

类别
宏观策略周报

日期
2019年6月21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



二次习特会提振市场，美联储放弃 耐心措辞

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

上周中国国家主席习近平与美国总统特朗普通电话，决定与特朗普在6月末G20日本大阪峰会期间会晤，在此之前中国副总理和美国贸易代表莱特希泽将会提前沟通，此消息令市场期盼2018年11月底习特会之后中美贸易摩擦停火的情景重现，环球股市因此得到提振。我们6月初在专题报告《地缘政治系列之一：中美仍有达成贸易协议可能，但两国对抗局势将长期存在》中提到：尽管中美之间长期关税壁垒符合特朗普政府中部分官员所持的中美经济脱钩的企图，但中美经济不可能迅速脱钩也不可能完全脱钩，而且中美贸易纷争很可能导致特朗普输掉2020年总统大选；我们认为中美之间还是有可能达成贸易协议，尽管在中美新冷战长期化的情况下这份协议可能无法体现出多少合作共赢的精神而只是短期妥协的产物。因此中美两国元首G20会议再次会晤并不意外，但也不要对中美贸易谈判报以太大希望，实际上许多跨国企业已经准备应对中美贸易壁垒长期化。贸易壁垒长期化并不能阻止欧美企业投资中国，但在中国生产供美国消费的途径慢慢地走不通了，上周苹果公司已要求大型供应商考虑将15%-30%产能从中国转移至东南亚的可行性并评估产能转移的成本，这些供应商包括富士康、和硕、纬创、广达电脑、仁宝电脑、英业达、立讯和歌尔股份。

由于抗议声浪强烈而且有国外势力干预，上周香港特区政府决定暂缓修订《逃犯条例》的工作，香港特首林郑月娥就支持《逃犯条例》修订发表个人道歉，但暗示不会辞职；抗议活动领袖称林郑月娥的回应令他们愤怒，该团体不接受林郑月娥的道歉，将会讨论未来的行动；我们预计香港将会成为中美新冷战的前沿阵地，双方均欲必得之，《逃犯条例》的修订抗议只是前菜，主战场应该在香港金融市场（联系汇率、房地产与股市）。6月20日至21日中国国家主席习近平应邀对朝鲜进行国事访问，这是中国国家最高领导人时隔14年再次访问朝鲜；中国主张维持朝鲜半岛现状，希望美国与朝鲜按照一揽子分步走的原则来缓解紧张局势，朝鲜发展核武器或者朝鲜半岛统一均不符合中国利益；美国意欲拉拢朝鲜对抗中国，但朝鲜无核化也是美国一向宗旨，在美国鹰派当中拥有强大支持；朝鲜打算以核武器作为与中国和美国关系正常化的条件，但除非美国同意在朝鲜拥核的情况下接受朝鲜，否则朝鲜不敢轻易与中国交恶；在中美朝之间存在复杂的利益关系，近期朝鲜问题或难以有所突破。

5月13日紧邻波斯湾霍尔木兹海峡的阿联酋富查伊港发生爆炸，造成7艘到

10艘油轮发生大火；6月13日在霍尔木兹海峡附近距离伊朗海岸线不远的海域再次发生2次油轮爆炸案，“前沿牵牛星号”和“国华勇气号”2艘油轮发生了爆炸并且起火；美国指责伊朗制造了以上事件，并于6月17日决定向中东增兵1000人；6月19日伊朗在公海区域击落美国无人机，美国总统特朗普称伊朗击落美军无人机犯下大错，随后又淡化伊朗的举动，称这可能是一个草率而又愚蠢的人干的；同一天伊朗方面表示拟在60天内与伊核协议其他签署国磋商伊方权益，若诉求落空伊朗将不再限制铀浓缩活动的产品丰度；6月20日欧盟发表声明称，伊朗、法国、德国、英国、中国与俄罗斯的高级官员将于6月28日在维也纳举行会议，就如何避免伊核协议失效进行磋商。由于美国制裁伊朗原油出口量直线下降，对伊朗经济造成严重冲击，近期事件现实伊朗当局已经越来越不耐烦，中东局势处于紧张边缘；虽然美国不愿再次卷入中东冲突，但若美国对伊朗持续升级的挑衅行为，美国给予适当还击是完全有可能的；由于霍尔木兹海峡是国际原油运输主要通道，中东紧张局势引发原油供给担忧，本周原油黄金双双走高。另外英国保守党启动新领导人选举程序，在10名候选人经党内议会下院议员投票筛选至前外交大臣鲍里斯·约翰逊和现任外交大臣杰里米·亨特两人后，10多万名保守党党员将通过邮寄选票的形式投票选出新领导人，预计最终结果将在四周后公布

1.2 经济增长与通胀

上周国内外几无重要数据发布，金融市场关注点在于中美贸易形势以及美联储议息会议。由于在一季度部分城市房价快速上涨之后相关部门再次强调房住不炒并且收紧房地产政策，5月份中国70个大中城市房价环比上涨速度有所放缓，主要是一线城市，而二三线城市房价仍维持8%以上的同比涨幅。由于在中美贸易纷争冲击以及国内尚未见到全面通胀压力，中国货币金融环境总体依然适宜；但为了抑制宏观债务杠杆率和控制房地产市场，货币政策仍以定向宽松为主，中国稳增长将更多使用财政政策工具而不是货币政策工具。

1.3 中外财金政策

本周先有欧洲央行行长德拉吉暗示欧元区可能需要降息甚至重启QE等刺激措施，后有美联储议息会议放弃“耐心”措辞更有7位官员倾向于年内降息2次，全球金融市场包括风险资产和避险资产都受到全球央行宽松货币政策立场的提振，美股创下新高，美十债跌破2%，黄金突破1400美元/盎司关口。然而挪威央行独树一帜宣布上调基准利率25个基点并表示2019年很可能再次加息，上周英国和日本央行宣布按兵不动。中国央行加量续作MLF，继续以流动性稳定包商银行事件对国内货币金融环境的冲击，但这也意味着短期内无望降息降准。据悉中国央

行和证监会召集了多家券商和基金公司相关负责人开会，会议要求机构客观看待交易对手方，不要一刀切暂停逆回购融资；鼓励提供同业流动性支持，以缓解市场的流动性结构困局；在监管层不懈努力之下包商银行事件对流动性的短期冲击或能顺利过去，但刚兑消失之后信用分层现象将逐步形成，当然这也是金融体系健康的表现。

上交所网站显示，睿创微纳、华兴源创科创板注册生效，澜起科技、杭可科技、天宜上佳提交科创板注册申请，柏楚电子与航天宏图首发申请 6 月 27 日上午会；首批获准科创板 IPO 注册的苏州华兴源创科技股份有限公司，率先披露上市发行安排及初步询价公告，7 月 3 日刊登《发行结果公告》，公司将由此成为科创板第一股，并意味着承载政策重任的科创板即将到来。为了活跃股票市场支持科创板，监管层除了持续扩大金融开放引进外资之外，还或明或暗地放松监管政策，上周中国证监会和英国金融行为监管局正式启动沪伦通，而证监会拟修改《上市公司重大资产重组管理办法》，进一步提高“适应性”和“包容度”，主要内容如下：一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级；二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至 36 个月，引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产；三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市；四是拟恢复重组上市配套融资，多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。另外 21 世纪经济报道记者了解到，目前监管部门已下发防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见，但由于文件涉密，并未对外公布；自 2017 年下半年以来，各部门对融资平台的监管逐渐收紧，融资平台的再融资受阻，偿债压力加大；据统计，2018 年至少有 23 款融资平台相关的产品违约，今年以来城投违约持续，凸显融资平台流动性之紧张。据悉 OPEC+ 接近同意 7 月 1-2 日在维也纳召开部长级会议，这将结束有关他们何时开会讨论下半年产量政策的争议。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

上周商品价格大多上涨，美联储鸽派立场、美元指数下跌对商品整体有提振作用，而美伊紧张局势继续引发贵金属的避险需求。由于美联储倾向于以降息对冲贸易局势冲击，美元指数在震荡区间内偏弱运行，而且美伊紧张局势刺激原油价格大涨，上周伦敦黄金在避险需求以及抗通胀需求的双重刺激下一度突破 1400

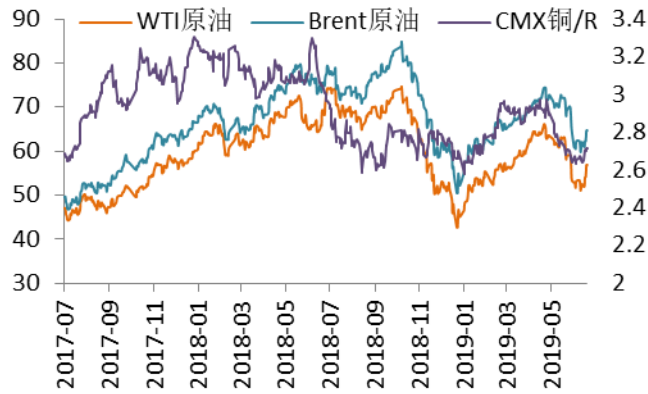
美元/盎司关口，高波动性的白银涨幅终于也超过黄金，上周伦敦金银分别上涨 3.5%和 3.7%；由于人民币兑美元汇率有所升值，因此上海金银周度分别上涨 1.9%和 0.9%。我们预计在美联储货币政策基调转变的情况下近期贵金属继续偏强运行，建议投资者逢低少量做多。

图1：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研发中心

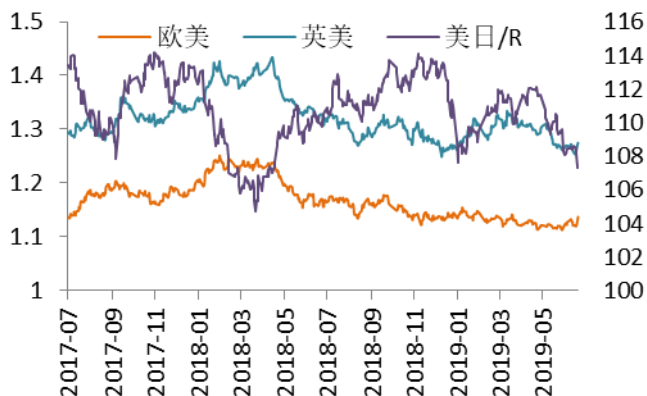
由于美国原油库存反季节上升以及国际贸易纷争激发的全球经济衰退预期，近期国际原油价格大幅调整；但 OPEC 因此延长减产协议的可能性以及中东伊朗几张局势对原油价格有一定提振作用，上周 WTI 原油上涨 8.3%；我们继续认为在美国打压其他原油出口国以帮助本国油气出口的战略下原油市场中期趋紧，政治因素可能推动原油价格继续上行至 65-70 美元/桶之间。美联储降息预期缓解全球经济衰退担忧，上周美铜上涨 2.8%；因投资者对天气的担忧有所缓解，而且中美贸易谈判有望重启，上周美豆上涨 2%而玉米下跌 0.7%。

2.2 国际主要汇率

上周美联储议息会议放弃耐心措辞更有 7 位官员预期年内降息 2 次，美联储降息预期以及美国国债收益率大跌降低美元吸引力，上周三开始美元指数开启三浪下跌，周度下跌 1.4%，下周主要观察美元指数能否在 96 附近企稳。虽然欧洲央行行长德拉吉以及潜在接任者均表示有必要时欧洲央行将采用包括降息和重启 QE 等措施刺激经济，而且强硬脱欧派、前外交大臣鲍里斯·约翰逊在英国保守党党首竞选中大幅领先并有可能成为下任英国首相，但得益于美联储的鸽派立场，本周欧元和英镑兑美元汇率分别上涨 1.43%和 1.23%；美联储鸽派声明引发央行宽松预期，日元兑美元汇率周度升值 1.15%。我们判断 2019 年美元指数偏强与美国国内经济表现稳健、海外（特别是欧洲）政经风险上升、避险资金涌入美国有关，这同样也是美债收益率下降与美国股市偏强运行的推动力，美国经济增长环比回落以及美联储货币政策立场反而不是主要影响因素。从这个角度看，除非海外经

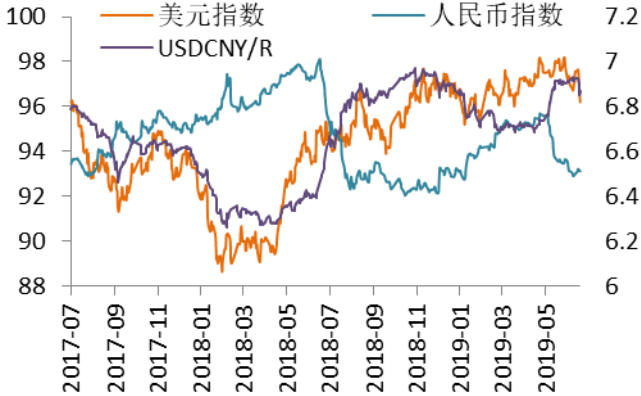
济政治局势稳定下来，否则美元指数高位震荡格局不太可能改变，我们期望美元指数能在 95 甚至 96 附近企稳，后期我们还要关注美国总统大选是否增加美国国内政治风险（利空美元指数）。

图3：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研发中心

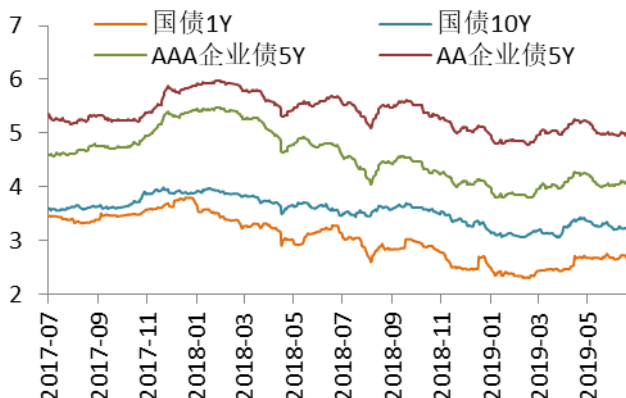
5 月初中美贸易形势突变，市场预期中国将以本币贬值对冲美国新增关税措施，人民币兑美元汇率急贬至 7 附近。但人民币兑美元汇率一旦破 7，会引发大规模多头止损以及加重贬值压力，这在进一步引致美国不满的同时也会加大国内通胀压力。因此央行通过发行离岸票据、强化逆周期因子作用以及干预离岸市场远期汇率掉期交易等手段干预汇率市场，人民币兑美元汇率在 6.9-6.95 附近有所企稳，上周更是在美联储鸽派声明的刺激下人民币兑美元汇率一举突破 6.9 关口。由于中美元首会晤并且中美贸易谈判有重启可能，而且美联储年内降息概率上升，中国监管层抓紧推进金融开放引入外资，因此中短期内人民币汇率有望保持强势，但升值幅度料不会很大，观察 6.8 以及 6.7 两个阻力位是否能被突破。

2.3 债券收益率

上周中国国债收益率曲线陡峭化下行，1/10 年期国债收益率分别下行 7BP 及 0BP，主要是央行以充裕短期流动性缓解包商银行事件引发的流动性与信用冲击，但积极财政政策以及中国股市企稳回升降低了长债的避险需求。中国已经处于滞涨格局当中，内忧外患之下经济增长乏力，央行有意放松货币政策支持经济增长；但在国内通胀压力上升、宏观债务杠杆率恶化以及人民币贬值压力下央行货币政策空间有限，逆周期调节政策更有可能以积极财政政策来稳增长，货币政策也更注重针对性，而这将令中国进一步陷入滞涨格局（总供应因国际贸易体系重整而受限，积极财政政策对通胀弹性大于对经济弹性）。在这种情况下我们预期 10 年期国债收益率上下两难，维持 3.2-3.6% 之间的宽幅震荡，短端收益率波动幅度更小，利多因素包括经济增长乏力、资产价格波动以及国际贸易形势恶化，利

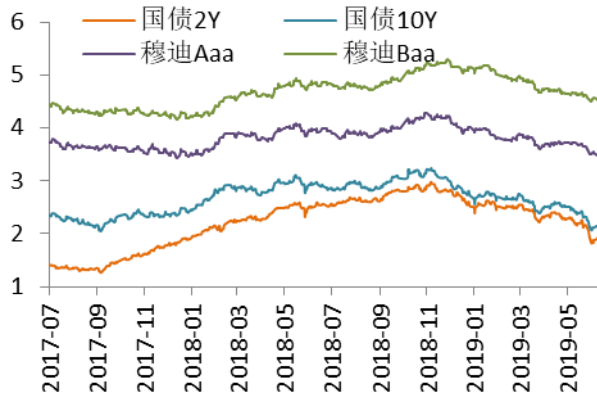
空因素包括通胀压力上升以及国债供给压力上升。

图5：中国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

上周美国国债收益率曲线陡峭化下行，美国 2/10 年期国债收益率分别下行 12BP 和 8BP，因为美联储议息会议放弃耐心措辞，而且有多位官员预期年内降息 2 次。美联储货币政策受到三方面的压力：国际贸易形势对美国通胀冲击（经济增速与通胀压力先降后升）、国际贸易形势以及欧洲地缘政治风险对美国国债收益率曲线的影响（十年期国债与 3 个月期国债收益率已经出现倒挂）以及美国政府持续不断的批判指责（最近新闻报道特朗普政府曾经在 2 月份考虑过将鲍威尔降职处理）。虽然最近美国十年期债券收益率大幅下降，但美国股市依然处于历史高位并没有强烈的调整意图，而且美国经济并没有呈现出全面疲软态势，比如近期的美国家庭支出已经有所回升（居民消费是美国经济的基石所在）。综合而言，美国经济景气期还没有结束；但是国际贸易形势会对美国经济通胀产生中短期不利冲击（尽管中长期利多），而且美债收益率倒挂也不利于银行体系扩张信贷支持经济，因此美联储降息既是对冲贸易形势冲击，稳定经济与金融市场，也有利于缓解政治压力。

2.1 由外强至市场

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_11817



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn