

宏观对冲跟踪框架报告

这是一篇从两年之前就开始筹划的报告。从起初开始对宏观研究有萌芽，到后面开始实施宏观研究计划，至今为止，我们先后经历了 2018 年熊市、美国股灾、全球卫生事件等重大波动，这篇报告已经从最初的雏形，经过十多次修改，成为今天完整的宏观研究框架。

每一次修改背后，都有团队内部的无数次讨论、修正、调整。最终，通过一点一滴的积累，让我们拥有了一些宏观自上而下的观察能力，从而能够在两个月前，在市场极度狂热的时候，发出“市场结构已经不太健康，需要调整”的冷思考。

能做到这一点，看似简单，但背后却非常难。就像一座冰山，你看到的，其实只是露出海面的一角，大量的努力，都埋在背后。而今天开始，我们终于完成了重要的一步，把之前积累的“冰山”搬出水面，做成定期更新的“宏观对冲报告”，呈现在大家面前。

(壹) 经济增长

从宏观对冲角度，我们首要跟踪的，是经济增长类指标。

在经济增长方面，2020 年 7 月官方 PMI 为 51.1，BCI 为 51.42，从数值上看，两者均维持在荣枯线之上，其中，BCI 为首次站上 50 荣枯线，这意味着经济持续复苏的态势已现。

投资方面，固定资产完成额处于修复过程中，恢复的速度较快，7 月累计同比为-1.6%。消费方面，社零的修复速度明显慢于投资，7 月社零的累计同比为-9.9%，而当月增速仍然为-1.1%。

此外，值得关注的是，出口一如既往的大超预期，7 月的当月同比增速达到 6.1%，1-7 月累计同比已经修复到-4.1%。



图：景气调查

来源：Wind 塔坚研究

整体来看，目前经济增长的修复方向较为确定，市场上各家的分歧至多也只是在复苏斜率层面，因此，短期内不构成核心风险。

（贰）信贷指标

在增长指标之后，其次，我们需要跟踪流动性指标。7 月份人民币贷款余额增速 13%，前值为 13.2%，稍微有所回落，注意，贷款增速的小幅回落需要重点关注，因为，这是一次宽信用的拐点。具体来看，货币供应方面，6 月 M0 增速为 9.9%，与上月持平，M1 增速有所上行，为 6.9%，但 M2 增速有所放缓，为 10.7%，上月为 11%，这意味着，虽然货币供应层面没有呈现较紧的状态，但银行的放贷节奏已经开始趋缓。



图：人民币贷款余额增速 来源：Wind 塔坚研究



图：货币供应 来源：Wind 塔坚研究

展望接下来的信贷情况，参照监管定调的目标，测算出全年目标的贷款增速为13%，1-5月贷款量为10.3万亿，完成51.5%，代表下半年银行的放贷压力其实没有那么大，本次M2的回落，也印证了我们此前的上述判断。从近期的利率数据来看，流动性压力已经开始呈现，3个月Shibor与DR007均出现持续上行的状况，目前，流动性有进一步收紧的可能。3个月Shibor已经达到2.604%，DR007则为2.57，仍在上行通道中，逼近卫生事件之前的数值。



图：利率走势 来源：Wind 塔坚研究

从央行二季度货币政策执行报告中来看，更加强调直达实体的融资方式，而并不试图通过的降低银行间利率，以及降低基准利率等方式，来实现融资成本的降低，这一定程度上也与防止脱实向虚，防控局部资产泡沫继续推升有关。

利率的上行也造成了债券市场较大幅度的下跌，自 5 月利率上行后，国债期货开始进入加速下跌的通道中，隐含了机构投资者对于流动性收紧的预期。

但随着金融数据的落地，市场预期的边际变化开始出现一定转向，国债期货仍然处于下跌通道，但跌势有所收窄。



图：十年期国债期货走势（截至 2020/8/24） 来源：Wind

(叁)

通胀与汇率

跟踪完前两大核心指标, 我们还需要跟踪通胀、汇率两大指标, 这两者的走势, 会对未来的货币政策产生一定影响。而货币政策一旦调整, 又会反过来影响权益投资市场。

通胀方面, 7 月的 CPI 同比为 2.7%, 持续上行; PPI 同比为-2.4%, 进入触底回升的通道, 符合市场预期。



图：7 月通胀

来源：Wind 塔坚研究

展望后市, 通胀重新成为一个干扰项, 6 月猪价和油价的双重抬升, 这曾经带来了较强的通胀预期, 但近期上行的斜率已经趋缓, 整体来看, 国内 CPI 侧通胀上行的概率不大, PPI 侧可能会有触底的上行, 仍然需要跟踪验证, 从历史上央行的行为来看, PPI 的重要程度要略高于 CPI。



图：日频猪肉与油价

来源：Wind 塔坚研究

汇率方面，6 月的美元兑人民币已经从高位有所回落，目前，人民币升幅较为可观，已经突破 7 的关口，2020/7/31 美元兑人民币中间价为 6.98，汇率上行对外资的流入有较好的支持。

需要注意的是，近期，意外事件较多，对后市的影响可能较难估量，一个比较公允的方式是观测外汇市场的交易结果，一定程度上也能反映出情绪面的影响。

在 2018 年初刚刚发生意外事件时，人民币开始进入贬值的阶段，从 6.4 一下贬值至 6.9 的位置，而当前，意外事件不确定的背景下，人民币汇率不仅没有更大幅度的贬值，反而还进入了升值趋势，这一定程度上表明，当前权益市场可能无需过多计提意外事件带来的影响。



图：美元兑人民币中间价

来源：Wind 塔坚研究

(肆)

估值衍生指标

几大宏观数据看完，已经心里大致有数。对以上几大宏观数据，在我们的研究

框架中，就像天气情况，你去必须要根据天气情况去做交易，但必须要做到心

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_2966

