

类别  
宏观策略周报

日期  
2019年7月12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



## 中国科创板 IPO 冲击，美联储预防性降息

## 一、宏观环境评述

### 1.1 地缘政治风险

上周中美重启贸易谈判，中国副总理刘鹤和美国贸易代表莱特希泽进行了通话，但并没有太多内容透露；与此同时美国总统特朗普抱怨中国未兑现日本大阪 G20 峰会上做出的增加购买美国农产品的承诺，美国商务部表示将允许企业向华为出口不对美国国家安全构成威胁的产品，但不会把华为从实体名单中移除。据韩联社报道美国考虑对朝鲜暂停实施部分制裁 12 至 18 个月，以换取朝鲜冻结核武器计划，特朗普政府将支持解除联合国对朝鲜实施的煤炭和纺织品出口限制。我们认为特朗普为了增加 2020 年总统竞选政绩，未来一段时间内有望维持与东亚地区的关系不恶化，但大幅好转的可能性也不大。

在中美贸易形势有所缓和的同时，美国继续施压其他国家。上周美国针对法国的数字服务税计划启动 301 调查，预计美国贸易代表莱特希泽将有至多一年的时间来调查该税收计划是否会不公平地针对美国科技公司，在特朗普政府时代这样的调查往往可能导致美国加征新关税；法国参议院 11 日经最终投票通过了一份向互联网巨头征收数字服务税的法律草案，根据该草案法国政府将向谷歌、亚马逊、脸书等 30 余家全球互联网巨头征收数字服务税，其中全球数字业务年营业收入超过 7.5 亿欧元和在法国境内年营业收入超过 2500 万欧元的企业将被征收 3% 的数字服务税；法国政府拒绝美国的威胁，强调威胁不是解决争端的办法，法国财政部称任何国家都拥有税收主权，法国要实施的数字服务税并不违反任何国际法律。

上周英国驻美大使达罗克尖刻批判美国总统特朗普及其政府的备忘录被泄露，这位英国驻美大使对特朗普近乎羞辱性的那些内部言论也立刻惹恼了白宫的主人，特朗普已经至少在自己的推特账号上发过 4 个帖子攻击达罗克乃至英国政府，并称不再与达罗克打交道，引发美英外交危机；尽管英国首相特蕾莎·梅的发言人表示特蕾莎全力支持达罗克，但达罗克还是宣布辞职，称当前事件使他无法再执行职务。美欧贸易谈判尚处僵局当中，又出现美法贸易纷争以及美英外交危机，这使得美欧关系进一步疏远，欧美央行宽松概率上升，相应地对发展中国家是一件好事。

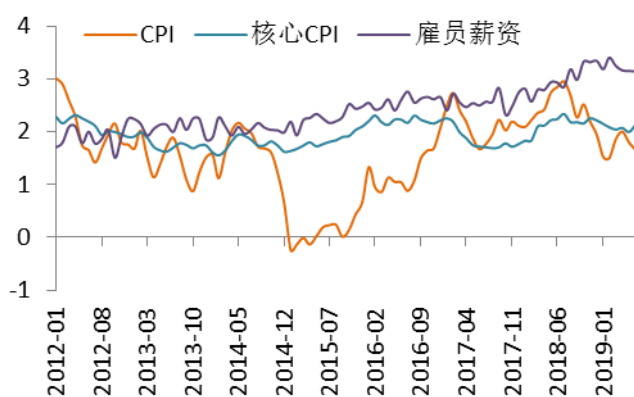
7 月 1 日日本经济产业省突然宣布，将限制向韩国出口三类对半导体和尖端屏幕生产至关重要的材料，这些限制使日本得以放缓三星电子和 SK 海力士等芯片制造商的生产，并打乱依赖其内存芯片和零部件的供应链；另外日本政府着手将

韩国从“白色国家清单”中删除，这意味着取消韩方进口日本产品所获优待；日方在宣布这一决定时称采取上述举措的原因是“日韩间的信赖关系已经严重受损”，2015年12月在朴槿惠执政期间日韩两国政府就慰安妇问题签署“韩日慰安妇问题协议”，这使得日本可以一劳永逸地处理这个棘手的历史问题，但文在寅上台后青瓦台废了该协议。日本和韩国均没有太多政治动机来为数十年来最严重的争端降温，数十年的不信任使日本首相安倍晋三和韩国总统文在寅很难在双方正在发展的贸易争端上做出让步，近期包括7月21日日本参议院选举在内的一系列事件增加了两人所面对的政治压力，使他们在解决分歧时不能表现出软弱，周三文在寅警告商界领袖要为与日本的长期抗争做好准备。日本限制对韩国出口是美国特朗普政府以关税威胁墨西哥限制移民处理方式的延续，标志着在后全球化时代关税壁垒将更多用于处理非经济问题，这无疑进一步加剧全球政经格局的不确定性。

### 1.2 经济增长与通胀

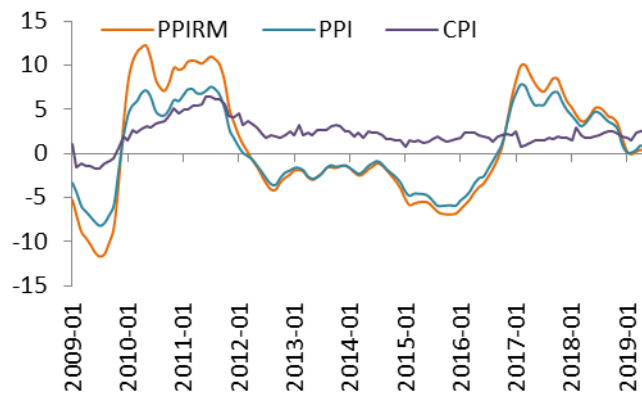
继前一周美国6月新增非农就业远超市场预期之后，上周公布的美国6月CPI增速和周度初请失业金人数也高于市场预期，这表明美国经济与通胀状况并没有恶化到衰退程度，而美联储预防性降息之后美国经济或能延续景气期。由于统计方法调整对于服装价格的冲击逐渐消退，美国6月核心CPI同比增速回升到2.13%，为2月份以来最高值，但能源价格依然拖累整体CPI同比增速回落到1.66%；随着OPEC+延长减产限产协议以及美国夏季汽油消费旺季的到来，上周美国原油库存大幅下降950万桶，原油市场中期趋紧推动的原油价格上行或改善美国整体通胀状况，并进而限制美联储宽松政策空间。

图1：美国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研发中心

相比之下，由于中国在中美贸易形势有所缓和的时间窗口抓紧推进供给侧改革控制系统性风险，中国的短期通胀压力有所减轻。6月份中国CPI同比上涨2.7%，其中食品价格上涨8.3%，非食品价格上涨1.4%；PPI同比增速则回落到0，PPIRM

同比增速更是下降到-0.3%；由于食品价格受猪周期和天气状况影响，而PPI更多取决于居民消费能力和上游产品推动，未来一段时间内中国CPI和PPI缺口有望维持甚至扩大，这种情况下中国央行或维持稳健中性的货币政策基调。

以美元计中国6月出口同比下降1.3%，进口同比下降7.3%，受国际贸易体系重组影响，中国内外部需求均存在减弱趋势；另一方面在贷款和专项债支撑下，中国6月新增社会融资2.26万亿远超市场预期，国家在基建方面的维稳力度正在逐步发力，三季度中国经济有望再次企稳。

### 1.3 中外财金政策

虽然美国经济和通胀数据出现回暖苗头，但美联储预防性降息的决心看似坚定。7月9日美联储主席鲍威尔在众议院听证会上暗示6月份非农就业报告没有改变美联储的看法，通胀仍然太低，贸易只是全球经济面临的不断上升的风险之一，美联储准备实施十年来的首次降息；但当被问及降息50个基点的可能性时，鲍威尔没有做出直接回应。7月10日鲍威尔在参议院作证称，美联储有货币宽松的空间，鉴于中性利率低于预期，货币政策可能过于收紧了；贸易问题为企业供应链带来不确定性，对贸易的担忧打压美国经济前景；失业率与通胀之间的联系越来越弱，更高的薪资应当能够推升通胀，但我们还没有到这个程度。

美联储6月份议息会议纪要显示，许多官员认为美国经济前景的不确定性和下行风险显著增加，从而增强了降息的理由；圣路易斯联储行长 Bullard 认为，7月降息25个基点就足够了，不需要更大幅度的降息，50个基点将会过头。纽约联储行长 Williams 也呼应了鲍威尔的观点，指出美联储希望通过保持合适的政策来延长经济扩张，政策宽松理由已经增强；美联储理事 Brainard 表示，利率决策时应考虑下行风险。综合而言，美联储三季度降息概率甚高，看经济情况可能安排在7月份或者9月份，市场对于美联储预防性降息预期已经较为充分，预计正式降息时市场不会有太大波动；我们判断美联储降息后将进入较长一段时间的观察期，而且在降息时反对声音估计也会有一些。

中国管理层对银行和信托窗口指导，要求控制房地产贷款和房地产信托规模，凸显管理层不希望房地产价格借稳增长政策再次大幅上涨之意。但在企业投资信心受国际贸易体系重整冲击的同时实施逆周期调节政策，必然导致资金在金融市场空转并推高资产价格，宽松货币政策对经济增长作用其实非常有限；据经济参考报报道7月以来土地市场成交情况依然处于高位，全国范围多个城市土地出让收入刷新历史同期纪录；2019年上半年北京新建住宅市场成交1.63万套，成交金额达到1227.22亿元，成交均价为54809元/平方米，不论是成交量还是成交价

均创3年来同期的最高值。

## 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%。大体而言，在1月份全球货币流动性充裕时期商品价格大多上涨，而随着美元指数企稳回升2月份起各类商品价格陆续有所调整，5月份之后中美贸易形势突变，有色金属和国际油价受累于全球经济衰退预期，而国内欲以积极财政政策对冲外部冲击则引爆黑色产业链；5月底特朗普以关税武器处理非经济问题，以及美伊紧张局势、美联储降息预期等因素推动贵金属价格大幅上涨。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，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设施建设，中国经济无失速风险但整体方向还是下行，我们预计4季度前后疲软需求将重新主导工业商品价格。

上半年伦敦黄金上涨10%而白银下跌0.4%，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，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，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最高冲到1440美元/盎司附近；6月底中美元首G20会晤同意暂缓增加关税措施并重启贸易谈判，市场避险需求减退而贵金属开始调整；但由于美联储宽松将来未来，全球地缘政治风险依然偏高，美国国内政治风霞趋于上升，美元指数走势偏弱，短期内贵金属处于高位强势盘整格局，上周伦敦金银分别上涨0.3%和0.9%，金银比开始回落。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。

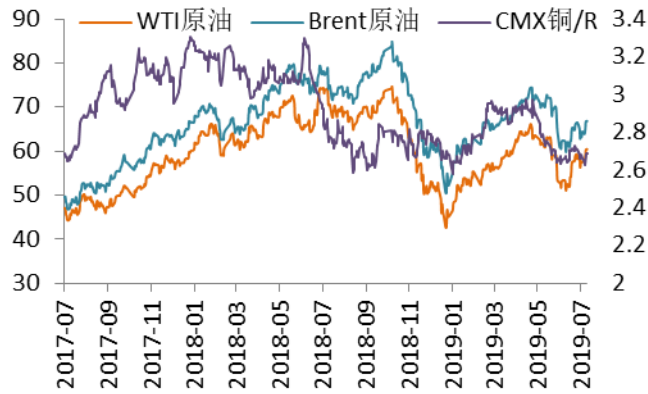
金银比随黄金价格上涨而上升是典型的衰退信号，虽然三季度全球经济形势有所缓和，但国际贸易体系重整的冲击之下全球经济衰退风险难以完全消除，金银比在短期回落后还可能继续上升，建议投资者勿以历史经验来长期做空金银比（中短期小仓位可试）。

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

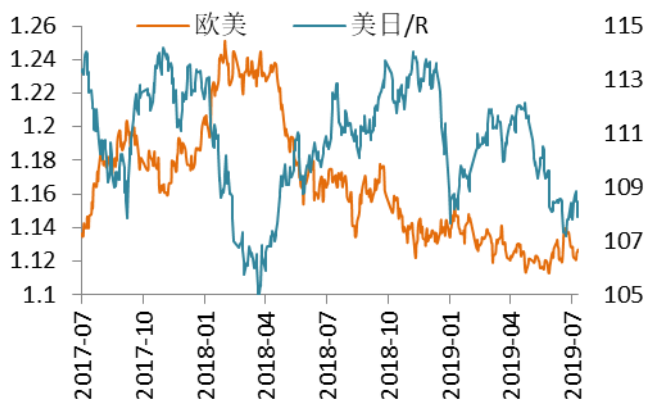
上半年国际油价和铜价先是在中美有望达成贸易协议的乐观情绪和全球经济在逆周期调节政策刺激下企稳回升预期下延续反弹，但英国脱欧僵局持续拖累欧洲经济，宏观债务杠杆率和通胀压力回升中国回撤部分逆周期调节政策，美国页岩油产量大增美国原油库存反季节累积，5月份之后中美贸易形势突变全球衰退担忧再起，国际油价和铜价相继开始调整。6月份之后美伊中东紧张局势、美国原油库存开始回落以及 OPEC+ 延长减产协议至 2020 年一季度等利好因素推动原油价格企稳反弹，6 月底以来中美贸易形势二次缓和以及欧美央行宽松货币政策对于油价和铜价有中短期提振作用，上周 WTI 原油和美铜分别上涨 4.7% 和 0.8%。展望下半年，由于美国已经由油气进口国转为出口国和沙特国有石油公司筹备上市，美国和 OPEC 均有供给侧改革（制裁委内瑞拉和伊朗，减产限产）、推高油价的政治意愿，由于欧美经济弱而不衰仍将延续缓慢复苏步伐，因此原油市场中长期趋紧展望不变，我们预计中期内原油价格维持上行趋势，但需求更多决定于中国经济的铜价上涨时间和空间都相对有限。

## 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；在中美国家元首在日本大阪 G20 会议期间会晤决定重启贸易谈

判以及美国6月非农就业远超市场预期等利多因素推动下，6月下旬以来美元指数大幅反弹至97.6附近；但上周美联储主席鲍威尔国会作证执意要在美国经济尚未出现衰退迹象的时候先进行预防性降息，以及美国财长努钦警告称美国政府可能在9月初国会重新召开之前就耗尽资金并要求国会在夏季休会前提高债务上限，利差因素和国内政治风险打压美元指数跌破97关口。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，我们预计美元指数将在95甚至96上方企稳。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，因此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95-98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



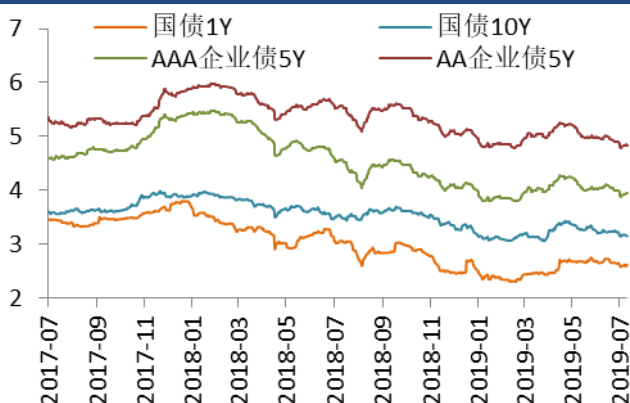
数据来源：Wind，建信期货研发中心

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附近触顶震荡，人民币指数在95.7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，人民币指数也贬值至93.5。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，同时由于市场预期美联储被迫降息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，人民币指数则稳定在93.5附近；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，因此短期内人民币兑美元汇率或在6.8-6.5之间震荡，但中期波动方向趋于贬值。

### 2.3 债券收益率

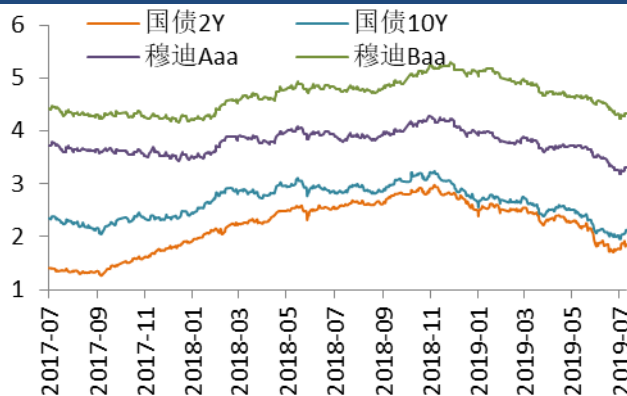
2019年上半年欧美国债收益率曲线延续2018年11月份以来的下移趋势，美国2/10年期国债收益率分别下降77/72个BP，国债期限利差先收窄后扩大，信用利差也出现不同程度的收窄，美国债券收益率下行体现出2019年全球经济同步回落预期、海外政经市场风险、中美贸易纷争以及美联储货币政策宽松预期的综合影响。上周美国国债收益率曲线陡峭化上行，虽然美联储主席鲍威尔国会证词暗示美联储正准备降息，但金融市场已经完全消化了美联储降息预期；而且上周美国经济数据大多好于市场预期，市场开始修正原来过于激进的美联储宽松预期，美联储可能仅仅预防性降息25个基点后就按兵不动进入观察期；而且美联储降息肯定有助于化解全球经济衰退担忧，这对主权债券而言是一个利空因素。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企稳回升，而且原油市场中期趋紧以及中美贸易纷争也会在中期内推高美国通胀水平，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，建信期货研报中心

图8：美国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

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\\_11427](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11427)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn