

避险情绪升温，短期有利于债市走强

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（联系人）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

中美贸易摩擦再次升温，经济下行压力增加。8月2日凌晨，美国总统特朗普通过社交媒体特推发文称，将从9月1日起对价值3000亿美元的中国商品加征10%的关税，范围不包括已对2500亿美元征收25%关税的中国商品。这也意味着中美贸易谈判前景并不明朗，贸易摩擦再次升温。这不仅拖累全球经济增速，而且也增加国内经济下行压力。结合刘元春（2018）、Rosyadi and Widodo（2018）等利用GTAP分析了中美贸易摩擦对世界经济的影响：如果美国再对中国3000亿美元商品征收10%关税，那么中国进口将会下滑4.58%，出口下滑3.69%，社会福利损失571.30亿美元，拖累GDP增速下滑2.84%，也就是GDP在二季度经济下滑基础上下降0.176个百分点；如果中国政府采取反制，那么中国出口下滑5.02%，进口下滑6.75%，GDP下降2.49%，也就意味着GDP在二季度经济下滑基础上下降0.154个百分点，降幅有所收窄。如果美国再对中国3000亿美元商品征收25%关税，那么中国进口将会下滑9.86%，出口下滑8.02%，社会福利损失1268.34亿美元，拖累GDP增速下滑6.22%，也就意味着GDP下降0.386个百分点；这时候如果中国采取反制，出口下滑9.89%，进口下滑12.8%，GDP下降5.73%，也意味着GDP下降0.355个百分点。美国GDP增幅也将大幅下降。

不将房地产作为短期刺激经济手段，地产周期下行。中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，未来房地产调控将会进一步趋严，未来地产调控的重点将放在落实房地产长效机制上，通过完善地产调控机制，来实现“房子是用来住的、不是用来炒的”总目标。叠加2019年下半年信用债到期高峰，下半年地产债借新还旧压力增加，地产企业通过发行信用债的净融资额将会进一步下降。同时下半年房企通过信托融资规模趋降，房企海外外债发行再融资渠道将被进一步收紧。地产周期下行加大经济下行压力。由于我国经济中地产及相关产业链占比较高，短期地产政策调控将再次加剧地产周期下行压力，也带动经济下行压力增加。

贸易摩擦升温和地产调控打开无风险利率下行空间。受中美贸易摩擦再次升级影响，全球资本市场出现较大幅度回调，无论是A股还是美股均出现较大幅度下行，未来避险情绪将会进一步升温；叠加国内加强地产调控，增加了国内经济下行压力。这样将会重新打开无风险利率下行空间，短期有利于债市走强。从央行2019年下半年工作会议重点来看，一是总基调依然是稳健的货币政策保持松紧适度，及时预调微调。完善“三档两优”存款准备金政策框架和利率并轨依然是重点，同时加强逆周期调节。二是继续加大对民营企业的支持力度。三是加强房地产市场资金管控。预计下半年房企从商业银行表内获取资金的难度将会增加，同时将会适度提高居民房地产信贷成本，房企获得商业银行表内信贷规模将会进一步压缩。总之在央行进一步压缩地产融资规模下，经济下行压力增加，叠加美联储降息和中美贸易摩擦升温，避险情绪短期将会助推我国无风险利率进一步下行，也将进一步打开利率债下行空间，债市长期向好。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、中美贸易摩擦再次升温，经济下行压力增加.....	3
2、不将房地产作为短期刺激经济手段，地产周期下行.....	3
3、避险情绪升温，短期有利于债市走强.....	4
4、大类资产观察（2019.07.29-2019.08.04）.....	5
4.1、股票市场.....	5
4.2、债券市场.....	6
4.3、外汇市场.....	6
4.4、房地产市场.....	7
4.5、大宗商品市场.....	7
5、参考文献.....	9

图表目录

图 1：2019 年上半年土地供应数量及成交均价.....	4
图 2：发达经济体主要资本市场表现.....	5
图 3：新兴经济体主要资本市场表现.....	5
图 4：中债国债到期收益率曲线.....	6
图 5：美国国债到期收益率曲线.....	6
图 6：美元指数与人民币汇率.....	7
图 7：日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	7
图 8：30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	7
图 9：一二三线城市商品房成交分化.....	7
图 10：原油期货价格指数.....	8
图 11：黄金价格指数.....	8
图 12：南华商品涨跌幅度.....	8
图 13：南华农产品涨跌幅度.....	8
图 14：南华能化涨跌幅度.....	8
图 15：南华工业涨跌幅度.....	8
图 16：南华金属涨跌幅度.....	9
图 17：南华贵金属涨跌幅度.....	9

1、中美贸易摩擦再次升温，经济下行压力增加

贸易摩擦加剧全球经济下行风险。北京时间8月2日凌晨，美国总统特朗普通过社交媒体特推发文称，将从9月1日起对价值3000亿美元的中国商品加征10%的关税，范围不包括已对2500亿美元征收25%关税的中国商品。这也意味着中美贸易谈判前景并不明朗，贸易摩擦再次升温。这不仅拖累全球经济增长，而且也增加国内经济下行压力。在贸易摩擦不断升级背景下，IMF将2019年全球经济增长下调0.1个百分点，降至3.2%。

结合刘元春（2018）、Rosyadi and Widodo（2018）等利用GTAP分析了中美贸易摩擦对世界经济的影响（可以参考之前的报告：《中美贸易摩擦的经济影响》，2019-05-15）：如果美国再对中国3000亿美元商品征收10%关税，那么中国进口将会下滑4.58%，出口下滑3.69%，社会福利损失571.30亿美元；如果中国政府采取反制，也再对美国剩余450多亿美元商品征收10%关税，那么中国出口下滑5.02%，进口下滑6.75%，GDP降幅有所收窄。如果美国再对中国3000亿美元商品征收25%关税，那么中国进口将会下滑9.86%，出口下滑8.02%，社会福利损失1268.34亿美元；这时候如果中国采取反制，出口下滑9.89%，进口下滑12.8%，美国GDP增幅也将大幅下降。当然，不同学者运用不同方法、不同数据测算的结果也不同。Bellora and Fontagne（2019）利用CGE模型得出，中国GDP损失远小于上述测算的结果。

表1：不同情景下中美贸易对经济增长影响（%）

不反制情景分析	GDP	出口	进口
对3000亿商品加征10%关税	-2.84	-3.96	-4.58
对3000亿商品加征25%关税	-6.22	-8.02	9.86
反制情景分析	GDP	出口	进口
对3000亿商品加征10%关税	-2.49	-5.02	-6.75
对3000亿商品加征25%关税	-5.73	-9.89	-12.8

资料来源：刘元春（2018），新时代证券研究所

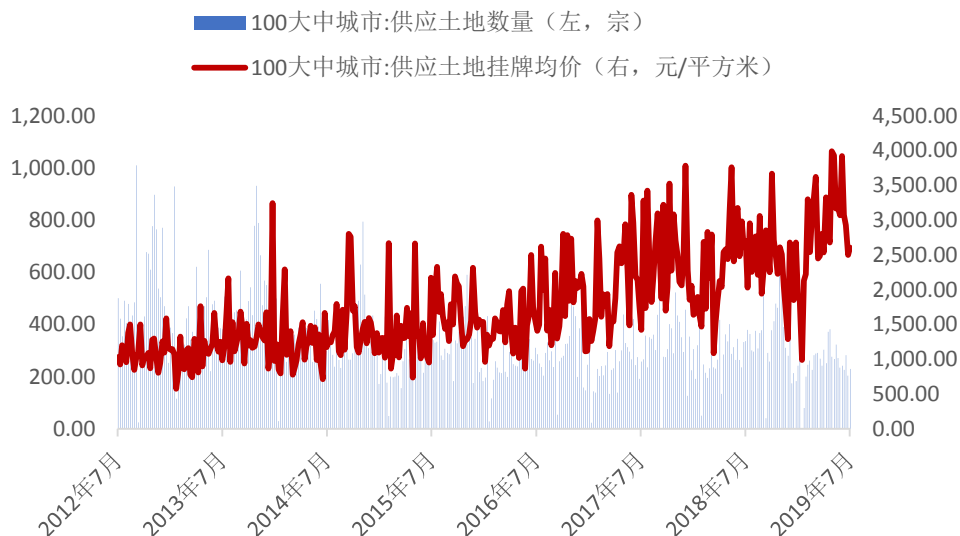
2、不将房地产作为短期刺激经济手段，地产周期下行

融资收紧加速地产周期下行。2019年7月31日，我国中央政治局会议上，首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，未来房地产调控将会进一步趋严，未来地产调控的重点将放在落实房地产长效机制上，通过完善地产调控机制，来实现“房子是用来住的、不是用来炒的”总目标。叠加2019年下半年总计约有2644.64亿元地产信用债到期，下半年地产债借新还旧压力增加，地产企业通过发行信用债的净融资额将会进一步下降。同时下半年房企通过信托融资规模趋降。随着监管部门约谈了房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，要求下半年一是严控地产信托规模，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平；二是禁止“前融”业务；三是通道业务需备案审批。这也就意味着下半年房地产通过信托进行融资，监管将会持续加码，地产信托增量在2019年下半年不容乐观。此外，778号文文明确指出，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，这表明下半年房企海外外债发行再融资渠道将被进一步收紧。

短期地产周期下行加大经济下行压力。由于我国经济中地产及相关产业链占比较高，短期地产政策调控将再次加剧地产周期下行压力，也带动经济下行压力增加。未来地产受融资收紧，房企流动性较高的资产对全部债务的保障能力将会下降，无论是大型房企，还是中小型房企，偿债能力均下滑明显，加剧行业洗牌和龙头效应；

另一方面，地产调控难以放松意味着融资政策难以松动，意味着地产杠杆水平将会进一步下降，带动经济下行压力增加。

图1： 2019 年上半年土地供应数量及成交均价



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 避险情绪升温，短期有利于债市走强

2019 年 8 月 5 日早盘，人民币兑美元汇率中间价调贬 229 个基点，报 6.9225，创 2018 年 12 月 3 日以来新低，同时在岸和离岸人民币兑美元汇率纷纷跌破 7 和 7.1 重要关口。不过此次贬值主要是受单边主义和贸易保护主义措施及对中国加征关税预期等影响，央行有意引导，以应对当前不确定性加剧的外部环境变化。一次性贬值有助于避免资本持续外流，保持了货币政策的独立性，有助于提升宏观经济调控的政策空间。同时也打破了市场上关于人民币汇率保 7 的主观判断，未来 7 并不是人民币兑美元汇率的常态，人民币汇率既可能贬值，也可能升值，双向浮动才是人民币汇率的常态，汇率走势更多取决于资金供求的变化和市场情绪的影响，因此，人民币汇率破“7”属于正常现象，既不会导致人民币汇率出现一泻千里的贬值，更不是洪水猛兽，依然存在涨回去的可能，因此对于市场而言，避险情绪升温短期有助于债市走强。未来，央行依然会坚持外汇市场开放进度，汇率破 7 将会成为常态。

受中美贸易摩擦再次升级影响，全球资本市场出现较大幅度回调，无论是 A 股还是美股均出现较大幅度下行，未来避险情绪将会进一步升温；叠加国内加强地产调控，增加了国内经济下行压力。这样将会重新打开无风险利率下行空间，短期有利于债市走强。

从央行 2019 年下半年工作会议重点来看，一是总基调依然是稳健的货币政策保持松紧适度，及时预调微调。完善“三档两优”存款准备金政策框架和利率并轨依然是重点，同时加强逆周期调节。二是继续加大对民营小微企业的支持力度。上半年普惠小微企业贷款增速达到 22.5%，比上年末提高 7.3 个百分点，高于同期全部贷款增速 9.5 个百分点；民营小微企业贷款利率平均为 6.82%，同比下降 58bp，下半年既要确保小微企业贷款户数增加、贷款规模投放扩大，同时确保小微企业贷款成本继续降低。三是加强房地产市场资金管控，预防系统性金融风险。预计下半年央行将会加强银行信贷作为房地产政策调控的关键环节，严控房地产贷款余额，将房企从商业银行表内获取资金的规模控制在一定范围内，同时将会适度提高居民

房地产信贷成本，房企获得商业银行表内信贷规模将会进一步压缩。四是进一步加大金融对外开放。人民币汇率波动并不会阻碍央行金融对外开放步伐，相关央行依然会继续放宽市场准入，稳步推动人民币资本项目开放，推动扩大人民币跨境使用，通过开放保持人民币汇率稳定。总之在央行进一步压缩地产融资规模下，经济下行压力增加，叠加美联储降息和中美贸易摩擦升温，避险情绪短期将会助推我国无风险利率进一步下行，也将进一步打开利率债下行空间。虽然库存周期显示短期利率债空间有限，但是在经济下行压力增加背景下，债市长期向好。

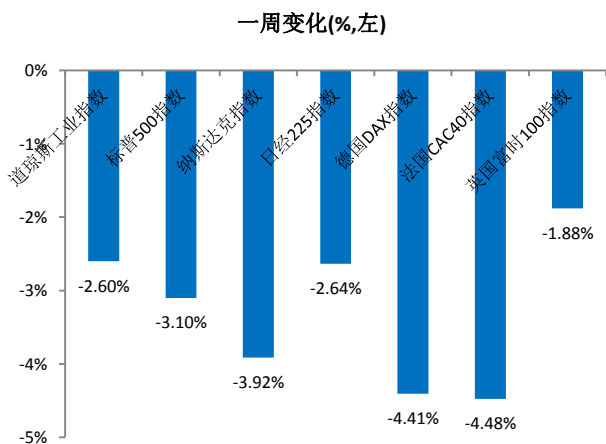
4、大类资产观察 (2019.07.29-2019.08.04)

4.1、股票市场

中美贸易摩擦再次升温，三大股指集体收跌。上周，美方拟对 3000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税，叠加美国 ISM 制造业 PMI 和非农就业数据不及预期，其中，美国 7 月 ISM 制造业 PMI 降至 51.2，创 2016 年 8 月以来新低，数据显示美国需求疲软，新订单指数零增长，客户积压订单指数连续第二个月萎缩，库存指数维持在过低水平；美国 7 月非农就业人数新增 16.4 万，低于预期的 16.5 万和前值 22.4 万。美国三大股指在美联储降息靴子落地之后出现较大幅度回调，道指振幅超千点，周跌 2.6%，收于 26485.01 点；纳指和标普 500 指数创 2018 年 12 月以来最大单周跌幅，其中，标普 500 指数周跌 3.1%，收于 2932.05 点；纳指周跌 3.92%，收于 8004.07 点。

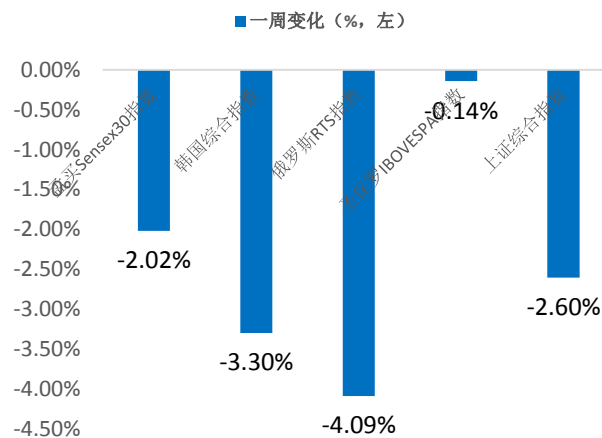
欧洲三大股指收跌，新兴市场主要股指多数下行。上周，欧洲 Markit 数据显示，欧元区 7 月制造业采购经理人指数(PMI)终值降至 52，其中，德国和法国 7 月综合 PMI 创 6 个月新低，分别由高位回落至 55.1 和 55.7；英国由 6 月的 52.4 急降至 48.2，创 2013 年 2 月以来最低。在英国脱欧等经济前景不明朗背景下，**法国 CAC40 指数创 3 年来最大跌幅。**其中，法国 CAC40 指数周跌 4.41%，收于 5359 点；德国 DAX 指数周跌 4.41%，收于 11872.44 点；英国富时 100 指数周跌 1.88%，收于 7407.06 点。**亚太方面**，受日韩贸易摩擦升级，新兴市场指数多数下跌，韩国综指周跌 3.30%，收于 1998.13 点；日经 225 指数周跌 2.64%，收于 21087.16 点；上证指数周跌 2.60%，收于 2867.84 点。

图2：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：新兴经济体主要资本市场表现



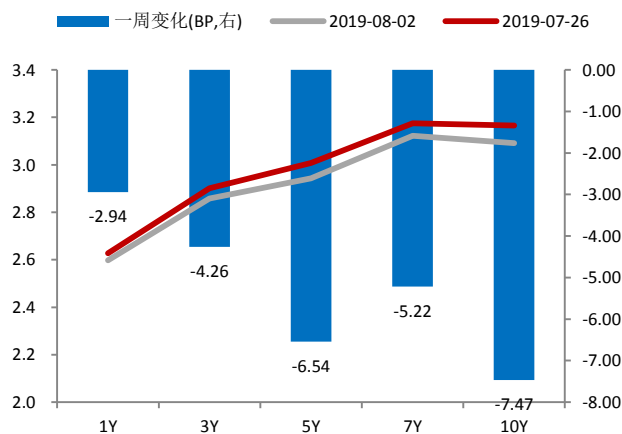
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、债券市场

美联储降息靴子落地，美债收益率多数下行。上周，美国非农数据不及预期，美联储 10 年来首次降息后，美债收益率出现较大幅度下行。其中，两年期及五年期美债收益率创下两个月以来单周最大周度跌幅，1 年期美债收益率下行 15BP 至 1.85%；3 年期、5 年期、7 年期美债收益率分别下行 16BP、19BP、20BP，报 1.67%、1.66%、1.75%；10 年期美债收益率下行 22BP，报 1.853%；30 年期美国国债收益率下行 21BP，至 2.384%。

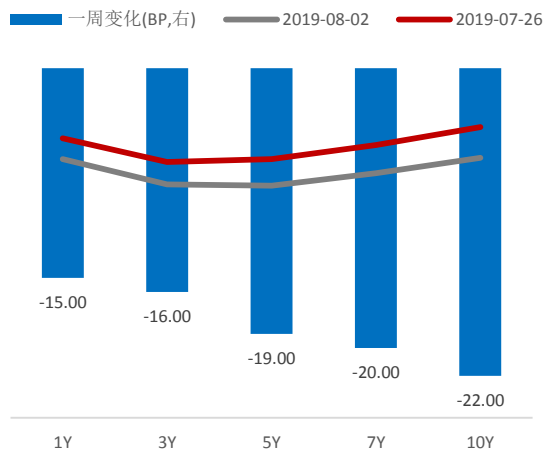
国内债券市场：跨月资金平稳，国债收益率悉数下行。上周，央行公开市场未开展操作，500 亿元逆回购到期，累计净回笼 500 亿元。由于流动性总量较为充裕，跨月资金价格平稳，其中 DR001 下行 2.28BP，至 2.6027%。国债收益率多数下行，其中 1 年期国债收益率下行 2.94BP 至 2.5973%。3 年期、5 年期、7 年期国债收益率分别下行 4.26BP、6.54BP、5.22BP，10 年期国债收益率大幅下行 7.47BP，至 3.0914%。10Y-1Y 期限利差收窄 4.53BP 至 49.41BP。

图4： 中债国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、外汇市场

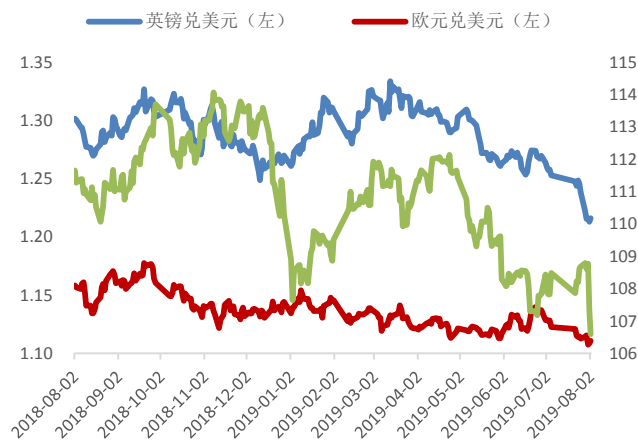
美元指数收涨，非美货币继续下行。上周，美联储如期降息，根据 CME “美联储观察”：美联储 9 月降息 25 个基点至 1.75%-2% 的概率为 96.2%；但是美国非农数据和 PMI 指数走弱，导致美元指数先涨后跌，周涨 0.09%，重回 98 关口，收于 98.0843。非美货币先跌后涨，其中，欧元兑美元周跌 0.18%，报 1.1108；英镑兑美元周跌 1.79%，报 1.2161；避险情绪升温抬升了日元等避险资产的需求，美元兑日元周涨 1.91%，报 106.6。在岸和离岸人民币兑美元汇率迅速下行，美元兑人民币中间价贬值 200BP，收于 6.8996。

图6： 美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 日元、欧元、英镑兑美元汇率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.4、房地产市场

前三十大中城市商品房成交面积小幅上行。上周，中央政治局会议首次提出“**不将房地产作为短期刺激经济的手段**，”同时强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制。同时加强城镇老旧小区改造，可见未来房地产无论是融资还是投资都将面临较大下行压力，其中，一二三线城市商品房成交环比小幅回升，30大中城市商品房成交套数同比回升3191套。其中，一线城市成交5987套，较上周增加521套；二线城市成交13991套，增加1376套；三线城市成交10586套，较上周增加1294套。

图8： 30大中城市商品房成交套数和成交面积

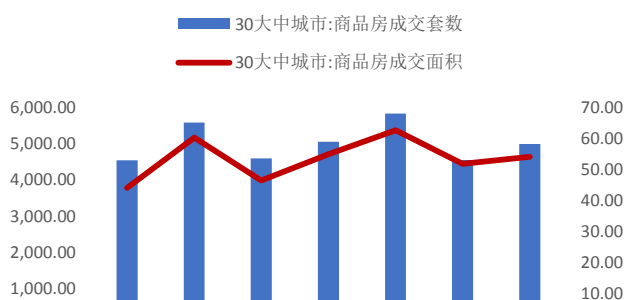
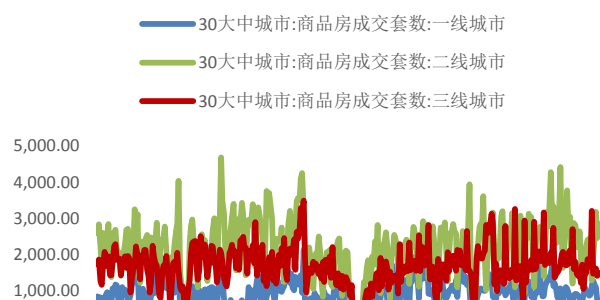


图9： 一二三线城市商品房成交分化



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_10934

