

【民生研究】首席观点之 总量行业周展望

分 析 师：杨柳 执业证号：S0100517050002
分 析 师：徐玉宁 执业证号：S0100516080001
分 析 师：解运亮 执业证号：S0100519040001
研究助理：樊信江 执业证号：S0100117110014

2019年5月13日

风险提示：政策环境变化超预期

守 民
正 生
出 在
新 勤



近日人民币贬值主要是市场力量驱动的结果。5月10日当周，伴随中美经贸谈判出现波折，人民币贬值压力再次加大。全周人民币对美元即期汇率贬值752基点至6.8118，我们对此进行分解后发现，中间价向升值方向贡献451点，收盘价向贬值方向贡献1203点。可见，本轮贬值的主要驱动力仍是市场力量，而不是政策因素，若非政策因素发挥了一定维稳作用，人民币贬值幅度将更大。

短期内人民币贬值压力仍然明显。从收盘价与中间价的月度均价差来看，5月以来达240基点，仅次于811汇改启动当月（334基点），已超过了2018年6-10月中美贸易摩擦升级时的水平（最高为124基点）。这表明，从市场力量来看，当前人民币仍然面临明显的贬值压力。但这是否意味着人民币会大幅贬值呢？我们认为不会。

从贬值预期看，目前外汇市场预期人民币贬值的幅度并不高。当前，人民币无本金交割远期合约（NDF）显示，离岸市场预期1年后人民币汇率为6.87-6.88，在当前汇率基础上贬值幅度在500个基点以内，贬值预期处于811汇改以来低位。作为比较，2016年1月和2017年1月，预期贬值幅度分别超过2800基点和3100基点。

从美元走势看，未来一段时间美元走强基础并不强。考虑到中美两国可贸易部门具有高度同步性，若中美双方最终达成协议，我们预测中美两国将同步结束去库存和开启补库存，全球经济动能也将边际改善；若双方贸易摩擦全面升级，则中美经济都将面临明显下行压力。无论哪种情形，美元都难以明显走强，人民币被动贬值的压力并不大。

从贬值后果看，人民币大幅贬值的副作用非常大。尽管贬值能够对冲关税提高的影响，但人民币大幅贬值至少会带来三个方面的副作用：一是人民币资产价格重估，包括股市和楼市在内的资产价格都将面临调整压力；二是币值稳定是人民币国际化的基础，大幅贬值将使人民币国际化面临重大挫折；三是会伤及其他贸易伙伴的利益，有损中国的国际形象和国际影响力。

考虑到上述因素，并结合811汇改以来人民币汇率几经风雨但始终未曾“破7”的历史事实，我们认为本轮人民币是小贬而非大贬，“破7”的概率仍然不高。

1、如何理解5月10日的市场走势？

上周五上午在中美贸易前景向好预期下，A股高开高走，然而中国休盘期间美国加征关税生效，A股午后经历4分钟直线下跌，此后迅速拉升，10分钟即回到上午收盘位置。

盘中发生罕见V型反转走势，市场逆转期间并无增量信息，消费、科技、金融板块瞬间同步巨量反弹，下午开盘10分钟成交量为上午收盘前10分钟6倍；我们观察到同一时间交易的日经指数并未出现反转行情，港股指数滞后于A股指数，因此我们合理推断A股有大资金进场干预。

在这个位置干预的可能理由：周五下午低点为2月25日向上突破缺口上沿，技术层面意义重大。

为什么需要A股上涨？短期亟需稳住信心，稳定股市成本低于汇市。

为什么大资金不买银行和指数权重板块？科技和消费股有市场号召力，可以撬动机构、游资、散户共同参与。

2、加征关税如何影响盈利？

2000亿美元商品加25%关税，对未来一年中国GDP影响约0.8pp；5000亿美元商品加25%，影响约1.3pp。如果中国采取等价反制，将在上述基础上进一步影响经济增长，另外还将带来通胀压力。此前市场对A股2019年全年盈利预期一直在上修，加征关税后盈利预期将重新下调。股市上行需要改革提升估值，或需求刺激。

3、可能的政策应对组合？

若无政策变化，只靠大资金，上涨持续性较差，参与难度很大。

改革还是刺激？极端的观点认为，谈判若失败则此前的改革开放将发生逆转，重拾此前总量刺激、产业补贴、资本管制等措施。贸易战情景下，财政和货币政策空间更加狭窄，且宽松政策有结构性负面影响且边际效用递减，人民币贬值成本过高。股市再次上涨依赖改革预期，对外扩大开放、对内释放市场活力。

4、周一是否应当买入？

建议周一买入。市场异常的量价组合往往先于逻辑。上周五行情包含市场普遍未理解的重要信息，不应处于该信息背后强大资金的对立面。市场主导逻辑是变化的，应适时顺应市场。若守不住2839点缺口，直接止损。周一美方公布3000亿美元加关税流出，市场或能反映当前阻力更小的方向。

1、货币政策宽松的定向性有望进一步显现。1) 5月初以来，货币政策边际转松，本周定向降准叠加连续三日公开市场进行合计500亿逆回购操作，货币政策宽松信号显现，资金价格也一路走低，隔夜资金价格一度降至接近1.1%。本周后两日暂停公开市场逆回购操作，5月仍为缴税大月，流动性预计会受到一定程度冲击，叠加金融数据不及预期，经济下行压力犹存，以及中美贸易摩擦后续谈判结果不确定性等外部因素，我们认为5月份货币政策依然有进一步宽松的空间，建议重点关注央行对于下周1,580亿元mlf到期续作情况。2) 货币政策总体依旧以维护流动性合理充裕为主，宽松定向性有望进一步显现。年初以来，央行已进行两次共计5,249亿元tmlf操作，定向支持小微企业融资，同时本周定向降准分三次到位，预计释放2,800亿元资金。央行此次定向降准属于预期之内，符合央行货币政策一贯基调，4月25日上午，央行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上表示，下一步要实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款。因此，定向降准节前早有铺垫。我们预计未来央行或将主要开展OMO与TMLF，两者长短配合。OMO只在流动性真正收紧时开展，回归短期流动性调剂用途；TMLF按季度操作，承担中长期货币供给及利率引导功能，而MLF操作预计以续作为主。

2、积极的财政政策加力提效，从政府债发行、国企利润上缴、国企混改三途径发挥逆周期调节作用

。1) 2019年一季度已发行地方政府新增一般债6,129.4亿元，国债5,100亿元，合计占全年财政赤字的40.94%；而2016-2018年一季度地方政府新增一般债发行额分别为198.5、0、0亿元，国债发行额分别为4,400、4,960、5,200亿元，合计占当年财政赤字的比例分别为21.09%、20.84%、21.85%。专项债方面，一季度发行新增专项债6,660亿元，占全年发行计划的30.98%，而2018年同期未发行新增专项债。显然，2019年第一季度存在着非常明显的政府债券发行前置现象。我们认为，财政政策有望通过放松专项债作为基建项目资本金的限制来达到逆周期调节托底经济的作用。2) 3月15日，李克强总理接受记者采访表示，“要增加特定的金融机构和央企上缴利润、进入国库”。此外，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，2020年要将国有资本收益上缴至公共财政的比例提高至30%。目前，我国非金融类国有企业利润分五档（免缴、10%、15%、20%、25%）上缴财政，2019年有望进一步提高利润上缴比例，增加财政收入。2017年，一般公共预算及国有资本运营收入中共有6,934亿元来自国企利润的上缴，根据我们的测算，保守情况下，2019年该数据预计达到1万亿左右。3) 在大规模减税增支叠加继续推进隐性债务化解的背景下，2019年地方财政将面临较大的收支平衡压力，地方政府有可能通过国企混改来缓解财政压力。在混改的过程中，绝大多数的模式都要涉及到国企股权的转让或国资减持，必然会给财政部门带来一次性的现金流入；另外，完成混改后的国企将进一步提高经营效率，增厚企业利润，从而增加上缴至财政的资金规模，为财政带来长期可持续的现金流。

3、投资策略：5月份依旧为缴税大月，叠加外部不确定性因素及金融数据不及预期，债市“多空交织”特征显现，需关注公开市场操作对于外部因素以及税期扰动的对冲。央行5月6日定向降准有望一定程度对冲税期冲击下资金面收紧的局面。在经济下行压力及宽松预期下，货币政策建议关注央行到期续作情况，财政政策重点关注国开行在积极财政逆周期调节的作用及专项债资金属性未来的变化情况；建议投资者关注利率债交易机会。

从本周的表现看，市场情绪方面周三开始底部反弹，进攻属性的TMT、中小市值、高贝塔、高波动率、高流动性因子表现更好，防御属性的大市值、高质量表现相对落后，主题方面也比较活跃。

从换手率模型看，本周缩量下跌，卖盘力量衰竭，上证综指自由流通市值口径周换手率在10%以下，回到2月中旬水平，周二、周三、周四日换手率均在2%以下，显示市场短期处于底部，有技术性反弹必要。从技术分析上看，当前市场走势应该包含了大部分贸易谈判的利空因素，对比美股标普500本周五个交易日均有下引线，下跌态势衰竭，且周五收红，A股周五低点为2838.38，触及2月25日的缺口2838.39后开始迅速反弹，2838缺口点位有重要支撑。

随着市场情绪底部反弹，下周市场有可能继续反弹，触及5月6日2987至3052的向下跳空缺口，随后短期再继续上涨的可能性不大，主要在于贸易谈判和由贸易谈判带来的政策不确定性。

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_12599

