

相关研究

《A股贵不贵，值不值得买？》

2020.07.26

《牛市结束了吗——为何经济复苏而股市下跌？》2020.07.19

《房子会没人买么？》2020.07.13

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

经济整体趋稳，通胀风险仍存

投资要点:

- **宏观专题：从历史看信贷扩张下投资如何配置？**
- **信贷扩张下的大类资产轮动。**历史上，每一轮信贷扩张周期中股市、房地产和工业品价格表现较好，而债市表现差。具体来说，信贷扩张期经济出现增长会增强上市公司盈利能力，同时增量资金涌入股市推动股价上升，而资金需求增加会导致利率逐渐上升，因而债市表现差。同时，由于信贷扩张往往配合房地产刺激政策，因此每轮信贷扩张周期中房价均出现大涨。而投资增速回升导致工业品需求旺盛，拉动工业品价格上升。此外，黄金价格上涨主要来源于通胀回升，但更容易受到海外因素的影响。
- **信贷扩张下的股市行业轮动。**历史上，每一轮信贷扩张周期中金融地产等蓝筹股表现明显优于信息技术和医疗保健等成长股和公共事业、日常消费等防御行业。具体来说，蓝筹行业领涨主要得益于信贷的扩张带来的业绩提升，其中房地产放松政策带来房企盈利回升，而信贷扩张带来金融行业收入的增长。而周期性行业主要受益于经济复苏带来的工业品涨价。医疗保健、信息技术行业等成长板块股价的主要驱动因素是估值，信贷扩张期利率上行有损公司估值。而防御行业在经济复苏期相对收益下降，吸引力最低，因而股价涨幅也最小。
- **一周扫描：**
- **海外：美国制造业 PMI 重回线上，欧盟达成复苏基金协议。**美国公布 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.3，为 2 月以来首次升至线上。美国劳工部公布当周初请失业金人数 141.6 万人，创 3 周新高，为自 3 月以来首次上升。欧盟领导人在特别峰会上就经济救助方案达成共识，设立总额 7500 亿欧元的复苏基金。欧元区公布 7 月制造业 PMI 初值 51.1，高于预期的 50，前值为 47.4。
- **经济：经济整体趋稳。**7 月前 23 天 35 城地产销量增速基本持平于 6 月，为 7.5%，其中三四线城市增速降幅明显收窄。7 月前 19 天乘用车批发、零售销量增速分别为 8%、-2%，较 6 月均有回升。上周全国高炉开工率小幅回升至 70.2%，样本钢厂钢材产量增速由负转正，指向工业生产整体稳定。
- **物价：通胀风险仍存。**7 月以来猪价继续上涨，蔬菜价格反弹，我们预计 7 月 CPI 同比回升至 2.8%。上周国际油价基本持平，国内煤价、钢价回落。7 月以来国际油价继续上涨，国内煤价、钢价回升，我们预计 7 月 PPI 同比继续回升至 -2.6%。在疫情期间，为了提振经济各国货币超发可能带来的通胀风险仍然存在，未来应予以警惕。
- **流动性：资金逐步趋稳。**上周货币利率下行，其中 R001 均值下行 39bp 至 1.75%，R007 均值下行 19bp 至 2.15%。上周央行开展逆回购操作 1600 亿元，到期回笼资金 3300 亿，MLF 和 TMLF 到期 4977 亿元，国库定存投放 500 亿元，公开市场操作净回笼资金规模 6177 亿元。上周美元指数大幅下降，人民币对美元汇率基本稳定。7 月 21 日，总书记在企业家座谈会上表示，要实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策，增强宏观政策的针对性和时效性。
- **政策：加强新型城镇化建设。**国常会部署加强新型城镇化建设，指出要着力加强公共卫生体系和相关设施建设，加快推进老旧小区改造，加大环保设施、社区公共服务等薄弱环节建设。房地产工作座谈会强调，要牢牢坚持“房住不炒”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，采取差异化调控措施。工信部联合发改委、财政部等 17 部门共同印发《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》，提出 25 条具体措施支持中小企业发展。

目 录

1. 宏观专题：从历史看信贷扩张下投资如何配置？	6
1.1 信贷扩张下的大类资产轮动	6
1.2 信贷扩张下的股市行业轮动	9
2. 海外：美国制造业 PMI 重回线上，欧盟达成复苏基金协议	12
2.1 美国 Markit 制造业 PMI 重回线上	12
2.2 欧盟达成复苏基金协议	12
3. 国内经济：经济整体趋稳	12
3.1 需求稳中有升	12
3.2 生产较为稳定	13
4. 物价：通胀风险仍存	13
4.1 食品价格分化	13
4.2 预测 7 月 CPI 回升	14
4.3 预测 7 月 PPI 回升	14
4.4 通胀风险仍存	14
5. 流动性：资金逐步趋稳	15
5.1 货币利率下行	15
5.2 央行回笼资金	15
5.3 汇率略有回落	16
5.4 资金逐步趋稳	16
6. 政策：加强新型城镇化建设	17
7. 日历：聚焦 7 月下旬数据	17

图目录

图 1	第一轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)	6
图 2	第二轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)	6
图 3	第三轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)	7
图 4	第四轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)	7
图 5	沪深 300 指数和企业利润增速 (%)	7
图 6	社融增速、10 年期国债收益率和债券价格增速 (%)	7
图 7	社融和房地产价格增速 (%)	8
图 8	基建投资增速和工业品价格同比 (%)	8
图 9	工业、钢铁产能利用率和钢铁价格 (点, %)	8
图 10	中国和美国 M2 同比 (%)	9
图 11	美国 M2 同比和黄金现货价格 (% , 元/克)	9
图 12	2006 年 10 月-2007 年 10 月各行业股票累计涨幅 (%)	9
图 13	2008 年 11 月-2009 年 7 月各行业股票累计涨幅 (%)	9
图 14	2012 年 11 月-2013 年 2 月各行业股票累计涨幅	10
图 15	2016 年 2 月-2018 年 1 月各行业股票累计涨幅	10
图 16	社融增速与房地产行业营收增速 (%)	10
图 17	房地产行业营收增速与 wind 房地产行业指数同比 (%)	10
图 18	社融增速与金融行业营收增速 (%)	11
图 19	金融营收增速与 wind 金融行业指数 (% , 点)	11
图 20	工业品价格和能源材料行业指数 (点)	11
图 21	能源行业营收与行业指数 (%)	11
图 23	35 城商品房月度销量同比增速 (%)	13
图 24	乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)	13
图 25	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	13
图 26	Mysteel 样本钢厂钢材产量增速 (%)	13
图 27	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	14
图 28	猪肉批发价格 (元/公斤)	14
图 29	CPI 环比 (%)	14
图 30	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	14
图 31	环渤海动力煤价格 (元/吨)	14

图 32	布伦特原油现货价格（美元/桶）	14
图 33	农产品批发价格 200 指数	15
图 34	CPI、PPI 同比走势及预测（%）	15
图 35	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）	15
图 36	R001 和 R007（%）	15
图 37	央行公开市场操作（亿元）	16
图 38	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	16
图 39	美元指数	16
图 40	央行公开市场净投放规模（亿元）	17
图 41	金融机构超额准备金（%）	17

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	17
----------------------------------	----

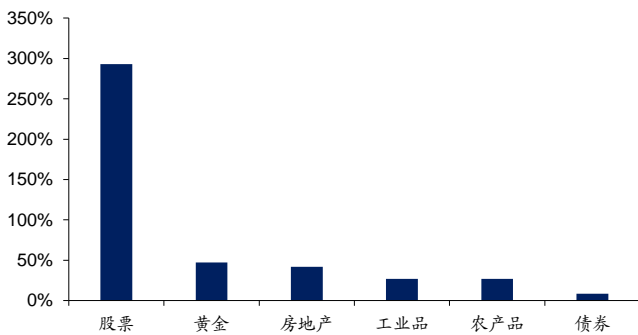
1. 宏观专题：从历史看信贷扩张下投资如何配置？

1.1 信贷扩张下的大类资产轮动

当前为对冲新冠疫情对经济的影响，2020年3月以来社融增速抬头，已进入新一轮信贷扩张时期。历史上，每一轮信贷扩张周期大类资产都表现出一定规律。

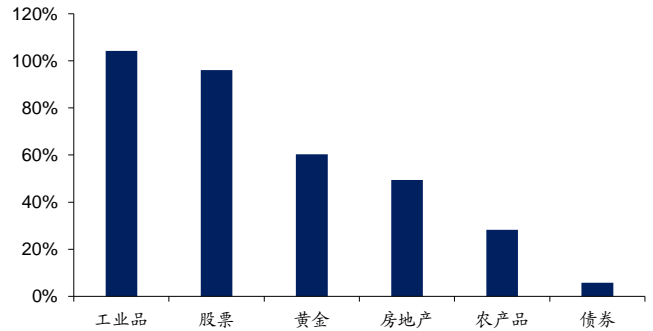
第一轮信贷扩张周期催生中国历史上罕见的超级大牛市，期间股市最大涨幅接近300%。2005年中国经济高速增长，出口增加导致外汇占款节节攀升，央行被动投放大量流动性，融资增速持续处于高位。经济的繁荣发展催生历史罕见的超级大牛市。除股票外，本轮信贷扩张周期中表现也不错的大类资产是黄金和房地产，收益率在40%以上。**第二轮信贷周期中，表现最好的大类资产是工业品，其最大涨幅达104%。**在“四万亿”政策刺激下，基建投资飞速增长，导致工业品价格一路上升，2008年11月到2010年2月期间最大涨幅达104%。同时受益于充裕的流动性，股市同样迎来新一轮牛市，最大涨幅高达94%。而黄金和房地产表现相近，分别为60%和49%，债券仅为6%，远低于其他资产收益。

图1 第一轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅（%）



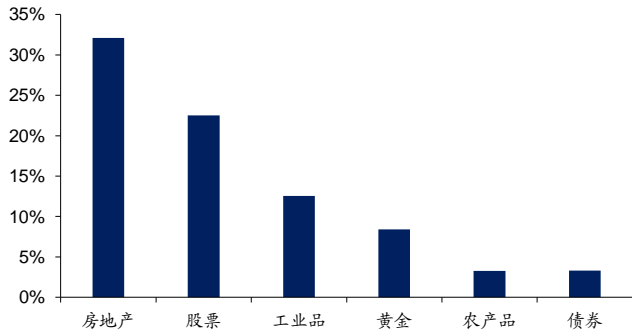
资料来源：wind，海通证券研究所，2006年10月到2007年11月为第一轮信贷扩张

图2 第二轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅（%）

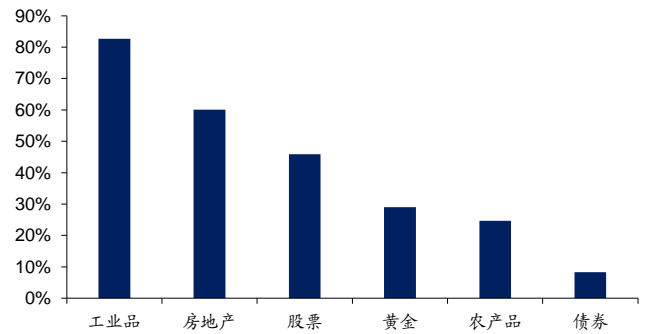


资料来源：wind，海通证券研究所，2008年11月到2010年2月为第二轮信贷扩张

第三轮信贷周期中，经济恢复缓慢，资产价格表现较为平稳，其中表现最好的大类资产是房地产和股票。随着社融增速的回升，市场流动性充裕，2012年底至2013年初房地产市场供需两旺，股市出现了仅维持4个月的短牛，但上升迅猛，最大收益率分别为32%和23%。工业品和黄金增幅分别仅13%和8%，而农产品和债券最大增幅均在3%左右。尽管14年下半年开始股市出现一大波上涨，但那一轮牛市主要是因为政策的影响，与宏观基本面关系较小。**第四轮信贷周期中表现最好的大类资产是工业品，最大涨幅达83%。**受益于社融增速的逐渐上升，15-16年北上广深等大城市房地产市场火爆，本轮周期中房地产收益率约60%，而由于需要消化14-15年的牛市泡沫，这段时期股市表现相对较差，排在第三位，最大收益率在46%。黄金和农产品价格涨幅相当，分别为29%和25%，债券表现再次垫底。总结来说，信贷扩张周期中股市、房地产和工业品价格表现较好，而债市表现差。

图3 第三轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)


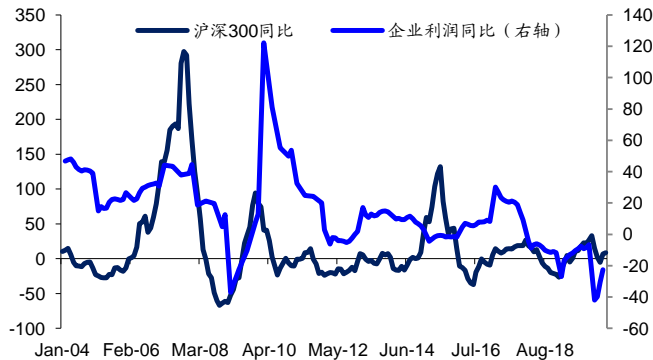
资料来源: wind, 海通证券研究所, 2012年6月到2013年5月为第三轮信贷扩张

图4 第四轮信贷周期中各类资产最大累计涨幅 (%)


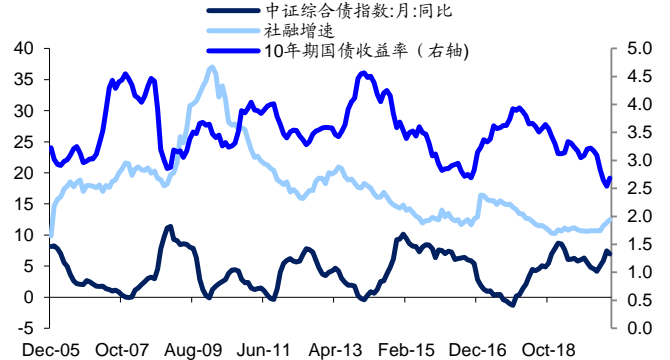
资料来源: wind, 海通证券研究所, 2015年7月到2017年2月为第四轮信贷扩张

其实, 每轮信贷扩张周期中均出现股市走牛, 主要原因一方面在于充裕的现金流, 增量资金涌入股市推动股价上升。央行放水过程中必然有部分资金被配置到股市中, 出于对未来经济的良好预期, 甚至会侧重在股票上的配置, 股债跷跷板效应也会使得股市从债市等其他市场虹吸资金, 股票数量基本不变的情况下, 巨量资金涌入必然推动股市上升。另一方面在于信贷扩张带动经济增长, 增强上市公司的盈利能力。除了2014-2015年的并购牛市以外, 沪深300走势与社融增速和上市公司净利润高度相关, 业绩支撑股价上升。信贷扩张周期中, 企业容易通过加杠杆扩大公司规模, 而经济的回暖使需求上升, 企业盈利能力大幅提升, 成为牛市基础。

信贷扩张期中对资金需求增加会导致利率逐渐上升, 因而债市表现差。第一轮信贷扩张周期中, 随着经济的升温, 资金的需求不断增强, 社融增速从06年10月17%一路上升至07年11月的21.6%, 导致利率随之上升。07年11月10年期国债收益率已由信贷扩张期初的2.96%快速上升到4.55%的高位。利率的上升意味着债券价格的下跌, 同期中证综合债指数收益持续下降。和第一轮信贷扩张一样, 之后的三轮信贷扩张周期中, 社融增速的上升都伴随着国债收益率的上行和债券价格的下跌。

图5 沪深300指数和企业利润增速 (%)


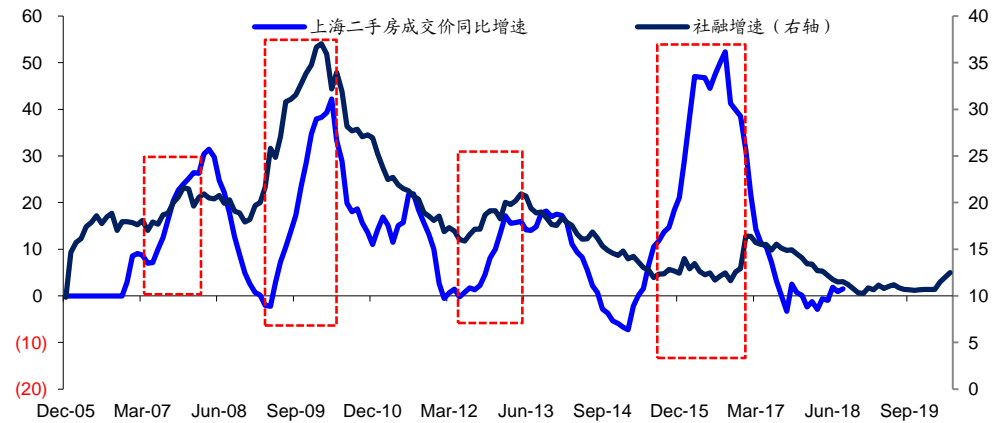
资料来源: wind, 海通证券研究所

图6 社融增速、10年期国债收益率和债券价格增速 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

由于信贷扩张往往配合房地产刺激政策, 因此每轮信贷扩张周期中房价均出现大涨。房地产在中国长期承担稳定经济增长的重任, 当经济出现下行压力时, 央行货币政策边际宽松的同时往往配套房地产政策的放松。例如受08年金融危机影响, 08年11月国务院颁布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》, 鼓励普通商品住房消费。同时, 央行多次降息、大幅降准, 信贷迅速扩张, 大量资金流入房地产市场。2009年全国房价暴涨, 北上广深二手房交易平均价格上升49.8%, 其中深圳涨幅达81%。

图7 社融和房地产价格增速 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

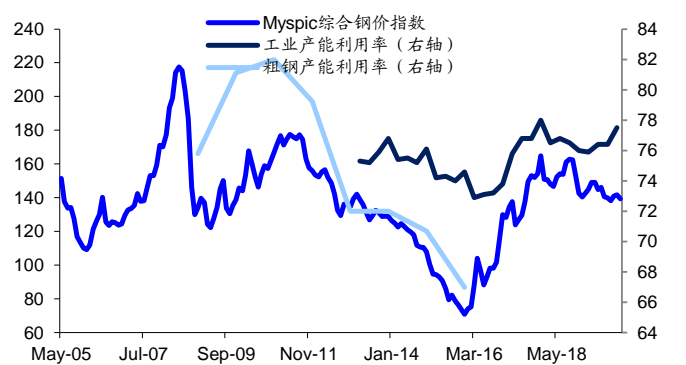
过去每轮经济的复苏均由投资拉动, 投资增速回升导致工业品需求旺盛, 拉动工业品价格上升。例如 08 年底推出“四万亿”政策后, 09 年基建投资增速全年保持在 40% 以上的高位, 10 年上半年仍位于 20% 以上。由于投资回升导致对工业品的需求猛增, 09 年 10 月工业品价格开始飞速上涨, 10 年 1 月达到历史最高峰, 同比增长超过 135%。

图8 基建投资增速和工业品价格同比 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

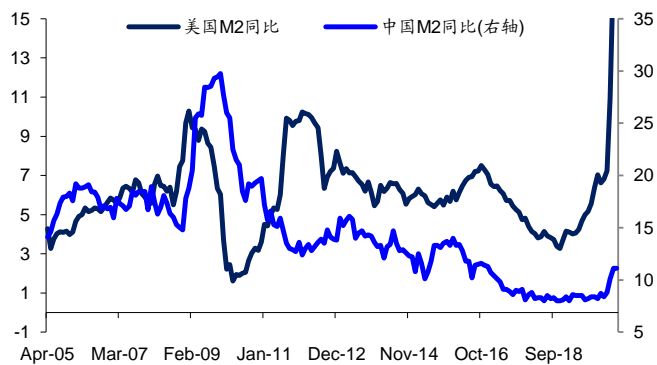
图9 工业、钢铁产能利用率和钢铁价格 (点, %)



资料来源: wind, 海通证券研究所

此外, 黄金在每轮信贷扩张周期中涨幅居中, 其除了受到国内影响, 还会受到海外影响, 而中国每轮扩张周期与海外并不是一定同步。第一、二、四轮中国信贷扩张周期中, 美联储同样实行宽松的货币政策, 美国和中国 M2 增速都出现上升, 因而黄金价格在这三轮周期中均出现稳定且较大幅度的上涨。但在国内第三轮信贷扩张周期中, 美联储货币政策处于收紧状态, 美国 M2 增速下行, 因而本轮周期中黄金价格在大部分时间处于下跌状态。

图10 中国和美国 M2 同比 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图11 美国 M2 同比和黄金现货价格 (%、元/克)



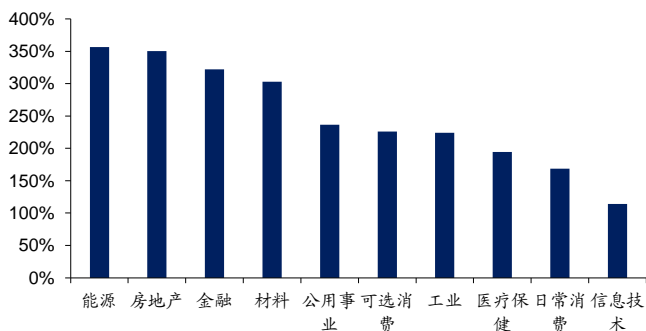
资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2 信贷扩张下的股市行业轮动

除了大类资产的轮动存在规律以外,每轮信贷扩张周期中股票的行业表现也存在一定规律,体现为信贷扩张周期中金融地产等蓝筹股和周期股表现明显优于信息技术和医疗保健等成长股和公共事业、日常消费等防御行业。

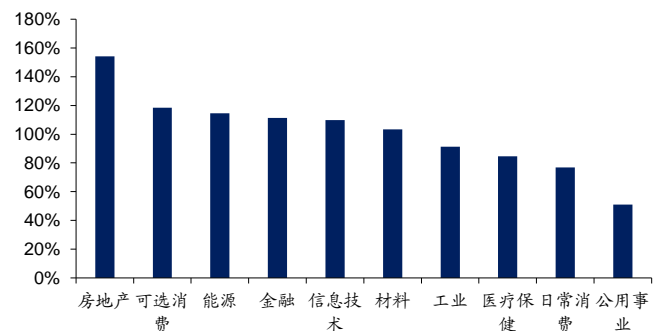
具体来说,第一轮信贷扩张周期中股市上涨阶段为 2006 年 10 月-2007 年 10 月,此轮超级牛市期间表现最好的行业分别是能源、房地产、金融和材料,前两个行业涨幅差距很小。而第二轮信贷扩张周期中股市上涨阶段为 2008 年 11 月-2009 年 7 月,期间表现最好的行业分别是房地产、可选消费、能源和金融,房地产行业涨幅显著领先其他行业。

图12 2006 年 10 月-2007 年 10 月各行业股票累计涨幅 (%)



资料来源: wind, 剔除样本较少的电信服务行业, 海通证券研究所

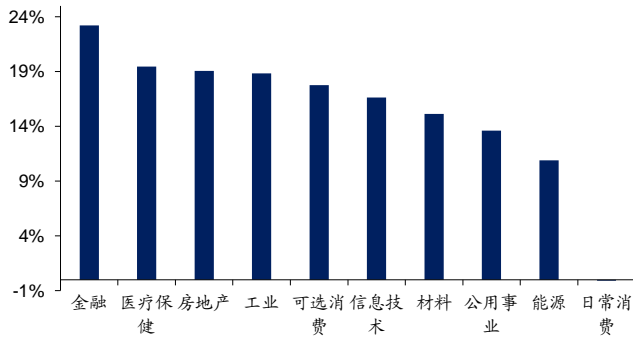
图13 2008 年 11 月-2009 年 7 月各行业累计涨幅 (%)



资料来源: wind, 剔除样本较少的电信服务行业, 海通证券研究所

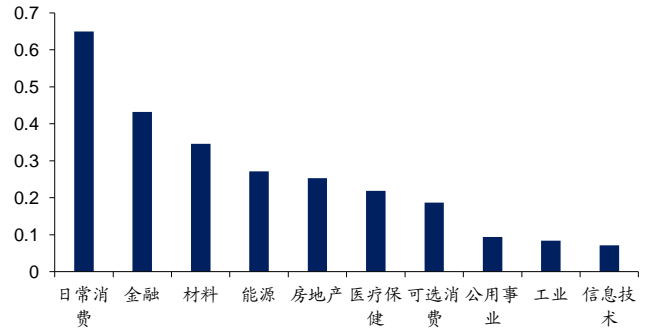
第三轮信贷扩张周期中股市上涨阶段为 2012 年 11 月-2013 年 2 月,在这轮仅维持了 4 个月的短牛期间表现最好的行业为金融行业,其次是医疗保健、房地产和工业,三者表现非常接近。而第四轮信贷扩张周期中股市上涨阶段为 2016 年 2 月-2018 年 1 月,虽然 2017 年下半年开始金融去杠杆,但发电量数据却持续上升,经济持续好转,股市仍处于上升期。这轮慢牛期间表现最好的行业分别是日常消费、金融和材料,能源和房地产表现相当,紧随其后。

图14 2012年11月-2013年2月各行业股票累计涨幅



资料来源: wind, 剔除样本较少的电信服务行业, 海通证券研究所

图15 2016年2月-2018年1月各行业股票累计涨幅

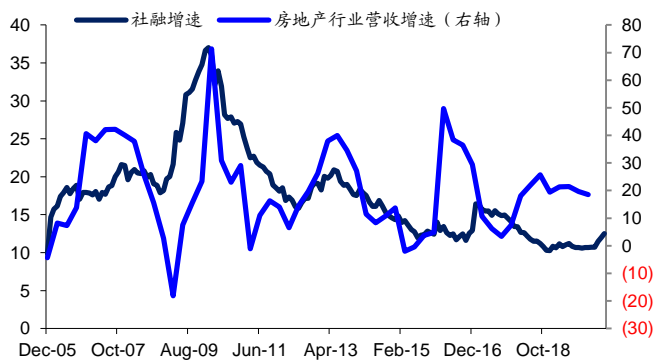


资料来源: wind, 剔除样本较少的电信服务行业, 海通证券研究所

信贷扩张周期中，蓝筹行业领涨主要得益于信贷的扩张带来的业绩提升。

房地产行业主要受货币宽松及调控政策影响，是典型的周期性行业。信贷扩张周期中，房地产作为货币蓄水池同时具有抗通胀能力，因而在货币超发期受到追捧，房市火热自然也会带动地产行业上市公司盈利能力增强。但房地产行业股价上升往往领先业绩6个月，这是因为在房地产调控政策放松时，投资者预期未来地产行业盈利将会增加，当期就会买入地产股，导致股价提前上升。

图16 社融增速与房地产行业营收增速 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图17 房地产行业营收增速与wind房地产行业指数同比 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

金融行业尤其是银行本是经营资金的行业，社融增速的上升将会带来金融行业收入的增长，同样有业绩作为股价上涨的支撑。信贷扩张就是由银行进行的，且金融行业作为资金枢纽，将资金从盈余者手中运输到短缺者手中，从低收益领域运输到高收益领域，实现资金配置效率最大化。信贷扩张周期中，金融企业的业务量大大增加，盈利随之上升，这是股价上涨的基础。此外，信贷扩张周期中股市表现往往较好，也会对非银机构带来利润提升。

图18 社融增速与金融行业营收增速 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图19 金融营收增速与 wind 金融行业指数 (%)、(点)

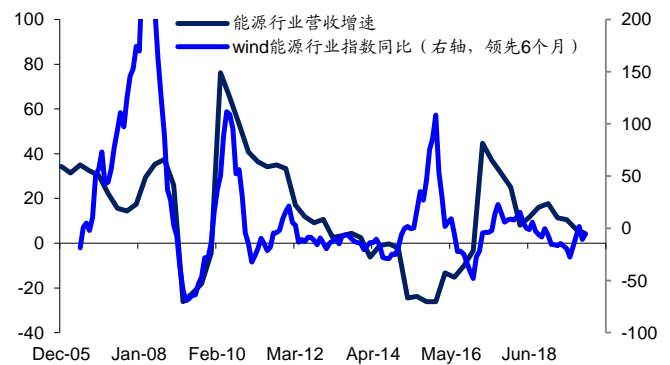

资料来源: wind, 海通证券研究所

而周期性行业主要受益于经济复苏带来的工业品涨价。一方面，过去我国经济长期靠投资驱动，经济复苏期会出现工业品需求增加，拉动工业品价格上升。能源材料等周期性行业盈利能力提升，股价上行有业绩基础。从历史数据来看，除了 14-15 年并购牛市中股价上涨脱离基本面，工业品价格、能源及材料行业盈利能力和股价走势基本一致。

另一方面，材料和能源行业股票在信贷扩张周期中的上涨情况更多取决于当时的经济状况。例如第三轮扩张周期期间经济小幅波动，上升有限，而扩张周期后经济才开始持续好转，因而此轮扩张周期中材料和能源行业涨幅很小。但在其他三轮周期中，社融增速的持续上升同步带动经济复苏带来工业品价格上涨，因而材料和能源行业股票表现优异。

图20 工业品价格和能源材料行业指数 (点)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图21 能源行业营收与行业指数 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

医疗保健、信息技术行业等成长板块股价的主要驱动因素是估值，而信贷扩张期利率上行有损公司估值。信贷扩张周期中，随着实体对资金需求越来越强，利率逐渐上升，而成长板块股价与其业绩关系不大，与估值高度相关，利率的上升会降低其估值，进而阻碍股价的上涨。反之，经济衰退期，央行往往下调基准利率以刺激经济，这时成长股估值就会大幅上升，股价涨幅领先其他行业。

而防御行业在经济复苏期相对收益下降，吸引力最低，因而股价涨幅也最小。防御性行业业绩稳定，不受经济周期影响，企业的收入和利润波动性不大。衰退期，大部分行业营收和利润下降进而股价都下降时，防御性行业仍可以维持稳定的业绩，具有较大吸引力，带来股价上涨。但在信贷扩张期，经济逐渐升温，大部分公司盈利将大幅提升，防御性行业的回报变得相对较低，因而对资金缺乏吸引力带来股价表现疲软。

图22 信息技术行业估值和 wind 信息技术行业指数同比（倍，%）


2. 海外：美国制造业 PMI 重回线上，欧盟达成复苏基金协议

2.1 美国 Markit 制造业 PMI 重回线上

美国 Markit 制造业 PMI 重回线上。上周五，美国公布 7 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.3，为 2 月以来首次升至荣枯线上方，略低于预期 52，前值为 49.8；服务业 PMI 初值为 49.6，预期 51，前值 47.9。

美国失业数据重新回升。上周四，美国劳工部公布至 7 月 18 日当周初请失业金人数 141.6 万人，高于市场预期的 130 万人，创 3 周新高，为自 3 月以来首次上升。

2.2 欧盟达成复苏基金协议

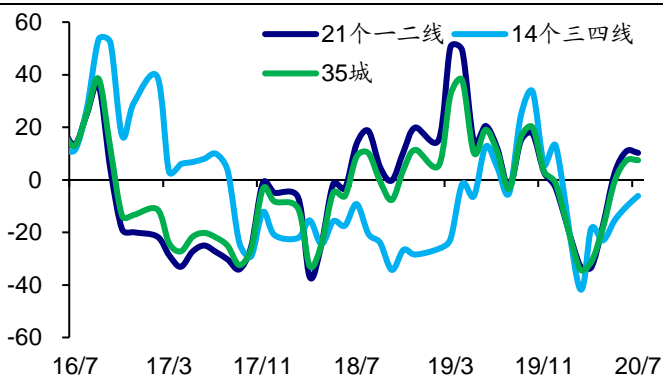
欧盟达成复苏基金协议。上周二，欧盟 27 国领导人在特别峰会上就经济救助方案达成共识。此次欧盟将设立总额 7500 亿欧元的复苏基金，其中 3900 亿欧元作为无偿拨款，剩余 3600 亿欧元作为贷款，用于资助成员国疫后重建。

欧元区制造业 PMI 升至线上。上周五，欧元区公布 7 月制造业 PMI 初值 51.1，高于预期的 50，前值为 47.4，经济活动自 2 月以来首次出现明显扩张趋势。德国 7 月制造业 PMI 初值为 50，较前值 45.2 回升。法国制造业 PMI 初值 52，略低于前值 52.3。

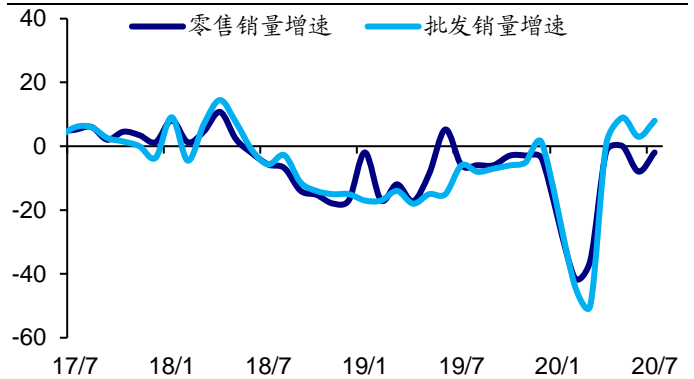
3. 国内经济：经济整体趋稳

3.1 需求稳中有升

地产销售基本持平，汽车批零同步改善。7 月前 23 天 35 城地产销量增速基本持平于 6 月，为 7.5%，其中三四线城市增速降幅明显收窄。7 月前 19 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为 8%、-2%，较 6 月均有回升。

图23 35城商品房月度销量同比增速 (%)


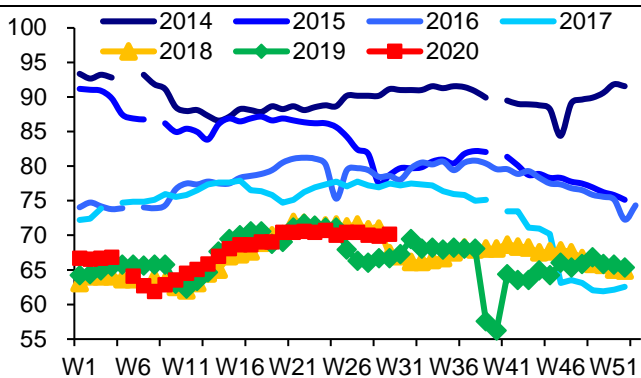
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)


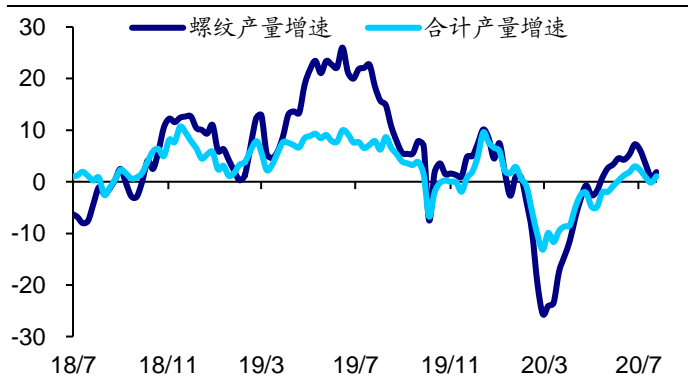
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 生产较为稳定

高炉开工小幅回升，钢材产量增速转正。上周全国高炉开工率小幅回升至 70.2%，样本钢厂钢材产量增速也由负转正至 1.1%，工业生产整体较为稳定。

图25 历年各周全国高炉开工率水平 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价：通胀风险仍存

4.1 食品价格分化

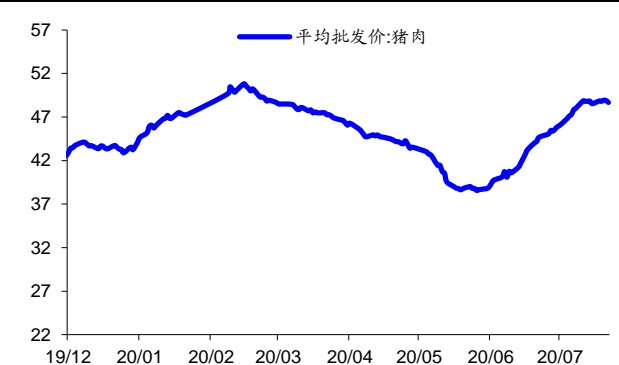
上周主要食品价格分化，猪肉、蛋类环比分别上升 1.3%和 3.2%，蔬菜价格环比持平，禽类、水果价格一升一降。

图27 蔬菜平均批发价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 猪肉批发价格 (元/公斤)

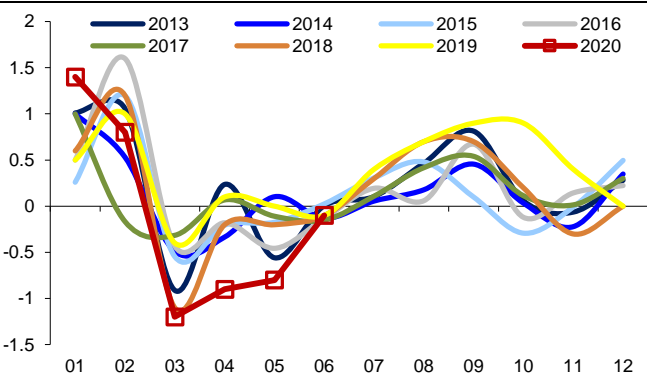


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 预测 7 月 CPI 回升

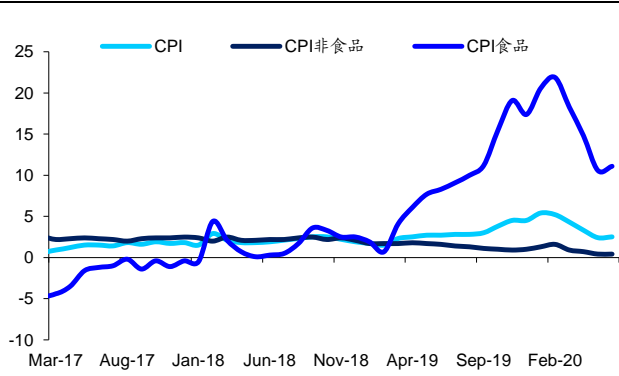
7 月以来猪价继续上涨, 蔬菜价格反弹, 我们预计 7 月 CPI 同比回升至 2.8%。

图29 CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 预测 7 月 PPI 回升

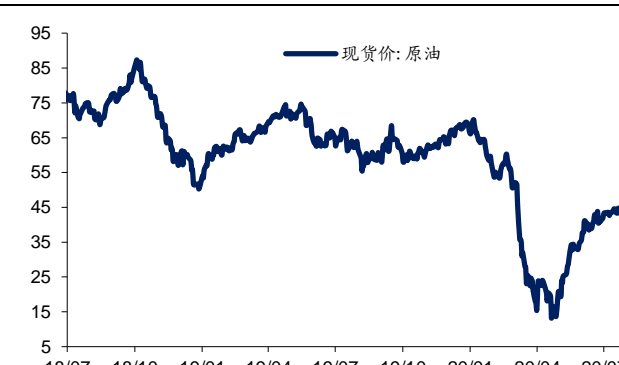
上周国际油价基本持平, 国内煤价、钢价回落。7 月以来国际油价继续上涨, 国内煤价、钢价回升, 我们预计 7 月 PPI 同比继续回升至-2.6%。

图31 环渤海动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 布伦特原油现货价格 (美元/桶)



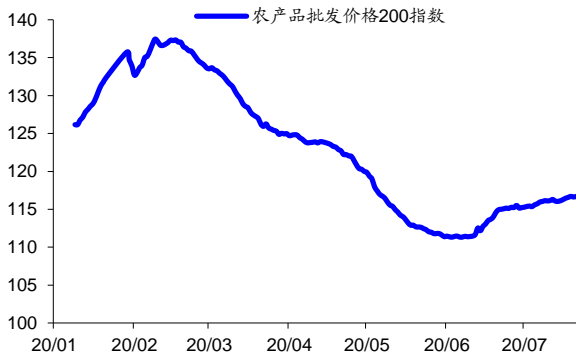
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀风险仍存

近期受强降水天气影响, 洪涝灾害来袭, 对蔬菜的生产和运输造成不利影响, 短期或将推升蔬菜价格。随着国内经济稳步复苏, 经济数据相应好转, 同时海外疫情逐步趋

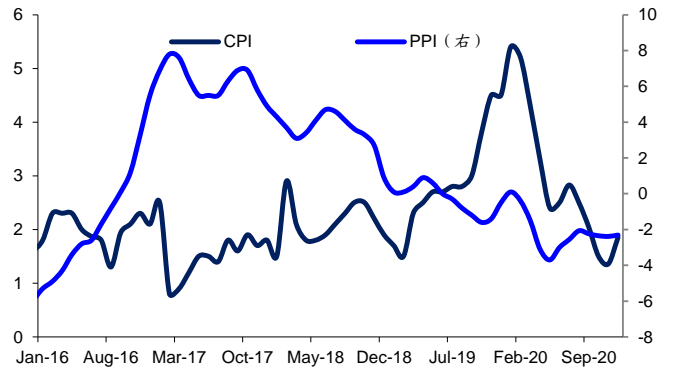
缓，生产适度恢复，这些因素令工业品价格持续回升。在疫情期间，为了提振经济各国货币超发可能带来的通胀风险仍然存在，未来应予以警惕。

图33 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)



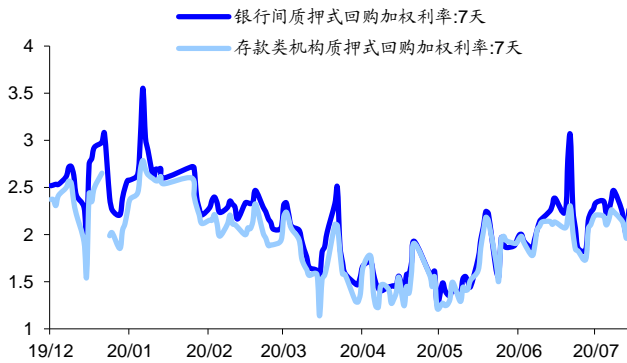
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：资金逐步趋稳

5.1 货币利率下行

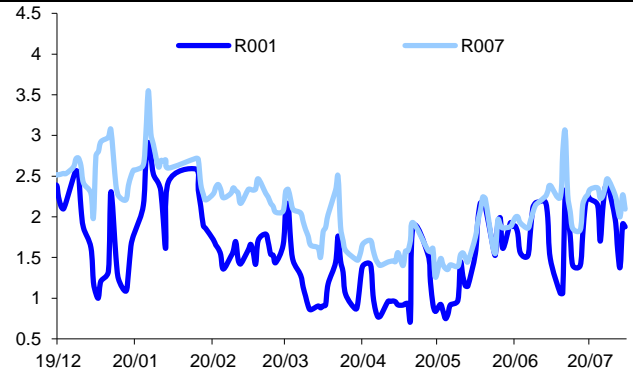
上周货币利率下行，其中 R001 均值下行 39bp 至 1.75%，R007 均值下行 19bp 至 2.15%。DR001 均值下行 38bp 至 1.7%，DR007 均值下行 9bp 至 2.1%。

图35 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图36 R001 和 R007 (%)

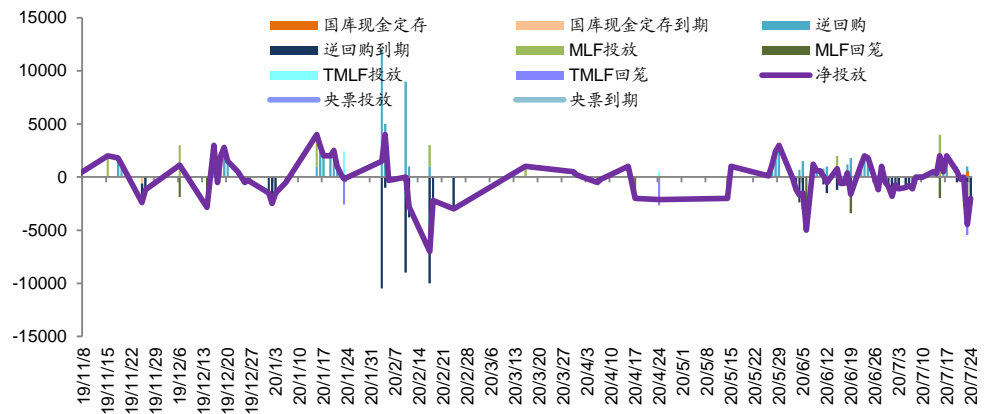


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行回笼资金

上周央行开展逆回购操作 1600 亿元，到期回笼资金 3300 亿，MLF 和 TMLF 到期 4977 亿元，国库定存投放 500 亿元，公开市场操作净回笼资金规模 6177 亿元。

图37 央行公开市场操作 (亿元)

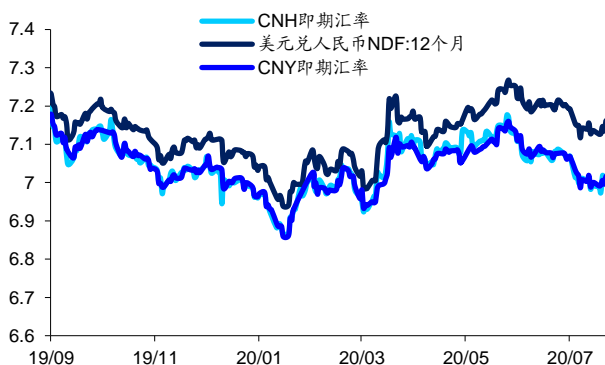


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率略有回落

上周美元指数大幅下降,人民币对美元汇率基本稳定,在岸人民币和离岸人民币均略降至7.02。

图38 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图39 美元指数

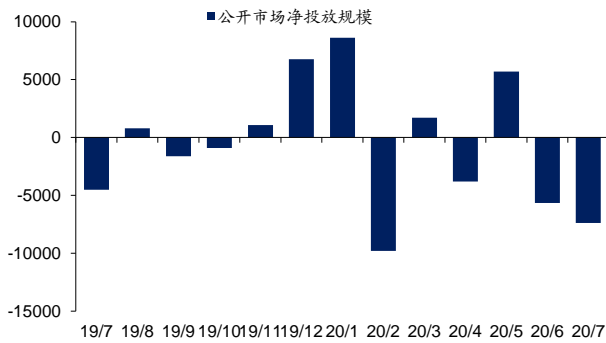


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 资金逐步趋稳

7月21日,总书记在企业家座谈会上表示,要实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策,增强宏观政策的针对性和时效性。在就业依然承压、抑制资金空转效果有所显现的情况下,货币政策不会收紧,政策重心从灵活到强调适度。度过月中缴税期资金利率小幅下行,央行开始公开市场回笼货币,使得R001在1.5%~2.0%区间、DR007在2.1%左右、R007在2.2%左右,显示货币政策维持稳健。

图40 央行公开市场净投放规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图41 金融机构超额准备金（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：加强新型城镇化建设

加强新型城镇化建设。上周，国常会部署加强新型城镇化建设。会议指出，要着力加强公共卫生体系和相关设施建设，加快推进老旧小区改造，加大环保设施、社区公共服务、智能化改造、公共停车场等薄弱环节建设；要加大以县城为载体的城镇化建设，完善县城交通、垃圾污水处理等公共设施，建设适应进城农民刚性需求的住房；要发展劳动密集型产业，为进城农民就近打工就业提供机会。

坚持地产“三稳”目标。上周，房地产工作座谈会部署了下一阶段房地产重点工作。会议强调，要牢牢坚持“房住不炒”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展；要坚持问题导向，高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。

支持中小企业发展。工信部联合发改委、财政部等 17 部门共同印发《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》，提出 25 条具体措施支持中小企业发展，包括综合运用支小再贷款、再贴现、差别存款准备金率等货币政策工具，引导商业银行增加小微企业信贷投放；进一步疏通利率传导渠道，确保 LPR 有效传导至贷款利率等。

7. 日历：聚焦 7 月下旬数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2020/7/27	美国 6 月耐用品订单(环比)初值	15.70%	7%
2020/7/28	美国 7 月谘商会消费者信心指数	98.1	95.1
2020/7/29	美国 6 月 NAR 季调后成屋签约销售指数(环比)	44.30%	15.60%
2020/7/29	美国上周 EIA 原油库存变化(万桶)(至 0724)	489.2	
2020/7/30	美国联邦基金基准利率	0%-0.25%	0%-0.25%
2020/7/30	美国第二季度个人消费支出物价指数(环比折年率)初值	-6.80%	--
2020/7/30	美国第二季度实际 GDP(环比折年率)初值	-5%	-34.50%
2020/7/30	美国上周季调后初请失业金人数(千人)(至 0725)	--	--
2020/7/31	美国 6 月个人消费支出(环比)	8.20%	5.60%
2020/7/31	美国 6 月个人收入(环比)	-4.20%	-0.90%
2020/7/31	美国 7 月密歇根大学消费者信心指数终值	73.2	72.8

欧元区				
2020/7/30	欧元区 6 月失业率	7.40%	--	
2020/7/31	欧元区 7 月消费者物价指数(同比)初值	0.30%	--	
2020/7/31	欧元区 7 月消费者物价指数(环比)初值	0.30%	--	
2020/7/31	欧元区第二季度 GDP(环比)初值	-3.60%	--	
中国				
2020/7/27	中国 6 月规模以上工业企业利润	6%	--	
2020/7/27	中国 6 月规模以上工业企业利润(亿元)	5823.4	--	
2020/7/31	中国 7 月官方制造业采购经理人指数	50.9	50.8	
2020/7/31	中国 7 月官方非制造业采购经理人指数	54.4	--	

资料来源: Wind, fx168 财经报社, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
陈兴	宏观经济研究团队
宋潇	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuy11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com
 张弋(010)58067852 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 z xj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com