



美国经济景气超预期，国内融资环境仍不乐观

摘要

传闻央行重启正回购，短期新增信贷恐仍不乐观。近日有媒体报道央行曾于8月份向大型银行开展定向正回购操作，总规模约为3000亿，之后央行回应称该消息不实。从利率层面来看，8月份短期银行间利率确实出现过大幅较大幅度的波动，表现为大幅下落之后又反弹。不过，目前银行也确实存在流动性较多而没有进入实体经济的情况，央行通过正回购的方式促使银行放贷也可以理解，但对中小银行恐作用不大。近日银行业绩发布会上有国有大行透露将调整今年信贷额度，但中小银行则普遍额度紧张，新增信贷规模投放有限。自7月份国常会克强总理要求加快地方债发行之后，近期地方政府债发行有加速态势，估计对信贷有一定的挤出效应，短期信贷投放恐仍不乐观。

受大宗商品牛市影响，美国经济复苏程度超预期。8月份美国制造业PMI达到了61.3，创下了2003年以来的新高，需要指出的是美国经济的这种超预期复苏与大宗商品牛市尤其是油价的上涨密切相关。从美国工业生产指数和耐用品出货量情况来看，采矿业、天然气运输业以及初级金属等大宗商品相关的工业指数和出货量增长最为明显，这也印证了美国的经济复苏是由大宗商品牛市所拉动的。而且值得注意的是，美国经济景气度已经和欧洲、中国出现分化，2018年以来欧洲经济景气度已经出现下滑态势，中国PMI下滑并不明显，不过产成品库存上升和新订单指数下滑的情况也不太乐观。从经济基本面来看，短期美元的走强有一定支撑，由于美国的原油产量在持续攀升，目前已超过沙特，出口量也在不断增长，美元和原油之间的关系正在发生变化，美元和原油的同涨同跌或将成为新的规律。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

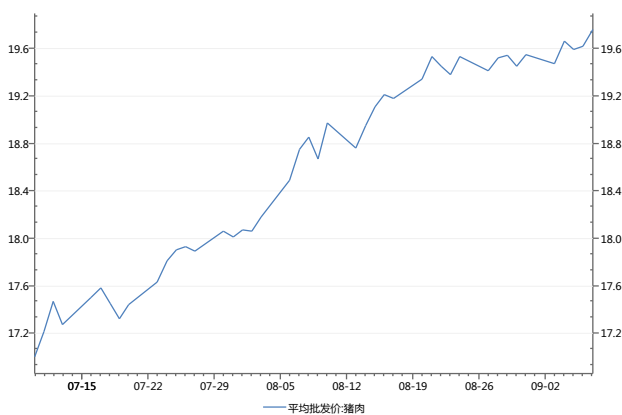
美国经济景气超预期，国内融资环境仍不乐观

一、一周重要宏观资讯及解读

国内情况

非洲猪瘟继续蔓延，猪肉零售价继续上涨，生猪价格止跌回升。近日，安徽芜湖、宣城，黑龙江佳木斯又相继发生了几起非洲猪瘟疫情，短期来看，疫情仍有进一步蔓延之势。猪肉价格方面，零售价在持续上涨，而部分地区生猪价格在前期回落之后已出现较大幅度反弹，猪价上涨将会对通胀产生持续影响。

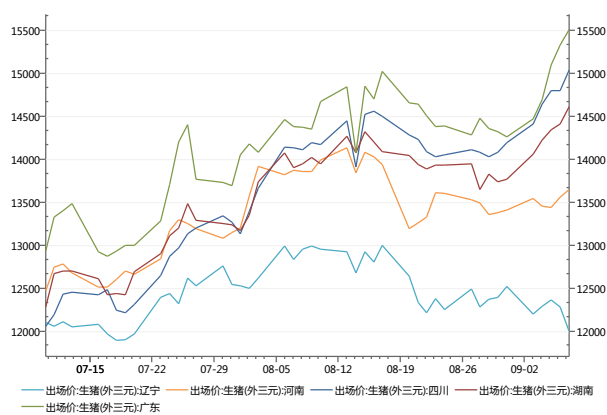
图 1、猪肉批发价走势



数据来源: Wind

资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 2、各地生猪出场价走势



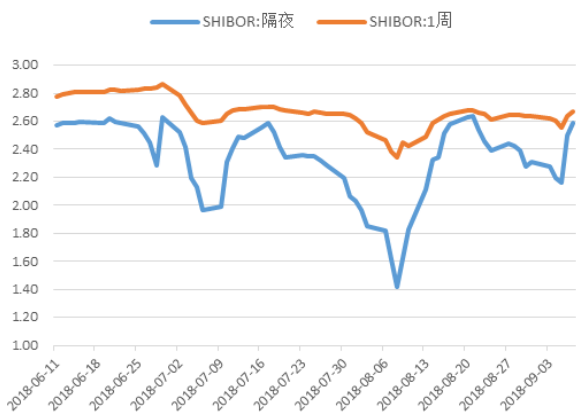
数据来源: Wind

资料来源: WIND 资讯 南华研究

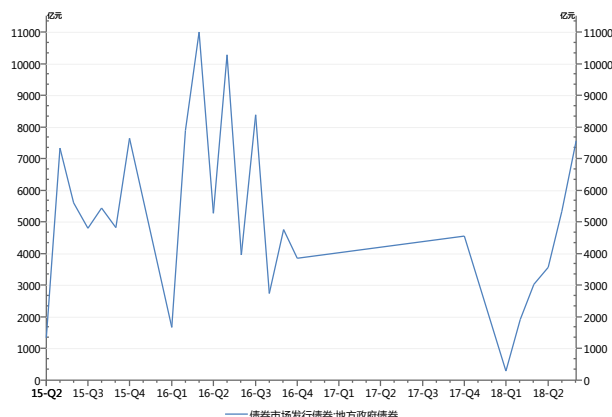
传闻央行重启正回购，短期新增信贷恐仍不乐观。近日有媒体报道央行曾于 8 月份向大型银行开展定向正回购操作，总规模约为 3000 亿，之后央行回应称该消息不实。从利率层面来看，8 月份短期银行间利率确实出现较大幅度的波动，表现为大幅下落之后又反弹，利率走势上无非排除央行开展正回购的“嫌疑”。不过，目前银行也确实存在流动性较多而没有进入实体经济的情况，我们之前的报告也曾指出当前银行将更多的资金配置于国债市场，而没有用于放贷，央行通过正回购的方式促使银行放贷也可以理解，但对中小银行恐作用不大。近日银行业绩发布会上有国有大行透露将调整今年信贷额度，如工行将今年新增信贷计划投放从年初 9000 亿元上调至 1 万亿，但中小银行则普遍额度紧张，新增信贷规模投放有限。自 7 月份国常会克强总理要求加快地方债发行之后，近期地方政府债发行有加速态势，不少银行也表示将加大对地方债的配置，在这种情况下，估计也对信贷有一定的挤出效应，短期信贷投放恐仍不乐观。

图 3、银行间拆借利率走势

图 4、地方债发行情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

基建稳增长方向明确，补短板而非大扩张。近期国家发改委和民航局发布《关于促进通用机场有序发展的意见》，意见指出，要分类分级规划布局通用机场，切忌简单套用运输机场建设标准和运营模式，避免过度超前，防止盲目发展、重复建设。鼓励地方政府采取特许经营、政府购买服务等方式，加大政策和资金扶持力度，防范地方政府债务风险。这是继6月国务院出台文件，要求各地地铁建设要量力而行、有序推进、严控地方政府债务风险之后，又一个基础设施领域被要求降温。

8月份以来基建领域信息频出，西部省份正加快重大项目投资进程、增补重大项目申报，谋划储备一批新项目等，8月21日召开的国务院西部地区开发领导小组会议提出，突出重点补短板，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设。四川提出，紧盯700个省重点项目特别是100个省级重点推进项目；新疆开展了重大项目储备摸底调查工作，并对2018年新开工项目、2019年新开工项目和2020年及以后年新开工的项目进行分类，提交国家重大项目库；广西组织开展了2018年第二批增补自治区层面统筹推进重大项目申报工作。

不过，基建稳增长仍受到地方财政和去杠杆的限制。据报道一些省份正谋求争取将已纳入“十三五”规划的铁路建设项目纳入铁路总公司“十三五”规划，其背后缘由不言而喻。地方财政，尤其是西部财政的捉襟见肘使得重大基建项目需要依赖于中央财政和央企的支持，但在去杠杆的大政方针下，也面临资金和杠杆的制约。8月初发改委、央行、财政部、银监会和国资委才联合发布了《2018年降低企业杠杆率工作要点》通知，要求充分发挥国有企业资产负债约束机制作用，去年以来央企去杠杆也取得明显效果，2016年中国铁路总公司债务增长超过6200亿，但2017年只增长了2725亿。在这种情况下，鼓励民间资本采取多种方式参与PPP项目的政策又开始出现。

加强社保费征管将是长期趋势。近日关于社保费和非税收入征管职责将划转到税务部门一事引发市场对于企业负担将大大加重的讨论，而A股走弱也与此有关。据中国社科院财经战略研究院汪德华研究员测算，这一政策至少将增加企业30%成本。不过，也有地方税务人士表示，实际上从明年开始，像社保缴费登记、变更信息、人数等仍由人社部门负责，税务部门只负责社保费的申报和征收，对

社保费的稽查暂未确定，目前税务和社保之间信息并未打通，社会上担心明年开始征管大幅加强并没有道理，不太可能一下子出现企业负担飙升的情况。不过，在财税体制改革的大背景下，加强社保征管和其他方面的整顿也是一个长期趋势。

海外情况

新兴市场货币跌势未止，人民币波澜不惊。继土耳其、阿根廷等国之后，近期印度尼西亚、印度、墨西哥等多国货币汇率连续出现大跌行情，上周以来，俄罗斯卢布、新加坡元、土耳其里拉、南非兰特、印度卢比等新兴市场货币均创一年新低，港币也遭受做空力量冲击，甚至一度出现脱钩传闻，不过人民币自8月中旬触及一年新低之后，一直保持稳定的窄幅震荡走势，未出现大幅下跌。近期新兴市场货币的下跌主要是由于今年以来原油和美元同涨，且美国处于加息周期，使得这些国家出现外汇大量流出和本币抛售情况。印尼政府为了遏制印尼盾的大幅贬值，将把1100余种消费品的进口税率提高至多四倍。预计新兴市场货币贬值压力较大的情况只有等到原油或者美元步入下跌通道之后才能有较大程度缓解。

受大宗商品牛市影响，美国经济复苏程度超预期。8月份美国制造业PMI达到了61.3，创下了2003年以来的新高，需要指出的是美国经济的这种超预期复苏与大宗商品牛市尤其是油价的上涨密切相关。近年来，美国页岩油气技术有了较大突破，而且自2014年就放开了出口政策，但由于彼时油价较低，油气行业投资低迷，而到了近两年油价大幅大涨时，相关行业的投资就开始增加，而且在美国石油产量持续不断创新高的情况下，油气运输出现了较大瓶颈，因此也带动了管道运输等行业。从美国工业生产指数和耐用品出货量情况来看，采矿业、天然气运输业以及初级金属等大宗商品相关的工业指数和出货量增长最为明显，这也印证了美国的经济复苏是由大宗商品牛市所拉动的。而且值得注意的是，美国经济景气度已经和欧洲、中国出现分化，2018年以来欧洲经济景气度已经出现下滑态势，中国PMI下滑并不明显，不过产成品库存上升和新订单指数下滑的情况也不太乐观。从经济基本面来看，短期美元的走强有一定支撑，由于美国的原油产量在持续攀升，目前已超过沙特，出口量也在不断增长，美元和原油之间的关系正在发生变化，美元和原油的同涨同跌或将成为新的规律。

图 5、发达国家经济景气度走势

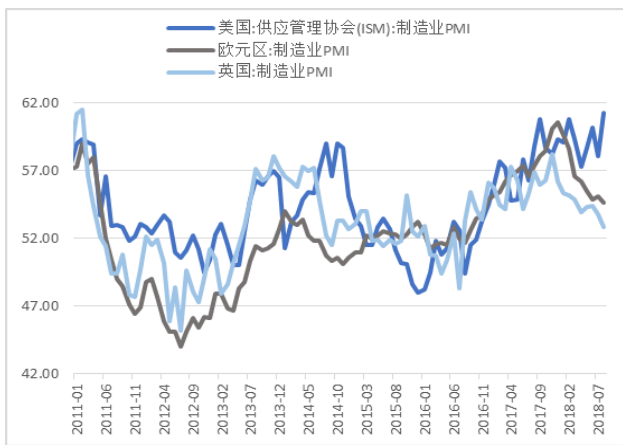


图 6、美国部分行业工业生产指数情况

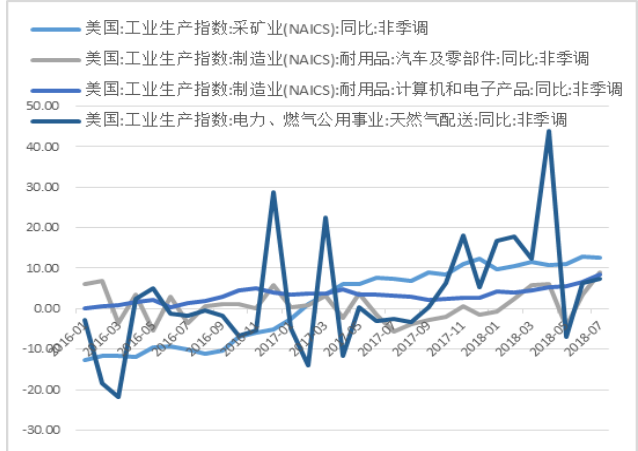
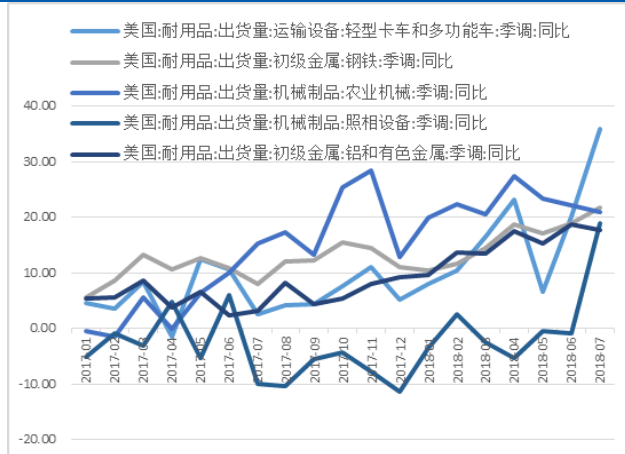
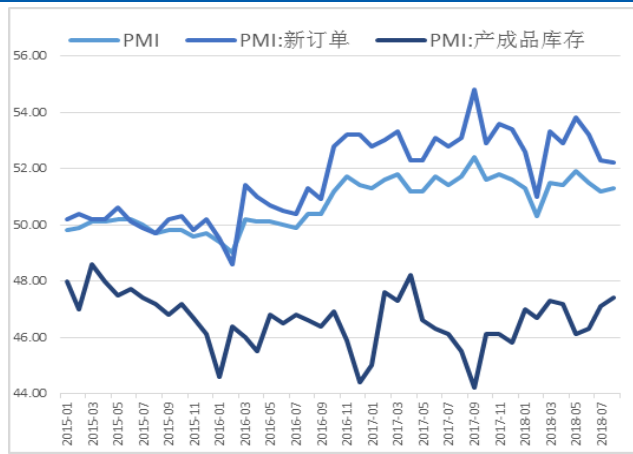


图 7、美国部分耐用品出货量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、中国 PMI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、大类资产一周走势及点评

近期无论是非洲猪瘟、房租大涨所导致的通胀预期上升，还是加强社保费征管以及美国拟对中国 2000 亿美元输美商品加征关税等信息，都对股市产生了明显的压制作用，而前期的基建稳增长概念已经熄火，使得 A 股上周的走势也没有什么亮点，上证综指几度击穿 2700 点，短期来看，A 股仍然没有反弹动力。

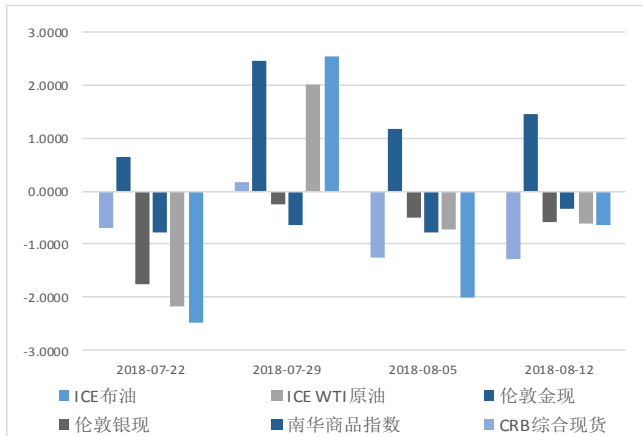
商品方面，受美元强势和贸易战影响，有色品种持续下跌，整体来看，有色的反弹机会还未到来；化工部分品种如郑醇、沥青、PTA 等，受原油走强和基本面向好的影响仍保持强势；黑色品种前期受环保刺激上涨过快，近期出现了一定幅度的调整，但是供需紧平衡的基本面情况对价格也起到了很强的支撑作用。

债市方面，自 8 月中下旬以来，国债收益率以及国债期货一直维持窄幅震荡走势，宏观政策的两难状态以及未来方向的不明朗，使得市场缺乏趋势性机会，考虑到地方债加大发行以及挤出作用，预期未来利率还有一定的上升可能。

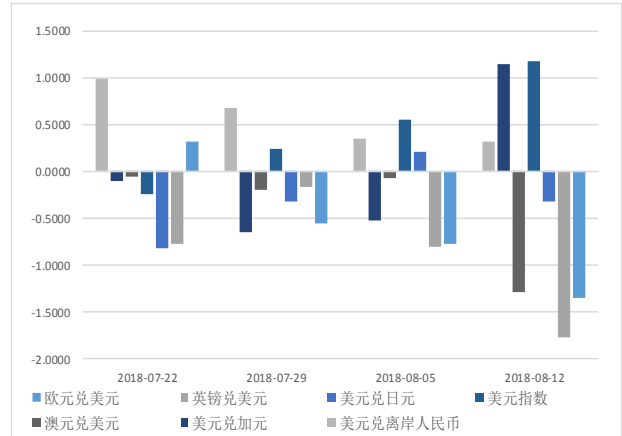
【本周全球大类资产表现】

2018年9月10日

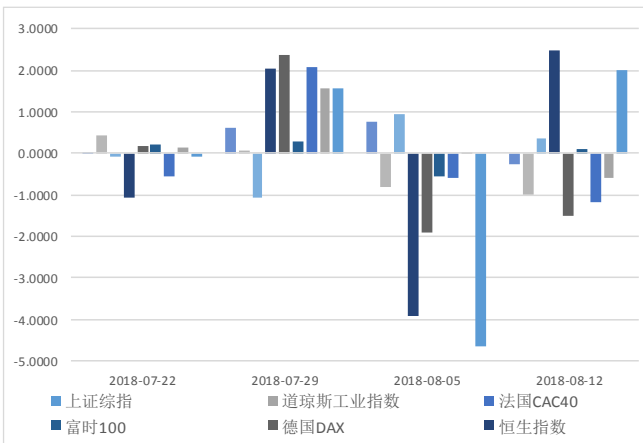
主要大宗商品涨跌幅



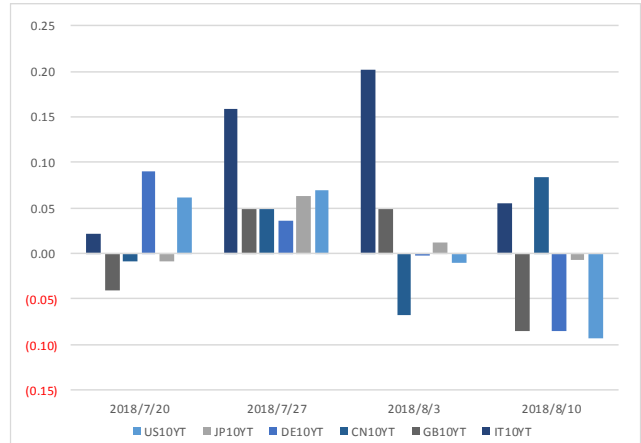
全球主要货币对涨跌幅



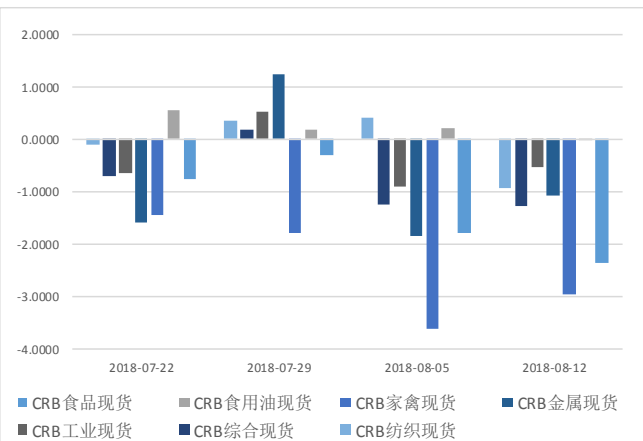
全球股指涨跌幅



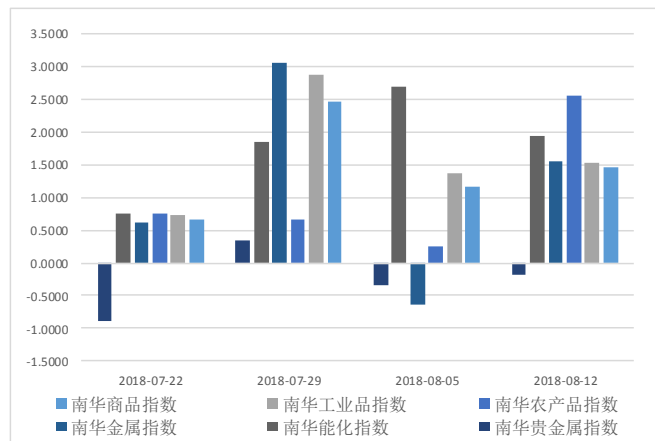
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net