

2019 年 11 月 17 日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报 (11.11-11.17)



央行稳定市场预期，经济延续企稳态势

西南宏观固收观点

- **数据短期有扰动，经济依然在企稳。**10 月经济数据显示供需均有所下行，经济看似继续处于放缓趋势中，但具体分析细项，则可以看到经济存在逐步企稳的可能。生产面的工业增加值在季末后再度回落，其中主要受出口交货值拖累，从出口数据和摩根大通全球制造业 PMI 的企稳回升来看，短期外需并不弱，因而出口交货值下行或与报数前移有关，未来继续下行可能性有限。而从需求面来看，关键的两个内需部门房地产和基建表现并不差。房地产销售保持韧性，房地产销售面积保持平稳，房地产投资小幅下滑，但新开工增速明显回升，结合近期部分地区放松房地产管控，未来地产将继续强韧。而基建投资同比增速虽然小幅下滑，但考虑到去年同期的高基数，基建投资并不弱，结合近期政策持续发力稳定基建，未来基建投资增速将延续回升态势。因而，总体来看，无需对经济过度悲观，经济依然处于企稳过程中。
- **实体融资小月更应看结构。**10 月是实体融资小月，信贷社融都会有季节性的下降，其中尤其以企业融资贷款下降更为明显，因而 10 月信贷社融更容易受到居民融资和其它短期因素扰动，总量呈现较大波动性。我们认为相较于 10 月信贷社融总量，结构更为重要。从结构来看，10 月信贷社融低于预期，主要受居民短期贷款和票据融资下行拖累。其中居民短期贷款受金融监管严查消费贷违规进入楼市、股市等影响，短期出现收缩。而票据融资和未承兑汇票均明显收缩，跟监管、短期利率偏高等有关，票据融资也难以持续大幅回落。但更能贷款实体经济融资需求的企业中长期贷款和居民中长期贷款却继续改善或保持强韧，显示实体经济融资需求并不弱，因而无需过度悲观。考虑到逆周期政策发力，基建项目审批加快，4 季度可能提前发行明年的专项债额度，将继续对实体融资形成支撑。随着企业融资在信贷和社融中占比回升，信贷社融将重新恢复到企稳回升通道。社融增速保持平稳，债市短期也将延续震荡。
- **一周宏观高频数据综述：猪价止升转跌，通胀上行压力边际缓解，工业品价格止跌转升，PPI 将逐步上行。**本周发电耗煤同比涨幅小幅收窄，高炉开工率回升，生产面继续修复。本周房地产销售跌幅收窄，房地产销售保持韧性。上周乘用车日均零售销售量同比止升转跌。整体需求保持弱平稳。上周消费品价格环比回落，其中猪肉价格环比下跌幅度较大，通胀上行压力有所减轻。生产资料价格止跌转升，螺纹钢期现货价格回升，PPI 将逐步回升。水泥价格延续回升，基建投资需求继续回暖。
- **债券市场将延续震荡态势。**今年 3 季度央行本次货币政策执行报告显示，无需过度担忧猪价单一商品推动的通胀上行。央行将兼顾短期稳增长与长期防风险，保持货币政策总体稳健。银行间流动性或将保持当前状况。债市将延续震荡态势。一方面，央行调降 MLF 利率显示央行不会明显收紧流动性和货币政策，这意味着利率难以大幅调整。另一方面，流动性难以大幅宽松，债券市场难以重拾升势。在明年年初信贷社融见顶之前，债券市场或继续震荡。
- **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. 稳定预期，调整结构——2019 年 3 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-11-17)
2. 数据短期有扰动，经济依然在企稳 (2019-11-15)
3. 实体融资小月更应该看结构 (2019-11-12)
4. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)
5. 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对 (2019-11-10)
6. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)
7. MLF 降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
8. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
9. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
10. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤涨幅小幅收窄，高炉开工率上行	2
2.2 需求数据：房地产销售跌幅收窄，汽车零售转跌	3
2.3 消费品价格：农产品价格转跌，猪肉价格环比下行	4
2.4 工业品价格：生产资料价格转升，螺纹钢期现货价格上行	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行净投放，中美利差走阔	6
3.2 利率债：长端利率下行，期限利差收窄	7
3.3 信用债总览：产业债信用利差下行，城投债信用利差下行	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：人民币汇率贬值，中美利差上行	9
4.2 股票市场：A股下跌，全球股市涨跌互相	9
4.3 期货市场：商品价格上行，避险情绪平稳	11
4.4 实体经济利率：实体融资利率稳中趋降，信托融资保持低水平	13

1 政策跟踪

本周值得关注的政策热点：

国务院：1) 国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会，强调要保持宏观政策稳定，更有效运用好宏观政策逆周期调节工具。完善财政、货币、就业、区域等政策，适时适度调控，完善政策协同、传导和落实机制，增强有效性和可持续性。加强对实体经济特别是小微、民营企业支持，提振市场信心。优化地方政府专项债使用，带动社会资金更多投向补短板、惠民生等领域，扩大有效投资，增强发展内生动力。完善就业优先政策体系，继续做好支持企业稳岗、拓展就业空间等工作，强化重点群体就业服务，保持就业大局稳定。

2) 国务院领导人作出批示指出，要围绕补短板、增后劲，扩大农业有效投资，促进我国农业整体竞争力提升。做好今冬明春农田水利建设尤其是水毁工程修复各项工作，抓紧开工建设一批重点水利工程，增强农业防灾抗灾减灾能力。

3) 国务院常务会议决定健全固定资产投资项目资本金管理促进有效投资，下调基础设施项目最低资本金比例不超 5 个百分点，基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。会议部署对安全生产尤其是危险化学品生产管理等问题开展专项整治。

4) 国务院领导人主持召开部分省份经济形势和保障基本民生座谈会，强调要把稳增长、保持经济运行在合理区间放在更加突出位置；要加快补短板项目建设，促进有效投资和产业升级，加强重大项目谋划和前期准备，推动尽早开工。要加强农民工工资清欠，做好猪肉等生活必需品保供稳价。

5) 国务院决定自 12 月 1 日起，在全国自贸区开展“证照分离”改革全覆盖试点。要实现涉企经营许可事项全覆盖，建立清单管理制度，清单之外不得违规限制企业进入相关行业或领域；对所有涉企经营许可事项按照直接取消审批、审批改为备案、实行告知承诺、优化审批服务等四种方式分类推进改革。

发改委：1) 目前正组织第四批混改试点企业抓紧研究制定混改实施方案；要破除汽车消费限制，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施；大力促进更新消费，以家电、消费电子等为重点，落实生产者责任延伸制度，健全废旧产品回收拆解体系。

2) 发改委：正抓紧推动粤港澳大湾区的基础设施互联互通、生态环境保护、产业发展、城际铁路等专项规划编制报批工作；正组织有关方面抓紧开展黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要编制工作。

3) 发改委等 15 部门联合发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，针对制造业重点行业、服务业重点领域，提出加快原材料工业、消费品工业、装备制造、汽车制造等重点行业双向融合发展的 10 项可能路径；支持符合条件的企业上市融资和发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具。

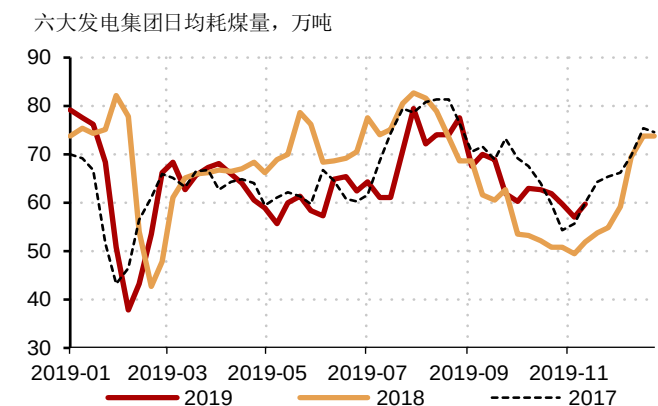
4) 发改委主任何立峰与希腊发展和投资部部长签署《中希重点领域 2020-2022 年合作框架计划重点项目清单（第二轮）》，涉及能源、制造业、交通基础设施、环保等领域 14 个项目。

2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤涨幅小幅收窄，高炉开工率上行

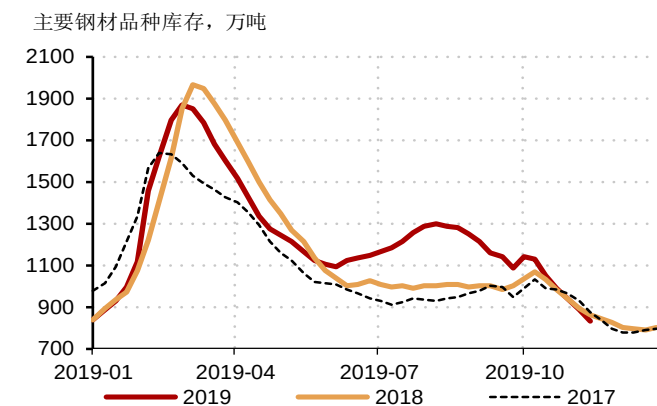
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 59.67 万吨，同比上涨 15.2%，涨幅较上周缩小 0.2 个百分点。
- ◆ 本周全国高炉开工率较上周上行 2.0 个百分点为 66.2%。

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



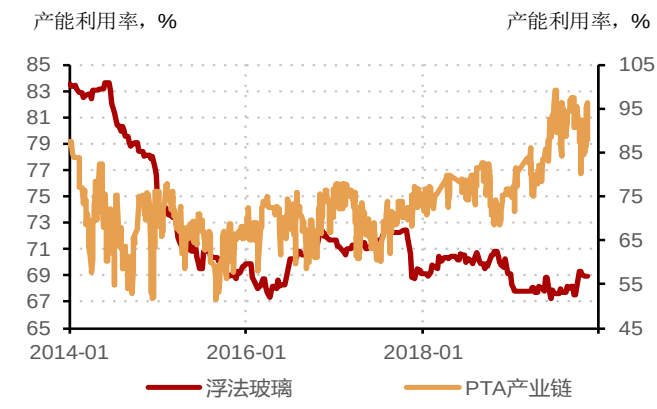
数据来源：wind，西南证券整理

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



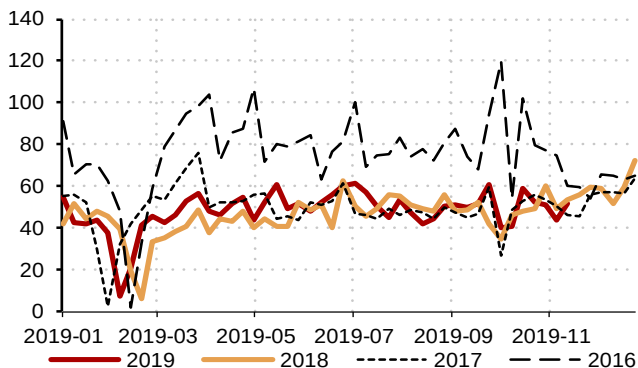
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售跌幅收窄，汽车零售转跌

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比下行 3.7%，跌幅较上周收窄 6.9 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 55.8%，跌幅较上周扩大 44 个百分点。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 2.2 万辆，同比下跌 20%，跌幅较上周扩大 52 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售

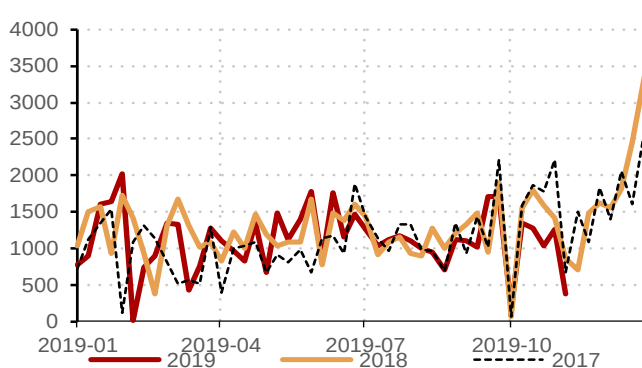
30城市地产周度销售面积，百万平方米



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积

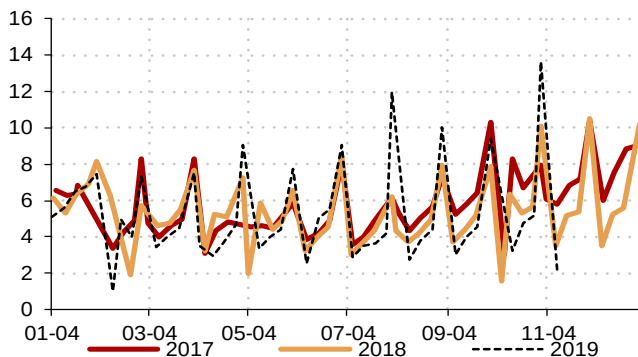
土地成交占地面积，万平方米



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)



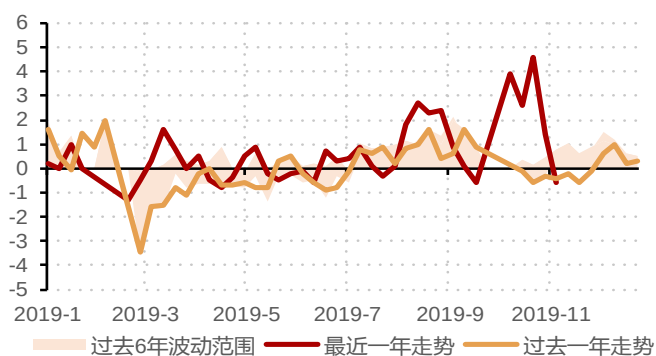
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：农产品价格转跌，猪肉价格环比下行

- ◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比下降 0.6%，涨幅较前值下行 2 个百分点。其中猪肉价格指数环比下降 1.9%，涨幅环比回落 4.0 个百分点，蔬菜价格指数环比上涨 0.7%，较前值上行 0.2 个百分点。

图 14：食品价格周环比涨幅

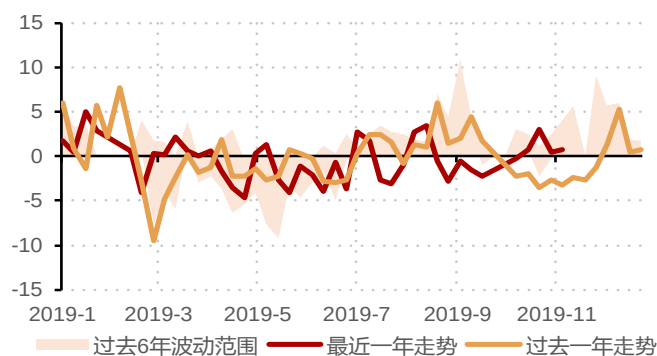
商务部食用农产品价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 15：蔬菜价格涨幅

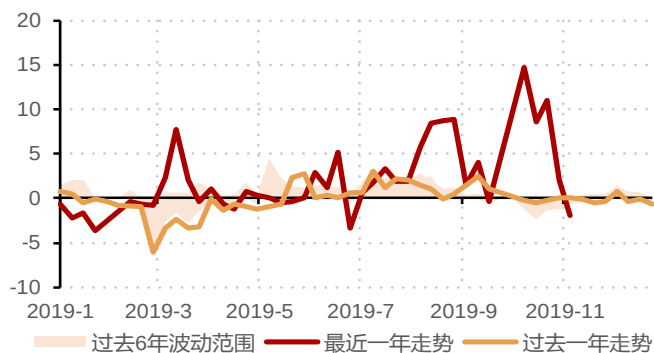
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 16：猪肉价格涨幅

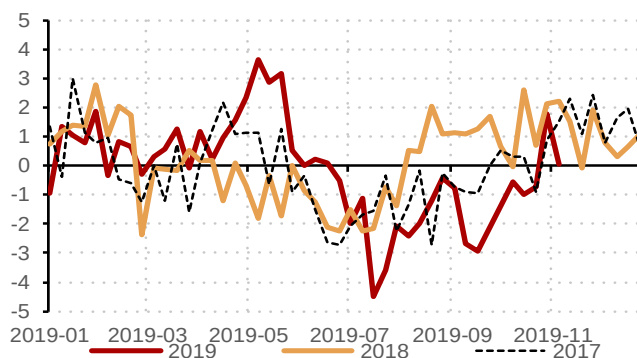
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 17：水果价格涨幅

周环比，%

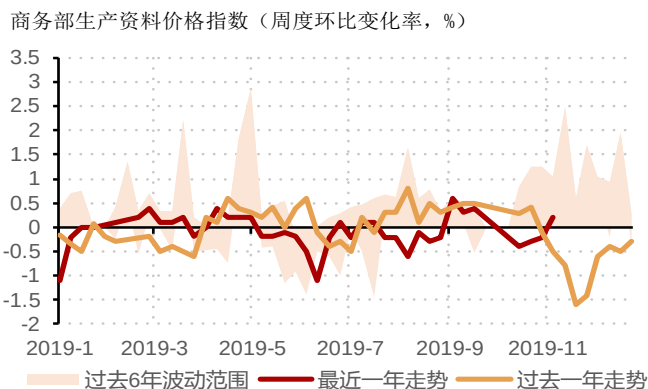


数据来源：CEIC，西南证券整理

2.4 工业品价格：生产资料价格转升，螺纹钢期现货价格上行

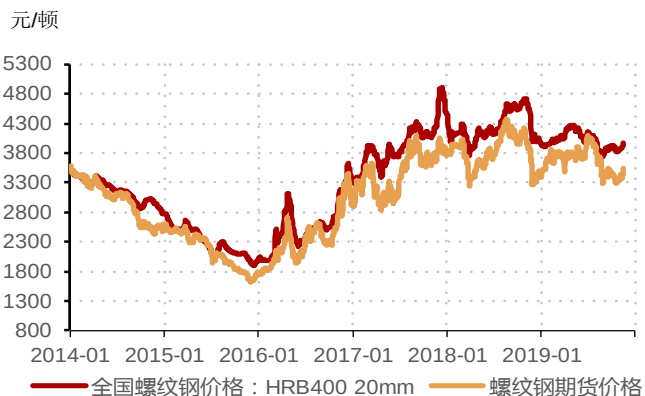
- ◆ 上周商务部生产资料市场价格环比上涨 0.2%，涨跌幅较前值上行 0.4 个百分点。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周持平为 545 元/吨；螺纹钢价格环比上行，全国 HRB400 20mm 价格较上周上涨 76 元至 3972 元/吨；本周螺纹钢期货价格上涨 123 元至 3535 元/吨。

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 20: 螺纹钢期货与现货价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: PTA 平均价格

华东地区平均价, 元/吨



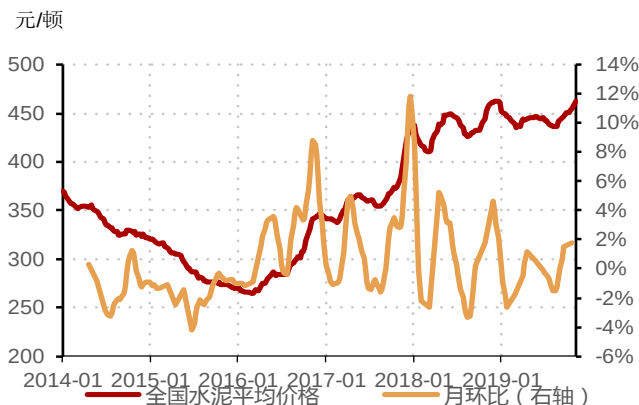
数据来源: wind, 西南证券整理

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 21: 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：央行净投放，中美利差走阔

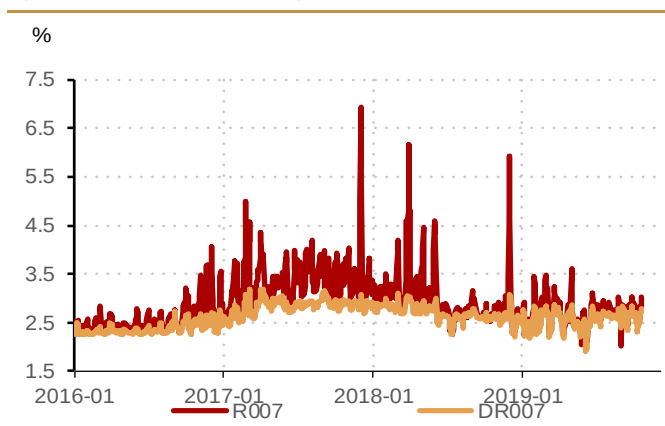
- ◆ 本周央行无逆回购投放，无逆回购到期，MLF 投放 2000 亿元，无 MLF 到期，央行公开市场投放 2000 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周上行 49bps 至 3.02%，R007 上行 31bps 至 2.78%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 5bps 至 110bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 7bps 至 3.12%。

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	300	2000	0	0	2300
三周前	5900	0	300	0	5600
两周前	0	0	5900	0	-5900
一周前	0	4000	0	4035	-35
本周	0	2000	0	0	2000
一周后			0	0	0
二周后			0	0	0
三周后			0	1875	-1875
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

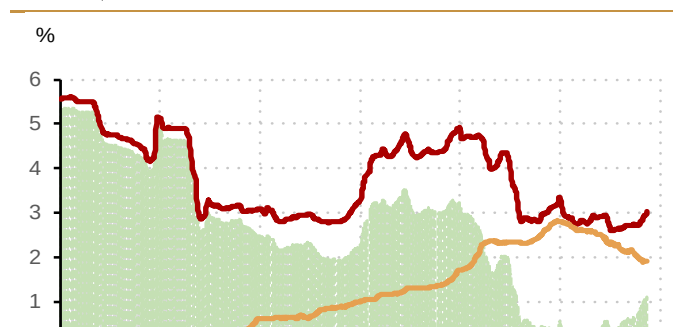
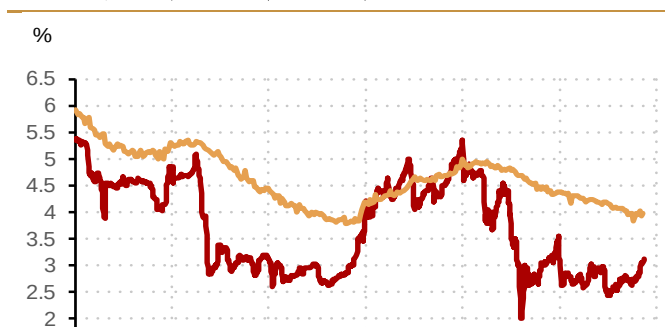


图 26：同业存单与理财平均收益率比较



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_8908

