

类别
宏观策略周报

日期
2019年9月12日



宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）
020-38909340
hezq@ccb Futures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）
021-60635739
huangwx@ccb Futures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）
021-60635731
dongb@ccb Futures.com
期货从业资格号：F3054198



经济衰退风险减退，市场情绪继续 修复

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

上周中美贸易形势继续缓和，中国国务院关税税则委员会公布排除清单，暂时取消去年首批对美国输华产品的一部分加征关税，自9月17日起实施有效期为一年；之后美国总统特朗普发推称应中国副总理刘鹤的要求，以及由于中国将于10月1日庆祝新中国建国70周年，美国将针对价值2500亿美元中国输美产品的加征关税税率的上调（从25%上调至30%）时间从10月1日推迟到10月15日以示善意；另外中美谈判代表已经确定将于10月在华盛顿举行新一轮经贸磋商。但我们也不要对中美贸易谈判寄予过多期望，毕竟在中美已经处于新冷战格局的背景下，中美贸易谈判最大的可能结果是不继续追加关税，而不是取消已经实施的贸易壁垒，更不是达成双赢的双边贸易协议。

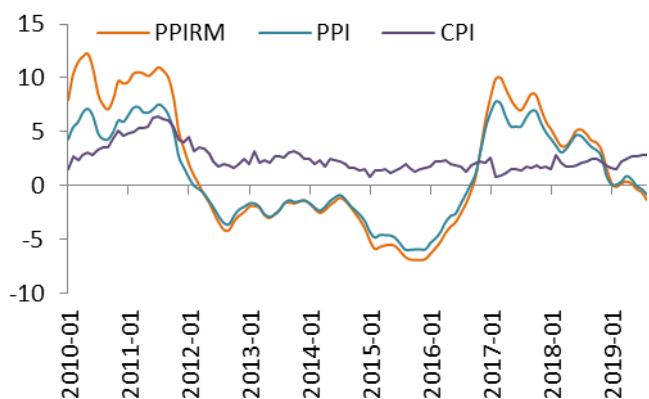
9月8日香港特区一些反动势力发起集会并游行至美国驻港总领事馆，“促请”美国国会通过《香港人权与民主法案》；对此香港特区政府发言人重申，外国议会不应以任何形式干预香港特别行政区的内部事务，多位香港政界人士和舆论严厉谴责乱港势力引狼入室的行径。特区政府发言人9月8日晚发出新闻稿，对部分美国国会议员再次提出《香港人权与民主法案》草案表示遗憾，发言人指出自回归以来香港特别行政区一直严格按照基本法的规定实行“港人治港”、高度自治，充分体现“一国两制”得到全面和成功落实。人权和自由受到基本法、《香港人权法案条例》及其他法律的充分保障。

尽管英国首相约翰逊脱欧计划屡屡遭到议会挫败，9月10日英国议会再次否决约翰逊提前大选的动议；然而约翰逊继续强调在11月前有两个任务，一是重建北爱尔兰政府，英国没有也绝不会在爱尔兰边境设置检查；二是完成脱欧，约翰逊政府将不会寻求推迟脱欧，将于10月17日至18日的欧盟峰会上就脱欧作出决定。与此同时欧洲大陆德法两国均表示为英国无协议脱欧做好了准备，因此10月份英国脱欧仍然是高概率事件，关注10月14日英国女王讲话以及10月18日欧盟峰会。彭博社援引知情人士的话报道称，特朗普就放宽对伊朗制裁的问题进行了讨论，目的是确保本月早些时候与伊朗总统鲁哈尼之间的会晤，此举可能会促使市场上的原油供应增长；而就在一天以前，特朗普宣布美国国家安全顾问博尔顿将会辞职，博尔顿在伊朗政策问题上被视为鹰派人士，他曾主张将伊朗的原油出口量压低至零。由于油价下跌不利于美国页岩油出口以及沙特国有阿美公司上市，我们相信伊朗原油出口依然受限。

1.2 经济增长与通胀

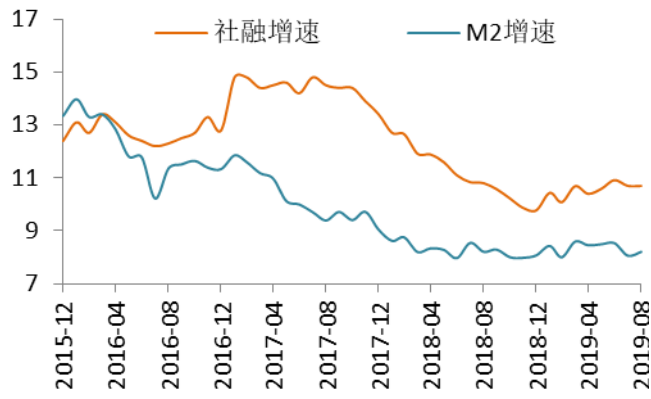
8 月份中国 CPI 同比增速维持于 7 月份的 2.8%，其中受猪周期和异常天气、汇率贬值影响，食品 CPI 同比增速达到 10%，为 2012 年 2 月份以来最高值；而受房地产相关支出增加、居民消费能力不足影响，核心 CPI 同比增速回落到 1.5%。由于养殖户补栏热情受到环保因素制约，我们预计下半年猪肉价格仍有继续上升空间，而异常天气和汇率贬值将继续推高通胀预期。8 月份 PPI 同比回落 0.8%，为 2016 年 9 月份以来最低值；由于国际贸易形势和房地产支出冲击，内外需同时回落会使得 PPI 跌幅继续扩大，从而使得中国政府有动力加大逆周期调节政策力度，但高涨的 CPI 通胀预期会制约货币政策空间。

图1：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图2：中国社会融资与广义货币



数据来源：Wind，建信期货研报中心

中国 8 月新增社会融资规模以及广义货币增速均超市场预期，一方面避险情绪压低社会融资利率导致企业债融资意愿上升，另一方面政府持续调整逆周期调节政策也增加了金融机构加大企业贷款投放能力；8 月社会融资存量同比增长 10.7%，广义货币 M2 同比增长 8.2%，均好于市场预期；这说明了在国际贸易形势缓和以及全球央行货币宽松的影响下，下半年中国 GDP 增速有望维持在 6% 上方，中国不存在大规模稳增长的动力。

1.3 中外财金政策

中国继续推进资本市场改革开放。证监会提出全面深化资本市场改革 12 个重点任务，一是充分发挥科创板的试验田作用，稳步实施注册制；二是大力推动上市公司提高质量，严把 IPO 审核质量关，优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；三是补齐多层次资本市场体系的短板，大力发展私募股权投资；四是狠抓中介机构能力建设，压实中介机构责任；五是加快推进资本市场高水平开放；六是推动更多中长期资金入市；七是切实化解股票质押、债券违约、私募基

金等重点领域风险；八是进一步加大法治供给，加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本；九是加强投资者保护，探索建立行政处罚款优先用于投资者救济的制度机制；十是提升稽查执法效能；十一是大力推进简政放权；十二是加快提升科技监管能力。权威人士称中国资本市场改革将分轻重缓急，在未来一个时期内成熟一项推出一项，改革将坚持稳中求进、增存量并举。外管局决定取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消；今后具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金开展符合规定的证券投资，境外投资者参与境内金融市场的便利性将再次大幅提升；外管局表示，将立即着手修订《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》等相关法规，明确不再对单家合格境外投资者的投资额度进行备案和审批。资本市场改革开放有利于在国际贸易体系重整、经常项目顺差减少的情况下继续引入国际资本支持国内经济发展，但是资本项目相较于经常项目更加短期功利化，因此短期内大规模引入国际资本可能带来中长期资本流出隐患。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

年初贵金属延续 2018 年四季度以来由于全球经济衰退和美联储宽松预期而催生的上涨趋势，而随着 2 月份起全球经济弱企稳和美元指数企稳回升贵金属开始偏弱调整；5 月份中美贸易形势突变，贵金属止跌构筑底部；5 月底特朗普以关税施压墨西哥解决移民问题，市场避险情绪高涨，美债收益率大跌、美国股市调整和美元指数破位下行，贵金属在多重利好综合作用下突破下跌趋势线；而后中东美伊博弈加剧、英国无协议脱欧风险上升、中美贸易形势持续恶化、日韩贸易纠纷、港独台独闹事、阿根廷总统选举以及环球央行新一轮宽松等事件，推动伦敦黄金突破 1500 美元/盎司关口，7 月中旬之后白银价格大幅补涨，目前金银比基本上回落到正常区间。9 月 5 日以来贵金属出现较为明显的调整走势，因为经济数据显示美国和全球经济衰退风险降低，贵金属和主权债券的避险需求减退。

展望后期，在中国德国实施积极财政政策以及环球央行货币宽松的综合影响下，全球经济有望在 2019 年下半年触底回升；美国经济相对优势之下美元指数保持偏强运行态势，国际贸易形势边际冲击力度减弱并且英国有望打破脱欧僵局、美伊谈判破冰，因此目前支撑贵金属价格的部分利多因素将有所减退；但是中美

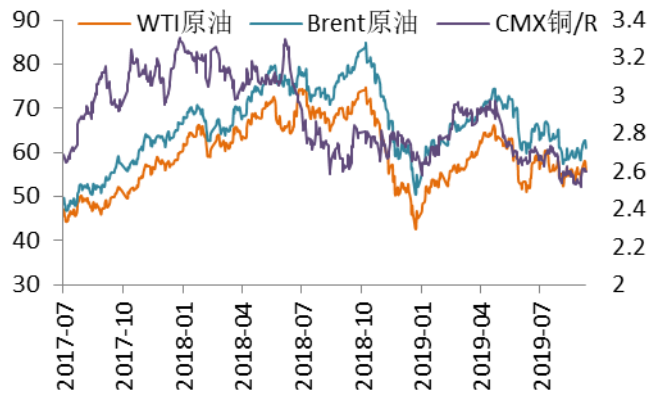
已经进入中长期新冷战格局对抗风险难以短期消除，国际贸易体系重整还将遏制企业投资意愿，环球央行宽松对贵金属有直接刺激作用，而且特朗普在敲打美联储之外也会时不时唱空美元以帮助美国经济，英国打破脱欧僵局也在中期利多欧元，因此贵金属价格调整空间也相对有限，如果伦敦黄金回落到 1400 美元/盎司附近建议积极吸纳。

图3：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

上半年国际油价和铜价先是在中美有望达成贸易协议的乐观情绪和全球经济在逆周期调节政策刺激下企稳回升预期下延续反弹，但英国脱欧僵局持续拖累欧洲经济，宏观债务杠杆率和通胀压力回升中国回撤部分逆周期调节政策，美国页岩油产量大增美国原油库存反季节累积，5月份之后中美贸易形势持续恶化全球经济衰退风险不断升温，国际油价和铜价相继开始调整。6月份之后美伊中东紧张局势、美国原油库存开始下降以及 OPEC+ 延长减产协议至 2020 年一季度等利好因素推动原油价格企稳反弹，6月底以来全球央行新一轮宽松对于油价和铜价有提振作用，但中美贸易形势恶化中国经济前景黯淡使得8月份铜价再下一个台阶。展望后期，在中国德国实施积极财政政策以及环球央行货币宽松的综合影响下，全球经济有望在 2019 年下半年触底回升，中国经济增长前景也将有所改善，我们预计国际原油和有色金属震荡筑底后有望走出一波上涨行情，相对而言具有供给侧限制背景的油价上涨空间更大。

2.2 国际主要汇率

2019 年初美元指数延续下跌趋势，2 月份至 5 月份相对经济增长差异以及欧洲地缘政治风险所带来的避险需求使得美元指数偏强上行；而 5 月底之后特朗普政府以关税武器处理非经济问题所引发的市场恐慌、美债收益率大跌和美联储宽松预期终于成为压倒美元指数的最后一根稻草，美元指数三浪下跌并破坏 2 月份以来的上涨趋势。7 月份以来由于美国经济数据重新体现出相对欧日的稳健性，

英国强硬派新首相上台使得无协议脱欧风险上升，美联储多次强调本轮降息乃属于对冲国际贸易紧张形势的中期调整，美元指数持续反弹至 99 附近；尽管美联储多次批判美联储并口头干预美元汇率，甚至威胁要实施干预汇市措施，美元指数还是在 8 月份连续两次测试 99 关口。

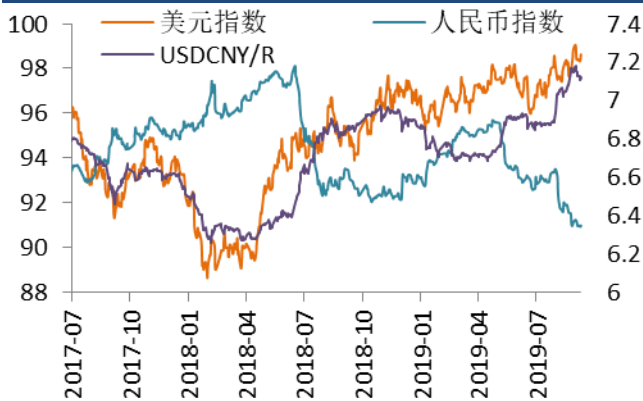
我们认为在居民部门资产负债表修复、积极财政政策以及国际贸易体系重组这三大因素作用下美国经济景气期还没结束，只要中美贸易形势没有继续恶化那么对美国经济的短期冲击就相对有限，美联储预防性降息对于对冲短期贸易紧张形势的冲击有积极作用，在欧日大规模实施积极财政政策之前美国经济还将继续好于欧日经济；因此从经济基本面看美元指数还将继续强势运行，四季度在英国无协议脱欧风险所带来的避险需求的推动下，不排除美元指数冲击 100 关口的可能性。但近期美国总统特朗普对强势美元越来越不耐烦，7 月份白宫曾经开会讨论是否需要干预外汇市场，幸好被白宫首席经济顾问库德洛和财政部长努钦努力劝阻；但如果美元指数突破 100 且继续上行，就有可能招来特朗普的口头上甚至实际上的干预，这一点风险不可不防；而且英国新首相打破脱欧僵局之后对于英镑和欧元也存在一些利多作用，我们尤其要观察欧洲是否推行积极财政政策来对冲英国无协议脱欧所带来的冲击。

图5：发达经济体汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2019 年伊始在中国经济企稳弱复苏以及中美贸易谈判所带来的政治压力下人民币兑美元汇率持续回升，但人民币对美元汇率在 6.6 附近缺乏上升动力；5 月份由于中美贸易谈判形势突变，人民币兑美元汇率急贬至 6.95 附近；但人民币兑美元汇率一旦破 7，会引发大规模多头止损以及加重贬值压力，这在进一步引致美国不满的同时也会加大国内通胀压力；因此央行通过发行离岸票据、强化逆周期因子作用以及干预离岸市场远期汇率掉期交易等手段干预汇率市场，同时美联储降息预期使得美元指数强劲势头有所收敛，人民币兑美元汇率在 6.9-6.95

附近有所企稳。6月底中美元首会晤决定重启贸易谈判所带来的政治压力减轻人民币汇率贬值压力，同时中国金融开放也有利于提高外资对人民币资产的吸引力，人民币兑美元汇率小幅升值至 6.85 附近。

然而 8 月份以来中美贸易形势持续恶化，而且香港台湾地区地缘政治风险也急剧升温，人民币兑美元汇率终于冲破 7 关口；8 月 5 日美国财政部将中国定义为汇率操纵国，并威胁要诉诸 IMF，但 IMF 认为人民币汇率贬值是在中美贸易形势恶化影响下的正常市场反应，中国并没有故意贬值人民币；即便如此，人民币汇率贬值一方面加大国内输入性通胀压力，另一方面招致美国特朗普政府持续升级关税壁垒，这对于中国政府争取时间窗口推行供给侧结构性改革并无帮助，因此 8 月底中国释放了一些寻求贸易谈判避免关税壁垒升级的信息，而人民币兑美元汇率也在 7.1-7.2 之间有所企稳。总体上看中国经济内生动力较弱，但金融市场对外开放对人民币汇率是一个有力支撑，如果中美贸易形势不继续恶化，而且中国政府争取推进贸易谈判，那么人民币汇率会进入一个相对平稳的时期甚至会短暂升破 7 关口，但升破 6.9 的可能性就比较低。

2.3 债券收益率

2019 年欧美国债收益率曲线延续 2018 年 11 月份以来的下行趋势，美国/日本/德国/意大利 10 年期国债收益率分别下降 122BP、31BP、97BP 和 172BP，一大批欧洲长期主权债券收益率跌入负值区间，美国 2/10 年期国债利差出现倒挂。影响原因在于国际贸易紧张形势和英国脱欧僵局对全球经济的边际负面冲击逐渐加大，而且国际贸易形势和英国脱欧僵局所带来的不确定性提升了主权债(和黄金)作为安全资产的避险魅力，可以说现在欧美主权债涨幅已经远远超过经济基本面所反映的价值，具有较为明显的泡沫特征。9 月 5 日以来，由于美国经济数据多数表现良好，美国经济衰退风险降低而股市持续反弹，美国 10 年期国债利率已经从 1.47% 反弹至 1.75%。

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_10122

