

2018年01月08日 星期一

宏观周报

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



本周要闻

- 去年中国外汇储备连升11月。
点评：举外债，增外储。
- 人民币继续升值。
点评：还能继续。
- 碧桂园，万科，恒大销售额齐破五千亿。
点评：举债，促销。
- 石化双雄再创新高。
点评：交易再通胀。

人民币最后的荣光

人民币近期出现大幅度的利率与汇率双升的现象。从经济学角度简直不可思议，而从投机或套利的角度来看，则顺理成章。

先说结论，人民币还能继续升值，但必然迎来一次性的汇率贬值——如同当年的 811 汇改，甚至犹有过之。

去年严厉的资本管制，反映在经济数据上的结果是外汇储备连增 11 月，增加 1000 亿美元。再结合当前人民币升值，似乎给人们一种朦胧的新周期幻影，上证指数开年红，创下 18 个月以来最大周度涨幅。

揭开这层面纱后，还会是这样吗？

货物顺差 4500 亿美元，服务逆差 2000 亿美元，资本顺差 160 亿美元外债增加 2500 亿美元。粗略一算越加触目惊心， $4500-2000+160+2500$ 本应等于 5160 的外储增加，而如今仅仅 1000 亿美元的新增外储甚至低于 2500 亿的新增外债。

何况，外汇储备又不是净资产，只是账面上的负债凭证。

不谈论各显神通的资金外流，且说新增债务与人民币近期升值的关系。

来自彭博的数据，2017 最后四个月中国企业发行的美元债券就超过了 2016 年全年，2017 年的 10 月份攀升至 200 亿美元，12 月达到了 400 亿美元的量级——这也是人民币升值最凶猛的时候。

这也难怪，美国的长端利率这一年基本稳定，第三次债灾后的中国利率高企。借美元债的相对成本达到数年来最低。大批银行与房企融入美元——银行并非没有困境，以国开债衡量，金融机构的融资成本超过了他们的收益——贷款基准利率。房企的融资也是时年不利，观望的市场更是紧缩了账面流动资金。美元的骤然回流推动人民币升值，而人民币的升值又减轻了美元债发行者的负担，更多的企业又将踏上或已经踏上借美元的道途。人民币因此完成继续

升值的循环。

对套息套汇者而言，借入低息货币买入高息人民币，同时可以享受利差与汇差的远高于理财产品的双重收益，何况通过券商可以轻易以杠杆保证金方式获得大量低息电子外币。企业与投资者双赢的背后，其实是本币汇率风险的不断累积。或者说，高利率与高汇率下，政府成为被套利的一方。资产价格高位下的被套利的结果只会是猛烈的通货膨胀。80年代末持续数年高达20%的通胀后，最终引发了大家讳莫如深的事。换言之，政治压力下，高利率与高汇率一定要坍塌一边。极度贫富分化下利率是无法下行的，那么汇率的一次性重置则是必然事件。

就用凯恩斯的一句话结尾吧，“以大众心理所建立的估值可以因为市场共识突然转向而出现翻天覆地的改变，毕竟所谓的估值并不是建立在对预期有坚定信念的基础上。”

附图1 远期人民币与中美利差。



附图2 美元债券发行额剧增

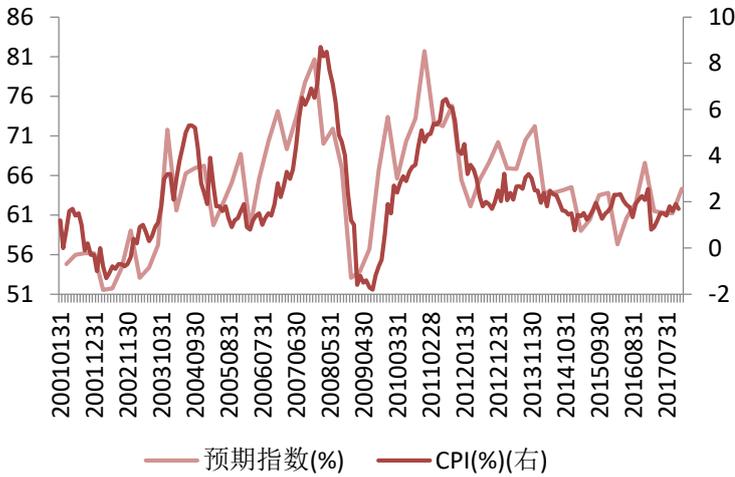
中国美元债券 > 发行日期 按 公司所在国 (合计: 发行金额 以百万计)

货币 USD (截至发行日)

发行日期	总计	HK	CN	AU	VG	SG	LU	KR AI
31) Total	760,719	189,148	301,403	13,958	150,257	18,373	11,537	6,926.7
32) 2017 December	40,964	12,648	16,868	1,025	3,154	2,299	282	986.5
34) 2017 November	39,893	16,066	11,590	1,056	3,520	1,156	2,001	1,129.1
35) 2017 October	22,831	4,659	8,317	777	1,680	1,607	2,246	662.1
36) 2017 September	31,284	5,464	17,178	1,731	1,800	1,875	636	590.7
37) 2017 August	16,742	6,686	5,040	995	2,200	796	82	110.3
38) 2017 July	24,495	10,795	7,030	963	2,150	592	369	348.1
39) 2017 June	25,874	4,269	15,948	174	937	1,032	165	437.1
40) 2017 May	31,497	10,588	5,070	212	11,800	1,985	205	337.8
41) 2017 April	24,859	7,105	11,825	165	1,300	2,141	55	553.6
42) 2017 March	28,664	6,399	12,275	35	5,850	971	125	583.3
43) 2017 February	14,321	9,128	2,950	453	--	225	100	1,010.1
44) 2017 January	12,524	4,993	5,435	214	1,200	92	50	170.1
45) 2016 December	11,743	1,320	5,249	--	4,024	--	--	--.4
46) 2016 November	14,473	3,965	5,408	--	3,220	--	--	--.8
47) 2016 October	8,635	970	2,400	60	2,700	300	290	--.7
48) 2016 September	23,564	4,709	16,275	--	1,600	--	300	--.2
49) 2016 August	7,403	2,248	975	--	1,580	500	100	--.1
50) 2016 July	9,487	1,297	3,390	--	1,300	--	3,050	--.1
51) 2016 June	16,180	4,090	4,700	--	2,990	--	--	--.4
52) 2016 May	18,074	647	10,600	--	3,700	800	100	--.3

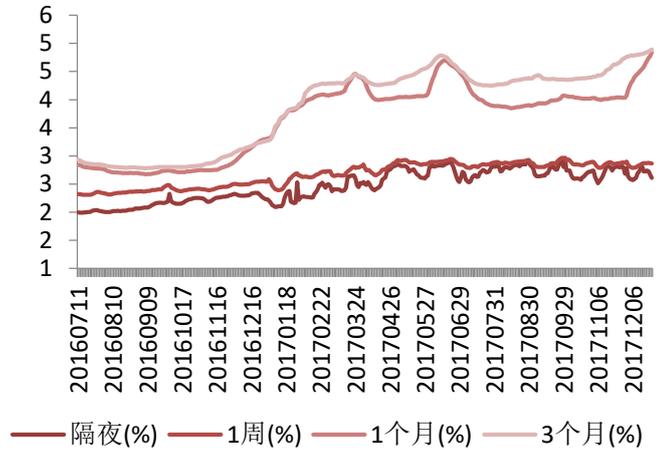
相关图表

图表1 市场交易中国再通胀

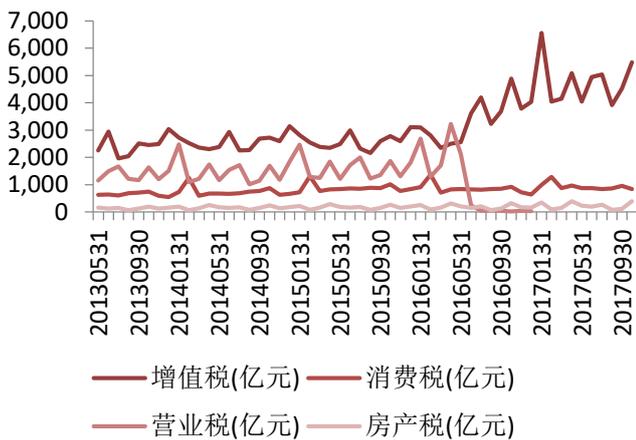


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表2 资金面趋紧

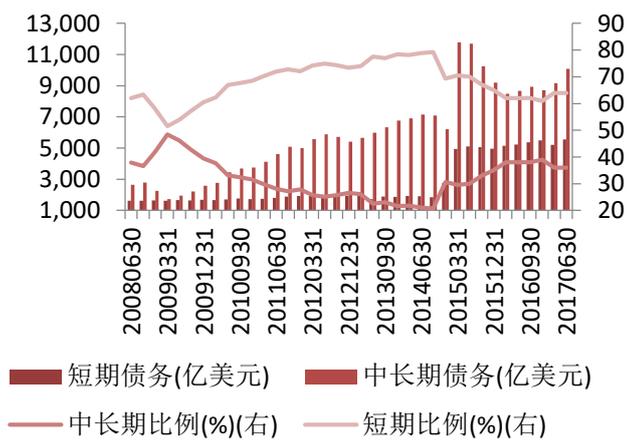


图表3 国内税收不减反增

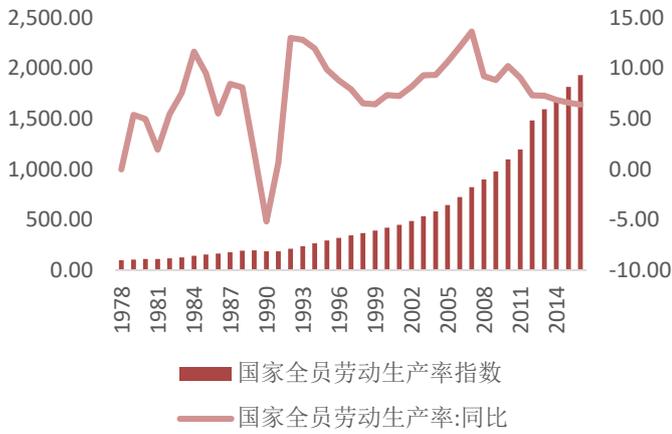


资料来源: Wind、铜冠金源期货

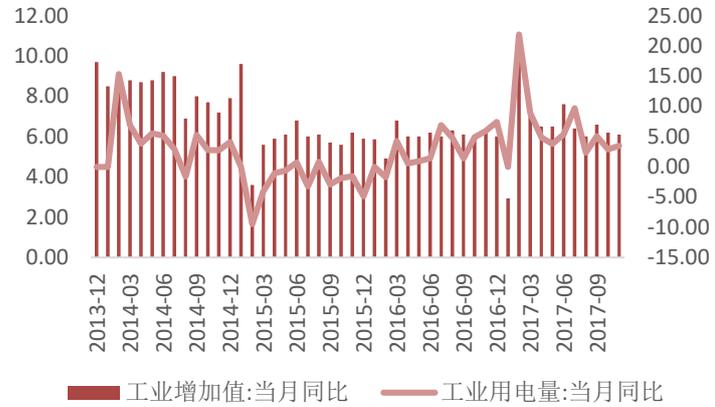
图表4 债务水平居高不下



图表5 劳动生产率遇到瓶颈

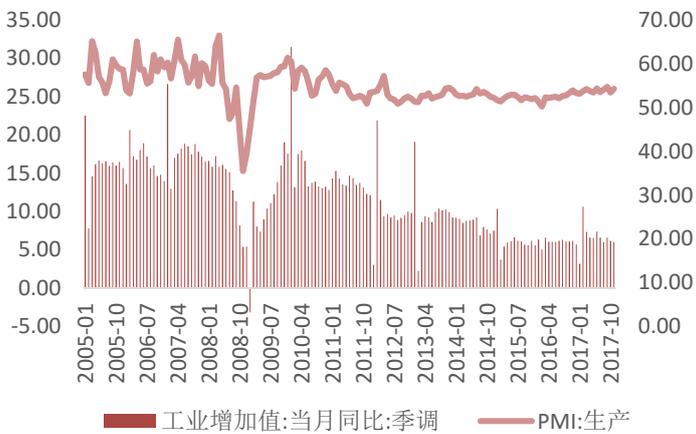


图表6 工业增速回落



资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表7 PMI 无法反映工业增加值

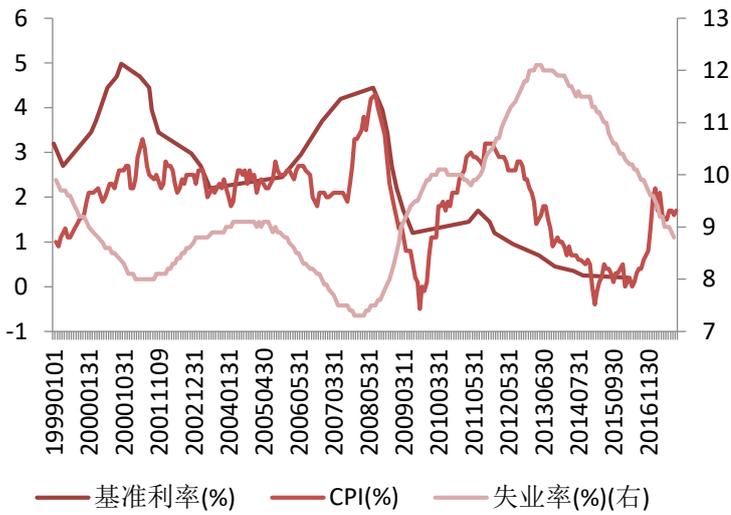


图表8 新涨价因素占CPI重要部分

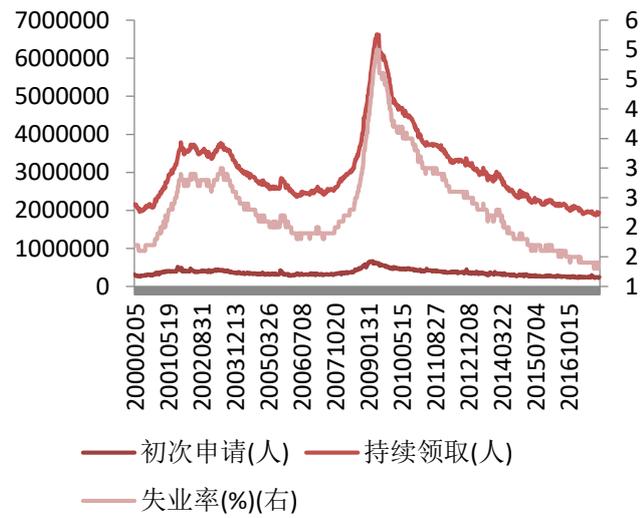


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 9 欧元区经济持续回暖



图表 10 美国失业率显著下降



资料来源: Wind、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
2603、2904 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区福华一路卓越大厦
1706A
电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号
百年汇 D 座 705 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

铜陵市义安大道 1287 号财富广场
A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。