

2019年09月22日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (9.16-9.22)



# 经济延续弱势，LPR 再下行降成本效果有待观察

## 西南宏观固收观点

- **供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效。**8月生产面继续走弱，工业增加值增速在低点延续下行，虽然部分由于台风等临时性因素扰动，但主要还是产出趋势偏弱。生产回落加大经济下行压力，3季度GDP同比可能下降至6%左右。而需求同样走弱，盈利放缓使得制造业投资跌入负增长。地方债发行对基建的拉动较温和，未来几个月地方债发行量将明显收缩，基建也难以持续回升。虽然地产投资保持韧性，但调控强化将推动房地产市场逐步放缓。汽车消费拖累社融，消费延续弱势。总体经济呈现供需双缩格局，下行压力上升，因而需要更为有效的稳增长政策。
- **联储降息内部分歧加大，经济走势决定宽松持续。**美联储9月议息会议决定再次降息25bp。但联储内部分歧加大，有3为票委对本次降息持否决票，并且点阵图显示17位委员对2019年、2020年的利率路径也有较大分歧。未来利率路径不确定性提高，经济过度悲观预期消解后，联储将退出快节奏放松货币政策的操作模式，并重回依赖经济数据，因而对货币政策的操作也会更为耐心。就年内而言，美国经济依然有下行压力，因而联储在4季度可能再降息1次。需要指出的是鲍威尔表示联储将重启扩表这并不等同于重启QE，这里的扩表属于公开市场投放流动性的常规范畴。
- **LPR 利率小幅下行，能否有效降低实体融资成本仍需观察。**9月20日，央行公布最新LPR报价，其中1年期LPR报价为4.2%，较上月回落5bps，而5年期LPR报价为4.85%与前值持平，这体现了对房地产市场的调控依然严格。但考虑到银行负债成本没有明显下行，并且经济下行压力不减，风险溢价难降，因而银行在LPR基础上确定的上浮比例难以明显回落。银行依然在适应LPR改革后的贷款定价操作，当前主要通过银行压低加点来降低LPR考虑到降低实体融资成本压力较大，未来依然有降低MLF利率的可能。
- **一周宏观高频数据综述：生产面延续回升，需求保持弱势，蔬菜、水果价格跌幅扩大对冲猪肉价格上行，通胀上行势头有所缓和。**本周发电耗煤同比涨幅小幅扩大，生产面有所修复。地产调控保持高压，地产销售同比转负。上周乘用车日均零售销售量同比跌幅收窄。上周消费品价格环比增幅较前值继续回落，其中猪肉价格涨幅扩大、而蔬菜、水果价格跌幅扩大，通胀上升势头边际有所缓和。生产资料价格涨幅收窄，螺纹钢期、现货价格继续上行，工业品价格保持弱势。新发信托融资规模保持低位。
- **通胀上行扰动债市情绪，但利率债向好的格局并未改变。**通胀有较大可能在4季度破“3”，并对债市情绪造成冲击，但货币政策不会因为单一商品涨价而收紧。目前政策依然面临传导渠道不畅的约束，经济保持放缓趋势。资金将在银行间“淤积”，银行将增加债券市场资金配置，利率债向好的格局并未改变。而且不排除央行在10月调低MLF利率，如果央行降低短端利率，则将进一步打开长端利率下行空间。
- **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. 解密数字货币：概念、局限和前景 (2019-09-21)
2. 联储降息内部分歧加大，经济走势决定宽松持续 (2019-09-20)
3. 供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效 (2019-09-17)
4. 经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？ (2019-09-15)
5. 信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势 (2019-09-12)
6. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
7. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
8. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
9. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
10. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1 政策跟踪 .....                         | 1  |
| 2 高频数据跟踪 .....                       | 2  |
| 2.1 生产数据：发电耗煤涨幅小幅扩大 .....            | 2  |
| 2.2 需求数据：房地产销售同比转负，汽车零售跌幅收窄 .....    | 3  |
| 2.3 消费品价格：猪肉涨幅扩大，蔬菜、水果价格跌幅扩大 .....   | 4  |
| 2.4 工业品价格：生产资料价格涨幅收窄，螺纹钢期现价格上行 ..... | 4  |
| 3 债券市场跟踪 .....                       | 6  |
| 3.1 流动性：央行小幅净投放，短端利率上行 .....         | 6  |
| 3.2 利率债：长端利率微升，期限利差扩大 .....          | 7  |
| 3.3 信用债总览：民企信用利差下行，城投债信用利差下行 .....   | 7  |
| 4 其他资本市场跟踪 .....                     | 9  |
| 4.1 汇率：离岸人民币汇率小幅贬值，中美利差下行 .....      | 9  |
| 4.2 股票市场：A股小幅下行，全球股市大多上涨 .....       | 9  |
| 4.3 期货市场：黄金价格上行，避险情绪回升 .....         | 11 |
| 4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资量保持低位 .....  | 13 |

## 1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

习近平总书记：在河南考察时强调，要把制造业高质量发展作为主攻方向，把创新摆在发展全局的突出位置，加强重大基础设施建设，坚持以人为核心推进新型城镇化；要扎实实施乡村振兴战略，牢牢抓住粮食这个核心竞争力，深入推进优质粮食工程，突出抓好耕地保护和地力提升，加快推进高标准农田建设，做好粮食市场和流通的文章，积极稳妥推进土地制度改革，努力打造绿色低碳循环发展的经济体系。

国务院：印发《交通强国建设纲要》，提出到 2035 年基本建成交通强国；纲要提出，要推动中部地区大通道大枢纽建设，全面推进“四好农村路”建设；加强充电、加氢、加气和公交站点等设施建设，加强智能网联汽车研发，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，大力发展智慧交通，推进北斗卫星导航系统应用。

央行：1) 9 月 26 日将在香港招标发行 100 亿元 6 个月中央银行票据；

2) 发布《中国农村金融服务报告(2018)》，深化改革创新，更好满足乡村振兴多样化、多层次的金融需求；积极稳妥推广农村承包土地的经营权抵押贷款业务，推动集体经营性建设用地使用权、集体资产股份等依法依规予以抵押，形成全方位、多元化的农村资产抵(质)押融资模式。

财政部：1) 对金融企业涉农贷款和中小企业贷款进行风险分类后，按照以下比例计提的贷款损失准备金，准予在计算应纳税所得额时扣除：一、关注类贷款，计提比例为 2%；二、次级类贷款，计提比例为 25%；三、可疑类贷款，计提比例为 50%；四、损失类贷款，计提比例为 100%；

2) 中央和地方划转部分国有资本充实社保基金工作于 2019 年全面推开；中央层面，具备条件的企业于 2019 年底前基本完成，确有难度的企业可于 2020 年底前完成，中央行政事业单位所办企业待集中统一监管改革完成后予以划转；地方层面，于 2020 年底前基本完成划转工作；划转国有资本充实社保基金后，承接主体要履行 3 年以上禁售期义务，在禁售期内，如划转涉及的相关企业上市，还应承继原持股主体的禁售期义务；划转的地方企业国有股权，统一由各省级人民政府设立的一家国有独资公司集中持有、管理和运营，或委托一家具有国有资本投资运营功能的公司专户管理。

发改委：1) 《市场准入负面清单(2019 年版)》正在走程序报批，下一步将推动放宽市场准入试点工作，部分省份以服务业为重点；

2) 发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，明确全面开放铁路专用线投资建设、运营维护市场，积极引导社会资本以多种形式参与投资建设铁路专用线，研究进一步加大中央和地方财政性资金的支持力度，梳理提出 2019—2020 年推动先行实施的一批铁路专用线重点项目。

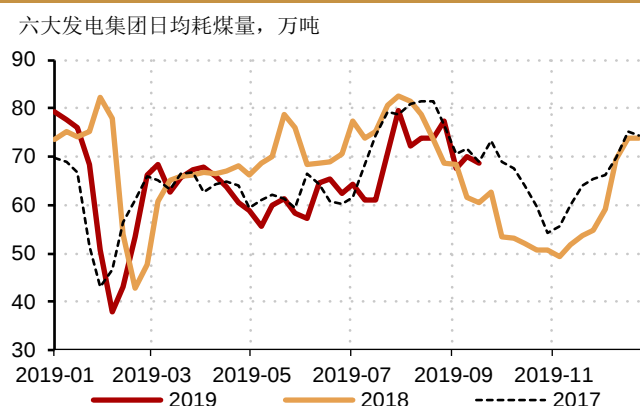
银保监会：就《商业银行理财子公司净资本管理办法(试行)》公开征求意见；《意见稿》指出，银行理财子公司应当持续符合下列净资本监管标准：一、净资本不得低于 5 亿元人民币或等值自由兑换货币，且不得低于净资产的 40%；二、净资本不得低于风险资本的 100%。

## 2 高频数据跟踪

### 2.1 生产数据：发电耗煤涨幅小幅扩大

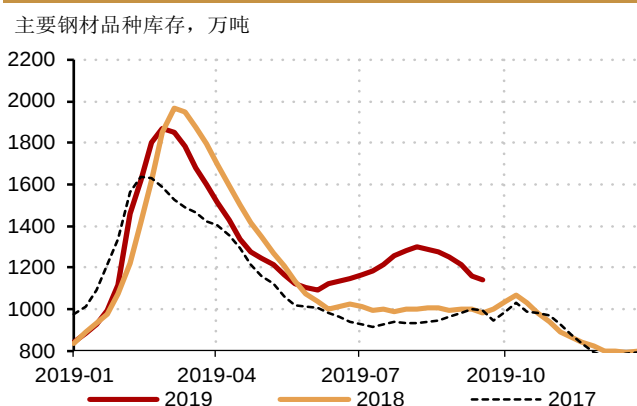
◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 68.8 万吨，同比上涨 13.9%，涨幅较上周扩大 0.3 个百分点。

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



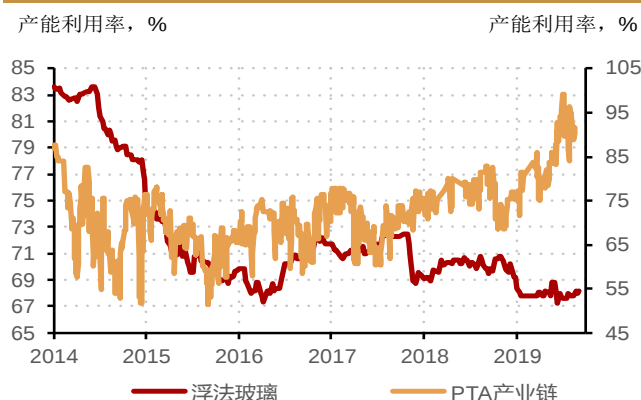
数据来源：wind，西南证券整理

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



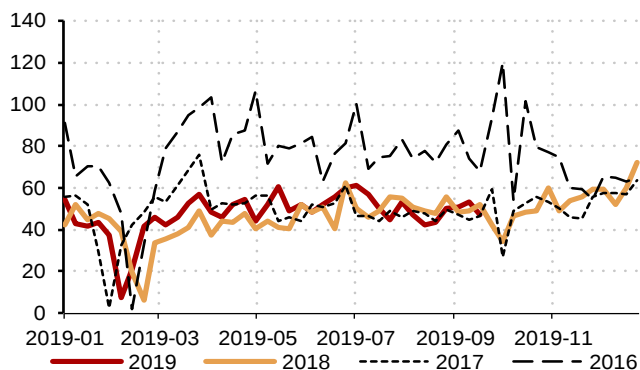
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.2 需求数据：房地产销售同比转负，汽车零售跌幅收窄

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 9.8%，跌幅较上周扩大 18.6 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 57.7%，跌幅较前值扩大 12.0 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 4.0 万辆，较前值增加 1.0 万辆，同比下跌 11%，跌幅较上周收窄 10 个百分点。

图 5：历年 30 城市房地产周度销售

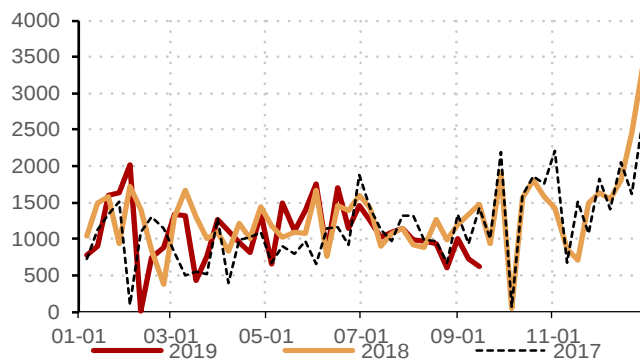
30 城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：100 大中城市土地成交面积

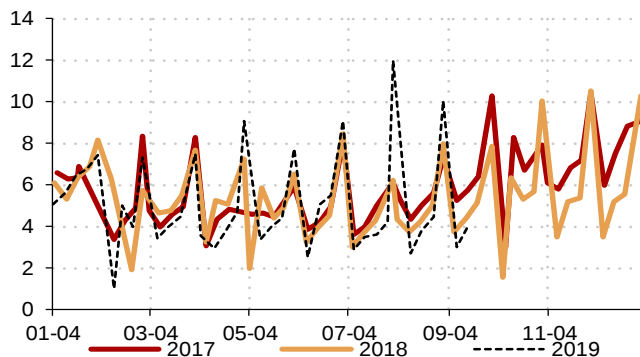
土地成交占地面积，万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：乘用车零售销量

万辆



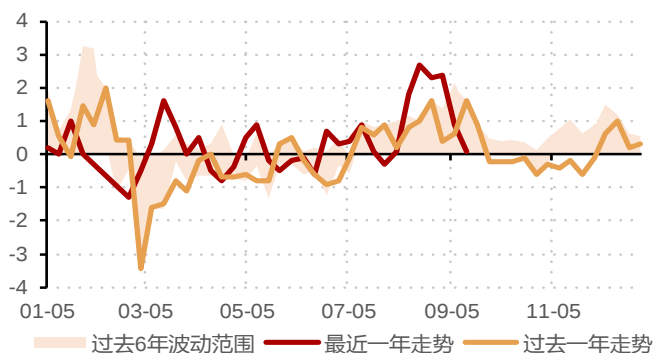
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.3 消费品价格：猪肉涨幅扩大，蔬菜、水果价格跌幅扩大

- ◆ 上周商务部食用农产品价格环比上涨 0.1%。其中蔬菜价格环比下跌 1.5%，跌幅较前值扩大 1.0 个百分点，猪肉价格环比上涨 4.1%，涨幅较前值走阔 2.6 个百分点。六种水果价格平均周环比下降 2.68%，跌幅较上周走阔 1.92 个百分点。

图 8：食品价格周环比涨幅

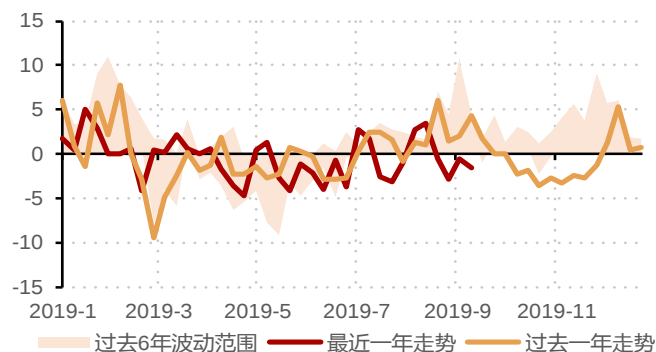
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 9：蔬菜价格涨幅

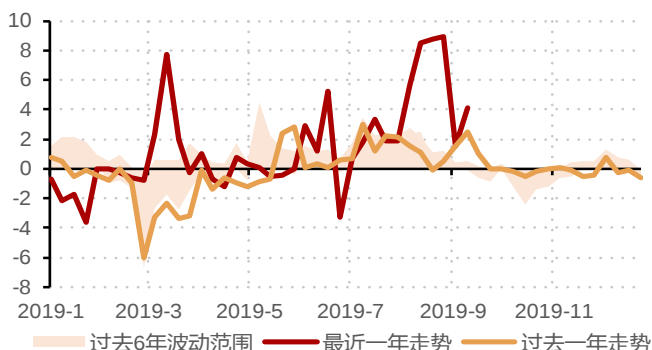
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 10：猪肉价格涨幅

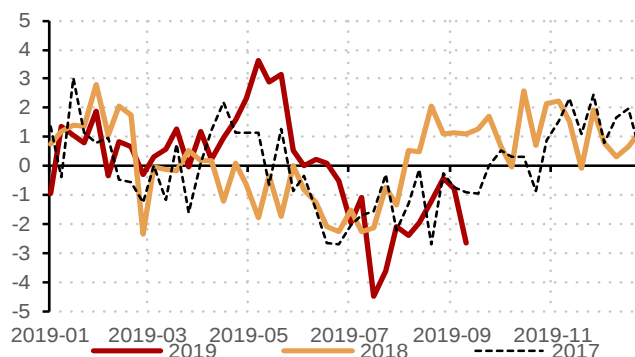
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 11：水果价格涨幅

周环比，%

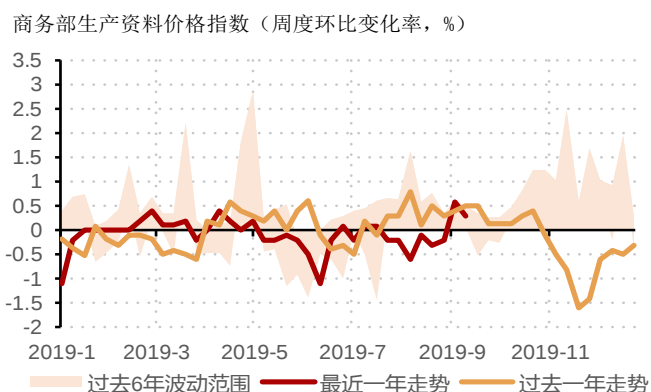


数据来源：CEIC，西南证券整理

## 2.4 工业品价格：生产资料价格涨幅收窄，螺纹钢期现价格上行

- ◆ 上周商务部生产资料价格环比上涨 0.3%，涨幅较前值收窄 0.3 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上行 1 元至 582 元/吨；螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 3 元至 3881 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 11 元至 3488 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



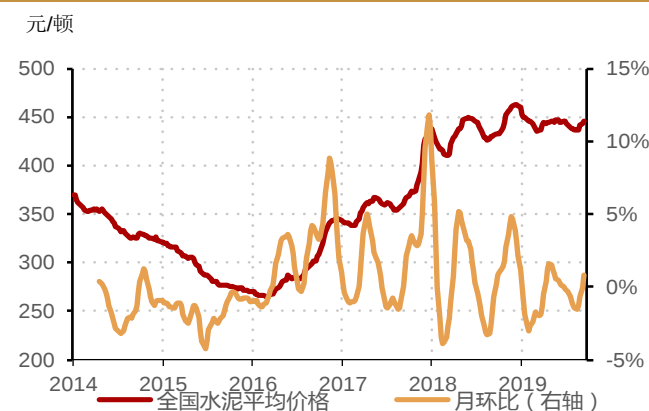
数据来源：wind，西南证券整理

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：央行小幅净投放，短端利率上行

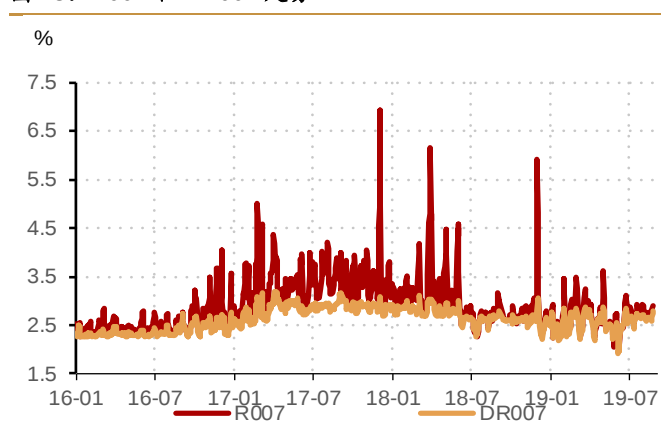
- ◆ 本周央行逆回购投放 3200 亿元，逆回购到期 2300 亿元，MLF 投放 2000 亿元，MLF 到期 2650 亿元，央行公开市场净投放 250 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周上行 16bps 至 2.80%，R007 上行 17bps 至 2.91%。
- ◆ 中美短端利差较上周下行 3.0bps 至 55bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周下行 2bps 至 2.72%。

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 | 2700  | 0      | 3000  | 1490   | -1790   |
| 三周前 | 1400  | 1500   | 2700  | 0      | 200     |
| 两周前 | 400   | 0      | 1400  | 0      | -1000   |
| 一周前 | 2300  | 0      | 400   | 1765   | 135     |
| 本周  | 3200  | 2000   | 2300  | 2650   | 250     |
| 一周后 |       |        | 1900  | 0      | -1900   |
| 二周后 |       |        | 1300  | 0      | -1300   |
| 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

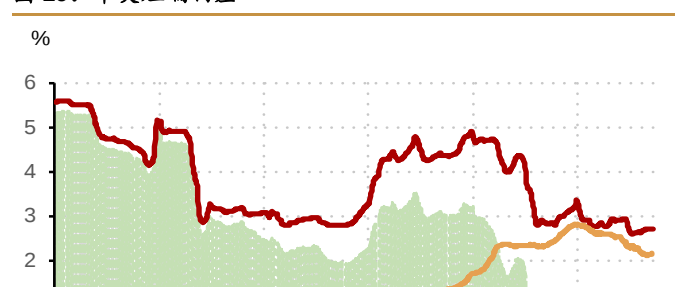
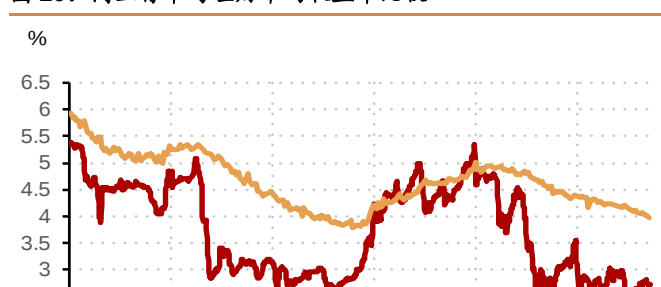


图 20：同业存单与理财平均收益率比较



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\\_9987](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9987)

