

类别
宏观策略周报

日期
2019年7月26日



宏观金融研究团队

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

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

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

研究员：卢金（股指）
021-60635727
luj@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3036158



美国数据虽好，美联储仍会降息

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

在中国政府批准国内一些企业从美国采购玉米、棉花、高粱以及猪肉并豁免惩罚性关税之后，上周中美宣布将于7月底在上海举行高级别经贸磋商，磋商将涉及知识产权保护、强制技术转让、非关税壁垒等一系列议题，中国商务部称希望美国不要让限制华为专利权的法案继续推进。我们认为中美贸易长期处于紧张状态必然会影响到美国经济状况以及特朗普连任2020年总统职位可能性，由于近期经济数据显示美国经济形势也有所放缓，因此特朗普政府有缓解中美贸易形势的必要性；但长期维持高额关税有利于达成特朗普政府关于中美经济脱钩的意愿，而且对外立场强硬也由于特朗普连任2020年总统职位，因此我们对中美贸易形势的基准预期是不好转不恶化，双方打打停停，并有可能达成一个旨在安抚市场、提供经济缓冲的贸易协议，但全面性的有利于双方经济的协议大概率不可能。

鲍里斯·约翰逊胜选英国保守党党魁并出任新首相，约翰逊对保守党成员表示：10月31日是脱欧的最后期限，不会举行提前大选；当前版本的脱欧协议无法获得议会通过，必须摒弃爱尔兰后备方案；倘若无协议脱欧是准时离开欧盟的唯一途径，他将让国家为这个遥远的可能性做好准备；脱欧协议要么更好，否则索性不要。另一方面欧洲议会重申，爱尔兰后备方案对英国有序脱欧必不可少，退出协议不能重新谈判，但是对考虑修改《政治声明》持开放态度；德国总理默克尔表示英国脱欧可以推迟，但不同意重谈脱欧协议。由于英国议会和欧盟对现有版本的脱欧协议的态度都非常明确，欧盟坚决不同意修改，而英国议会连续三次否决，因此英国在强硬脱欧派首相带领下无协议脱欧的风险有所上升，上周英镑兑美元汇率创下年内新低；但由于英国脱欧事件已经长期发酵而且市场对无协议脱欧也充分预期，我们预计无协议脱欧不会引发全球金融市场的持续冲击。

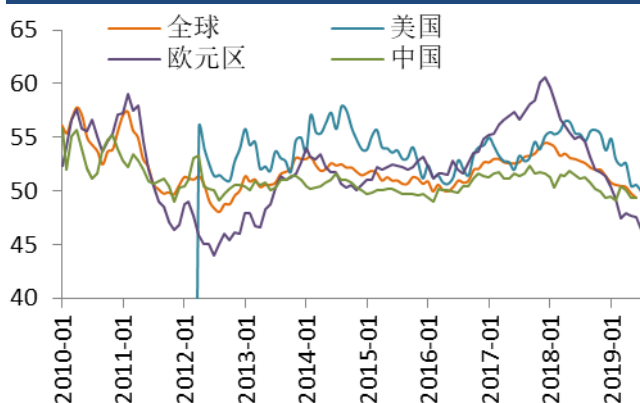
其他方面，美国政府与国会就两年期财政预算与债务上限达成一致，这避免了美国在国会休会后遭遇财政危机，美国国内政治风险有所下降。日本国会参议院选举结果22日揭晓，首相安倍晋三领导的自由民主党与执政盟友公明党赢得124个改选议席中的71席，继续掌控参议院；然而执政联盟与在野的日本维新会等修宪势力未能保住参议院三分之二以上议席，为安倍明年修宪的打算增添难度，安倍首相任期持续至2021年9月。中国香港地区动乱继续，元朗地区疑似地方社团与示威者冲突；中国对美国干涉香港事务提出了极尖锐批评，称美国应该收回在香港抗议活动中伸出的黑手。美国总统特朗普称不能责怪土耳其购买俄罗斯

S-400 导弹系统而不是参与美国 F-35 计划，此举意味着土耳其可能不会因此遭到美国经济制裁，并带来更多地美国盟友多元化其战略防御系统的道德风险。了解中国港口作业情况的知情人士表示，在距离白宫禁止购买伊朗石油两个半月之后，伊朗的原油继续运往中国，并投入所谓的保税油罐；这些石油并不跨越当地海关（理论上还在运输途中），也不出现在中国的进口数据之中，未必会违反制裁禁令；但若伊朗原油离开保税油罐并进入现货市场，可能打压油价。100 多名美国退役军人和前情报官员联名致信特朗普，呼吁美国政府坚持目前采取的对抗中国的路线，鼓动中美经济脱钩；世界顶级玩具制造商孩之宝正加快推进从中国向越南和印度转移生产基地的计划，该公司预计到 2020 年底在中国生产的美国商品可能会从目前的略低于三分之二降至 50% 左右；华为北美研发部门 Futurewei 将从 9 月 23 日开始裁减 90 个工作岗位，中美经济有序脱钩进程或已不可逆转。

1.2 经济增长与通胀

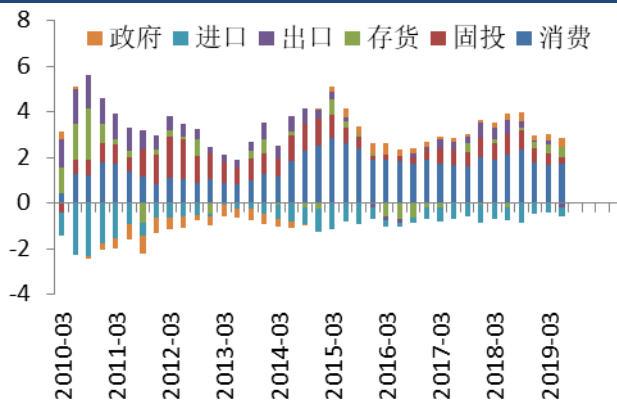
上周中国方面没有重要经济数据公布。欧美 7 月 Maikit 制造业 PMI 均继续回落，欧元区制造业 PMI 连续 6 个月低于荣枯分界线，美国 7 月 Maikit 制造业 PMI 也回落到 50%，唯服务业 PMI 连续第二个月回升。全球贸易紧张形势和英国脱欧僵局持续打压企业投资意愿，欧美企业投资行为较为低迷；但今年以来避险情绪推动融资利率大幅下降，金融条件改善推动居民消费，总体上看欧美经济弱而不衰，基本上符合我们预期。国际货币基金组织 (IMF) 再次下调全球增长预测，担心贸易紧张形势和英国脱欧方面的政策失误可能会破坏预期中的复苏；目前预计今明两年全球经济分别增长 3.2% 和 3.5%，比 4 月份下调 0.1 个百分点。

图1：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：美国GDP贡献分解



数据来源：Wind，建信期货研发中心

除 PMI 数据以外上周美国公布的数据均好于市场预期，6 月商业设备订单取得 2018 年初以来最快增长，周度首次申领失业救济人数减少 1 万人至 20.6 万。上周五公布的美国二季度 GDP 环比年率增长 2.1%，好于市场预期的 1.8%；二季度

GDP 平减系数增长 2.4%，亦好于市场预期的 2%，总体上看美国近期经济数据显示美国经济在国际贸易形势冲击下依然强韧，一方面是因为美国私人部门在 2008 年金融危机之后真正经历了去杠杆进程，私人部门资产负债表状况改善；另一方面是今年以来美国市场利率因避险需求而大幅下降，从而刺激居民借贷消费。从分项上看，进出口和企业投资构成拖累，而居民消费大幅回升，政府支出也有所增加，符合我们预期。

1.3 中外财金政策

欧洲央行议息会议决定维持利率不变，预计利率将保持在目前或更低的水平至少到 2020 年 6 月末，央行还在研究利率分层和潜在的量化宽松方案；不过德拉吉在记者会上未发出明确宽松信号，德拉吉称经济衰退的风险很低，央行决策者没有讨论降息，并敦促采取有力财政响应来应对经济下滑。

近期美国经济数据好于市场预期，并显示美国经济在国际贸易形势冲击下依然强韧；但我们预期美联储仍然会在本月底的议息会议上降息 25BP，因为美联储降息不是因为经济出现衰退苗头，而是担心国际贸易形势和英国脱欧僵局对美国经济的潜在冲击，以及美国通胀压力过低的现状；另一方面，美联储本次降息已被市场充分预期，我们预计降息本身并不会对市场造成多大影响，但美联储在会议声明以及新闻发布会上所透露的后续政策动向，即美联储降息是一次性还是持续性、降息幅度是 25BP 还是 50BP 等指引，以及美联储决策者之间的分歧状况，将会对市场造成极大冲击。

上周美国特朗普总统召集内阁官员和高级经济顾问讨论是否采取干预措施削弱美元，特朗普称外国可能会操纵本国货币走低，试图获得一些短期临时贸易优势；纳瓦罗强烈主张干预，但努钦和库德洛坚决建议不干预，努钦称稳定的美元非常重要；最后会议没有达成一致结论而特朗普也选择不干预，但特朗普希望大众媒体能多唱空美元。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

2019 年上半年商品走势整体偏强，Wind 商品指数半年上涨 11%；但不同类型商品走势严重分化，黑色产业链、贵金属、油脂油料、能源化工和有色金属板块分别上涨 29.2%、8%、6.7%、4.8%和 0.2%。由于市场预期全球央行宽松货币政策以化解衰退风险，以及中国政府积极财政政策稳增长保就业，我们预计 3 季度商

品市场整体仍将强势运行；但欧美经济弱而不衰，同时国际油价上涨将再次推高通胀预期，因此欧美央行宽松货币政策空间相对有限；而中国政府积极财政政策更体现在减费降税促消费而非大规模基础建设，中国经济无失速风险但整体方向还是偏向下行，我们预计4季度前后疲软需求将重新主导工业商品价格。

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月份起全球一季度经济弱企稳和美元指数企稳回升，贵金属也开始偏弱调整；及至5月份中美贸易形势突变、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，而美债收益率大跌、美元指数下跌和地缘政治风险上升共同推动伦敦黄金突破2016年以来的三角形调整格局并一度突破1450美元/盎司。但7月份以来贵金属上涨动力有所不足，而且白银价格已经大幅补涨，金银比值回落到相对合理区间，通常白银补涨意味着贵金属上涨趋势到达尾声。

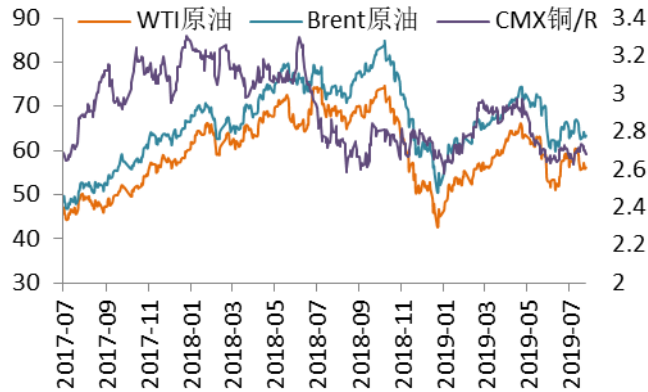
展望下半年，美联储预防性降息之后美国经济当可企稳，美国经济相对优势之下美元指数下跌空间不大，市场对于中美贸易纷争敏感性也将降低，因此目前支撑贵金属价格的部分利多因素将有所减退；但美国总统大选期间美元指数难以强势上行，国际地缘政治风险依然较高，美国经济持续复苏时间越长市场对于美国经济衰退的预期就越强，因此贵金属价格调整空间也相对有限，如果伦敦黄金回落到1350美元/盎司附近建议积极吸纳。金银比随黄金价格上涨而上升是典型的衰退信号，国际贸易体系重整的冲击之下全球经济衰退风险难以完全消除，我们预计金银比在短期回落后还可能继续上升。

图3：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研发中心

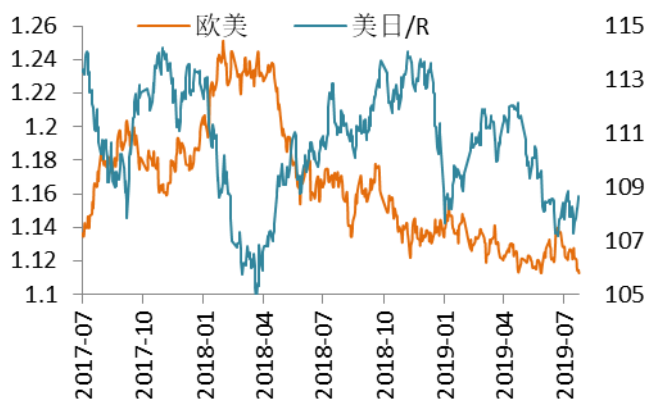
上半年国际油价和铜价先是在中美有望达成贸易协议的乐观情绪和全球经济在逆周期调节政策刺激下企稳回升预期下延续反弹，但英国脱欧僵局持续拖累欧

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突变全球衰退担忧再起，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月底以来中美贸易形势二次缓和以及欧美央行宽松货币政策对于油价和铜价有中短期提振作用，但国际贸易形势和欧洲地缘政治将持续冲击国际经济前景，短期内原油和铜价底部震荡筑底，并没有很强的上升动能。

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，而且英国强硬派新首相上台使得无协议脱欧风险上升，美元指数在96上方企稳并持续反弹至98附近。展望下半年，美联储预防性降息会在短期内压制美元指数，但美联储降息又有利于美国经济企稳回升；由于英国新任首相立场强硬，下半年英国无协议脱欧可能性上升，此事将继续拖累欧洲经济；因此总体上看美元指数没有大幅下跌风险；但总统大选时期美国国内政治风险通常趋于上升，而且美国经济持续复苏时间越长市场对于美国经济衰退的预期就越强，中期内美元指数也缺乏强势上行动力，我们预计下半年美元指数将继续在95-99之间宽幅震荡。

图5：欧元和日元兑美元汇率



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

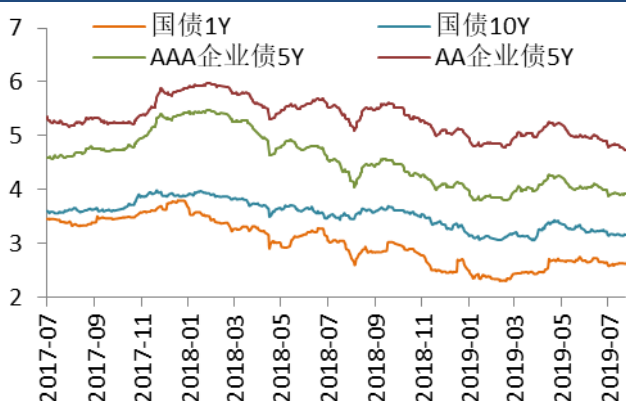
2019年伊始在中国经济企稳弱复苏以及中美贸易谈判所带来的政治压力下人民币兑美元汇率持续回升，但人民币对美元汇率在6.6附近缺乏上升动力；5月份由于中美贸易谈判形势突变，人民币兑美元汇率急贬至6.95附近；但人民币

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6.87附近，下半年人民币兑美元汇率大概率在6.85-6.9之间震荡，中期波动方向偏贬值。

2.3 债券收益率

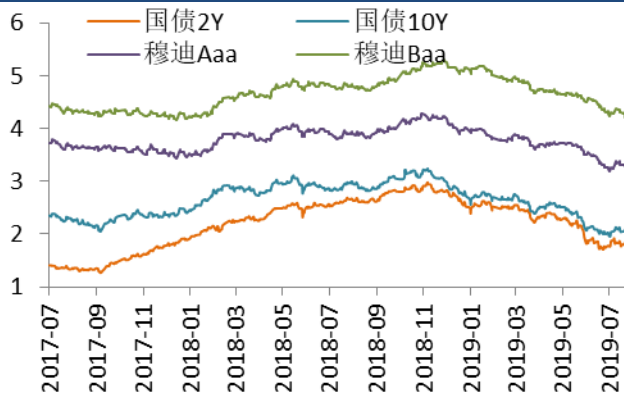
2019年上半年欧美国债收益率曲线延续2018年11月份以来的下移趋势，美国2/10年期国债收益率分别下降77/72个BP，国债期限利差先收窄后扩大，信用利差也出现不同程度的收窄，美国债券收益率下行体现出2019年全球经济同步回落预期、海外政经市场风险、中美贸易纷争以及美联储货币政策宽松预期的综合影响。7月份以来美债收益率曲线大体上企稳略有回升，国债期限利差和企业信用利差收窄，因为近期美国经济数据大多好于市场预期意味着市场可能过高估计美联储预防性降息的幅度，而且美联储降息后美国经济好转和通胀上升也不利于债券表现。展望下半年，美联储预防性降息依然有利于债券市场，但美联储降息又有利于美国经济通胀企稳回升，因此美国国债收益率曲线大幅回落的部分利多因素将逐渐消退，我们预计下半年美国国债收益率陡峭化上行可能性较大；但在国际贸易体系重组和英国无协议脱欧风险、美国2020年总统大选等不确定性因素的压制之下，美债收益率上升空间有限。

图7：中国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：美国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

面对国际贸易体系重整的严峻挑战，2018年底中国政府实施了大规模的逆周期调节政策，在避免经济增速断崖式下滑的同时，也产生了宏观债务杠杆率和通

胀压力快速上升的副作用；因此在中国经济形势初步呈现企稳迹象时，中国政府就逐步调整货币政策基调，以更积极的财政政策弥补宽松的货币政策，这使得中国经济进一步陷入滞胀格局。中国国债收益率1-4月份受货币政策、经济通胀形势和股市冲击等因素影响先降后升；5-6月份中长期国债收益率因中美贸易谈判恶化、地缘政治风险恶化和中外利差优势而回落，而中国央行为了对冲包商银行事件冲击而释放大量中短期流动性，使得一直比较坚挺的短端国债收益率也有所回落；7月份以来中美贸易紧张形势有所缓解，货币市场呈现季节性紧张，而经济数据显示中国经济短期触底，积极财政政策或能维持GDP增速于6%上方而无需借助大规模货币宽松，因此国债收益率曲线大体上维持不变。后期中国国债收益率变动与通胀形势高度相关，在我们假定的滞胀基准情形，10年期国债收益率大概率在3.1-3.5%之间波动，国债期限利差继续收窄，直到中国经济格局由滞胀转入衰退；若不幸滞胀演化为恶性通胀，而央行亦被逼加息以抵御通胀，那么10年期国债收益率有可能突破4%。

2.4 中外股票市场

得益于全球央行货币政策基调转宽松而提供的流动性以及中美贸易谈判所引发的乐观情绪，2019年初全球股票市场同步反弹；由于中国监管层出于营造牛市氛围便利科创板上市的考虑而放松监管，以及中国为扶持民营企业而出台的各项措施，中国股市在年初的全球股市狂欢中最高录得39%的涨幅。但随着中国央行回撤逆周期调节政策，以及中美贸易纷争对市场风险偏好的打击，4月下旬以来中国股市又出现了大幅度的调整，欧美股市也因为中美贸易纷争和欧洲地缘政治风险出现调整；6月份以后出于中美国家元首将在日本大阪G20会议上达成和解协议以及全球央行面对全球经济衰退担忧预防性降息的憧憬，全球股市企稳回升，本轮反弹中外股市均是大盘蓝筹股主导，但科创板开板对国内股市造成一定冲击。

图9：中国股指（2018年底为1）

图10：美国股指（2018年底为1）

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_11165

