国信期货宏观月报

宏观

货币政策或更加强调精准滴灌 大宗商品可能面临短期回调风险

2020 年 08 月 23 日

主要结论

中美关系短期或加强：当前市场对于中美政治经济关系表现出了较大的关注。需要提醒投资者注意的是，当前正值美国总统大选最关键的时期，共和党和民主党的票仓和支持率难以拉开较大的差距，中美经贸关系或将经受进一步的考验，市场的波动程度或将强于二季度。但我们也一再强调，中美两国作为全球贸易体量最大的两个国家，两者早已是你中有我，我中有你不可分割的状态。所以只要在 11 月份之前，中美经贸关系依然是谈而不崩的状态，中美之间的经贸摩擦对于市场的影响或将逐渐减小，市场对于中美经贸摩擦的长期化和常态化的预期或将逐渐 price in 到市场价格的预期之中，预计对于市场的冲击的时间和波动或将小于 2018 年第一次中美经贸冲突。

大宗商品长期上涨的趋势不变，但是或将迎来短期的回调：我们在《大宗商品或将在三季度迎来上涨机会》的报告中提到，当前大宗商品市场已经具备和 09 年和 16 年两轮牛市的形成的充分和必要条件。但是我们发现，虽然当前大宗商品市场已经开启了上涨的趋势，通过观察大宗商品走势和银行间日均成交量的指标来看，当前整体大宗商品（黑色、有色、化工）或将面临一定的回调风险。通过对比银行间日均成交量数据和大宗商品走势来看，两者走势方面具有较强的相关性，相关系数达到了 0.79，并且银行间日均成交量数据的走势领先于大宗商品走势约 3 个月左右。当前来看，银行间日均成交量数据已经从 5 月开始出现了较大幅度的拐点和回调的可能性，预计大宗商品可能会因为银行间交易流动性紧缩问题，面临一定的回调压力。但我们需要强调的是，此轮大宗商品牛市形成的充分和必要条件（长期的被动去库存以及货币政策的宽松基调）并没有改变，所以此次大宗商品可能面临的短期回调压力，不会更改长期的牛市格局。

货币政策宽松大基调没有改变，但更加着重于精准滴管：货币宽松的大的基调没有改变，但货币政策最宽松的时候已经过去，市场的流动性相较于上半年投放将会更加精准。宽信用的方向从全面宽信用或将转向宽好的信用（往实体、扶贫、基建和中小企业），对于防止资金空转和资金脱虚向实两方面或将加大监管的力度。

美元进入弱势周期，人民币争夺 6.90 关口：美国经济数据的疲软，避险情绪的回落以及经济刺激计划的延后都加强了美元的下行压力，同时美联储货币政策的负溢出效应和美元自身下行周期加强了美元走弱的大周期逻辑。人民币走势偏强，当前 6.90 是个较为重要的承压关口，需要持续关注 9 月黑天鹅事件的冲击对于市场的风险情绪的释放程度。

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。

一、宏观热点事件梳理

1.1 中美经贸关系点评

当前市场对于中美政治经济关系表现出了较大的关注。原定的 8 月中美经贸协议第一次评估的时间也经历取消再推迟的一系列变故。但需要提醒投资者注意的是，当前正值美国总统大选最关键的时期，共和党和民主党的票仓和支持率难以拉开较大的差距，同时通过统计发现，每当特朗普发布对于中国相对严厉的制裁手段之后，其支持率会出现小幅且短暂的上行，所以我们预计，从当前到 11 月 3 日总统大选前，中美经贸关系或将经受一定的考验，大小摩擦的数量以及市场的波动程度或将强于二季度。但我们也一再强调，中美两国作为全球贸易体量最大的两个国家，两者早已是你中有我，我中有你不可分割的状态。所以只要在 11 月份之前，中美经贸关系依然是谈而不崩的状态，中美之间的经贸摩擦对于市场的影响或将逐渐减小，市场对于中美经贸摩擦的长期化和常态化的预期或将逐渐 pricein 价格预期之中，预计对于市场的冲击的时间和波动或将小于 2018 年第一次中美经贸冲突。

图：特朗普和拜登支持率变动

Polling Data

Poll	Date	Sample	MoE	Biden (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	8/6 - 8/18	--	--	49.9	42.3	Biden +7.6
Economist/YouGov	8/16 - 8/18	1246 RV	3.4	50	40	Biden +10
Rasmussen Reports	8/12 - 8/18	2500 LV	2.0	48	44	Biden +4
The Hill/HarrisX	8/11 - 8/14	2823 RV	1.8	45	39	Biden +6
CNN	8/12 - 8/15	987 RV	4.0	50	46	Biden +4
ABC News/Wash Post	8/12 - 8/15	707 LV	--	54	44	Biden +10
CBS News/YouGov	8/12 - 8/14	2152 LV	2.4	52	42	Biden +10
NBC News/Wall St. Jrnl	8/9 - 8/12	900 RV	3.3	50	41	Biden +9
FOX News	8/9 - 8/12	1000 RV	3.0	49	42	Biden +7
CNBC/Change Research (D)*	8/7 - 8/9	2143 LV	2.1	50	44	Biden +6
Monmouth*	8/6 - 8/10	785 RV	3.5	51	41	Biden +10

All General Election: Trump vs. Biden Polling Data

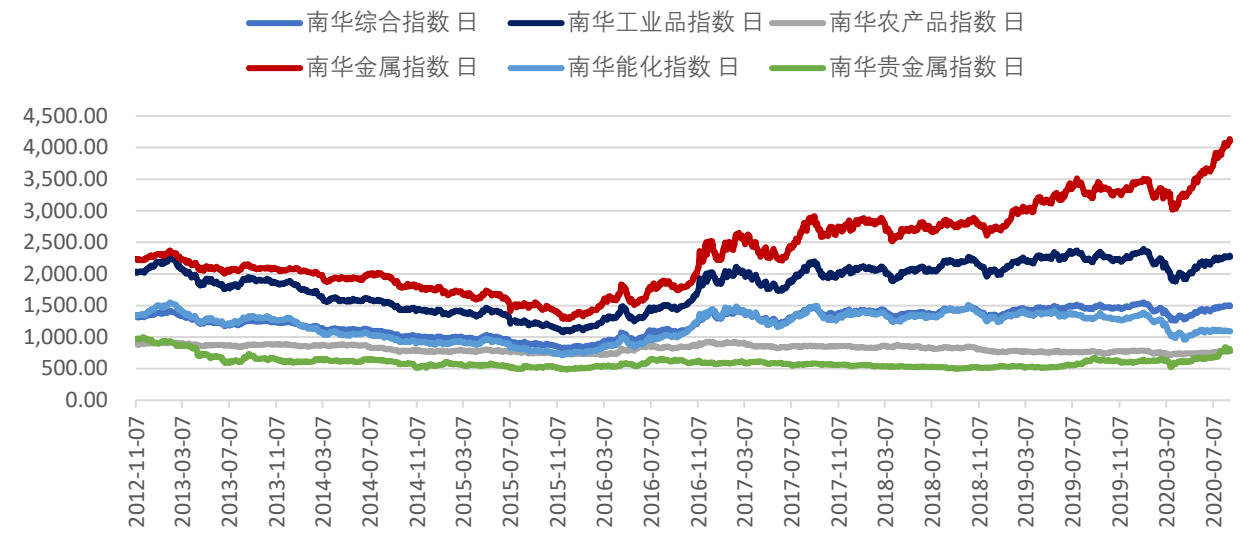
数据来源：RCP 国信期货整理

1.2 大宗商品长期上涨的趋势不变，但是或将迎来短期的回调

在我们三季度出的《大宗商品或将在三季度迎来上涨机会》中提到，当前大宗商品市场已经具备和 09 年和 16 年两轮牛市的形成的充分和必要条件。但是我们发现，虽然当前大宗商品市场已经开启了上涨的趋势，但是通过观察大宗商品走势和银行间日均成交量的指标来看，当前整体大宗商品（黑色、有色、化工）或将面临一定的回调风险。

通过整理大宗商品综合指数和各大行业分类指数的对比图发现，当前如果把时间序列拉长，各大商品指数的走势趋同，所以如果从宏观对大宗商品冲击的角度来看，当宏观黑天鹅事件对大宗商品产生较大冲击，大宗商品很容易出现同跌的趋势性行情。同时，大面积的放水刺激也会刺激大宗商品出现一波同涨的趋势性行情。

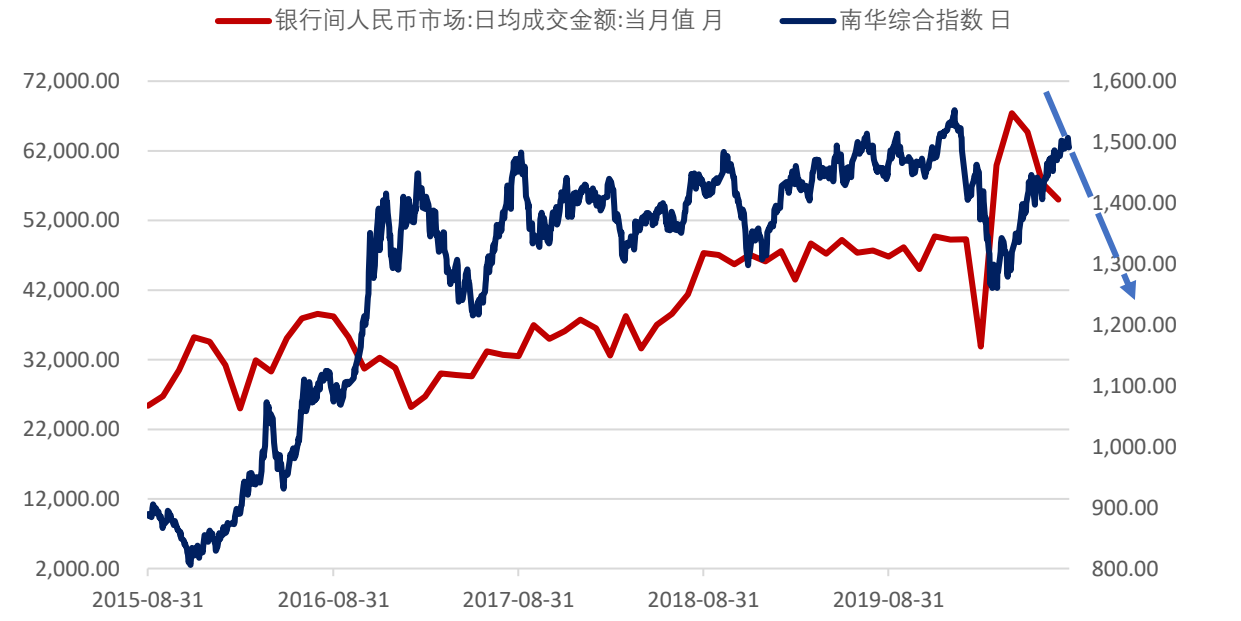
图：大宗商品数据和所有品种数据走势对比



数据来源：WIND 国信期货整理

所以，当黑天鹅事件的冲击力度和宏观政策的刺激力度足够强的时候，大宗商品很容易出现同涨同跌的走势。从自上而下的宏观逻辑分析体系来看，宏观对于商品影响逻辑为：1、宏观事件对于商品市场造成冲击；2、随之而来的宏观政策（货币和财政政策）的方向，是影响大宗商品市场最重要的因素；3，我们通过对比发现，在宏观政策有效性的各项指标中，最直接且最有效的就是银行间日均成交量数据。这个数据能够比较直观的反应出宏观政策的有效性。4、通过对比银行间日均成交量数据和大宗商品走势来看，走势方面具有较强的相关性，相关系数达到了 0.79，并且银行间日均成交量数据的走势领先于大宗商品走势约 3 个月左右。当前来看，银行间日均成交量数据已经从 5 月开始出现了较大幅度的拐点和回调的可能性，预计大宗商品可能会因为银行间交易流动性紧缩问题，面临一定的回调压力。但我们需要强调的是，此轮大宗商品牛市形成的充分和必要条件（长期的被动去库存以及货币政策的宽松基调）并没有改变，所以此次大宗商品可能面临的短期回调压力，不会更改长期的牛市格局。

图：银行间日均成交量和大宗商品走势对比图



数据来源：WIND 国信期货整理

1.3、本月国内货币政策方向判断：宽松大基调不变，精准滴灌为主

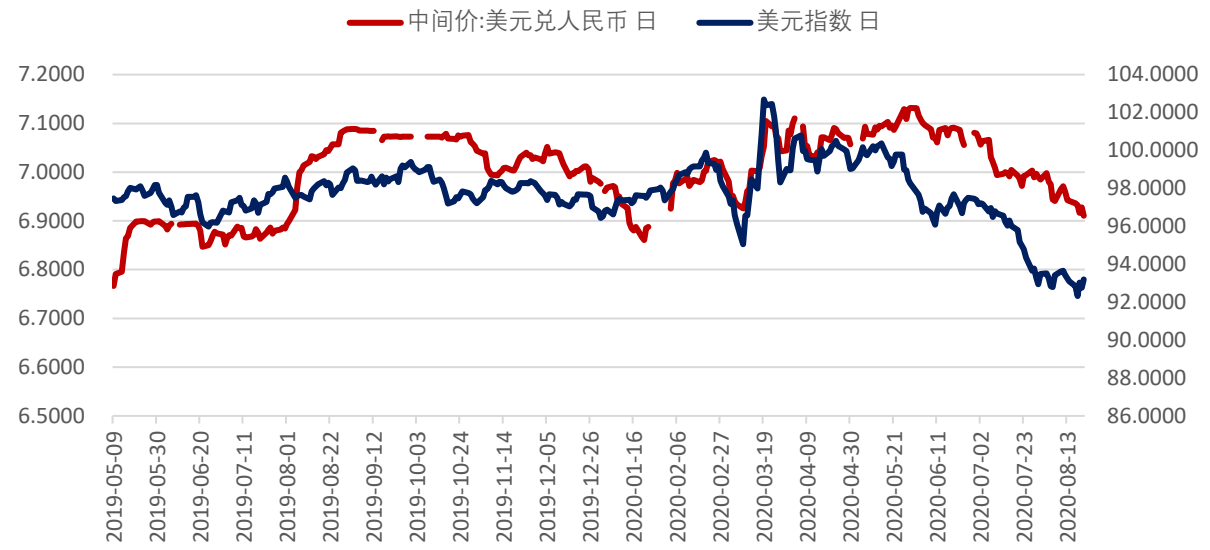
结合央行二季度货币执行报告所给的方向看9月货币政策的方向，我们认为有两点值得关注：1、首先结合经济数据和二季度报告的表述，有个比较确定的结论是当前经济在逐步恢复，报告指出目前中国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，下半年经济增速有望回到潜在增长水平。长期看，中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。但也要看到，世界经济陷入衰退，不稳定性不确定性较大，经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡不充分问题仍然突出。但值得注意的是经济最差的时期过去并不表示经济增速已出现较为明显的增长，内外需的疲弱依然会给经济带来一定的下行压力。2、在这样的经济状况下，9月或将强调继续深化利率市场化改革，推动综合融资成本下行，并坚持房住不炒的政策不变。货币政策执行报告指出，要促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归；推动综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在房地产市场方面，牢牢坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。总体来看，货币宽松的大的基调没有改变，但货币政策最宽松的时候已经过去，市场的流动性相较于上半年投放将会更加精准。宽信用的方向从全面宽信用或将转向宽好的信用（往实体、扶贫、基建和中小企业），对于防止资金空转和资金脱虚向实两方面或将加大监管的力度。

1.4、从汇率角度来看，美元长期走弱趋势不变，人民币大概率震荡为主

从美元角度来看：8月美元持续走弱，同时美国经济数据的疲软 ，避险情绪的回落以及经济刺激计划的延后都加强了美元的下行压力。同时由于欧元区经济数据恢复速度较好，欧元兑美元汇率有较大幅度的的升值，进一步打压美元走势。9月中美双方或将进行关于经贸谈判的电话会议，美元或出现小幅反弹，但是我们强调，9月份的美元指数依然受到美联储货币政策的负溢出效应和美元自身下行周期的影响，短暂的风险偏好的降低不会改变美元长期回落的趋势。

从人民币中间价来看：人民币近期小幅升值，人民币兑美元破6.9，创7个月以来的新高，主要是受到三个因素：国内复产复工的节奏加快、国内外政治经济局势有所缓解以及逆周期调节因子发力的影响。人民币当前显现出偏强的走势格局，同时美元流动性泛滥也为人民币的强势提供了一定的支撑。但是值得注意的是当前中国面临的国际环境复杂多端，承受了一定外部压力，当前6.90是个较为重要的承压关口，需要持续关注9月黑天鹅事件的冲击能否充分释放市场的风险情绪。

图：美元及人民币中间价走势



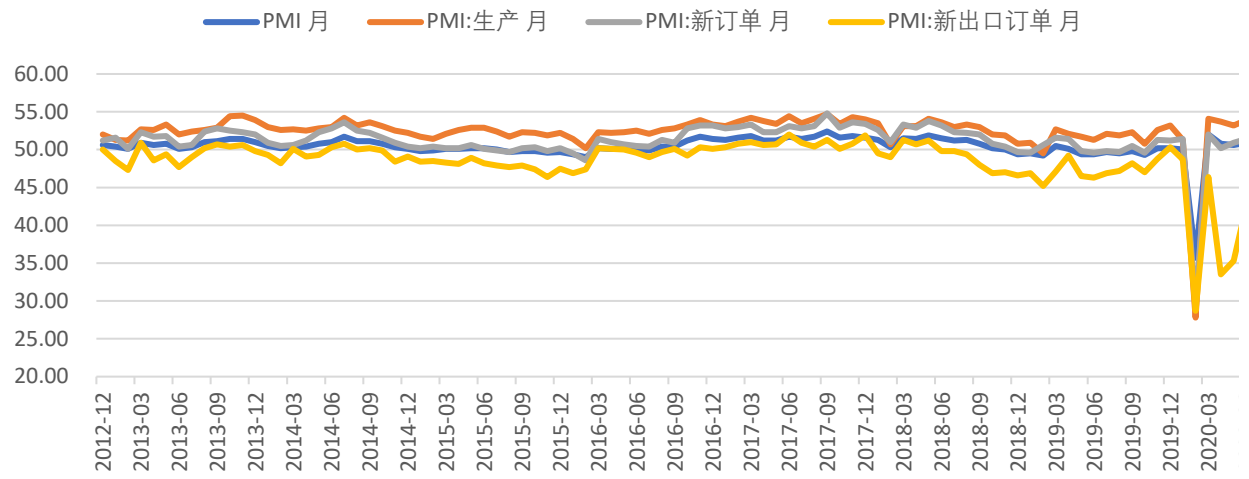
数据来源：wind 国信期货

二、国内经济概述

1、PMI数据：创4个月以来的新高

7月官方制造业采购经理人指数(PMI)升至51.1，高于路透调查预估中值50.7和上月的50.9，为四个月新高。中国7月PMI数据连续5个月处于扩张区间。本次数据有两点值得关注：1、当前国内新冠疫情得到了较好的控制，复产复工的进度符合预期。从细分数据来看，从企业规模看，大型企业PMI为52.0%，比上月微落0.1个百分点；中型企业PMI为51.2%，比上月上升1.0个百分点；小型企业PMI为48.6%，比上月下降0.3个百分点。说明大中型企业抗风险能力还是略高于中小企业，但是生产指数，新订单指数和原材料库存指数都出现了较为明显的上升，说明当前企业的投资意愿修复较为明显。2、服务业PMI方面，新订单数量创下了2010年8月份以来的最高增速，但是服务业用工人数有进一步收缩的趋势，同时8月份又将迎来大学生就业的毕业潮，今年用工压力或将超过去年同期水平，但是值得注意的是，今年国务院会议多次强调，要统筹推进疫情防控和社会发展，做好六稳工作，必须把稳就业放在首位，预计在政策的倾斜扶持下，3季度就业压力有缓解的可能性。

图：PMI 数据



数据来源：wind 国信期货

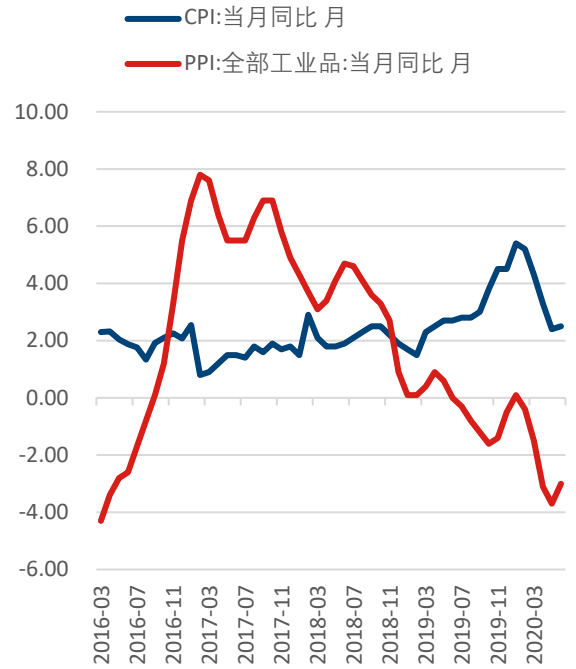
2、通胀数据：剪刀差小幅扩大

2020年7月份，全国居民消费价格同比上涨2.7%。其中，城市上涨2.4%，农村上涨3.7%；食品价格上涨13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨4.3%，服务价格持平。1—7月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.7%。2020年7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.4%，环比上涨0.4%；工业生产者购进价格同比下降3.3%，环比上涨0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.7%。

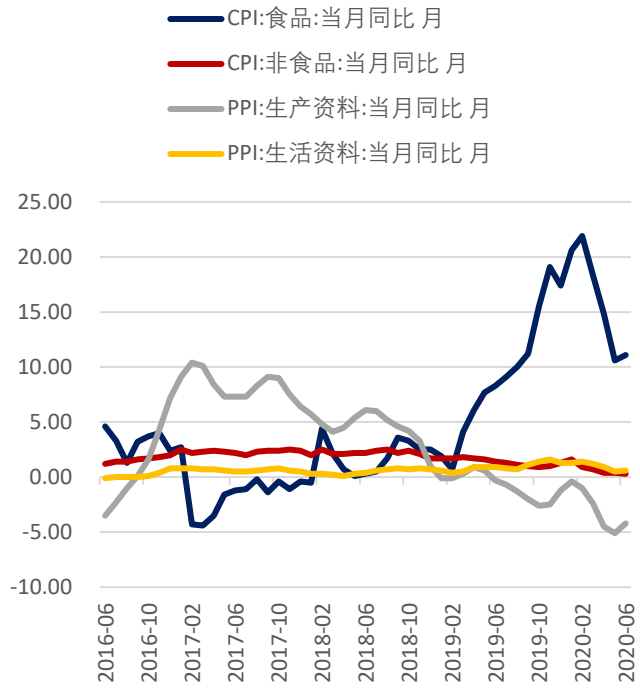
7月通胀数据有两点值得关注：1、从通胀数据来看，CPI方面，食品依然是影响CPI上涨的重要因素，猪肉供应紧张格局加剧，食品中，畜肉类价格上涨61.1%，影响CPI上涨约2.90个百分点，其中猪肉价格上涨85.7%，影响CPI上涨约2.32个百分点；鲜菜价格上涨7.9%，影响CPI上涨约0.19个百分点；水产品价格上涨4.7%，影响CPI上涨约0.09个百分点；粮食价格上涨1.6%，影响CPI上涨约0.03个百分点。但值得注意的是，7月份的数据或将受到南方多地大范围的强降雨和国内部分地区疫情新发地的影响，CPI中食品价格部分或将有小幅的上升。2、PPI方面，7月环比小幅转涨，同比小跌。主要受到原油价格上涨的影响，石化相关产业链产品价格也出现了一定程度的跟涨，是带动PPI上行的主要原因。总体来看，当前央行的货币政策力度适中，疫情对于国内市场的影响也逐步减小，下半年需要关注国内外需求恢复的程度，以及自然灾害等黑天鹅事件对于通胀数据的影响。

图：CPI 数据

图：PPI 数据



数据来源：wind 国信期货



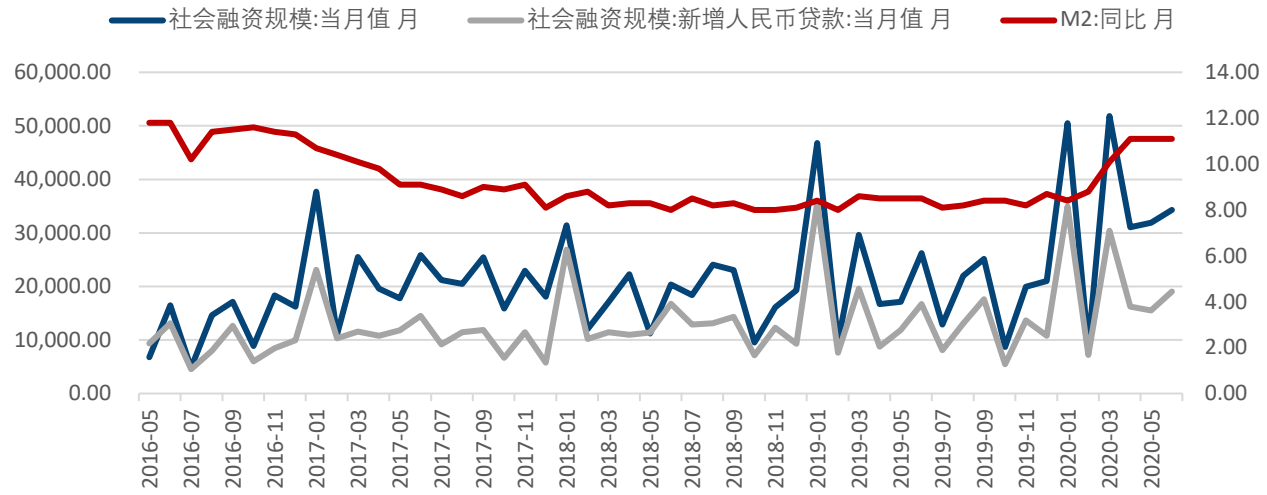
数据来源：wind 国信期货

3、7月社融数据点评：社融回暖

央行数据显示，7月新增人民币贷款9,927亿元，路透调查中值1.2万亿元；社会融资规模增量1.69万亿元，路透调查中值1.85万亿。2018年和2019年7月新增信贷量分别为1.45万亿和1.06万亿。

数据有两点值得关注：1、从数据的角度来看，7月信贷数据低于市场预期，信用扩张速度放缓，对非银金融机构贷款的减少，但是结构和中长期贷款增速较为稳定。我们认为7月份的社融数据符合近期政策和市场的预期，即货币政策最宽松的时间已经过去，未来在房住不炒的前提下，政策监管的重点或倾向抑制金融泡沫，并尝试逐步引导资金脱虚向实，推动宏观杠杆率回归正常中枢。2、从对于未来政策展望来看，结合上周公布的二季度货币政策执行报告，总体来说，三季度的货币政策方向能够总结成一句话，即以我为主、精准投放、在宽松的大基调下相较于上半年宜紧不宜松。我们认为三季度的货币政策大核心没有改变，但在没有退出宽松政策的前提下，货币政策的定力正在增强，当前央行的政策和全球央行宽松的政策有些许的不同步，国内央行宽松政策步子迈的稍小一些，也是为了应对当前国际政治经济局势的不确定性，预留一定的货币空间。同时我们也注意到在上周的二季度货币政策执行报告中花了较大的篇幅陈述了海外低利率的弊端，预计除非三季度经济数据出现较为明显掉头向下的趋势，当前降息降准的空间较小，利率方面难有进一步快速下行的机会，国债方面我们还是维持且战且退的策略不变。

图：社融增速



数据来源：wind 国信期货

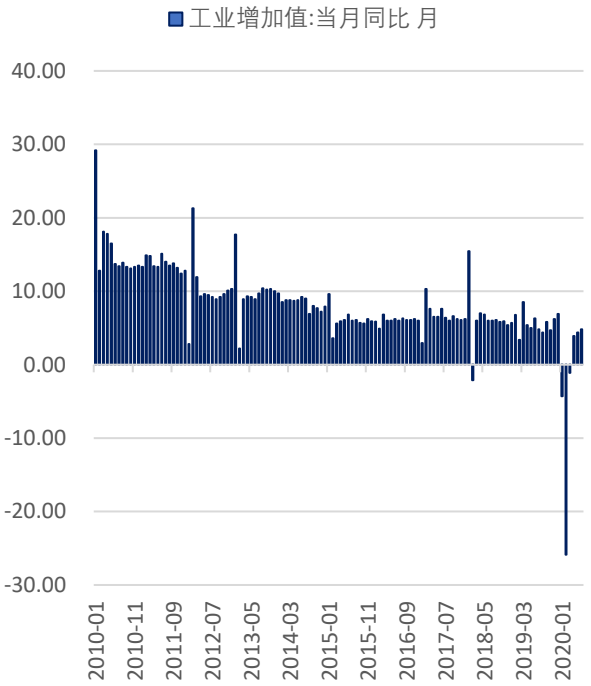
4、工业增加值及社会消费品零售数据

7月份，社会消费品零售总额32203亿元，同比下降1.1%（扣除价格因素实际下降2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄0.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额28894亿元，下降2.4%。1—7月份，社会消费品零售总额204459亿元，同比下降9.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额184890亿元，下降9.7%。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），增速与6月份持平。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.98%。1—7月份，规模以上工业增加值同比下降0.4%。

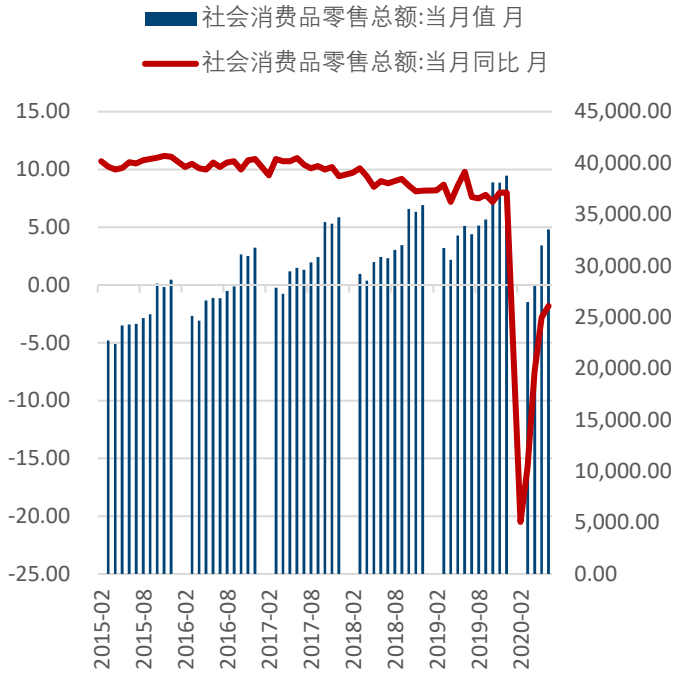
本次数据有两点值得关注：1、从社会消费品零售数据方面来看，虽然跌幅继续收窄，但当前国内需求复苏的速度不及预期，从细分项来看实物商品网上零售额51018亿元，增长15.7%，占社会消费品零售总额的比重为25.0%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长38.2%和18.6%，穿类商品下降0.9%。总体来看必选品的消费还是强于可选品消费。2、从工业增加值的角度来看，复产复工速度继续提升，总体保持较为平稳的增长，同时产业结构方面出现了较大的改善，高技术制造业保持了较快的增长。当前受政策和疫情的影响，国内企业复产复工基本到达极致，但是需求方面恢复的速度不及开工恢复速度，所以3季度更加需要关注需求恢复的程度能不能继续带动生产方面的增速。

图：工业增加值

图：社会消费品零售总额



数据来源：wind 国信期货



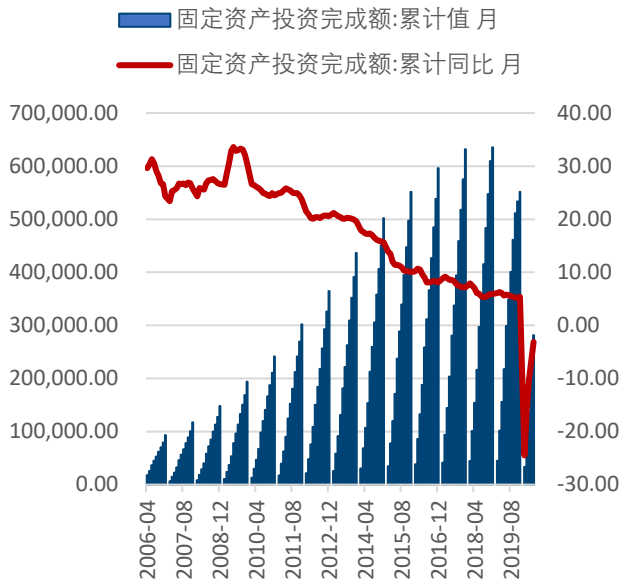
数据来源：wind 国信期货

5、房地产和固定投资数据

1—7月份，全国固定资产投资（不含农户）329214亿元，同比下降1.6%，降幅比1—6月份收窄1.5个百分点。其中，民间固定资产投资184186亿元，下降5.7%，降幅收窄1.6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4.85%。1—7月份，全国房地产开发投资75325亿元，同比增长3.4%， 增速比1—6月份提高1.5个百分点。其中，住宅投资55682亿元，增长4.1%，增速提高1.5个百分点。

本次数据有两点值得关注：1、从固定资产投资数据来看，受汛情的影响，第三产业中基础设施投资环比跌幅有所收窄，水利管理业投资增速较为明显，1-7月，信息传输业和水利管理业投资分别增长16.6%和2.9%，增速比上半年分别加快7.4和2.5个百分点；从产业结构来看，由于国内疫情管控较为得力，一二三产业环比降幅都有较为明显的收缩。总体来看，随着复产复工的速度不断加快，目前固定资产投资数据方面已经走出较为明显的V型反弹的趋势，目前由于政策对于开工端的扶持力度较大，三季度投资者可能更加需要关注需求方面的故事。2、从房地产开发投资数据来看，1-7月份房地产开发企业房屋施工面积都有所上升，但是新开工面积和住宅竣工面积出现了一定的下滑。从房地产销售数据来看，在房住不炒的政策的指引下，1-6月份商品房销售面积出现了较为明显的回落。同时我们也注意到近期多地出台了有关房住不炒的政策，相信未来房价指数的变化会更加趋于平稳。

图：房地产和固定资产投资数据





数据来源：wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。