

2019年07月14日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（7.8-7.14）



经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视

西南宏观固收观点

- **经济延续弱势，地方政府债发行持续放缓。**本周六大发电集团耗煤量同比跌幅有所扩大，生产面略依然偏弱。房地产销售面积同比较上周有所回升。经济总体依然延续弱势。猪肉和蔬菜价格环比上行。7月前两周地方债发行1740亿元，净融资599亿，较6月前两周明显回落，地方债发行持续放缓。
- **信贷社融表现略超预期，但这并非反映实体融资需求将趋势性改善。**6月社融增速同比回升主要受两方面因素影响，一是去年资管新规落地后表外业务剧烈收缩形成的低基数；另一个是今年6月地方政府债集中发行带来的地方债同比增加。然而去年表外业务收缩最严重的是6月份，而后低基数效应逐步减弱；同时，去年3季度地方政府债集中发行，而7月开始地方债发行速度放缓，3季度发行速度将放缓；另外，近期监管部门强化对房地产信托等融资的管控，表外业务存在再度收缩可能。因而6月可能是短期社融增速顶点，当前政策环境下未来信用依然存在再度收缩风险，需要重视。当前逆周期政策力度尚不足以推动信用持续改善，因而经济放缓压力依然存在。
- **内外需偏弱，显示经济或继续放缓。**6月出口增速下行，主要受全球经济放缓的拖累。往前看全球经济依然将延续下行态势，叠加中美贸易战此前加码影响，这意味着出口依然有下行压力。6月进口跌幅微幅收窄，主要受低基数效应影响，但依然保持弱势。显示内需继续走弱，同时大宗商品价格延续弱势，进口也将继续保持弱势状态。进出口双缩可能是未来一段时期外贸总体格局。
- **通胀平稳对货币政策不形成约束，工业品价格下跌抑制企业盈利水平。**6月通胀数据显示通胀平稳，工业品价格加速回落。食品价格保持平稳，猪肉、水果价格上涨，但蔬菜等价格回落，另外油价下跌对CPI形成抑制，总体通胀平稳。PPI略低于市场预期。原油和钢材价格回落，叠加高基数拖累PPI同比加速下行。通胀保持平稳态势，对货币政策不形成约束。货币政策将继续宽松，流动性保持充裕状况，但考虑到信用传导渠道依然不畅，特别在包商银行事件和近期对房地产融资强化之后，资金将继续淤积在银行间市场，因而宽松政策并不意味着实体融资改善。而工业品价格下跌将带动企业盈利水平走弱，3季度工业企业盈利将进一步恶化，4季度随着PPI跌幅收窄，同比增速才有望获得改善。
- **经济延续弱势，流动性保持宽松，利率债依然有下行空间。**前期长端利率对短端利率敏感度下降主因城商行从同业市场融资减少，只能通过出售高流动性的利率债来满足资金需求，抑制了长端利率下行。但从目前来看，城商行同业融资最困难时期已经过去，未来将逐步改善。而且地方债发行峰值已过，7月发行节奏明显放缓，同时偏弱的基本面和宽松的资金面继续存在，因而预计利率债行情将延续，10年期国债收益率有望再度触及今年年初低点。
- **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. 内外需均走弱，经济或继续放缓（2019-07-13）
2. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视（2019-07-13）
3. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩（2019-07-10）
4. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？（2019-07-08）
5. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？（2019-07-04）
6. 回归偏弱的基本面——月度经济预测（2019-07-01）
7. G20会议成果与基本面的变化（2019-06-30）
8. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续（2019-06-27）
9. 各国央行如何看待自身经济前景——全球央行追踪第10期（2019-06-26）
10. 贸易战走势进入关键期，国内政策要更为有力（2019-06-23）

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续下行	2
2.2 房地产市场：房地产销售增速回升，一线城市上行明显	3
2.3 食品价格：农产品价格回升，猪肉价格环比上行	4
2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅下行	5
2.5 实体经济价格：动力煤价格止升转跌，螺纹钢价格下行	6
3 债券市场跟踪	7
3.1 流动性：央行净回笼，短端利率上行	7
3.2 利率债：长端利率小幅回落，期限利差收窄	8
3.3 利率衍生品：国债期货价格小幅上行	9
3.4 信用债总览：企业债收益率上行，期限利差回落	10
3.5 不同行业及地区信用债：信用利差走势分化	11
3.6 债券市场净融资：地方债、国债融资回落	12
4 其他资本市场跟踪	13
4.1 汇率：人民币汇率、中美利差平稳	13
4.2 股票市场：A股周内下挫，两融余额下行	14
4.3 期货市场：商品价格下行，石油价格上行	15
4.4 实体经济利率：实体融资利率企稳	16

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

国家级经济技术开发区正在快马加鞭制定升级方案。据悉，目前江苏、上海、山东、广东、浙江等地都在研究出台当地经开区体制机制改革创新的意见，最快将于本月中旬陆续出台。

6月以来，多省份陆续召开座谈会，部署今年“下半场”主要工作内容，稳投资、扩大消费、促进实体经济发展成关键词。

第二轮中央生态环境保护督察工作将于近期启动。生态环境部表示，近年来，我国生态环境保护在执法监管层面力度空前，正在推动形成机制更加健全、监管更加有力、保护更加严格的生态保护监管新格局。

生态环境部：不得为应付督察而紧急停工停业停产，对于采取“一刀切”方式消极应对督察的，督察组将严肃处理，发现一起、查处一起、通报一起。

广东发改委领导赴粤东开展汕潮揭都市圈规划调研，实地考察了梅汕铁路北站配套工程、潮汕机场站、揭阳潮汕机场扩建工程等区域重点项目建设情况，并召开汕潮揭都市圈发展规划座谈会。

上海市金融工作局等联合印发《关于促进金融创新支持上海乡村振兴的实施意见》，从创新金融产品和服务、集聚金融资源和社会资本、提升农村金融服务覆盖面、营造良好金融生态四方面梳理 14 项主要任务，并明确将从加强财政资金支持、加大基金投资力度等方面提供支持保障。

中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识交换意见。商务部部长钟山参加通话。商务部网站信息显示，美国政府表示，将免除从医疗设备到关键电容器等 110 种中国产品的高额关税。特斯拉的一些中国制造的汽车电路没有获得豁免。

国务院常务会议确定进一步稳外贸措施，研究继续降低进口关税总水平，完善出口退税政策，创造条件提高人民币结算便利度，要加强政策储备并适时推出；要求切实做好降低社保费率工作，确保基本养老金按时足额发放，并决定全面推开划转部分国有资本充实社保基金；部署中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改工作。国务院副总理刘鹤在江苏南京调研经济形势和企业生产经营情况。刘鹤指出，今年上半年经济运行总体平稳，增长、就业、物价等宏观经济指标均处于正常区间；要客观认识当前的风险和挑战，坚定信心，保持战略定力，加快政府职能转变，发挥市场在资源配置中的决定性作用，进一步扩大对外开放，推动经济高质量发展。

商务部：中美双方经贸团队将按照两国元首大阪会晤要求，在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，目前双方经贸团队正在就下一步具体安排保持沟通；中方的核心关切必须得到妥善解决，相信双方可以通过平等对话照顾彼此合理关切，一定能够找到解决问题的办法，这符合两国和两国人民的利益，也符合世界和世界人民的利益。

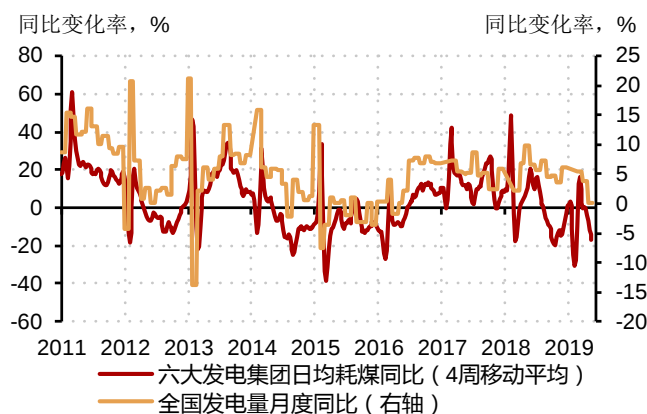
商务部：目前不可靠实体清单制度正在履行相关的程序，将于近期发布。商务部回应“美国取消对 110 种中国商品加征的关税”：中方也已建立关税豁免机制，将根据企业申请进行处理。

2 高频数据跟踪

2.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续下行

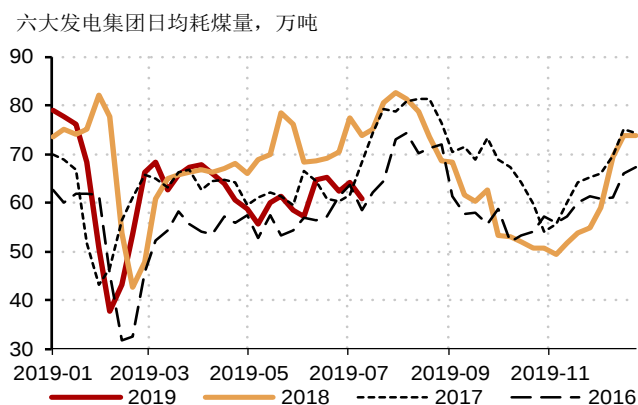
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 60.97 万吨，同比下跌 18.15%，跌幅较上周扩大 1.27 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率较上周下行 0.28% 为 66.02%。

图 7：六大发电集团日耗煤量及同比



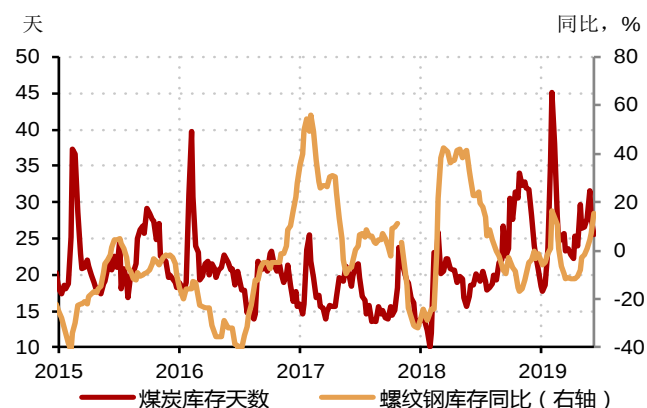
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：历年六大发电集团耗煤量



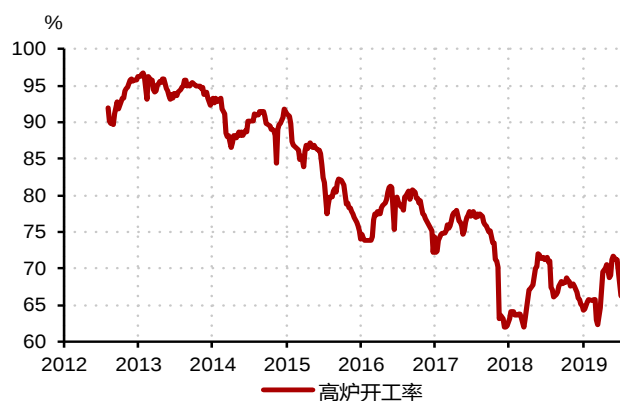
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：螺纹钢与铁矿石库存



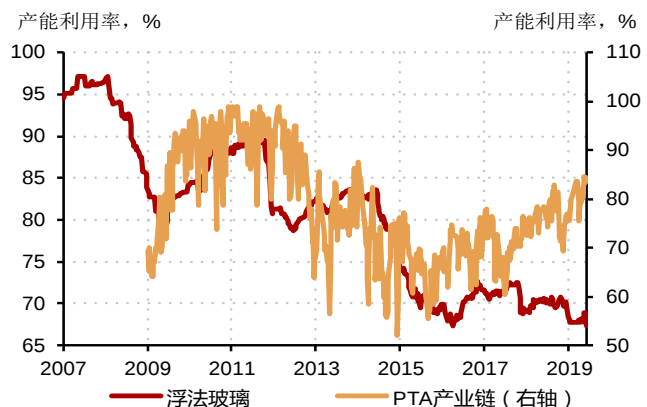
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：高炉开工率



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率

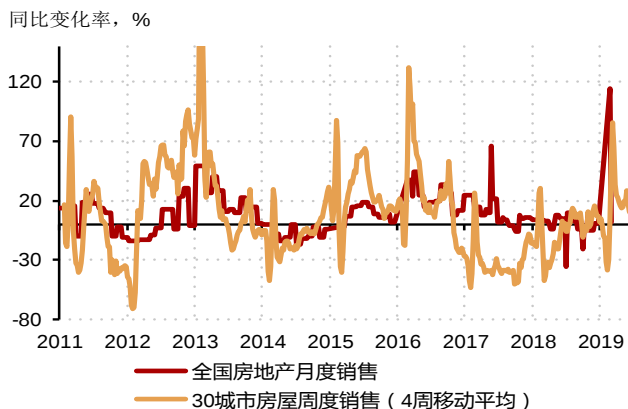


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 房地产市场：房地产销售增速回升，一线城市上行明显

- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比上行 12.36%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比上行 26.57%，二线城市同比上行 12.58%，三线城市同比上行 6.41%。

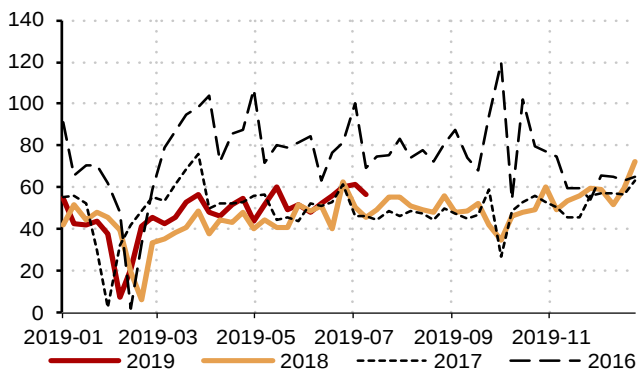
图 12：房地产销售同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：历年 30 城市房地产周度销售

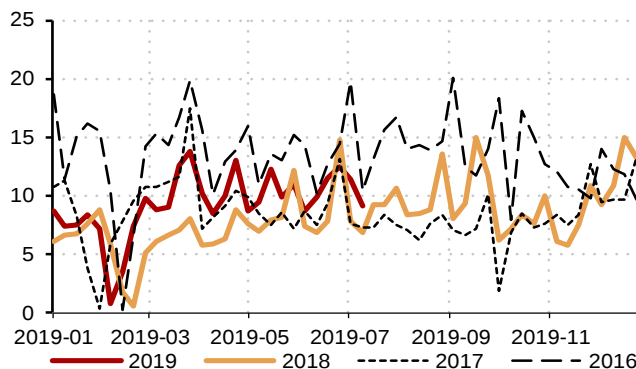
30 城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售

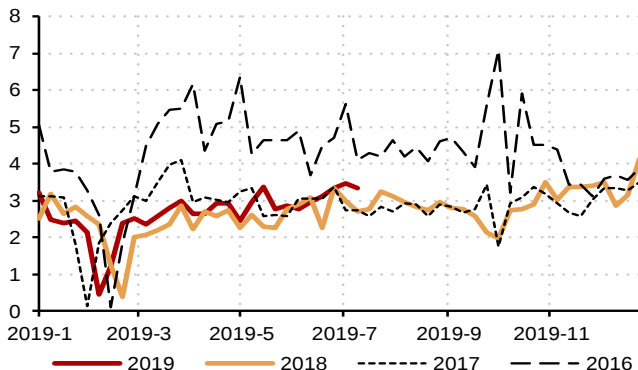
一线城市房地产销售面积，万吨



数据来源：wind，西南证券整理

图 15：历年二三线城市（30 城市）房地产周度销售

二三线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 16：80 城市房地产销售同比增速

同比，4 周移动平均，%

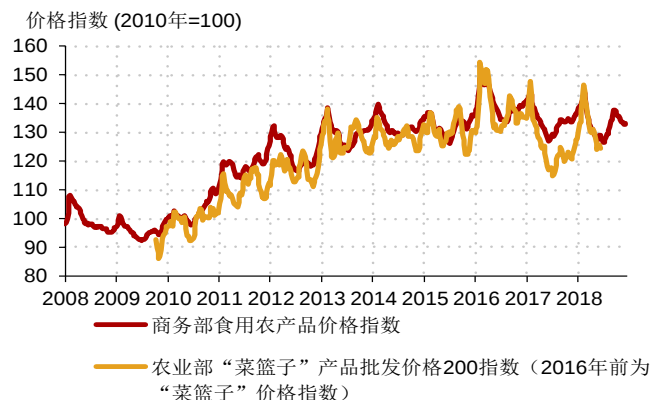


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 食品价格：农产品价格回升，猪肉价格环比上行

- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比上涨 0.4%。其中蔬菜价格环比上涨 2.7%，猪肉价格环比上涨 0.7%。

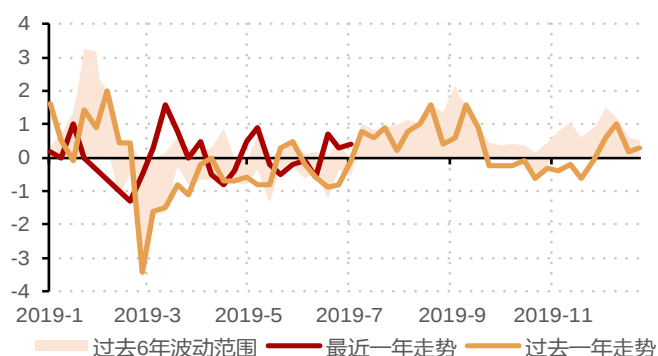
图 17：农产品价格指数



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 18：食品价格周环比涨幅

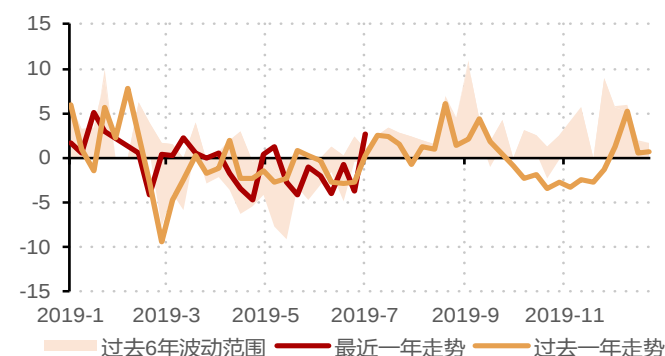
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 19：蔬菜价格涨幅

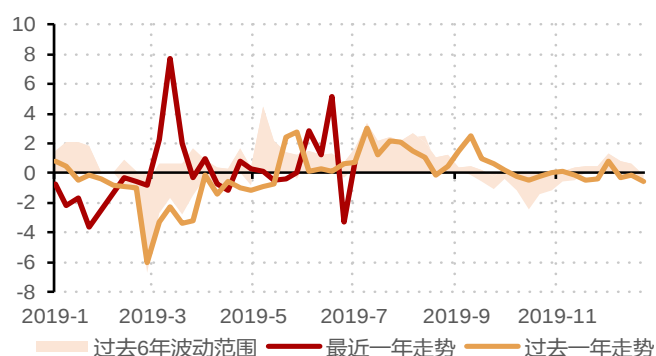
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 20：猪肉价格涨幅

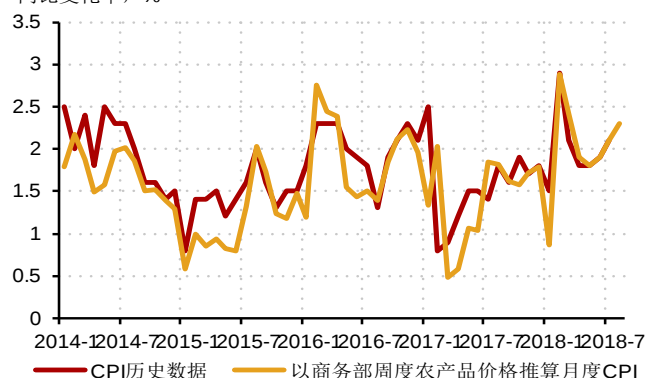
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 21：利用商务部周度食品数据对 CPI 预测

同比变化率，%

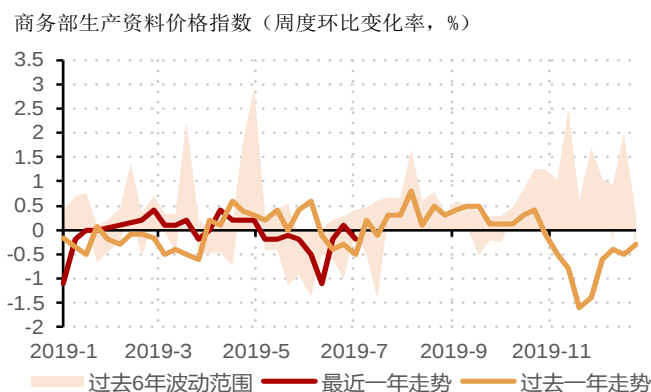


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 生产资料价格：生产资料价格小幅下行

- ◆ 本周商务部生产资料价格环比下降 0.2%。钢材价格小幅反弹，螺纹钢比前一周上涨 0.5%。有色金属价格小幅回落，其中锌、铜、铝价格分别下降 1.2%、1%和 0.9%。基础化学原料价格以降为主，其中纯碱、硫酸、甲醇价格比前一周分别下降 3.1%、1.7%和 0.8%，聚丙烯价格上涨 0.3%。

图 22：生产资料价格小幅回落



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 23：金属价格走势



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 24：能源与橡胶价格走势



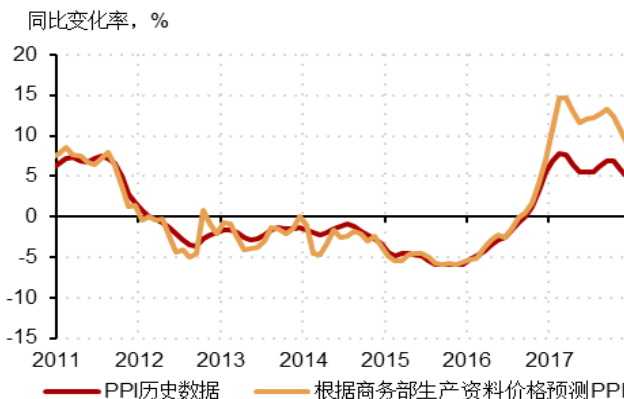
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 25：商务部生产资料价格指数及统计局 PPI



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 26：利用商务部周度生产资料价格对 PPI 预测

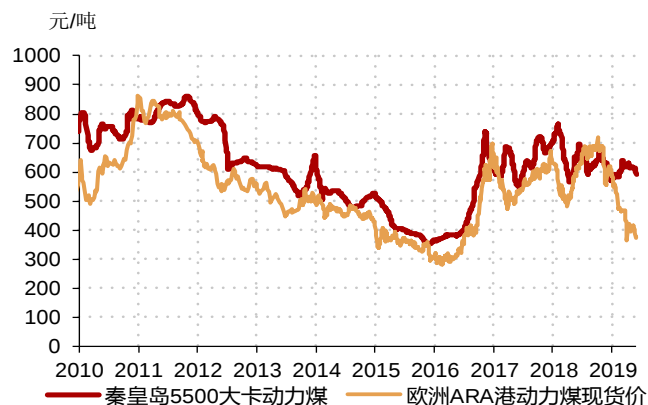


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.5 实体经济价格：动力煤价格止升转跌，螺纹钢价格下行

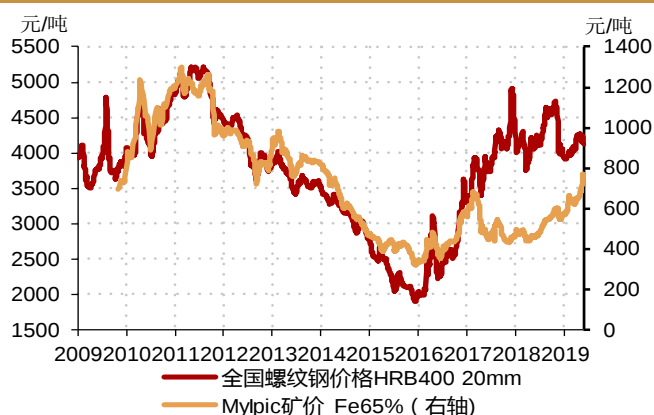
- ◆ 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周持下跌 13 元至 597 元/吨。
- ◆ 螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 34 元至 4084 元/吨。
- ◆ 本周螺纹钢期货价格下跌 20 元至 3992 元/吨。

图 27：秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



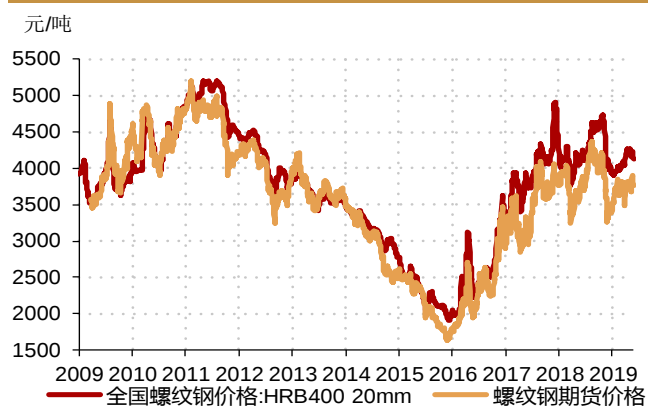
数据来源：wind，西南证券整理

图 28：螺纹钢与铁矿石价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 29：螺纹钢期货与现货价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 30：水泥平均价格及变化率



图 31：PTA 平均价格



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_11434

