

2019年10月20日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观固收周报（10.14-10.20）



地产销售有韧性，经济保持弱平稳

西南宏观固收观点

- **通胀破“3”对央行货币政策影响有限，央行不会因此而收紧货币政策。**9月CPI同比在时隔六年后再度破3%，而且在猪价上涨驱动之下，通胀压力会继续上升。但我们认为，央行不会，也无需对猪肉单一商品驱动的通胀作反应。首先，本轮通胀基本上由猪肉价格单一商品驱动，其它价格均保持弱势，因而并非物价全面上涨；其次，即使央行收紧货币政策，猪肉价格也不会下来，通胀压力也不会减轻，因为猪价问题出在供给，而货币政策调节的是需求；再次，如果经济下行压力继续上升，会波及就业稳定，而稳就业是政策首要目标。
- **信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况。**8、9月份信贷社融连续超预期，而且从结构上看，回升以中长期融资驱动为主，结构同样改善。这令我们不禁重新审视实体融资需求情况。随着稳增长政策持续发力，基建相关融资可能在回升，而这是驱动信贷社融连续超预期的最主要因素。虽然高频数据显示10月，甚至11月将成为地方政府债的空窗期，而城投债融资也在放缓，因而基建相关融资难以持续超预期。但随着稳增长政策持续，2020年地方债额度提前下发可能导致相关配套融资在今年4季度先行，这可能会对基建融资持续形成支撑，因而不宜对信贷社融增速过于悲观，我们认为年底之前信贷社融将延续平稳状况。
- **经济将保持弱势平稳，无需过度悲观。**3季度经济继续下滑至6.0%。但月度数据显示供需均保持平稳，结合9、10月份高频数据来看，经济短期又呈现弱平稳状况。市场对未来经济走势也产生分歧，部分观点认为经济平稳是短期的，未来依然将继续下行；但部分观点认为经济未来或逐步企稳。在全球经济放缓环境下，国内经济能否短期平稳，关键取决于内需。而其中房地产和基建又是关键。房地产市场继续强韧，背后是虽然房地产管控在强化，但无论是居民购房贷款，还是房地产企业从各个渠道获得的融资，收缩幅度都有限甚至并未收缩，因而房地产投资资金来源平稳甚至小幅回升，这将支撑房地产投资在4季度继续强韧。而前期地方债集中发行、财政发力以及信贷社融超预期支撑基建投资总体小幅回升，虽然未来地方债发行节奏将小幅放缓，财政发力程度也可能减弱，但考虑到6%的经济增速下，稳增长政策发力程度不会减弱，特别是地方债额度提前下发可能会带来配套融资先行，因而基建投资将继续小幅改善。无需对4季度经济过度悲观，我们预计4季度GDP将继续保持6.0%的增速，债市将延续震荡态势。
- **一周宏观高频数据综述：地产销售保持韧性，生产持续改善。**本周发电耗煤同比涨幅有所扩大，生产持续改善。房企加快推盘，房地产销售保持韧性，本周地产销售同比转升。上周乘用车日均零售销售量同比下跌。上周消费品价格环比涨幅明显扩大，其中猪肉价格加速上行、蔬菜跌幅收窄，通胀压力上升。生产资料价格小幅下跌，螺纹钢期货价格下行，工业品通缩压力有所加大。水泥价格保持回升，基建投资需求持续回升。
- **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. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓（2019-10-18）
2. 负利率时代资产配置选择--欧日经验（2019-10-16）
3. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况（2019-10-16）
4. 3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？（2019-10-15）
5. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善（2019-10-14）
6. 如何理解联储再度扩表（2019-10-14）
7. 联储扩表但并非QE，国内经济短期平稳（2019-10-13）
8. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示（2019-10-13）
9. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二）（2019-10-11）
10. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一）（2019-10-09）

目 录

1 政策跟踪	1
2 高频数据跟踪	2
2.1 生产数据：发电耗煤涨幅扩大，高炉开工率小幅回落.....	2
2.2 需求数据：房地产销售回升，汽车零售转跌.....	3
2.3 消费品价格：猪肉价格加速上行，蔬菜价格跌幅收窄.....	4
2.4 工业品价格：生产资料价格转跌，螺纹钢期现货价格下行.....	4
3 债券市场跟踪	6
3.1 流动性：央行净投放，短端利率上行.....	6
3.2 利率债：长端利率小幅上行，期限利差扩大.....	7
3.3 信用债总览：民企信用利差上行，城投债信用利差分化.....	7
4 其他资本市场跟踪	9
4.1 汇率：离岸人民币汇率升值，中美利差持平.....	9
4.2 股票市场：A股下行，全球股市涨多跌少.....	9
4.3 期货市场：黄金价格下行，避险情绪边际回升.....	11
4.4 实体经济利率：实体融资利率平稳，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：

国务院领导人会见先进制造业国际咨询委员会成员时表示，中国能够实现全年经济社会发展主要目标任务；中国政府把推进先进制造业发展作为一项战略举措，为先进制造业发展创造良好环境。发展先进制造业需要开放合作。欢迎世界制造业企业抓住中国进一步扩大开放的机遇，积极来华开展合作，开拓市场。

国务院领导人主持召开部分省政府负责人经济形势座谈会时强调，当前经济下行压力持续加大，实体经济困难突出。要把稳增长、保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，增强经济发展韧性，顶住经济下行压力；要落实好已出台的减税降费、降低融资成本等各项政策，灵活运用宏观政策逆周期调节工具，做好政策协调联动，加强预调微调。

国务院领导人表示，要发挥地方政府专项债券作用，带动民间投资，加快补短板、调结构、惠民生重大项目建设，扩大有效投资；支持促进中西部承接产业转移；培育拓展新的商品和服务消费增长点；积极发展工业互联网，聚焦市场需求推动大中小企业协同开展“双创”；细化落实就业优先政策，确保养老金按时足额发放，努力保持“菜篮子”产品、生活必需品价格基本稳定。

国家统计局：货币政策有比较充裕的操作空间，会根据经济形势相机抉择，经济保持平稳运行有条件有支撑；当前专项债正加快发行，四季度基础设施投资有比较好的回升势头，今年四季度中国经济保持平稳增长趋势是有保障的。

央行上海总部出台政策，支持浦东新区改革开放再出发：鼓励金融机构积极运用商业汇票发展供应链金融，进一步简化优质企业跨境人民币业务办理流程。加大对集成电路、生物医药、人工智能、信息技术、大飞机等高端制造业的金融支持与服务，支持浦东企业进入债券市场融资，对接国家战略，发行丝路主题债券、绿色债券等，支持“一带一路”建设。

国常会：1) 扩大对外开放领域，清理取消未纳入全国和自贸区外商投资准入负面清单的限制措施；全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司业务范围限制；优化汽车外资政策，保障内外资汽车制造企业生产的新能源汽车享受同等市场准入待遇。

2) 扩大资本项目收入支付便利化改革试点范围，支持外资企业自主选择借用外债模式，鼓励其资本金依法用于境内股权投资；不得强制或变相强制外国投资者和外资企业转让技术；在中西部地区优先增设一批综合保税区。

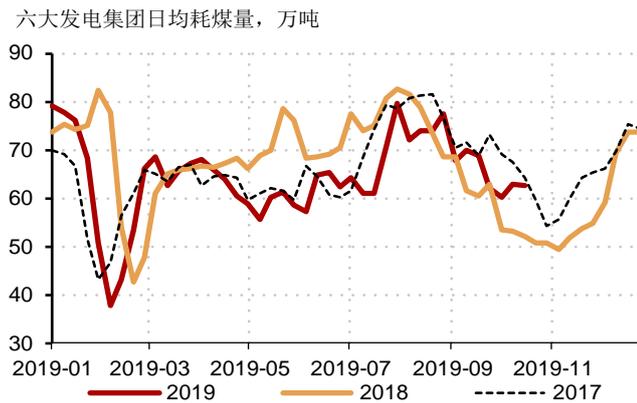
中国与新加坡自由贸易协定《升级议定书》将于10月16日生效。《升级议定书》对原中新自由贸易协定原产地规则、海关程序与贸易便利化、贸易救济、服务贸易、投资、经济合作等6个领域进行了升级，并新增电子商务、竞争政策和环境等3个领域。《升级议定书》涉及的原产地规则调整将于2020年1月1日起实施。

2 高频数据跟踪

2.1 生产数据：发电耗煤涨幅扩大，高炉开工率小幅回落

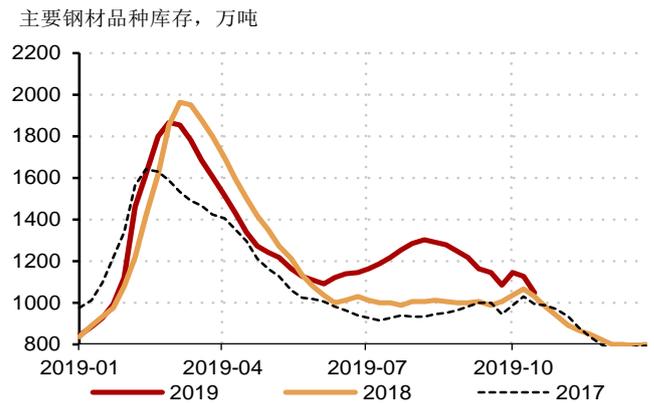
- ◆ 本周六大发电集团日均耗煤量为 62.5 万吨，同比上涨 20.2%，涨幅较上周扩大 1.9 个百分点。
- ◆ 本周全国高炉开工率较上周下行 0.8 个百分点至 63.5%。

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



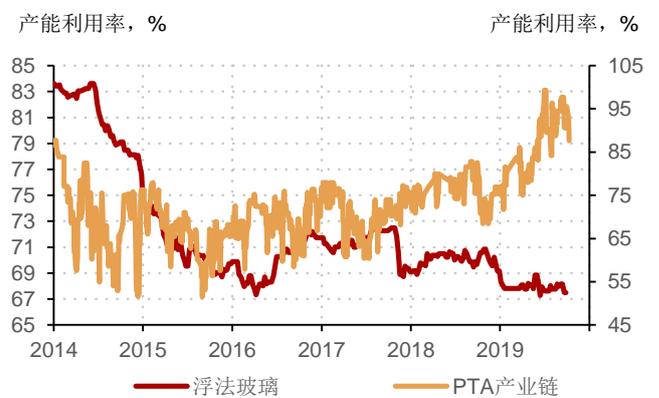
数据来源：wind，西南证券整理

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

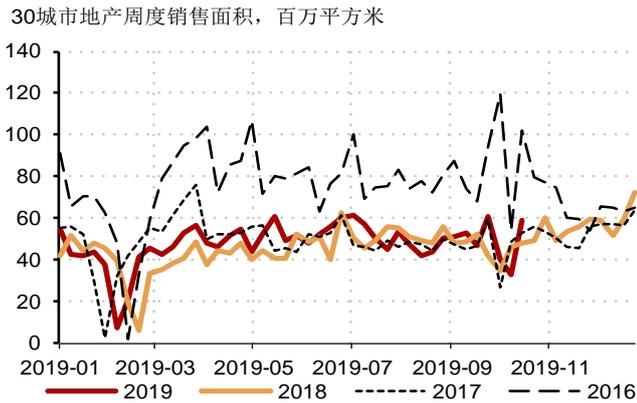


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 需求数据：房地产销售回升，汽车零售转跌

- ◆ 本周 30 个大中城市房地产销售面积同比上行 22.7%，增速较上周回升 51.9 个百分点。上周 100 个大中城市土地成交面积同比下行 36.7%。
- ◆ 上周乘用车日均零售销售量为 3.2 万辆，较前值减少 6.2 万辆，同比下跌 13%，涨幅较上周扩大 20 个百分点。

图 11：历年 30 城市房地产周度销售



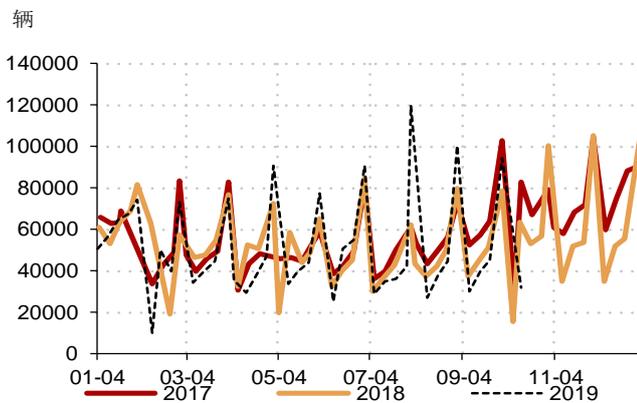
数据来源：wind，西南证券整理

图 12：100 大中城市土地成交面积



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



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 消费品价格：猪肉价格加速上行，蔬菜价格跌幅收窄

- ◆ 上周商务部食用农产品价格指数环比上涨 3.9%，其中猪肉价格指数环比上涨 14.8%，创年内新高，蔬菜价格指数环比下跌 0.3%，跌幅有所收窄。

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

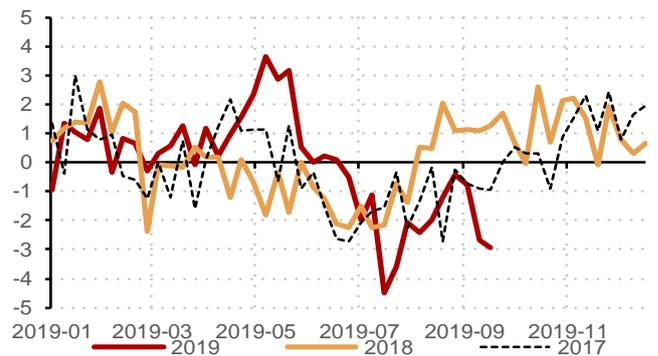
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



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：生产资料价格转跌，螺纹钢期现货价格下行

- ◆ 上周商务部生产资料市场价格环比下跌 0.1%。
- ◆ 本周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格较上周下跌 9 元至 571 元/吨；螺纹钢价格环比下行，全国 HRB400 20mm 价格较上周下行 69 元至 3848 元/吨；本周螺纹钢期货价格下跌 117 元至 3293 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



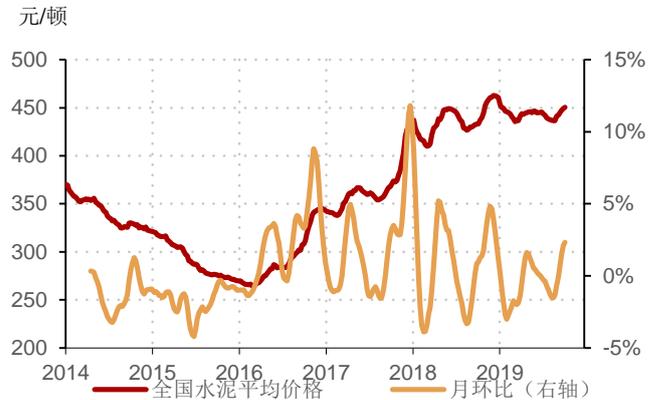
数据来源: wind, 西南证券整理

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 22: PTA 平均价格



数据来源: wind, 西南证券整理

3 债券市场跟踪

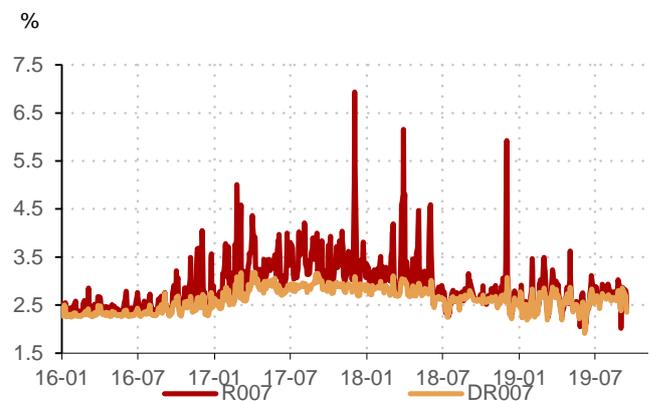
3.1 流动性：央行净投放，短端利率上行

- ◆ 本周央行逆回购投放 300 亿元，无逆回购到期，MLF 投放 2000 亿元，无 MLF 到期，央行公开市场净投放 2300 亿元。
- ◆ 本周 DR007 较上周上行 45bps 至 2.80%，R007 上行 37bps 至 2.70%。
- ◆ 中美短端利差较上周上行 4bps 至 77bps。
- ◆ 本周 3 个月 AAA 级同业存单收益率较上周上行 9bps 至 2.79%。

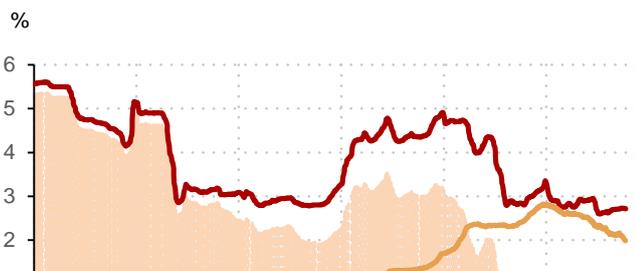
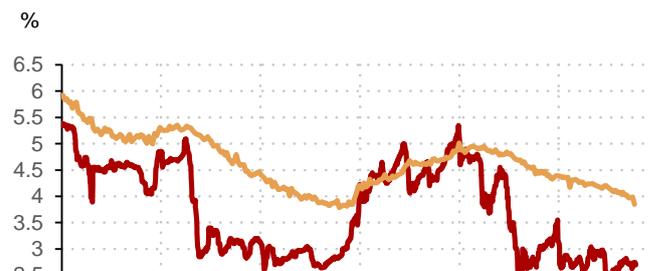
图 23：央行公开市场操作

	逆回购投放	MLF投放	逆回购到期	MLF到期	净投放(回笼)
四周前	3200	2000	2300	2650	250
三周前	2100	0	1900	0	200
两周前	0	0	1500	0	-1500
一周前	0	0	1900	0	-1900
本周	300	2000	0	0	2300
一周后			0	0	0
二周后			0	0	0
三周后			0	4035	-4035
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_9520



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>