

2020年01月12日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (1.6-1.12)



重视工业品价格走势，经济延续企稳

西南宏观固收观点

- **中美将正式签署第一阶段经贸协议，中美贸易摩擦缓和有利于提振全球风险情绪。** 商务部表示，1月13日-15日刘鹤将率团访问华盛顿，与美方签署第一阶段经贸协议。中美贸易摩擦边际缓和，将缓和全球经济的下行性风险，并提振风险偏好，利好风险资产。此外，中美贸易摩擦缓和也能修复美国疲弱的私人投资，从而缓和美国经济下行斜率。需要重点关注可能公布的最终协议文本。
- **猪价趋于平稳，油价难以持续大涨，对通胀无需担忧。** 12月CPI同比增速与上月持平于4.5%。虽然春节期间需求上升可能继续推升猪价，同样推升通胀，但这是季节性的，并非周期性。当前猪肉供给已经在抓紧恢复，生猪和能繁母猪存栏环比连续几个月环比回升。从趋势上来看，随着猪肉供给的改善，猪肉价格已经告别趋势性上涨，12月环比回落，春节后或进入持续回落阶段。而近期中东地缘政治事件推升油价，但一方面在美国页岩油的供给压力下，油价大幅上涨可能性有限。其次油价上涨对CPI的影响也有限。即使油价超过80美元/桶，根据油价与CPI分项中交通工具用燃料之间的历史关系以及交通工具用燃料的权重，对CPI的推升作用也仅为0.3-0.4个百分点。通胀无虞，在1月冲高后将逐步下行。
- **应重点关注工业品价格回升。** 工业品价格一方面决定着企业盈利变化，是资本市场周期类资产较为直接的决定变量；另一方面，也直接反应这需求变化和经济企稳的幅度。12月PPI环比为零，同比跌幅显著收窄0.9个百分点至-0.5%。略低于预期。但这并不意味着工业品价格将持续偏弱，1月专项债发行节奏加快，预计发行专项债6000亿元以上，同比多增4500亿元以上，并且主要投向基建领域，这将带动基建投资出现回升。全球经济保持平稳，总需求将逐步回暖，叠加库存处于低位，从而带动工业品价格回升。PPI同比预计将在1月转正，环比预计也将进入正增长区间。PPI回升带来企业盈利转暖，将支撑制造业投资，并利好权益市场。企业盈利是制造业投资较好的领先指标，因而企业盈利改善将推动制造业投资出现企稳回升。
- **一周宏观高频数据综述：生产走强，地产销售涨幅收窄，节前食品价格涨幅扩大。** 春节前第3周，发电耗煤同比涨幅扩大，高炉开工率小幅下行，生产面保持韧性。春节前第3周房地产销售同比涨幅收窄，需求保持平稳。节前消费需求回暖带动上周消费价格增速回升，其中猪肉价涨幅扩大，蔬菜价格止升转跌。上周生产资料价格增速回升，螺纹钢现货价格下行，水泥价格保持平稳。
- **债券市场或继续震荡。** 流动性持续保持宽松导致债券市场在12月下旬经历了一小波回升。但流动性难以持续保持季度宽松的状况，央行无意引导流动性过度宽松，因而利率难以持续下行。随着地方债集中发行，信贷社融投放以及春节前资金需求来临，资金面将再度回归相对平稳状况。资金面不会支持长端利率持续下行。但同时，考虑到支持实体信用投放，资金面也不会大幅收紧，因而长端利率大幅调整可能性有限。总体来看，债券市场将维持震荡态势，在经济基本面未掉头之前，债券市场难以开启上行趋势。
- **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. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
2. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
3. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
4. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
5. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)
6. 量价齐升将驱动企业盈利继续改善 (2019-12-29)
7. 央行跟随降息，经济延续企稳 (2019-12-22)
8. 到底是库存决定需求，还是需求决定库存？ (2019-12-22)
9. 房地产韧性仍在，关注需求增长动力的切换 (2019-12-16)
10. 经济企稳外部风险下降，市场风险情绪将提升 (2019-12-15)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤量回升，高炉开工率小幅下行.....	2
2.2 需求数据：房地产销售涨幅收窄，房企拿地回升.....	3
2.3 消费品价格：节前食品价格回升，猪肉价格涨幅扩大.....	4
2.4 工业品价格：生产资料价格回升，螺纹钢现货价格下行.....	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行小幅净回笼，短端利率上行.....	6
3.2 利率债：长端利率下行，期限利差扩大.....	7
3.3 信用债总览：民企信用利差走阔，城投债利差下行.....	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率升值，中美利差下行.....	9
4.2 股票市场：A股上行，全球股市涨跌互相.....	9
4.3 期货市场：黄金价格继续上涨.....	11
4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，信托融资小幅回落.....	13

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

2020 央行工作会议召开，会议部署 2020 年七大重点工作，要求编制宏观审慎政策指引；构建宏观审慎压力测试体系；加快建立完善本外币一体化的跨境资金流动宏观审慎管理机制；逐步扩大宏观审慎政策覆盖领域；组织实施系统重要性银行评估，推动出台实施金融控股公司监督管理办法；加快建立房地产金融长效管理机制。坚持以供给侧结构性改革为主线，实施稳健货币政策，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战，深化金融改革开放，全面做好“六稳”工作。

全国外汇管理工作 2020 年会议在京召开，会议部署今年重点工作，要求不断完善外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，维护国际收支基本平衡；防范外部冲击风险，维护国家经济金融安全、推进“数字外管”和“安全外管”建设；推进跨境金融区块链服务平台建设；深化“放管服”改革，支持自贸试验区、海南自由贸易港、粤港澳大湾区等外汇管理改革先行先试。

全国统计工作会议在京召开，会议对 2020 年统计工作重点任务作出部署。全面实施地区生产总值统一核算，健全工作机制，完善核算方法，夯实基础数据；认真开展统计督察工作，严肃查处统计造假、弄虚作假。

国务院金融委要求尽快研究出台进一步缓解中小企业融资难融资贵的相关举措。要围绕疏通货币政策传导机制，综合运用多种货币信贷政策工具，实行差异化监管安排。要多渠道补充中小银行资本金，继续完善政府性融资担保体系，加快涉企信用信息平台建设，拓宽优质中小企业直接融资渠道，切实缓解中小企业融资面临的实际问题。国务院常务会议部署进一步做好清理政府部门和国有企业拖欠民营企业中小企业账款工作，要求坚决有力一抓到底，确保 2020 年底前无分歧欠款应清尽清。会议还部署春节期间市场保供稳价和基本民生保障工作。

商务部副部长王受文：中国在互联网、信息技术、人工智能等领域的潜力将持续稳定释放，中国仍然具有吸引外资的综合优势，商务部将进一步缩减外商投资负面清单，赋予自贸试验区更大改革自主权，探索跨境服务贸易负面清单管理制度，加快推进海南自贸港建设。

银保监会研究部署银行业保险业支持长江经济带发展工作，鼓励银行保险机构结合项目特点和地区发展实际，创新运用信贷、股权、债权等方式，为资金需求量大、投资回收期长、社会公益性强的重大项目提供金融支持。

国务院领导人在国家科学技术奖励大会上表示，要深入实施创新驱动发展战略，加快促进科技与经济深度融合，为保持经济运行在合理区间、推动高质量发展提供强大动力。要加大财政稳定支持力度，引导企业等社会力量增加投入；要瞄准制约我国产业升级的关键核心技术瓶颈开展攻关，大力发展新一代信息技术、人工智能、数字经济等；聚焦重大疾病防控、环境治理、交通出行、农业生产等方面突出问题加大研发力度。

发改委主任何立峰撰文指出，要坚持稳字当头，努力保持经济运行在合理区间。要以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力，确保各项政策落地见效。要在更大范围更深层次推动国有企业混合所有制改革，研究制定深化国企混合所有制改革的具体举措、优化国有经济布局结构的意见。加强重点领域风险防范，着力化解债务风险，强化金融系统风险研判和处置，切实做好稳地价、稳房价、稳预期工作。

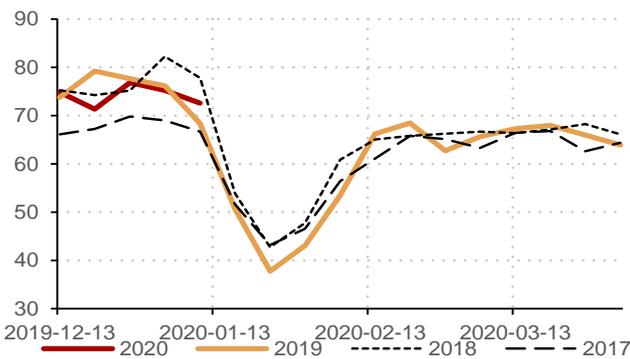
2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤量回升，高炉开工率小幅下行

- ◆ 春节前第3周，六大发电集团日均耗煤量为72.6万吨，同比回升了6.1%，增速较上周回升7.3个百分点。
- ◆ 本周高炉开工率较上周下行0.1个百分点至66.6%。

图 1：历年六大发电集团耗煤量

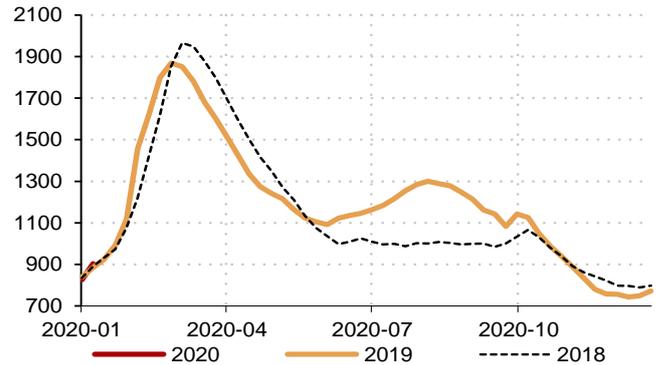
六大发电集团日均耗煤量，万吨，春节对齐



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：主要钢材品种库存

主要钢材品种库存，万吨



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：高炉开工率

高炉开工率，%

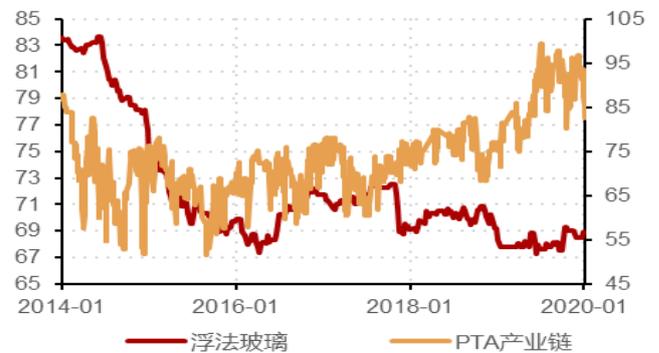


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：浮法玻璃与 PTA 产业链产能利用率

产能利用率，%

产能利用率，%



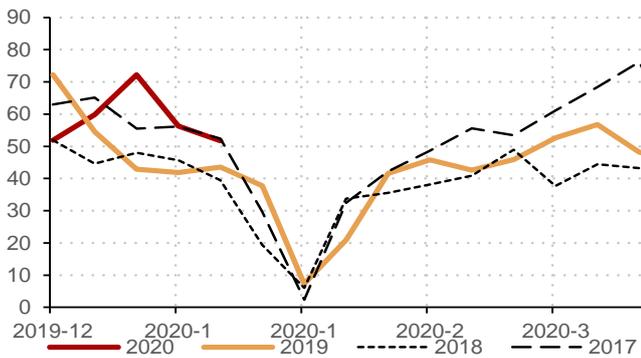
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售涨幅收窄，房企拿地回升

◆ 春节前第3周，30个大中城市房地产销售面积同比上行19%，较上周下行15个百分点。上周100个大中城市土地成交面积同比上行54%，较上周扩大69个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

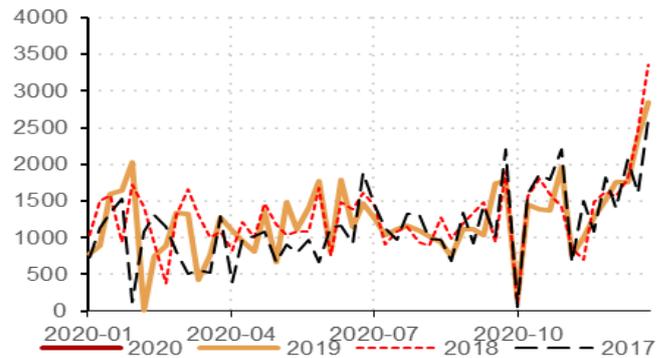
30城市地产周度销售面积，万平方米，春节对齐



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

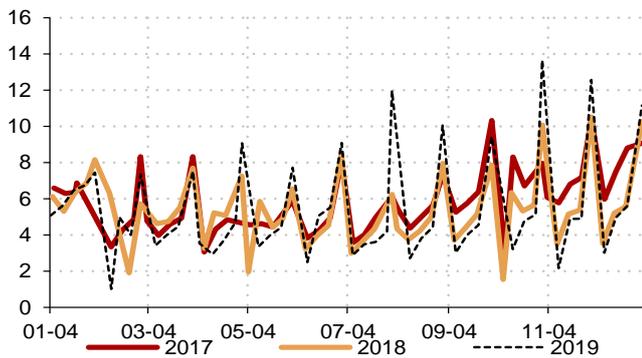
土地成交占地面积，万平方米



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)



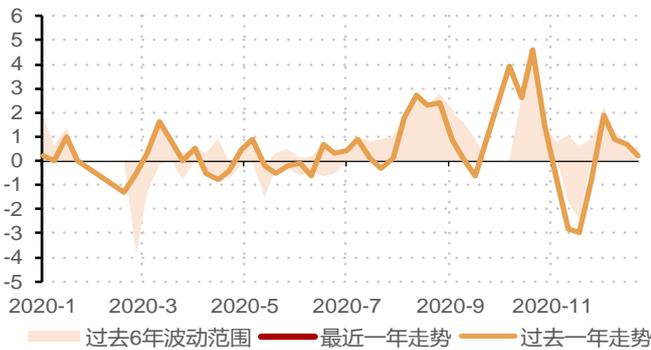
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：节前食品价格回升，猪肉价格涨幅扩大

- ◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比上涨 0.9%，涨幅较前值扩大 0.7 个百分点。其中猪肉价格指数环比上涨 3.5%，较前值上行 0.6 个百分点，蔬菜价格指数环比下降 1.0%，增速较前值下行 1.6 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

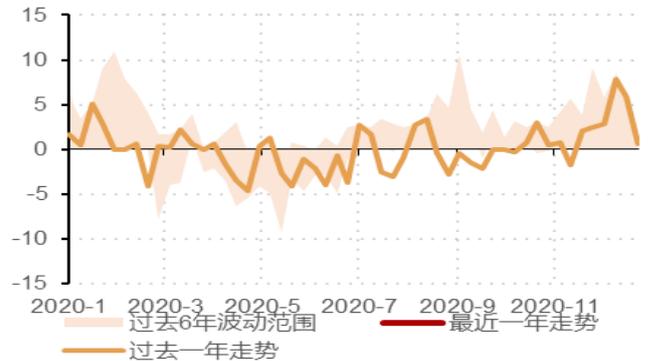
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

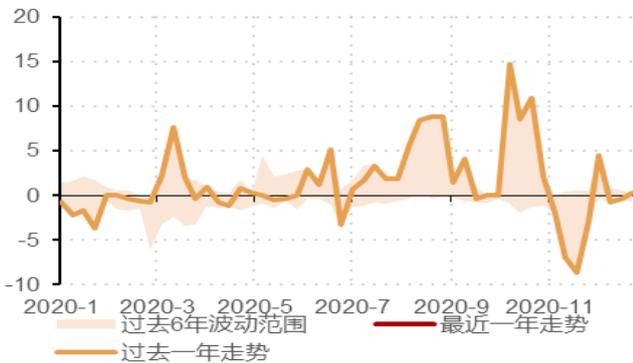
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

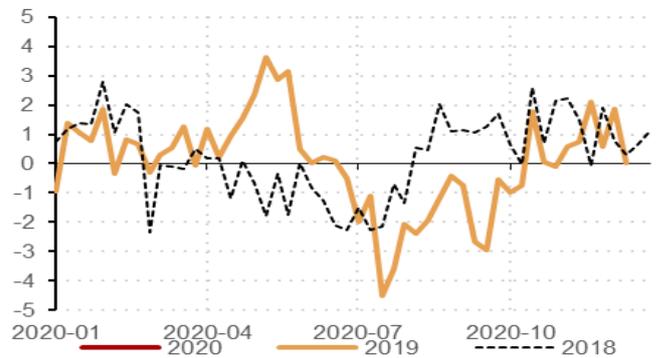
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

周环比，%

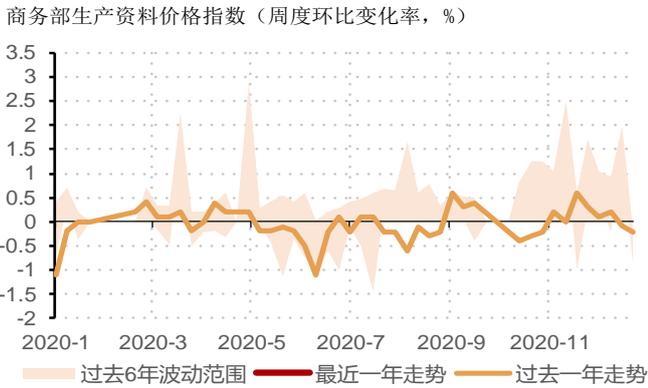


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格回升，螺纹钢现货价格下行

- ◆ 上周商务部生产资料价格指数环比上涨 0.3%，增速较前值上行 0.4 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周上涨 4 元至 555 元/吨；螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下跌 16 元至 3835 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 16 元至 3568 元/吨。

图 18: 生产资料价格周环比涨幅



数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



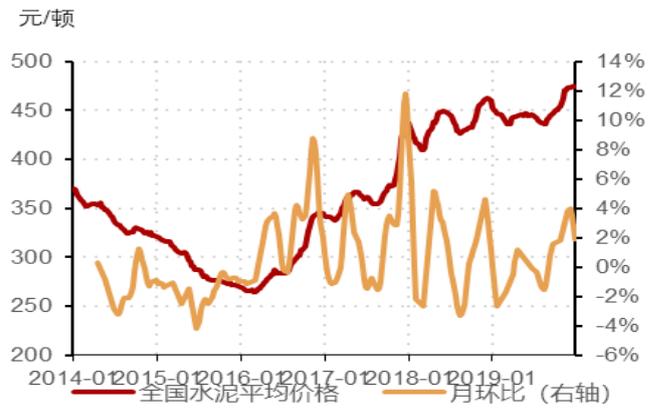
数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 螺纹钢期货与现货价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 21: 水泥平均价格及变化率



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 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：央行小幅净回笼，短端利率上行

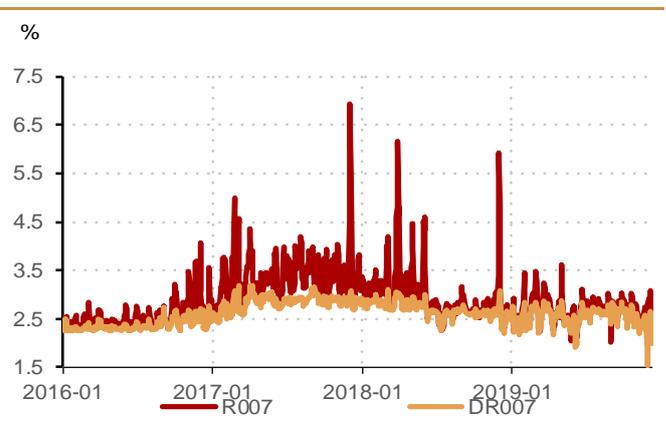
- ◆ 本周央行无逆回购，逆回购到期 500 亿元，无 MLF 投放，无 MLF 到期，央行本周公开市场净回笼 500 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周上行 22bps 至 2.58%，R007 上行 36bps 至 2.38%。
- ◆ 中美短端利差较上周下行 9bps 至 102bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周下行 5bps 为 2.55%。

图 23：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	3000	0	1875	1125
三周前	6300	3000	0	2860	6440
两周前	500	0	800	0	-300
一周前	0	0	5500	0	-5500
本周			500	0	-500
一周后			0	0	0
二周后			0	2575	-2575
三周后			0	0	0
四周后			0	0	0

数据来源：wind，西南证券整理

图 24：R007 和 DR007 走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：中美短端利差

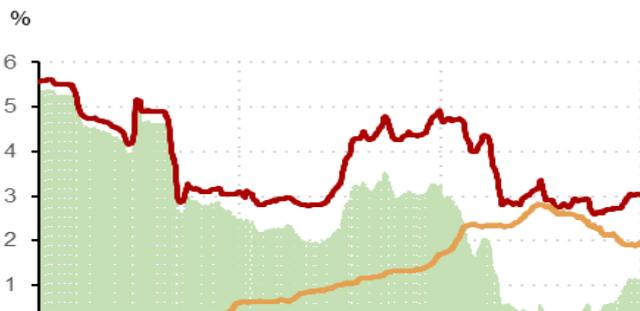
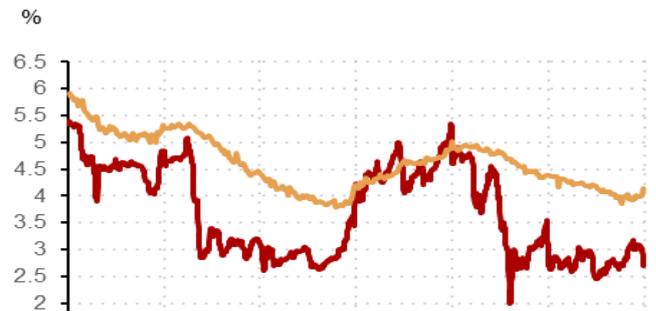


图 26：同业存单与理财平均收益率比较



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_7826



<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>