

2023年09月10日

汇率与地产的“鱼和熊掌”

定期报告

华金宏观·双循环周报（第25期）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ **供需循环美强欧弱格局浮出水面，美元指数走高外部压力难免。**在岸人民币 CNY 周跌 1.1%，逼近 7.35，美元指数本周的走强大致可解释其中的 0.5 个百分点。欧洲服务业 PMI 的大幅下滑验证了市场此前的一种担忧的声音：非美发达经济体衰退的概率远大于美国并正在成为现实。我们基于明年年中之前美联储尚无需降息的判断，维持美元指数在 2024 年中之前围绕 104.5 的较高中枢窄幅波动预测不变。因经济美强欧弱而导致的强势美元对人民币汇率的影响仍会持续一段时间。
- ◆ **美国“脱钩断链”政策对我国出口仍造成一定的短期压力。**最新公布的进出口数据呈现出口扣除基数仍小幅偏弱、油价上涨推升进口、顺差遭受一定挤压的格局，对人民币汇率亦带来新一轮短期压力，这一因素大致可解释 0.2 个百分点的周内贬值幅度。年内海外汽车需求缺口收窄较快可能影响我国出口节奏；国内消费电子技术突破可能形成出口稳定作用，维持全年出口-4%左右的预测不变，出口同比至接近年底时有望重回零附近。汇率趋势性改善尚需时日，期待更多国内产业链完整性安全性建设方面的技术突破涌现。9月7日公布的外储数据显示，8月交易性流出规模或有一定程度的扩大，也可能小幅加强了出口数据公布后的汇率弱势效应。
- ◆ **地产政策结构性放松后货币政策配合的预期是另一个重要原因。**在8月底“认房不认贷”推广至一线城市后，市场对后续货币政策宽松的期待有所升温，测算可解释周内 0.4 个百分点左右的人民币贬值幅度。当前认房不认贷、首套存量利率下调、全国首付比例和商贷利率下限新标准等三大需求侧结构性放松政策，严格界定了“改善性住房”的狭义范围，对房价收入比相对健康的二线城市房地产市场需求企稳的促进作用预计最为明显，而一线居民仍受限于房价收入比过高导致的偿付能力紧张。一线城市中库存最多的广州率先于9月9日放松二套首付比例和商贷利率，效果有待观察。为避免对投资性投机性地产需求释放错误信号，不建议对 5Y LPR 降息期待过高，预计年内 1 年期政策利率下调空间稍大，降准必要性仍高。
- ◆ **现代化产业体系建设久久为功，汇率与地产的“鱼和熊掌”不言自明。**过度刺激地产泡沫可能导致经济结构的再次中长期恶化，长期来看可能削弱国内制造业产业链企业研发投入的长期信心，弱化汇率长期中枢展望。我们仍相信本轮地产结构性政策放松意在兜底需求、稳定预期、避免更大程度的房地产风险向金融系统性风险蔓延，而非非意在刺激新一轮地产泡沫。由此，货币政策亦不会重走过度宽松刺激地产基建的老路，相信在加快建设现代化产业体系的过程中，更多国内产业链在尖端技术领域的突破有望涌现，外汇市场近期的预期分歧很快将趋于平息，人民币汇率年底前有望在 7.2-7.3 附近企稳窄幅波动。展望中长期，技术的突破往往是激动人心但难以预测的，我们对产业链高端化成果带动的中长期人民币升值趋势具有耐心和信心。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**本周 A 股国防军工领涨，传媒、电力设备跌幅最深；当周美债中长端收益率上行幅度更大，中国国债 1Y 上行达 16BP；美元指数上行，人民币贬值幅度较大；沙特减产致油价上涨。
- ◆ **风险提示：**美联储加息幅度超预期风险；人民币贬值幅度大于预期风险。

相关报告

CPI、PPI 点评（2023.8）-核心通胀稳服务常态化，商品消费需待“化学反应” 2023.9.9
进出口数据点评（2023.8）-基数走低出口跌幅收窄，期待更多科技突破 2023.9.7
专题报告·双循环周报（第24期）-本轮地产放松措施详解与影响展望 2023.9.3
美联储货币政策与利率（中）：
1985-1997-RENAISSANCE 2023.9.1
PMI 点评（2023.8）-内需边际企稳，PMI 年内或围绕 50 窄幅波动 2023.8.31



内容目录

供需循环美强欧弱格局浮出水面，美元指数走高外部压力难免	3
美国“脱钩断链”政策对我国出口仍造成一定的短期压力	4
地产政策结构性放松后货币政策配合的预期是另一个重要原因	6
现代化产业体系建设久久为功，汇率与地产的“鱼和熊掌”不言自明	9
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	11

图表目录

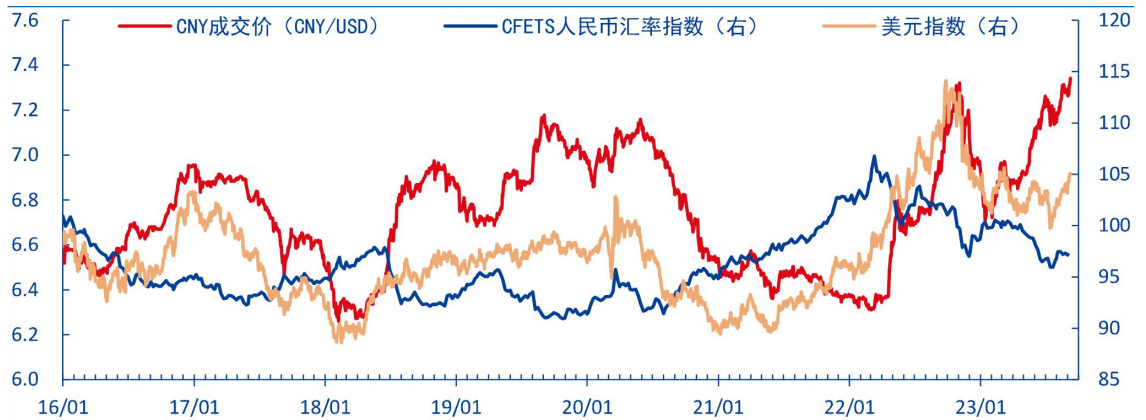
图 1: CNY、CFETS 和美元指数	3
图 2: 主要发达经济体服务业 PMI (%)	4
图 3: 出口、进口同比及货物贸易顺差	5
图 4: 出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构 (%)	5
图 5: 官方外汇储备资产与外汇占款	6
图 6: 30 大中城市及一二线城市月均住宅销售面积与疫情前数年均值之比 (%)	6
图 7: 加权平均房贷利率与商品房销售面积同比	8
图 8: R007 在 8 月降息之后反而有所抬升，凸显当前银行间流动性小幅偏紧，降准必要性提升 (%)	9
图 9: 全球股市：除英国外全球股市普跌，科创 50 跌幅最深	11
图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨跌幅对比 (%)：国防军工领涨，传媒、电力设备跌幅最深	11
图 11: 标普 500 及行业涨跌幅对比 (%)：能源板块有所上涨，工业、材料跌幅最深	11
图 12: 美国国债收益率变动幅度：当周普遍上涨，中长端上行更多，10Y 国债收益率上行 8BP	12
图 13: 中国国债收益率变动幅度：中短端上行较多，1Y 国债收益率上行 16BP	12
图 14: 本周 1Y 国债收益率上行 16BP (%)	12
图 15: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)	12
图 16: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)	13
图 17: 1Y 信用利差持平、3Y 有所扩大	13
图 18: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)	13
图 19: 主要央行政策利率 (%)	13
图 20: 全球汇率：美元指数继续上行	13
图 21: 人民币本周贬值较多	13
图 22: 金价本周小幅下跌	14
图 23: 本周油价延续上涨趋势	14
图 24: 8 月下旬无烟煤价继续上涨，山西优混反转微增	14
图 25: 本周铜价反转下跌	14

汇率是最具国内外经济金融、现实和预期的综合性宏观指标。近期人民币相对美元再度走贬至 7.35 附近，这其中既有美国经济短期表现较强的原因，也有欧元区衰退风险较大的影响，更重要的是，近期汇率的走弱也深层次地反映了我国贸易部门和非贸易部门之间的相互关系：如果市场对房地产刺激政策期待过高，就必须做好应对人民币汇率贬值的充分准备，“鱼和熊掌不可兼得”，我们可能需要同时对地产政策放松的效果和人民币汇率在较近的未来的可能走势采取更加理性的预期，并持续进行汇率和地产的“联合假设检验”。

供需循环美强欧弱格局浮出水面，美元指数走高外部压力难免

在岸人民币 CNY 周跌 1.1%，逼近 7.35，当周美元指数上行 0.8% 所带来的外溢性贬值压力是重要原因之一。1973 年布雷顿森林体系崩溃之后，全球各国间的汇率不再能够通过直接或间接方式找到黄金价格的锚，而美元作为各国汇率采用最多的通行计价单位，其自身波动大幅加大，成为全球各国、特别是新兴经济体普遍遇到的难以控制的汇率波动外部放大因素。自 9 月 4 日至 9 月 8 日的一周，在岸人民币兑美元汇率 CNY 从 7.263 快速走贬 1.1% 至 7.342，一个重要的外部变化就是美元指数在这一周内上行超过 0.8% 至 105.065，反映出全球外汇市场参与者普遍认为美国经济和货币政策的紧缩程度在未来一段时间将大于欧、英、日等其他非美发达经济体。根据历史上的幅度，美元指数本周的走强大致可解释人民币贬值幅度中的 0.5 个百分点，即其中的一小半。

图 1: CNY、CFETS 和美元指数

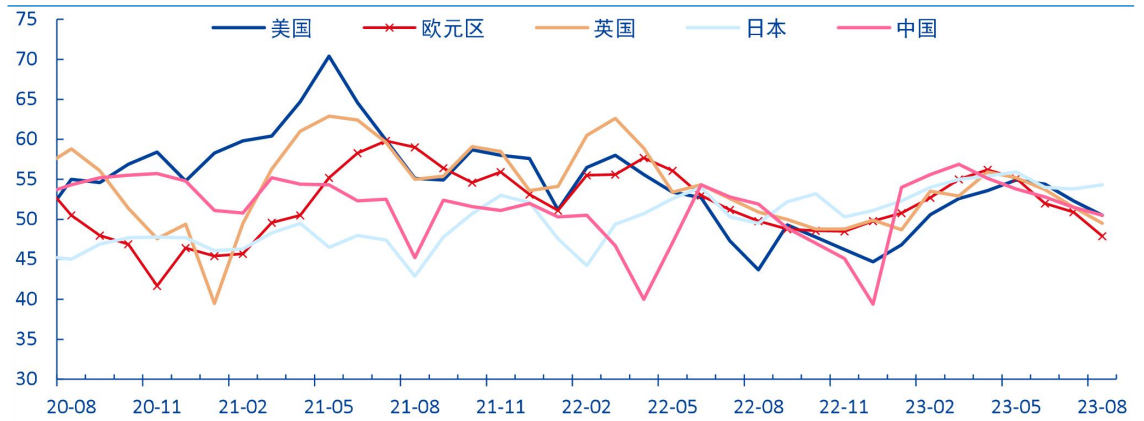


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

在市场普遍认为 9 月美联储将暂停加息的时刻，为何美元指数会再度上冲至 3 月美国银行业动荡以来的新高？近期多项数据验证了市场此前的一种担忧的声音：在本轮普遍性的货币紧缩中，非美发达经济体衰退的概率远大于美国并正在成为现实。9 月 5 日公布的 8 月欧元区服务业 PMI 大幅下滑 3 个百分点至 47.9，显示年初以来欧元区服务消费随全球疫情缓和而出现的一轮普遍性的改善在 4-5 月达到峰值水平之后，下滑速度较快，并且至 8 月已经降至 50 以下的收缩区间。而 9 月 7 日公布的美国 Markit 服务业 PMI 仅小幅下滑约 1.8 个百分点，ISM 非制造业 PMI 整体还出现了 1.8 个百分点的反弹，美国可能仍是当前发达经济体中服务消费恢复最为稳健的国家（日本因人口老龄化严重而真正意义上的需求改善延迟至今年才开始出现，因而尽管 PMI 稍高，但因 2020-2021 年过低，疫情以来累计消费需求强度反而最弱）。而在商品消费方面，美国的优势更加明显，这也是今年 4 月之后美元指数整体走强的主要支撑因素。美国经济在需求端

明显较其他发达经济体更为强劲的中期表现，很大程度上源于疫情开始时前一年半时间美国所实施的史无前例的巨额财政补贴计划，以及此后自 2021 年 4 季度持续至今的薪资通胀螺旋对居民名义收入和核心通胀的支撑作用。而欧元区、英国因缺乏需求侧的大规模刺激，同时在 2022 年俄乌冲突之后通胀飙升过快，在本轮货币紧缩过程中中英所受到的需求抑制程度远大于美国。这一点已经在商品和服务消费领域得到近期日益明显的的数据验证。中英在本轮加息过程之后，经济陷入衰退的概率远大于美国，这对于欧元和英镑相对美元的长期汇率中枢预期来说是一种明显的弱化因素。因此，尽管市场充分相信美联储 9 月 21 日将按兵不动，但一方面市场预计美联储 11 月再度加息 25BP 的概率仍接近 50%，另一方面即便中英央行迅速改弦更张停止加息，需求的疲弱和产业链的撕扯仍意味着中英明年经济大幅走弱的概率仍然很高，美国和非美经济在实体和金融两方面的对比都指向美元指数中枢仍将持续高位一段时间。我们基于明年年中之前美联储尚无降息的判断，维持美元指数在 2024 年中之前围绕 104.5 的相对较高中枢窄幅波动的预测不变。因经济美强欧弱而导致的强势美元对人民币汇率的影响仍会持续一段时间。

图 2：主要发达经济体服务业 PMI (%)



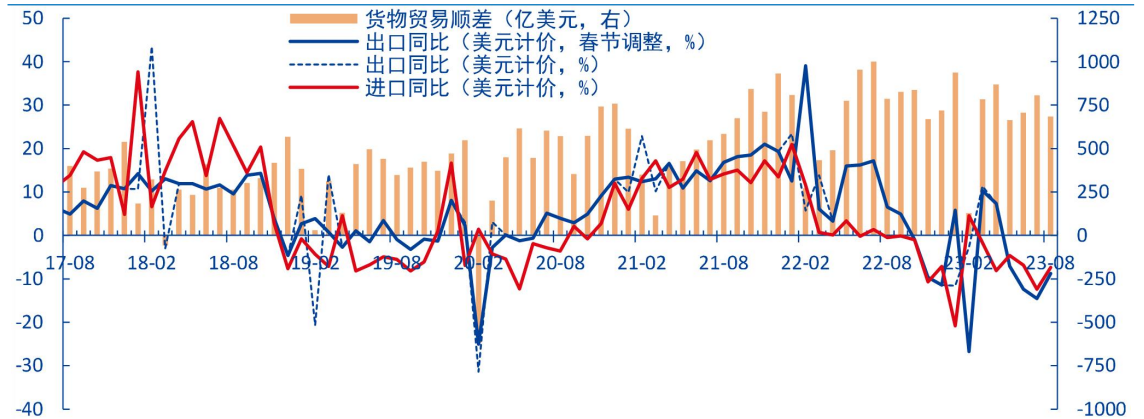
资料来源：CEIC，华金证券研究所

美国“脱钩断链”政策对我国出口仍造成一定的短期压力

扣除强势美元的外溢效应，出口趋势和经常账户差额从可贸易品部门的国际竞争力角度直接对汇率形成决定作用。最新公布的进出口数据呈现出口扣除基数仍小幅偏弱、油价上涨推升进口、顺差遭受一定挤压的格局，对人民币汇率亦带来新一轮短期压力。扣除美元自身的结构性走强导致的被动贬值幅度，周内人民币另外 0.6 个百分点的贬值就需要检视来自国内经济和货币政策或预期的变化所带来的内源性影响。首先我们从出口观察可贸易部门的相对竞争力。当出口和货物贸易顺差高增时，往往代表着本国制造业产业链全球相对竞争力的显著提升，外汇市场将给予本币以较为乐观的展望，汇率往往有比较明显的升值动力，反之亦然。据 9 月 7 日海关总署公布的数据，我国 8 月出口（美元计价）同比-8.8%，跌幅收窄 5.7 个百分点。但由于去年 7 月是上海封控解除后集中出口的峰值，8 月出口基数已经大幅走低，扣除基数效应后今年 8 月出口实际上仍稍显偏弱。我们在点评报告《基数走低出口跌幅收窄，期待更多科技突破——进出口数据点评（2023.8）》中进行了较为详细的结构分析，8 月扣除基数后仍有所走弱的主要是纺织服装鞋靴箱包、家电家居两个大类，附加值率偏中低端和中端；但除此两大类外，上半年大幅走高的汽车出口也随海外需求缺口快速收窄而有所降温，在电子产业链持续受到美国“脱钩断链”政

策的影响而较去年年底反弹力度相对有限的背景下，汽车出口的降温可能触发了市场新的担忧，尽管电子产业链已经开始呈现值得重视的底部韧性特征。此外，由于原油价格近期上涨较快、海外知名品牌手机即将推出新品带动我国手机产业链集中进口集成电路，8月进口同比跌幅收窄较快，8月我国货物贸易差额也同比呈收缩格局。出口数据公布后人民币小幅单边走弱，这一因素大致可解释0.2个百分点的周内贬值幅度。

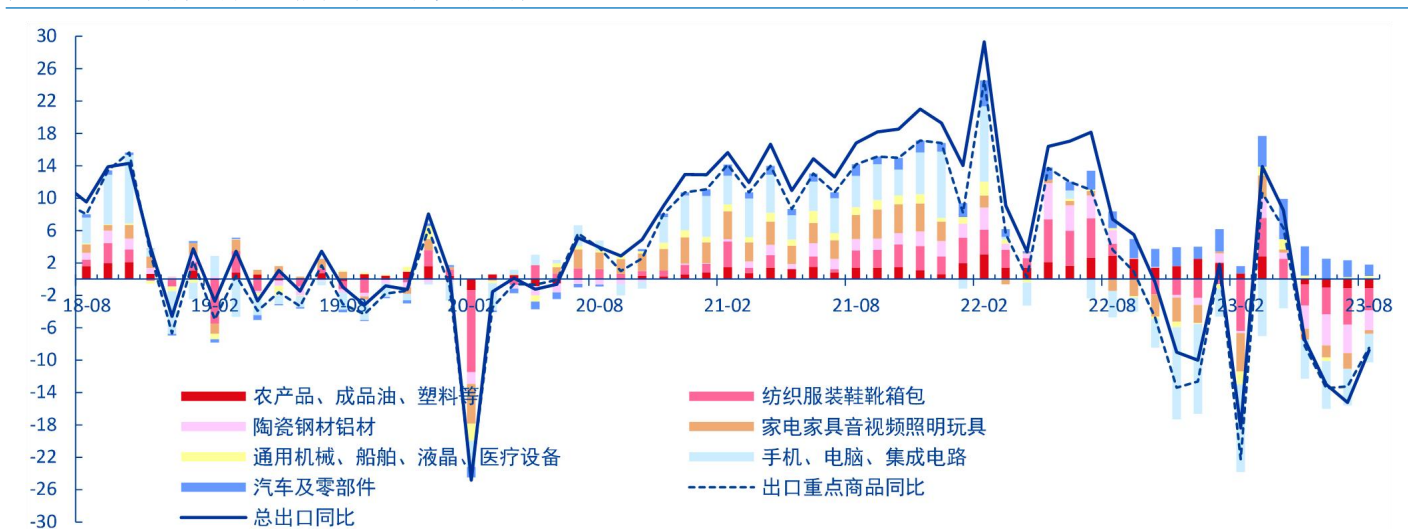
图3：出口、进口同比及货物贸易顺差



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

展望9-12月，出口基数逐月走低令同比下跌趋势在读数上有望连续缓和，结构上一方面海外汽车需求缺口收窄较快可能影响我国出口节奏，另一方面国内消费电子近期技术有所突破可能形成出口稳定作用，维持全年出口-4%左右的预测不变，出口同比至接近年底时有望重回零附近。汇率趋势性改善尚需时日，期待更多国内产业链完整性安全性建设方面的技术突破涌现。

图4：出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构（%）

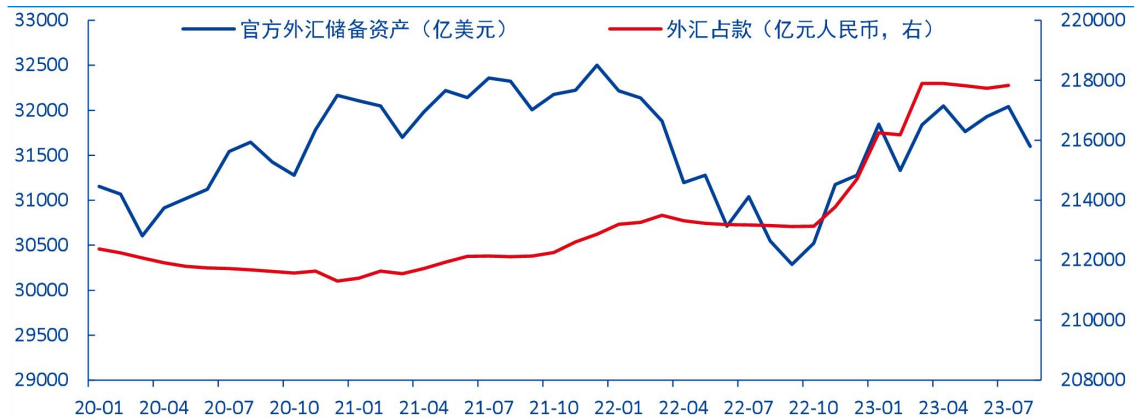


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

最新公布的8月外储下滑幅度相对较大，扣除美元走强和海外国债利率上行导致的估值效应后，测算单月交易性净流出有所扩大，可能也对出口数据公布后的汇率弱势形成了小幅加强效应。8月官方外汇储备3.16万亿美元，月减少441.7亿美元，降幅为3月以来最大。估算其中因美元走强、非美货币汇率走低，以及美国债市收益率走高等因素而导致的非交易性估值收缩效应规模大约在250亿美元左右，从而估算交易性流出的规模约为190亿美元，或达到一年来

最大交易性流出规模。货物贸易顺差的收窄、以及中美货币分化导致的资本项下资金流出可能有一定程度的加快，数据公布后人民币汇率也进一步小幅走弱。

图 5：官方外汇储备资产与外汇占款

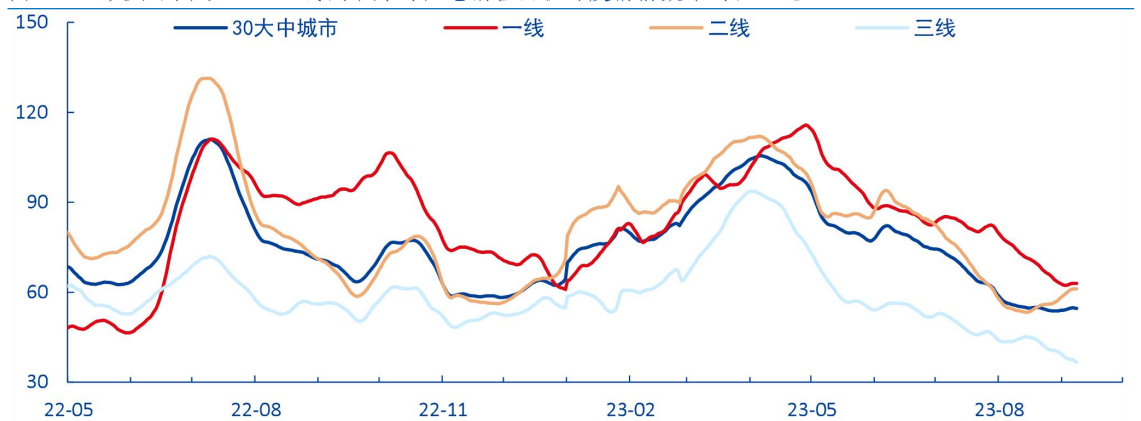


资料来源：CEIC，华金证券研究所

地产政策结构性放松后货币政策配合的预期是另一个重要原因

房地产尽管是非贸易部门，但市场对地产政策结构性放松背景下货币政策配合的预期升温，是导致周内人民币贬值有所加快的另一个重要原因。房地产是典型的非贸易部门，住宅是典型的的本币计价资产，在我国资本项目有限度开放、特别是房地产市场开放程度相当审慎的背景下，一些分析中可能会忽略房地产市场政策和预期变化对汇率的间接影响。实际上这种影响不但存在，而且幅度较大，传导的机制主要是通过货币政策和债券市场、股票市场预期变化带来的资金跨境单向流动。当房地产政策大规模放松（或市场预期会进一步大幅放松）时，一方面往往需要货币政策特别是政策利率曲线的大幅下调给予配合，可能导致中短端内外利差挤压，引发股票和债券市场资金流出；另一方面也可能令市场理解经济政策的重心从中长期供给侧研发升级转向中短期地产刺激，从而可能具有进一步弱化出口预期的风险。在 8 月底“认房不认贷”措施推广至一线城市之后，市场对本轮地产政策的结构性放松预期分歧有所加大，对后续货币政策宽松的期待有所升温，测算可解释周内 0.4 个百分点左右的人民币贬值幅度。

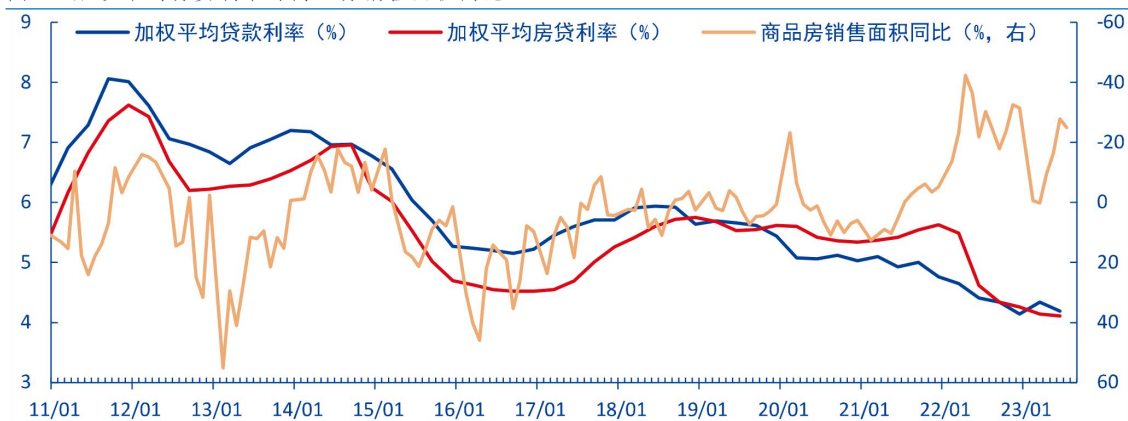
图 6：30 大中城市及一二三线城市月均住宅销售面积与疫情前数年均值之比 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

当前认房不认贷、首套存量利率下调、全国首付比例和商贷利率下限新标准等三大需求侧结构性放松政策，严格界定了“改善性住房”的狭义范围，对房价收入比相对健康的二线城市房地产市场需求企稳的促进作用预计最为明显，后续货币政策配合性放松的幅度预计相当有限。本轮房地产政策的放松，作为两年来最大力度的一次，得到了市场的充分关注，对市场预期已经形成了较为明显的稳定作用。但同时，也应充分注意到本轮结构性放松非常强调将“改善性住房”定义在事实上的“首套”范围内，比2014-2015年的地产需求政策放松的力度还是要克制的多的。当时一度推行“认贷不认房”，只要购房时居民所借的商业贷款已经偿还，购置第二套、乃至第三套住房时均可由商业银行决定是否使用首套房贷优惠利率。而我们在此前专题报告《本轮地产放松措施详解与影响展望》中对本轮认房不认贷、首套存量利率下调政策进行了详细的阐述，其中：（1）“认房不认贷”主要为一二线城市已经有一套住房，想要出售后置换唯一一套改善性住房的居民提供了用足债务杠杆的可能性。在这一政策导向下，二线城市因房价收入比相对一线城市明显更低、更健康，而具备更强的实现性；而一线城市尽管今年以来普遍有不同程度的房价回落，但总体上仍高于疫情前房价水平，房价收入比过高的问题依然突出，当前居民实施“首套置换”的最大痛点可能在于未来偿债能力紧张而非当下首付不足。（2）存量首套房贷利率下调以“原贷款发放时”所在城市首套商贷利率政策下限为下限，实际上调整的是数年前商业银行在发放房贷时的超过政策底线的“超额利润”，以及对原“认房认贷”政策执行期内购买的、当前“认房不认贷”政策框架下可以被重新认定为首套住房的居民购房时的“首套二套利差”，并非将存量房贷利率下调至当前水平，而且明确限定在“存量首套”范围内，对投资性投机性购房需求仍保持高压态势。周五前后多家商业银行集中解释了“存量首套房贷利率下调”的办法，与我们在此前报告中的分析是一致的，我们援引此前报告中的一个例子进行说明——“举例来说，假设一名购房者2007年购买首套住房时的5年期贷款基准利率是7%，当地房贷利率政策下限是基准的八折，而这名购房者当时从某银行拿到的首套商贷利率是6.0%，那么在2020年转换后这笔贷款的利率仍是6%，假设此后随着LPR的下调，这笔贷款利率当前已经下调至5.3%，而当前其所在城市的首套商贷利率下限是4.0%，那么这次政策推出后，该笔存量首套商贷利率可下调40BP至4.9%，而并非4.0%；假设这个贷款合同还剩余15年，这位购房者的月供减少幅度大约在3%左右。”首套存量房贷利率下调政策对新增居民购房需求的促进作用是较为边际的，近数年以来，商业银行发放房贷的利率水平已经基本形成了按照当地政策利率下限发放的惯例，上述第一种情形更多可能出现在2015年之前购置的住宅商贷合同之中，但当时的房价较当前水平仍大幅偏低，商贷总规模、月供还款金额平均来看是比较少的，收益的幅度也相应不大，但确实有助于稳定既有购房者对房地产市场的长期信心，从而可能边际上有助于其小幅增加在消费方面的支出空间。（3）统一首套、二套住房全国最低首付款比例下限、小幅下调二套房贷利率全国下限。这一政策仍强调因城施策，未来政策不确定性较大，我们在前期报告中指出，我们认为二三线城市放松至全国下限标准的概率极大，而一线城市概率较低。9月9日晚间，据21世纪经济报道、广州日报等，广州首套、二套首付比例分别调整为30%、40%，其中二套非普通住宅首付比例下调30%；首套、二套房贷利率分别下调10BP和30BP至LPR-10BP和LPR+30BP。与市场此前预期相比，首套首付比例未下调低于预期，而二套首付比例和商贷利率下调幅度超出预期。广州在一线城市中目前新房二手房库存最高，供大于求的程度相对更加明显，此次推出首套二套首付和商贷利率优惠也具有比较强的去库存政策导向含义，后续效果有待观察，是否向更多一线城市传导也有待跟踪。

图 7：加权平均房贷利率与商品房销售面积同比



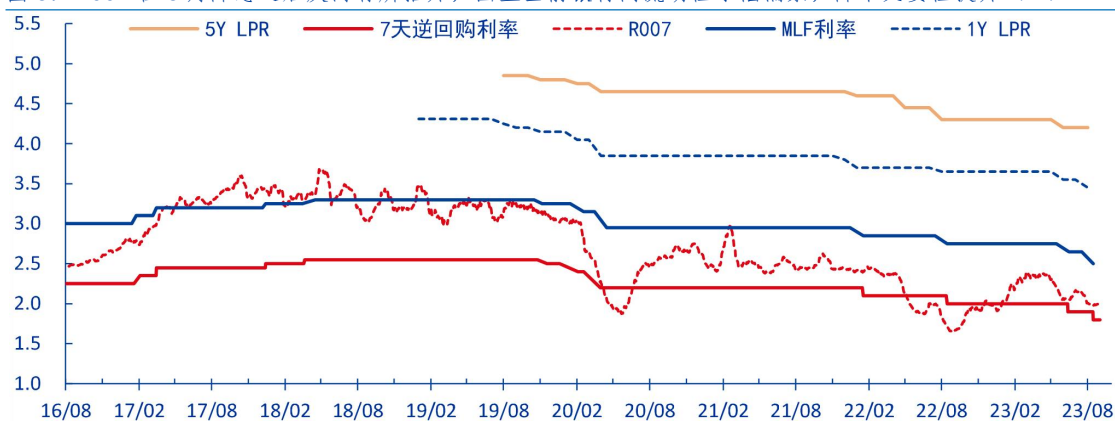
资料来源：CEIC，华金证券研究所

总体上我们认为，当前一线城市产业结构具备较好的人口吸纳能力，但房价收入比过高，对本地居民消费能力形成了一定的长期抑制，本轮结构性放松政策严格界定“改善性需求”范围，可能意味着亦不希望通过激进的需求大幅放松政策刺激一线城市房价再度泡沫化，导致更大的长期房地产调整和金融系统性风险。三线城市房价不高，但产业基础相对薄弱，对农村户籍人口城镇化的吸引力仍有待巩固，短期内企稳改善的能力有限。二线城市则是房价和产业链人口吸纳能力的一个较好的平衡点，本轮结构性放松有望首先带动二线城市需求企稳并稳步温和改善，在此过程中或可见一线城市的企稳，而三线和全国的地产需求在这样的结构下预计可以避免房价泡沫的同时，提前于 2024 年一季度环比企稳，同比跌幅收窄至 2025 年有望小幅转正。

为避免对投资性投机性地产需求释放错误信号，货币政策在年底之前实施向 1 年期倾斜的降息概率进一步提升，不建议对 5Y LPR 降息期待过高；降准作为长期流动性投放的最低成本、高效率方式仍值得关注。我们在上文详细分析得出结论，本轮结构性地产需求政策放松，在目前为止进展最大的两个方面，都非常注重将刚性和改善性住房需求与投资投机性住房需求进行高效的隔离，对前者进行更大力度的呵护，而对后者保持原先的高压态势。但本轮地产政策所涉及工具面比较广，从首付比例、利率到认房不认贷等问题都有涉及，市场解读消化形成准确理解需要一段时间，在此期间可能会出现全面放松的不合理预期，这就对包括货币政策在内的配合性政策的操作方式、操作幅度提出了更加精准有力的要求。房贷利率当前主要直接绑定在 5Y LPR 之上，房贷基准利率在前述 2014 年底至 2015 年底大幅下调 165BP 之后，再未出现过如此大幅度的基准利率下调，2022 年全年 5Y LPR 下调 35BP，是在地产深度调整刚开始的前半段所做的较大幅度的利率政策呵护，但效果不佳。自 2022 年年中至今房贷加权平均利率的进一步下行达 1.38 个百分点，除 LPR 下调引导之外，还有前一轮结构性放松政策的直接传导效应。当前全国加权平均房贷利率在 4.1% 左右，已经处于历史较低水平，一旦进一步大幅下调 5Y LPR，可能叠加本轮结构性放松政策之后，给市场传递出一定的全面放松的政策信号，可能导致一线城市地产泡沫化程度的再度提升，以及三线城市人口流出的进一步加快。这种结构一旦出现，对于更长期维度下的人口布局、要素盘活、产业区域布局再平衡、城镇化动能的再加速都是非常不利的。我们在此前的多次报告中明确呼吁市场重视去年 5Y LPR 大幅下行导致的银行净利润率下降和潜在的长期信用扩张能力弱化风险，今年第二季度的货币政策执行报告中对此明确进行了呼应，这一逻辑也指向今年应采取我们预期中的 1 年期降息更多、5 年期降息幅度相对较小的降息结构，与房地产调控政策本轮结构性放松之后对货币政策年底前的潜在宽松空间形成的小幅增量约束方向

是一致的。6月的等幅度LPR下调、8月的1Y降10BP、5Y LPR不变，都符合我们的预测。当前我们维持年底前1Y LPR/MLF利率仍有15BP降息空间的预测，并维持5Y LPR下调5-10BP，7天逆回购利率下调0-10BP的预测不变。而从货币政策数量型工具来看，本身主要投放流动性而间接影响价格，与房地产市场预期的关联度相对政策利率曲线而言明显偏低，其合理的操作不受影响。8月逆回购利率下调10BP，但当月银行间市场流动性并未缓解，反而较7月出现5BP的月均资金利率上行，反映出当前银行间流动性小幅偏紧，为实现银行间资金利率围绕短期政策利率波动的目标，同时为平抑9月、12月可预见的存量流动性短缺，我们维持9月降准50BP、12月降准25BP的预测不变。

图8: R007在8月降息之后反而有所抬升, 凸显当前银行间流动性小幅偏紧, 降准必要性提升 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

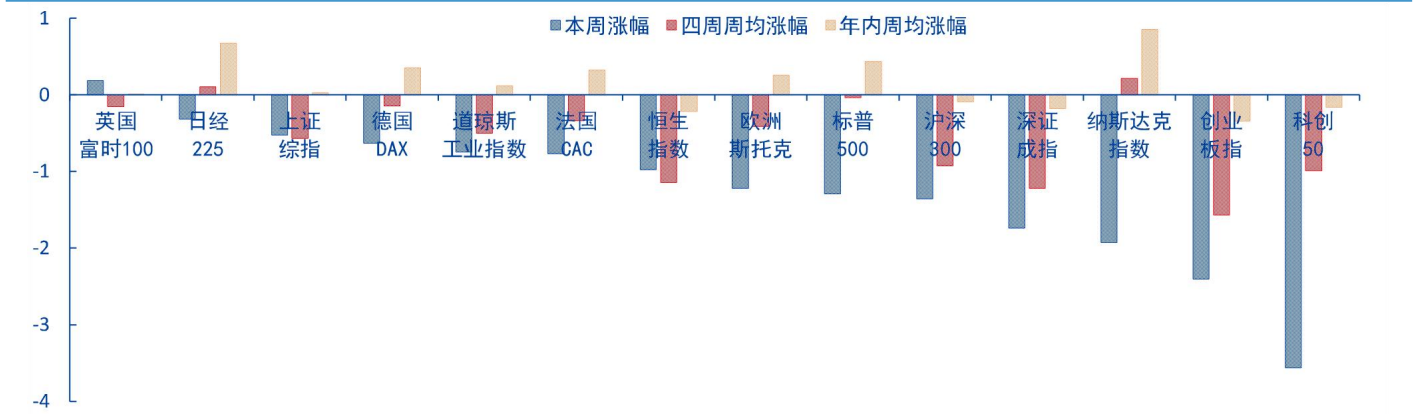
现代化产业体系建设久久为功，汇率与地产的“鱼和熊掌”不言自明

总结上述三点分析，9月4日-8日周内人民币汇率再度出现短线较快的贬值，在合计1.1个百分点的贬值幅度中，我们测算因经济近期展望美强欧弱格局日益凸显而导致的美元指数上行可解释0.5个百分点；内因中出口扣除基数仍显偏弱、全球汽车需求缺口快速收窄和我国8月贸易顺差同比收缩导致的汇率偏弱影响可解释约0.2个百分点；主要的内因还是在于市场对地产政策的结构性放松期待过高，并蔓延至对货币政策特别是降息政策的过强预期。但CNY逼近7.35，很大程度上提醒市场重视地产和汇率之间“鱼和熊掌”的关系。过度刺激地产泡沫可能导致经济结构的再次中长期恶化，长期来看可能削弱国内制造业产业链企业研发投入的长期信心，弱化汇率长期中枢展望。我们仍相信本轮地产结构性政策放松意在兜底需求、稳定预期、避免更大程度的房地产风险向金融系统性风险蔓延，而并非意在刺激新一轮地产泡沫，在当前的人口结构和产业布局区域性倾斜令城镇化速度放慢的现状下后者出现的概率也降低了很多。由此，货币政策亦不会重走过度宽松刺激地产基建的老路，相信在加快建设现代化产业体系的过程中，更多国内产业链在尖端技术领域的突破有望涌现，外汇市场近期的预期分歧很快将趋于平息，人民币汇率年底前有望在7.2-7.3附近企稳窄幅波动。展望中长期，技术的突破往往是激动人心但难以预测的，我们需要更大的恒心和毅力，去迎接产业链高端化的成果带动的新一轮人民币升值周期的出现，我们对此有相当充分的中长期信心和耐心。

风险提示：美联储加息幅度超预期风险；人民币贬值幅度大于预期风险。

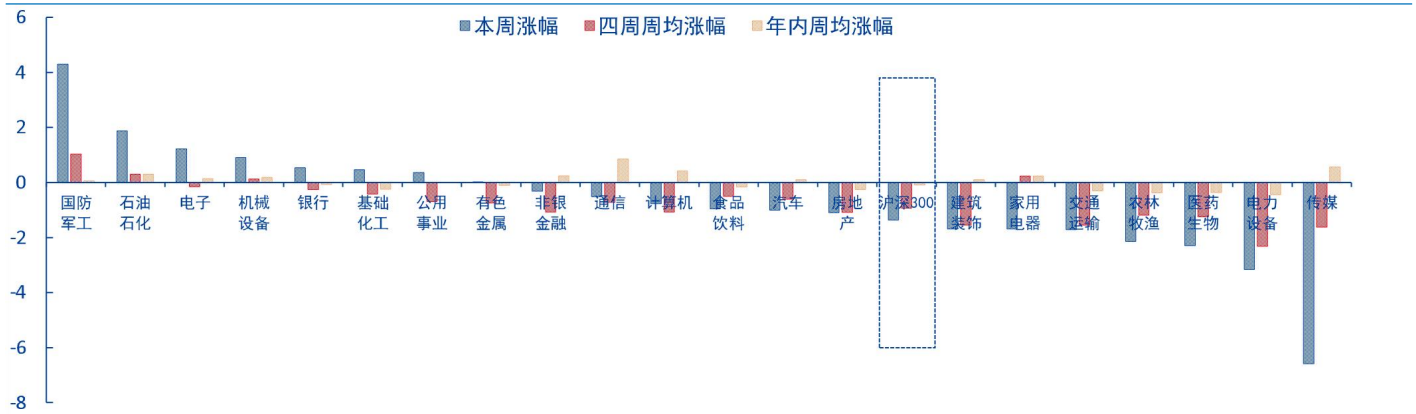
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 9: 全球股市: 除英国外全球股市普跌, 科创 50 跌幅最深



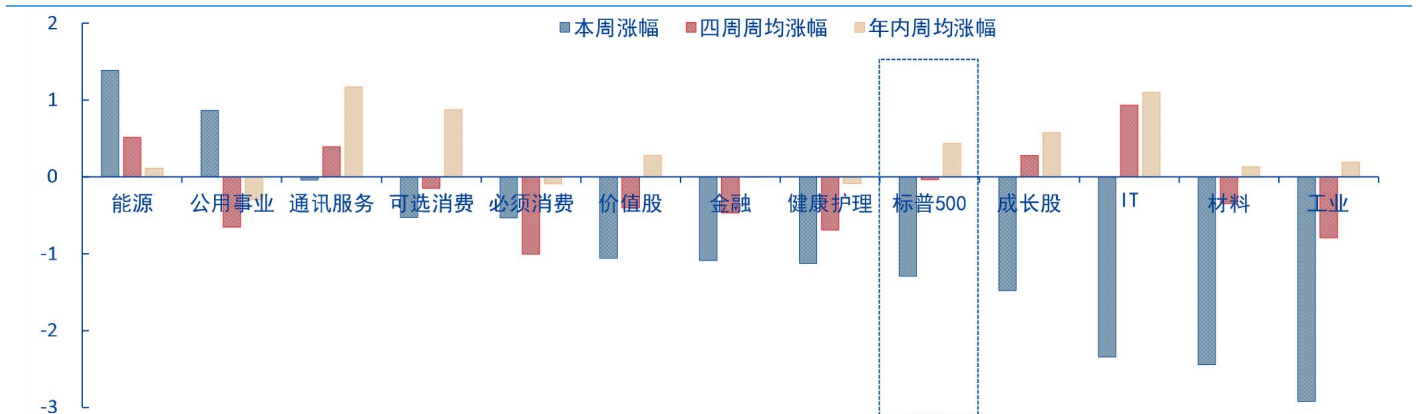
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 国防军工领涨, 传媒、电力设备跌幅最深



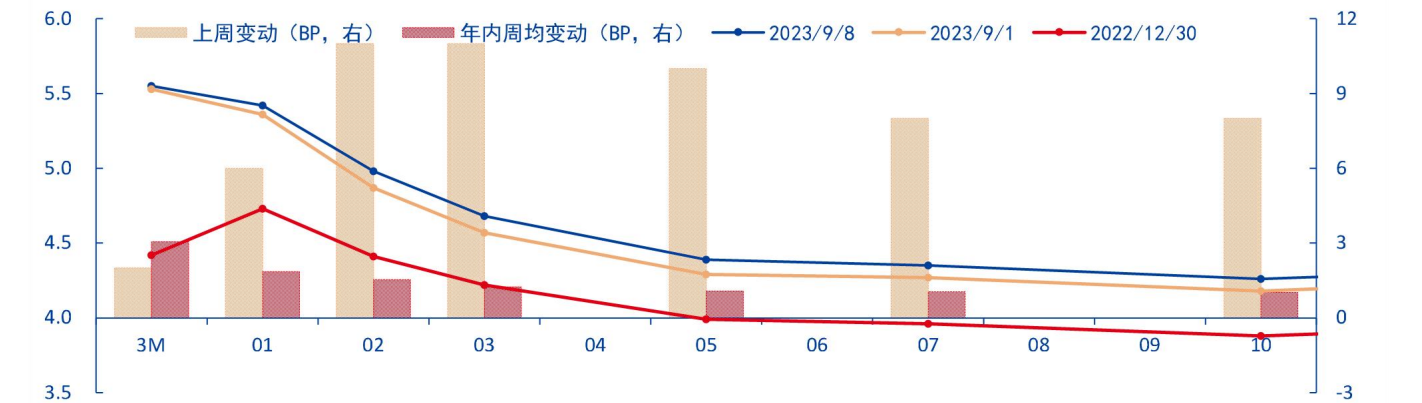
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 能源板块有所上涨, 工业、材料跌幅最深



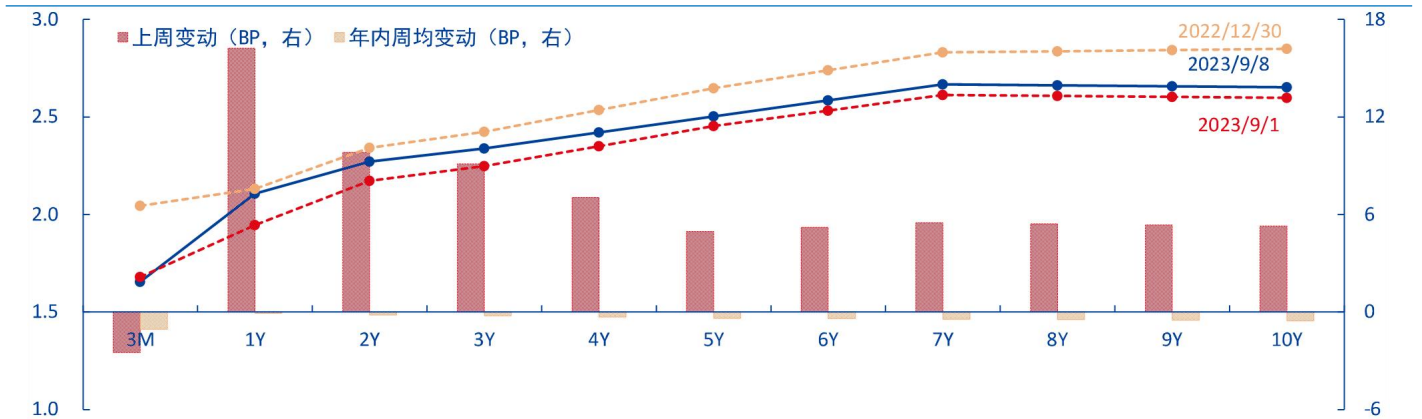
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 美国国债收益率变动幅度: 当周普遍上涨, 中长端上行更多, 10Y 国债收益率上行 8BP



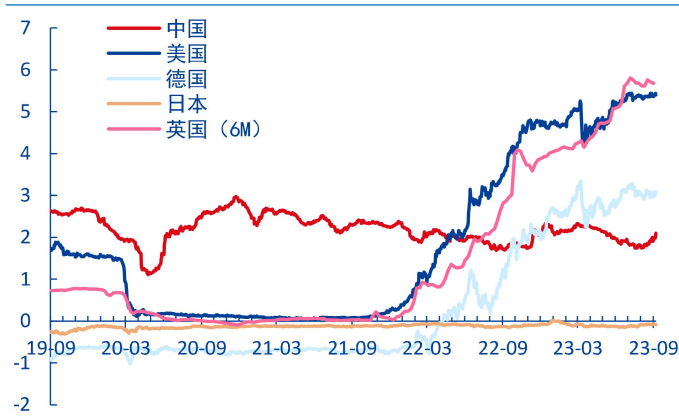
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中国国债收益率变动幅度: 中短端上行较多, 1Y 国债收益率上行 16BP



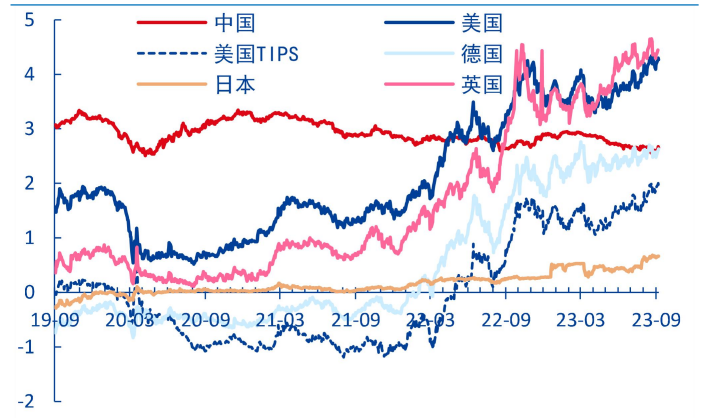
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 本周 1Y 国债收益率上行 16BP (%)



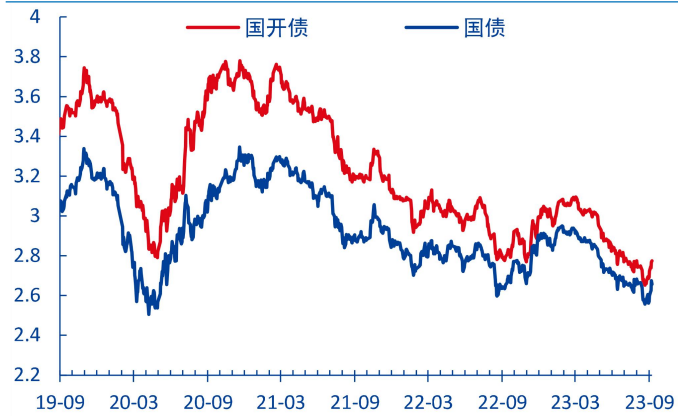
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



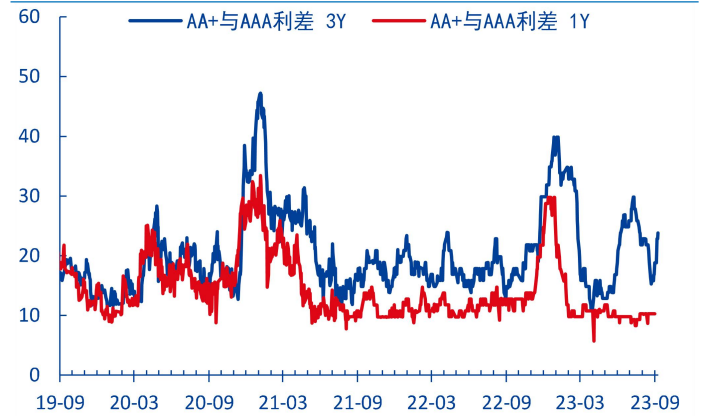
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



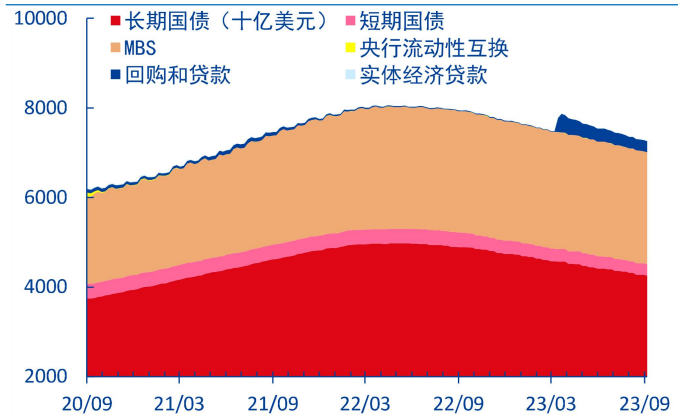
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 1Y 信用利差持平、3Y 有所扩大



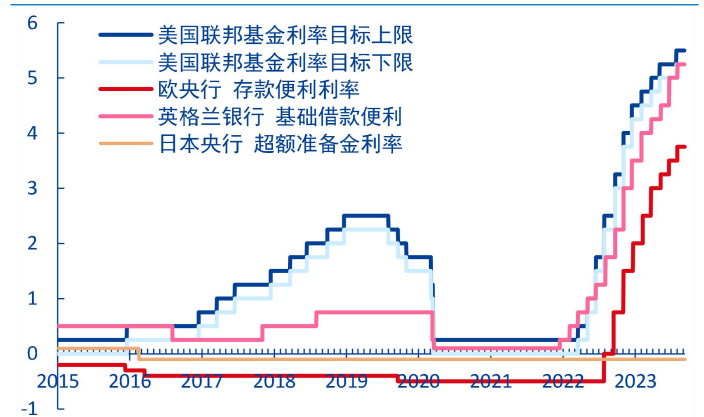
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



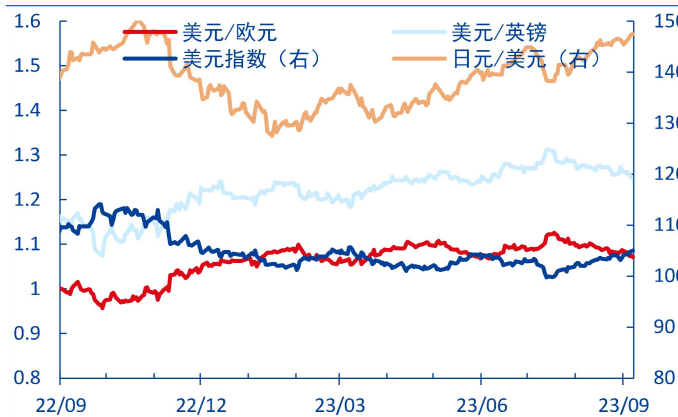
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 全球汇率: 美元指数继续上行



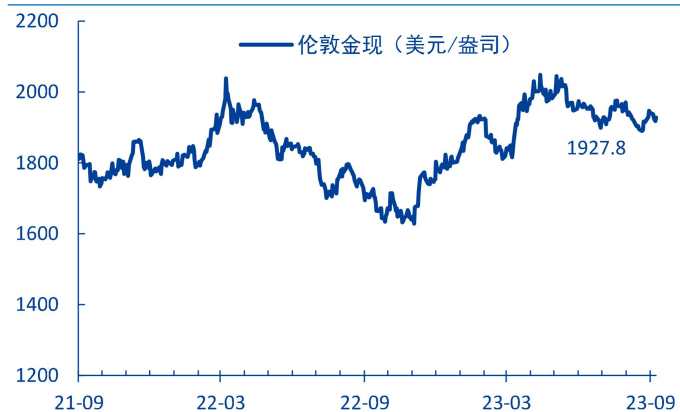
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 人民币本周贬值较多



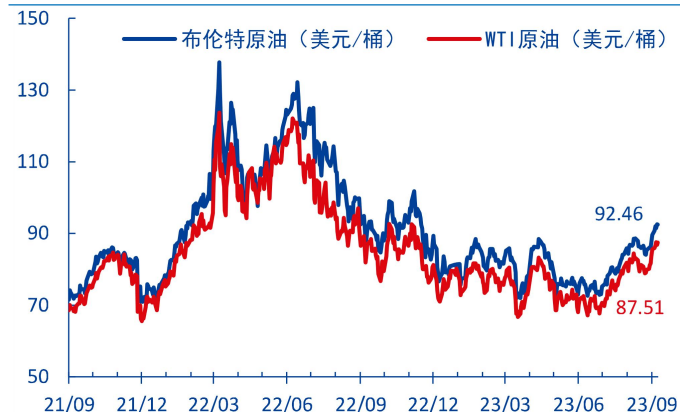
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 金价本周小幅下跌



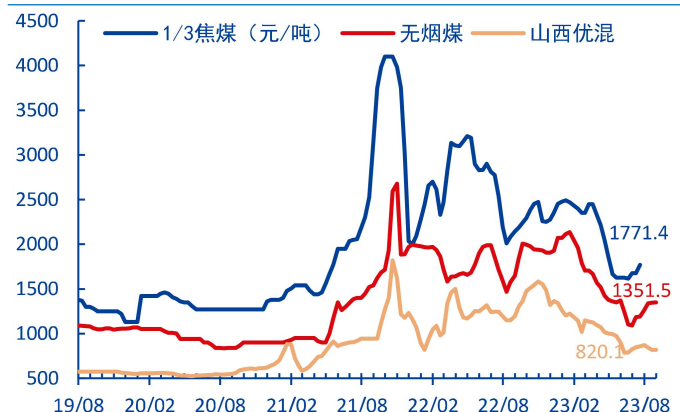
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周油价延续上涨趋势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 8 月下旬无烟煤价继续上涨, 山西优混反转微增



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周铜价反转下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn