

二零一九年五月二十一日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 进入 5 月份以来，中美贸易谈判进展遇阻，惩罚性关税壁垒令经济预期趋悲观，再加上 4 月份中国经济指标显出疲态，全球经济前景黯淡，人民币汇率月内贬值达 2.5%，引发市场对年内人民币汇率趋势持续担忧。
- 为应对经济逆风，中国政策制定者加大力度协同货币和财政政策，实施反周期调整措施，提振经济增长。中国经济已经显示出稳定迹象，未来几个季度，随内外需复苏，稳定的经济活动将支持人民币汇率进一步回升。
- 我们认为，由于经济前景不确定性增加，人民币汇率短期内会出现更大波动，预计 6 月底特朗普与习近平在 G20 峰会上的会晤，或将为缓解两国贸易冲突创造更多空间，从而利于人民币汇率企稳。
- 可以预见，到 6 月底前，人民币兑美元汇率将在 6.85 元至 6.95 元之间波动。

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

刘孟卓
分析师
Mengzhuo.liu@cebi.com.hk
(852)2916-9633

中美贸易战升级，人民币汇率承压下跌

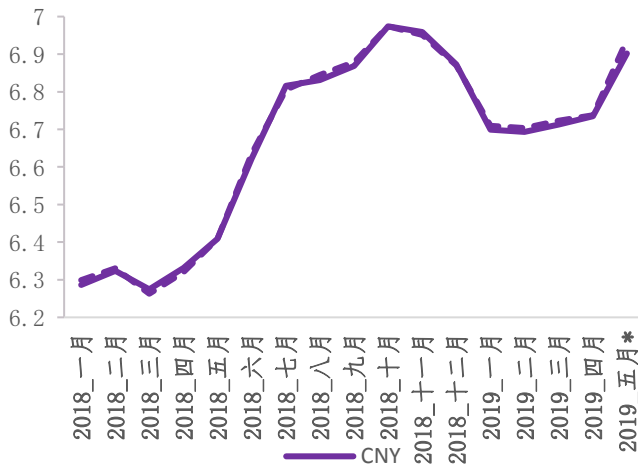
进入 5 月份以来，中美贸易谈判进展遇阻，惩罚性关税壁垒令经济预期趋悲观，再加上 4 月份中国经济指标显出疲态，全球经济前景黯淡，人民币汇率月内贬值达 2.5%，引发市场对年内人民币汇率趋势持续担忧。美国经济在一季度表现出强劲增势，美元对人民币的负面溢出效应加剧，美元持续飙升，导致其他货币大幅下跌。为应对经济逆风，中国政策制定者加大力度协同货币和财政政策，实施反周期调整措施，提振经济增长。中国经济已经显示出稳定迹象，未来几个季度，随内外需复苏，稳定的经济活动将支持人民币汇率进一步回升。我们认为，由于经济前景不确定性增加，人民币汇率短期内会出现更大波动，预计 6 月底特朗普与习近平在 G20 峰会上的会晤，或将为缓解两国贸易冲突创造更多空间，从而利于人民币汇率企稳。可以预见，到 6 月底前，人民币兑美元汇率将在 6.85 元至 6.95 元之间波动。

美元走强，多重因素促人民币表现疲软。中美贸易磋商进展停滞，令市场悲观情绪趋于主导。双方互相提高关税壁垒进一步令两国经济活动受阻，破坏全球供应链分工和秩序。由于外贸增长是驱动中国经济的主要动力之一，中美贸易磋商持续对经济前景造成压力，影响投资者情绪。随着 4 月份经济指标显示疲弱迹象，外贸领域面临逆风阻碍，投资情绪承压，对经济基本面造成下行压力，而人民币汇率也将受到拖累，表现持续走弱。

人民币贬值对资本市场造成溢出效应。5月以来，受到贸易战消息影响，人民币汇率贬值幅度增加，内地及香港股市资金大量流出，股票遭大量抛售，两地股市平均跌幅达 6.8%，市场投资情绪承压下跌。股市出现调整主要由于贸易战引发的不确定性增加，而股市估值下跌则主要受到人民币汇率下跌驱动。总的来说，人民币大幅贬值将进一步降低家庭购买力，削弱本币的市场信心，加剧资金外流。而贸易战战线延长，无疑将造成市场活力下降，短期内无法达成贸易协议，将持续降低市场预期。但我们相信，中国经济增长前景将随着减税降费措施的落实而重拾活力，信贷市场回暖也将进一步支持经济持续复苏。随着内地和香港股市估值愈加具有吸引力，企业盈利收入持续攀升，股市调整只会为中期资产配置提供更多买入机会。

人民币汇率年内波动性持续。全球外汇市场受到贸易战影响波动性扩大，而全球地缘政治风险激增亦让新兴市场国家货币走弱。随着全球经济不确定性增加，新兴市场资产投资信心动摇，引发一系列货币贬值危机。在此背景下，人民币兑美元汇率自一季度以来迅速走弱，下调幅度达 3.0%。人民币汇率持续走弱或将导致货币贬值和资本外流的恶性循环。我们相信，加强经济基本面和恢复市场信心，是防止货币贬值和资本外流的关键。可以预见，人民币短期内将持续波动，在 6 月底前，汇率将保持在 6.85 至 6.95 元之间。

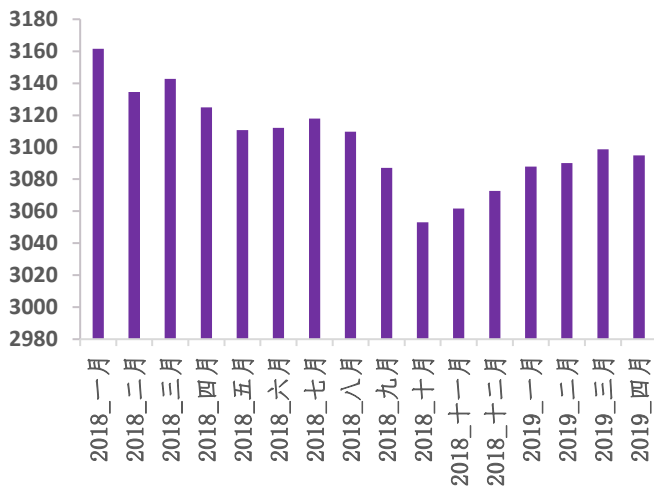
图.1: 人民币在岸价和离岸价



* 5月21日

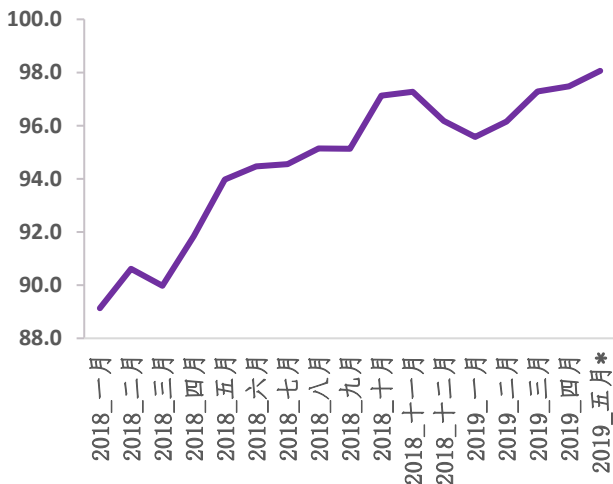
来源: 彭博、万得和光银国际

图.3: 中国外汇储备 (十亿美元)



来源: 彭博、万得和光银国际

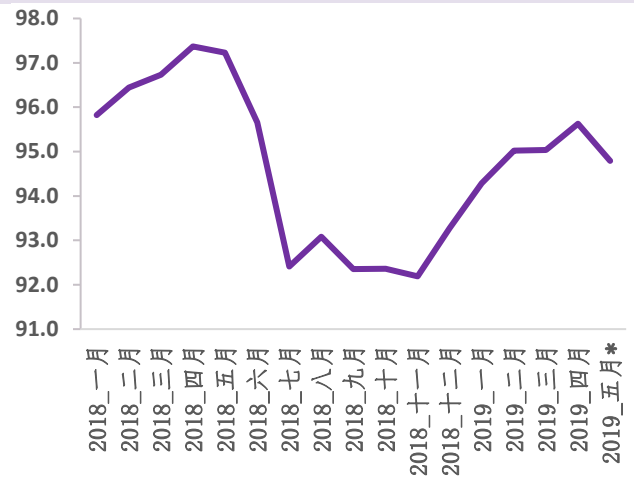
图.5: 美元指数



* 5月21日

来源: 彭博、万得和光银国际

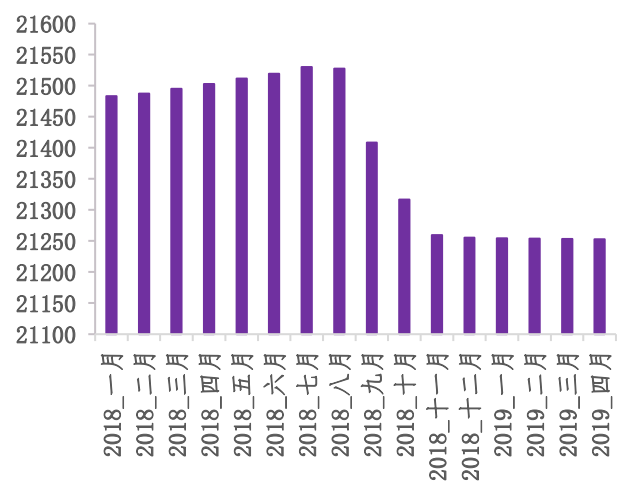
图.2: 中国外汇交易中心(CFETS)人民币汇率指数



* 5月21日

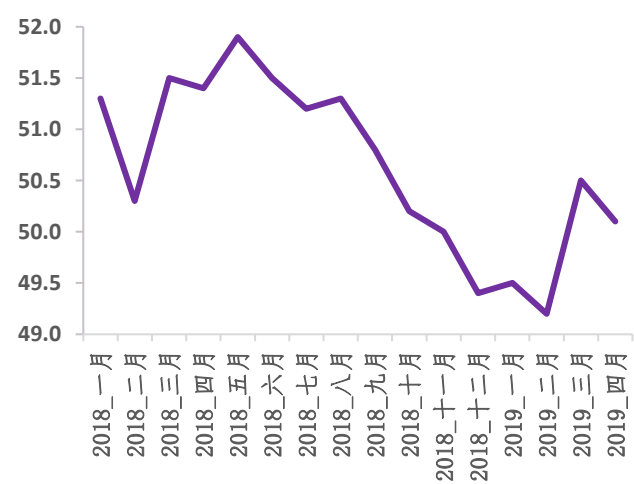
来源: 彭博、万得和光银国际

图.4: 人行口径外汇占款 (十亿美元)



来源: 彭博、万得和光银国际

图.6: 中国采购经理人指数 (PMI)



来源: 彭博、万得和光银国际

中国经济数据

	2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	2018	1Q2019
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.6	6.4
制造业 PMI (%)	51.6	51.5	51.5	50.8	49.9	49.4	49.7
非制造业 PMI (%)	55.5	54.6	54.9	54.9	53.5	53.2	54.6
出口(人民币/同比%)	10.8	7.4	2.6	9.8	8.6	7.1	6.7
进口(人民币/同比%)	18.7	11.7	11.2	19.1	9.1	12.9	0.3
贸易余额 (人民币/十亿)	2871.6	304.0	571.5	546.2	909.6	2330.3	529.67
出口增长 (美元/同比%)	7.9	13.7	11.5	11.7	4.0	9.9	1.4
进口增长 (美元/同比%)	15.9	19.3	20.6	20.4	4.4	15.8	(4.8)
贸易余额 (美元/十亿)	422.5	45.0	90.6	84.1	132.1	351.8	76.3
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.2	1.8	2.3	2.2	2.1	1.8
生产者物价指数 (同比%)	6.3	3.7	4.1	4.1	2.3	3.5	0.2
固定资产投资(年初至今/同比%)	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	5.9	6.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	10.4	9.7	9.9	9.5	9.5	11.8
工业增加值 (同比%)	6.6	6.8	6.8	6.0	5.7	6.2	6.5
零售额 (同比%)	10.2	9.8	9.0	9.0	8.3	9.0	8.3
新增贷款 (人民币/十亿)	13523.1	4859.3	4170.0	4110.0	3027.0	16166.3	5805.8
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.1	8.6
总社会融资 (人民币/十亿)	22396.9	5855.1	4217.1	5335.7	3852.1	19260.0	8180.0

	4/18	5/18	6/18	7/18	8/18	9/18	10/18	11/18	12/18	1/19	2/19	3/19	4/19
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	6.7	-	-	6.5	-	-	6.4	-	-	6.4	-
制造业 PMI (%)	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1
非制造业 PMI (%)	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.2	54.7	54.3	54.8	54.3
出口(人民币/同比%)	2.9	2.5	2.5	5.4	7.7	16.9	20	10.2	0.2	14.1	(16.6)	21.3	3.1
进口(人民币/同比%)	12.3	15.7	5.7	20.6	19.5	17.6	25.7	7.8	(3.1)	2.8	(0.3)	(1.8)	10.3
贸易余额(人民币/十亿)	167.0	147.3	256.7	172.8	168.5	209.0	238.8	306.1	395.0	274.7	33.8	221.2	93.6
出口增长(美元/同比%)	11.9	11.9	10.7	11.6	9.5	14.4	15.5	5.4	(4.4)	9.2	(20.7)	14.2	(2.7)
进口增长(美元/同比%)	22.2	26.1	13.80	27	20.7	14.5	20.8	3.0	(7.6)	(1.6)	(5.2)	(7.6)	4.0
贸易余额(美元/十亿)	26.3	23.5	40.8	27.4	26.2	31.1	34.8	44.8	57.1	39.7	4.0	32.7	13.8
消费物价指数 (同比%)	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5
生产者物价指数 (同比%)	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9
固定资产投资 (年初至今/同比%)	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	-	6.1	6.3	6.1
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5	-	11.6	11.8	11.9
工业增加值 (同比%)	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	-	5.3	8.5	5.4
零售额 (同比%)	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	-	8.2	8.7	7.2
新增贷款 (人民币/十亿)	1180.0	1150.0	1840.0	1450.0	1280.0	1380.0	697.0	1250.0	1080.0	3230.0	885.8	1690.0	1020.0
广义货币供应量 (同比%)	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5
总社会融资 (人民币/十亿)	1777.1	951.8	1487.7	1224.4	1940.1	2168.2	728.8	1520.0	1590.0	4635.3	703.0	2860.0	1360.0
全国城镇调查失业率(%)	4.9	4.8	4.8	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9	-	5.3	5.2	5.0
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	4.7	4.7	4.7	5.0	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	-	5.0	5.1	5.0

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	25,877.33	16.36	1.35
标准普尔 500 指数	2,864.36	18.59	1.06
纳斯达克综合指数	7,785.72	31.26	0.66
欧洲			
富时 100 指数	7,328.92	17.50	1.21
德国 DAX 30 指数	12,143.47	16.28	1.27
法国 CAC 40 指数	5,385.46	18.40	0.83
斯托克 600 价格指数	379.50	17.63	0.84
亚洲			
香港恒生指数	27,657.24	10.62	-1.65
恒生中国企业指数	10,634.62	8.56	-1.20
上海深圳沪深 300 指数	3,666.78	13.36	0.59
上海证券交易所综合指数	2,905.97	13.86	0.78
深证综合指数	1,548.68	35.02	0.43
日经 225 指数	21,272.45	15.91	0.97
韩国 KOSPI 指数	2,061.25	11.78	-0.99
台湾证交所加权股价指数	10,464.50	15.49	-0.52
标普/澳证 200 指数	6,500.14	17.46	4.17
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,104.64	17.49	0.87
MSCI ACWI 指数	504.27	16.78	0.52
MSCI 新兴市场指数	994.08	12.64	-2.20
MSCI 美国指数	2,706.41	18.92	1.04
MSCI 英国指数	2,106.11	17.44	2.09
MSCI 法国指数	154.29	18.50	1.68
MSCI 德国指数	141.02	16.12	0.46
MSCI 中国指数	76.48	12.56	-5.05
MSCI 香港指数	15,819.62	13.03	-1.85
MSCI 日本指数	936.89	13.53	0.89

* 所有市场根据 21/5/2019 收市价

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	2.50	0.00
美国最佳利率	5.50	0.00
联储贴现率	3.00	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	2.36	-0.04
美国综合国债 1 年收益率	2.36	0.04
美国综合国债 5 年收益率	2.23	0.04
美国综合国债 10 年收益率	2.43	0.02
美国综合国债 30 年收益率	2.84	0.00
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.44	-0.01
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.52	-0.02
日本综合国债 1 年收益率	-0.15	0.01
日本综合国债 10 年收益率	-0.05	0.01
德国综合国债 1 年收益率	-0.54	0.01
德国综合国债 10 年收益率	-0.06	0.01
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.57	-0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.13	-0.10
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.27	0.00
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.75	0.34
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.76	0.04
香港基本利率 (贴现率)	2.75	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.06	0.20
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.69	-0.07
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.99	-0.82
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.12	-0.79
公司债 (穆迪)		
Aaa	3.70	-0.01
Baa	4.65	0.00

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	62.99	1.96
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	72.18	1.32
天然气期货	美元/百万英	2.61	-1.73
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,765.50	-0.68
铜期货	美元/磅	271.50	-0.37
LME 钢筋期货	美元/吨	466.00	0.11
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,791.00	1.27
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,275.29	-1.73
黄金期货	美元/盎司	1,273.20	-1.78
现货银	美元/盎司	14.43	-2.35
现货铂	美元/盎司	815.68	-5.13
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	394.25	6.92
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	478.75	6.74
11 号糖 (全球)	美元/磅	11.81	-1.09
大豆期货	美元/蒲式耳	822.00	-1.14

数据来源: 彭博, 光银国际

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	98.06	0.55
欧元/美元	1.11	-0.74
英镑/美元	1.27	-1.98
澳大利亚元/美元	0.69	-0.99
新西兰元/美元	0.65	-0.01
美元/加拿大元	1.34	-0.33
美元/日元	110.29	0.56
美元/瑞士法郎	1.01	0.24
人民币中间价	6.90	0.91
美元/人民币	6.90	0.39
人民币 12 月无本金交割远期	6.98	0.35
美元/中国境外即期汇率	6.94	0.41
美元/港币	7.85	0.00
人民币/港币	1.14	-0.39
中国境外即期汇率/港币	1.13	-0.40
美元/韩元	1,194.40	0.42
美元/新台币	31.46	1.10
美元/新加坡元	1.38	0.75
美元/印度卢比	69.72	-1.04

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)和刘孟卓(香港证监会中央编号:BNY348)作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2019 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600