

2019年10月27日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（10.21-10.27）



## 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观

### 西南宏观固收观点

- **企业盈利继续下滑，但无需过度悲观。**9月工业企业盈利同比下跌5.3%，跌幅较上月加大3.3个百分点。工业盈利下滑背后是量价双缩的结果，一方面，受基数因素推动，工业品价格跌幅加深，9月PPI同比-1.2%，跌幅较上月加深0.4个百分点；另一方面，工业品销量增速下行，其中1-9月营业收入增速较1-8月下滑0.2个百分点至4.5%。结构上来说，钢铁、有色等上游行业盈利下滑明显，而下游电子计算机通信等行业盈利则有所改善。虽然工业企业盈利下滑，但无需过度悲观。随着基建投资逐步回升以及房地产保持强韧，经济将保持平稳，10月高频数据显示生产面继续强韧，工业销量或保持平稳。另一方面，工业品价格同比跌幅加深主要由于基数因素，随着年末低基数因素加强，工业品价格同比跌幅将明显收窄。因而工业企业盈利不会持续下滑，对当前的盈利增速放缓无需过度悲观。
- **企业继续去库存，但经营风险有所提升。**企业继续处于去库存过程中，9月工业企业产成品存货同比增长1.0%，增速较上月下降1.2个百分点。由于需求前景并不强劲，同时短期来看工业品价格环比存在下降风险，因而企业补库意愿并不强劲。同时，企业经营风险有所上升，9月工业企业应收票据即应收账款同比增长4.6%，增速较上月提升0.6个百分点。在销售增速放缓的同时，应收账款继续提升，显示企业经营风险有所提升。
- **区块链板块将获得快速发展。**中共中央政治局第十八次集体学习了区块链技术发展现状和趋势，习近平强调区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用，要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。中央高度重视将推动区块链板块获得快速发展，相应的资产价格或将出现快速增长。
- **一周宏观高频数据综述：生产面持续改善，地产销售保持韧性，猪价环比增速保持高位，通胀压力不减。**本周发电耗煤同比涨幅继续扩大，生产持续改善。房地产销售保持韧性，本周地产销售涨幅小幅回落。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扩大。上周消费品价格环比涨幅回落，但保持高位，其中猪肉价格涨幅收窄、蔬菜止跌转升，通胀压力不减。生产资料价格跌幅扩大，工业品通缩压力有所加大。水泥价格保持回升，基建投资需求延续回暖。10月前3周新发信托融资明显回落。
- **债券市场或继续震荡。**短期来看，经济弱平稳以及信贷社融需求强韧，意味着债市配置资金难以出现明显边际增加，因而债券市场将延续弱势。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。今年4月10年期国债利率高位在3.4%左右，目前已经接近3.3%水平，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. 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）
2. 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）
3. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳（2019-10-20）
4. 新分歧：经济企稳还是继续放缓（2019-10-18）
5. 负利率时代资产配置选择——欧日经验（2019-10-16）
6. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况（2019-10-16）
7. 3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？（2019-10-15）
8. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善（2019-10-14）
9. 如何理解联储再度扩表（2019-10-14）
10. 联储扩表但并非QE，国内经济短期平稳（2019-10-13）

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 热点追踪：企业盈利再度走弱，但无需过度悲观.....        | 1  |
| 2 政策跟踪 .....                        | 3  |
| 2 高频数据跟踪.....                       | 4  |
| 2.1 生产数据：发电耗煤涨幅扩大，高炉开工率保持稳定.....    | 4  |
| 2.2 需求数据：房地产销售回升，汽车零售跌幅扩大 .....     | 5  |
| 2.3 消费品价格：猪肉价格涨幅收窄，蔬菜价格止跌回升.....    | 6  |
| 2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅扩大，螺纹钢期货价格上行..... | 6  |
| 3 债券市场跟踪.....                       | 8  |
| 3.1 流动性：央行净投放，中美利差走阔 .....          | 8  |
| 3.2 利率债：长端利率上行，期限利差平稳 .....         | 9  |
| 3.3 信用债总览：民企信用利差下行，城投债信用利差分化.....   | 9  |
| 4 其他资本市场跟踪 .....                    | 11 |
| 4.1 汇率：离岸人民币汇率稳定，中美利差下行 .....       | 11 |
| 4.2 股票市场：A股上行，全球股市涨多跌少 .....        | 11 |
| 4.3 期货市场：黄金价格上行，避险情绪边际回落 .....      | 13 |
| 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.....  | 15 |

## 1 热点追踪：企业盈利再度走弱，但无需过度悲观

统计局公布数据显示企业盈利继续走弱。9月工业企业利润总额同比下跌5.3%，跌幅较8月扩大3.3个百分点，较前8个月-2.1%的累计增速回落了3.2个百分点。工业盈利下滑背后是量价双缩的结果，一方面，受基数因素推动，工业品价格跌幅加深，9月PPI同比-1.2%，跌幅较上月加深0.4个百分点；另一方面，工业品销量增速下行，其中1-9月营业收入增速较1-8月下滑0.2个百分点至4.5%。结构上来说，钢铁、有色等上游行业盈利下滑明显，黑色金属冶炼累计同比下跌41.8%，跌幅较前值扩大10.5个百分点，有色金属冶炼累计同比录得8.1%，较上月回落1.6个百分点。而下游汽车、电子计算机通信等行业盈利则有所改善。这两个行业累计利润同比分别较前值分别回升2.4、6.3个百分点至-16.6%和3.6%。分企业类型来看，国有、股份制和私营企业利润增速本别较上月回落3.8、6.5和8.7个百分点至-16.5%、-9.8%和-4%。

图1：工业企业盈利增速继续偏弱

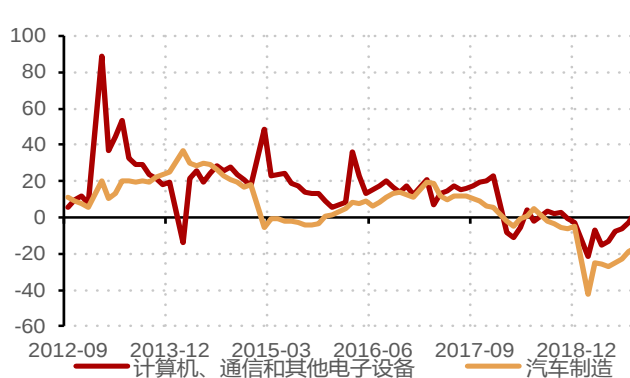
利润同比增长(%,3月移动平均)



数据来源：Wind，西南证券整理

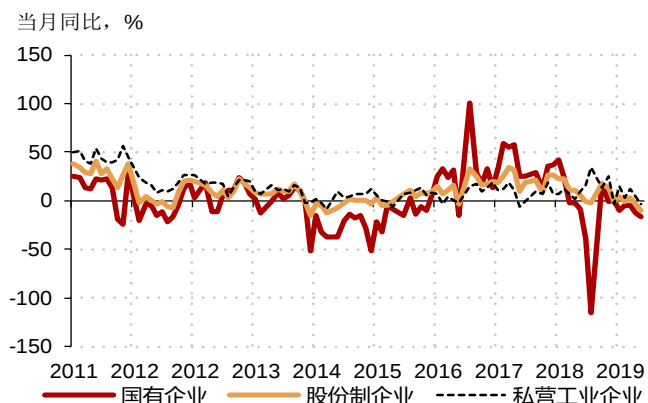
图2：汽车、电子计算机等下游行业盈利有所改善

累计同比，%

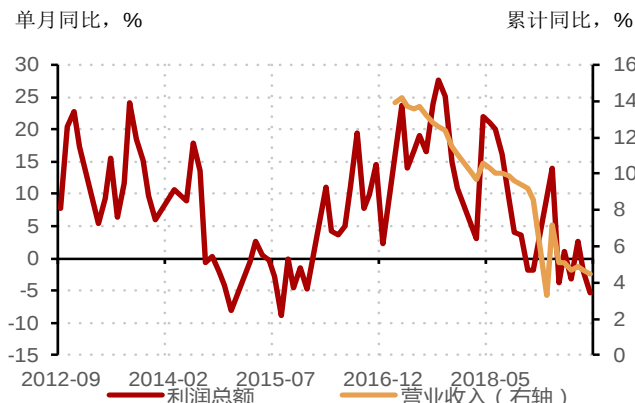


数据来源：Wind，西南证券整理

经济保持弱平稳，PPI跌幅逐步收窄，企业盈利难以出现持续下行。1-9月工业企业营业收入同比增长4.5%，增速较1-8月回落0.2个百分点。虽然房企表内信贷收紧，但房企通过降价促销加速资金回笼，总体房地产投资资金来源并未出现趋势性下行，地产投资依然有韧性。而前期地方政府债集中发行，配合财政发力，使得基建投资将保持回升走势。经济将保持弱平稳，无需过度悲观。此外，伴随去年PPI基数的走低，PPI跌幅也将逐步收窄。经济保持弱平稳，PPI跌幅收窄，企业盈利难以出现持续下行。

**图 3：国企、私营企业与股份制企业利润增速均有所回落**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：经济弱平稳企业盈利难以出现持续下行**


数据来源：Wind，西南证券整理

企业继续去库存，但经营风险有所提升。企业继续处于去库存过程中，9月工业企业产成品存货同比增长1.0%，增速较上月下降1.2个百分点。由于需求前景并不强劲，同时短期来看工业品价格环比存在下降风险，因而企业补库意愿并不强劲。同时，企业经营风险有所上升，9月工业企业应收票据即应收账款同比增长4.6%，增速较上月提升0.6个百分点。在销售增速放缓的同时，应收账款继续提升，显示企业经营风险有所提升。

**图 5：企业继续去库存，但经营风险有所提升**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：工业品价格与盈利增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

企业盈利继续下滑，但无需过度悲观。虽然工业企业盈利下滑，但无需过度悲观。随着基建投资逐步回升以及房地产保持强韧，经济将保持平稳，10月高频数据显示生产面继续强韧，工业销量或保持平稳。另一方面，工业品价格同比跌幅加深主要由于基数因素，随着年末低基数因素加强，工业品价格同比跌幅将明显收窄。因而工业企业盈利不会持续下滑，对当前的盈利增速放缓无需过度悲观。

## 2 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

第六届世界互联网大会 10 月 20 日在浙江乌镇开幕，国家主席习近平致贺信。习近平指出，当前新一轮科技革命和产业变革加速演进，人工智能、大数据、物联网等新技术新应用新业态方兴未艾，互联网迎来了更加强劲的发展动能和更加广阔的发展空间。各国应顺应时代潮流，勇担发展责任，共迎风险挑战，共同推进网络空间全球治理，努力推动构建网络空间命运共同体。

第 40 届国际货币与金融委员会（IMFC）会议在美国华盛顿召开。央行行长易纲介绍了中国经济形势，并表示近年来多边贸易体系遇到严峻挑战，中方愿与各方合作，共同维护以规则为基础的多边贸易体系。中国将继续推动金融业开放，包括取消外资金融机构的股比限制，为中外金融机构提供平等的竞争环境。

发改委：1) 9 月共审批核准固定资产投资项 14 个，总投资 1778 亿元，主要集中在交通行业；提出 2019-2020 年拟推动实施的一批铁路专用线项目，总投资约 1200 亿元。

2) 发改委：个别外媒质疑我国经济数据，认为我国经济是“严重放缓”，这是没有任何事实依据、站不住脚的；近期将联合 14 个部门印发《先进制造业与现代服务业深度融合发展的实施意见》；将指导相关省市进一步完善国家数字经济创新发展试验区试验重点和工作方案，成熟一个实施一个。

3) 发改委组织召开促进消费专题会议。文化和旅游部、商务部介绍了进一步激发文化和旅游消费潜力和加快发展流通促进商业消费的工作安排，并结合各自职能对下一步促进消费工作提出了意见建议。

国务院：1) 常务会议听取国务院第六次大督查情况汇报，要求加快疏通影响扩内需、稳就业等政策落实堵点；部署进一步做好稳外贸工作，逐步实现综合保税区全面适用跨境电商零售进口政策，增设跨境电商综合试验区，加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口，培育一批进口贸易促进创新示范区；确定优化外汇管理、促进跨境贸易投资便利化 12 条措施。

2) 国务院公布《优化营商环境条例》，自 2020 年 1 月 1 日起施行。根据条例，国家将建立知识产权侵权惩罚性赔偿制度，推动建立知识产权快速协同保护机制；加大中小投资者权益保护力度，完善中小投资者权益保护机制；实行全国统一的市场准入负面清单制度，加大反垄断和反不正当竞争执法力度；支持符合条件的民营企业、中小企业依法发行股票、债券以及其他融资工具，扩大直接融资规模。

商务部近期将出台推进贸易高质量发展的指导意见，从积极扩大进口等 10 方面推进外贸高质量发展。商务部部长钟山：将建立推动贸易高质量发展部际工作机制；支持日用消费品、医药和康复、养老护理等设备进口；扩大跨境电商零售进口试点城市范围；深入推进“一带一路”建设，启动编制走出去中长期发展规划。

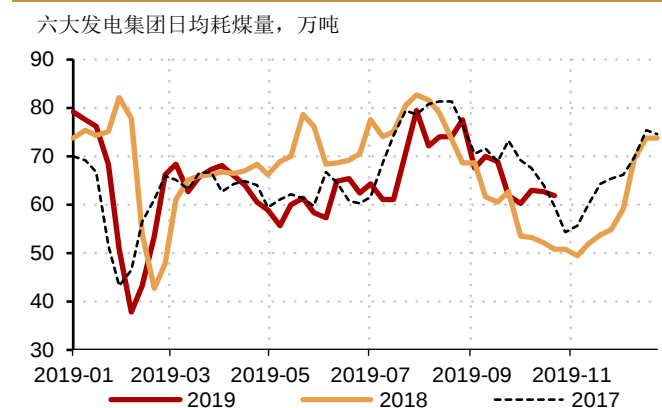
## 2 高频数据跟踪

### 2.1 生产数据：发电耗煤涨幅扩大，高炉开工率保持稳定

◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 61.8 万吨，同比上涨 21.9%，涨幅较上周扩大 1.7 个百分点。

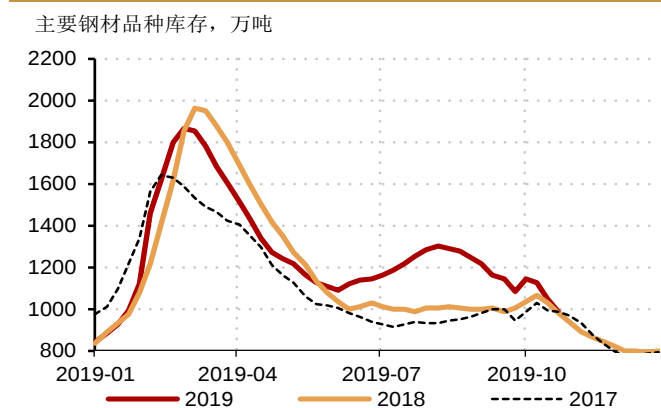
◆ 本周全国高炉开工率较上周持平为 63.5%。

图 7：历年六大发电集团耗煤量



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：主要钢材品种库存



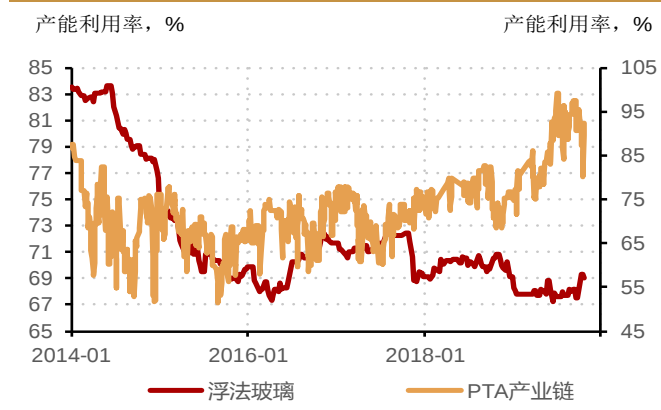
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：高炉开工率



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率



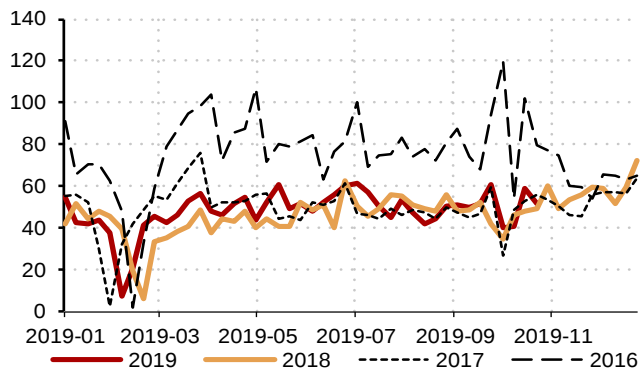
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.2 需求数据：房地产销售回升，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上行 5.8%，增速较上周回落 17 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 70.3%，跌幅较上周扩大 44 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 4.8 万辆，较前值增加 1.5 万辆，同比下跌 12%，跌幅较上周扩大 1 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

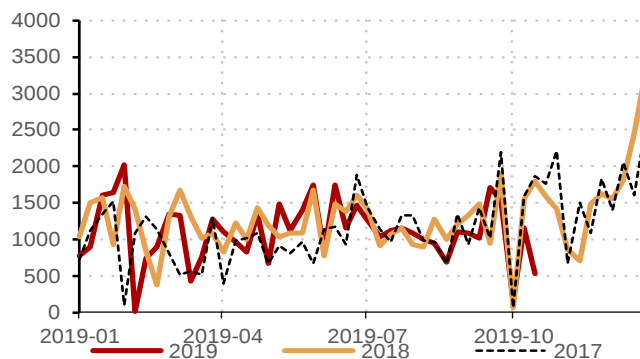
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

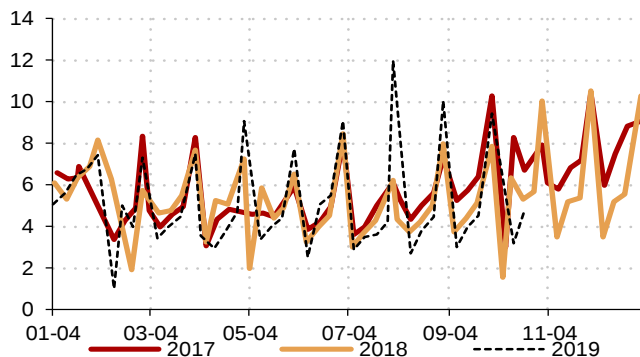
土地成交占地面积，万平方米



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)



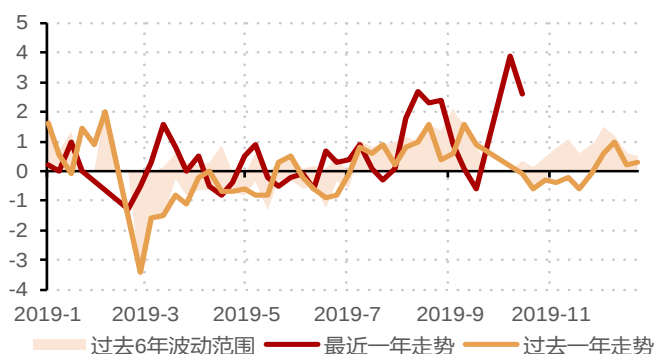
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.3 消费品价格：猪肉价格涨幅收窄，蔬菜价格止跌回升

◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比上涨 2.6%，较前值回落 1.3 个百分点。其中猪肉价格指数环比上涨 8.6%，涨幅环比收窄 6.2%，蔬菜价格指数环比上涨 0.8%，较前值回升 1.1 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

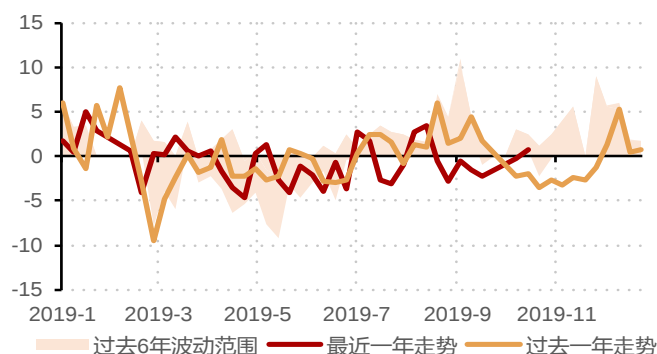
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

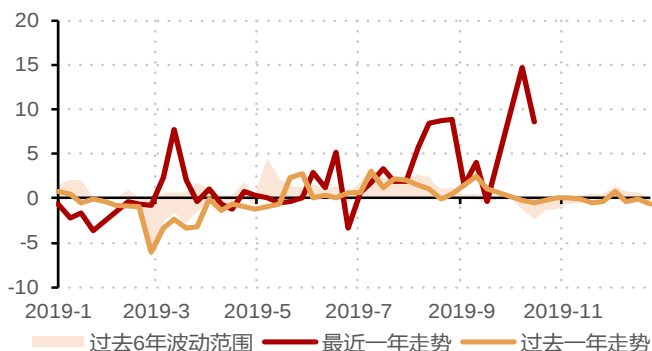
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

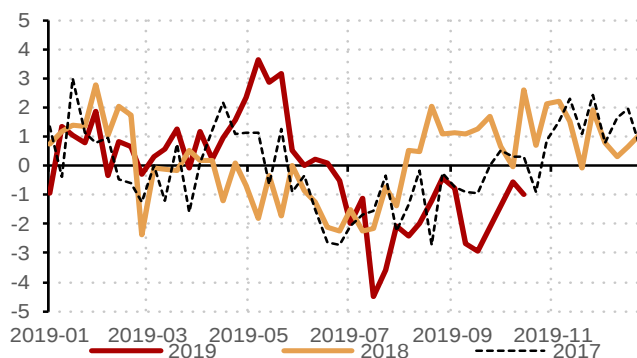
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



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：生产资料价格涨幅扩大 螺纹钢期货价格上行

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\\_9424](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9424)

