

# 地缘形势扰动，人民币行稳致远

——近期人民币汇率走势分析

申银万国期货研究所 宏观配置研究小组  
二零一九年九月

# 今年以来经济和市场回顾

## ■ 中国经济：一季度重在稳增长经济超预期，二季度调结构经济再下台阶

- 年初：稳增长压力加大，货币投放超预期，一季度经济超预期
- 年初中美谈判顺利，4月政治局再提房住不炒与去杠杆，二季度经济降至6.2%

## ■ 美国经济仍然稳健，欧洲经济二季度明显下行

- 美国：去年下半年以来经济增速高位逐步回落，7月鹰派降息
- 欧洲：欧元区经济增速由去年二季度的2.3%降至今年二季度1.0%，德国经济去年高点2.5%，今年二季度已跌至零增长

## ■ 金融品行情回顾

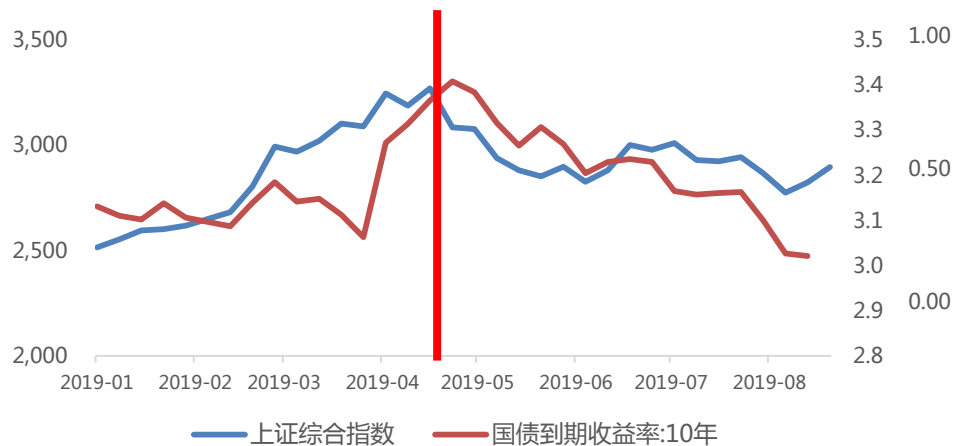
- 股指：经济预期和贸易摩擦轮番主导，科创板引导产业转型，股指先涨后跌
- 国债：经济下行预期推动中长期利率下行，国债涨幅较大

## ■ 大宗商品行情回顾

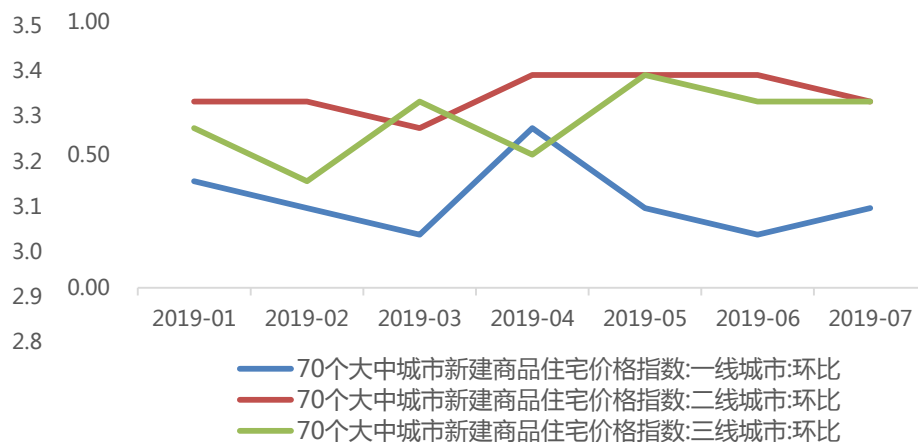
- 贵金属：地缘政治和美联储降息，金价大幅上涨
- 工业品：市场轮动，冲高回落，价格走低

# 今年以来大类资产行情回顾

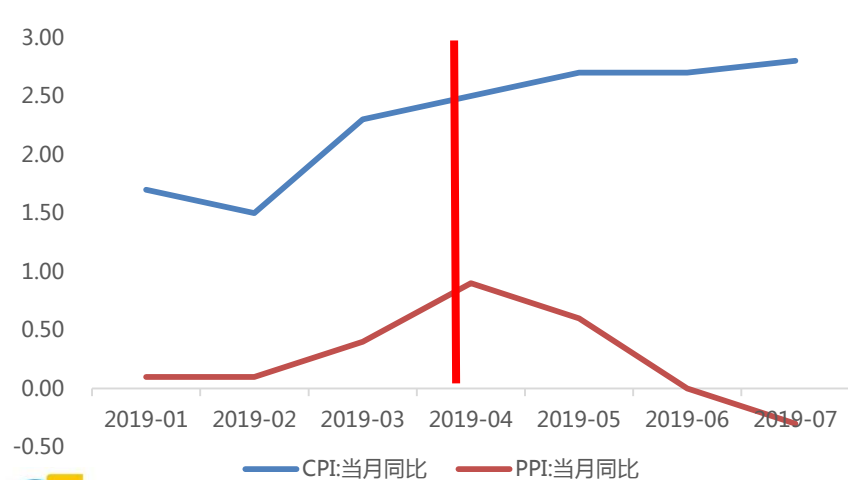
## 中国股债行情反复



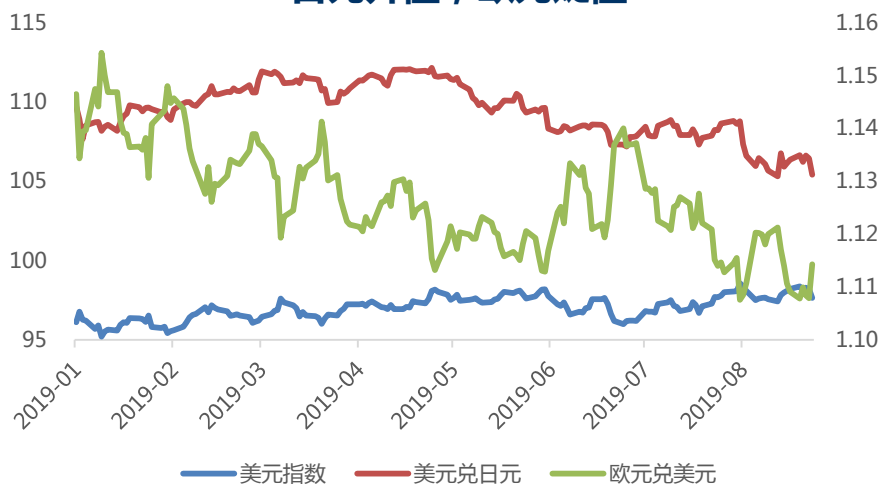
## 新建商品房价格继续上涨



## CPI—PPI剪刀差扩大



## 日元升值，欧元贬值



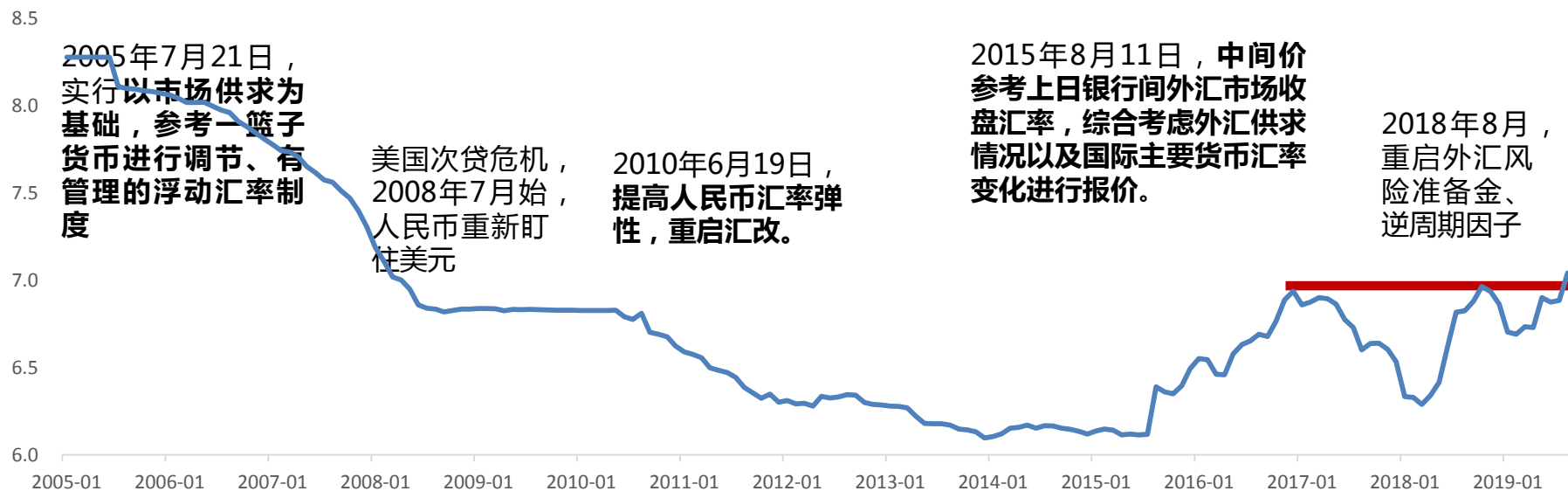
# 近期观点与行情展望

- **730政治局会议后，稳增长再回政策主线，中国经济托底式下行**
  - 房地产受资金扰动，制造业受贸易摩擦影响，消费靠政策推动
  - 7月工业增速创下4.8%的10年新低
- **地缘政治、逆全球化继续显现，全球经济下行难止**
  - 美国经济并不稳定，美联储降息防范下行风险
  - 欧洲经济在贸易摩擦、英国脱欧和中东难民问题中挣扎，经济难有起色
- **金融品投资建议**
  - 股指：政策推动、科技转型和流动性好转，股指重心上行
  - 国债：中长期利率持续下行，国债继续看多
- **大宗商品投资策略精选**
  - 贵金属：黄金价格已见阶段性高点，中长期配置价值较高
  - 工业品：供给侧改革转向一降一补，长期熊市或再开启

**中长期关键词：中美关系、经济和政治体制改革、中国梦**

# 汇率制度与人民币双向波动

2015年以来央行多次调整外汇风险准备金率和逆周期因子，作为干预人民币汇率的新方式



日期	央行人民币汇率改革措施
2015年8月	811汇改，人民币汇率中间价等于外汇市场上一日收盘价，增加汇率弹性
2015年9月	央行对商业银行远期售汇征收20%外汇风险保证金
2016年1月	中间价形成机制调整为“前收盘价+一篮子货币波动”，双目标权重各50%
2017年2月	中间价机制修正，将CFETS篮子货币数量从13种增加至24种，其中美元权重从0.264下调至0.224；缩减一篮子货币计算时段，从原来24小时改为15小时
2017年5月	引入逆周期调节因子，中间价定价机制转变为“前收盘价+一篮子货币变动+逆周期调节因子”
2017年9月	央行将外汇风险准备金率调整为0
2018年1月	央行暂停逆周期因子
2018年8月	央行上调外汇风险准备金率至20%，重启逆周期因子

# 主要内容

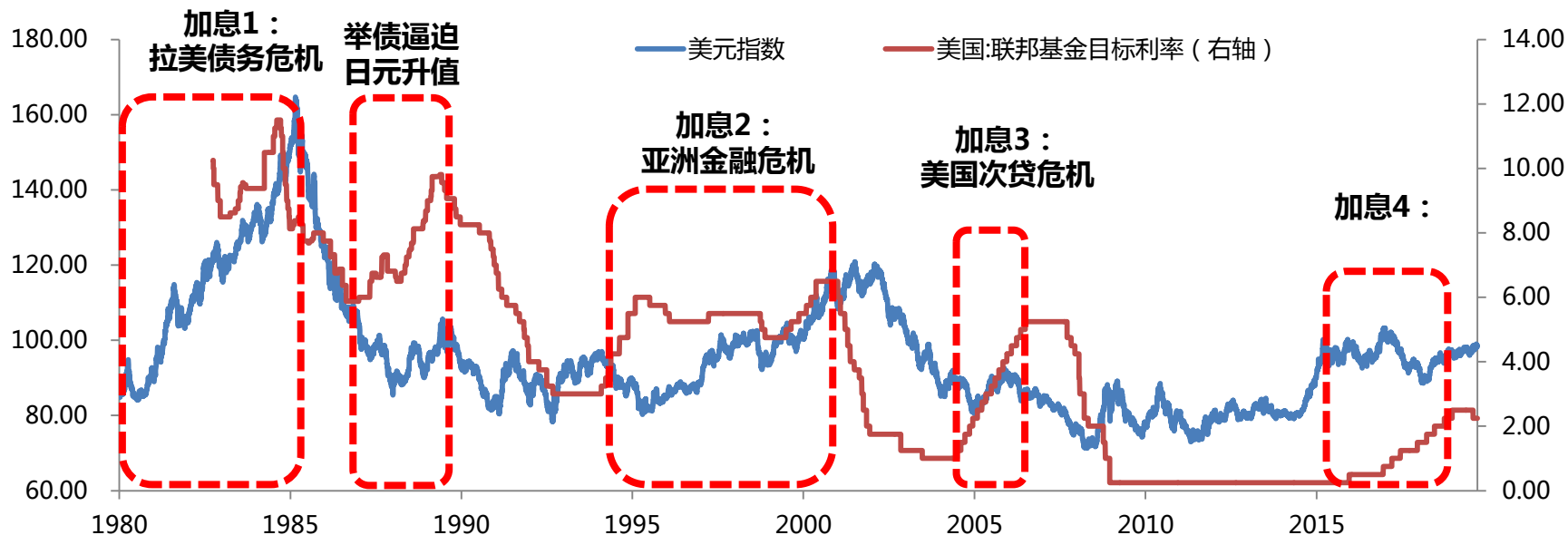
● 美元升值与新兴市场金融危机

● 国际地缘形势与中美贸易摩擦

● 三个理论角度验证人民币基本面

# 美元升值周期与新兴国家金融危机

## 美联储加息周期与美元指数



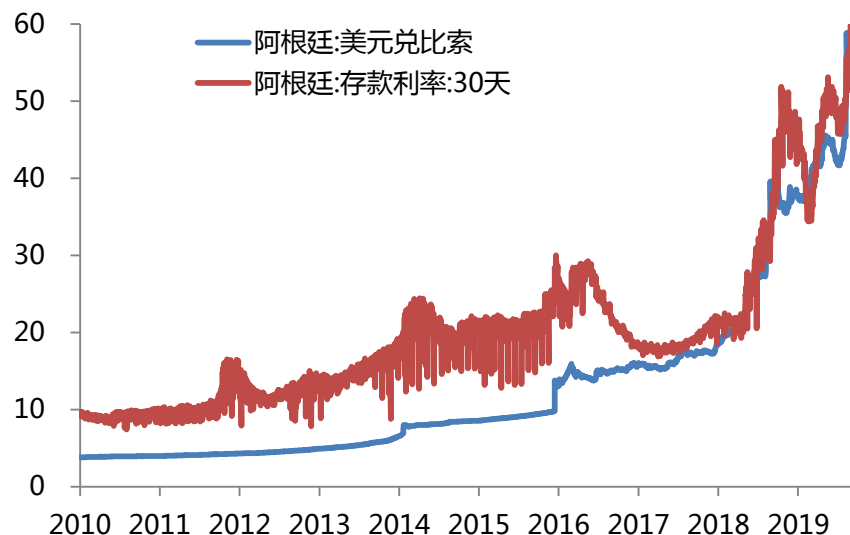
资料来源：Wind，申万期货研究所

**美联储加息往往会加剧新兴国家外债负担，同时引起资本外流和货币贬值，对新兴国家的汇市、股市、债市带来巨大冲击，甚至导致金融危机。**

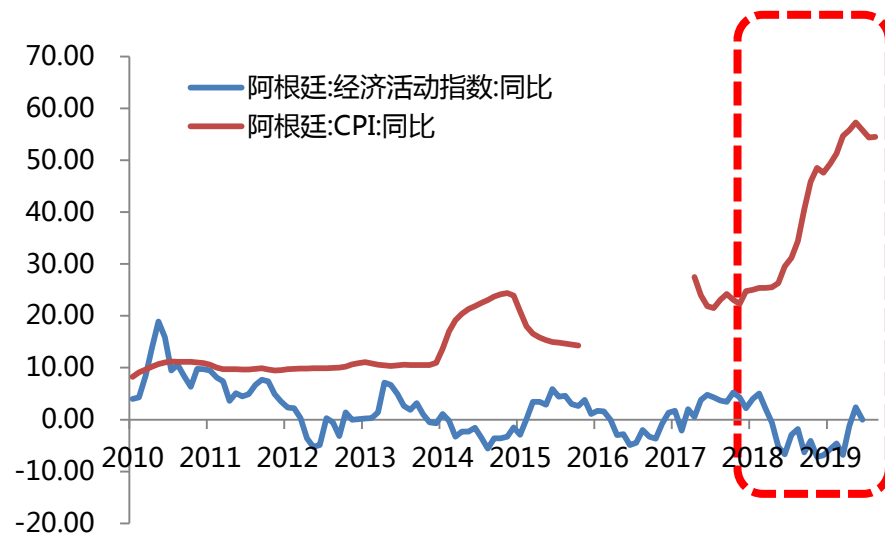
- ❖ 1980年8月起连续加息，巴西、墨西哥和阿根廷等拉美国家随后于1982年爆发债务危机；
- ❖ **1994年2月—1995年2月，3%加息至6%**，泰国、马来西亚、菲律宾和印尼等亚洲国家随后于1997年爆发经济危机；
- ❖ **1999年6月起—2000年5月，4.75%加息至6.5%**，巴西和阿根廷分别于1999年和2001年再次爆发债务危机；
- ❖ **2004年6月—2006年6月，1%加息至5.25%**，次贷危机；
- ❖ **2015年12月—2018年12月，渐进式加息。。。0.25%加息至2.5%。**

# 新兴市场货币危机1：阿根廷负增长高通胀双赤字

## 阿根廷比索与存款利率



## 阿根廷经济与通胀



资料来源：Wind，申万期货研究所

- ❖ **比索兑美元从9.8元贬至近55元。**阿根廷央行紧急宣布：1) 加息1500个基点，将基准利率从45%提升至60%，并承诺到12月之前不会降低利率；2) 将存款基准利率提高5个百分点。
- ❖ **阿根廷面临的根本问题：增长减速，通胀高企，而财政和经常账户双赤字增加融资压力。**阿根廷经济陷入同比负增长；比索大幅贬值向物价传导，CPI达55%的高水平，超过IMF给出的指引水平（27%）；财政赤字/GDP占比5.8%，经常账户赤字/GDP占比5.3%，在不断收紧的外部融资环境中融资压力倍增。

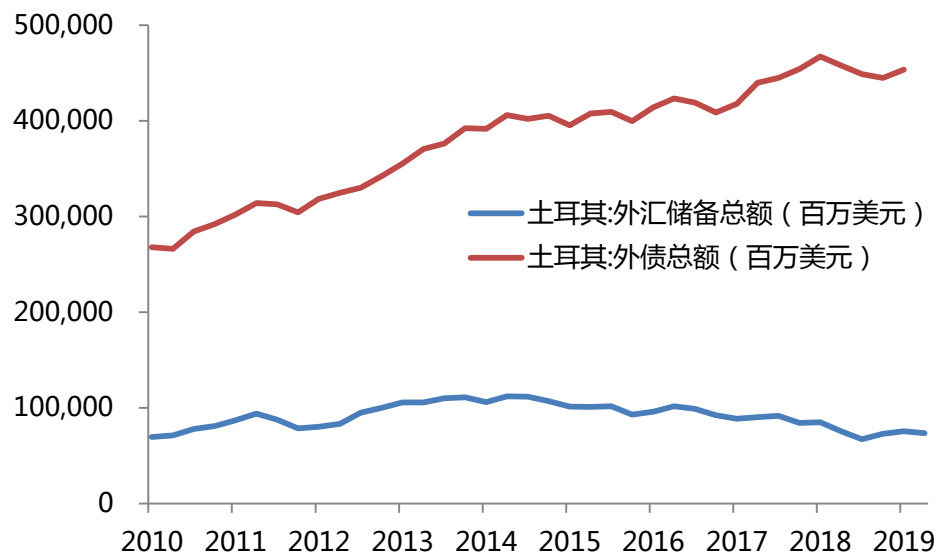


# 新兴市场货币危机2：土耳其“三高”+贸易摩擦

## 土耳其里拉



## 土耳其外储与负债



资料来源：Wind，申万期货研究所

- ❖ **美元兑土耳其里拉从不到3元贬至6元**
- ❖ 美国8月10日宣布提高对土耳其钢铁和铝产品关税后，土耳其提高自美国进口的汽车、酒类、烟草、大米等的关税税率，幅度50%-140%不等。美财政部长表示土耳其若不释放美国牧师布伦森，美国准备进一步施加经济制裁。土耳其法院做出拒绝释放布伦森的裁决。
- ❖ **土耳其经济“三高”问题：高经常账户赤字**，占GDP6.5%；**高外债占比**，外债占GDP比重达52.9%；**高通胀**，2017年8月以来，CPI同比增始终在10%以上，8月CPI为15.01%。

# 新兴市场货币危机3：巴西降息稳经济

## 巴西雷亚尔



## 巴西经济、物价与基础利率



资料来源：Wind，申万期货研究所

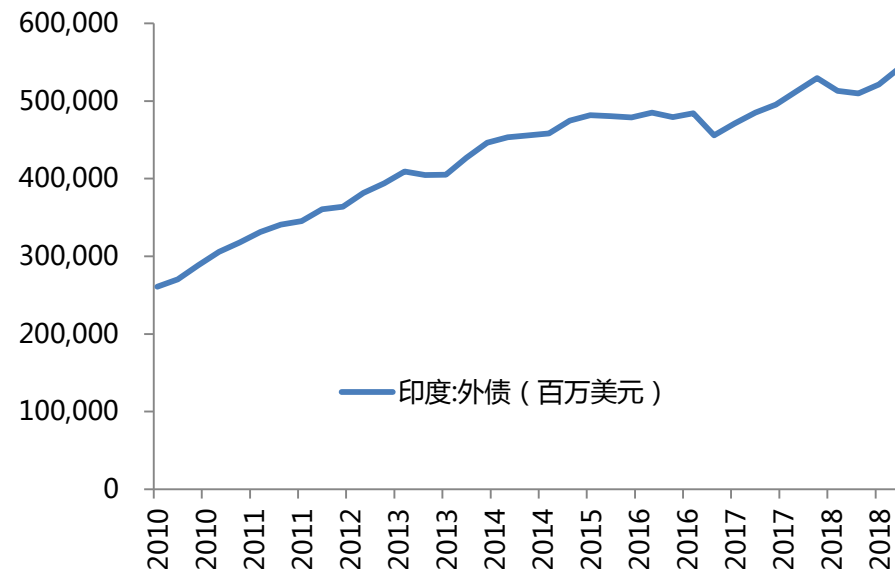
- ❖ 为促进经济发展，巴西基础年利率从2016年10月开始，从14.00%连续降到2018年年初的6.5%，为1999年采用通货膨胀率目标以来的最低基础利率。受此影响，巴西雷亚尔2018年持续走弱
- ❖ 巴西货币贬值的外部因素同样由于美元的持续走强以及美联储加息预期的增强。而内部因素，则是巴西国内政治不稳定以及大选的不确定性等更深层次的原因。

# 新兴市场货币危机案例4：印度外债压力加大

## 印度卢比



## 印度外债



资料来源：Wind，申万期货研究所

❖ 美元兑卢比从45元贬至70元

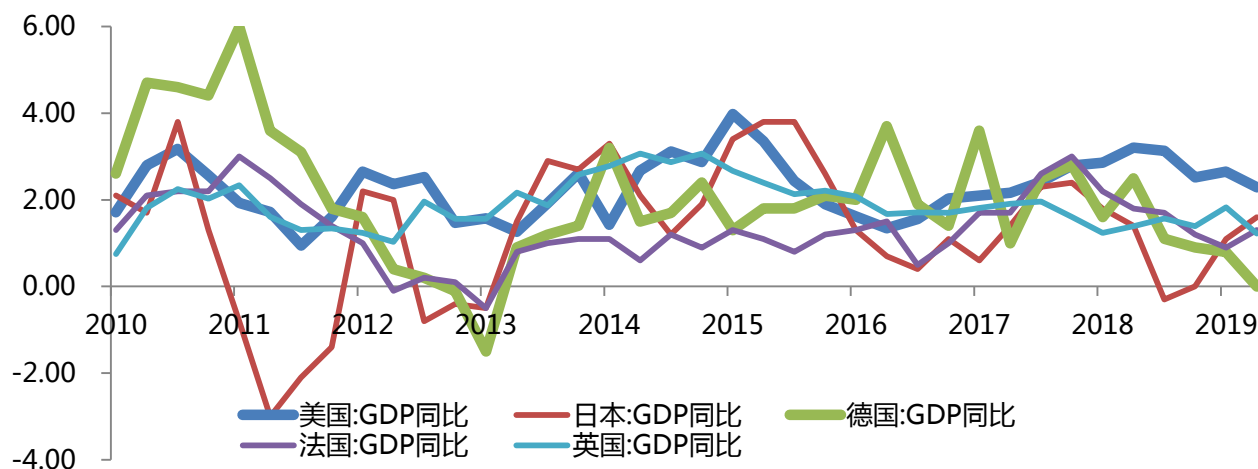
❖ 印度外债高达5430亿美元，外债总额占GDP自1990年直到2013年始终保持在50%以上，属于高水平。截至2017年11月份印度外汇储备仅为4296.08亿美元，美元不断加息，意味着印度债务压力越来越大。

# 展望：全球经济下滑和强美元，新兴货币继续贬值

世界银行对全球经济的展望

	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f
全球	2.6	3.1	3.0	2.6	2.7	2.8
美国	1.6	2.2	2.9	2.5	1.7	1.6
欧洲	2.0	2.4	1.8	1.2	1.4	1.3
日本	0.6	1.9	0.8	0.8	0.7	0.6
中国	6.7	6.8	6.6	6.2	6.1	6.0
印度	8.2	7.2	7.2	7.5	7.5	7.5

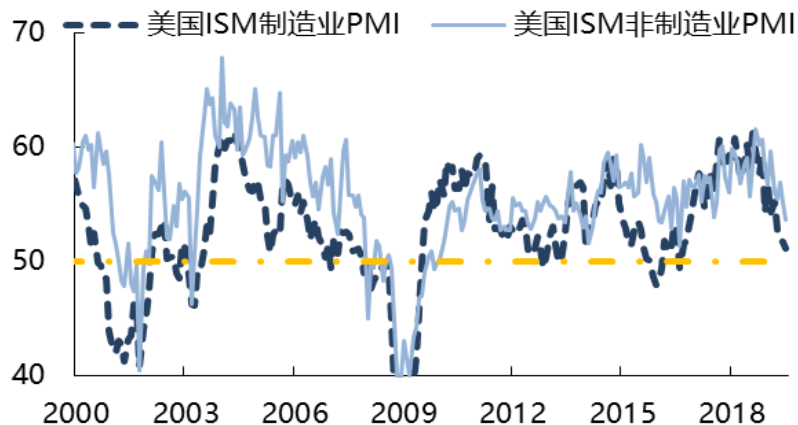
贸易顺差国德国经济面临负增长压力



- 特朗普和纳瓦罗的贸易观：贸易逆差就是被占便宜，对美贸易顺差国受影响更大
- 新兴经济体以生产型和资源型经济体为主，经济增长依赖出口驱动。**特朗普贸易保护下美国需求外溢下降，全球和新兴经济体出口或加速下挫。**
- 出口表现持续疲软时，新兴经济体为托底经济，往往对内实施宽松政策加杠杆，对外借入大量外债、尤其是短期外债。

# 展望：美国经济缓慢下行，隐现四大衰退信号

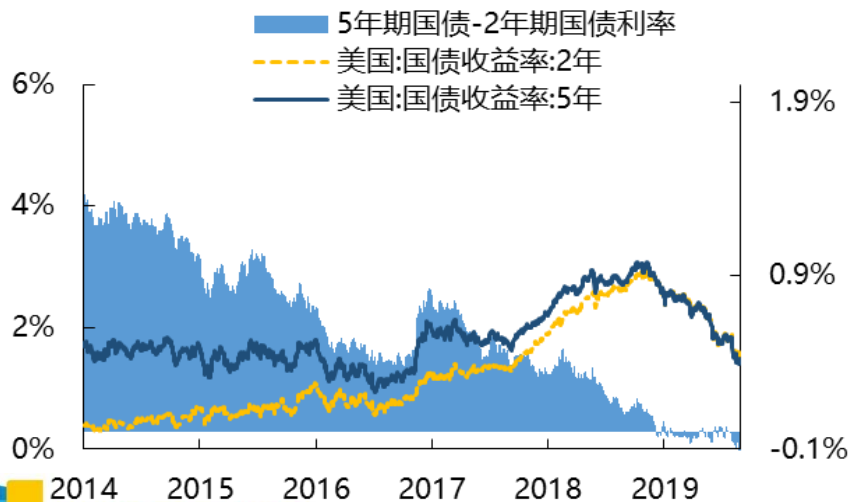
## 制造业PMI持续下跌



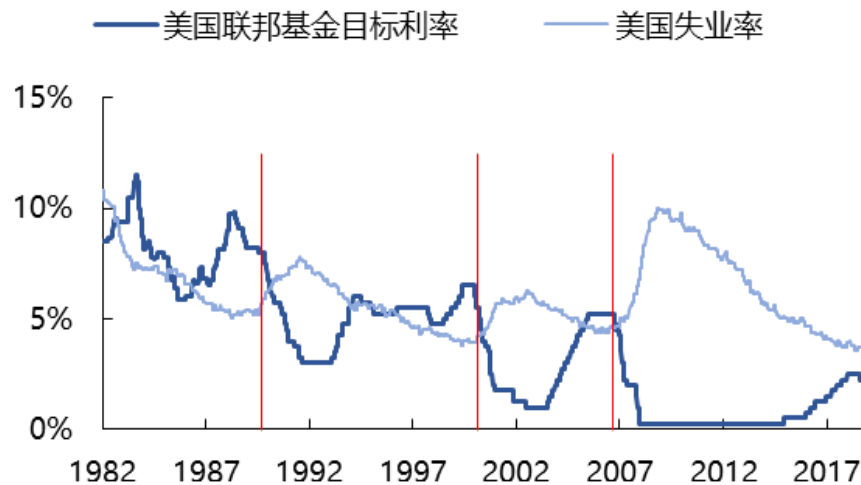
## 投资增速明显下滑



## 美债利率倒挂



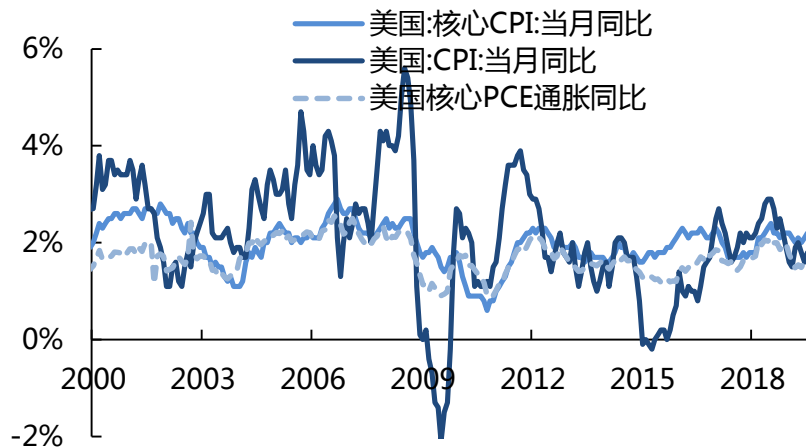
## 美联储开启预防式降息



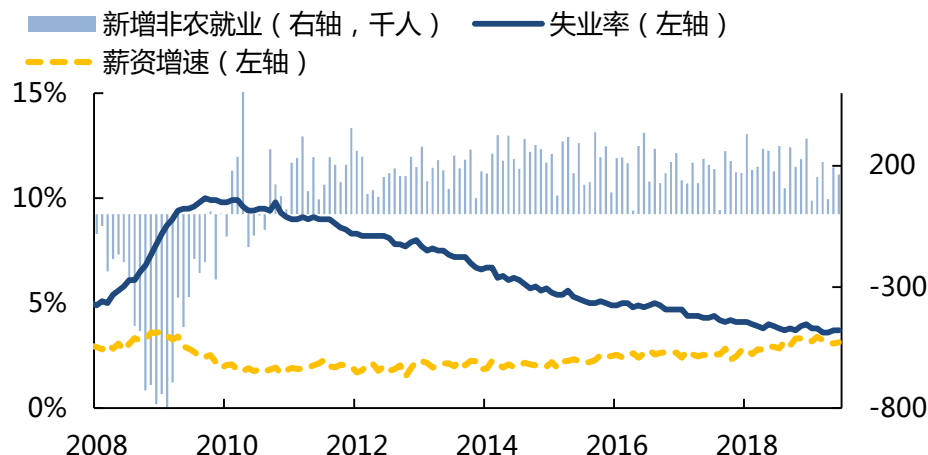
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 展望：市场与政治压力下美联储鹰派降息，美元难走弱

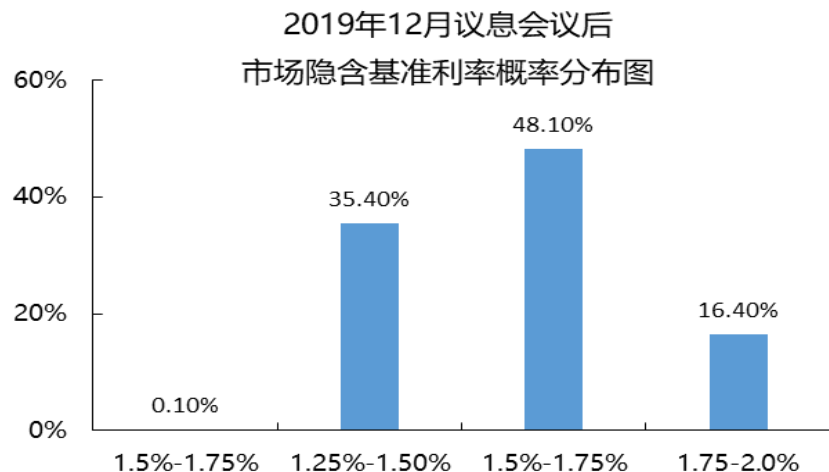
## 美国通胀表现



## 美国劳动力市场表现



## 市场对于12月FOMC会议后基准利率的预期概率

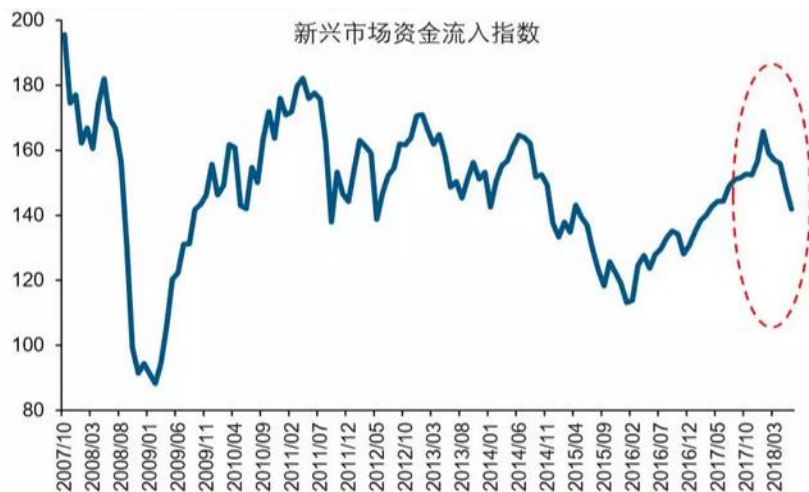


- 美国经济未有明显衰退风险，就业居高但通胀低迷，7月鹰派降息没有对未来的宽松政策释放更明确的信号。
- 在贸易问题和全球经济下行压力下，市场隐含降息概率预期美联储今年还将有50-75bp的降息幅度。
- **预期走向：风险事件加剧经济下行预期-市场提前反应-央行为维护金融稳定向市场妥协-再度加码宽松力度**

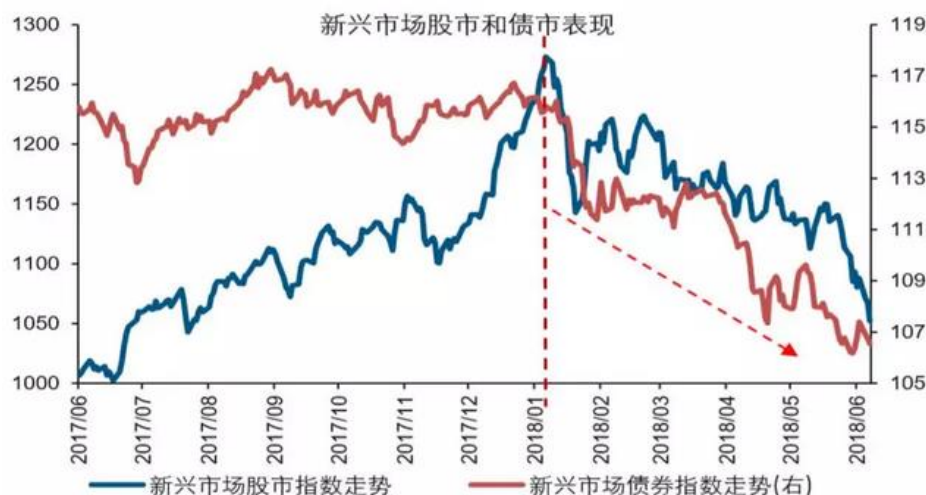


# 展望：新兴货币和欧元贬值，助推美元强势

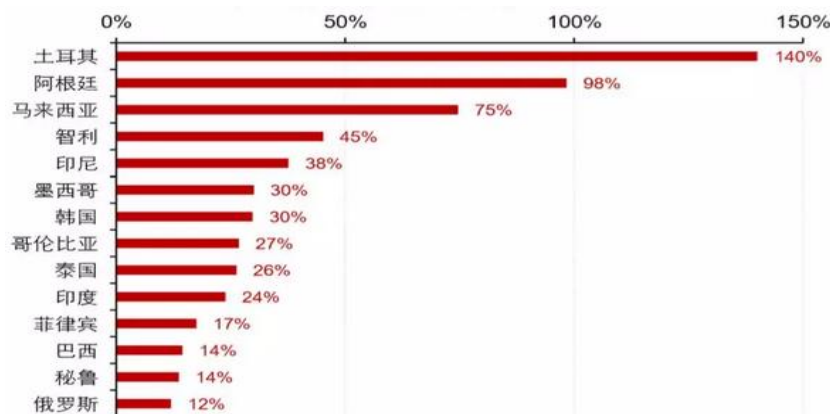
## 新兴市场资金流入指数



## 新兴市场股市和债市表现



## 主要新兴市场经济体短期外债/外汇储备



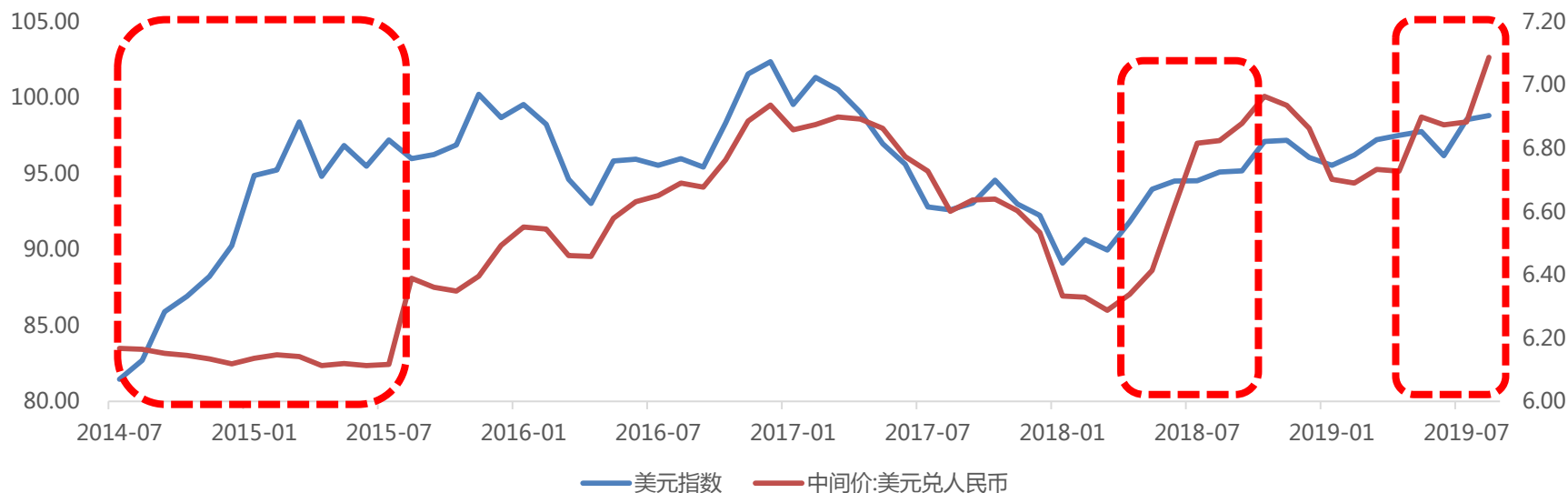
资料来源：Wind，BIS，申万期货研究所

- ❖ 本币汇率贬值时，容易陷入“本币贬值——资本外流——本币贬值”的恶性循环中。
- ❖ 资本外流压力下，若央行持续、大幅加息，国内杠杆水平较高的韩国、马来西亚、智利和巴西等或因被迫去杠杆，景气加速下滑、甚至陷入衰退。

# 展望：人民币贬值的压力从美元加息到中美问题

- 贬值压力来自中美经济不同步、货币政策不同步。18年后中美贸易问题成为主导因素。
- **重要时间点：6月15日。**第一阶段4月中旬至6月14日，中间价贬值幅度为1.90%。第二阶段是6月15日至7月4日，中间价贬值幅度为3.95%。6月15日，美国公布对华加征关税的商品名单；6月14日，美联储加息25个bp，中国央行并未跟随上调。6月24日央行降准释放准备金7000亿元。
- **人民币贬值压力远小于15-16年。**14年下半年，9个月之内上涨了26.6%。但是美元兑人民币中间价在6.1到6.2之间，小幅波动。美元对多数货币升值，而人民币紧盯美元积累了巨大的贬值压力。811汇改短期并未将这种压力完全释放，后面持续贬值。

6月中旬后，人民币加速贬值





# 主要内容

● 美元升值与新兴市场金融危机

● 国际地缘形势与中美贸易摩擦

● 三个理论角度验证人民币基本面

# 中国话语逐步提高，全球地缘政治由两级转向三级

2001年

- 911恐怖袭击
- 美国两党态度空前统一

2003年

- 伊拉克战争
- 德法态度

2010年—2011年

- 阿拉伯之春
- 突尼斯茉莉花革命、埃及革命、利比亚战争。。。

2012年-2014年

- 中日钓鱼岛
- 改善中日关系达成四点共识
- 欧债危机

2016年

- 英国脱欧
- 南海危机
- 特朗普当选

2018年—2019年

- 中美贸易摩擦
- 香港问题
- 英国脱欧

# 中国新战略定位：中国梦的逻辑和步骤清晰可见



## 驱动



- ☐ 创新驱动
- ☐ 军民融合
- ☐ 强国建设

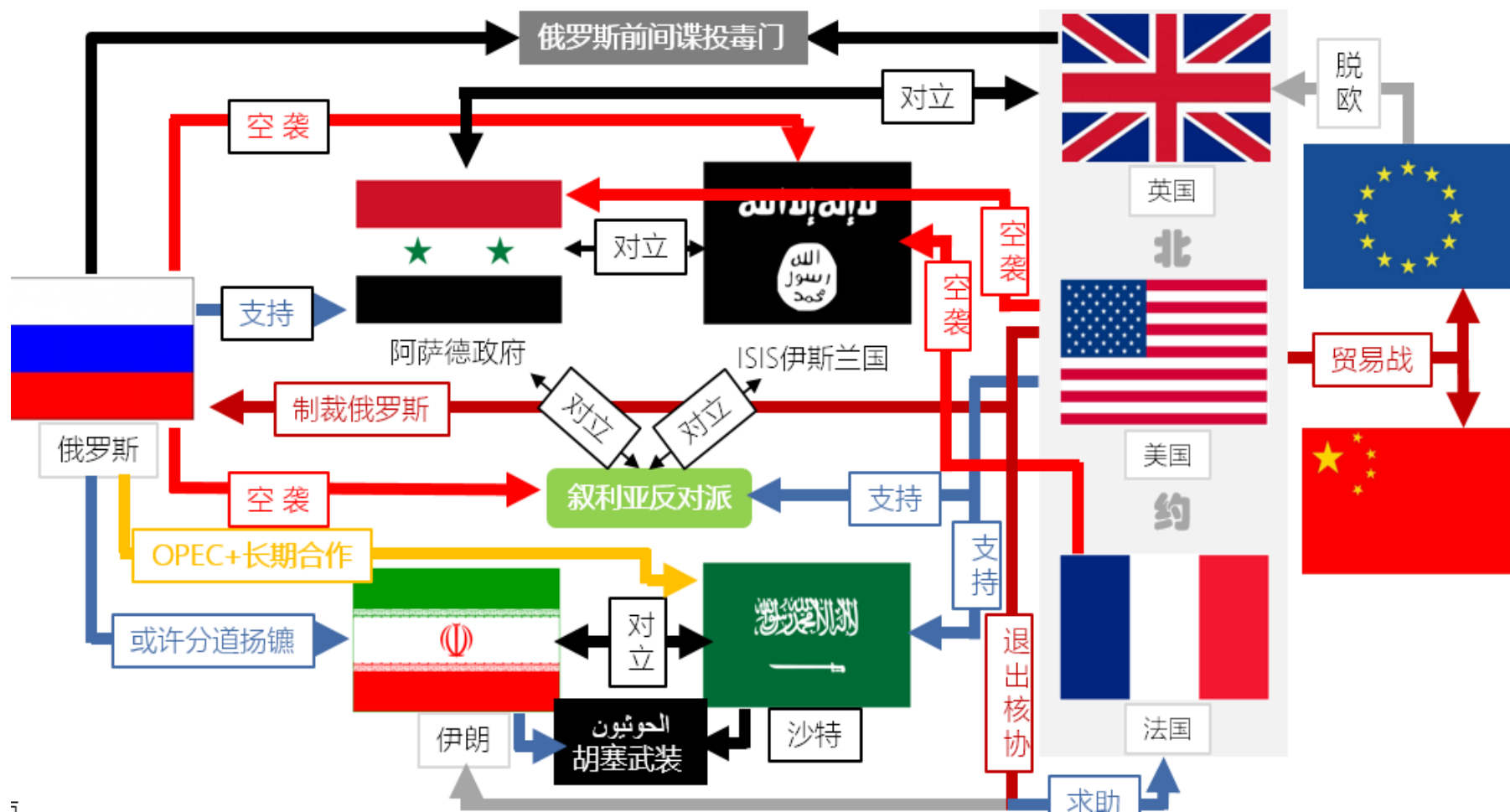
## 空间



- ☐ 一带一路
- ☐ 海洋强国
- ☐ 进口博览会

- **经济**：从量的扩张到质的提高，供给侧改革强调市场，需求侧强调政府作用
- **民生**：社会改革重在改善民生问题
- **外交**：从韬光养晦到积极进取、奋发有为

# 全球地缘政治愈演愈烈，中美关系成为核心



资料来源：申万期货研究所

## 1、航母外交背景下的中东问题和俄罗斯问题

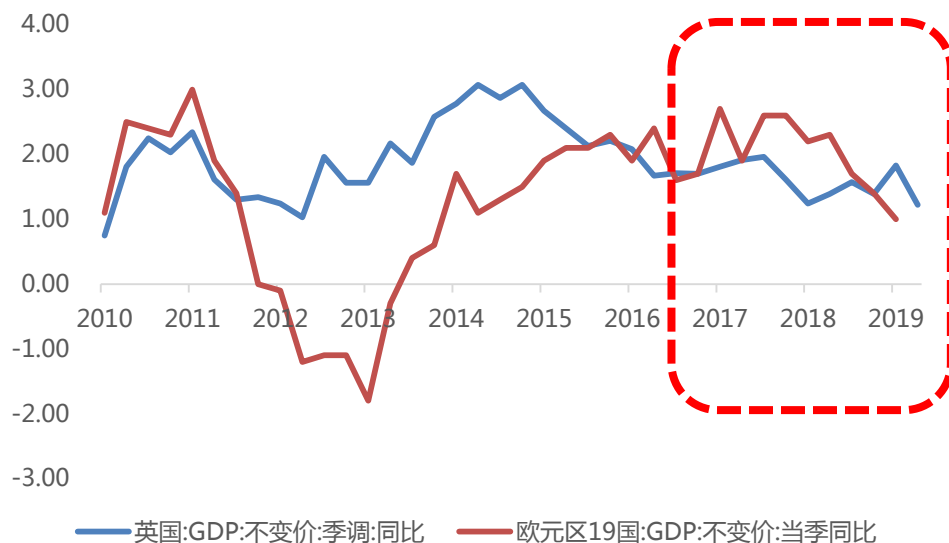


## 2、公投意外后遗症，英国无协议脱欧冲击欧盟

- **脱欧的偶然性**：民粹主义的兴起，卡梅隆低估中下层人民脱欧的愿望。
- **英国、欧盟经济现状**：2018年以来欧元区经济快速恶化，制造业和出口尤为明显，需求增速放缓。
- **脱欧方案三次被否决原因**：北爱尔兰边境保护条款是核心阻碍。
- **对经济前景的影响**：英国有陷入衰退的可能，拖累全球经济增长。



英国与欧元区经济增速将受拖累



### 3、中美贸易战引发科技战、金融战、外交战



2018年6月15日  
500亿美元25%关税

2019年5月8日  
2000亿美元  
25%关税

2019年6  
月25日威  
胁取消三  
家中资行  
美元清算  
资格

2019年8月6日  
将中国列入“汇  
率操纵国”

2018年9月18日  
2000亿美元10%  
关税

2019年5月15日  
华为列入出口管  
制实体清单

2019年8月1日  
3000亿美元10%关  
税

2019年8月7日  
将禁止政府采购华为  
等五家企业产品



提高美国关  
税

减少美国产  
品采购

制定中国版  
实体清单

限售关键要  
素资源

出售美国国  
债

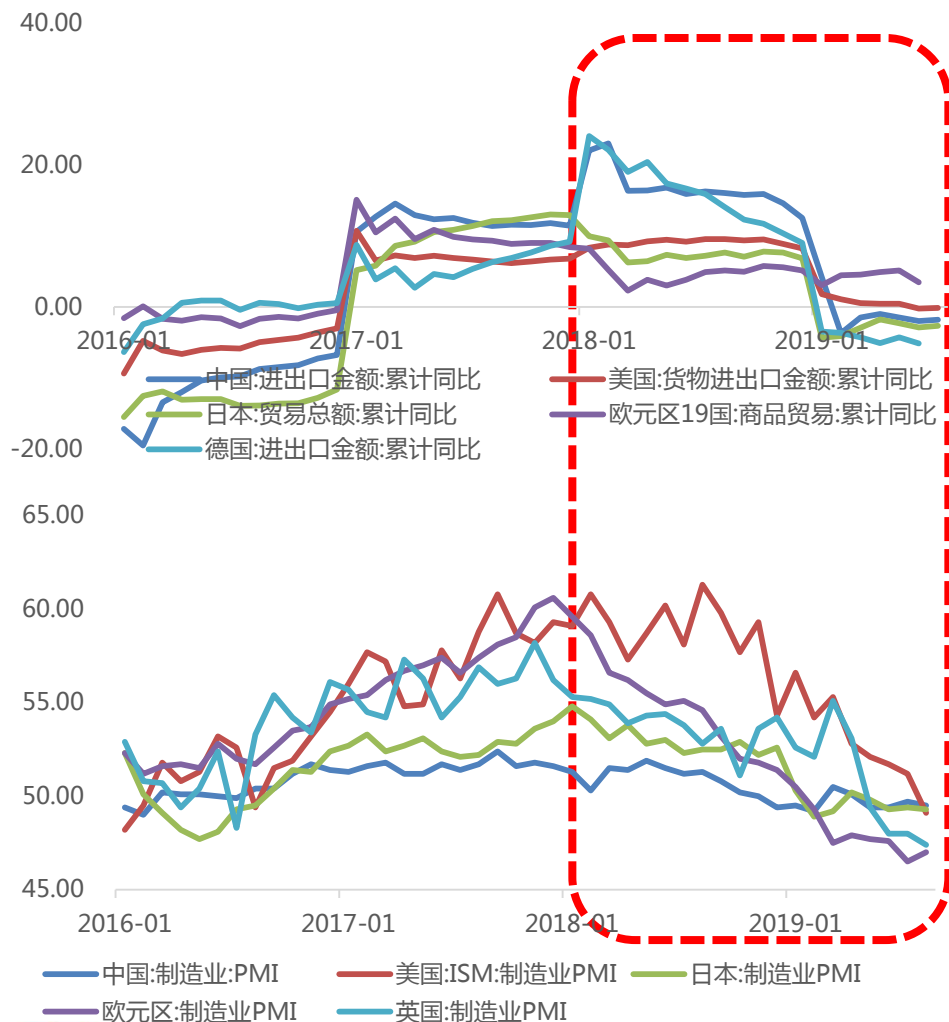
人民币汇率  
贬值

- 2012年，美国提出重返亚太和两洋战略重建贸易秩序，表明中美矛盾加剧
- 2017年，特朗普退出TPP和TTIP
- 2018年，特朗普将矛头指向欧洲、加拿大、墨西哥，最终在中国升级
- 2018年10月，副总统彭斯对中国进行全面抨击，并重点诬称中国干预美国2018年中期选举
- 2019年，香港问题，香港是资金流动的桥头堡



# 贸易战主战场在中国，全球制造业加速下行

## 贸易环境恶化与全球制造业下行形成共振



- **日本加强面向韩国的出口管制：**将韩国从简化战略物资出口程序的“白名单”中删除。
- **美国对欧盟长期以来飞机补贴问题，美国对欧盟汽车征收关税问题。**要对额外的价值40亿美元的欧洲商品加征关税，产品清单包括橄榄、苏格兰威士忌等商品。



# 中美在协议内容上仍存在实质性分歧

- 9月5日刘鹤副总理应约与美国贸易代表通话并表示双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，沟通提到“力争取得实质性进展”。
- 中方在重大原则问题上决不让步。中美争议在于“**是否取消全部加征关税，贸易采购数字符合实际，文本平衡性**”。第一，关税是贸易争端起点，关税必须全部取消。第二，两国元首在阿根廷见面形成共识，现在不同看法。第三，国家尊严，文本必须平衡。

## 乐观情形（20%）

- **中美达成协议。**中国进出口下行压力得以缓解，短期稳增长压力减少。

## 中性情形（50%）

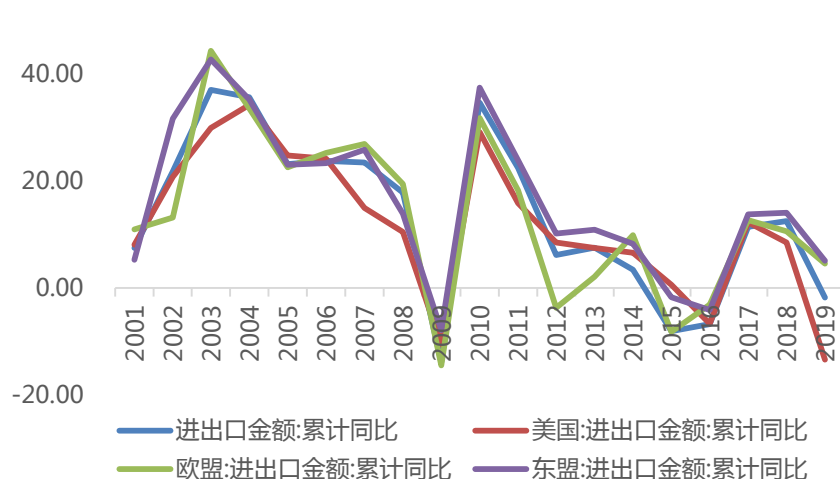
- **制定谈判时间表。**中国企业存在继续“抢出口”的可能，进出口短期压力减少，相关稳增长政策或暂缓出台，政府继续进行结构性调整，以推进经济高质量发展。

## 悲观情形（30%）

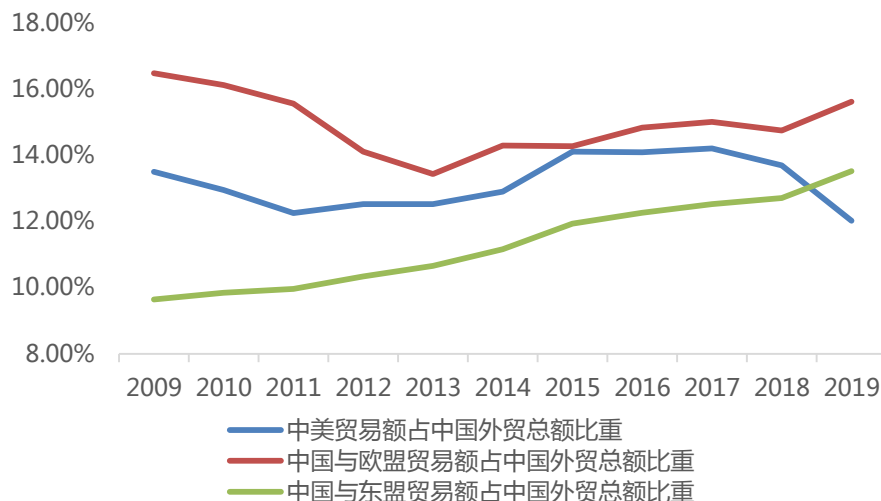
- **核心分歧加剧，谈判破裂，中美继续互加关税。**中国出口受到负面冲击，继续改善出口结构，国内稳增长压力大，政府可能出台基建、降息等政策进行对冲。

# 贸易战影响进出口（1）：减速不可避免，贸易伙伴变迁

## 2019年前七月中美贸易额降幅13.4%



## 2019年前七月中美贸易额占比降至12%



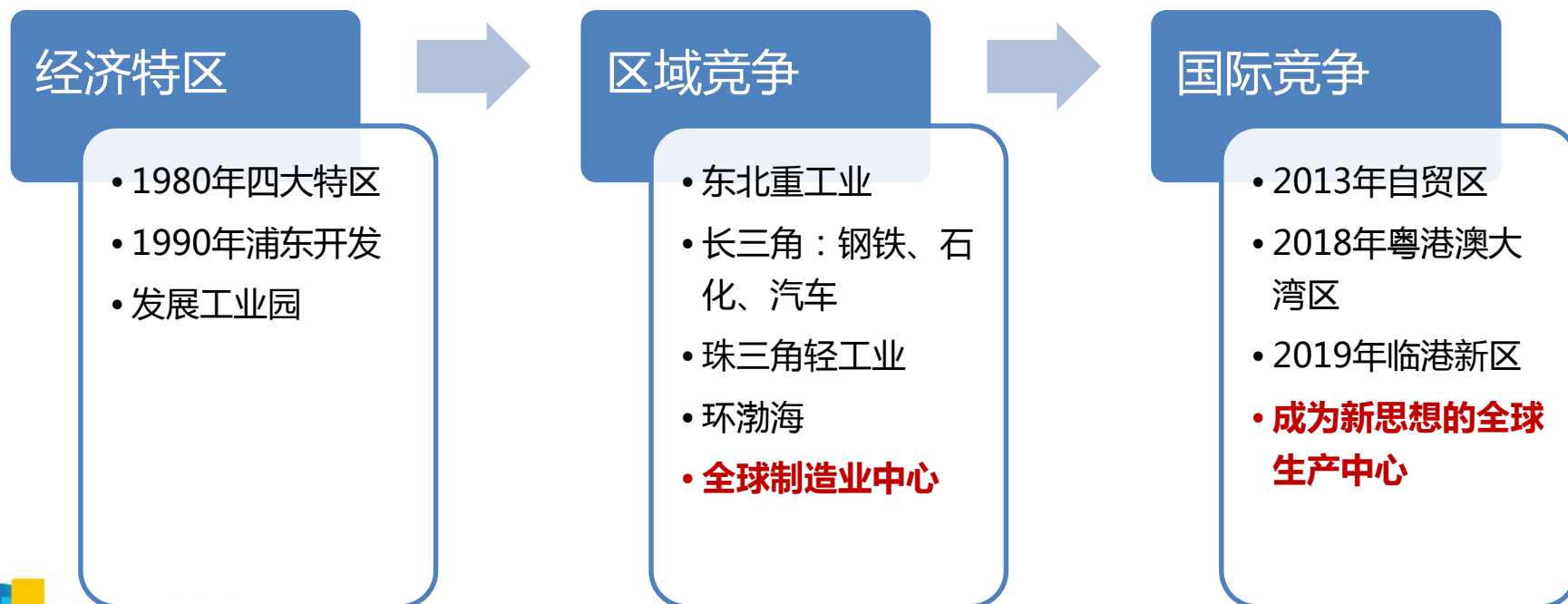
资料来源：Wind资讯，申万期货研究所

- **中国从美进口大幅萎缩，贸易顺差扩大。** 2019年1-7月中国对美出口2382亿美元，同比下降7.8%；进口697亿美元，同比下降28.3%；贸易顺差1685亿美元，同比增长4.3%。
- **中国的对策：反征收关税和战略性减少对美国农产品进口。** 前5月，中国从美国进口农产品金额下降55.3%，只有48亿美元。原油列入征税名单。
- **东盟取代美国，成为中国第二大贸易伙伴。** 中美贸易额占中国外贸总额的比重从2015年的高点14%以上降至12%，东盟占比增至13.5%。

# 贸易战影响科技（2）：对外开放与二次产业转移

## ■ 中国对外开放的关键是落实“竞争中性”原则，即零补贴

- 1、东南亚的“区域全面经济伙伴关系（RCEP）”；
- 2、继续推进中欧双边投资协定（BIT），2020年形成框架；
- 3、中日韩一体化面临日韩关系影响；
- 4、“一带一路”建设；
- 5、本土自贸试验区实质扩大开放，负面清单不断压缩



# 产业转型升级，第四次工业革命弯道超车

中国产业快速升级，在第四次工业革命中弯道超车

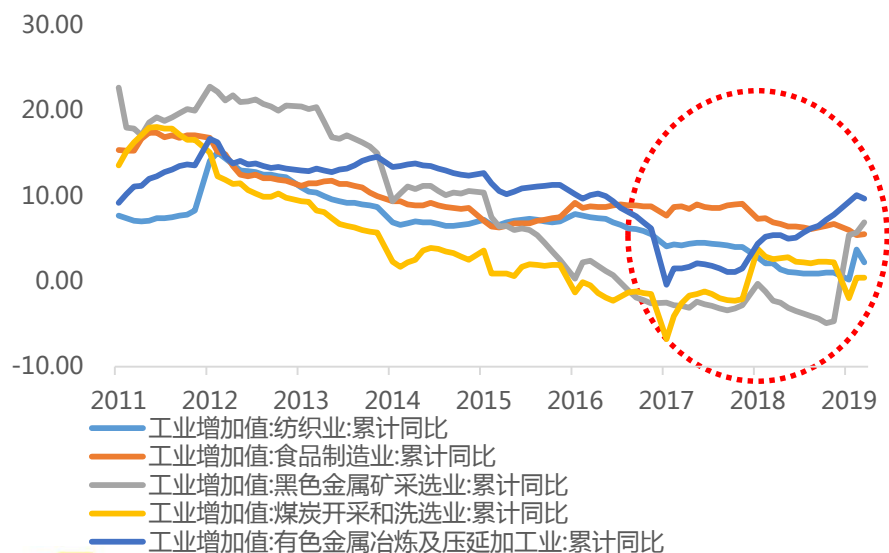
劳动驱动型——代表行业：纺织、食品、轻型机械

资本驱动型——钢铁、煤炭、石化、造船

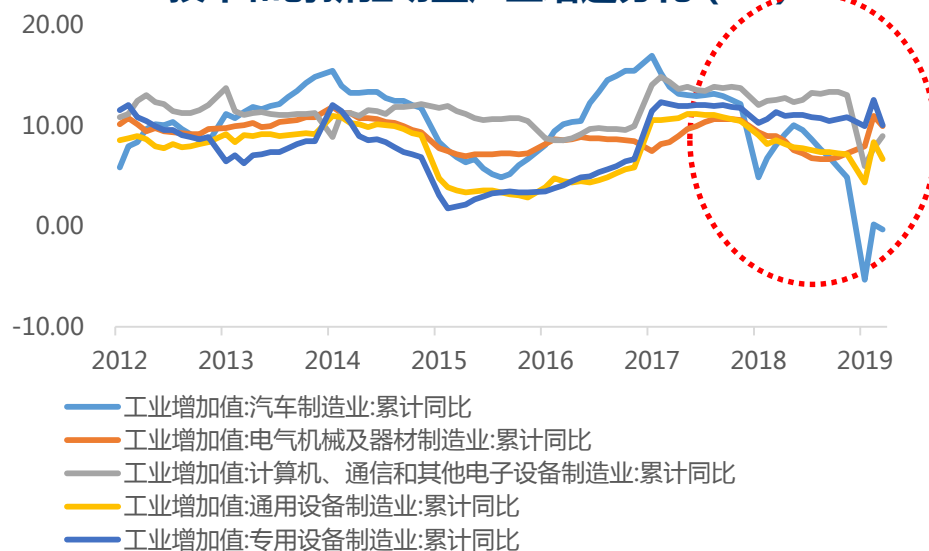
技术驱动型——汽车、半导体、机械、家电

创新驱动型——电气机械、移动通信、新材料

劳动和资本驱动型产业增速下行（%）

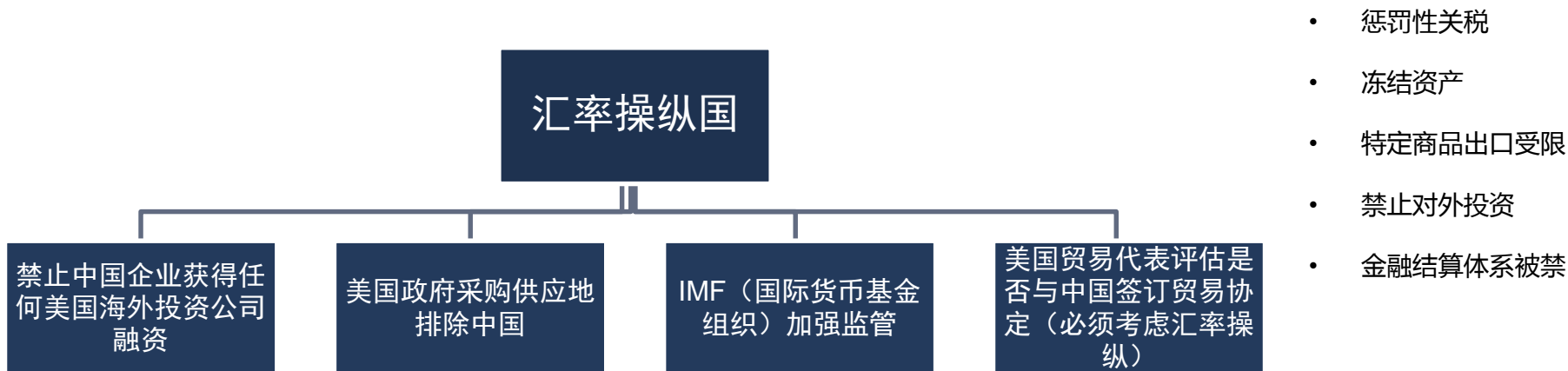


技术和创新驱动型产业增速分化（%）



# 贸易战影响金融（3）：外汇操纵国指控

- 汇率操纵国界定标准：对美贸易顺差+经常项目余额+外汇干预
- 人民银行：针对外汇市场可能出现的正反馈行为，要采取必要的、有针对性的措施
- 警惕：人民币贬值——外资低价购入中国核心资产——人民币升值



# 主要内容

● 美元升值与新兴市场金融危机

● 国际地缘形势与中美贸易摩擦

● 三个理论角度验证人民币基本面

# 三大汇率决定理论：购买力、利率、供需

## 购买力

- **理论依据：购买力平价理论**
- 汇率决定因素为货币购买力或物价水平，由两国经济增长和通胀预期决定；
- 假设前提：国际贸易完全自由等

## 利差

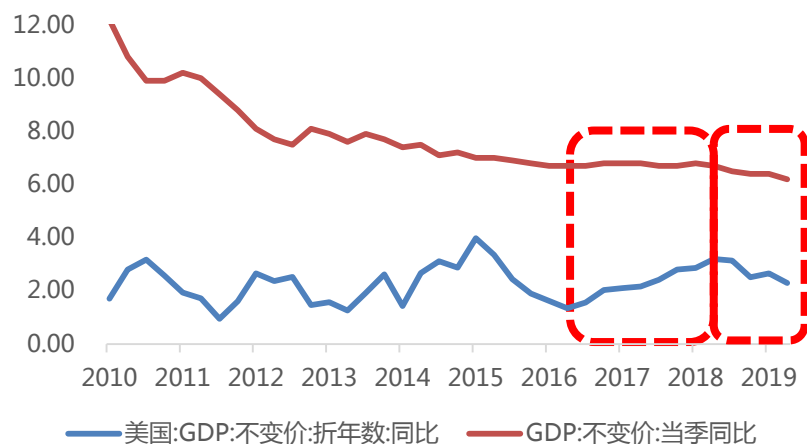
- **理论依据：利率平价理论**
- 远期汇率的升贴水等于两国间的利率差异

## 供需

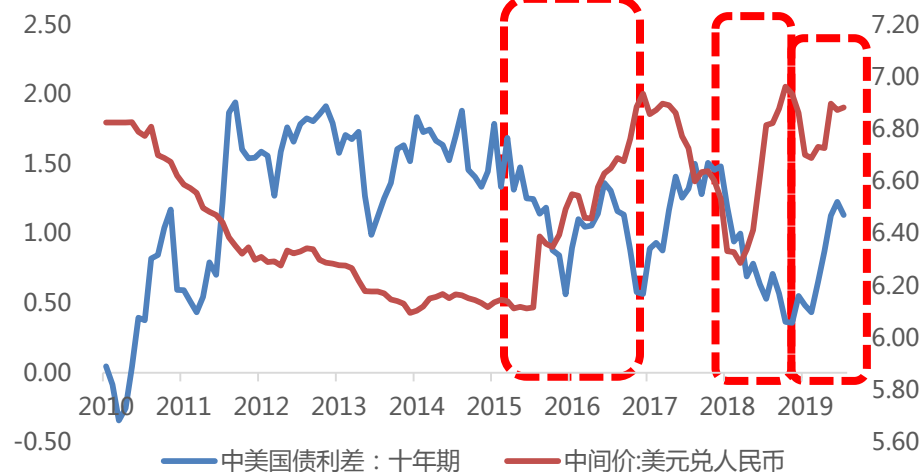
- **理论依据：国际借贷利率**
- 汇率由外汇市场上的供求关系决定，取决于贸易往来、资本流动等

# 人民币基本面转好，贬值压力已经释放

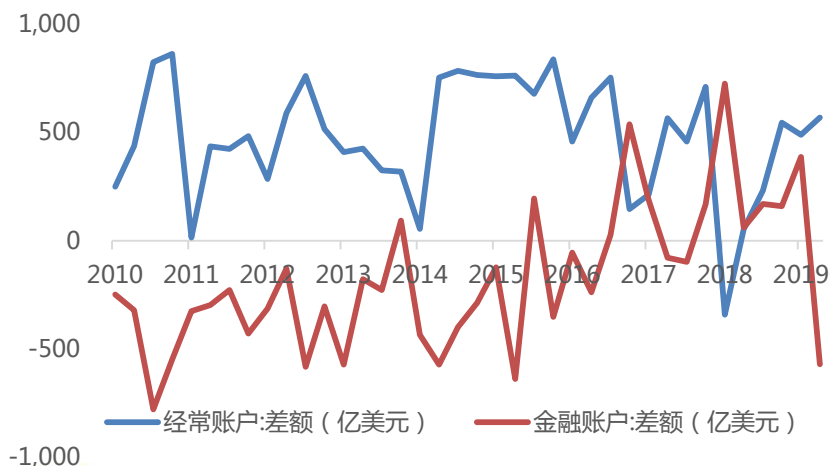
## 中美经济增速开始同步下行（%）



## 中美长端利差扩大



## 经常账户和金融账户差额

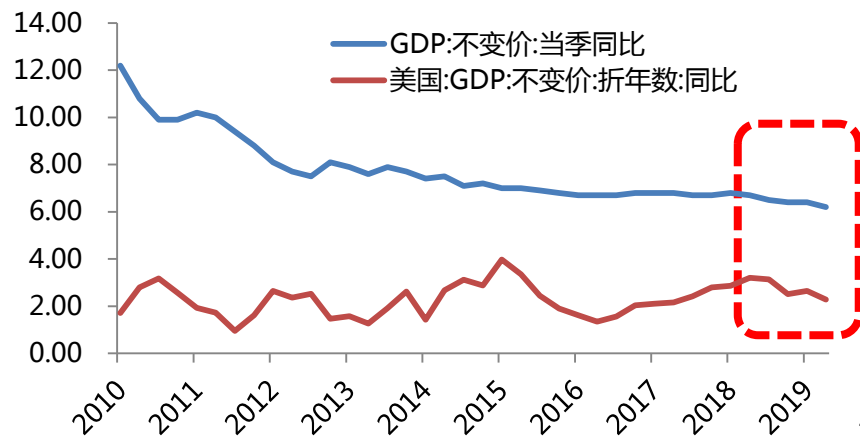


- **货币购买力角度（中美经济短周期同步）**：投资下行对美国经济的影响加大；消费对中国经济的贡献加大。
- **中美利差角度（中美货币政策）**：中美10年期国债收益利差扩大。
- **货币供需角度（经常账户）**：上半年国际收支经常账户顺差1060亿美元，金融账户逆差183亿美元。

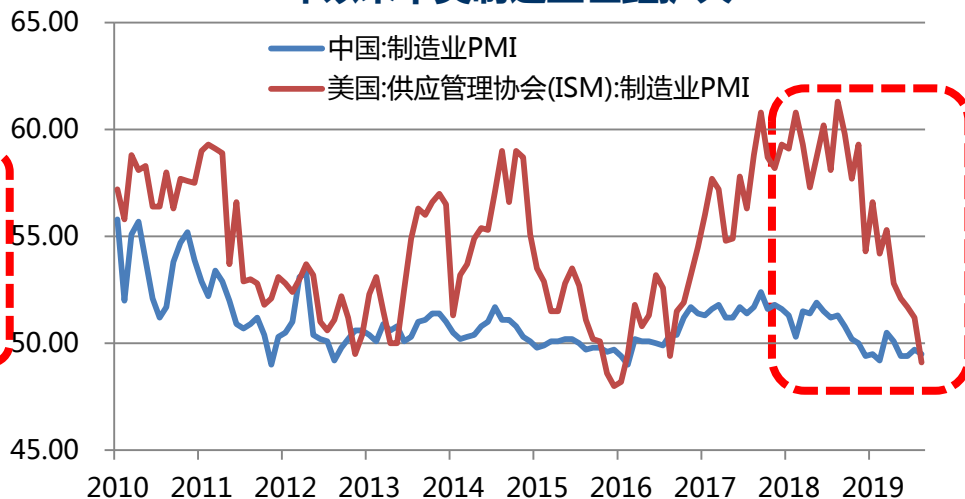


# (一) 货币购买力角度：(1) 中美经济驱动对比

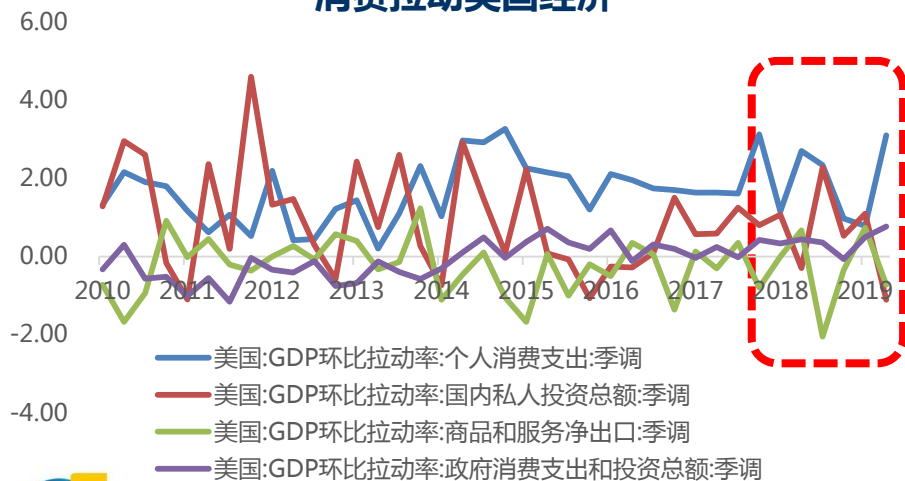
## 中美经济增速同步向下(%)



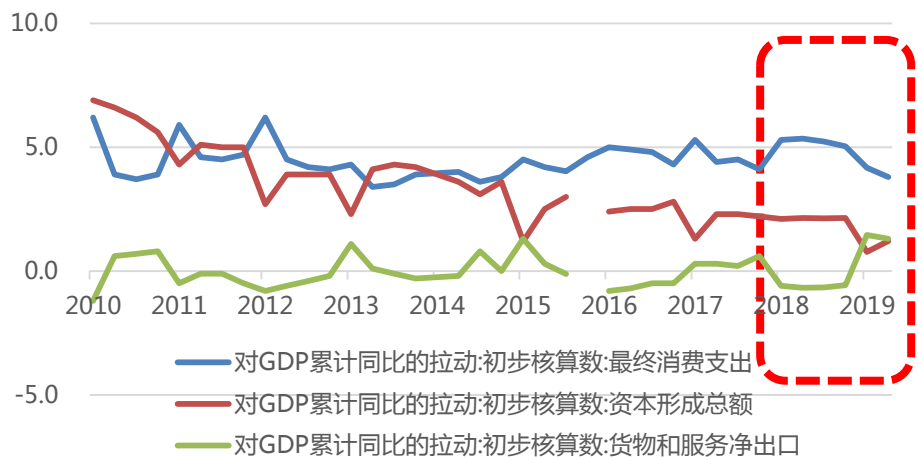
## 16年以来中美制造业差距扩大



## 消费拉动美国经济

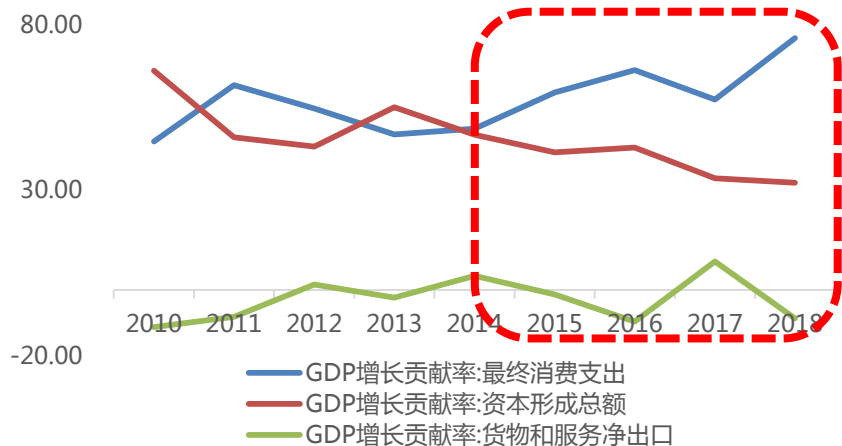


## 净出口拉动中国经济

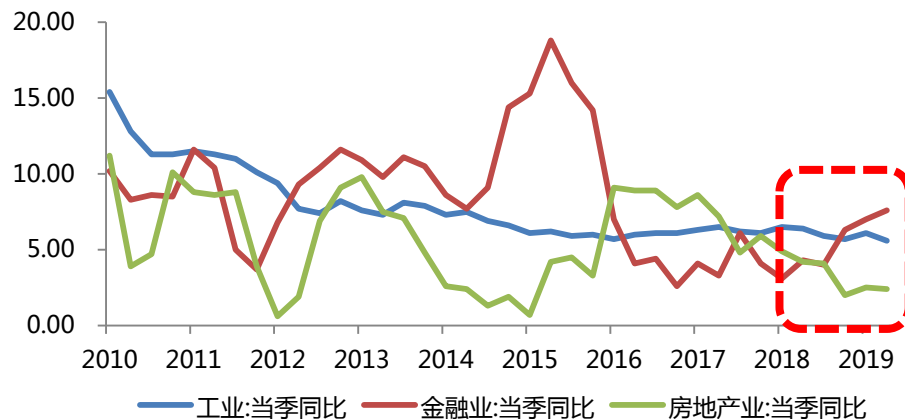


# 中国最近十年经济下行期的结构变化

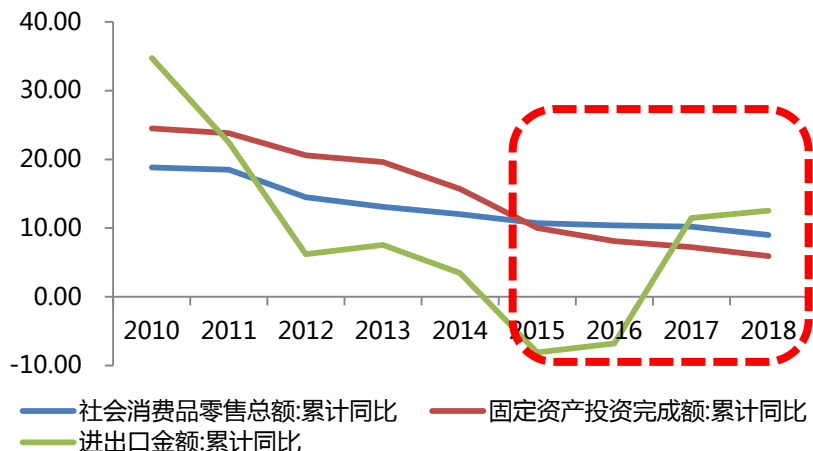
## 经济转型，消费对经济的贡献大幅提升



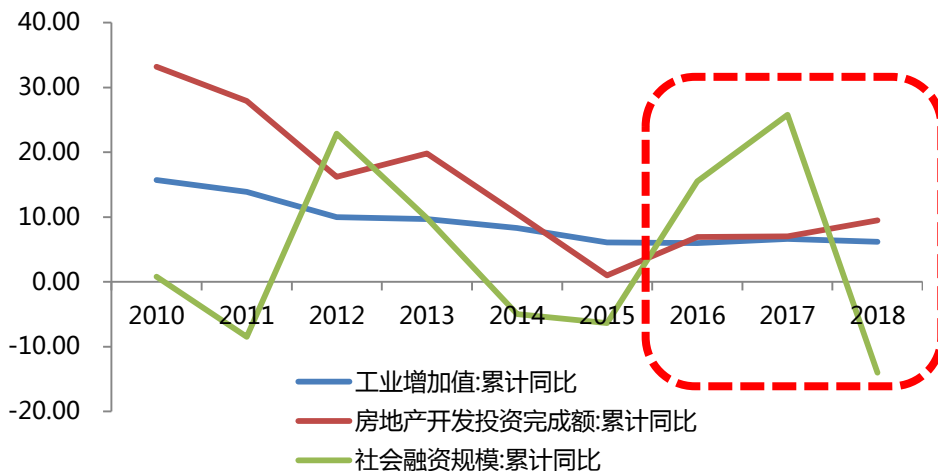
## 金融业增幅过快，对实体经济的边际效应减弱



## 投资增速已经低于消费增速

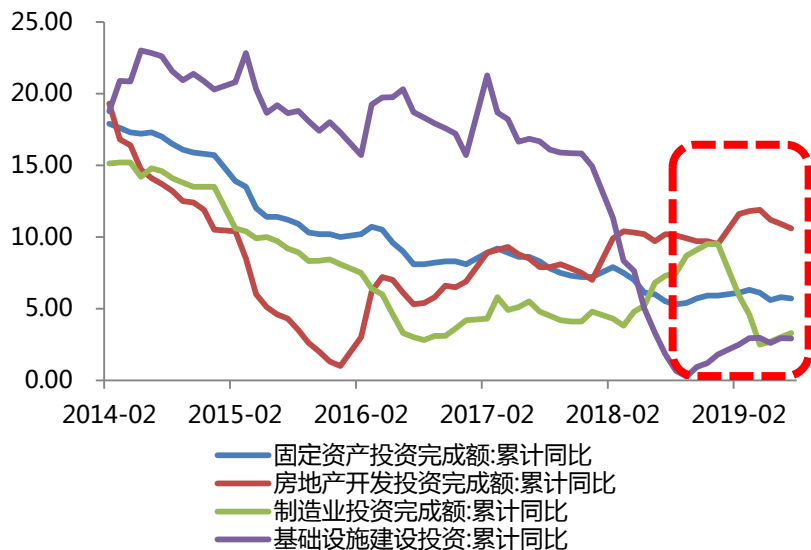


## 去杠杆对地产投资的影响将逐渐渐现

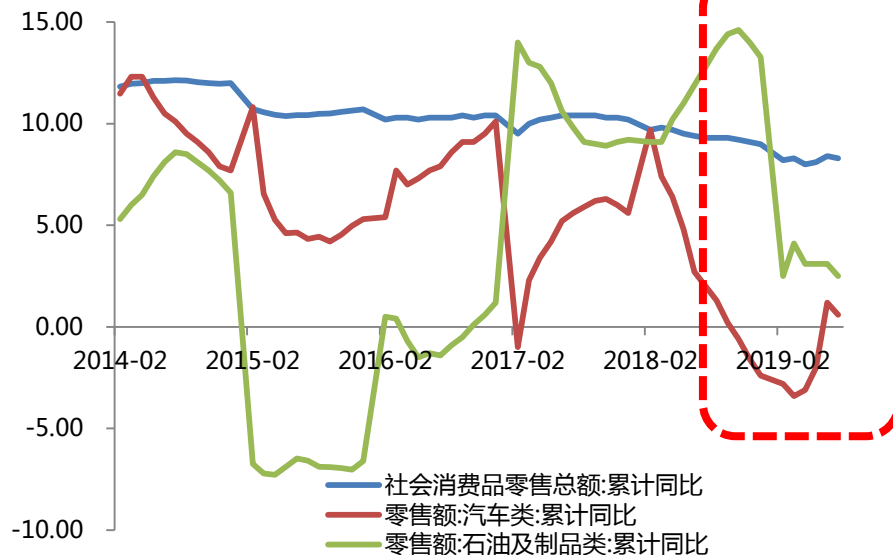


# 内外压力叠加，近一年来经济波动有所加大

## 固定资产投资完成额 (%)



## 社会消费品零售总额 (%)



资料来源：Wind, 申万期货研究所

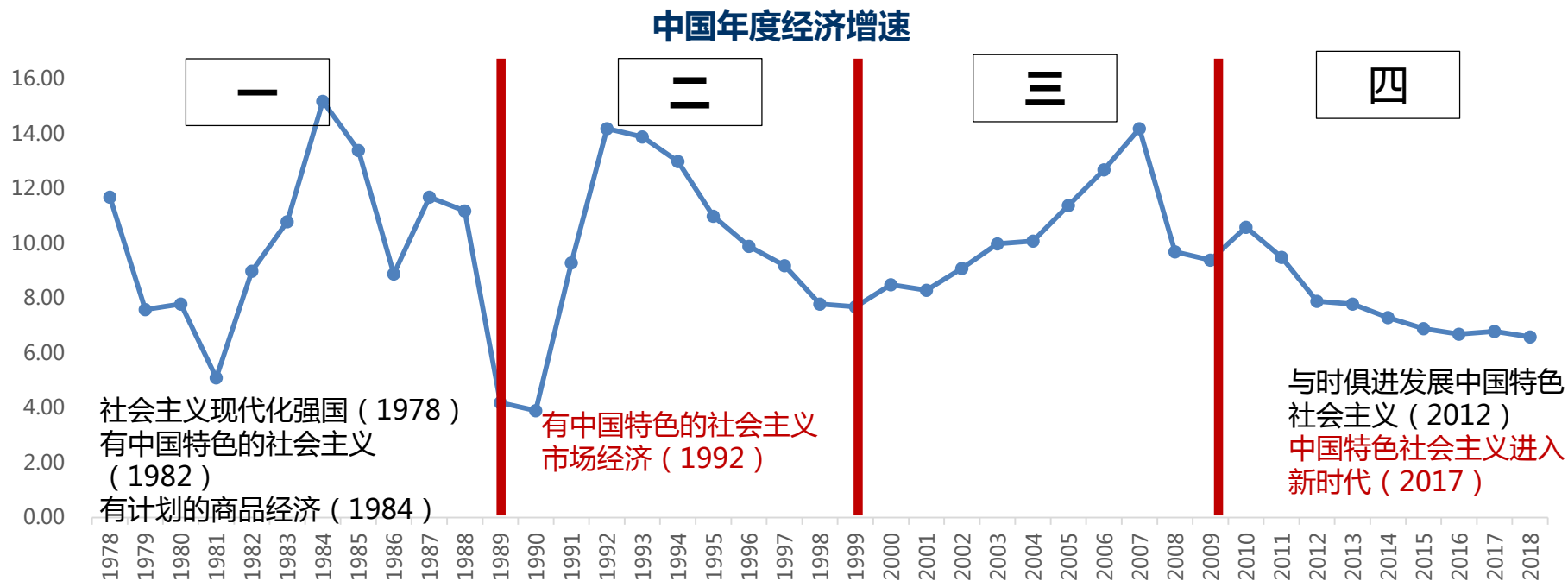
## 2018年下半年经济结构总结

- 受贸易摩擦影响，**制造业投资明显下行**；
- 稳增长促进**基建投资回升**；
- 房住不炒较少提及，地产投资继续回升；
- **消费减速**源自汽车和石油制品的快速下跌

## 2019年上半年经济结构总结

- 一季度货币投放稳增长，**房地产有过热迹象**，419政治局会议重提房住不炒；
- 政策与货币支持下，**制造业和基建短期企稳**但仍有不小的下行压力；
- **消费压力有增无减**，减税促消费效应未显现

# 中国四十年经济长期动能的切换

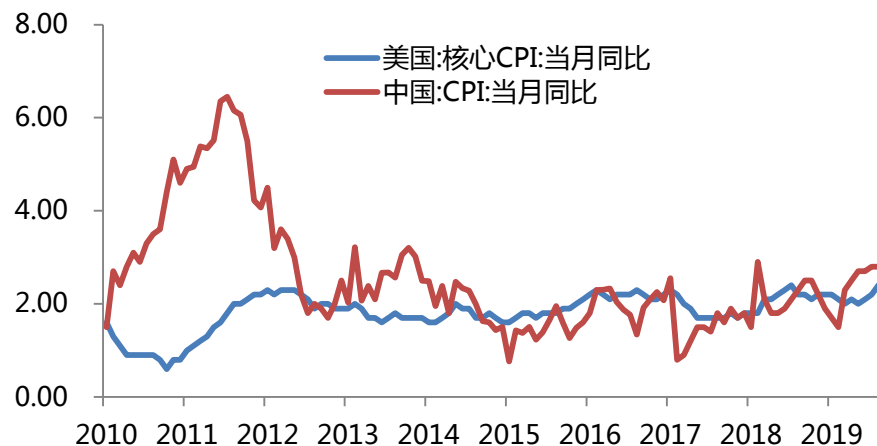


**1919年五四运动中国现代史，1949年新中国建立开启当代史，1979年改革开放。。。2019年。。。2049年。。。。**

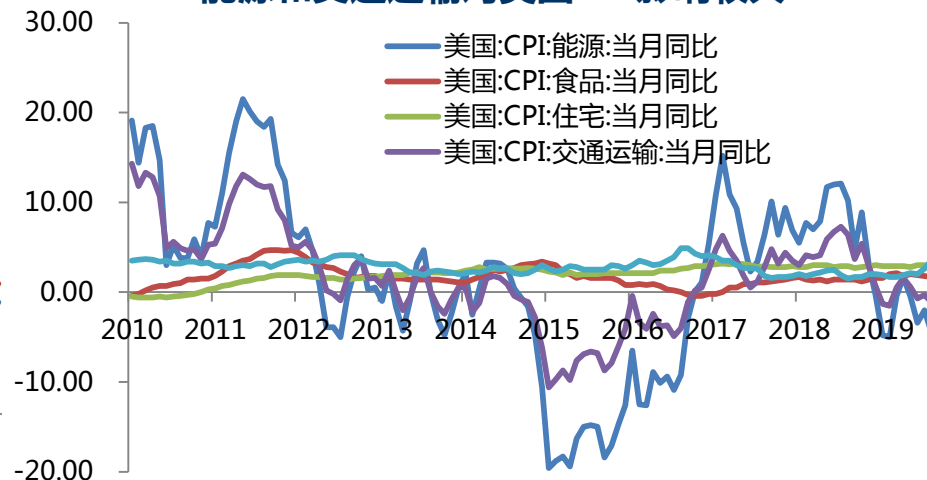
- 第一个十年 ( 1979-1988 ) : 农村和企业承包制改革提供主要动能
- 第二个十年 ( 1989-1998 ) : 价格闯关、南巡、开发区和国企产权改革
- 第三个十年 ( 1999-2008 ) : 入世提供主要动能，产业链建设
- 第四个十年 ( 2009-2018 ) : 市场化改革 ( 要素价格改革、自贸区、国企改革、人民币国际化 )，四万亿
- 第五个十年 ( 2019- ) : 防范化解重大风险，创新、伟大。。。与第二个十年类似，尽管政策方面有诸多探索和尝试，但中国经济目前仍然处在新动能的形成阶段

# 货币购买力角度：（2）中美通胀驱动因素对比

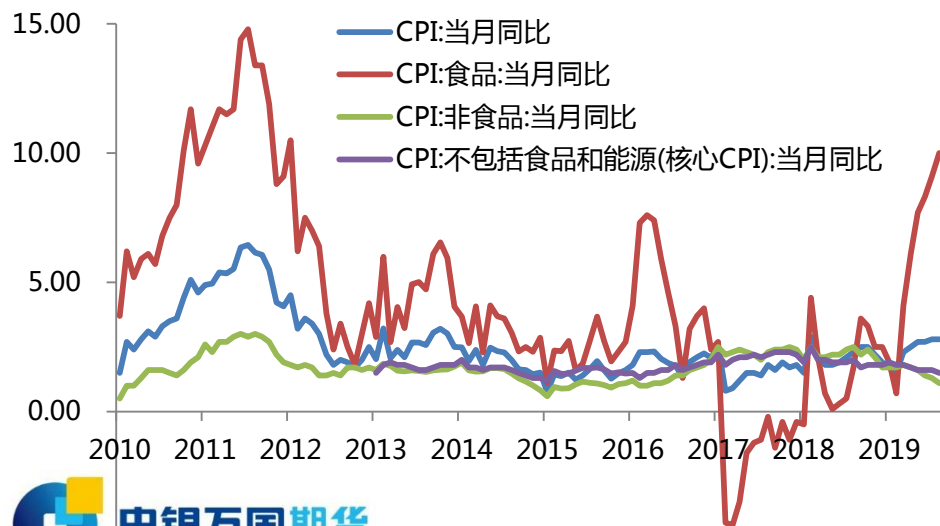
## 中美消费品价格同比增速



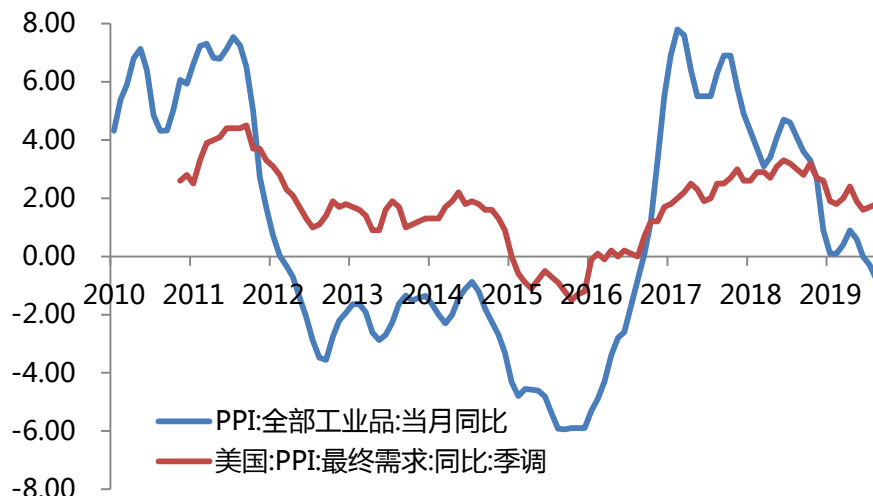
## 能源和交通运输对美国CPI影响较大



## 食品价格对中国CPI影响较大



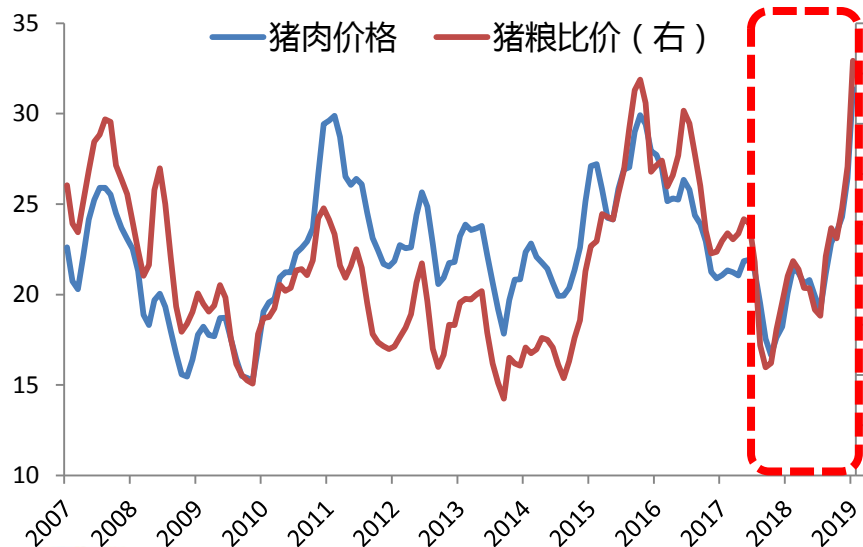
## 中美工业品价格同比增速



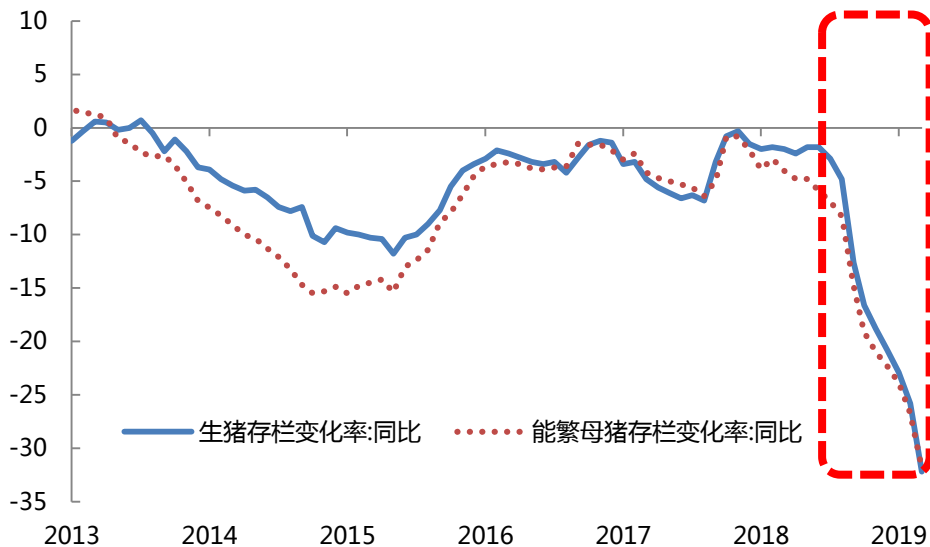
# 价格因素：猪瘟引发的结构性通胀

- **猪价上涨引发结构性通胀担忧。**2018年8月以来，非洲猪瘟疫情不断，养殖户停止补栏甚至缩减产能，生猪和能繁母猪存栏大幅下降。
- **2018年6月份起，猪价进入新一轮涨价周期，CPI食品项快速回升。**猪肉价格已经创下新高超过30元/千克，同比涨幅50%，影响CPI上涨约1个百分点。近期国务院常务会议确定要稳定生猪生产和出台猪肉保供稳价措施。
- PPI通缩，CPI中非食品价格面临走低，尽管出现新一轮猪价上涨周期，但发生通胀的可能性较小，对货币政策产生影响有限。

猪肉价格与猪粮比价走势（元）



生猪与能繁母猪存栏变化率（%）



## （二）利差角度：美债收益率上行，中美利差扩大



资料来源：Wind，申万期货研究所

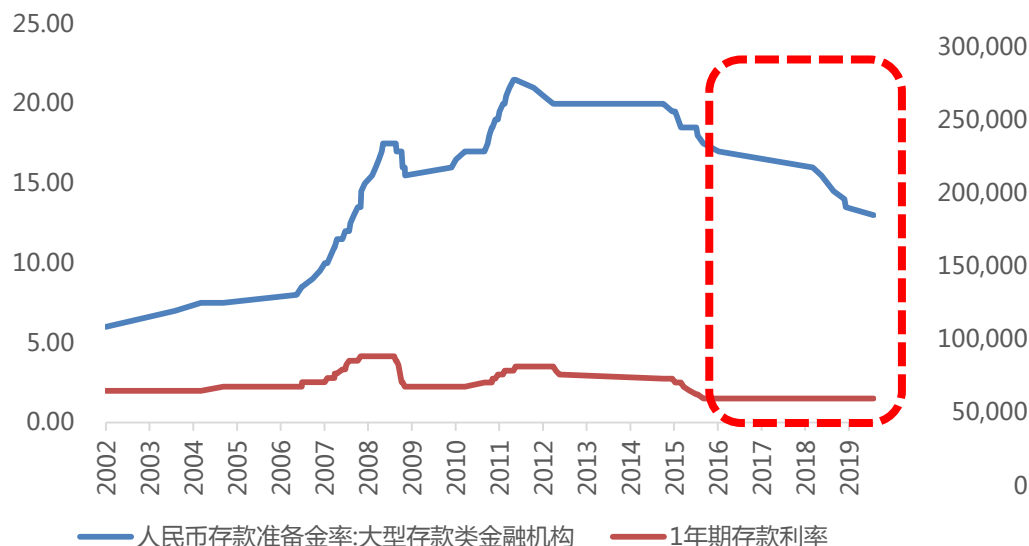
- 未来一年，美联储将延续预防式降息
- 一年后关注点将是美联储何时结束本轮降息和利率到达中性区间后的动作。



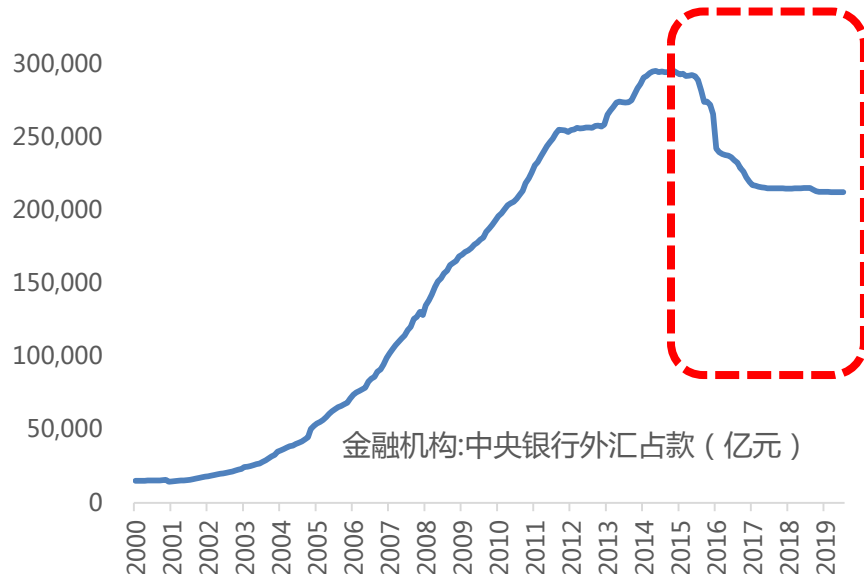
# 全面+定向降准加大对小微、民营企业的支持

- **9月4日国常会提及“运用普遍降准和定向降准等政策工具”，9月6日降准。**经济下行压力大、PPI下滑实际利率上升、流动性分层民营小微融资难、全球降息潮、汇率压力降低是全面降准+定向降准的主要背景。上一次这种结合发生于2015年，并多次采用“全面降准+定向降准”这一模式。
- **外汇占款趋势回落，降准的空间仍然较大，降息短期则受制于通胀冲3。**
- **流动性分层明显，市场对城商行信用风险担忧升温，仍然不利于民营企业融资。**包商银行事件后，中小银行缩表，流动性分层现象严重，市场对城商行的信用风险担忧持续升温，小微企业融资成本仍需降低。

## 降准降息转为单独降准



## 2014年底外汇占款见顶

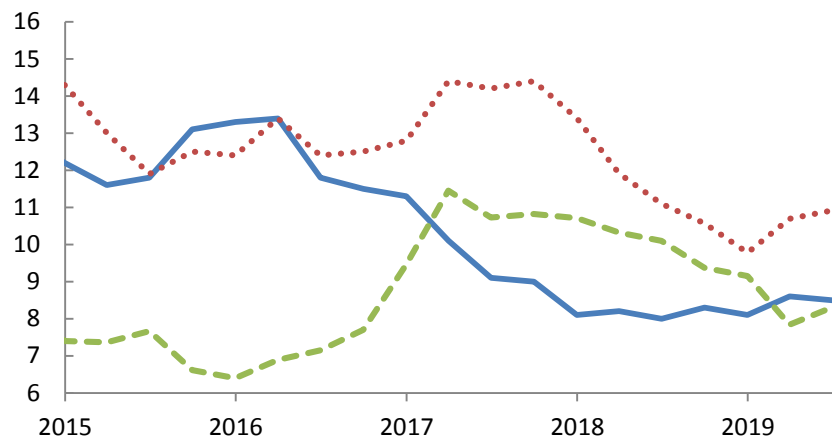


资料来源：Wind，申万期货研究所



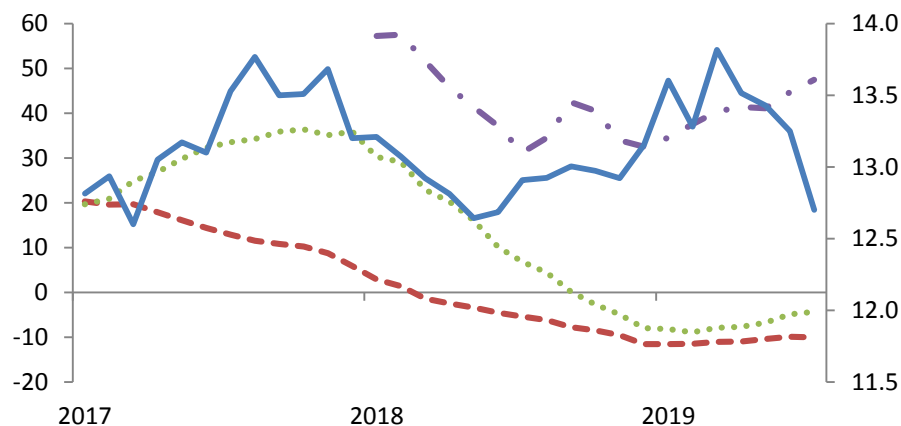
# 稳步金融去杠杆决定了货币政策将保持稳健中性

## M2、社会融资规模存量、GDP现价同比 (%)



— M2:同比    ..... 社会融资规模存量:同比    - - - GDP:现价同比

## 社融中各分项存量同比 (%)



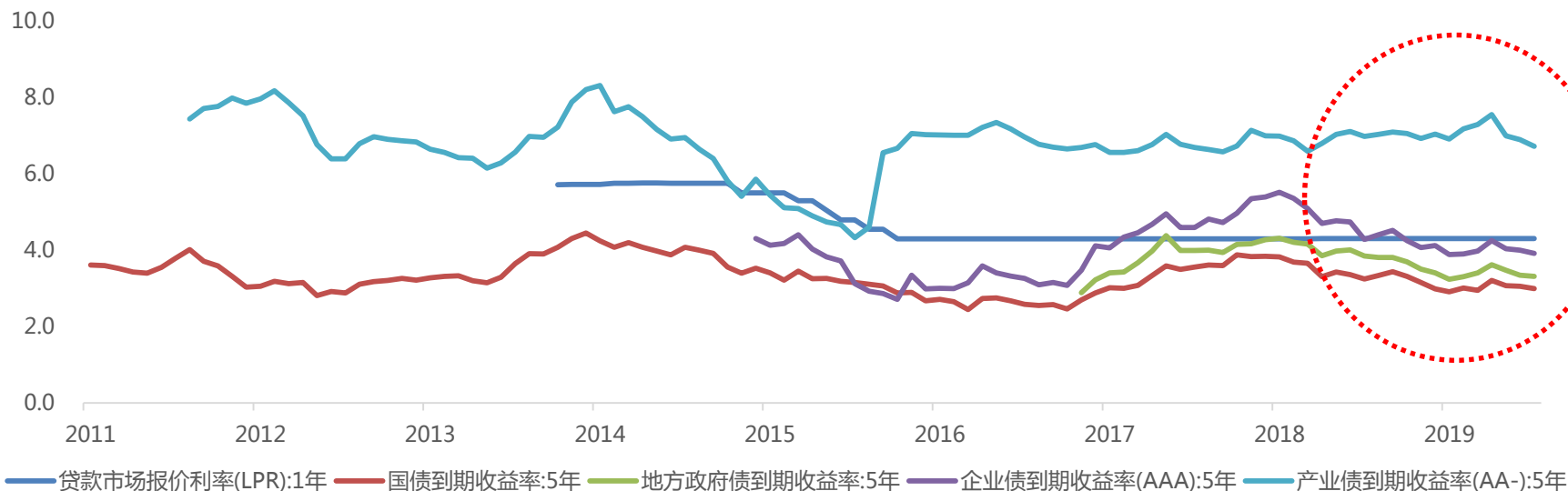
- - - 委托贷款存量:同比    ..... 信托贷款存量:同比  
- · - 专项债存量:同比    — 人民币贷款存量:同比 (右)

- **政府工作报告首提M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。**上半年末M2增速8.5%，名义GDP增速8.3%。
- **地方政府专项债提前发行，年初以来社融增速上行至10.9%。**专项债确保9月底前全部发行完毕、10月底前全部拨付到项目，提前下达2020年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，人民币贷款存量同比也维持高位。
- 2018年以来，受资管新规金融去杠杆影响，委托贷款和信托贷款快速回落，目前在低位有所企稳。

# 市场化改革寻找新动力：LPR降低实体融资成本

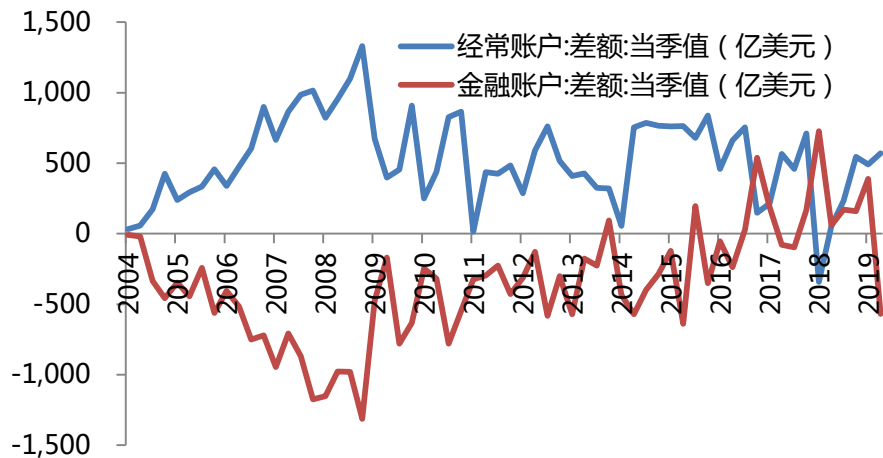
- 深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。新版1年期LPR为4.25%，5年期以上LPR为4.85%，分别较此前小幅下调6bp和5bp，符合市场预期。
- 2018年初以来10年期国债到期收益率从3.90%下降到当前的3.02%，民营企业的一般贷款利率却没有明显下降，而地方政府和高信用等级的国企贷款利率下降明显。短期内贷款实际利率不会有明显变动，利率下行将是缓慢过程，带来实体经济融资成本的下降。现阶段，LPR改革的意义大于实际效用。

各市场主体利率走势（%）

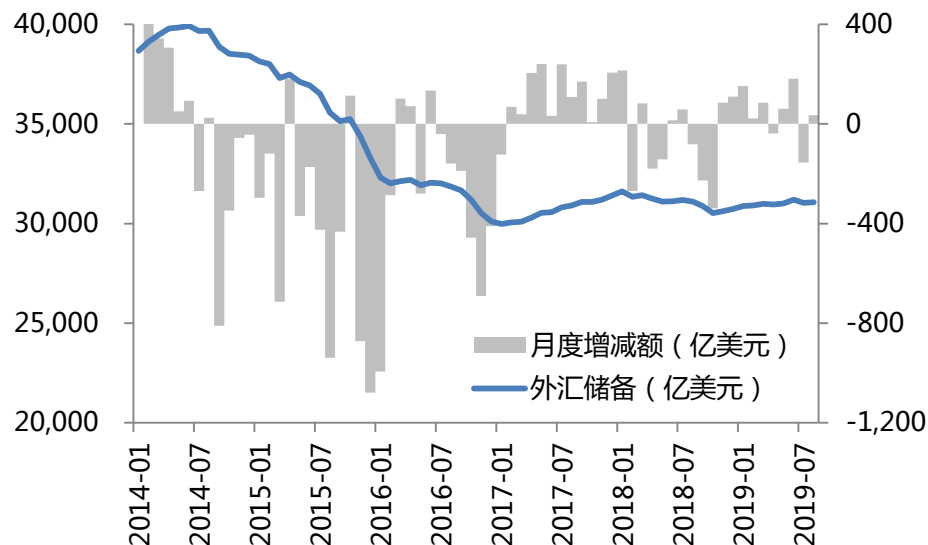


### (三) 货币供需角度：经常账户顺差再次扩大

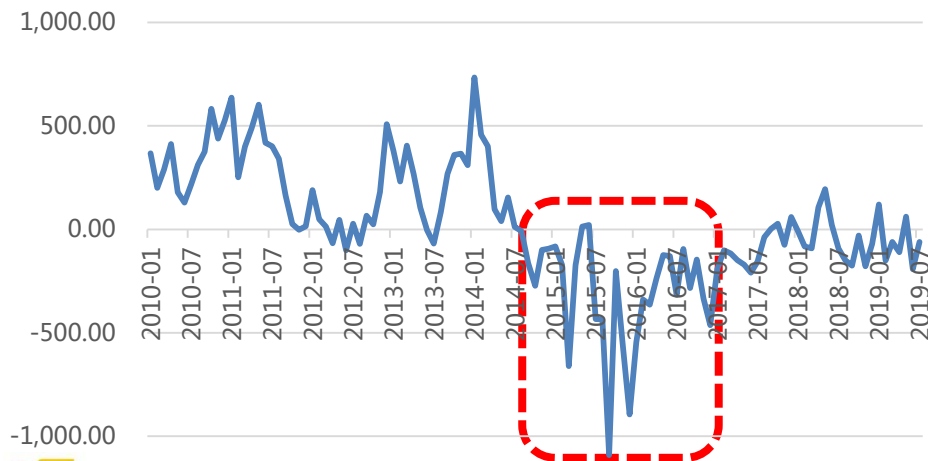
经常账户和金融账户



官方外汇储备



银行结售汇差额 (亿美元)

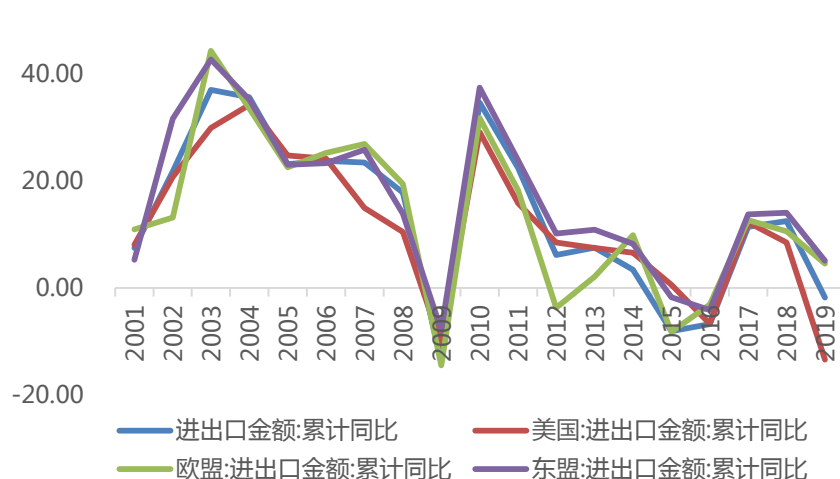


- 2018年上半年国际收支经常账户出现逆差283亿美元，是1998年开始公布半年国际收支平衡表以来首次出现逆差的情况。
- 2019年上半年经常项目顺差1060亿美元

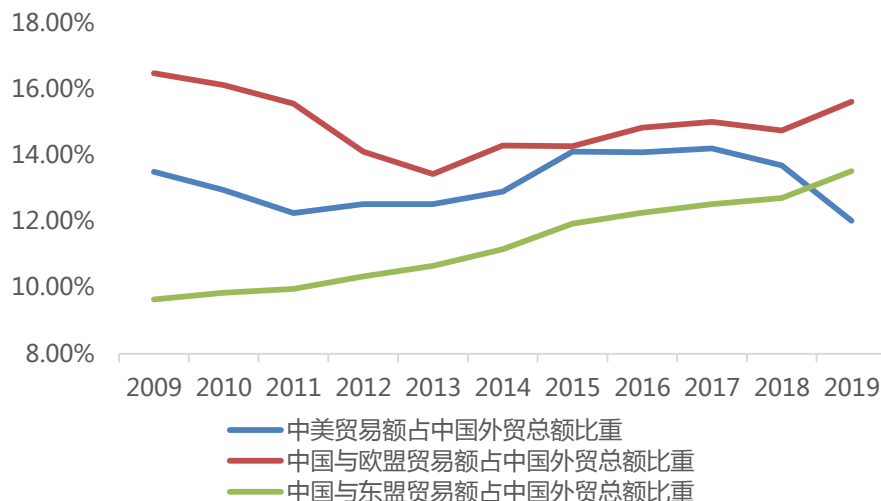
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 贸易战影响进出口：减速不可避免，贸易伙伴变迁

## 2019年前七月中美贸易额降幅13.4%



## 2019年前七月中美贸易额占比降至12%



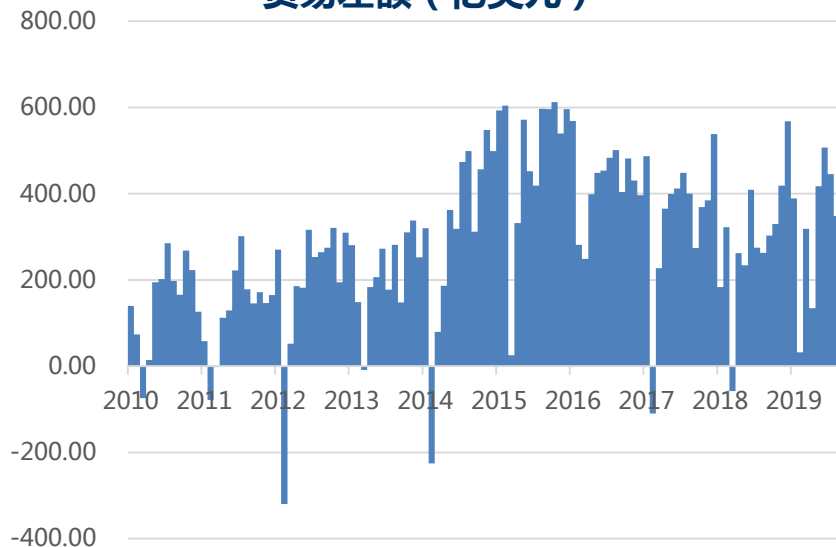
资料来源：Wind资讯，申万期货研究所

- **中国从美进口大幅萎缩，贸易顺差扩大。** 2019年1-7月中国对美出口2382亿美元，同比下降7.8%；进口697亿美元，同比下降28.3%；贸易顺差1685亿美元，同比增长4.3%。
- **中国的对策：反征收关税和战略性减少对美国农产品进口。** 前5月，中国从美国进口农产品金额下降55.3%，只有48亿美元。原油列入征税名单。
- **东盟取代美国，成为中国第二大贸易伙伴。** 中美贸易额占中国外贸总额的比重从2015年的高点14%以上降至12%，东盟占比增至13.5%。

## （四）人民币判断：稳金融需要稳定人民币

- 730政治局会议再提六稳：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期
- 前期人民币贬值幅度较大原因：1）美元指数上涨导致的被动贬值；2）国内定向降准与美联储加息货币政策错位；3）中美利差收窄及中美贸易摩擦加剧经济增速下行担忧。
- 趋势性贬值不符合中国负责任的大国形像，为避免人民币趋势性贬值，货币政策全面放松可能性不大。1）是我国经常项目长期保持顺差；2）是我国外汇储备充裕，近两个月回升至3.1万亿美元。3）是近年来人民币国际化和金融市场对外开放进程加快

贸易差额（亿美元）



官方外汇储备（亿美元）



# 从“419”预期收紧到“730”再提六稳

## 形势判断

### 4月19日政治局会议

- 经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但**更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。**

### 7月30日政治局会议

- 当前我国经济发展面临新的风险挑战，**国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。**

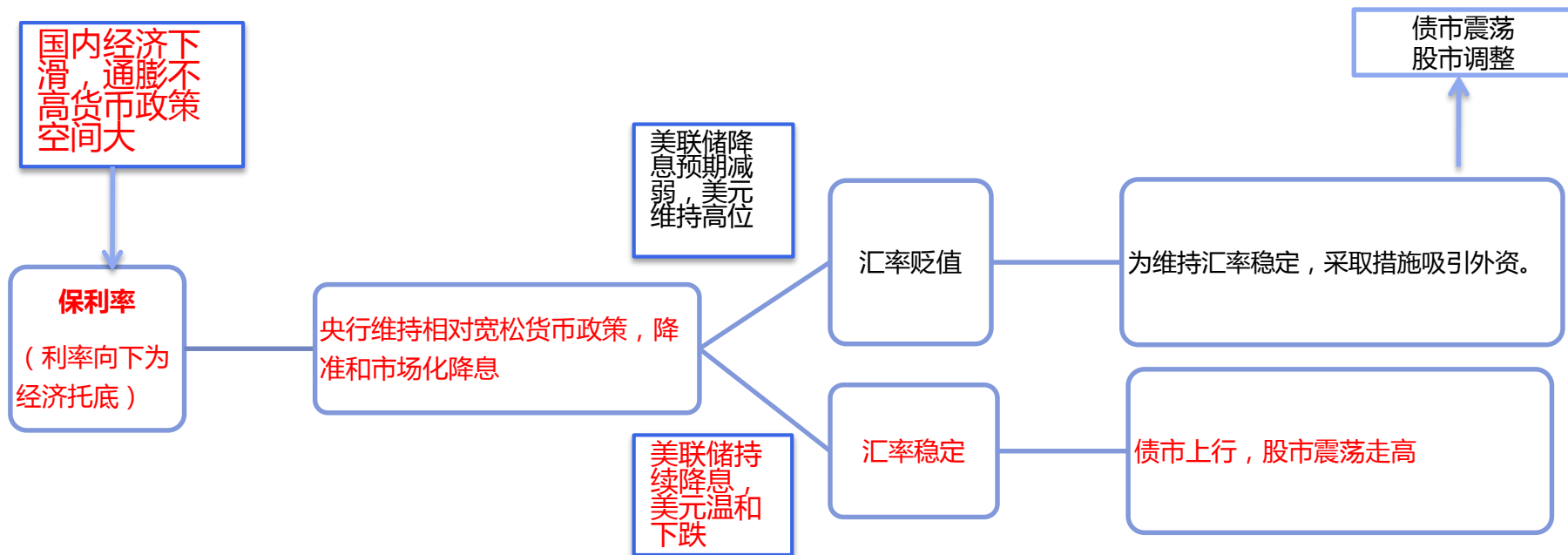
## 政策重点

- **宏观**：供给侧结构性改革的办法稳需求。政策要立足于推动高质量发展
- **去杠杆**：坚持结构性去杠杆。
- **货币财政**：积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。
- **房地产**：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实城市政府主体责任。
- **民生**：近期安全生产问题突出，要举一反三，有效防范，精准治理。

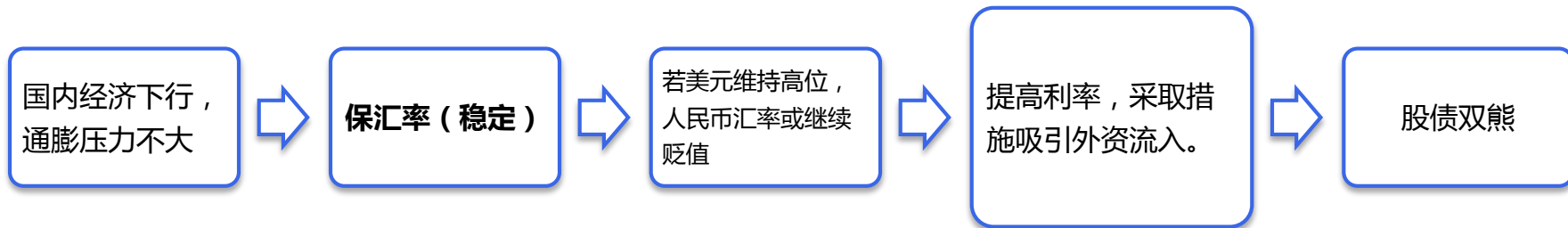
- **宏观**：坚持以供给侧结构性改革为主线
- **去杠杆**：无。
- **货币财政**：积极的财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。
- **房地产**：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
- **民生**：实施好就业优先政策，保障市场供应和物价基本稳定。

# 不同模式下中国经济的演进路径分析

## 1、保利率模式下中国经济的演进路径



## 2、保汇率模式下中国经济的演进路径





# 申万期货宏观&金融研究团队

- 汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士，CFA、FRM，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。研究方向为宏观经济和股指期货。
- 唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货讲师，负责宏观、国债期货基本面与策略研究。
- 项歌德（执业编号：F0301231），经济学博士，申银万国证券公司博士后。申万期货研究所负责人兼机构业务总部副经理。参与过多项国家自然科学基金、社会科学基金、上海软科学基金研究。
- 林新杰（执业编号：F3032999），新加坡管理大学硕士。主要研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用。
- 金硕（执业编号：F3048724），清华大学金融学硕士。主要研究方向为宏观经济，擅长从数据和实际出发把握大的宏观趋势和大类资产的配置。



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

# 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。