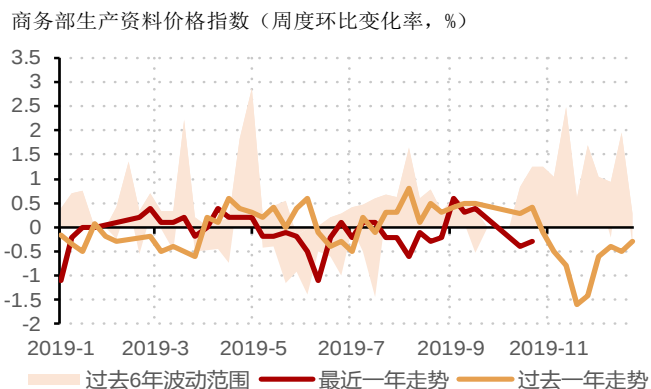


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现货价格上行

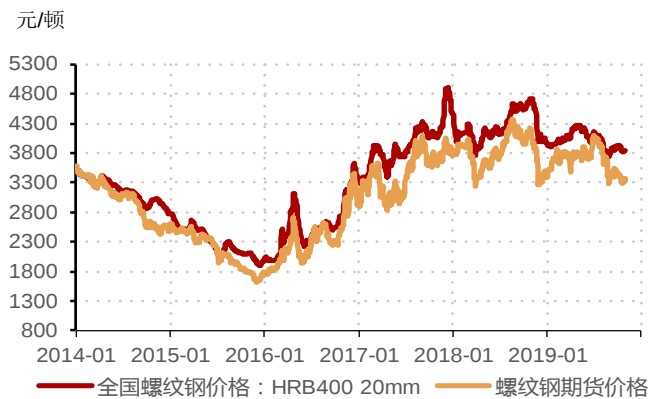
- ◆ 上周商务部生产资料市场价格环比下跌 0.3%，跌幅较前值缩小 0.1 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周下跌 12 元至 553 元/吨；螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 27 元至 3852 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 44 元至 3364 元/吨。

图 12: 生产资料价格周环比涨幅



数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 螺纹钢期货与现货价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: PTA 平均价格



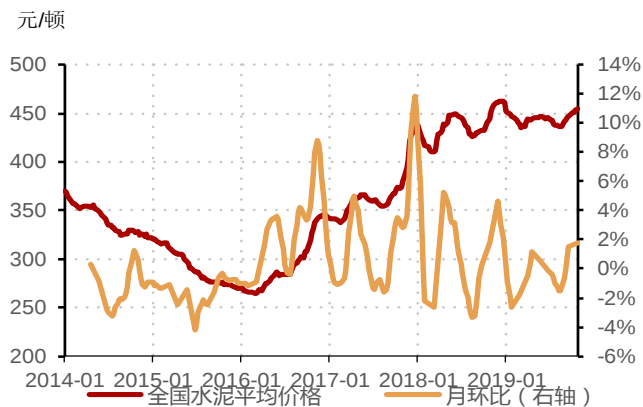
数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 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 15: 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：央行净回笼，中美利差走阔

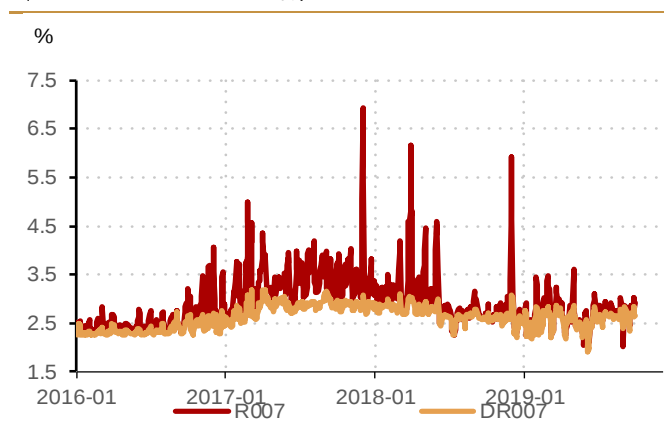
- ◆ 本周央行无逆回购投放，逆回购到期 5900 亿元，无 MLF 投放，无 MLF 到期，央行公开市场净回笼 5900 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周下行 25bps 至 2.66%，R007 下行 16bps 至 2.50%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 9bps 至 98bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 13bps 至 2.98%。

图 17：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	0	0	1500	0	-1500
三周前	0	0	1900	0	-1900
两周前	300	2000	0	0	2300
一周前	5900	0	300	0	5600
本周	0	0	5900	0	-5900
一周后	0	0	0	4035	-4035
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 18：R007 和 DR007 走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：中美短端利差

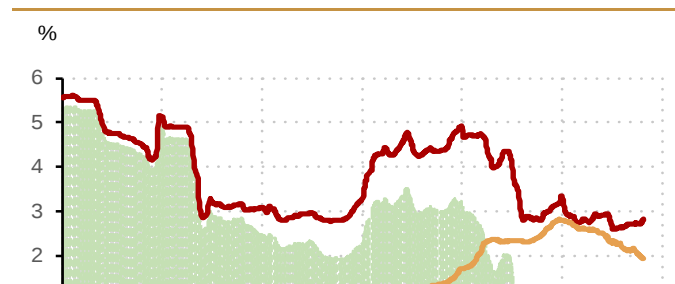
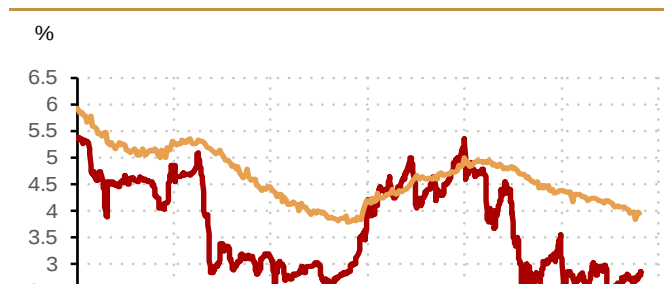


图 20：同业存单与理财平均收益率比较



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_9276

