

中美争端触发全球波动率上升

■ 要点

- 政治局会议要求深挖国内需求潜力，不短期刺激房地产。
- 美联储降息降 IOER 提前缩表，但未锁定降息路径。川普单方面推特宣布对 3000 亿美元中国进口商品征关税 10%。
- 人民币汇率破 7，但对其他发展中国家升值。央行强调有能力保持稳定。中美长期利差保持高位，短期利差被汇率冲击至倒挂

■ 评论

政治局会议明确了经济下行的压力，对市场预期的刺激进行明确的打击，虽然没有像 4 月那次会议重提“去杠杆”，但是在以前会议房住不炒的基础上，新增一句“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，突出了减税“落实落细”的重要性。

美联储如期降息，历史上看降息周期起点后往往伴随经济和股市下行。美联储四位前任主席团联合发文声张联储独立性，不被政治左右。全球负利率规模扩大，美国期限利差加剧转负。

■ 月关注点

- 央行货币政策报告，预计重申政治局方针，维持货币总闸门

宏观月报

2019 年 8 月 7 日

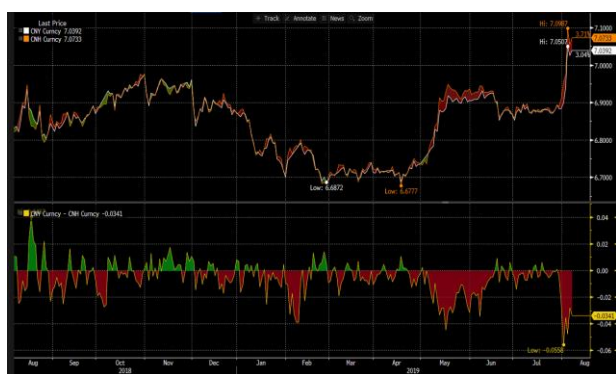


一、焦点事件：贸易摩擦升级 资产波动重演 5 月

近期中美政治经济摩擦加大，在上海的磋商在下午提前结束，盘中股指小跌，盘后川普加税。此外还有限制大陆个人赴台，美国退出中岛条约，外交部严正要求美国等国家不要干预香港事务（数据显示，2014 年中至今，美国国家民主基金会资助相关项目约 3000 万美元左右）。一定程度上，把贸易磋商安排在上海，反映出其和同期进行的政治局会议产生交集。

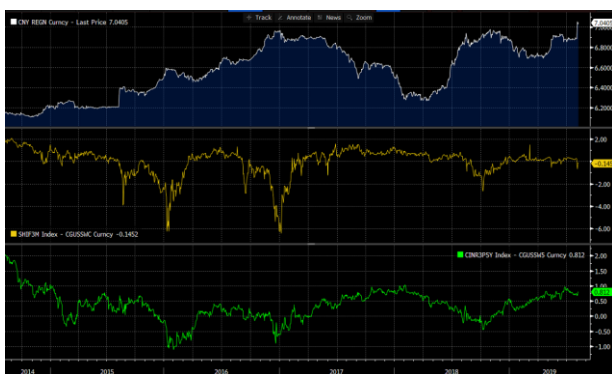
本周，美元对人民币汇率破 7。其中 CNH-CNY 差距进一步拉大至 500bp，不及 5 月加税冲击时的 300bp，考虑到远期利差一些香港外资机构锁定 20bp 左右的无风险汇差，只要是其交易对手方员工正常到岗。利差方面，长期资金利率保持较大，5 年期 IRS 为 3.24%，CNH 5 年期 IRS 掉期后 2.39%，利差高达 85bp，全球负利率规模新高且美国降息周期背景下，中国利率债吸引力极大，债券通 7 月外资净买入超过 527 亿元，7-10 年的最有吸引力。短期利差受到汇率驱动出现倒挂，3M shibor 2.6%，3M 美元掉期到 CNH 后 2.82%，倒挂程度与 5 月加税的冲击相似。从利差和经济周期影响汇率的角度，人民币仍有升值空间，吸引全球负利率资本投入。

图 1. CNH-CNY 汇差拉大



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 2. 短期利差受到汇率冲击 长期稳定



数据来源：Wind, 中财期货研究院

央行反应飞快，周一 10:35 左右就在官网定调，7 不是年龄不是堤坝，而是水库，有能力维稳，将预防正反馈。某种程度上确实可能是为了抵消加税的出口成本而主动贬值，当然，最近几年每次中美有所重大风险冲击，央行采取降准等措施的速度总是很快。因此当周一晚间美国将中列为汇率操纵国后，央行周二即在香港预告发行央票，收回人民币。操纵和调整是相同的动作，不同的定性。加关税和贬值都是两国政府对纯市场经济的干预，市场和政府之间的关系是中美谈判的重大分歧，难以调和，因此在谈判无法进展、6 月两国领导人通话并会见短期调和矛盾后，这组关系的复杂性在显示的经济政策操作中体现出来。当然，关税可以加 10%，但汇率不可能贬值 10%，经验上看汇率贬值 1%和关税 10%已经大致相当，就像美国减税 10%，经济绝不可能多增长 10%，大致多增长 1%左右。

此前美国在贸易战和汇率战方面充分运用美元霸权和军事霸权，无论对市场经济的北约同盟国还是亚洲军事保护伞下的日韩或者苏联，美国都以胜利者姿态笑傲终局。本次对中国施加这些手段，可能会伴随军事摩擦的升级，比如去年 9 月底南海的一些接触。但美国世界警察的预算支持或将不及以往，社会分裂现实也不支持战争动员。全球化恐怖主义也在这种分裂背景下渗透，国内枪击案已经被定性为恐怖主义。

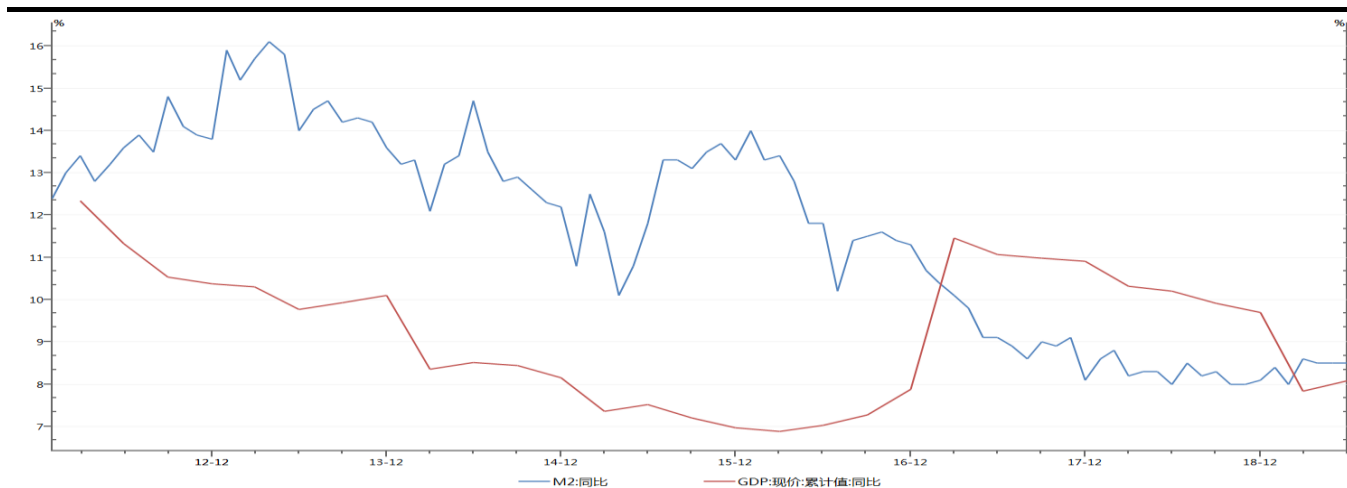
因此中美摩擦更多还是在经济金融领域展开或升级，中国人民银行斥其为单边主义破坏国际秩序。5 月汇率冲击时央行也有过央票发行，对维稳汇率限制空头有一定效果。不够从大陆方面的结售汇和外汇占款变动看，过去几年保持小幅波动，说明直接入市干预少，逐步走向市场化双向波动的大势。央行特别强调不希望企

业过多暴露在汇率风险中，国务院也进一步简化优质企业跨境人民币业务办理流程，探索上海自贸区临港新片区内资本自由流入流出和自由兑换。

二、经济数据

GDP 名义增速依然持续第二个季度低于 M2，宏观流动性审慎以及货币政策总闸门将保持流动性合理充裕，难以出现上一轮 2012-2016 年的资产泡沫。

图 3：M2 增速持续超过 GDP 名义增速



数据来源：Wind、中财期货研究院

二季度 GDP 同比 6.2%，略低于预期。工业增加值同比 6.3%，前值 5.0%。上游增速高，设备制造增速回落，汽车增加值收窄，但汽车销售改善更多。固定资产投资增速提高 0.2 个百分点至 5.8%，重大项目资本金新政策效果显著，6 月社会融资大幅改善。同时消费反弹，汽车促销是主要驱动力，但若剔除汽车消费，6 月社融继续放缓

4 月份以来首现回升，制造业领域呈现诸多积极变化。一是行业景气面有所扩大。在调查的 21 个行业中，12 个行业的 PMI 位于扩张区间，比上月增加 3 个，其中烟草、造纸印刷、医药、电气机械器材、计算机通信电子设备等制造业位于 51.0% 以上，行业呈现较快扩张。纺织、金属制品、通用设备等制造业 PMI 在临界点以下，行业景气度回落。二是生产扩张总体加快，市场需求有所改善。生产指数和新订单指数为 52.1% 和 49.8%，分别比上月回升 0.8 和 0.2 个百分点，均为 4 个月以来的首度回升，尤其是生产指数高于上半年均值 0.7 个百分点。企业采购意愿有所增强，采购量指数重回扩张区间，为 50.4%。三是价格指数回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 50.7% 和 46.9%，分别比上月上升 1.7 和 1.5 个百分点。四是进出口指数同步回升。新出口订单指数和进口指数虽然位于临界点以下，但环比均回升 0.6 个百分点至 46.9% 和 47.4%。五是企业发展预期稳中向好。企业生产经营活动预期指数为 53.6%，比上月上升 0.2 个百分点，减税降费、定向降准等政策措施加快落地，进一步减轻了企业负担，对稳定企业信心发挥了重要作用。

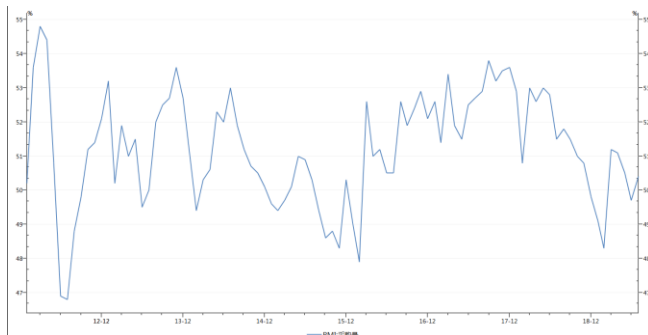
服务业继续保持增长。服务业商务活动指数为 52.9%，比上月回落 0.5 个百分点，增势有所放缓。从行业情况看，在调查的 21 个行业中，有 20 个行业位于扩张区间，服务业基本面总体较好。其中，铁路运输、航空运输、电信等行业商务活动指数连续三个月位于 59.0% 及以上的较高景气区间，业务总量持续快速增长；在暑期消费的带动下，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数环比分别上升 5.3、3.5 和 7.6

个百分点，行业景气度上升较快。批发业和金融业商务活动指数虽然持续位于扩张区间，但比上月有所回落，是服务业景气扩张放缓的主要因素。从价格情况看，投入品价格指数和销售价格指数为 52.7% 和 50.5%，分别比上月上升 1.6 和 1.4 个百分点，反映近期服务业市场总体较为活跃。

图 4. PMI 走弱



图 5. PMI 采购量超过 50 成为唯一亮点



数据来源：Wind, 中财期货研究院

建筑业继续位于较高景气区间。近期多地受高温暴雨等因素影响，建筑业生产扩张有所放缓，商务活动指数为 58.2%，比上月回落 0.5 个百分点。从劳动力需求和市场预期看，从业人员指数和业务活动预期指数为 52.1% 和 63.7%，分别比上月上升 1.7 和 1.1 个百分点，表明企业对未来市场持续看好，用工需求继续增加。

非制造业 5 月表现与前值持平，维持在扩张区间，但未来增长动力不足。第一，非制造业新订单分项由 50.8 下跌至 50.3，接近荣枯线。建筑业与服务业的新订单分项均有所下滑。第二，非制造业商务活动预期连续三个月下滑。第三，同制造业相同，投入价格上涨，销售价格下跌将压低其利润空间。

图 6. 房地产销售疲弱

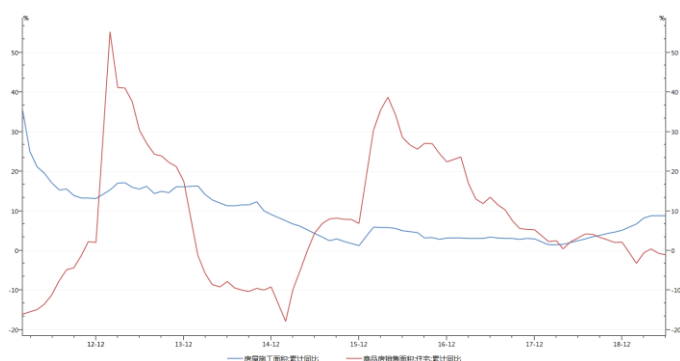
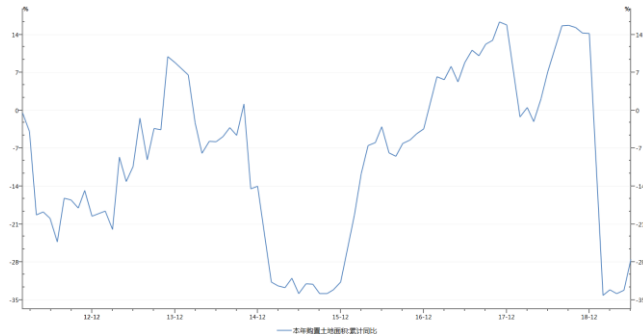


图 7. 房企购买土地低迷



数据来源：Wind, 中财期货研究院

房地产持续走弱

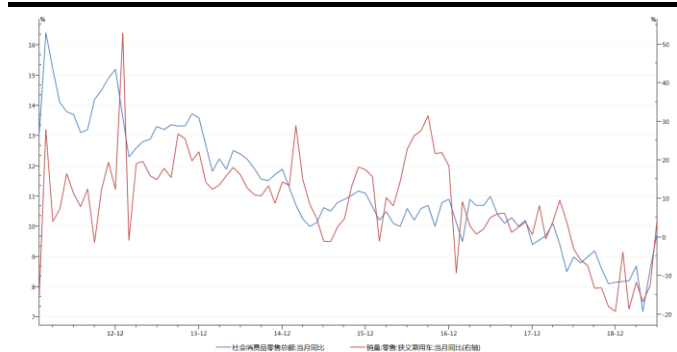
房地产销售和投资数据继续回落。累计投资增速从 11.2% 下降至 10.9%。房地产开发商购置土地面积，即补充原材料库存的速度出现了大幅下降。年初开始的房地产开发购置土地面积的累计同比增幅就一直在 -30% 以下，主要去年囤地仍在消化。开发商融资环境进一步收紧，到位资金增速从 7.6% 下降至 7.2%。不过施工面积反弹，也就是在补产品库存，但是原材料库存没有特别大幅的补充，反应出开发商在加速产品化，但还没有加速销售，

而是囤积了一些商品房，累计销售面积增速从-1.6%下跌至-1.8%，累计销售金额增速从6.1%下降至5.6%，

贷款市场的表现非常松弛的，供给充分，央行公布的二季度银行信贷审批的指数同比变化从2018年下半年开始变松弛，之后一直延续到现在。同时贷款需求保持在低位稳定的水平。但，非标供需比贷款略差。信用债市场的结构分化非常严重，整体上净发行量有所恢复的，结构差距很大。

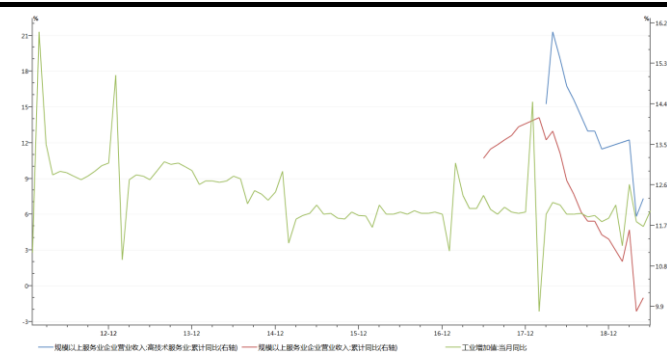
6月工业增长小幅回暖至+6.3%，高技术工业生产保持9.6%增长。高技术企业收入保持在10%以上。

图 8. 汽车消费带动社会零售回暖



数据来源：Wind, 中财期货研究院

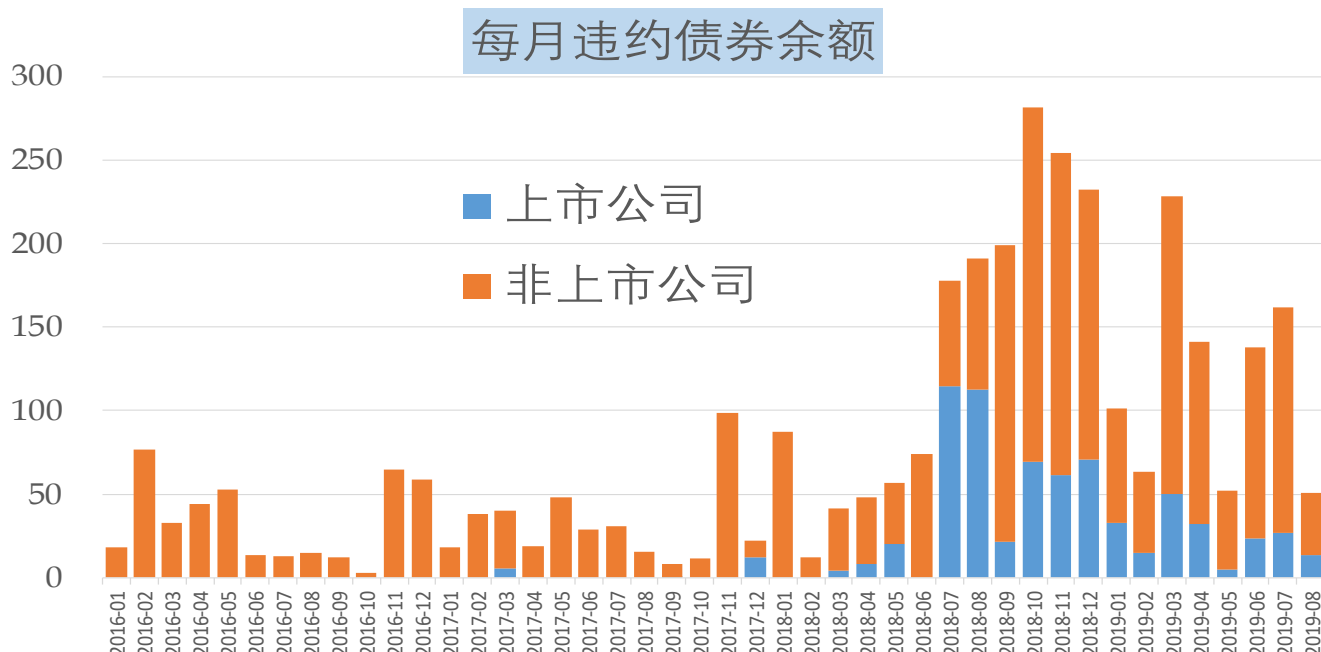
图 9. 高技术行业快速增长



数据来源：Wind、中财期货研究院

三、信用债违约统计

7月有17只信用债发生实质违约，债券余额累计936亿元（其中上市公司债违约199.26亿，非上市公司77亿元），比2018年同期的497亿元增长88%，2019年至今共有124只违约，2018年前7月累计违约52只。

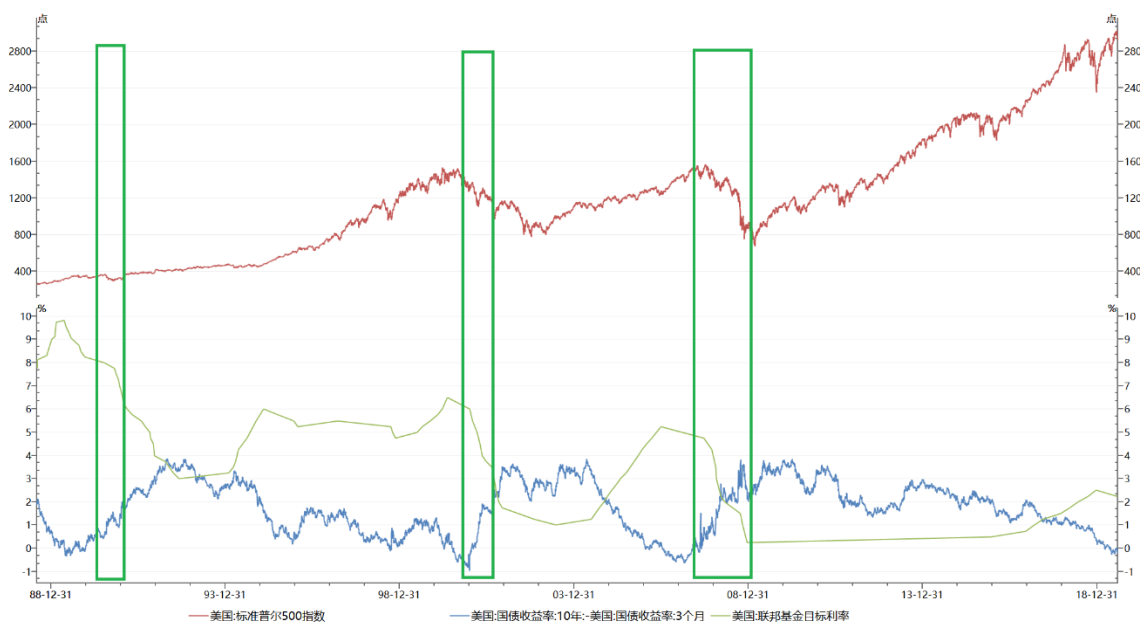


四、海外宏观

美国：降息

美联储如期降息 25bp, 为 2008 年首次, 但并非是 2015 年加息周期后货币政策正常化后的首次以调整利率, 4 月末曾在 2015 年加息周期以来首次下调过准备金利率, 本次再次下调至 2.1%, 幅度增大。议息会议纪要有超预期部分。一是提前到 8 月就结束缩表 (原计划 9 月), 把美联储持有的到期美债偿还的本金继续展期到美国债, 机构债的到期还本金额限制在每月 200 亿, 也就是每月 200 亿继续投入国债, 超出部分才继续购买机构债或机构 MBS。二是新闻发布会上 Powell 关于后续降息路径前瞻指引的表态不如市场预期的那么“鸽派”。市场原本预期美联储会锁定一个降息路径、开启降息周期的前瞻指引, 从现场回答记者提问的场面看, 用词有些犹豫, 演绎出“contemplating”, 这可能说明 FOMC 讨论过程中分歧较大。鸽派程度不及预期主要表现为明确表示 mid-cycle adjustment 是对比以往的降息都开启降息周期, 而未来可能降息也可能加息。于是美股表现为盘中大跌, 因为此前的历史新高主要反映对鸽派的预期, 美股 EPS 整体向下, 但多数公司公布财报的时候 EPS 总能合理地超出分析师预期, 对 3 季度的展望已经恶化。

图 10：降息往往确认开启经济和股市下行周期



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_10901

