宏观研究

生产进入稳态意味着什么？

——高频数据观察（20200727）

宏观数据预测 | 2020 年 07 月 27 日

报告摘要：

- **国内经济：房销和土地市场有所降温；工业生产进入稳态，重要工业材料价格有所修复。**

  7 月以来，商品房销售增速小幅回落，二线城市构成主要拖累；土地成交增速和住宅用地溢价率均有所下降。7 月汽车销售季节性回落，但消费信心逐渐修复。

  7 月工业生产高频数据环比回落较多：高炉开工率和 PTA 开工率较上月小幅回落，高于去年同期水平；粗钢产量环比下降；汽车半钢胎开工率上升，低于去年同期水平；乘用车批发量回落至去年同期水平。螺纹钢表观消费量继续下降，本周低于去年同期水平。螺纹钢库存上升斜率有所下降，与钢材生产下降相符。由于季初效应，7 月生产可能环比回落。重要原材料价格有所修复，本周水泥和螺纹钢价格跌幅收窄，美元贬值推动原油价格和铜价连续上涨。

- **海外热点：四大原因促使美元下跌，美国国会仍需时间谈判下一轮财政政策**

  本周一，欧盟对 7500 亿欧元复苏基金达成协议是美元大跌的直接诱因。欧洲主要货币均对美元单周升值近 2%，创下近年来新高。美元进入贬值周期有四大原因：（1）美欧息差减少；（2）避险情绪消散；（3）美欧经济差可能因美国疫情防控较差而收敛，美国资产价格相对吸引力下降；（4）美国巨大财政和贸易赤字，持有美元风险上升。不过，美元快速大幅下跌可能引发新的问题。共和党和民主党对如何延续联邦失业补助持有不同意见，8 月前恐难达成协议。

风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

表 1：重点数据追踪（7 月 25 日更新）

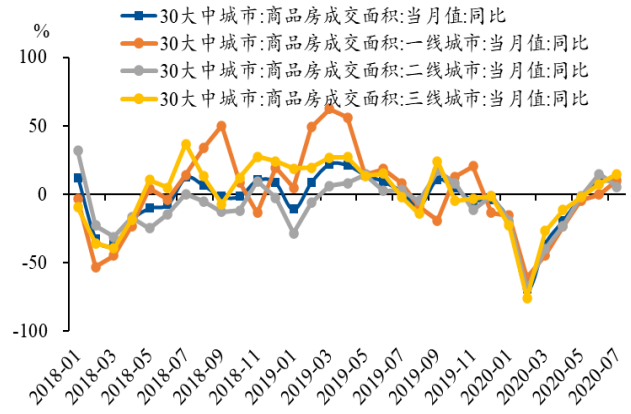
指标	7 月以来	6 月	5 月	4 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	9.2	9.4	-4.1	-19.4	-3.7
土地成交(同比：%)	38.8	49.3	-1.7	39.0	18.0
住宅用地成交溢价率(%)	19.5	21.0	18.1	17.1	8.6
汽车销售(同比：%)	-2.0	-8.0	1.8	-1.6	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	-5.9	1.1	7.1	-13.1	5.8
高炉开工率(%)	70.1	70.4	70.1	68.3	66.0
水泥价格涨幅(%)	-5.4	-1.3	0.9	-3.8	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	-0.6	2.2	3.3	-0.4	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	8.6	37.6	56.2	-41.5	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	5.2	12.8	13.4	-8.6	6.2
铜价涨幅(%)	9.7	9.7	3.7	-2.5	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	6.5	3.7	-9.3	-7.5	16.6
猪肉价格涨幅（%）	14.6	17.4	-11.2	-6.6	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院

一、国内经济

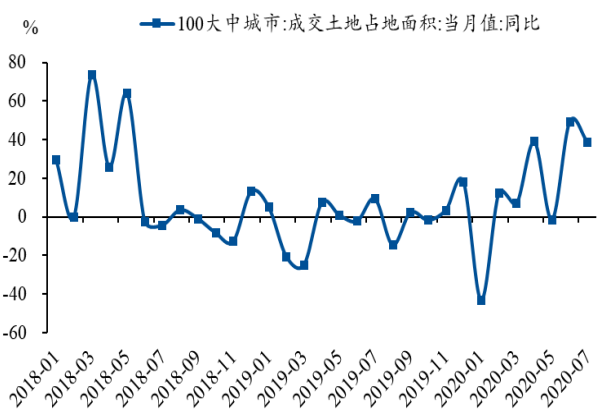
下游：7 月以来，土地市场与房销逐渐降温，汽车消费信心逐渐改善。7 月以来，30 城商品房成交面积同比 9.2%，较 6 月（9.4%）小幅回落，为 5 个月来首次同比回落（图 1）。其中一线（10.1%）和三线（15.0%）较 6 月（分别为-0.1%和 7.4%）继续上升，二线（5.4%）较上月（14.7%）有所回落，构成主要拖累。7 月以来，100 城成交土地占地面积同比 38.8%，同比涨幅较 6 月（49.3%）略有收窄，各线城市均有所回落（图 2）；100 城住宅用地成交溢价率平均值为 19.5%，较 6 月（21.0%）略有回落，高于去年同期水平。据乘联会，7 月 1-19 日的总体零售同比下降 2%，环比 6 月同期下降 7%。7 月初的消费环境相对变化较大，本月是高考季以及雨水偏多，车市走势不强。7 月开局走势不强，逐步回升也是很好的趋势。7 月，地方补贴政策效果减弱，厂商和经销商促销活动在经历 6 月末高峰后进入调整期，但车市外部环境持续向好，汽车消费信心逐渐改善。预计本月零售市场环比季节性回落，但因去年同期市场基数较低，仍呈现微增长。

图 1：商品房销售增速小幅回落，二线城市成拖累



资料来源：Wind，民生证券研究院

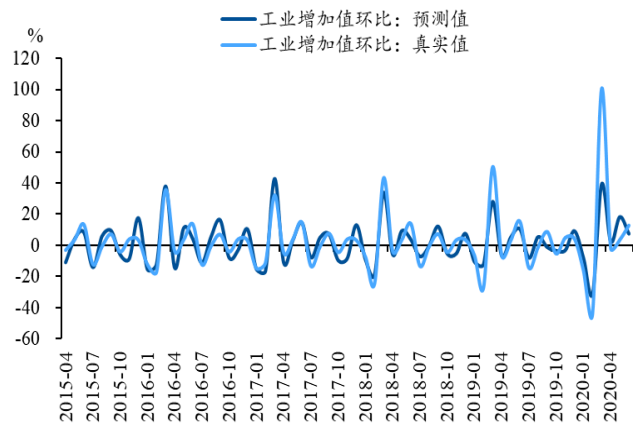
图 2：土地成交同比回落，溢价率仍高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

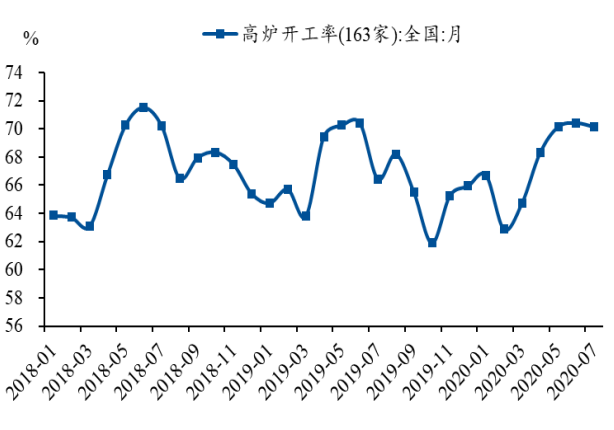
中游：7 月工业生产进入稳态，高炉开工率震荡，螺纹钢库存上升斜率下降。7 月以来，6 大发电集团中 4 家不再公布日度数据。我们运用布油、南华玻璃指数、粗钢产量和乘用车批发 4 个指标的月度环比数据来推测工业增加值环比变化。在控制季末效应以后，拟合度高达 84%（图 3）。由于季初效应，7 月工业增加值环比回落是大概率事件。高频信号较为矛盾：7 月重点企业粗钢产量的回落状态并不显著，仍显著高于去年同期；乘用车批发量回落至去年同期水平；半钢胎开工率则震荡上升。高炉开工率在 70-71%区间震荡运行，本周（70.2%）较上周（69.9%）略有回升，高于去年同期水平（图 4）。7 月螺纹钢表观消费量震荡下行。螺纹钢库存（含上海全部仓库）上升斜率有所下降，可能距离去库存不远了。截至 7 月 10 日库存量为 855 万吨。7 月以来，螺纹钢均价较 6 月下跌 0.6%；水泥均价跌幅扩大，环比下跌 5.4%。建筑活动可能受洪涝和雨季影响而出现回落，预计雨季过后迎来一波开工潮。

图 3：季末季初效应叠加洪灾可能影响工业生产



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：高炉开工率在年内高位运行



资料来源：Wind，民生证券研究院

上游：本周美元贬值推动美元计价的大宗商品价格上涨，铁矿石价格回暖，BDI 指数转跌。本周油价受美元加速贬值的影响继续上涨，布油现货价格较上周末上涨 1.3%。本周中国铁矿石价格指数与上周末基本持平，月初以来呈现震荡上行走势。本周 LME 铜现货

价格上涨 1.3%，连续两周上涨。7 月 6 日以后 BDI 指数连续下降，本周共下跌 23.0%，为 2 月以来最大单周跌幅。

价格：蔬菜和猪肉价格震荡。7 月以来，蔬菜价格走势震荡，本周均价涨幅上升，主要与今年雨季较多和洪涝有关。猪肉价格在连续上涨后处于高位调整，本周与上周末价格基本持平。短期来看，猪价仍有望继续反弹，主要基于以下理由：一是国内大面积暂停肉类产品进口，短期内看不到缓和迹象；二是南方洪涝灾害导致运输受限。下半年生猪供需双增，但生猪产能仍处于低位，2020 年供需偏紧格局依然存在，预计生猪延续高位震荡，三季度由于供应有限，猪价震荡偏强，四季度生猪产能恢复，价格或震荡走弱。

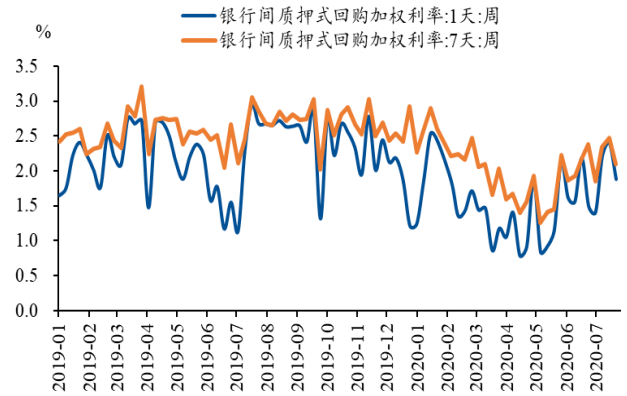
货币：本周央行净回笼，资金面有所缓解，国债收益率曲线长端下行显著。本周央行重启逆回购操作，投放量（1600 亿元）小于到期量（3300 亿元）。本周公开市场净回笼 6677 亿元（包括逆回购净回笼 1700 亿元，MLF 净回笼 4977 亿元）。随着税期结束，银行间市场资金面有所缓解，货币市场利率下降，本周银行间回购加权利率 1 天期较上周下降 52 个 BP 至 1.88%，7 天期则下降 37 个 BP 至 2.10%（图 6）。国债收益率曲线长端下行显著，本周 1 年期较上周上升 2 个 BP 至 2.23%，10 年期国债收益率下降 9 个 BP 至 2.86%。人民币汇率受中美关系影响上下震荡，本周中间价较上周末升值 105 点至 6.9938，，即期汇率较上周末贬值 160 点至 7.0162。

图 5：农产品价格上涨斜率放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：货币市场利率下降

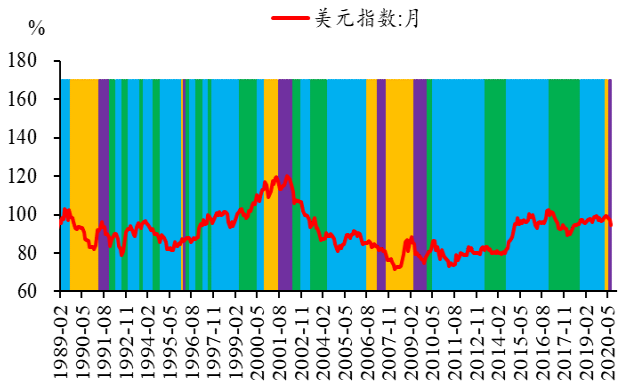


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、海外宏观

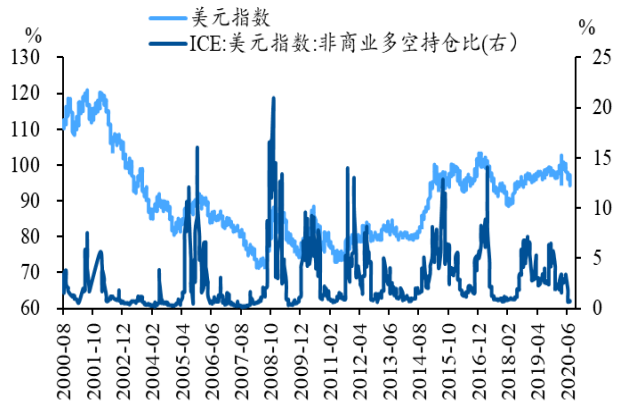
四大原因促使美元指数处于贬值周期。美元大跌的诱因来自欧盟在本周一通过 7500 亿欧元经济复苏基金。欧洲主要货币（英镑、欧元和瑞士法郎）对美元汇率的升值均接近 2%，构成主要拉动力。其实，本轮美元指数的高点在 3 月 18 日，4 月在 100 点左右震荡，整体走势偏强。在美国经济开始复苏后，美元指数从 5 月底开始已经有明显转弱的迹象（图 7）。美元走弱有四点原因支撑：（1）美欧基准利率差缩小，美联储的 QE 最为激进，海量的美元供给将推动美元走弱；（2）避险属性消退，3 月流动性危机已经解除，各项经济数据已有所反弹；（3）由于美国疫情防控最差，美欧日的经济增速差可能缩小，同时美国境内的资产价格已经相对地缺乏吸引力；（4）美国巨大的财政赤字和贸易赤字可能会增加持有美元风险，导致美元吸引力下降。

图 7：美元指数在复苏开始后贬值



资料来源：Wind，Bloomberg，民生证券研究院

图 8：美元指数多空持仓比处于低位，做空情绪高涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：根据 Conference Board Leading Economic Indicator(LEI) YOY 将美国经济周期分为四类，绿色代表扩张，蓝色代表放缓，橙色代表收缩，紫色代表复苏。

美元贬值过快可能会引起 G7 注意。从前两个月的 FOMC 纪要可以看出，美联储希望美元指数能有一定程度地走弱，美元购买力下降可以提高国内通胀水平。但是，美元指数的过度弱势恐产生两大问题：（1）美元快速大幅贬值可能会引发美国经济滞涨，高失业率和高通胀将对美国老年人和失业人群的储蓄造成巨大伤害，这绝对不是美联储希望看到的（换言之，缓慢贬值刺激通胀是美联储乐意看到的）；（2）美元贬值过快的直接反应将是欧元迅速走强，对于通胀疲软的欧元区来说也不是好消息，而且欧洲国家依赖出口，经济复苏需要欧元稳定，甚至偏弱。因而，ECB 大概率也不会允许欧元过于强势。如果欧美 rush to bottom，日元升值压力巨大，对日本经济复苏不利。日本的金融体系决定了 BOJ 只能通过 G7 协调。美国财政部长姆努钦于当地时间 7 月 23 日表示，美国政府将保护美元稳定。但是，美元底线在哪？下周四，美联储主席鲍威尔在议息会议结束后可能也会提到近期美元加速贬值的问题。

共和党和民主党对如何延续联邦失业补助持有不同意见。美国国会 3 月出台的《关怀法案》中的多项疫情救助措施即将到期。其中，为美国人每周提供额外 600 美金联邦失业补助的政策将于 7 月 31 日前到期。本周四，共和党表示他们已就一项可以代替原补助的福利达成共识，计划将继续为申请失业救济的工人提供补助。特朗普政府提议用提高的福利代替联邦政府每周一次性的补贴。这笔联邦补贴加上州补贴，相当于工人失业前收入的 70%。这将刺激失业人员重回工作岗位。民主党人表示，实施共和党计划存在重大技术障碍，希望保持每周 600 美元的额外津贴。此次不同于 3 月的情况紧急，两党在 8 月前恐难以达成协议。但是，两党也清楚美国人民需要援助，如果拖太久会导致社会不稳定。美国媒体普遍认为 8 月应会出台小规模财政计划，大规模的刺激可能要等到大选结束。

风险提示

疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

插图目录

图 1：商品房销售增速小幅回落，二线城市成拖累 3
图 2：土地成交同比回落，溢价率仍高于去年同期 3
图 3：季末季初效应叠加洪灾可能影响工业生产 3
图 4：高炉开工率在年内高位运行 3
图 5：农产品价格上涨斜率放缓 4
图 6：货币市场利率下降 4
图 7：美元指数在危机期间有较高概率走强，复苏开始后贬值 ..... 错误!未定义书签。
图 8：美元指数非商业多空持仓比处于低位，做空美元情绪高涨 ..... 错误!未定义书签。

表格目录

表 1：重点数据追踪（7 月 25 日更新） 2

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。