

国信期货宏观季报

宏观

经济在合理区间运行 汇率波动性增强

2019年08月26日

主要结论

汇率方面：美联储主席鲍威尔暗示9月份降息的可能性变大，但我们认为这次降息只是为了增加抵抗未来全球经济下行风险的能力，当前美国经济并没有恶化到需要连续降息。从历史经验来看，预防性降息对于美元来说提升作用更强，近期美元波动性可能扩大。当前英镑的走势较大程度上还是受到了消息面的影响，德国总理表示未来可以和英国在爱尔兰边境方面找到解决方案，这让市场对于未来有协议脱欧重新产生了希望。无论如何，英国都将在10月31号前退出欧盟，随着谈判进程的推进，在未来2个月英镑的波动幅度肯定会扩大，提醒投资者注意风险。

流动性方面：人民银行决定改革完善LPR形成机制，从8月20日起要求报价行按公开市场操作利率（主要指MLF利率）加点形成的方式进行报价。总体来看，一年期LPR的推出，有利于推动实体经济融资成本的下降，缓解流动性紧张的情绪。同时LPR也推出了5年期以上的产品来对标房地产市场的长期利率，值得注意的是其中首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，表达了政府坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效机制。

中美贸易方面：此次中美两国均提高了对于加征关税的商品种类辐射范围以及税收费率。这意味着可能未来所有进入美国市场的中国商品都需要被征税。新加征的关税可能会对中美两国经济以及全球大宗商品价格都产生一定的影响。此次新加征的关税涉及的商品范围主要是大类消费品，例如手机、电脑、服装等。提醒投资者关注相关板块的风险，例如化工、有色、和软商品等。近期中美或将进入密集谈判期，资金风格转换速度将会加快，市场价格波动将会放大，提醒投资者注意风险及仓位控制。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

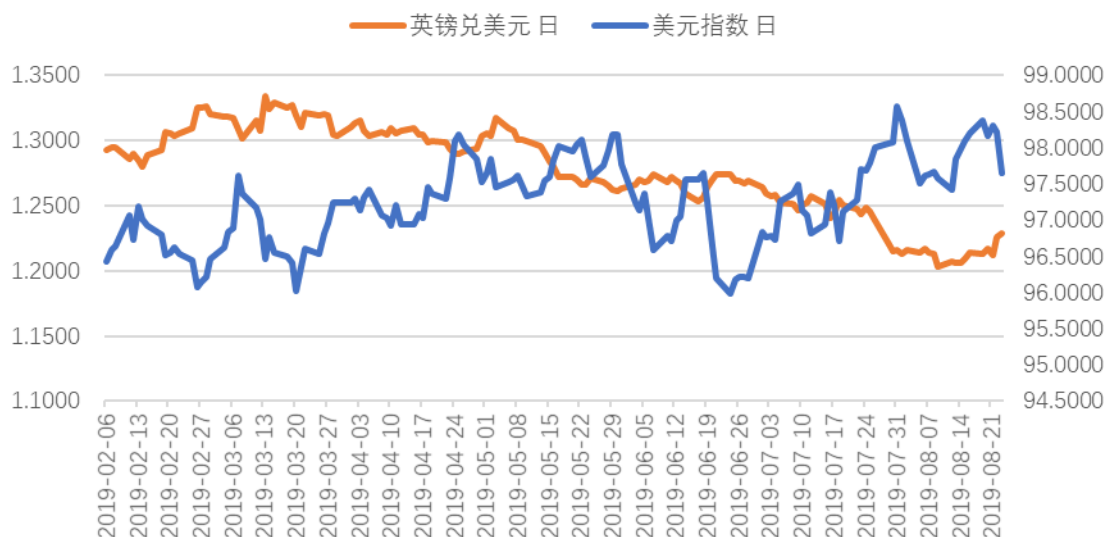
中国经济解读

一、外汇市场展望

1、美元指数：近期美元指数波动都有所增强，主要有两点原因，一是中美两个经济体之间贸易谈判进入了密集期，二是特朗普责令美国企业开始寻找中国业务的替代方案。值得注意的是，美联储主席鲍威尔暗示9月份降息的可能性变大，但我们认为这次降息只是为了增加抵抗未来全球经济下行风险的能力，当前美国经济并没有恶化到需要连续降息。从历史经验来看，预防性降息对于美元来说提升作用更强，近期美元波动性可能扩大，提醒投资者注意风险控制。

2、英镑兑美元：当前英镑的走势较大程度上还是受到了消息面的影响，市场开始重新评估英国首相对于脱欧协议推动方面是否有进展。德国总理表示未来可以和英国在爱尔兰边境方面找到解决方案，这让市场对于未来有协议脱欧重新产生了希望。但不管如何，英国都将在10月31号前退出欧盟，随着谈判进程的推进，在未来2个月英镑的波动幅度肯定会扩大，提醒投资者注意风险。

图：主要国家汇率图



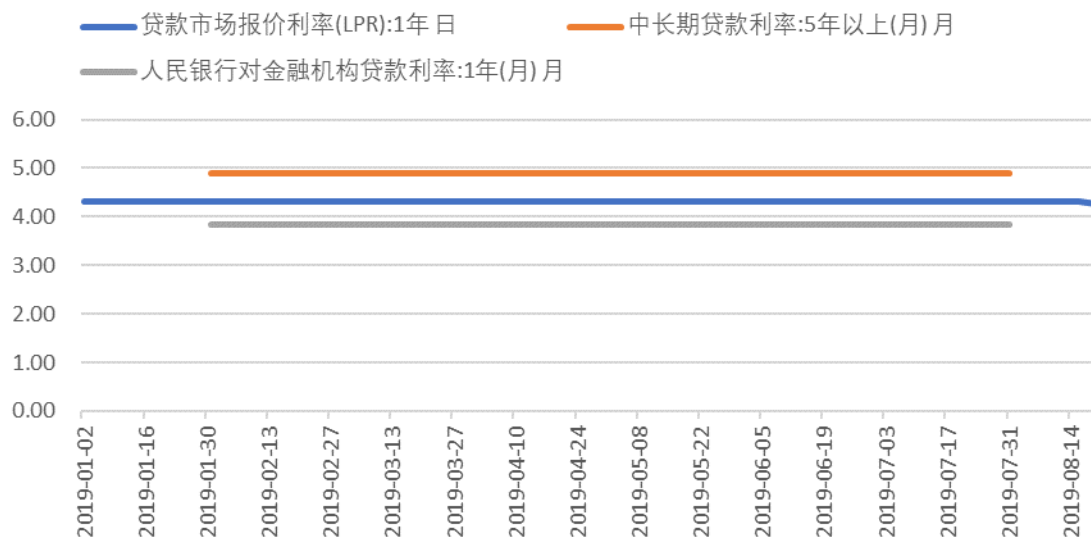
数据来源：wind 国信期货

二、国内流动性

人民银行决定改革完善 LPR 形成机制，从8月20日起要求报价行按公开市场操作利率（主要指 MLF 利率）加点形成的方式进行报价。LPR是贷款市场报价利率，是央行2013年推出的一个利率工具。此次改革有3点值得关注：1、首先是LPR形成方式的改变，主要有4个创新，一是报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成；二是报价行范围代表性增强，在原有的10家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家，扩大到18家；三是在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种；四是报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。2、LPR形成机制的利好主要体现在加快了市场利率化改革，有助于推进贷款利率“两轨并一轨”。之前利率两轨代表的是存款利率和市场利率，现在将LPR与公开市场操作利率挂钩，LPR的市场化更高，所以在一定程度上能解决市场流动性难以影响贷款利率的问题，加强了存款利率和贷款利率的相关性，银行可以根据市场利率变化调整存贷款的行为，解

决金融市场向实体经济传导阻塞的问题。3、总体来看，LPR的推出，长期来看有利于推动实体经济融资成本的下降，缓解流动性紧张的情绪。但是从实施到落地还需要一定的时间。同时LPR也推出了5年期以上的产品来对标房地产市场的长期利率，其中首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效机制。

图：公开市场操作



数据来源：wind 国信期货

三、中美贸易进入密集谈判期

8月24日，美方宣布将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税的税率。同时，中国对原产于美国的5078个税目、约750亿美元商品，加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日12时01分、12月15日12时01分起实施。此外，自2019年12月15日12时01分起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%关税。

本次事件有2点值得关注：1、此次中美两国均提高了对于商品种类的辐射范围以及税收费率。这意味着所有进入美国市场的中国商品都需要被征税。2、新加征的关税可能会对中美两国经济以及全球大宗商品价格都产生一定的影响。此次新加征的关税涉及的商品范围主要是大类消费品，例如手机、电脑、服装等。提醒投资者关注相关板块的风险，例如化工、有色、和软商品等。

近期中美或将进入密集谈判期，资金风格转换速度将会加快，市场价格波动将会放大，提醒投资者注意风险及仓位控制。

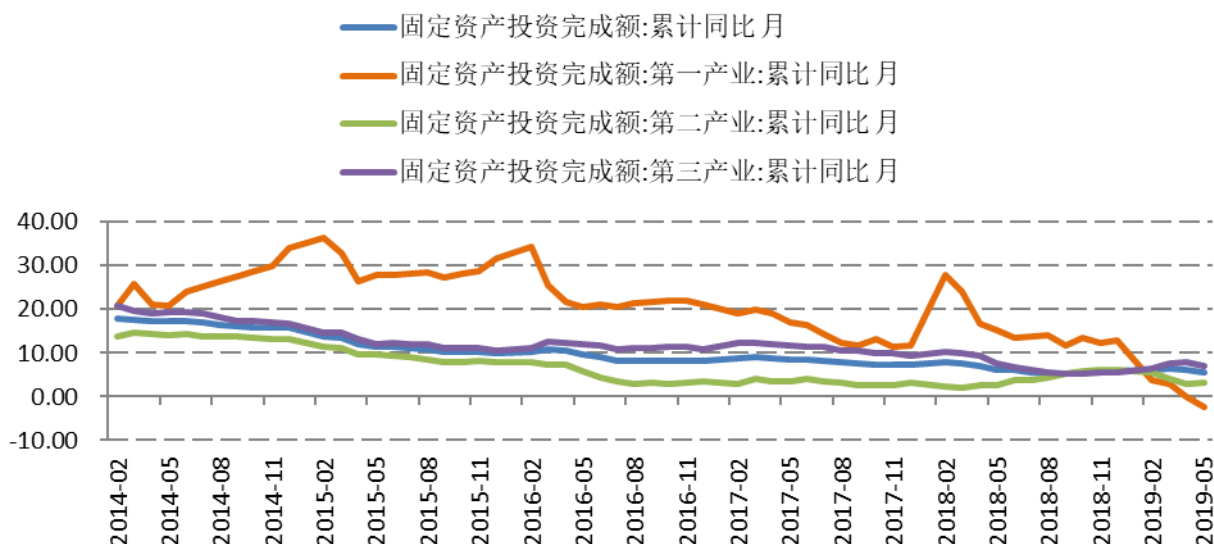
四、中国经济数据细致解读

1、固定资产投资及房地产数据：合理区间运行 韧性犹存

2019年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）348892亿元，同比增长5.7%，增速比1—6月份回落0.1个百分点。从环比速度看，7月份固定资产投资（不含农户）增长0.43%。其中，民间固定资产投资210267亿元，同比增长5.4%，增速比1—6月份回落0.3个百分点。

7月固定投资数据回落，但维持在合理区间运行。从细分数据来看，基础设施投资有所回落，其中铁路运输业投资增速回落1.4%，虽然当前政策对于基建的扶持力度很大，但政策从发布到落地需要时间，随着9月地方债的完全发放完成，预计4季度基建方面的投资或会加快，固定资产投资有企稳回升的可能。

图：固定资产投资



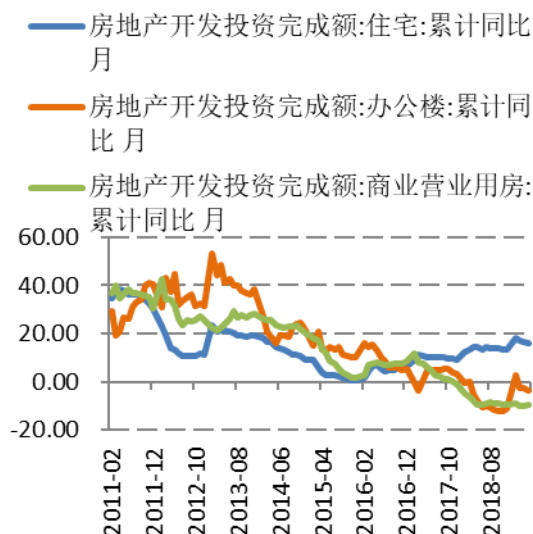
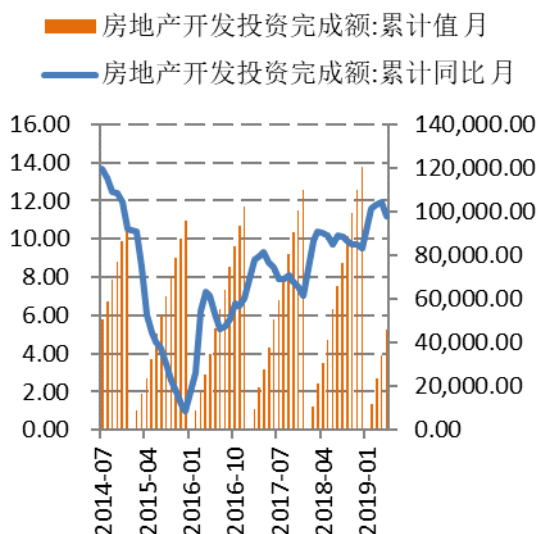
数据来源：wind 国信期货

2019年前三季度，全国房地产开发投资72843亿元，同比增长10.6%，增速比1—6月份回落0.3个百分点。其中，住宅投资53466亿元，增长15.1%，增速回落0.7个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为73.4%。房地产开发投资方面，占新开工面积比例最大的住宅类项目回落较为明显，竣工面积环比回落10%左右。同时需要注意到一个现象，即房地产销售额和房地产销售面积正在回升，说明市场的购买力依然较强。

需要注意的是，国际政治经济局势变化较快，或会间接的影响未来政策微调的方向。

图：房地产数据

图：房地产投资数据细分项



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

2、社会消费及工业增加值数据: 社消数据小幅回落 汽车制造业疲软

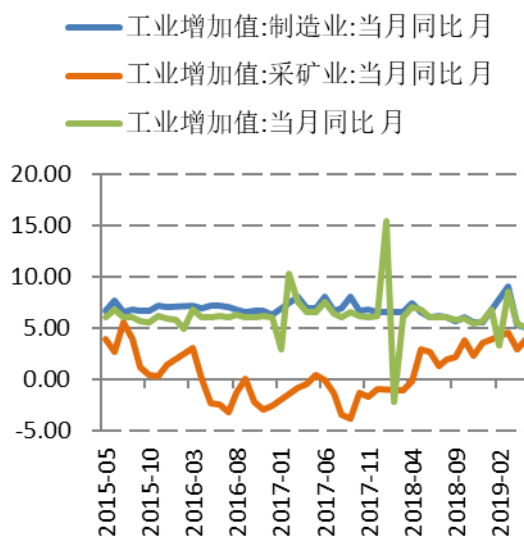
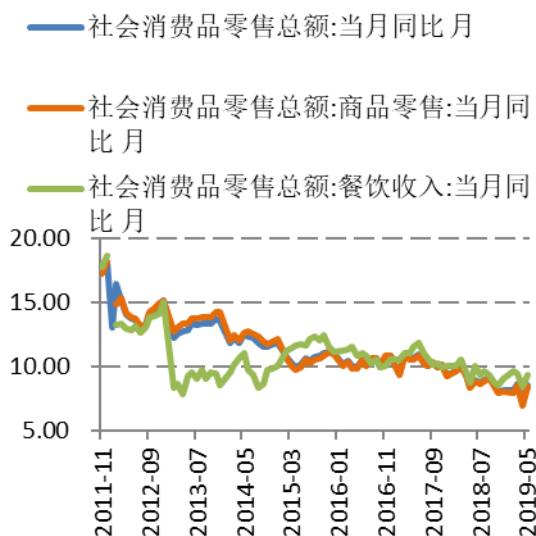
2019年7月份, 社会消费品零售总额33073亿元, 同比名义增长7.6% (扣除价格因素实际增长5.7%, 以下除特殊说明外均为名义增长)。其中, 除汽车以外的消费品零售额30017亿元, 增长8.8%。2019年前三季度, 社会消费品零售总额228283亿元, 同比增长8.3%。其中, 除汽车以外的消费品零售额206136亿元, 增长9.2%。2019年7月份, 规模以上工业增加值同比实际增长4.8% (以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率), 比6月份回落1.5个百分点。从环比看, 7月份, 规模以上工业增加值比上月增长0.19%。1-7月份, 规模以上工业增加值同比增长5.8%。

1-7月社会消费品零售数据和工业增加值数据小幅回落, 但韧性犹存。本月数据中有两点值得关注: 1、社会消费零售额的回落, 主要是由于6月份的电商节, 透支了一部分的消费, 所以7月份社会消费品零售数据回落的幅度较大, 但是从长期的数据来看, 仍在正常的区间运行。2、工业增加值方面, 41个大类行业中有36个行业保持了增长, 其中制造业和采矿业增速较快, 但是由于6月份汽车国五和国六的标准交替, 所以6月份提前透支了一部分汽车消费和制造的需求, 拖累7月份工业增加值的回落。

当前全球政治经济局势变动较大, 但是考虑到下半年双十一和双十二两个电商节的来临, 社消数据有企稳回升的可能。但是未来工业增加值是否能转暖, 还是要看汽车这块的需求, 未来需要继续观测汽车方面政策的倾斜和扶持力度。

图: 消费数据

图: 工业增加值数据



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

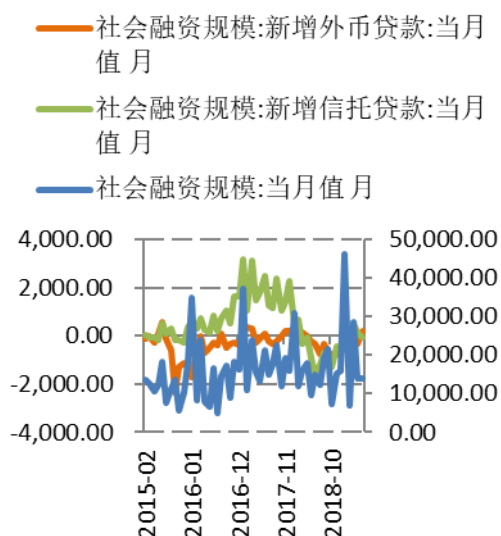
3、社融数据: 松紧适度 总量稳定

中国前三季度社融数据松紧适度, 总量稳定, 关注最新发布的7月社融数据。中国7月新增人民币贷款10600亿元, 预期12423亿元, 前值16600亿元; 社会融资规模增量10100亿元, 前值22600亿元; 7月M2同比8.1%, 预期8.46%, 前值8.5%, M1货币供应同比3.1%, 前值4.4%, M0货币供应同比4.5%, 前值4.3%。

7月信贷数据低于市场预期，数据有两点值得关注：1、社融总量低于预期，从细分项来看，新增人民币贷款回落较为明显，虽然专项债发行规模有所加快，但是对冲不了人民币贷款回落的速度，所以总量上数据下行。2、上半年整体M2增速达到了8.5，而名义GDP增速为8.1%，符合年初的目标，M2的投放量和名义GDP增速相匹配，所以预计短期降准的可能性很小，货币政策中性稳健为主，大概率运用公开市场操作工具来实现信贷结构的调整，以保持结构性政策的稳定。

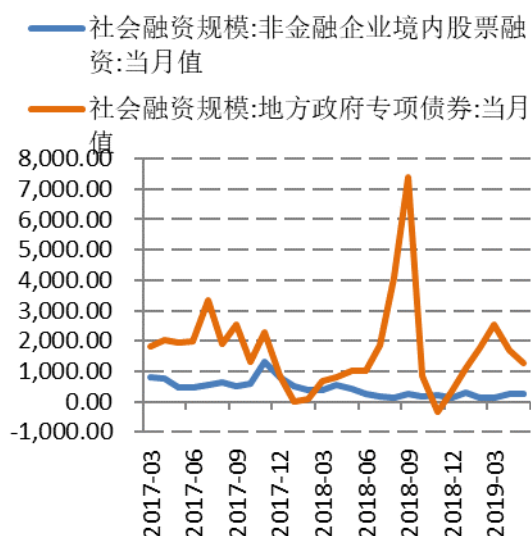
展望4季度，有个风险点在于三季度之前，专项债需要全部发行完，所以四季度社融规模可能会继续回落。

图：社会融资规模



数据来源：wind 国信期货

图：社会融资规模细分项



数据来源：wind 国信期货

4、通胀数据：食品价格上行 CPI与PPI背离

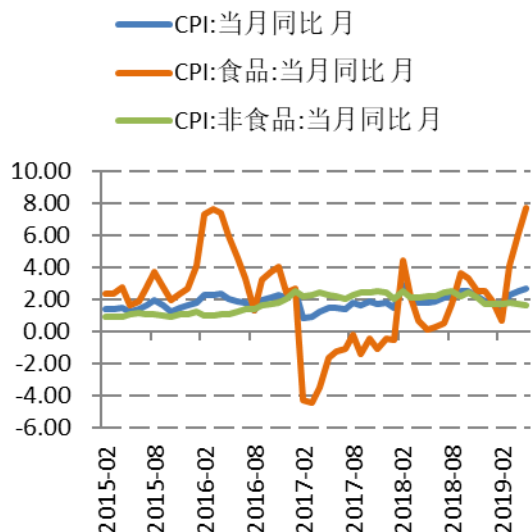
前三季度，整体通胀数据走势呈上行趋势。7月居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.8%，为2018年2月以来的最大涨幅。7月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降0.3%，低于路透调查预估中值的下降0.1%，且为2016年8月以来首次下跌，当时为下降0.8%。

7月生活资料和生产资料数据出现了分化。数据有两点值得关注：1、从CPI来看，非洲猪瘟疫情的持续以及7月猪肉价格整体的抬高使得猪肉价格的涨幅超出预期，同比上涨达到27%。并且或会在未来数月持续影响CPI的走势。2、PPI方面，本月主要受到原油价格下行的影响以及内需的疲弱，有所回落。但需要注意到，下半年基建大面积的开工已成定局，所以积极的宏观政策和基建有助于PPI数据的企稳回升。

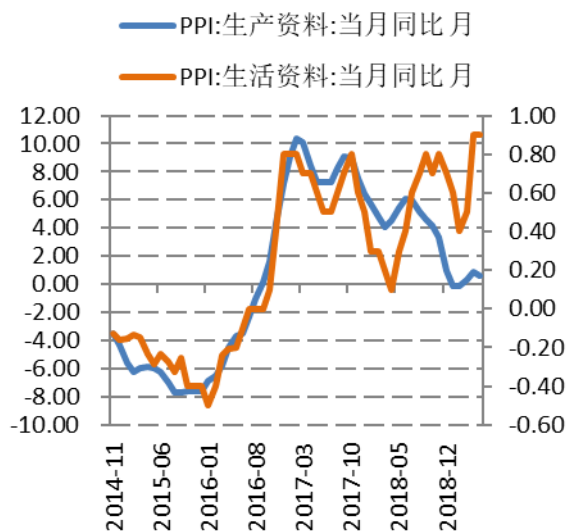
总体来看，猪肉价格的上行，以及中美贸易关于农产品采购的问题，三季度食品价格中枢上移已成定局，未来CPI和PPI分化的走势或将延续一段时间。但是暂时结构性的通胀并不会影响长期格局，未来四季度通胀价格还是会回归到正常区间。

图：CPI 数据

图：PPI 数据



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

5、进出口数据：出口数据表现亮眼 进口数据承压

海关公布，以人民币计价，前七个月，中美贸易总值为 2.1 万亿元，下降 8.1%，占外贸总值的 12%。其中，中国对美国出口 1.62 万亿元，下降 2.1%；自美国进口 4,739.3 亿元，下降 24%；对美贸易顺差 1.15 万亿元，扩大 11.1%。7 月以美元计价出口同比增长 3.3%，进口同比下降 5.6%；路透调查预估中值分别为下降 2.0%和下降 8.3%。7 月贸易顺差为 450.6 亿美元，路透预估中值为顺差 400 亿美元。

7 月进出口数据出现了分叉，主要有两点原因：1、进口方面，同比数据有所下滑，主要有两个原因。首先是内需依然较为疲软，其次中美贸易冲突的升级也在一定程度上影响到了企业家的信心，减弱了全球经济增速，拖累进口数据的下行。2、出口方面出现了一定程度的增长，也有两个原因。首先，人民币在 7 月份的大幅贬值，虽然增加了进口的成本，但对于出口而言不失为一个较大的利好。其次美国将在 9 月对中国 3000 亿商品新征关税，这会带来 7 月份出口企业的“抢出口”情况的发生，提前预支了一部分未来的出口订单。

总体来看三季度的进出口数据较大程度上还是受到了中美贸易战的影响，但是汇率方面的波动稳定了出口方面的订单，也在一定程度上缓冲了出口数据快速下行的压力。预计四季度外贸形势依然较为疲软，需要重点关注货币政策以及全球经济基本面的形势对于进出口数据的支撑。

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_10525

