

旬度经济观察

——关税冲击告一段落，技术封锁阴霾初现

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 5 月 20 日

内容提要

一季度货币政策报告表明货币政策由中性偏松转向中性，短期内预计难以改变。一季度一般贷款利率上行引发关注，我们推测可能有两个原因：一是季节性因素，二是小微贷款放量。剔除这两个因素后，贷款利率仍在趋势性下行。

部分水果价格在五月大幅上涨。我们倾向于认为这是供给减少超预期所致。鉴于本次供给冲击历史罕见，后续需进一步关注鲜果的价格走势。

站在目前的时点上，我们认为关税冲击对股市的影响可能已经被市场充分吸收。但中美在技术领域的摩擦可能成为市场新的主要矛盾，值得警惕。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、一季度小微贷款放量或导致一般贷款利率上行

2019 年 5 月 17 日，央行公布了 2019 年一季度的货币政策执行报告，其要点如表 1 所示。综合来看，央行对形势的判断和货币政策的取向与 4 月 19 日的政治局会议是一脉相承的。央行认为经济形势相比去年四季度有所改观，因此在货币政策上的宽松程度也有所下降，由原来的“强化逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，并重新启用“把好货币供给总闸门”的提法。特别的，央行以专题的形式对经济潜在增速做了判断，认为“产出缺口接近为零”。这一系列的改变都指向一个方向，货币政策从中性偏松回归中性。

中美贸易摩擦的进一步发酵发生在五月初，并没有在一季度的货币政策报告中有明显反映。这可能是因为时间过于临近，也可能是因为贸易摩擦的演进还有不确定性，其负面影响也需要一定时间来观察，因此货币政策的中性取向在未来一段时间仍将维持，直至出现新的变化。

表 1：货币政策执行报告要点

	2018Q4	2019Q1
国内形势	总体平稳，经济运行稳中有变、变中有忧	开局平稳，经济仍存下行压力，结构性矛盾还比较突出
国际形势	延续增长态势，势头有所放缓；下行风险有所增加	整体表现有所改善，下行风险仍然存在
货币政策	强化 逆周期调节，保持货币条件与经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配	适时适度 实施逆周期调节，把好货币供给 总闸门 ，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币 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
通胀	物价形势总体较为稳定，对未来变化需持续监测	物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加
汇率	保持人民币汇率弹性，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
潜在增速		当前经济实际增速与潜在增速相近， 产出缺口接近为零

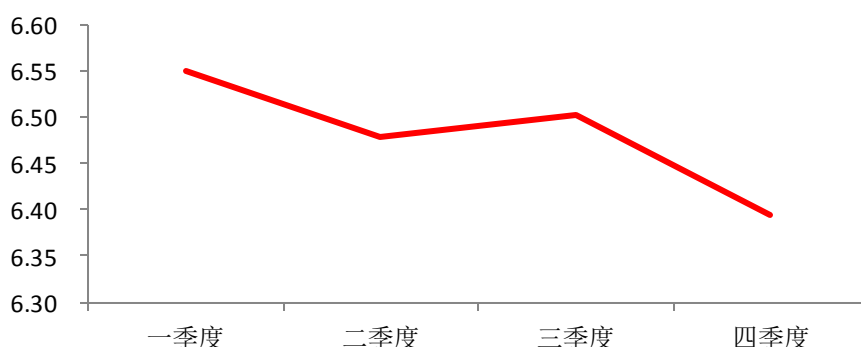
数据来源：Wind，安信证券

市场对一季度货币政策报告的一个重要关注点是一般贷款利率出现上行，从 5.91% 上升至 6.04%，超出预期，市场参与者普遍感到疑惑。我们认为，这可能有两个原因：一个原因是贷款利率有一定的季节性；另一个原因是一季度的小微贷款放量，拉高了整体的加权利率。剔除小微贷款后，整体贷款利率依然在趋势性下行。

首先，贷款利率有较为明显的季节性，一季度利率普遍偏高，均值要比四季度高 15 个 BP 左右。

图2：亿元

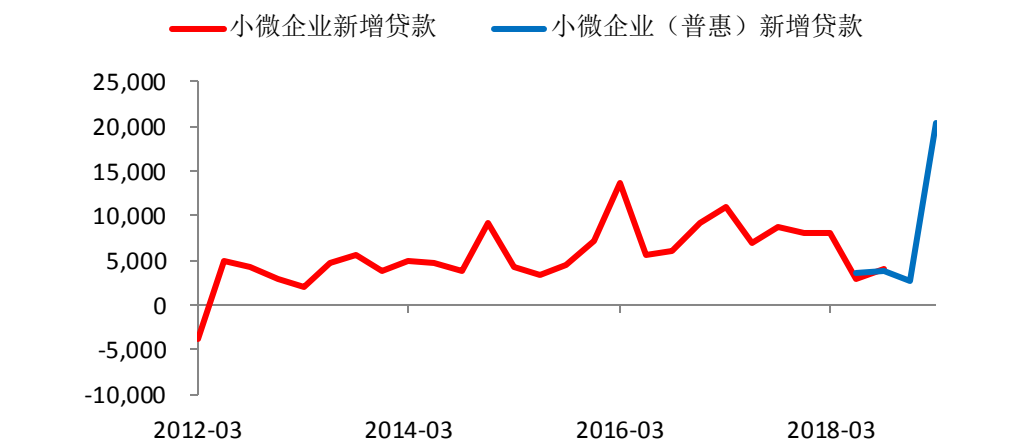
一般贷款利率（2009-2018）



数据来源：Wind，安信证券

其次，在政策的鼓励下，一季度小微贷款放量，达到创纪录的 2 万亿，占到一季度总贷款的三分之一强。由于小微贷款利率偏高（2019 年小微平均利率为 6.87%，2018 年小微平均利率 7.37%），小微贷款的放量大约拉高了整体利率将近 30 个 BP。因此，如果把小微贷款部分剔除，整体一般贷款利率依然在趋势性下行，即使不考虑季节性，下行幅度至少在 15 个 BP 以上。

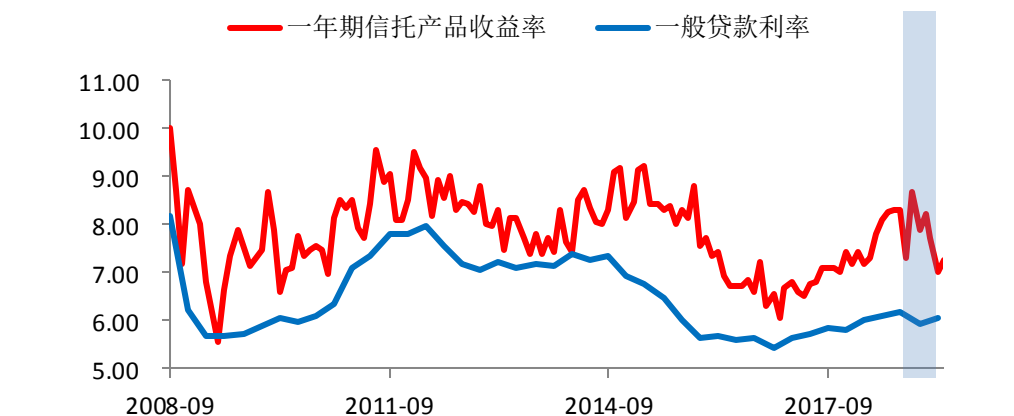
图3：亿元



数据来源：Wind，安信证券

这与非标市场利率的大幅下行也是相印证的。一年期信托产品收益率从 2018 年三四季度至今下行了将近 100 个 BP。从历史数据上看，一般贷款利率和信托收益率高度同步，因此我们认为贷款利率仍然在趋势性下行。

图4：亿元



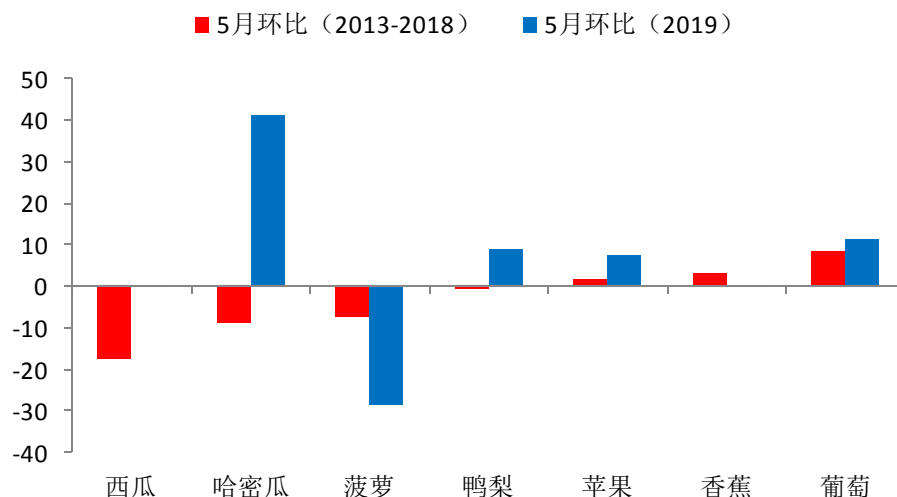
数据来源：Wind，安信证券

二、五月的水果价格突然拉升，后续需进一步关注

2019 年五月，多种水果价格出现明显上涨，引发市场关注。我们梳理了一下各类水果高频数据的情况发现，部分水果价格确实在 5 月出现了明显上涨。相较于季节性，西瓜、鸭梨、苹果和哈密瓜的价格上涨较为明显，香蕉和葡萄的价格

平稳，菠萝价格则大幅下降。

图5：亿元

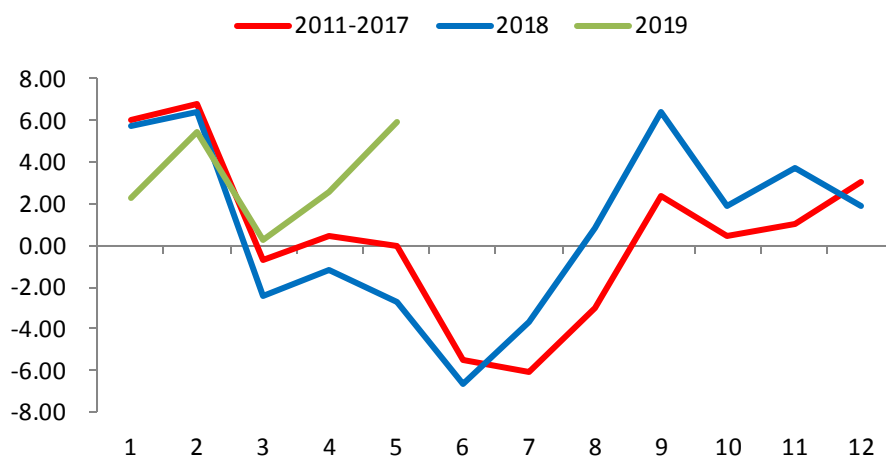


数据来源：Wind，安信证券

从 2019 年以来鲜果价格的环比来看,1-2月低于季节性,3-4月则高于季节性,总体来看 1-4 月并没有显著高于季节性。截止目前,包括水果在内的商品类的广谱价格并没有明显上升,加上整体经济仍有下行压力,因此很难认为是需求端扩张导致涨价。具体到水果而言,苹果和梨因为天气原因在 2018 年出现了明显的减产,前期已经出现了价格的大幅上涨,因此供给减少可能是主因。

苹果期货价格在经历了 2018 年 2-8 月的大涨后,价格一直保持稳定直至 2019 年 4 月重新大幅上涨,这可能是供给减少继续超预期所致。市场普遍预期 2018 年苹果产量为 3000 万吨左右,比 2017 年的 4139 万吨大幅下降 30%,这幅度前所未有的,因此对价格的影响比较难预测。苹果和其他水果存在着一定的替代关系,苹果和梨拉高整体鲜果价格的可能性是存在的。因此,对鲜果价格的走势需要持续关注。

图6: %

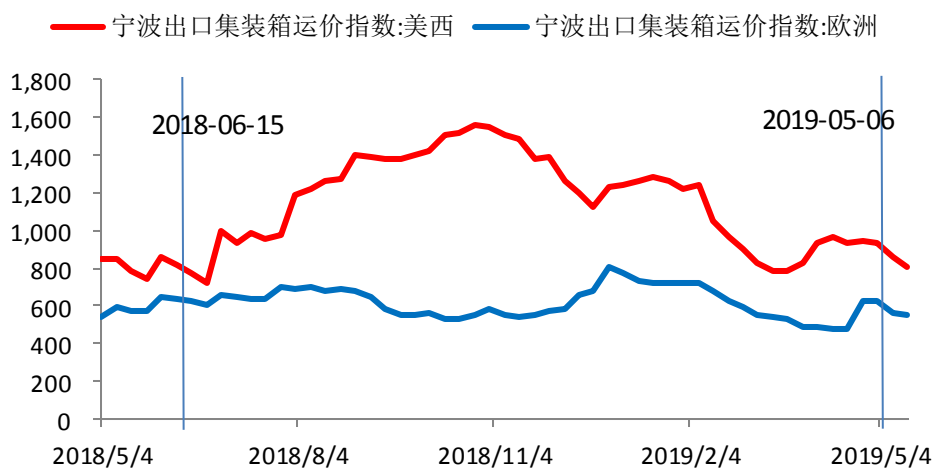


数据来源: Wind, 安信证券

三、关税对股市的短期负面冲击或已过去

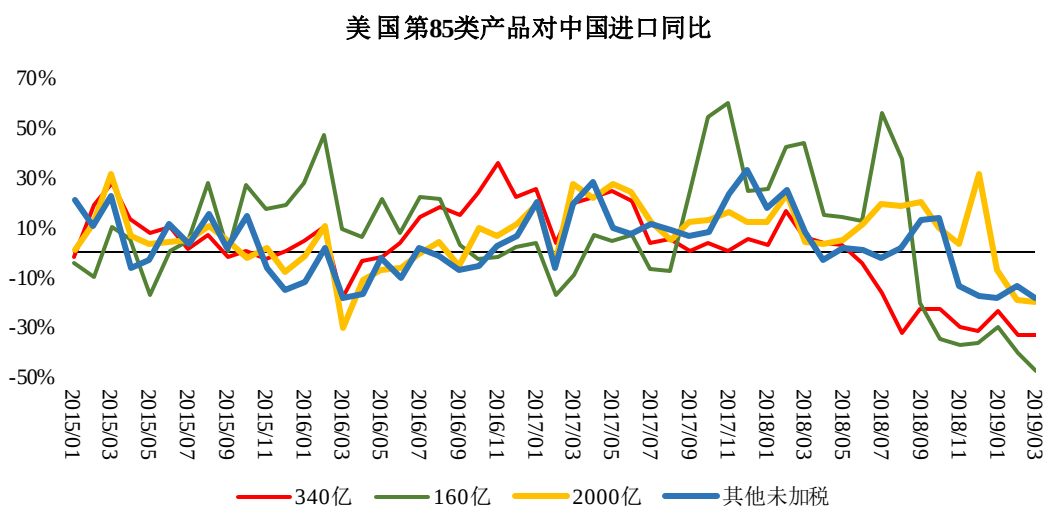
2019年5月初中美贸易摩擦的波折无疑对资本市场产生了重大影响,但其对实体产生的影响将相对滞后,仍需观察。2018年6月15日美国首次加征关税时,对美国的出口运价在两个星期之后才开始大幅上行;因此,截止5月17日的数据,这一次对美国的出口运价的上行还没有发生。

图7: %



数据来源: Wind, 安信证券

图8：百万美元



数据来源：Bloomberg，安信证券

然而，如果贸易摩擦不能有所改观的话，未来的对美出口不容乐观。截止美国海关 3 月的数据，美国自中国进口同比在每个关税类别上都明显下降，包括目前未加税的部分。因此，我们需要对这方面的压力有所警惕。

资本市场对贸易摩擦的反应相对更为迅速，经历了一定幅度的调整。站在目前的时点上，我们认为关税冲击对股市的影响可能已经被市场充分吸收。如果 5500 亿美元额外征加的 25% 的关税全部表现为中国海内外上市公司的利润损失，权益市场给予这部分损失的估值为 12 倍的 PE。这已经和上证综指的 PE 相近。目前的水平已经是极限恶化的水平，在这一水平上继续恶化的可能性看起来不是很大。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12412

