

2019年04月28日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (4.22-4.28)



企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势

西南宏观固收观点

- **经济尚未进入持续回升阶段，高频数据显示经济继续弱平稳。**虽然3月经济金融数据高增长提升了对经济的乐观预期，但这主要受短期因素推动。高频数据显示，4月经济并未持续回升，而是延续弱平稳态势。六大发电集团耗煤量等高频数据显示，生产面在4月份有所走弱，而工业品价格涨幅有所收窄，显示需求回升并不很强劲。整体经济延续弱平稳格局。
- **短期因素推升企业盈利，盈利趋势回升拐点尚未到来。**短期因素推升企业盈利，受4月增值税减税带来提前备货需求，以及春节错位因素等影响，3月工业企业盈利出现大幅回升。但这并非企业盈利拐点的到来，而更多的是短期因素推动的结果。从趋势上看，1季度工业企业整体盈利增速依然较去年12月小幅下滑，显示企业盈利增速依然在放缓过程中。当前经济面临的总需求依然偏弱，尚未呈现出趋势性回升格局。同时，在1季度显著发力之后，逆周期调节政策也有所回撤，因而未来需求依然存在一定走弱压力。叠加3季度开始低基数因素推动工业品价格同比回落。企业盈利增速依然面临放缓的风险。当前来看，企业盈利底部并未出现，盈利水平或将继续微幅放缓。
- **美国经济趋势依然放缓，但速度相对缓慢。**1季度美国GDP环比折年率增长3.2%，增速较上个季度提升1.0个百分点，超出市场预期。美国经济增速超预期主要由于进入增速下滑，美国商品和服务进口1季度对GDP的贡献为0.6%，较上个季度提升0.9个百分点。此外，政府支出对经济的贡献也有所提升，1季度贡献0.4个百分点，较去年4季度提升0.5个百分点。但作为经济最主要决定变量的消费继续走弱，1季度消费对GDP增速的贡献仅有0.8个百分点，较上个季度下降0.9个百分点，显示美国经济实际需求依然在持续走弱。结合先导指标PMI以及花旗经济意外指数等指标持续走弱的情况，我们认为美国经济趋势上依然在走弱。但受美联储政策趋于鸽派等影响，经济放缓速度相对缓慢，短期依然具有一定韧性。
- **预期改变带来资本市场调整压力。**逆周期调节政策回撤显示未来经济难以持续回升，将进入弱平稳或小幅下行阶段。这意味着基本面难以成为股市继续上升的动力。而随着逆周期政策回撤，权益市场因政策调整而出现短期调整压力。而在政策预期改变后经济预期可能随之改变，市场或继续承压。
- **政策回撤已经在债市中反映，而基本面走弱可能成为新的债市决定变量。**4月初以来随着经济数据持续改善，债市出现明显调整，10年期国债收益率从3.1%左右持续攀升至3.4%左右。背后是经济基本面改善，以及对政策调整预期的上升。另一方面，经过4月初以来的显著调整，债市已经基本上反应了经济企稳和政策调整预期。而随着逆周期调节政策回撤，对经济前景的预期也将改变，疲弱的经济环境下，债市继续调整空间有限。而随着经济预期再度改变，债市有望迎来阶段性上涨行情。我们认为在当前月末冲击退出，长债利率处于较高水平之时，可能是较好的债券买入机会。
- **风险提示：**经济超预期下行。

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
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济企稳，政策调整 (2019-04-21)
2. 实体融资需求回升，风险在于政策调整——2019年2季度银行信贷经理调研 (2019-04-21)
3. 逆周期宽松回撤，结构性调整登台——评中央政治局会议 (2019-04-20)
4. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？ (2019-04-18)
5. 联储VS市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第8期 (2019-04-17)
6. 如何分析预测季度GDP：生产法的角度——数据挖掘系列(二) (2019-04-16)
7. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能 (2019-04-14)
8. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示 (2019-04-14)
9. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱 (2019-04-14)
10. 通胀如期回升，但无需过度担忧 (2019-04-12)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 数据点评：短期因素推升企业盈利，趋势拐点尚未到来	1
2 政策跟踪	3
3 高频数据跟踪	4
3.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续回升	4
3.2 房地产市场：房地产市场强韧，一线城市持续回升	5
3.3 食品价格：农产品价格回落，猪肉价格跌幅扩大	6
3.4 生产资料价格：生产资料价格继续回升	7
3.5 实体经济价格：动力煤价格回落，螺纹钢价格回升	8
4 债券市场跟踪	9
4.1 流动性：央行净回笼，中美利差上行	9
4.2 利率债：长端利率继续小幅上行，期限利差扩大	10
4.3 利率衍生品：国债期货价格跌幅收窄	11
4.4 信用债总览：企业债收益率下行，期限利差收窄	12
4.5 不同行业及地区信用债：信用利差走势分化	13
4.6 债券市场净融资：国债融资回落，地方债融资回升	14
5 其他资本市场跟踪	15
5.1 汇率：人民币贬值，中美利差持续扩大	15
5.2 股票市场：A股连续下跌，两融余额增幅明显回落	16
5.3 期货市场：石油、黄金价格回升	17
5.4 实体经济利率：实体融资利率小幅回升	18

1 数据点评：短期因素推升企业盈利，趋势拐点尚未到来

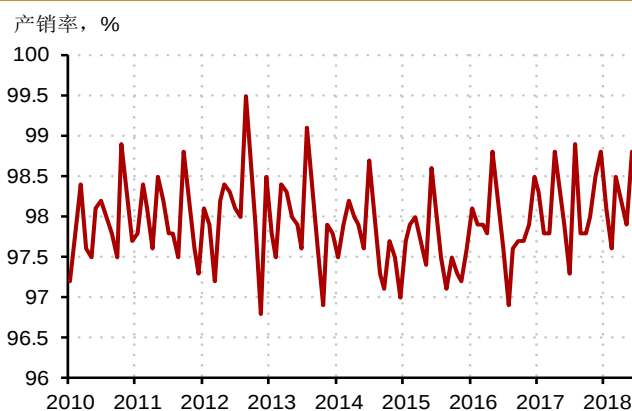
短期因素推升企业盈利，盈利趋势依然在放缓过程中。4月28日统计局公布数据显示企业盈利改善。3月工业企业实现利润总额5895亿元，同比增长13.9%，增速较1-2月提升27.9个百分点。而从趋势上来看，1季度工业企业盈利同比下跌3.3%，跌幅较去年12月扩大1.4个百分点，显示盈利趋势依然在放缓（图1）。3月企业盈利增速明显改善主要受短期因素冲击，其中4月增值税降税导致企业在3月份提前备货，推升企业销售和盈利水平。形成企业盈利高增状况。3月工业增加值同比增长8.5%，较1-2月提升3.2个百分点，就主要由于增值税降税带来提前备货的影响。此外，春节错位因素等原因也短期推升企业盈利。从总体趋势上来看，企业盈利的拐点尚未到来，依然处在放缓趋势中。

图 1：企业盈利趋势上依然走弱



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：工业企业产销率

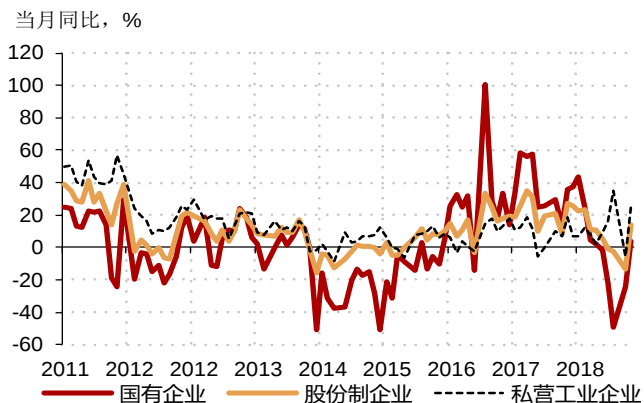


数据来源：wind、西南证券整理。

需求并不强劲，工业品价格回升趋势不稳定，企业盈利拐点并未到来。虽然3月工业企业盈利增速回升，企业主营业务收入上升，1-3月工业企业营业收入同比增长7.2%，增速较1-2月提升3.9个百分点（图3）。但这并非终端需求提升的结果，而是短期因素回升原因。从需求侧来看，内需并不强劲，基建投资回升缓慢，房地产投资虽然强韧，但继续回升空间有限。而在全球经济增速依然趋势放缓环境下，出口趋势上将继续走弱。而工业品价格同比增速虽在5月前将继续回升，但主要受低基数因素驱动。高频数据显示，进入4月以来工业品价格环比涨幅有限。而进入3季度，受高基数因素抑制，工业品价格或再度明显下跌，这将再度对企业盈利形成抑制。因而，企业盈利回升拐点尚未带来，随着需求偏弱和工业品价格同比再度走弱来临，工业企业盈利增速将再度走弱。

减税因素导致下游企业备货加快，形成企业库存快速下降状况。受4月增值税调降，3月企业下游企业未来增加抵税，提前备货的影响，3月企业产成品存货大幅下降。3月产成品存货同比增长0.3%，增速较1-2月下降5.9个百分点（图5）。也从侧面印证了增值税减税对企业营业收入、盈利的冲击。而工业企业应收账款同比增速同样明显放缓，3月同比增长6.5%，增速较1-2月下降5.7个百分点。从趋势上看，随着需求延续弱势状况，企业或继续处于去库存阶段。

图 3：民营企业盈利改善



数据来源: wind、西南证券整理

图 4：趋势上看，需求拐点尚难言来临



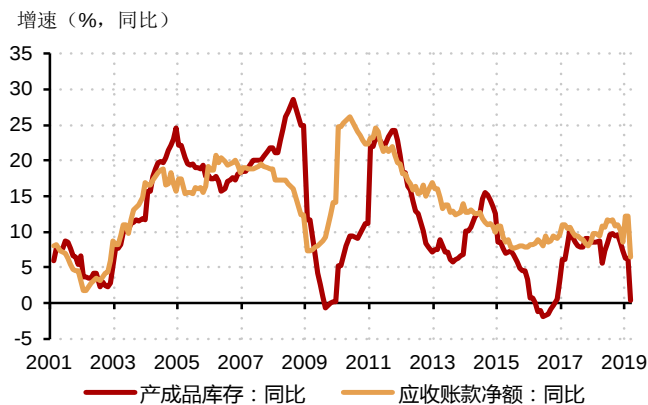
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：工业品价格未进入持续回升通道，企业盈利难趋势改善



数据来源: wind、西南证券整理

图 6：短期因素推动库存增速显著放缓



数据来源: wind、西南证券整理

短期因素推升企业盈利，盈利趋势回升拐点尚未到来。短期因素推升企业盈利，受 4 月增值税减税带来提前备货需求，以及春节错位因素等影响，3 月工业企业盈利出现大幅回升。但这并非企业盈利拐点的到来，而更多的是短期因素推动的结果。从趋势上看，1 季度工业企业整体盈利增速依然较去年 12 月小幅下滑，显示企业盈利增速依然在放缓过程中。当前经济面临的总需求依然偏弱，尚未呈现出趋势性回升格局。同时，在 1 季度显著发力之后，逆周期调节政策也有所回撤，因而未来需求依然存在一定走弱压力。叠加 3 季度开始低基数因素推动工业品价格同比回落。企业盈利增速依然面临放缓的风险。当前来看，企业盈利底部并未出现，盈利水平或将继续微幅放缓。

2 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

习近平：4月26日上午在北京出席第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式并发表主旨演讲。习近平表示，中国不搞以邻为壑的汇率贬值，将不断完善人民币汇率形成机制，使市场在资源配置中起决定性作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进世界经济稳定。

将进一步降低关税水平，消除各种非关税壁垒，不断开大中国市场大门；愿意进口更多国外有竞争力的优质农产品、制成品和服务，促进贸易平衡发展；中国将更大力度加强知识产权保护国际合作，着力营造尊重知识价值的营商环境，全面完善知识产权保护法律体系，依法严厉打击知识产权侵权行为。

中国未来将继续大幅缩减负面清单，推动现代服务业、制造业、农业全方位对外开放，并在更多领域允许外资控股或独资经营；将新布局一批自由贸易试验区，加快探索建设自由贸易港。中国将采取一系列重大改革开放举措，加强制度性、结构性安排，促进更高水平对外开放。促进贸易和投资自由化便利化，将同更多国家商签高标准自由贸易协定，加强海关、税收、审计监管等领域合作。

央行回应货币政策走向：以前没有放松，现在也谈不上收紧，下一阶段将继续实施稳健的货币政策。

央行副行长刘国强谈“利率两轨合一轨”：利率市场化在稳步推进，目前存贷款利率均已放开，下一步推动市场利率和贷款基准利率两轨合一轨，不急于求成也不会停滞不前。大家怎么判断货币政策“松紧适度”？可以直接去看流动性，有一个最简单的指标，信息也比较好获取，就是看银行间的回购利率像DR007等。

央行货币政策司司长孙国峰：因为TMLF操作是根据银行对小微和民营企业贷款的增量和需求情况综合确定的，搜集银行每个季度对小微企业、民营企业贷款的数据需要一定时间，所以基本上都是在季后首月第四周进行操作，其实是有规律的。

中央财经委员会：第四次会议强调，要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，减税降费要尽快落实到位，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加大对实体经济的金融支持。

李克强：会见国际货币基金组织总裁拉加德。他表示，中国经济仍面临下行压力，将继续通过深化改革、扩大开放、简政放权，大规模减税降费，来激发上亿市场主体活力，顶住下行压力，保证经济运行在合理区间。

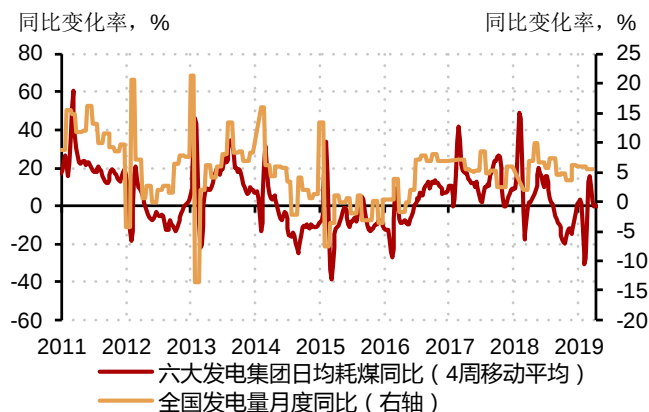
财政部部长刘昆：将建立债务可持续性分析框架，防范化解债务风险，中方在充分借鉴IMF和世界银行低收入国家债务可持续性分析框架基础上。对符合条件的从事污染防治的第三方企业减按15%的税率征收企业所得税，公告执行期限自2019年1月1日起至2021年12月31日止。

3 高频数据跟踪

3.1 实体经济：发电耗煤量跌幅扩大，高炉开工率持续回升

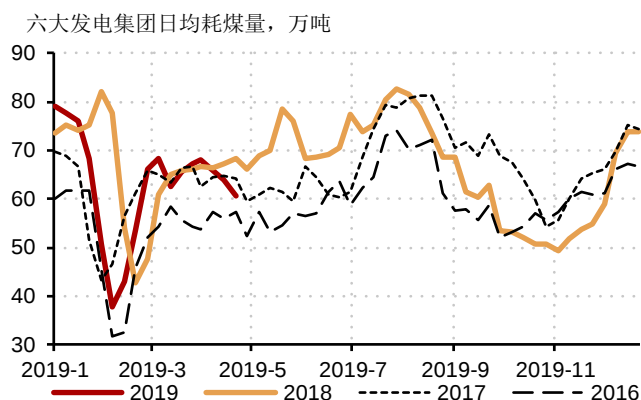
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 63.05 万吨，同比下跌 10.9%，跌幅较上周扩大 5.8 个百分点。
- ◆ 上周全国高炉开工率回升 0.53% 至 70.58%。

图 7：六大发电集团日耗煤量及同比



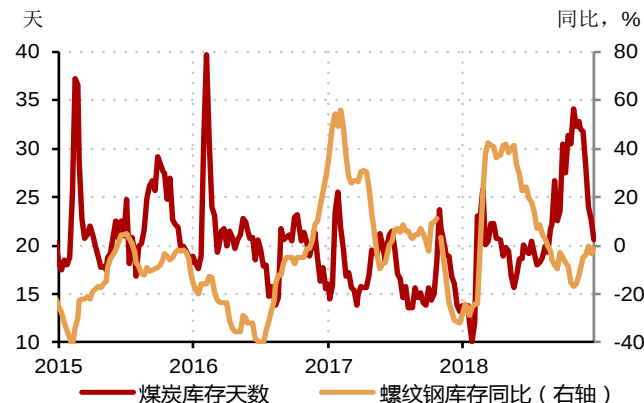
数据来源：wind，西南证券整理

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



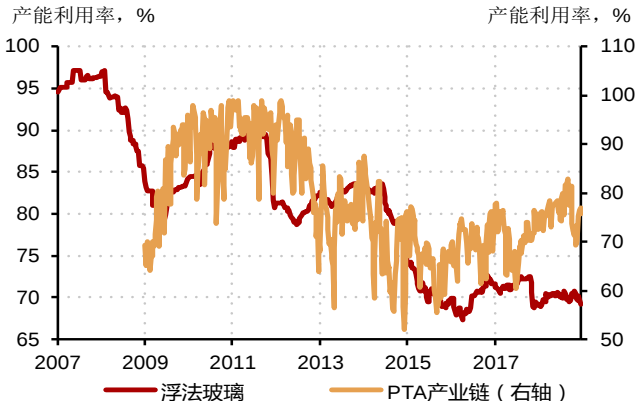
数据来源：wind，西南证券整理

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

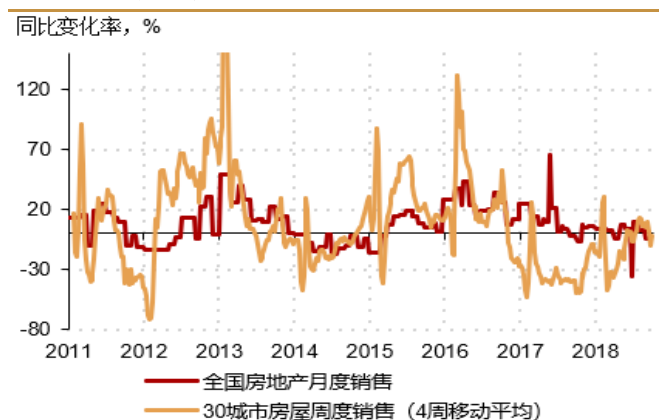


数据来源：wind，西南证券整理

3.2 房地产市场：房地产市场强韧，一线城市持续回升

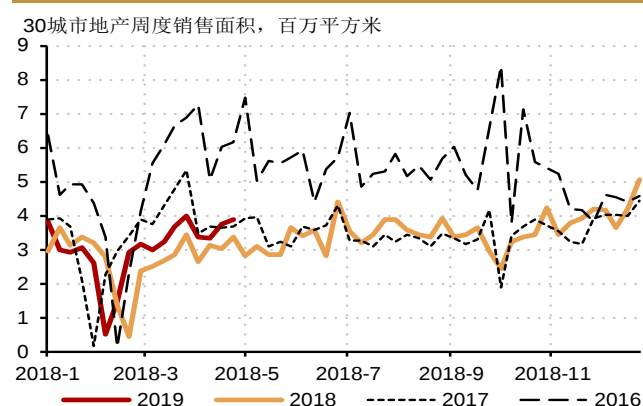
- ◆ 本周三十个大中城市房地产销售面积同比增加 24.11%。
- ◆ 本周商品房成交面积与去年同期相比，一线城市同比增长 69.84%，二线城市同比增长 6.35%，三线城市同比增长 38.11%。

图 12：房地产销售同比增速



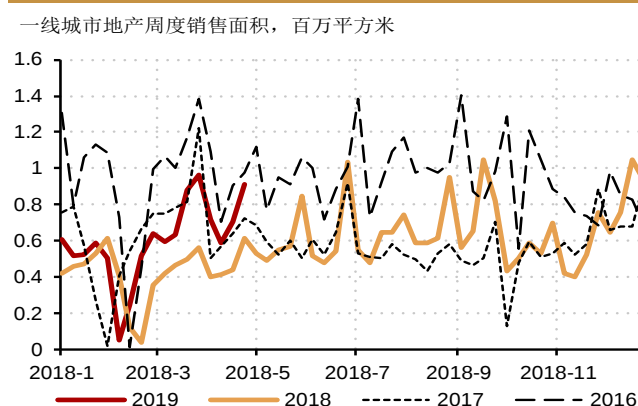
数据来源：wind，西南证券整理

图 13：历年 30 城市房地产周度销售



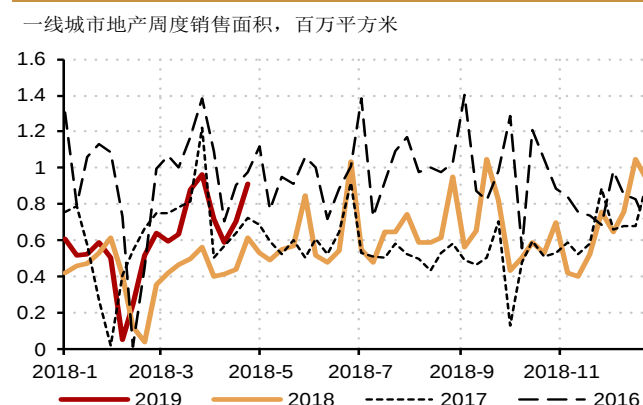
数据来源：wind，西南证券整理

图 14：历年一线城市（30 城市）房地产周度销售



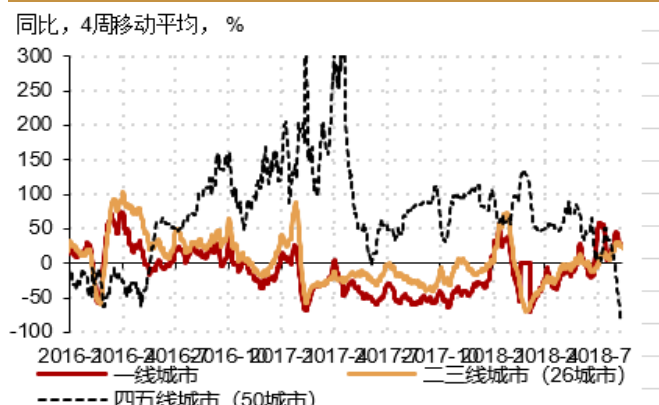
数据来源：wind，西南证券整理

图 15：历年二三线城市（30 城市）房地产周度销售



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

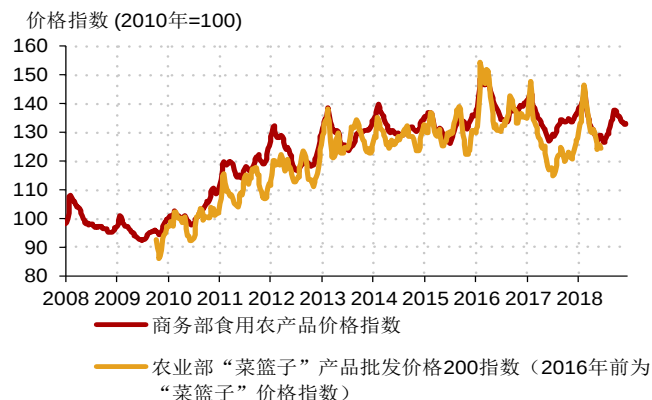


数据来源：wind，西南证券整理

3.3 食品价格：农产品价格回落，猪肉价格跌幅扩大

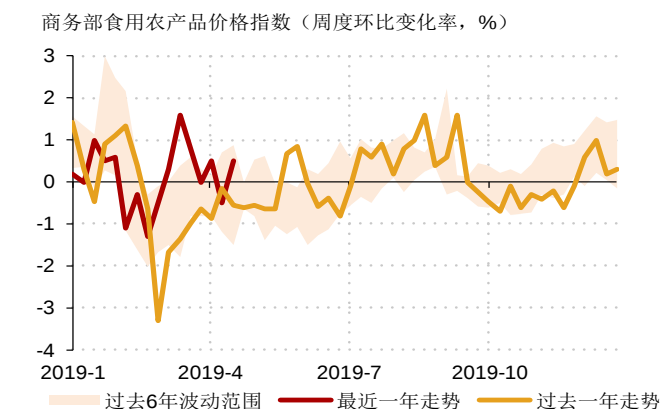
- ◆ 本周商务部食用农产品价格环比下降 0.8%，跌幅较上周扩大 0.3 个百分点。其中蔬菜价格环比下降 3.5%，猪肉价格环比下降 1.2%。

图 17：农产品价格指数



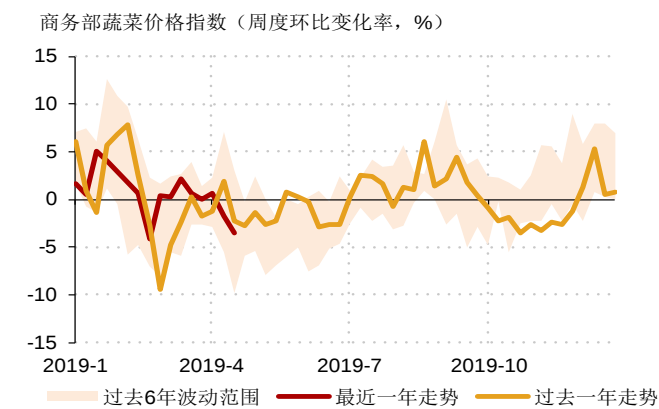
数据来源：CEIC，西南证券整理

图 18：食品价格周环比涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 19：蔬菜价格涨幅



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 20：猪肉价格涨幅



图 21：利用商务部周度食品数据对 CPI 预测



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_12892

