



颜正野

宏观策略研究员

电话：0755-83526563

邮箱：yanzy@wkjyqh.com

7 月宏观数据及交易分析

核心观点：

宏观经济与政策：

7 月中旬，上半年主要宏观经济数据尘埃落定，股票市场进入半年报业绩密集披露期。经过 4 月决断，5 月与 6 月迷茫后，海外冲击暂时减弱，宏观基本面与企业盈利再度成为影响市场核心变量。二季度实际 GDP 同比+6.2%，延续了下行的趋势，但在价格上涨的支撑下，名义 GDP 出现明显的反弹。

6 月的数据相对强势，名义固定资产投资环比回升 0.2 个百分点，除了房地产投资具有韧性外，制造业投资连续两个月出现回升。财政发力叠加去年低基数，今年下半年基建投资将有明显回升。展望下半年，维持房地产销售、投资的棚改货币化安置政策今年额度减半，地产投资增速逐步下台阶概率比较大；去年制造业利润走弱，贸易摩擦影响出口制造业预期，叠加去年高基数，制造业投资的压力也比较大。因此，政府主导的基建投资将继续成为稳定增长的主力，毕竟对经济的支撑见效快，操作起来得心应手。今年下半年，基建相关的上游工业品，建筑、工程机械板块的宏观交易逻辑仍然是通畅的。

汽车消费主导 6 月名义消费增长反弹，我们在前文中提到 6 月汽车消费的高增速主要由“国 6 标准”切换导致的冲击，不可持续。但料在经过 7-8 月的淡季后，3 季度末至 4 季度汽车购置税恢复的影响消除，汽车销量的增速将会转好。与头部必须消费品估值处于历史顶部不同，当前头部汽车主机厂商的估值（PB）均处于历史底部。

我们认为通胀无需忧虑，6 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.7%，前值 2.7%。其中食品分项同比增长 8.3%，环比上行 0.6 个百分点，猪肉价格同比增长 21.1%，鲜菜与鲜果价格冲击减弱。7 月 17 日农业农村部称水果价格涨势已逐渐趋缓，但猪肉价格继续上涨压力较大，高频数据来看，最新猪肉价格批发价收于 23.7 元/千克，同比增长 34.81%，对 7 月的食品通胀有进一步支撑。但在剔除猪肉价格后，CPI 整体可控。6 月 PPI 同比增长 0%，预期 0.1%，前值 0.6%，工业品通胀继续回落至 0%，去年高基数决定大宗商品通胀难有表现，料下半年可见工业品通缩。目前看，通胀主要由供给推动，对宽松的货币政策并不能形成掣肘。

6 月金融数据表现不俗，新增社融 2.26 万亿，社融存量同比增速 10.9%，较上月回升 0.3pct；细看分项，新增人民币贷款 1.66 万亿，同比少增 1800 亿，居民仍是信贷主力，企业中长期贷款占比不高，地方政府专项债的放量与非标融资的下滑减少是社融较强的主要原因。目前信贷偏弱及结构问题还是在于目前的信用扩张载体相对缺乏，房地产与城投加杠杆的空间不大，更多的是风险。

M1 同比增长 4.4%，环比上升 1 个百分点，18 年下半年 M1 基数较低，料今年 M1 回升仍有空间。边际上今年企业现金流相对去年会有明显改善，上市公司现金流逻辑类似。

我们预计在宽信用的路上，宽松的流动性将会维持，通胀预期回落。这是利率债走势偏强的逻辑，但从资产的估值角度来衡量，当前国债利率水平已经处于历史较低位置，观望比做多更具性价比。观察指标是信贷数据与企业盈利，此外，目前内外部给予货币政策的空间也是较

好的，中美利差处于比舒适状态（80-100BP）更好的位置，一旦内部压力加大，进一步宽松的工具比较充足，这是利率债的可能的另一变盘节点。持续宽松将提升 A 股弹性持续宽松将提升 A 股弹性此外，大幅走阔的中美利差也给国内货币宽松发挥空间，目前 10 年期中美利差在 110BP 左右，高于易行长之前所提到的 80-100BP 的舒适区。降息的外在约束不存在。

目前印度、澳大利亚等央行已率先降息，本周韩国央行降息。6 月美联储议息会议后，市场预期下半年至少降息一次。在短短半年时间里，美联储完成“加息”到“不加息”再到“降息”的预期演化。我们还提到美联储本轮降息的不同：1. 经济并没有衰退，考虑到贸易摩擦的负面影响，这与 6 月 4 日鲍威尔的“在贸易冲突背景下，采取一定措施维持经济”的表态一致；2. 本届联储独立性不及以往，受到总统的影响较大，而川普一直希望联储降息。此外，市场对美联储事实上形成“绑架”，联储看跌期权一旦得不到实质验证，美国股票市场或“死给你看”。

一季度美国经济增速尚可，但结构上净出口贡献较大，国内消费与私人投资转弱，作为消费者与进口主体，这一结构并不常规，这也是美国经济几年在总量不错，但结构不佳的一个表现。近期公布的美国经济数据喜忧参半，6 月零售销售环比增长 0.4%，预期增长 0.1%，但房地产新开工较弱。整体而言，本次降息落地后，市场对于货币政策的前瞻会陷入比较迷茫的状态。由于在增长与通胀尚可的状态下，美联储选择宽松，即使未来经济具有一定韧性，市场对货币政策的预期至少在一定时间内仍偏宽松。在美债利率已经反映较多悲观情绪的前提，做空美元或者做多贵金属是更合适、安全的交易。至于美股，走势或更加纠结，估值处于历史中位，深度“绑”上了美联储的降息预期，而作为居民财富的最大沉淀市场，联储在心底又不得不看股票市场的脸色。

资产配置：

股票：A 股全周震荡分化，上证指数下跌 0.22%，创业板指上涨 1.58%，量能环比持平，市场对头部白马股信心有所下降。创业板中报预报净利润-1.8%，延续一季度的回升趋势。二季度当季+8.6%，创业板业绩拐点确认较为明显。海外美股出现小幅回调，标普 500 指数全周下跌 1.23%。

利率：利率债表现强势，十年期利率期货主力合约全周震荡上涨 0.06%，十年期国债收益率震荡收平，最新 DR007 加权重为 2.8324%。

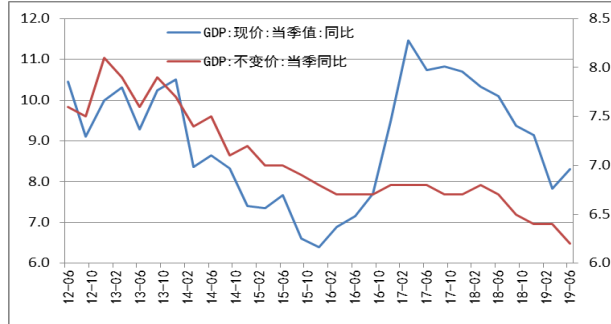
商品、汇率：商品指数连续偏强，上周商品指数冲高回落+1.48%，伦敦黄金价格站稳 1400 美元/盎司，原油震荡偏弱为主。美元指数（USD_X）+0.44%，USDCNH 收于 6.8835。

（详细图表见周报正文）

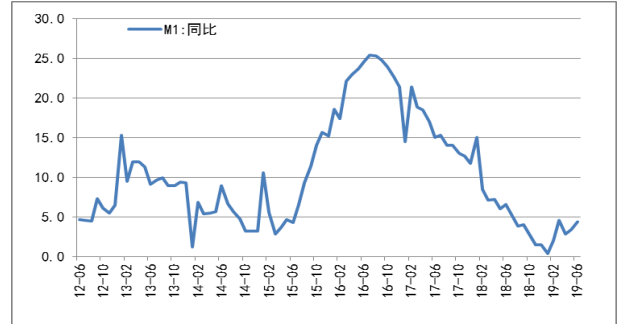
宏观策略周报：

一周重要经济数据：

图表 1. 实际与名义 GDP 同比 (%)

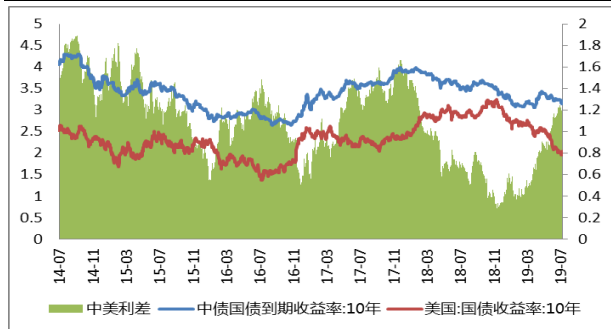


图表 2. M1 同比 (%)

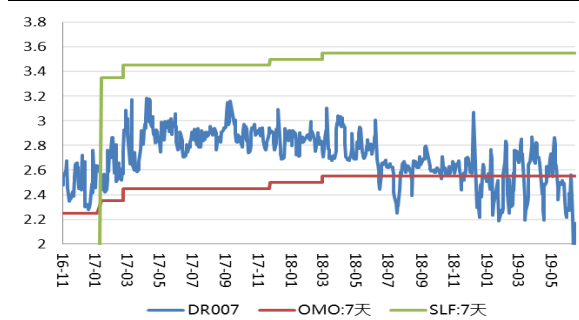


主要利率走势：

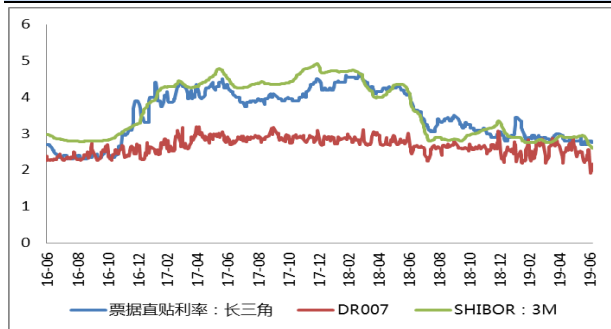
图表 3. 中美十年期国债及利差 (%)



图表 4. 国内政策利率 (%)



图表 5. 金融市场短期利率 (%)

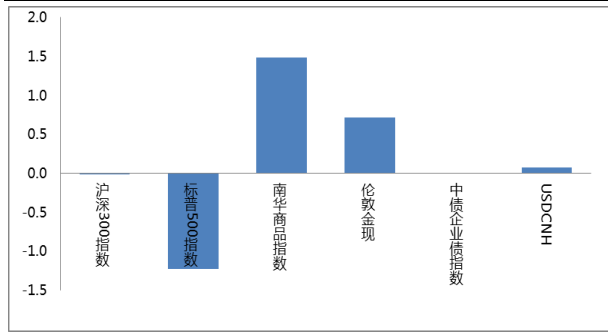


图表 6. 信用利差 (%)



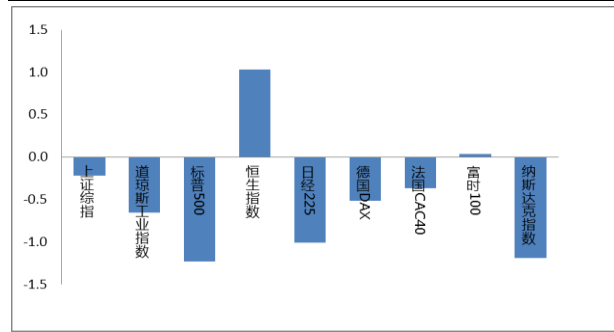
大类资产表现：

图表 7. 全球主要大类资产 (%)



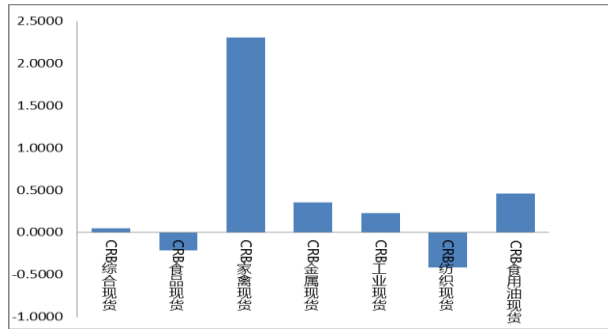
资料来源: Wind、五矿经易

图表 8. 主要经济体股票指数 (%)



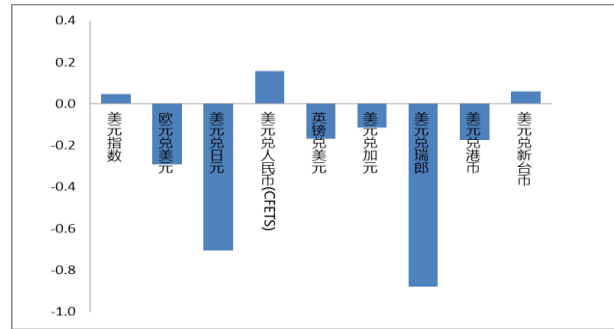
资料来源: Wind、五矿经易

图表 9. CRB 商品指数 (%)



资料来源: Wind、五矿经易

图表 10. 外汇指数 (%)



资料来源: Wind、五矿经易

国内高频数据:

图表 11. 废钢价格 (元/吨)



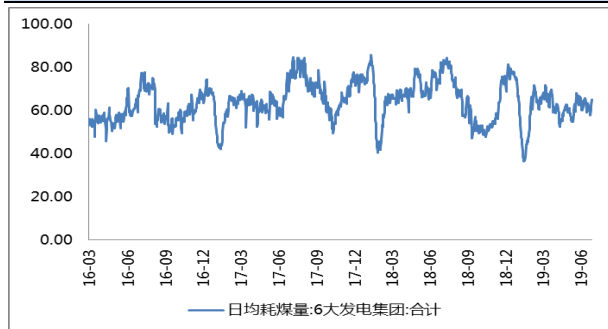
资料来源: Wind、五矿经易

图表 12. 南华工业品指数



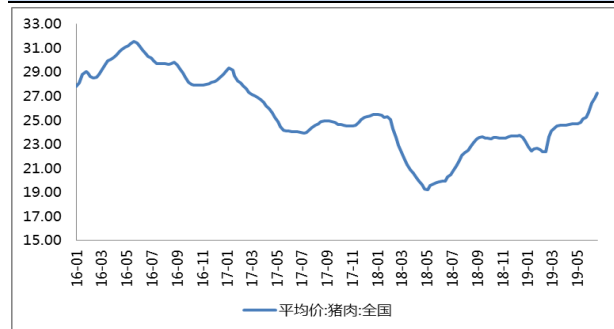
资料来源: Wind、五矿经易

图表 13. 日均耗煤量: 6大发电集团 (万吨)



资料来源: Wind、五矿经易

图表 14. 猪肉价格 (元/千克)



资料来源: Wind、五矿经易

本周重点关注事件/数据:

07 月 22 日: 科创板正式展业

07 月 23-24 日: 6 月美国房地产数据

07 月 25 日: 7 月美国制造业 PMI、欧洲利率决议

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_11267

