2019 年 09 月 08 日

证券研究报告•宏观固收报告

宏观固收周报（9.2-9.8）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

降准后资金将继续在金融市场淤积

西南宏观固收观点

- **周五央行宣布将采取全面+定向降准的方式释放 9000 亿左右资金。**9 月 6 日央行发布公告决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放 8000 亿左右资金。在此之外，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，将合计释放 1000 亿左右资金。本次降准属于年内第 3 次降准，力度超过前两次。

- **降准后央行公开市场投放将减弱，9 月两笔 MLF 到期或存在某一笔不续作或者缩量续作的可能，但总体流动性依然将保持宽松格局。另外，央行是否会调低 MLF 利率也值得关注。**本次央行降准并未提到置换 MLF。从以往经验来看，降准后央行公开市场投放将减弱，因此 9 月 7 日（顺延至 9 月 9 日）和 17 日分别到期的 1765 亿与 2650 亿元 MLF 存在不续做或者缩量续作的可能。但总体流动性依然将保持宽松。

- **信贷传导渠道依然不畅，降准难以带来社融明显回升，资金将继续在金融市场淤积。**政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，因而资金难以有效进入实体经济。可以参照的是，2018 年 7 月、10 月的两次定向降准分别释放 7000 亿和 7500 亿资金，但由于货币政策政策传导不畅，因而未能扭转社融下降的趋势。实体融资改善需要货币政策传导渠道畅通。目前降准后，资金将更多的淤积在银行间市场，流动性堰塞湖将加剧。**降准带来短端利率下行，长短端利差扩大，打开长端利率下行空间。**我们依然维持利率债向好格局的判断，短期通胀超预期会带来债市调整压力，但整个利率债配置力量由银行和外资决定，通胀对这块影响有限，因而调整之后是更好买入机会。

- 近期监管部门下发文件要求地方报送 2020 年重大专项债项目资金需求情况，并将提前下发 2020 年部分地方债限额。对此，我们认为：一、从规模来看，去年末人大确定可以提前下发不超过当年地方债务新增限额 60%的额度，据此估算，今年能够提前下发的额度在 1.86 万亿以内；二、提前下发额度并非意味着地方政府债需要四季度发行，地方债发行更可能在明年 1 季度；三、政策要求地方报送 2020 年重大专项债项目资金需求情况，但重大项目并非地方债资金用途主体，因而难以放量；五、由于地方债发行难以在今年 4 季度大幅放量，因而 4 季度地方债发行结构依然总体放缓，因而额度提前下发对资金冲击以及债市冲击都有限。

- **一周宏观高频数据综述：生产面边际转弱，通胀压力上升。**本周发电耗煤同比跌幅止升转跌，生产面保持弱势。地产销售短暂回升，但在政策高压下，依然有下行压力。上周乘用车日均零售销售量同比增速止跌转升。上周消费品价格环比继续上行，其中猪肉价格高位回升、蔬菜价格跌幅扩大，水果价格价格跌幅收窄，需要关注 8 月通胀超预期的可能。生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢现货价格回升，工业品依然有通缩压力。新发信托融资规模保持低位。

- 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. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
2. 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)
3. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
4. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
5. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
6. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
7. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
8. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第 12 期 (2019-08-25)
9. LPR 能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
10. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)

目 录

1 政策跟踪 1

2 高频数据跟踪 2

2.1 生产数据：发电耗煤同比转负，高炉开工率上行 2

2.2 需求数据：房地产销售同比转正，汽车零售同比转正 3

2.3 消费品价格：猪肉价格涨幅扩大，蔬菜价格跌幅走阔 4

2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现价格上行 4

3 债券市场跟踪 6

3.1 流动性：央行净回笼，短端利率小幅上行 6

3.2 利率债：长端利率回落，期限利差收窄 7

3.3 信用债总览：产业债信用利差回升，城投债信用利差分化 7

4 其他资本市场跟踪 9

4.1 汇率：离岸人民币汇率小幅升值，中美利差下行 9

4.2 股票市场：A 股反弹，全球股市大多回升 9

4.3 期货市场：黄金价格下行，避险情绪回落 11

4.4 实体经济利率：实体融资利率稳中趋降，信托融资回落 13

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

李克强：主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需；坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

国务院：1）决定开展第六次大督查，从 9 月 2 日起，16 个国务院督查组分赴 16 个省（区、市）进行实地督查，重点就减税降费、稳定和扩大就业、深化“放管服”改革优化营商环境、推进创新驱动发展、合理扩大有效投资等五个方面工作情况开展督促检查。

2）同意南昌、新余、景德镇、鹰潭、抚州、吉安、赣州高新技术产业开发区建设国家自主创新示范区，享受国家自主创新示范区相关政策，有关部门要在重大项目安排、政策先行先试、体制机制创新等方面给予积极支持。

金稳委：召开全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议，研究部署金融领域重点工作；金融委主任刘鹤强调，金融机构要加大对实体经济特别是中小企业、民营企业信贷投放力度；地方政府要有效打击各类非法金融活动；金融管理部门要加大逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导机制；支持银行更多利用创新资本工具补充资本金，引导金融机构增加对制造业、民营企业中长期融资。

央行：1）决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司；此外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

2）发布《金融科技（FinTech)发展规划（2019-2021 年)》全文，要求到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展，明显增强人民群众对数字化、网络化、智能化金融产品和服务的满意度，使我国金融科技发展居于国际领先水平。

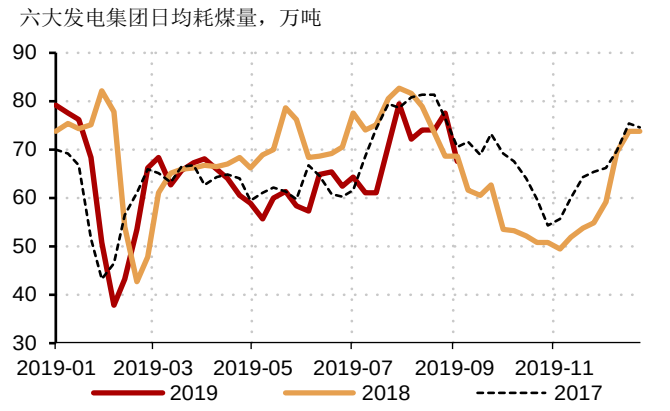
财政部：副部长许宏才表示截至 8 月末，各地已安排使用新增债券 22011 亿元，其中，已安排使用新增专项债券 15902 亿元，约占同期已发行新增专项债券的 80%。

2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤同比转负，高炉开工率上行

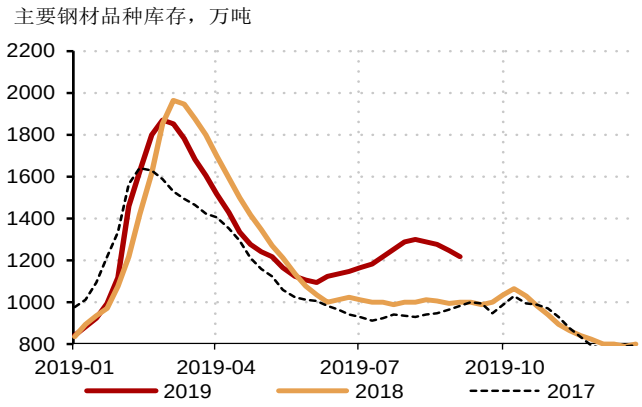
- 本周六大发电集团日均耗煤量为 67.6 万吨，同比下跌 1.3%，跌幅较上周扩大 14.0 个百分点。
- 本周全国高炉开工率较上周上行 0.3 个百分点至 68.2%。

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

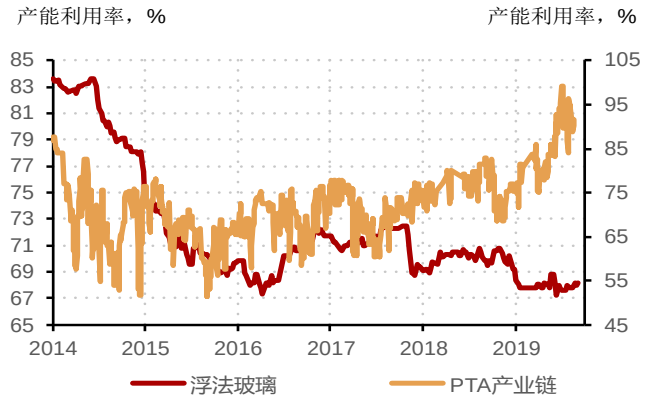


数据来源：wind，西南证券整理

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

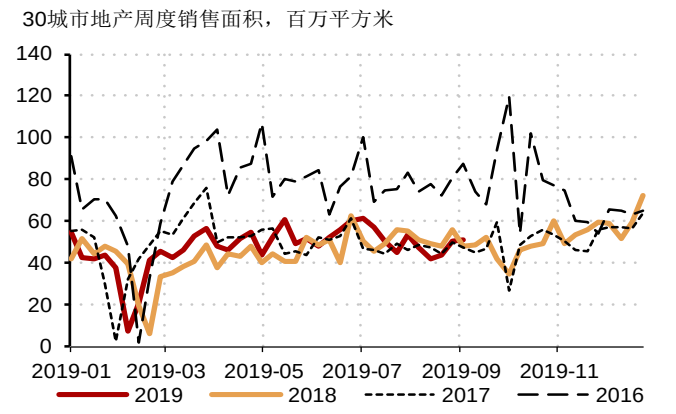


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售同比转正，汽车零售同比转正

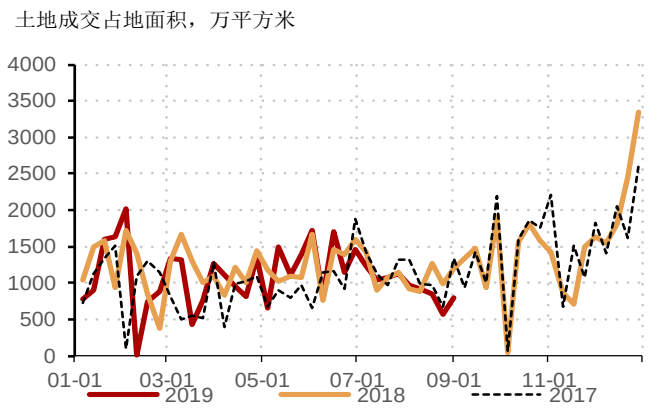
- 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比上行 6.2%，涨幅较上周扩大 15.9 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 34.2%，跌幅较前值收窄 8.3 个百分点。
- 上周乘用车日均零售销售量为 10.0 万辆，较前值增加 5.6 万辆，同比上涨 31%，涨幅较上周扩大 48 个百分点。

图 5：历年 30 城市房地产周度销售



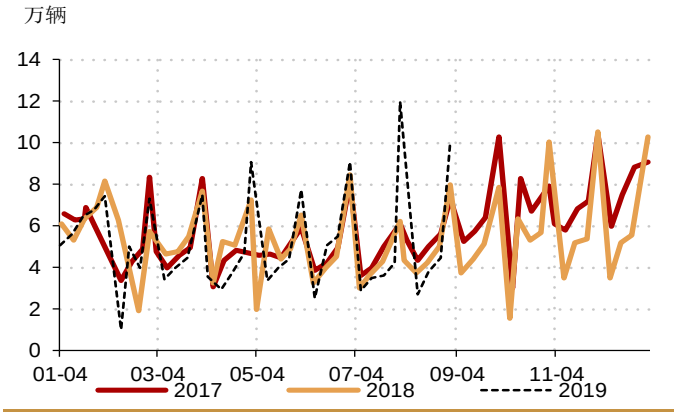
据来源：wind，西南证券整理

图 6：100 大中城市土地成交面积



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：乘用车零售销售同比

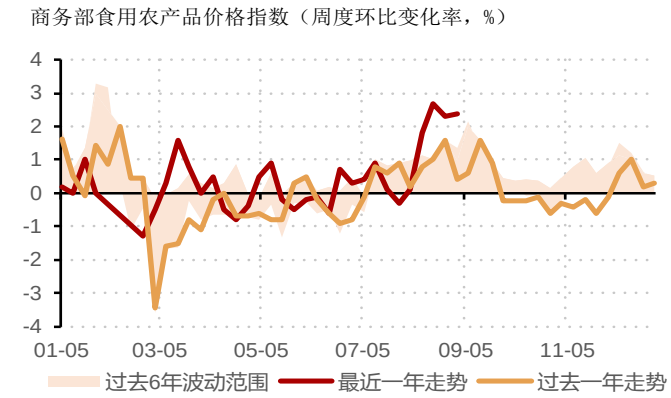


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：猪肉价格涨幅扩大，蔬菜价格跌幅走阔

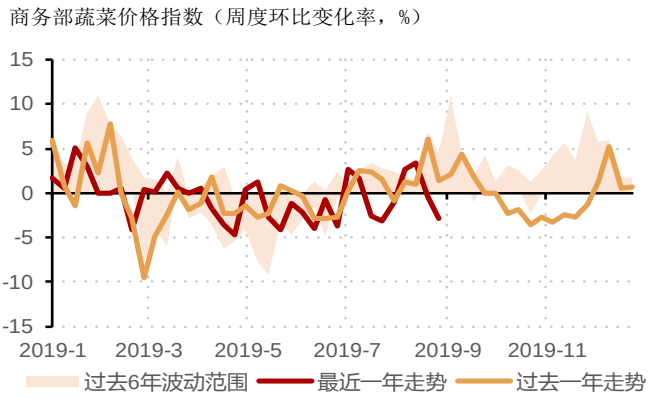
◆ 上周商务部食用农产品价格环比上涨 2.4%，其中蔬菜价格环比下跌 2.8%，跌幅较前值走阔 2.3 个百分点，猪肉价格环比上涨 8.9%，涨幅较前值走阔 0.1 个百分点。六种水果价格平均周环比下降 0.4%，跌幅较上周收窄 0.78 个百分点。

图 8：食品价格周环比涨幅



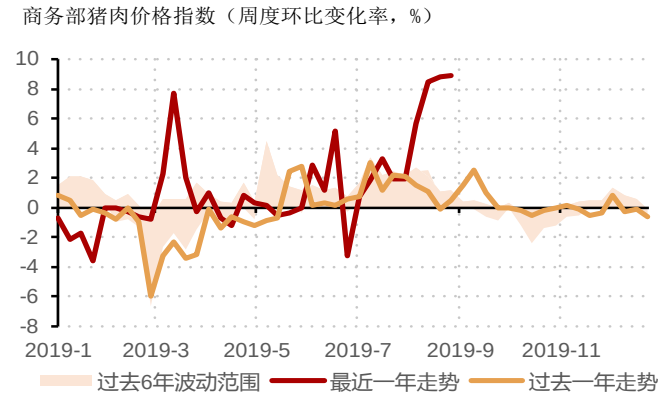
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 9：蔬菜价格涨幅



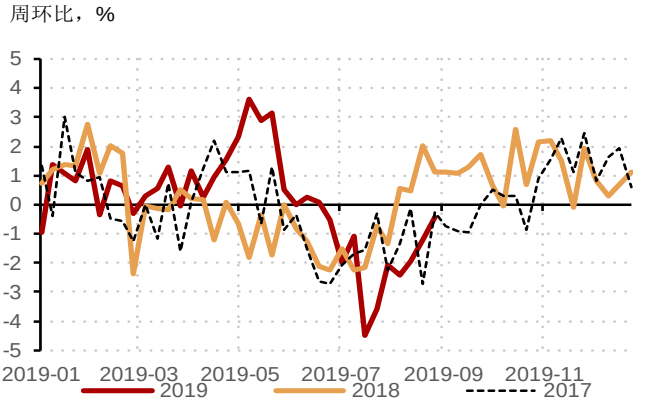
数据来源：9CEIC，西南证券整理

图 10：猪肉价格涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 11：水果价格涨幅



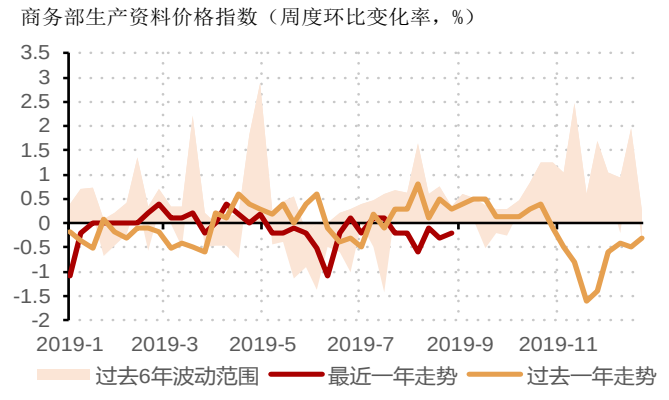
数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格跌幅收窄，螺纹钢期现价格上行

◆ 上周商务部生产资料价格环比下降 0.2%，较前值收窄 0.1 个百分点。

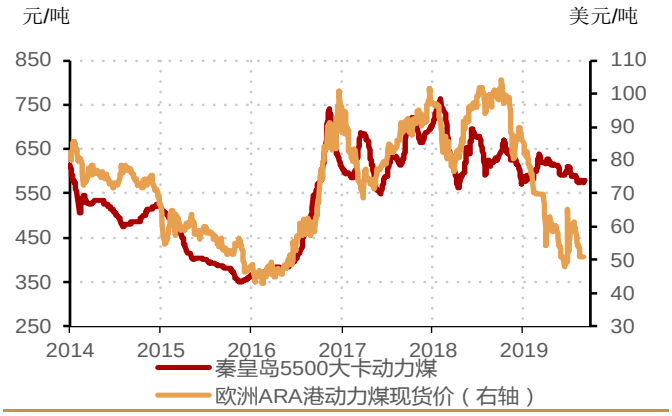
◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周回落 2 元至 576 元/吨；螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 57 元至 3811 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 82 元至 3410 元/吨。

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 13：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格

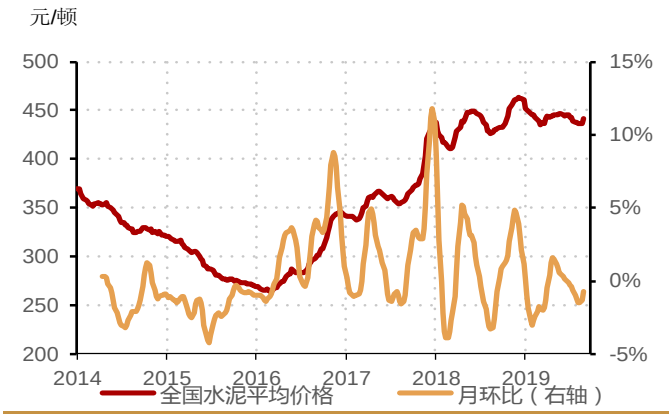


数据来源：wind，西南证券整理

图 14：螺纹钢期货与现货价格

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

图 16：PTA 平均价格

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，短端利率小幅上行

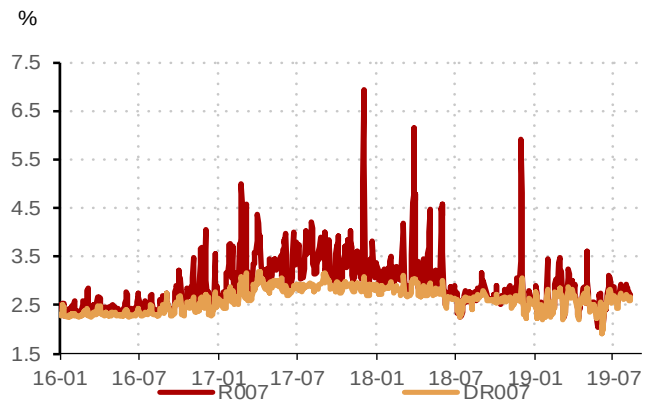
- 本周央行逆回购投放 400 亿元，逆回购到期 1400 亿元，无 MLF 投放，9 月 7 日到期的 1765 亿 MLF 顺延至下周一，央行公开市场净回笼 1000 亿元。
- 本周 DR007 较上周上行 1bps 至 2.73%，R007 上行 4bps 至 2.66%。
- 中美短端利差较上周上行 4bps 至 60bps。
- 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 2bps 至 2.80%。

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	0	0	0
三周前	3000	4000	0	3830	3170
两周前	2700	0	3000	1490	-1790
一周前	1400	1500	2700	0	200
本周	400	0	1400	0	-1000
一周后			400	1765	-2165
二周后			0	2650	-2650
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

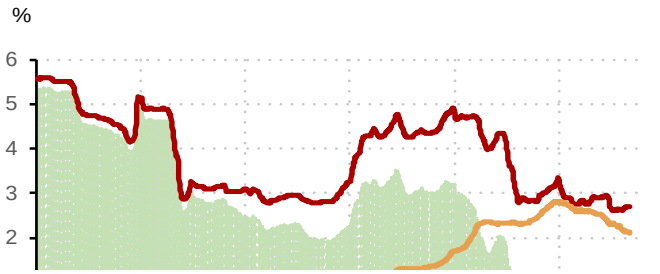
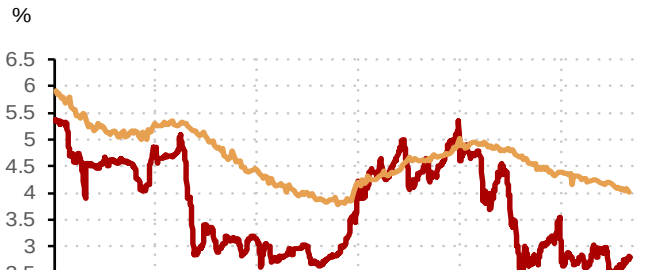


图 20：同业存单与理财平均收益率比较



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_10273