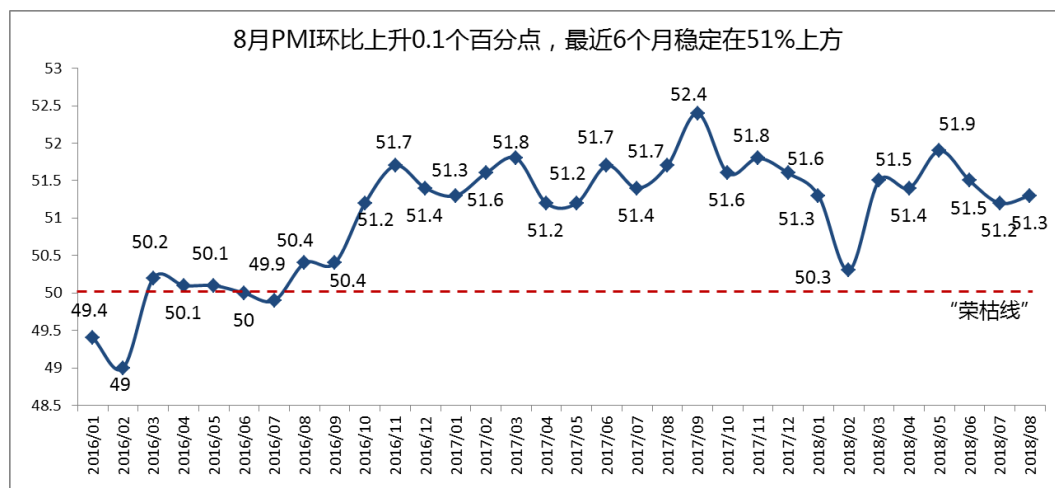


# 外部环境的不确定性有所增加，宏观政策趋向精准应对

——北广投资管研究院周报（2018.9.14）

**8月统计局 PMI 超预期反转，环比上升 0.1 个百分点：**根据国家统计局数据显示，2018 年 8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，环比上升 0.1 个百分点，已连续 25 个月位于荣枯线上方，并连续 6 个月位于 51.0% 以上，显示制造业持续处在相对稳定的景气区间。8 月 PMI 超市场预期逆转前两个月的下滑趋势，生产和就业分项指数环比上升是本月制造业 PMI 回弹主因。在出口指数方面，由贸易摩擦升级引发的贸易抢跑即将结束，这首先体现在新出口订单指数的下滑。7 月份新出口订单指数为 49.8%，与 6 月持平，而 8 月下降至 49.4%，已连续三个月低于枯荣线，中美贸易摩擦的走向给未来中国出口带来不确定性，影响了国际进口商对华新订单的投放。除了信贷环境边际放松以外，国际弱复苏的趋势也对 PMI 的反转起到一定支撑作用。从 2016 年英国脱欧公投结束以后，市场恐慌被打破，全球制造业进入了一个上行的周期。自 2017 年 6 月以后美国的制造业 PMI 数据就处于次贷危机以来的高位。欧洲制造业 PMI 虽然出现下滑，但仍然处于 2010 年欧债危机以来较高水平。整体来看，国内“紧信用”与国际经济弱复苏是总趋势。“紧信用”和“弱复苏”的边际波动，造成了中国制造业景气程度的波动。未来中国制造业的走向取决于“紧信用”和“弱复苏”这两个变量的相对强弱变化。

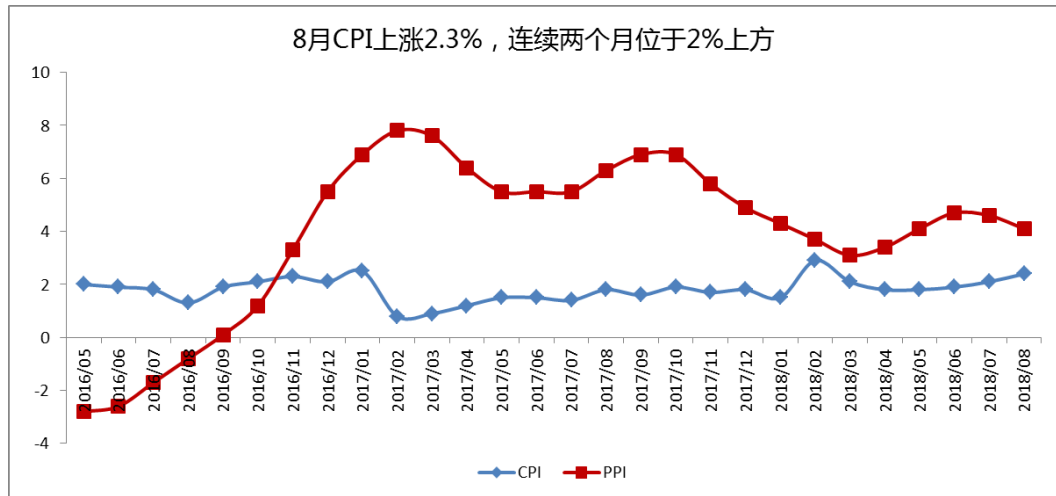
图表 1：统计局 PMI



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

**CPI 连续两个月超过 2%：**根据国家统计局数据显示，2018 年 8 月 CPI 同比上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；环比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。这是 CPI 连续第三个月反弹。8 月 CPI 涨幅扩大受到内外部因素共同作用结果。一方面，美元持续强势，人民币面临贬值压力，进口产品价格也将有所上升，构成影响 CPI 走势外部因素。另一方面，从内部因素来看，虽然营商环境有所改善，但仍未完全落实到位，生产成本一时之间难以下降；同时，货币政策的灵活度加大，也可能带来价格上升压力。值得注意的是，8 月份素有全国“菜篮子”之称的山东潍坊，遭受了历史罕见的暴雨洪涝灾害，作为全国蔬菜集散中心和价格形成中心的寿光，更成为受灾最为严重的地区之一。从数据上看，全国大范围高温炎热和大雨天气，影响农产品生产和储运，确实造成了鲜菜、鲜果、蛋类、肉类、奶类食品价格环比上涨。短期来看，CPI 可能会出现阶段性上升，但中长期看，不会有太大上涨压力。对于下半年的物价走势，业内人士认为，综合多种因素来看，未来 CPI 仍存一定上升压力，需要引起重视。此外，统计局数据显示，8 月 PPI 同比上涨 4.1%，同比涨幅连续两个月收窄。

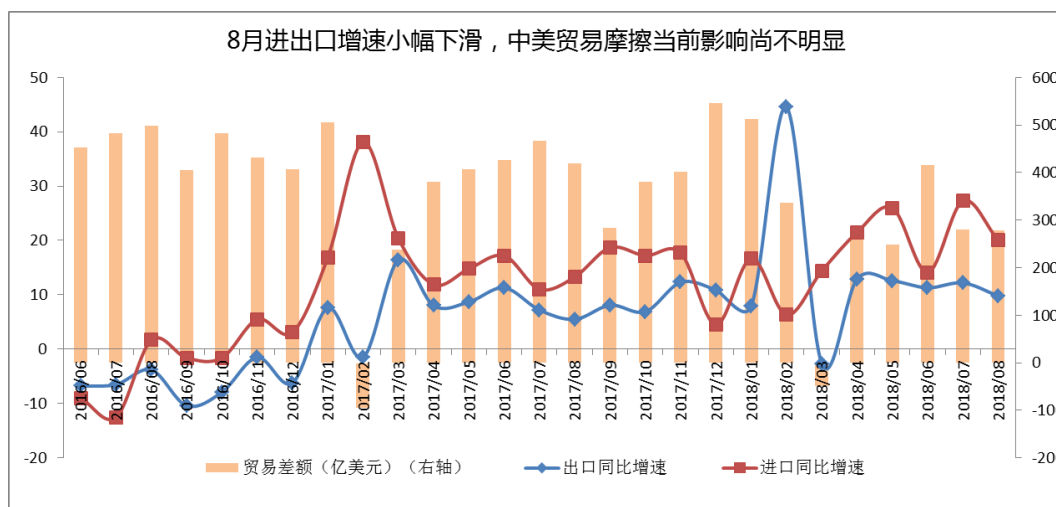
图表 2：CPI/PPI 月度同比增速



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

**前 8 月进出口同比增长 9.1% 顺差收窄 31.3%**：根据中国海关总署数据显示，今年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 19.43 万亿元人民币，比去年同期增长 9.1%。其中，出口 10.34 万亿元，同比增长 5.4%；进口 9.09 万亿元，同比增长 13.7%；贸易顺差 1.25 万亿元，收窄 31.3%。对于贸易顺差收窄，主要原因在于，我国主要工业初级产品无论是进口金额还是进口数量增长都较快，表明内需状况较好。财政金融政策适度偏松调整，对刺激需求和提振市场信心起到积极作用，推动企业加大进口。降低进口产品关税特别是进口消费品关税，大幅降低汽车整车和零部件进口关税，都对进口增长起到推动作用。我国贸易进出口结构进一步优化，机电产品出口增长，传统劳动密集型产品出口下降。具体数据显示，前 8 个月，我国机电产品出口 6.01 万亿元，同比增长 7%，占出口总值的 58.2%。同期，服装、纺织品、家具、鞋类、塑料制品、箱包、玩具等 7 大类劳动密集型产品合计出口 1.99 万亿元，同比下降 2.5%，占出口总值的 19.2%。另外，从地区结构上看，我国对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口均实现增长，其中对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。短期来看，今年 11 月将在上海举办首届中国国际进口博览会，将持续对进口起到促进作用。预计未来进口保持两位数增长，大幅高于出口增速，全年贸易顺差将显著收窄。

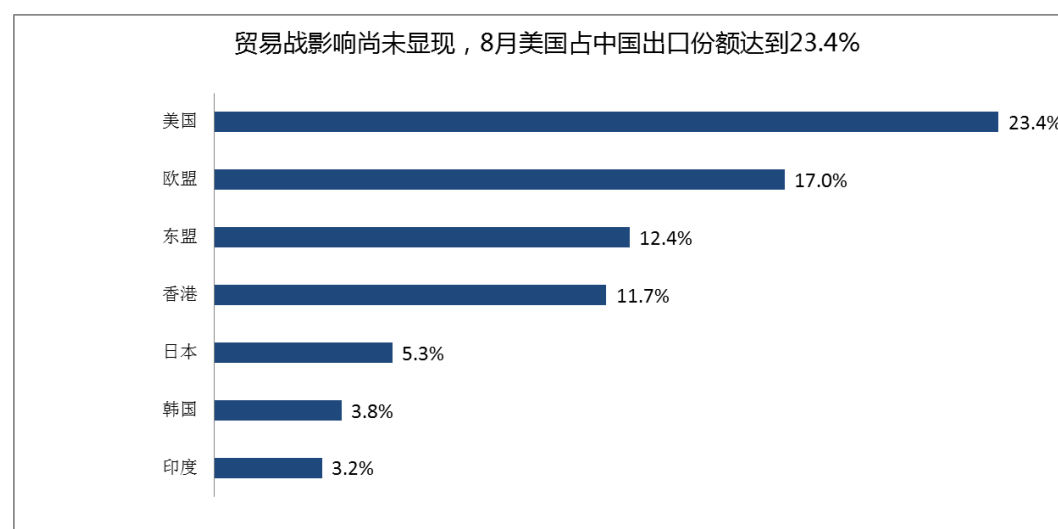
图表 3：进出口月度同比增速（按美元计）



数据来源：中国海关总署，北广投资管研究院整理

**8月出口主要受全球经济基本面影响：**从主要出口市场来看，在基本面支撑及“抢出口”效应带动下，8月我国对美国出口额同比增长13.2%，增速较上月加快2个百分点。当月，对美出口占我国整体出口比重为23.4%，对美贸易顺差占我国整体贸易顺差的111.3%。8月我国对欧盟、日本出口额同比增加8.4%和3.8%，分别较上月回落1.1和8.6个百分点。在新兴市场方面，8月我国对东盟出口保持稳定，增速达到15.9%。需要指出的是，以人民币计价来看，8月我国出口增速为7.9%，较上月上升1.9个百分点，这主要是当月人民币汇率同比波动所致。8月23日，中美贸易摩擦中第二批价值160亿美元商品关税清单落地。但因其覆盖的商品价值较小，且其对中美进出口贸易量的影响还要经过关税传导率及需求的价格弹性等因素过滤，故对中美贸易的实际影响较为有限。根据相关机构的测算，目前涉及500亿美元商品的关税措施实际影响我国对美出口规模在30-60亿美元。由此来看，8月我国出口形势仍主要受外围经济基本面主导，中美贸易摩擦的实际影响尚不明显。从基本面来看，8月全球制造业PMI录得52.5，延续近四个月以来的小幅下滑势头，其中，除美国制造业PMI指数创2004年以来新高外，欧日及主要新兴市场制造业PMI总体表现趋弱，这对我国出口贸易增长形成一定负面影响。

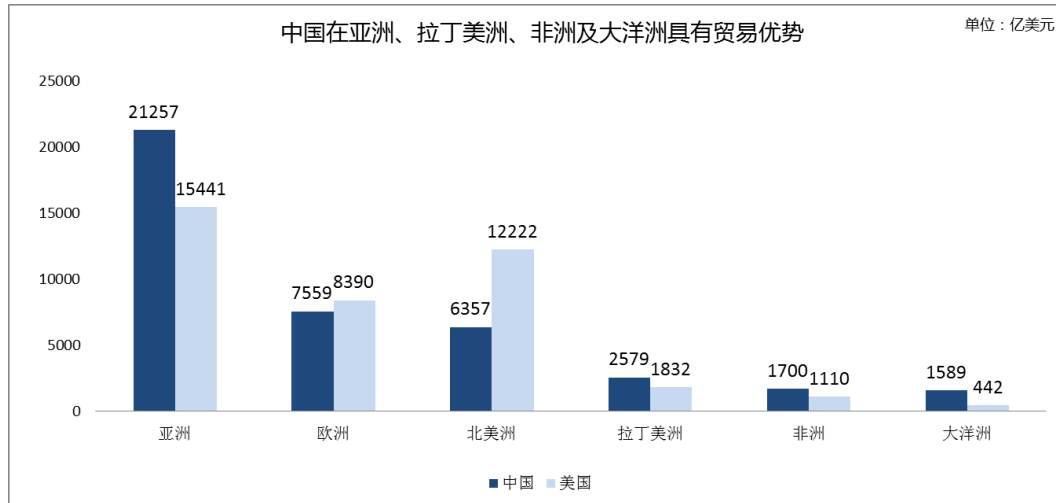
图表4：8月份主要贸易伙伴占中国出口份额的比重



数据来源：中国海关总署，北广投资管研究院整理

**中美贸易战进入白热化阶段：**目前，中美贸易战已经进入第三回合预热阶段，双方策略已成“阳谋”。美国“围点打援”力图打造的“美国阵营”格局有逐渐成型之势，而中国坚持改革开放，坚持平等互利的贸易原则，并且通过“一带一路”等途径稳步拓展新兴贸易市场，中国在全球贸易市场挺进的每一步也都将成为未来潜在贸易战的筹码。中美双方态度强硬且步伐坚定。中美已经有过四次谈判接触，我们可以看到中美在关于“中美贸易不平衡”问题、所谓“盗窃知识产权”问题、所谓“强制技术转让”问题、“中国制造2025”产业政策等争议问题上理解差距巨大，短期内通过谈判协商弥合分歧的可能性微乎其微。在中美贸易战通过外部沟通谈判进行缓解短期无效的情况下，只有各自内部压力的变化才能促使双方调整各自立场，创造难得的妥协契机。美国内部政治斗争逐渐升温和中美两国在第三回合贸易较量中不对等叫价，客观上给双方未来再一次谈判创造了一定妥协空间，但现实面临的难度仍然巨大。由于亚洲对于中美各自贸易均至关重要，因此亚洲也是中美贸易乃至国家战略博弈的焦点区域，中国由于地缘优势目前在与亚洲贸易规模方面略占上风，而美国在亚洲也有着庞大的贸易规模，虽在绝对值上不及中国，但其规模已经超过北美区域，成为美国贸易规模最大的区域。

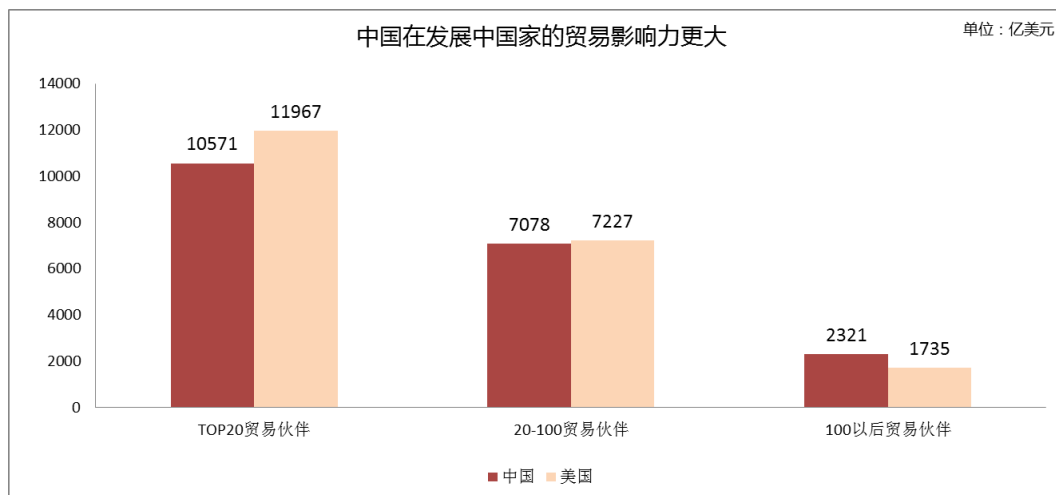
图表5：2017年中美两国在各大洲的贸易规模



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

**中国在发展中国家的贸易影响力更大：**从贸易伙伴发展水平看，美国拥有更多高收入国家贸易伙伴，而中国覆盖人口更多。中美各个分组的贸易伙伴 GDP 总量上基本持平，但在覆盖人口上中国具有明显优势。在 TOP20 贸易伙伴中，中国较美国多出 3.6 亿人口，在 20-100 名贸易伙伴中，中国较美国多出 0.5 亿人口，共计 4.1 亿人口。在此数据不包括中美两国人口的情况下，更能体现中国贸易在覆盖全球需求广度上的优势。在中美各自主要贸易伙伴中，美国的贸易伙伴整体收入更高，在每个分组中高收入国家数量均远多于中国。平均来看，中美各自 TOP20 贸易伙伴人均 GDP 均超过 1 万美元，但中国的贸易伙伴与美国有 1400 美元左右差距，在 20-100 贸易伙伴分组中美贸易伙伴人均 GDP 均略超 7000 美元，中美各自贸易伙伴之间差距缩小至 150 美元左右，在 100 以后贸易伙伴分组中美贸易伙伴人均 GDP 处于 2000 美元左右，中国贸易伙伴超过美国贸易伙伴 550 美元左右。这也在一定程度上反映了中美各自主要贸易伙伴的发展水平，美国在高收入国家中贸易影响力更大，但覆盖国家和人群相对较少，中国在中等收入及以下的发展中国家中贸易影响力更大，覆盖国家和人群相对较多。

图表 6：2017 年中美两国各组贸易伙伴人均 GDP 情况（剔除中美两国相互贸易数据）

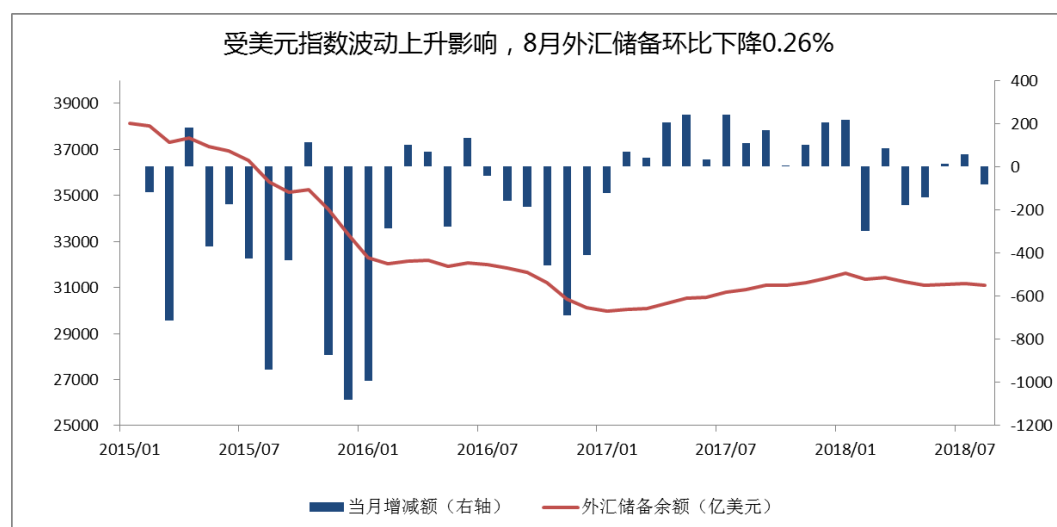


资料来源：美国商务部，北广投资管研究院整理

**外汇储备结束“两连升”，总体仍保持平稳：**根据中国央行数据显示，截至 2018 年 8 月末，中国外汇储备规模为 31097.16 亿美元，较 7 月末下降 82.3 亿美元，降幅为 0.26%，结束此前连续两个月的升势。受美

美元指数波动上升、贸易顺差收窄等多重因素的共同作用，外汇储备规模出现回落，不过下降幅度有限，未来外汇储备规模将在波动中保持总体稳定。今年6月和7月，我国外汇储备连续出现上升态势。数据显示，6月外汇储备规模为31121.29亿美元，较5月末上升了15.06亿美元，升幅为0.05%；7月末外汇储备规模为31179.46亿美元，较6月末上升58.17亿美元，升幅为0.19%。在对8月外汇储备规模变化的解读中，国家外汇管理局有关负责人表示，8月份我国外汇市场供求保持总体稳定，跨境资金流动基本平衡。全球贸易摩擦、地缘政治经济局势等不确定因素继续发酵，在美元指数波动上升、贸易顺差收窄等多重因素的综合作用下，外汇储备略有下降。整体来看，尽管国际环境错综复杂，金融市场不确定性上升，但我国经济将保持韧性好、适应能力强、回旋余地大的基本面，同时坚持改革开放目标不动摇，有利于维护国际收支自主平衡格局。国内外因素综合作用，我国外汇储备规模将在波动中保持总体稳定。

图表7：外汇储备月度变化情况



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

**金融委第三次会议：加强金融、财政、发改协调配合。**2018年9月7日，国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议，分析当前经济金融形势，研究做好下一步重点工作。会议认为，当前宏观经济形势总体稳定，微观主体韧性进一步增强。下一步重点工作包括：把握好稳健中性的货币政策，加大政策支持和部门协调，继续有效化解各类金融风险等六项内容。其中“做好预调微调，但也要把握好度”，“加强金融部门与财政、发展改革部门的协调配合”，“防范各种‘黑天鹅’事件”等表述值得特别关注。7月2日，新一届金融委成立并召开第一次会议以来，至今已公开披露四次会议内容。包括第一次会议研究部署打好防范化解重大风险攻坚战等工作，第二次会议研究进一步疏通货币政策传导机制，及本次会议部署下一步重点工作。其间，金融委还召开了一次防范化解金融风险专题会议。针对近期股市、债市和汇市出现的不同程度波动，会议特别明确继续有效化解各类金融风险，既要防范化解存量风险，也要防范各种“黑天鹅”事件，保持股市、债市、汇市平稳健康发展。同时，会议强调加强部门之间的配合，特别是加强金融部门与财政、发展改革部门的协调配合，加大政策精准支持力度，更好促进实体经济发展。另外，资本市场改革、产权和知识产权保护、激励机制的有效性等方面内容也在此次会议上做出了安排。

图表8：国务院金融委四次会议主要内容

会议	7月2日第一次会议	8月初第二次会议	8月24日专题会议	9月7日第三次会议
总体形势	金融运行整体稳健	金融形势总体向好	金融形势总体向好	经济金融保持稳定发展态势
风险	一些机构野蛮扩张行为收敛，金融乱象得到初步遏制，市场约束逐步增强，市场主体心理预期出现积极变化，审慎经营理念得到强化	金融机构合规意识增强，野蛮扩张、非法集资等金融乱象得到初步遏制，金融风险由发散状态向收敛状态转变	网贷领域和上市公司股票质押风险整体可控	市场流动性合理充裕，信贷市场、债券市场、股票市场平稳运行，人民币汇率保持合理稳定，各类金融风险得到稳妥有序防范化解，金融市场风险意识和市场约束逐步增强
杠杆	结构性去杠杆有序推进	宏观杠杆率趋于稳定	宏观杠杆率趋于稳定	供给侧结构性改革持续深化

资料来源：中国政府网，北广投资管研究院整理

**北广投资管研究院观点：外部环境的不确定性有所增加，宏观政策趋向精准应对。**从贸易环境来看，除美国经济继续保持强劲增长外，欧元区和新兴经济体增长均有不同程度放缓，其中近期受国际汇率市场波动影响，新兴市场国家经济波动加剧。8月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 52.5，环比回落 0.3 个百分点。8月欧元区制造业 PMI 为 54.6，环比回落 0.5 个百分点。预计随着美国即将公布对华 2000 亿美元商品征税，叠加前期 500 亿美元商品关税影响，贸易环境仍在不断恶化。从国内经济发展环境来看，8月 27 日人大常委会对个税法修正案草案二审，将起征点从 3500 元提升至 5000 元，并在税前抵扣养老支出。当前居民负债率处于高位，负担较重，年初以来消费增速回落，个税减少将有利于居民消费释放，对下半年的内需增长起到提升作用。下半年，积极的财政政策要求政府加快支出，政府专项债券发行有望加快，这有利于基建投资企稳回升，对需求端有提振作用。从近期国常会及国务院金融委召开会议来看，我国经济尚处于新旧动能转换时期，长期积累的金融风险进入易发多发期，外部不确定因素有所增多，需要积极稳妥和更加精准地加以应对。

## 一周新闻要览：

### 宏观

- **统计局**：8月规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%，比上月加快 0.1 个百分点；1-8 月固定资产投资同比增长 5.3%，比 1-7 月回落 0.2 个百分点；8 月社会消费品零售总额同比增长 9%，比上月加快 2 个百分点，1-8 月社会消费品零售总额同比增长 9.3%。
- **央行**：8 月末，广义货币（M2）余额 178.87 万亿元，同比增长 8.2%；社会融资规模增量 1.52 万亿元，同比减少 376 亿元；人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 1834 亿元。虽然较 7 月的结构略有改善，但难言“宽信用”发挥效果，政策对经济的下行趋势尚无法起到扭转作用。
- **统计局**：8 月 CPI 同比上涨 2.3%；PPI 同比上涨 4.1%。CPI 环比、同比涨幅稳中有升。PPI 环比涨幅扩大，同比涨幅回落。专家认为，8 月份菜价、肉价波动，主要是季节性因素所致，后期食品价格、服务价格、工业消费品价格仍将保持温和水平，通胀压力没有明显增加。
- **商务部**：1-8 月，我国实际使用外资 5604.3 亿元，同比增长 2.3%。呈现特点包括：新设企业大幅增长，实际使用外资保持稳定；高技术产业保持增长态势，制造业表现良好；中西部地区实际使用外资均呈现增长，自贸试验区保持领先等。

- **新华社**：由于美方没有采取实质行动纠正其对华产品实施的多项违规反倾销措施，中方已向世贸组织申请授权对美实施每年约 70 亿美元的贸易报复。这是中国加入世贸组织后，首次针对争端解决案件败诉方不执行争端解决案件裁决提出贸易报复授权请求。

## 股市

- **上证报**：截至 9 月 11 日，今年以来已有 482 家上市公司实施回购，累计回购 655 次，回购总规模 239.75 亿元，比上年均大幅增加。不仅是回购，今年以来，上市公司重要股东的增持也较多。988 家上市公司的重要股东通过在二级市场交易实现净买入股份，增持市值约 870 亿元。
- **中证报**：截至 9 月 12 日，283 家 A 股公司股价跌破净资产，创下 2008 年以来新高。其中，房地产、公用事业等行业破净公司数量居前，银行业破净公司占比高。专家表示，短期看，市场情绪仍然脆弱，抄底破净股仍需谨慎。

## 银行

- **证券时报**：据融 360 监测数据显示，8 月份银行理财平均预期收益率为 4.67%，环比下降 0.08 个百分点，已达到 10 个月以来的最低值；年内平均预期收益率最高为 2 月的 4.91%。临近季末，预计银行理财收益率或小幅反弹，同时未来银行财富管理产品体系将迎来较大转型。
- **第一财经**：银保监会 8 月份开出 418 张银行类罚单，罚没约 13139 万元，问责 265 人。其中，五大行收到罚单 46 张，股份制银行收到 14 张罚单。而从受处罚领域来看，房地产类贷款成此次监管重点，多家银行因个人信贷资金违规流入楼市而受到处罚。
- **证券日报**：在央行数字货币研究所、央行深圳市中心支行的推动和组织下，深圳金融科技研究院联合中国银行、建设银行、招商银行、平安银行、渣打银行及比亚迪组建的湾区贸易金融区块链平台上线试运行，致力于打造立足粤港澳大湾区，面向全国，辐射全球的开放金融贸易生态。

## 信托

- **财新网**：8 月，集合信托成立 1227 只，环比上升 13.19%，同比上升 39.12%；成立规模 1407.39 亿元，环比上升 20.25%，同比下降 24.71%。近期政策基调由“宽货币+紧信用”转向“稳货币+宽信用”，加上信托资管新规过渡期实施细则的发布，给信托公司展业带来一定的正面激励作用。

## 公募

- **新浪财经**：今年以来，已经有 65 家基金公司申购各自旗下基金产品，累计自购金额近 21 亿元，相比去年同期增长逾五成。其中，50 家基金公司累计花费 13.8 亿元自购旗下债基，占自购总金额的 65.71%。
- **网易财经**：从权威人士处获悉，9 月 13 日，华夏养老 2040 三年持有混合 FOF 正式成立，此举意味着首只养老目标基金正式起航。华夏养老 2040 三年持有混合 FOF 首募规模 2.11 亿元，已超过基金成立门槛要求，募集有效认购户数为 37585 户，户均认购规模为 5627 元。

## 私募

- **腾讯财经**：中国基金业协会近日表示，税收制度是私募基金健康发展的保障。在私募基金税收征管过程中，应当明确区分作为管理人的合伙企业和作为基金产品的合伙企业，依合伙企业不同收入的性质，准确适用税种和税率。
- **网易财经**：9 月 10 日起，有开展跨资产类别配置的投资业务需求的私募管理人登记申请即可通过系统报送申报材料。在私募资产配置管理人的发起和运营上，中基协均设定了较传统私募机构更高的登记准入标准。该规定亦被业内视为渠道机构向管理机构转型的“出口”。
- **凤凰财经**：今年以来，有近百家私募被行政监管。自 2015 年 11 月 23 日发布第一批失联私募机构名单以来，中国基金业协会共对外公告 23 批失联机构和 7 批公示期满 3 个月且未主动联系协会的失联机构，失联私募数量达 482 家，135 家私募基金管理人登记已被注销。

## VC/PE

- **投资界**：统计数据显示，今年 8 月份，全球中企 IPO 数量出现大幅回落，环比降幅接近 70%。8 月份，共有 7 家具有 VC/PE 背景的中企实现上市，共有 17 家 VC/PE 机构基金实现账面退出。

- **金融界**：尽管中国经济出现放缓迹象，但中国科技巨头在初创企业融资方面的表现首次超过北美竞争对手。高盛发布的数据显示，二季度，中国公司的风险投资为 309 亿美元，高于北美的 272 亿美元。
- **经济观察网**：根据彭博统计，在港股今年以来的 IPO 市场份额中，中资投行占据 55.4%，而 2017 年全年所占的市场份额为 62%。市场份额排名前十的承销商中，前 6 家是中资公司。更值得关注的是，为追随新经济浪潮，中外资投行开始谋求全面科技化。
- **中国金融网**：据媒体报道，美团点评港股 IPO 最终定价为 69 港元，位于 60 至 72 港元招股区间较高端，筹集资金约 42 亿美元。据计算，按照 69 港元的发行价，考虑期权池的因素，美团的估值最终为 524 亿美元（约合 4112.16 亿港元）。美团点评将于 9 月 20 日正式在港交所挂牌上市。
- **私募通**：据悉，多家投资机构正寻求加入阿里巴巴为饿了么和口碑新组建的控股公司。新公司首轮融资金额将超出最初的 30 亿美元，至少增加 10 亿美元，最高不排除融资总金额超过美团此次在香港 IPO 融资的金额。

## 房地产

- **经济参考报**：十三届全国人大常委会立法规划公布，房地产税法被列入第一类项目，即条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案。今年以来，官方八次提及房地产税法。但并不意味着只能在第五年完成立法，在 2020 年提请审议的可能性比较大。
- **每日经济新闻**：8 月，全国首套房贷款平均利率为 5.69%，相当于基准利率的 1.161 倍，环比上升 0.35%，同比上升 11.13%，这也是 2017 年 1 月份以来连续 20 个月上涨。

## 国际经济

- **金融时报**：美国《华尔街日报》援引消息人士说法称，美国财政部长姆努钦已向中方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在美国政府对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，地点将在北京或者华盛顿，时间是“未来几周”。
- **环球时报**：欧洲央行将基准利率维持在 0.000% 不变，将存款利率维持在 -0.400% 不变，将边际贷款利率维持在 0.250% 不变。与此同时，欧洲央行对其前瞻指导作出了微妙改动，宣布该行计划在 2019 年 12 月终结债券购买计划，并至少在明年夏季之前将基准利率维持在历史最低水平。