民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

生产可能不弱，美股多空碰撞

——高频数据观察（20200713）

宏观数据预测 | 2020 年 07 月 13 日

报告摘要：

- **国内经济：房销和土地成交增速再次分化；工业生产可能不弱，重要工业材料价格互有涨跌，蔬菜和猪肉价格涨幅收窄；资金面有所收紧，国债收益率曲线全面上升，人民币升值明显**

  7 月以来，商品房销售增速全面回落，再次落入负区间；土地成交增速和住宅用地溢价率分化，土地成交量显著上升。6 月最后一周汽车销售有所改善，但增长动力不足。

  7 月日均耗煤遇上停更风险，高炉开工率仍处高位。我们使用高频数据和控制季末效应后发现 6 月生产可能偏弱，7 月恢复较快。但是今年疫情特殊，模型误差可能扩大。重要原材料价格互有涨跌，水泥和螺纹钢价格跌幅扩大，本周原油价格转跌，铁矿石和铜价继续修复。蔬菜和猪肉价格涨幅略有收窄。

  7 月第二周央行公开市场净回笼 1900 亿元，资金面有所收紧，国债收益率曲线全面上升，汇率显著升值。

- **海外热点：美国国内不确定性上升，美股空头势力有所回归**

  美国新增病例屡创新高，逐渐拉升死亡人数。美联储官员表示高频数据显示经济复苏有所放缓，甚至可能略有下降。由于财政政策即将到期和 7 月 21 日五大药企上国会披露疫苗进展，市场预计股市波动率可能将要上升。因为波动率与股指成负相关，做空融资利率有所回升，表明空头需求回归。货币基金规模处于历史高位，何去何从尚且未知，仍处于观望状态。今年做空特斯拉损失惨重，马斯克在特斯拉持续大涨后坐上全球第七富豪宝座。

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 11 日更新）

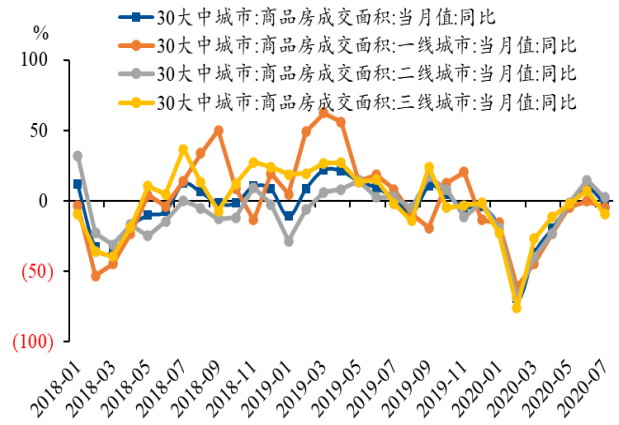
指标	7 月以来	6 月	5 月	4 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	-2.1	9.4	-4.1	-19.4	-3.7
土地成交(同比：%)	51.6	49.3	-1.7	39.0	18.0
住宅用地成交溢价率(%)	17.2	21.0	18.1	17.1	8.6
汽车销售(同比：%)	-	-8.0	1.8	-1.6	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	-5.9	1.1	7.1	-13.1	5.8
高炉开工率(%)	70.4	70.4	70.1	68.3	66.0
水泥价格涨幅(%)	-4.5	-1.3	0.9	-3.8	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	-1.2	2.2	3.3	-0.4	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	7.5	37.6	56.2	-41.5	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	0.2	12.8	13.4	-8.6	6.2
铜价涨幅(%)	6.6	9.7	3.7	-2.5	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	0.3	13.5	-9.3	-7.5	16.6
猪肉价格涨幅（%）	5.8	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

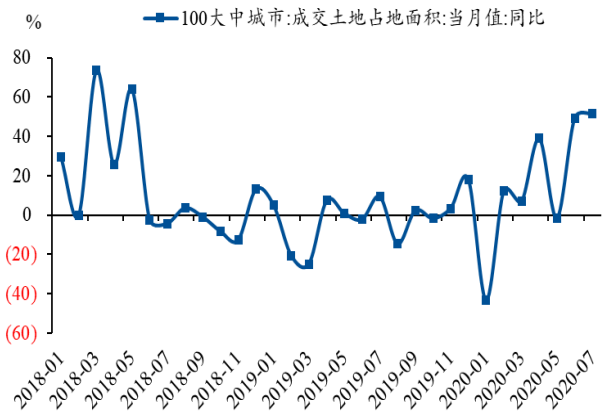
下游：7 月以来，土地市场与房销再次分化，汽车消费增长动力不强。7 月以来，30 城商品房成交面积同比-2.1%，较 6 月（9.4%）明显回落，为 5 个月来首次回落（图 1）。其中一线（-4.6%）、二线（2.6%）和三线（-9.5%）较 6 月（分别为-0.1%、14.7%、7.4%）均有所回落。7 月以来，100 城成交土地占地面积同比 51.6%，同比涨幅较 6 月（49.3%）略有收窄（图 2）；100 城住宅用地成交溢价率平均值为 17.2%，较 6 月（21.0%）略有回落。结构上看，一线城市回落，二三线城市回升。据乘联会，6 月第五周（28-30 日）的乘用车市场零售表现相对较强，达到日均 15 万辆水平，同比去年 6 月增速达到了 59%，这是月末时间短，加之周末销量周初体现。今年 6 月零售进度率偏低，体现车市虽然零售环比增长，但增长动力不是很强。目前看 6 月主要厂家批发同比增长 3%也是很好的表现。毕竟今年 4-6 月车市的销量仍是平稳增长的趋势，市场回暖趋势较好。

图 1：商品房销售增速全面回落，再次转负



资料来源：Wind，民生证券研究院

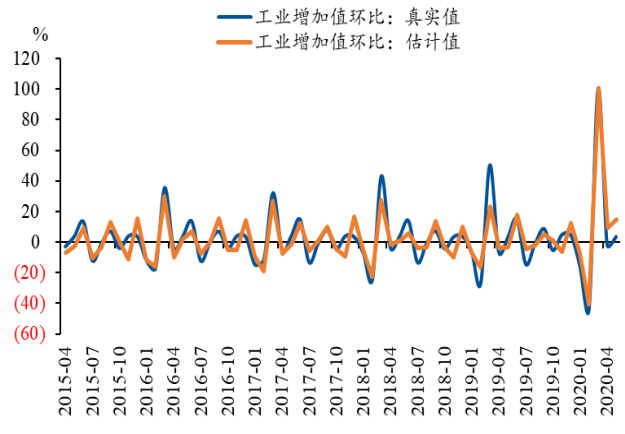
图 2：土地成交涨幅收窄，溢价率回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

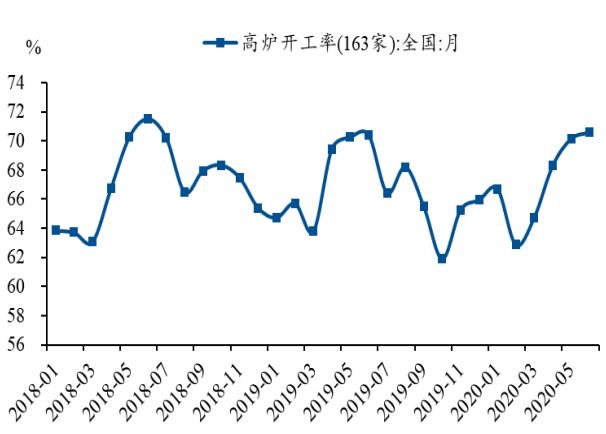
中游：7 月工业生产可能不差，高炉开工率持平，螺纹钢库存持续回升。7 月以来，6 大发电集团中 4 家不再公布日度数据。我们运用南华动力煤指数、布油、PTA 产业链负荷率、水泥价格指数、南华玻璃指数、粗钢产量和乘用车批发 7 个指标的月度环比数据来推测工业增加值环比变化。在控制季末效应以后，拟合度高达 84%（图 3）。从估计值来看，6 月环比偏弱，与各个指标走势较为一致，而 7 月环比估计值回升较快。值得注意的是，4 月和 5 月的真实值与估计值偏离较大。往年都是低估，今年却是高估，可能与今天疫情较为特殊有关。高炉开工率在 70-71%区间震荡运行，本周（70.4%）基本与上周持平，不及去年同期水平（图 4）。7 月螺纹钢表观消费降幅收窄，钢材产量继续下滑。螺纹钢库存（含上海全部仓库）上升时点与去年接近，截至 7 月 10 日库存量为 817 万吨。7 月以来，螺纹钢均价较 6 月下跌 1.2%；水泥均价跌幅扩大，环比下跌 4.5%。建筑活动可能受洪涝和雨季影响而出现回落。

图 3：高频拟合发现 6 月偏弱，7 月环比回升较快



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：本周油价略有下跌，铁矿石价格回暖，铜价涨幅扩大，BDI 指数转跌。本周油价受美国新增病例创新高和经济重启放缓的担忧影响略有下跌，布油现货价格较上周末下跌 1.4%。本周中国铁矿石价格指数较上周末上涨 4.7%，月初以来呈现震荡调整走势。本

周 LME 铜现货价格上涨 5.3%，主要原因是对南美主要铜生产国供应紧张的担忧。7 月 6 日以后 BDI 指数连续下降，本周累计下跌 4.4%。

价格：蔬菜和猪肉价格涨幅收窄。7 月以来，蔬菜价格先跌后涨，均价涨幅收窄，主要与今年雨季较多和洪涝有关。同时，猪肉价格出现连续上涨迹象，本周涨幅扩大。6 月猪肉价格转为上涨，一方面由于前期猪肉价格已经历 3 个月的下跌，价格杠杆对猪肉需求存在一定刺激作用；二是近期生猪出栏减缓、防疫要求从严影响了猪肉的供应；三是海外疫情爆发，进口猪肉量下降。截至 7 月 10 日，28 种重点监测蔬菜批发价与 6 月末基本持平。本周 22 省市猪肉平均价较上周末上涨 4.3%至 48.0 元/公斤，连续六周上涨。农业部农产品批发价格指数较 6 月末上涨 0.5%（图 5）。

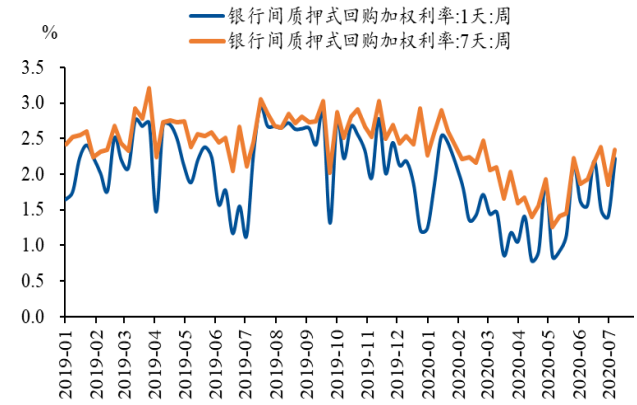
货币：本周央行无公开市场操作，资金面有所收紧，国债收益率曲线大幅上升。本周央行暂停逆回购操作，投放量（0 亿元）小于到期量（1900 亿元）。本周公开市场净回笼 1900 亿元（包括逆回购净回笼 1900 亿元，无 MLF 操作）。银行间市场资金面偏紧，货币市场利率上升，本周银行间回购加权利率 1 天期较上周上升 81 个 BP 至 2.22%，7 天期则上升 48 个 BP 至 2.34%（图 6）。国债收益率曲线全面上升，本周 1 年期较上周上升 12 个 BP 至 2.22%，10 年期国债收益率上升 13 个 BP 至 3.03%。人民币汇率显著升值，本周中间价和即期汇率分别较上周末升值 695 点、609 点至 6.9943、7.0071。

图 5：农产品价格缓慢上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：货币市场利率上升

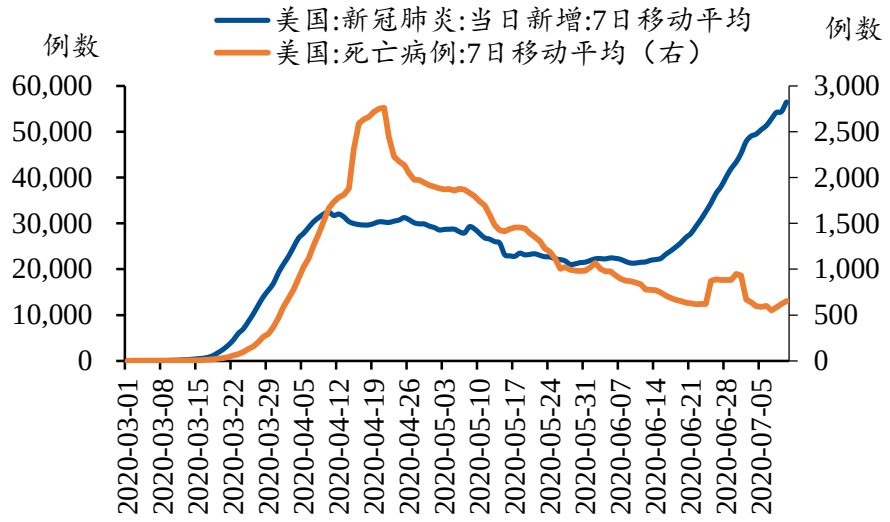


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、海外宏观

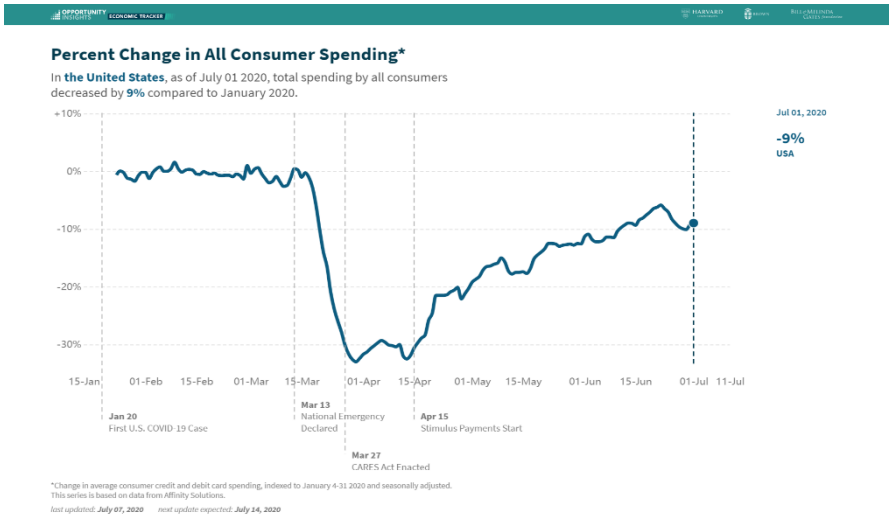
美国疫情、经济、货币和财政相互对撞。美国新增病例连续三天突破 6 万例，死亡人数也出现向上爬升迹象，迫使超过 30 个州叫停经济重启或再次实施社交隔离（图 7）。本周二，美联储亚特兰大主席博斯蒂克在接受金融时报采访时表示，高频数据显示美国经济活动近期出现下滑，南方各州的疫情惹人担忧。根据哈佛大学居民消费高频数据显示，6 月 20 日以后美国居民消费支出逐渐下滑，与部分州叫停经济重启时点一致（图）。货币政策方面，美联储 FOMC 官员不断喊话，将使用一切手段推动美国经济复苏，希望财政政策继续加码，需谨防疫情对美国经济造成永久性伤害。近期，裁员潮陆续出现，波音和富国银行等大型企业相继宣布裁员计划。财政政策方面，随着南方各州疫情加剧，共和党参议员对提升赤字的容忍度逐渐下滑。白宫方面，特朗普和姆努钦表示对基建项目持支持态度，希望下一轮财政计划能够激励美国人民重回就业市场。

图 7：美国新增病例屡创新高，带动死人人数逐渐上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

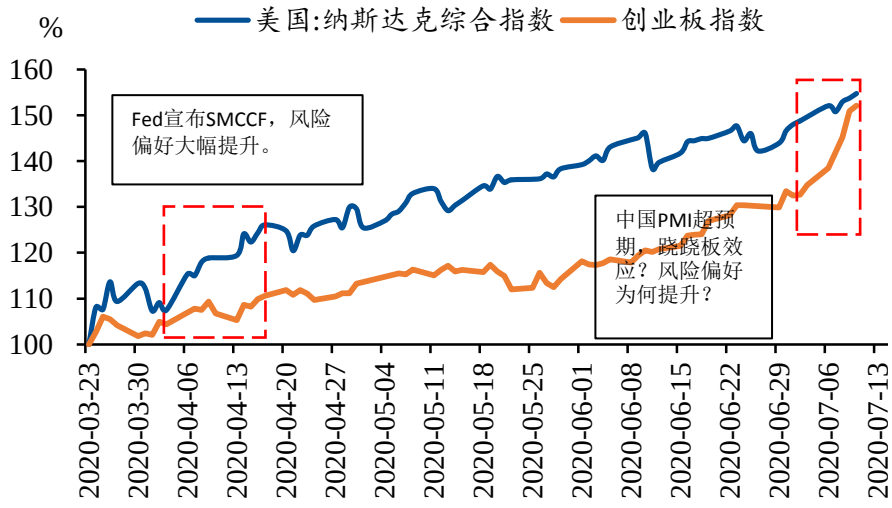
图 8：哈佛大学消费高频数据显示美国居民从 6 月 20 日开始减少开支



资料来源：哈佛大学，民生证券研究院

中美股市令人“惊讶”。本周一开始，中国股市强势上涨，吸引全球财经媒体的注意。6 月 30 日，中国制造业 PMI 指数超预期，推动创业板指数突破前期高点。随着 7 月初美国经济数据持续超预期、官媒上出现“牛市”字眼和股债跷跷板效应等因素推动风险偏好上升，创指在本周录得涨幅 12.83%，震动海外媒体。即便周中有“打击场外配资”和“理性投资”等新闻输出下，创指录得五连红，惹得外媒纷纷讨论是否 2015 年行情来临。目前，经济复苏预期上升，加上乐观假设没有被证伪，财政支出和疫苗研发仍在提速，创业板缺乏 2015 年杠杆牛的基础，市场是否过热值得商榷。

图 9：本周创指爆发，风险偏好显著上升，大幅缩小与纳指差距



资料来源：Wind，民生证券研究院

美股多空交战，市场喜忧并存。自 3 月 23 日以来，美国修复速度较快，但是内部结构出现显著差别，FAAMG 领衔超级科技公司的上涨势头令人惊叹，特斯拉连续大涨使得马斯克成为世界第七富豪（图 10）。FAAMG 的规模风险具有两面性：优点是 FAAMG 基本面好

和现金流充足，可以降低美股的波动性；缺点正好相反，FAAMG 一旦出现大幅回调，将会拖累整个市场。根据彭博报道，本周做空势力开始回归（图 11）。由于政策即将到期和 7 月 21 日五大药企巨头（默克药厂、莫德纳、辉瑞、阿斯利康和强生）将要上国会听证会解释疫苗进展，市场预计波动性可能会上升，波动指数 ETF 录得 2016 年以来最大单周流入量（图 12）。而波动上升往往与股指成负相关，进一步验证美股空头有备而来。不过，美股并非没有利好消息，历史级别的居民存款和货币资金是美股上涨的“新鲜血液”（图 13）。更何况，今年做空特斯拉的投资者累计损失已经接近 200 亿美元。

图 10：全年来看，大型企业更具优势，基本面仍是重要变量



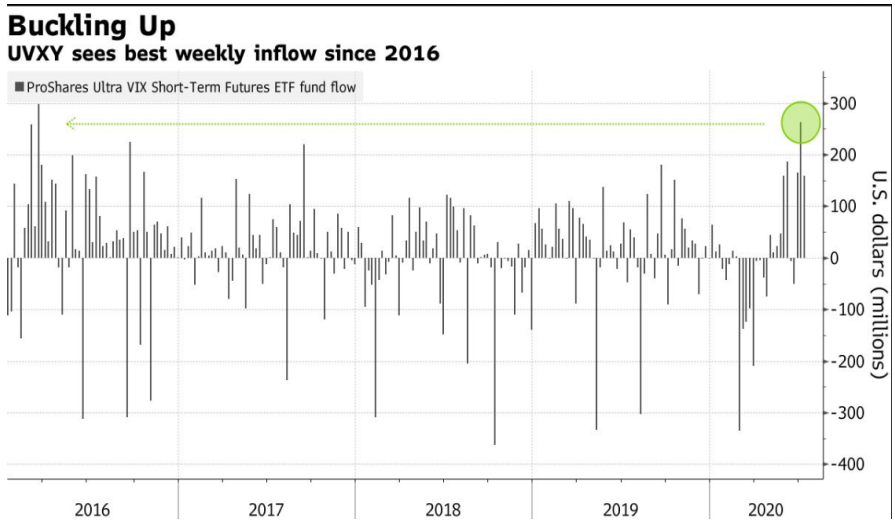
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 11：本周做空利率上升，说明空头需求开始复苏



资料来源：IHS Markit，Bloomberg，民生证券研究院

图 12：VIX 波动指数基金在上周录得单周最大流入



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 13：货币基金规模处于历史级别高位，流入风险资产还是避险资产？



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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：商品房销售增速全面回落，再次转负 3
图 2：土地成交涨幅收窄，溢价率回落 3
图 3：高频拟合发现 6 月偏弱，7 月环比回升较快 3
图 4：高炉开工率在年内高位运行 3
图 5：农产品价格缓慢上涨 4
图 6：货币市场利率上升 4
图 7：美国新增病例屡创新高，带动死人人数逐渐上升 5
图 8：哈佛大学消费高频数据显示美国居民从 6 月 20 日开始减少开支 6
图 9：本周创指爆发，风险偏好显著上升，大幅缩小与纳指差距 6
图 10：全年来看，大型企业更具优势，基本面仍是重要变量 7
图 11：本周做空利率上升，说明空头需求开始复苏 7
图 12：VIX 波动指数基金在上周录得单周最大流入 8
图 13：货币基金规模处于历史级别高位，流入风险资产还是避险资产？ 8

表格目录

表 1：重点数据追踪（7 月 11 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。