

# 人民币汇率逆周期调节增强

## 报告摘要

● 本周六大发电集团日均煤耗量同比增幅继续扩大，工业生产的修复迹象延续。8月中国制造业PMI为49.5，较上月小幅回落0.2个百分点。制造业PMI生产指数的表现（小幅回落）与发电煤耗的暗示（环比上扬）并不一致，结合其它高频数据及草根调研的指向，我们倾向于8月工业生产呈现边际改善。7月中国规模以上工业企业利润同比增长2.6%，前值为-3.1%。根据统计局解读，工业企业利润增速上升主要受到石化（资产处置收益及原油价格回落）、电气机械（销售回暖及同期基数较低）、汽车（同期基数较低）拉动，大类上，消费品、装备制造业、私营企业利润增长表现较好，一定程度上符合经济高质量发展的要求。但统计局也表示“工业企业利润的波动性和不确定性依然存在”，基数等因素可能发挥了较大作用。中国社科院发布《2019年二季度中国杠杆率报告》，在一季度宏观杠杆率大幅攀升5.1个百分点后，二季度仅上升0.7个百分点。

● 本周全国30大中城市商品房成交继续小幅回升，受到刚需支撑，大中城市房地产销售稳健；上周100个大中城市土地供应面积及土地成交面积均下挫，且8月以来土地成交面积下挫幅度更大，体现监管收紧后开发商拿地意愿下降，土地溢价率也明显走低，这对地方政府土地财政资金来源构成压力。本周58同城安居客数据显示，8月全国找房热度呈现回升态势。据报道，部分银行被窗口指导压降开发贷，银行人士证实房地产开发贷额度收紧，不能超过3月底的规模，另有银行称其表内额度已非常有限，正在做表内转表外。据经参，企业在土地市场的收储布局开始转向保守，8月份以来，受监测的一二线城市土地出让收入仅为1543亿元，平均土地溢价率为6%，均为年内最低。

● 本周国内猪肉均价已蹿升至36.05元/公斤，而7月生猪存栏量继续快速下挫，生猪供应缺口显著，随着中秋猪肉消费旺季临近，猪肉价格还将进一步蹿升。

● 本周央行公开市场操作延续保守态度，货币市场利率继续在政策利率（逆回购利率）之上窄幅波动，同业存单发行利率保持在较高水平。在短端利率约束下，债券市场继续小幅走弱。周四，一则同业传闻引发债市场异动，称银保监会提出将“政金债”纳入同业资产考核口径，市场反映为利空政金债而利好国债。周五，有监管人士表示，监管意在压降部分城商行同业规模，政策性金融债监管口径近期并无变化，市场对此理解有误。

● 本周美元指数在避险情绪推动下一路走强，周五受中美恢复谈判消息催化，美元盘中一度突破99关口。人民币对美元汇率前半周继续走弱，体现中美冲突加剧的影响；而周三之后，我们的估算显示央行加大了逆周期调节的力度，人民币中间价止跌，受此带动CFETS人民币指数也小幅回升。9月1日中美新一轮互加关税生效，中美将进行新一轮经贸谈判，谈判前景仍然是牵动人民币汇率的核心因素，预计人民币汇率仍有一定贬值空间。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

## 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 目录

一、实体经济：政策频出聚焦高质量发展 .....	3
1、二季度宏观杠杆率略升 .....	3
2、钢材库存降幅扩大 .....	4
3、房地产销售稳健、拿地意愿下降 .....	4
4、猪肉价格继续飙涨 .....	5
二、金融市场：货币政策延续保守态度 .....	6
1、货币市场：利率仍处相对高位 .....	6
2、债券市场：遇政金债乌龙 .....	6
3、人民币汇率：逆周期调节力度增强 .....	7

## 图表目录

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比继续回升 .....	4
图表 2：本周工业品价格窄幅波动 .....	4
图表 3：本周黑色系价格下跌 .....	4
图表 4：本周钢材库存降幅有所扩大 .....	4
图表 5：本周 30 大中城市房地产继续小幅回升 .....	5
图表 6：上周 100 城土地成交面积进一步下挫 .....	5
图表 7：本周农产品批发价格指数上升放缓 .....	5
图表 8：本周猪肉价格再创历史新高 .....	5
图表 9：本周货币市场利率继续处于较高水平 .....	6
图表 10：本周同业存单发行利率也处于较高水平 .....	6
图表 11：本周国债到期收益率变化幅度均微小 .....	7
图表 12：后半周国债与国开债走出分化 .....	7
图表 13：周三之后央行加大了逆周期调节力度 .....	7
图表 14：后半周 CFETS 人民币指数小幅回升 .....	7

## 一、实体经济：政策频出聚焦高质量发展

### 1、二季度宏观杠杆率略升

本周六大发电集团日均煤耗量进一步上扬，同比增幅继续扩大，工业生产的修复迹象延续（图表1）；南华工业品指数先跌后涨，全周窄幅波动，工业品价格仍相对坚挺（图表2）。

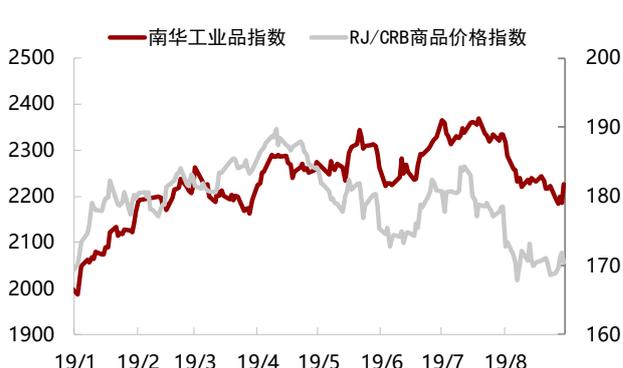
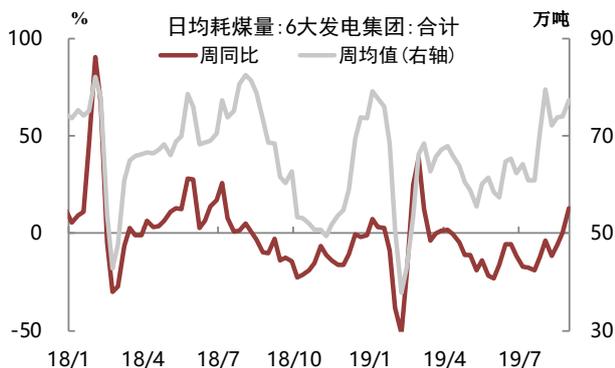
本周发布了8月PMI和7月工业企业利润两组数据。8月中国制造业PMI为49.5，较上月小幅回落0.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.8，比上月微升0.1个百分点，主要体现为建筑业景气上升，而服务业进一步回落。制造业PMI生产指数的表现（小幅回落）与发电煤耗的暗示（环比上扬）并不一致，结合其它高频数据及草根调研的指向，我们倾向于8月工业生产呈现边际改善。7月中国规模以上工业企业利润同比增长2.6%，前值为-3.1%，根据统计局解读，工业企业利润增速上升主要受到石化（资产处置收益以及原油价格回落）、电气机械（销售回暖以及同期基数较低）、汽车（同期基数较低）拉动，大类上，消费品、装备制造业、私营企业利润增长表现较好，一定程度上符合经济高质量发展的要求。但统计局也表示“工业企业利润的波动性和不确定性依然存在”，基数等因素可能发挥了较大作用。

本周改革与维稳的政策动向频出：1) 中共中央政治局召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议。会议可能释放出改革开放的重大信号，需重点关注。2) 国家主席习近平主持召开中央财经委员会第五次会议，研究推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局问题、提升产业基础能力和产业链水平问题。3) 国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出释放汽车消费潜力，鼓励金融机构对居民购买绿色智能产品提供信贷支持等。4) 国务院印发《中国（山东）、（江苏）、（广西）、（河北）、（云南）、（黑龙江）自由贸易试验区总体方案》，提出了各有侧重的差异化改革试点任务。5) 第五届全国非公有制经济人士优秀中国特色社会主义事业建设者表彰大会在京召开，决定授予雷军等100名人士。6) 2019年世界人工智能大会于8月29日至31日在上海召开。科技部发布国家新一代人工智能开放创新平台，共10大创新企业代表入选。上海（浦东新区）人工智能知识产权国际交易中心成立。7) 发改委组织召开完善促进消费体制机制部际联席会议第一次会议，审议通过《近期促进消费重点工作任务安排》。8) 据中证报，全面推开国资划转社保基金操作性文件即将出台。按照当前的国有资产总量，可划转规模或有望接近十万亿。9) 第二届中国国际进口博览会将于11月5日至10日在上海国际会议中心举办。对于稳定进口具有标志意义。

此外，中国社科院发布《2019年二季度中国杠杆率报告》，在一季度宏观杠杆率大幅攀升5.1个百分点后，二季度仅上升0.7个百分点。这得益于二季度名义GDP上升与货币政策收敛的合力，二季度实现了“稳杠杆”的效果。

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比继续回升

图表 2：本周工业品价格窄幅波动



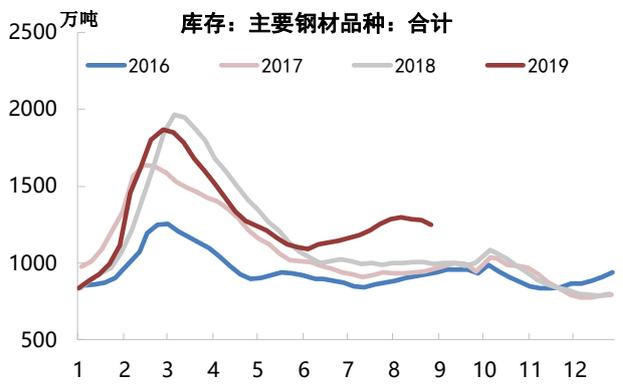
来源：Wind，莫尼塔研究

## 2、钢材库存降幅扩大

原油价格继续窄幅波动。全周WTI油价涨1.72%至55.1美元/桶，布伦特油价涨1.84%至60.43美元/桶。黑色系商品价格全线下跌。南华焦炭指数跌3%，螺纹钢指数跌1.87%，铁矿指数跌0.9%（图表3）。本周钢材库存降幅有所扩大，钢材价格存在支撑（图表4）。

图表 3：本周黑色系价格下跌

图表 4：本周钢材库存降幅有所扩大



来源：Wind，莫尼塔研究

## 3、房地产销售稳健、拿地意愿下降

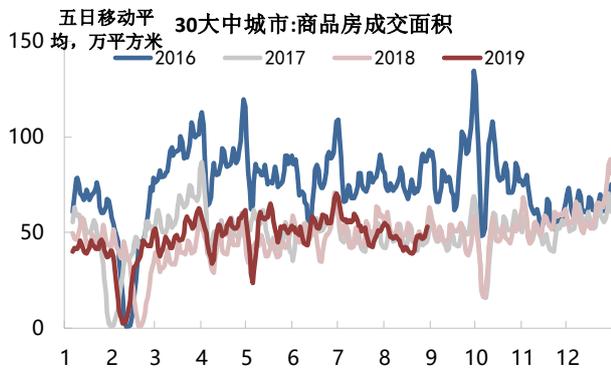
本周全国30大中城市商品房成交继续小幅回升，受到刚需支撑，大中城市房地产销售稳健（图表5）；上周100个大中城市土地供应面积及土地成交面积均下挫，8月以来一个明显变化是土地成交面积下挫幅度更大，体现监管收紧后开发商拿地意愿下降，土地溢价率也随之明显走低，这对地方政府土地财政资金来源构成压力（图表6）。

本周58同城安居客数据显示，8月全国找房热度呈现回升态势。三四线城市找房活跃度环比增幅高于一二线城市；受上海自由贸易试验区临港新区政策影响，上海找房热度显著提升。据21世纪经济报道，部分银行被窗口指导压降开发贷，目前主要治理对象是“乱拿地”、“地王价”、开发商高负债融资、投资性购房和透支性购房等现象；据中证报，银行人士证实房地产开发贷额度收紧，不能超过3月底的规模，另有银行称其表内额度已非常有限，正在做表内转表外。据经参，随着房地

产行业融资环境整体趋紧，企业在土地市场的收储布局也开始转向保守。数据显示，8月份以来，受监测的一二线城市土地出让收入仅为1543亿元，平均土地溢价率为6%，均为年内最低。

图表 5：本周 30 大中城市房地产继续小幅回升

图表 6：上周 100 城土地成交面积进一步下挫



来源：Wind，莫尼塔研究

#### 4、猪肉价格继续飙涨

本周农产品批发价格指数上升放缓（图表7）。分项来看，蔬菜价格环比转为下跌，水果价格继续回落，鸡蛋价格继续小幅上涨，猪肉价格涨幅依然较大。本周国内猪肉平均价已蹿升至36.05元/公斤，而7月生猪存栏量继续快速下挫（图表8），生猪供应缺口显著，随着中秋猪肉消费旺季临近，猪肉价格还将进一步蹿升。本周商务部表示，将密切跟踪市场动态，适时投放储备猪肉；发改委表示，为减轻物价上涨对困难群众生活影响，各地及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制，目前已累计发放金额大约24亿元。

图表 7：本周农产品批发价格指数上升放缓

图表 8：本周猪肉价格再创历史新高



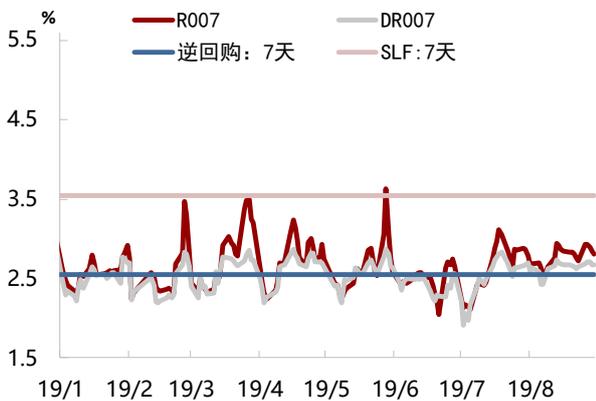
来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、金融市场：货币政策延续保守态度

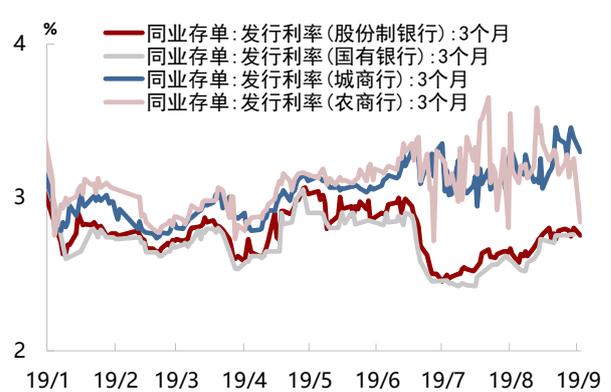
### 1、货币市场：利率仍处相对高位

本周央行公开市场操作延续保守态度。本周共有2700亿逆回购到期，央行仅开展1400亿逆回购操作；周一央行也仅蓄作1500亿MLF对冲上周末到期的1490亿MLF，且维持操作利率不变，导致降息预期落空。在此情况下，货币市场利率继续在政策利率（逆回购利率）之上窄幅波动（图表9），同业存单发行利率保持在较高水平（图表10）。据证券时报，央行制定LPR应用情况考核要求：一是设定三个考核时点和“358”目标，即截至今年9月末，全国性银行业金融机构新发放贷款中，应用LPR做为定价基准的比例不少于30%；截至12月末，上述占比要不少于50%；截至明年3月末，上述占比不少于80%。二是将贷款利率竞争行为纳入MPA，所有银行业金融机构不得通过协同设定贷款利率隐性下限，否则在MPA考核中实行“一票否决”。

图表 9：本周货币市场利率继续出于较高水平



图表 10：本周同业存单发行利率也处于较高水平



来源：Wind，莫尼塔研究

### 2、债券市场：遇政金债乌龙

本周债券市场继续小幅走弱。各期限国债收益率变化幅度均微小，前期涨幅较大的30年国债收益率回升幅度相对较大（图表11）。周四，一则同业传闻引发债市场异动，称银保监会提出将“政金债”纳入同业资产考核口径，市场反映为利空政金债而利好国债。当天午后10年国债期货主力合约

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\\_9929](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9929)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn