

Q: 8 月份 PMI 指数超出市场预期, 逆转前两月下滑趋势, CPI 和 PPI 稳中略涨, 对此您如何解读。

A: 8 月全国制造业 PMI 为 51.3%, 较 7 月微幅回升 0.1 个百分点, 指向制造业景气略回暖, 主要贡献来自生产边际改善、供应商配送时间缩短, 但 8 月 PMI 仍低于上半年均值, 也低于去年同期, 表明改善幅度较为有限。

主要分项指标中, 需求继续下滑, 生产、价格反弹, 库存继续恶化。7 月社融增速继续回落, 8 月 PMI 新订单继续下滑, 意味着从需求看, 后续经济依然承压。8 月生产指数有所反弹至 53.3%, 虽有季节性回升, 但仍低于去年同期。8 月原材料购进价格指数反弹至 58.7%, 创下年内新高。

国家统计局公布 8 月份的通胀数据显示, CPI 同比回升至 2.3%, 略超市场预期。8 月 CPI 环比上涨 0.7%, 食品价格环比上涨 2.4%, 同比涨幅扩大至 1.7% 主要是因为强降雨推升鲜菜价格环比大涨 9%, 天气和疫情推升猪价、鸡蛋价格上涨 13.7%; 非食品方面同比涨幅扩大至 2.5%。8 月 PPI 环比上涨 0.4%, 考虑到高基数, 同比继续回落至 4.1%, 从行业来看, 黑金冶炼加工、燃料加工行业价格环比涨幅扩大。

今年以来货币低增、信用偏紧、融资增速下行, 宏观环境并不支持未来整体通胀大幅走高, 鲜菜短期涨价, 租金上行很大程度上是供给端的冲击, 而需求端依然偏弱, 不支持通胀进一步上行, 总体通胀压力可控, 不影响货币政策的方向。

Q: 近期, 央行重启“逆周期因子”, 如何评价重启“逆周期因子”带来的影响? 如何判断人民币汇率未来一段时间的走势?

A: 确实, 由于近两个季度美国经济保持强劲, 美元强势升值, 新兴市场国家货币承压, 中国作为新兴市场国家, 其货币也存在较大的贬值压力, 人民币对美元中间价从年初到现在已经贬值超过 4%。

央行引入“逆周期因子”有效缓解了市场的顺周期行为, 稳定了市场预期。2018 年 1 月, 随着我国跨境资本流动和外汇供求趋于平衡, 人民币对美元汇率中间价报价行基于自身对经济基本面和市场情况的判断, 陆续将“逆周期因子”调整至中性。

本次重启“逆周期因子”的影响主要体现在以下两个方面: 首先, 重启逆周期因子针对的是外汇市场中存在的顺周期的行为。其次, 重启逆周期因子有望缓解一部分贬值压力, 可以稳定市场情绪, 降低波动率, 更好反映汇市真实供求及基本面。

我们认为, 贬值压力尚未完全疏解, 中美力量此消彼长是根源。4 月以来人民币贬值压力与美元指数重启上升通道有关, 但归根到底来自于中美两国经济基本面和货币政策面的不同步带来的“此消彼长”。

第一, 货币政策层面, 中美利差持续低位加大资本外流压力。从中长期利率看, 8 月初中美 10 年期国债利差已经降至 60 个 bp 上下, 目前虽回升至 80bps 但仍处于汇改以来的历史低位; 1 年期中美国债利差下降更为显著, 已降至 08 年以来的低位。从汇

改以后人民币走势看，中美利差处于低位的时间段（比如 2016 年）也是人民币贬值较快的时间。展望未来，中美利差持续处于低位或是大概率事件，不排除进一步下探甚至倒挂可能性，资本外流存在一定压力。

第二，经济基本面层面，中美贸易摩擦非对称性影响加大外汇市场压力。当前美国经济仍处于较强的景气周期，初请失业金人数已经降至有统计数据以来的历史低位，美国对内减税、对外增税的做法对拉长景气周期的积极作用正在显现。而我国在中美贸易摩擦中受到的制造业冲击较美国要大，目前制造业出口受到的冲击还没有完全显现，未来一到两个季度两国经济基本分化扩大的预期可能会被强化。

然而，汇率是货币政策中介目标，国际收支平衡才是货币政策的最终目标。2018 年 8 月，中美贸易摩擦进一步加剧，中美分别加征对方 1100 亿美元、2500 亿美元进口商品关税，我们认为大概率在三季度就将全部落地，贸易摩擦加剧导致企业对四季度基本面持悲观预期，避税心态促使企业提前贸易，导致三季度进出口表现良好，2018 年四季度经济下行压力或将加大。如果美国经济依旧表现强劲，美联储货币政策依旧稳步有序趋紧，而中国经济持续寻底，中美将陷入“比好逻辑”。长期来看，人民币汇率走势取决于经济基本面和货币政策面，基本面越强劲，汇率越能得到支撑。因此，处在“比好逻辑”期间不能放任人民币汇率价格出清，汇率的贬值会或造成贬值、资本、贬值的恶性预期循环，适当稳定汇率价格，并加强资本流出控制，方能稳定境内金融市场风险情绪。

Q: 9 月初资金面持续宽松，9 月 4 日隔夜 Shibor 跌 8.2bp 报 2.1950%，7 天 Shibor 跌 2.1bp 报 2.6%，请您分析一下资金面宽松的原因，资金面宽松是否会持续？

A: 对于近期资金面的宽松，我们可以从供给和需求两个方面分析。

从资金供给的角度来说，首先，从流动性的供给来看，其实在发生积极的变化。无论是国务院常务会议还是央行货币政策例会，都明确确定调货币政策从保持流动性的合理稳定转为保持流动性的合理充裕。从央行的实际操作来看，今年以来已经三次定向下调存款准备金率，累计释放基础货币超 2 万亿，而且从公开市场操作开看，在 4 月份定向降准置换 9000 亿 MLF 之后，又在 5 月份将 9000 亿 MLF 悉数投放给市场。因此，央行的态度转变意味着在基础货币层面的资金供给改善。

其次在资金需求方面，则是在继续萎缩。

最重要的原因还是在于中国的债务率太高，在去杠杆的大背景下，各经济主体的举债能力有限。而由于资管新规的陆续出台，导致了影子银行的持续萎缩，这使得过去融资重要来源的表外非标融资持续下滑。

从 6 月份的社融数据来看，虽然表内信贷增加了 1.84 万亿，同比多增了 3000 亿，但由于表外的信托、委托贷款和未贴现承兑汇票这三大非标融资 6 月份减少了 6900 亿、同比下降了 9000 亿，使得 6 月份的社融仅增加 1.18 万亿，同比少增了近 6000 亿，社融增速创下 9.8% 的 15 年新低。因此，即便表内信贷保持高增，只要表外融资回落的趋势不变，那么社会总融资需求就会继续萎缩。

因此，从货币市场的表现来看，今年以来的流动性极其充裕，体现为的货币利率已经创下 2017 年以来的新低。

今年以来，央行的货币政策已经发生了积极的变化，从保持中性转向中性偏宽松，在近期下行趋势不改的大背景下，货币政策很难转向，我们预计，资金面的宽松的局面仍将持续。

Q: 美联储 9 月加息预期升温，您预计国内的货币政策导向是否会发生调整？将会对债市产生什么影响？

A: 2017 年 11 月中旬至今，一方面美联储仍在继续收紧货币政策，另一方面中国央行从 2018 年第二季度开始显著放松货币政策，造成中美利差再度收窄，进而导致人民币兑美元汇率面临新的贬值压力。9 月美联储加息已成定局，12 月大概率仍会跟进，2019 年是否会继续加息取决于美国经济的状况。而中国，中美贸易摩擦对中国经济的拖累作用会日益显现，经济仍将持续寻底，货币政策短期不会转向，仍然会维持中性偏宽松的政策，因此中美利差继续收窄将是大概率事件。因此人民币兑美元仍将面临贬值的压力。

对债市而言，中美利差的缩窄，人民币承压，国际资金配置国债的热情会有所降低，资金面临外流的风险。但中国债券的走势，很大程度上取决于国内的基本面和流动性，对中美利差的影响相对不敏感。

Q: 如何看待当前债券市场的机会，在操作上会有哪些侧重点？今年后期债市走势将如何演变？

A: 今年以来，债券在所有大类资产中表现突出，中债新综合全价（总值）指数年初至今上涨 2.6%，多数月份债券以上涨为主。但进入 7 月，债券的走势有所反复，7 月下半月，资管新规细则落地，央行出台银行买信用债置换 MLF，降低银行 MPA 考核 0.5 个基点的影响，信用债大涨，利率债，尤其是国债承压。8 月，债券继续以震荡调整为主。食品价格方面，猪瘟若继续将推升猪价上涨，寿光水灾加剧蔬菜价格上涨，人民币贬值也会引发输入性通胀。同时，8 月财政积极加码，地方发债冲击流动性，食品价格的上涨抬升短期通胀预期，联储加息在即，也会给国内带来一定的流动性冲击。同时，30 年国债招标，大幅高于市场预期，也引发了市场一波大幅下跌。基于以上的因素，债券走势较弱，以震荡调整为主。

展望 9 月，对债券仍存在一些不利因素。基本面方面来看，内需相对疲软，外需受制的格局未变，但财政政策发力对基建投资将对经济形成一定的支撑，通胀压力预期有所增强，贸易战、猪瘟、水灾、雨季等因素对 CPI 产生冲击，短期内对债市有一定压力。资金面方面，央行维持流动性宽松基调未变，但 9 月面临着中秋节、国庆长假、月末、季末等季节性时点的冲击，流动性有季节性收紧的风险。同时，9 月美联储加息，央行有一定上调公开市场操作利率的压力，将影响债券整体的情绪。

但我们认为，9 月份调整或许就是债券买入的机会。

首先，经济趋势回落。从需求、消费、投资以及生产几个方面来看，均显示出经济仍处于寻底阶段。其次，通胀短升长降。虽然近期食品价格大涨，导致 8 月 CPI 明显回升。但进入 9 月份以后，食品价格涨幅出现回落迹象。而且由于经济处于寻底过程中，PPI 下行趋势明确。综合来看通胀回升仍是短期现象，从中长期看通胀回落的趋势不变。

综合看来，我们认为虽然受通胀预期、供给放量和美国加息影响，债市短期受到冲击。但是从经济基本面来看，目前无论是需求还是生产都在明显回落，而通胀也是短升长降，因而债

市长期依旧向好，调整就是配置机会。在配置上，我们还是相对看好利率债和中高等级信用债。

Q: 今年债券市场违约频发，平稳增利债券基金自成立以来从未在债券市场踩雷，能否介绍一下在风控及投资上的策略与经验。个券选择方面，您更看重哪些指标？

A: 2018 年以来，在金融和实体去杠杆的背景下，出现了大量债券的违约，原本大家都认为低风险的债券却频频爆发黑天鹅事件。但我们汇丰晋信旗下所有的债券型基金，今年以来都没有踩雷，主要源于以下三个方面的原因：

第一：重视风险，汇丰晋信的债券投资从风险出发做投资。

第二：产品设计上，所见即所得，即如果你买一个债券基金，这个债券基金必须按照债券最本质的出发点做投资。

第三：重视投资流程，所有决策必须基于可视化和量化的投资流程。

在债券投资上，汇丰晋信秉承了一贯的做法，和国内其他债券基金相比有着鲜明的特点。首先，对于购买债券产品的投资者来说，本来就是追寻一种相对低风险的产品，所以，汇丰晋信的债券产品绝对不加杠杆，不去放大风险。其次，所有的投资决策都是流程化、数据化，每一个讨论都最终落实到数据化打分。第三，投资出发点是寻找相对的价值。

对于自下而上的分析来说，我们有一个内部的打分表，其中包括 经济增长、通胀、流动性、等六大方面，通过讨论，我们会根据这张表来打分，最终落实到量化的打分系统上，思想就比较容易统一。

个券选择方面，首先，我们有定性的筛选工具和步骤，我们会系统化的跟踪行业的财务数据和经济数据，判断行业的景气和趋势，自上而下的规避某些不景气的子行业。通过筛选和比较最终进入债券池的债券都需要经过分析师的深入分析，且按照内部的评级模板进行信用基本面分析和评级，内部评级模板包括了定性分析和定量分析，定性分析包括行业竞争、发展策略等，定量分析包括盈利能力、经营有效性等财务指标。以上所有的要素都建立了专门的评分体系，进行打分，信用分析师根据打分结果综合分析后，最终确定内部评级。

汇丰晋信平稳增利基金、货币基金基金经理 李媛媛

想在一分钟之内掌握基金的核心内容吗？想每月跟踪基金的净值表现吗？想知道基金每季的重仓股和重仓板块吗？想了解基金经理对市场的最新看法吗？欢迎订阅我们最新推出的“基金月度汇报”！基金的核心信息和最新动态，一目了然！

您还可以选择“基金经理信札”（基金经理每月向您汇报他的投资思路）、“投资风向标”（对重大政策、市场热点问题的分析评论）等各类刊物，立即进入“[订阅中心](#)”吧！要是您想退订各类刊物，请至“[邮件退订](#)”。

汇丰晋信让投资更简单

本文件作为本公司旗下基金的客户服务事项之一，不属于基金的法定公开披露信息或基金宣传推介材

料:

本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考, 既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据, 亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性, 也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。

基金投资有风险, 敬请投资者在投资基金前认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件, 了解基金的风险收益特征, 并根据自身的风险承受能力选择适合自己的基金产品。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来表现, 基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。 本公司提醒投资人基金投资的“买者自负”原则, 在做出投资决策后, 基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险, 由投资人自行承担。敬请投资人在购买基金前认真考虑、谨慎决策。

本文件的著作权归汇丰晋信所有, 任何机构或个人未经本公司书面许可, 不得以任何形式或者许可他人以任何形式对本文件进行复制、发表、引用、刊登和修改。

客服热线: 021- 2037 6888

传真: 021- 2037 6998

客服信箱: services@hsbcjt.cn

公司地址: 上海浦东世纪大道8号国金中心汇丰银行大楼17楼

邮编: 200120 公司网站: www.hsbcjt.cn

汇丰集团注册商标, 授权汇丰晋信使用