类别

宏观策略周报

日期

2019 年 5 月 24 日

建信期货 CCB Futures

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

国际贸易争端与欧洲地缘政治引发 risk off

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

上周国际贸易争端愈演愈烈，中美双方均指责对方，中美贸易协议看起来遥不可及；同时欧洲地缘政治风险也因英国首相特雷莎·梅地位的动摇而有所激发，据报梅将在周五与保守党高级官员 Graham Brady 会谈后公布她去职时间表，有关新首相强硬脱欧立场引发英国无协议脱欧的担忧。上周四欧美日 5 月制造业 PMI 预览数据均低于市场预期，国际贸易争端和欧洲地缘政治风险引发全球经济衰退的担忧有所升温，上周全球风险资产价格因风险偏好下降而遭到抛售，主权债受到避险资金追捧，但贵金属表现有限。

美国自宣布把华为纳入商务部所谓实体名单，美国公司要获得商务部的特别许可才能向华为运送产品、软件或服务之后，又在考虑将旷视科技、大华技术、海康威视、美亚柏科和科大讯飞这五家中国企业列入禁用美国零部件或软件的黑名单，将制裁范围从华为扩展到全球视频监控领域的领军者，此举加剧中美紧张关系并令人怀疑美国是否还在针对更多的中国龙头企业。美国两党参议员组成的一个小组提议立法禁止在美国 5G 网络中使用华为和中兴通讯产品，英国电信决定不将华为手机纳入其 5G 网络发布，沃达丰也暂停在英国的华为 5G 手机预订，美国总统特朗普表示华为非常危险，华为可能成为与中国达成贸易协议的一部分，这些事态的发展盖过了美国将华为禁令推迟三个月实施所引发的乐观情绪。另外美国、欧盟和日本的贸易官员在巴黎会谈，决定致力于在 9 月份就工业补贴问题达成协议，三方努力的重点是遏制中国政府对国有企业的支持以及指导这些企业主导全球市场的方式，看起来美国正努力联合盟友将中国排除在新国际贸易体系之外。面对以上种种外部压力，中国政府的最新表态显示中国无意向美国做出让步来重启谈判，商务部发言人高峰称美国必须纠正错误做法拿出诚意才会恢复谈判，中国有充足的政策工具来缓冲贸易战的影响；外交部长王毅称中国不能接受美国将中美经贸磋商建立在不平等的基础之上的做法，美国打压华为是典型的经济霸凌行为；国家主席习近平称中国仍处于发展的重要战略机遇期，但面临的国际形势日趋错综复杂，中国要妥善做好应对困难局面准备。中美双方的强硬立场使得中美贸易谈判在 6 月份 G20 会议上取得进展的可能性微乎其微。

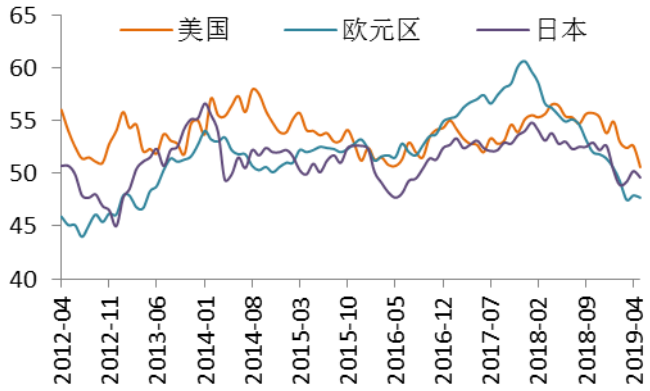
上周二英国首相特雷莎·梅概述了她的新脱欧提案，并表示她将让议会就是否举行第二次脱欧公投进行表决，但前提是议员们先支持她的协议；支持脱欧的保守党议员、反对党领袖科尔宾以及特雷莎·梅的北爱尔兰盟友，纷纷出来谴责

她的提议，他们誓言要在 6 月 3 日的下议院投票中反对她的提议，下议院领袖 Andrea Leadsom 因对新脱欧协议不满而辞职，而近期保守党在地方选举中遭遇选民用脚投票，这些事件加大了特雷莎·梅的辞职压力。据彭博援引不愿具名的知情人士报道，英国首相特雷莎·梅将在周五与 1922 委员会（保守党普通国会议员委员会）主席 Graham Brady 会谈后公布她辞任英国首相的时间表。知情人士透露特雷莎·梅计划辞任保守党领袖，从 6 月 10 日开始保守党领导人竞选，在保守党领导人竞选特雷莎·梅将继续担任英国首相。 因市场担心特雷莎·梅的接班人可能带领英国无协议脱欧，英镑对美元汇率一度跌至 1.26 的四个月低位，强硬脱欧派、前外交大臣 Boris Johnson 被视为英国首相职位最有力的竞争者。

1.2 经济增长与通胀

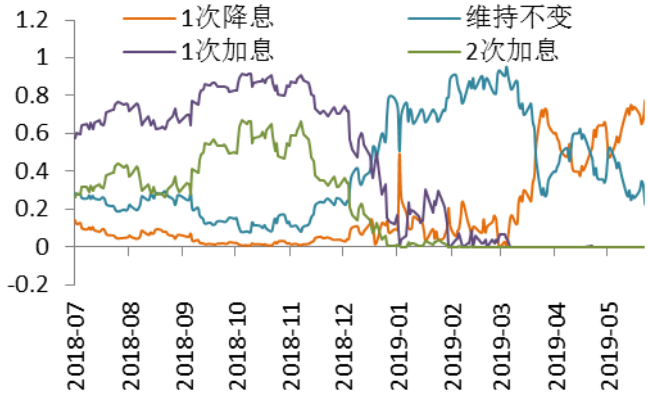
欧美日 5 月 Markit 制造业 PMI 预览数据均低于市场预期，欧元区 PMI 连续 4 个月位于萎缩区间，日本 PMI 在 4 月小幅反弹后再次掉入萎缩区间，美国 PMI 持续回落且回落幅度大于市场预期，市场愈加担忧国际贸易争端和欧洲地缘政治风险引发全球经济衰退。但是 markit 调查偏向于中小企业，它们在国际贸易体系重整中的抗风险能力不如大型企业，因此 Markit 制造业 PMI 数据有可能夸大经济衰退风险，之前中美欧一季度 GDP 均超市场预期就是例证。

图1：Markit制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：美国原油库存



数据来源：Wind，建信期货研投中心

美国能源信息署 EIA 周三公布数据显示 5 月 17 日当周美国原油库存增加 474 万桶至 4.768 亿桶，为 2017 年 8 月份以来最高，此外汽油和取暖油库存也都超预期上升。市场愈加担心美国对伊朗和委内瑞拉的制裁无法抵消美国页岩油产量的增加，而全球经济增长暗淡前景进一步加重原油市场供过于求的可能性，上周美国 WTI 原油大跌 7%，为 2019 年内最大周度跌幅。

1.3 中外财金政策

上周三美联储公布四月议息会议纪要，美联储在本次纪要内容中强调，耐心的做法在一段时间内是合适的，近期的通胀疲软可能是暂时的，一段时间内利率不会做任何变动，即使经济状况有所改善。市场此前对鸽派美联储有所期待，但美联储的中性观望基调让市场略有失望，美联储公布议息会议纪要后美联储降息预期有所减退。

5 月份以来中国人民币汇率因中美贸易谈判形势出现了大幅度贬值，中国央行为了稳定人民币汇率启动了三大干预措施，一是在离岸市场连续发行央行票据回笼离岸人民币流动性（15 日&21 日）；二是让逆周期因子发挥更大作用，上周以来逆周期因子令人民币中间价较隔夜夜盘收盘价平均高出逾 200 个基点，这在今年前 4 个月很少出现；三是央行可能通过干预离岸市场远期汇率掉期交易，压低远期汇率贬值预期。在央行干预下上周人民币汇率有所企稳回升。

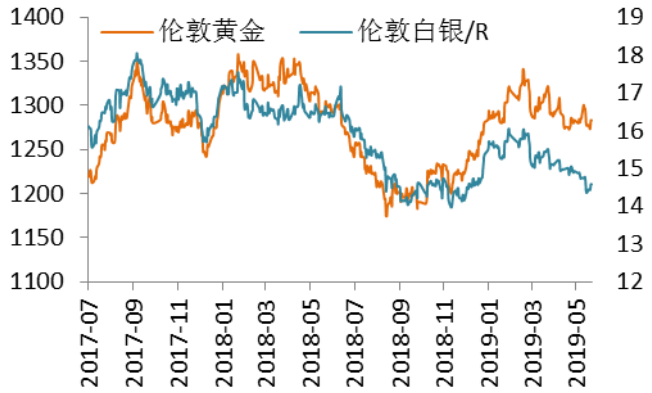
国务院总理李克强 5 月 22 日主持召开国务院常务会议，确定深入推进市场化法治化债转股的措施，支持企业纾困化险、增强发展后劲；去年以来债转股已落地超过 9000 亿元，促进了企业杠杆率下降和经营效益提升；下一步要着力在债转股增量、扩面、提质上下功夫。一是扩大债转优先股试点，鼓励对高杠杆优质企业及业务板块优先实施债转股，促进更多项目签约落地；二是完善政策，妥善解决金融资产投资公司等机构持有债转股股权风险权重较高、占用资本较多问题，多措并举支持其补充资本；三是积极吸引社会力量参与市场化债转股，支持金融资产投资公司发起设立资管产品并允许保险资金、养老金等投资。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

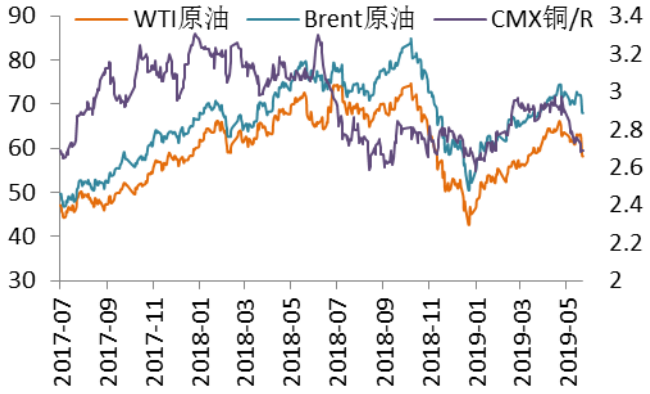
上周国内商品市场整体震荡有所分化，因为央行干预外汇市场人民币对美元汇率企稳回升，输入性通胀预期有所减退。美元指数短期见顶回落以及国际贸易风险、欧洲地缘政治风险、美欧日 5 月 Markit 制造业 PMI 低于市场预期、全球风险资产调整等避险需求提振贵金属走势，上周伦敦黄金白银分别上涨 0.5%和 1.6%；但如此多利多因素作用下贵金属反弹力度差强人意，金银 ETF 也没有出现明显增持，或说明贵金属的反弹动能不足。我们判断年内美元指数易涨难跌，技术上看黄金头肩顶形态较为确定，但短期内国际贸易纷争和地缘政治风险对黄金价格有一定支撑；而疲软经济前景使得白银走势弱于黄金，即使金银比已经处于历史较高水平，但金银比还有可能继续上行，做空金银比需谨慎。

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

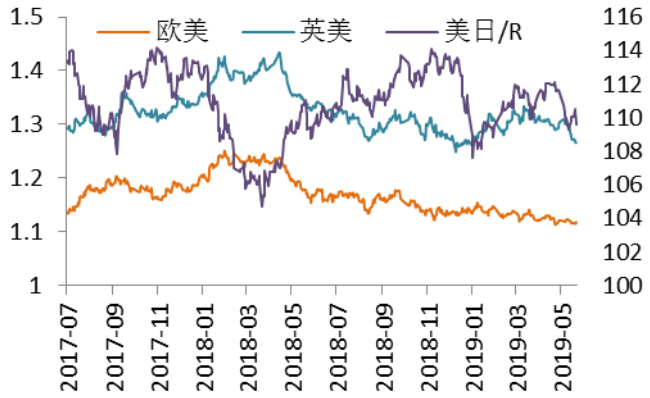
由于美国原油库存继续超预期上升以及全球经济增长前景黯淡，上周 WTI 原油价格暴跌 7%；但我们坚持认为在美国打压其他原油出口国以帮助本国油气出口的战略下，原油市场中期趋紧，政治因素可能推动原油价格继续上行至 65-70 美元/桶之间，建议在 57 美元/桶附近加仓做多原油。5 月份美欧日制造业 PMI 转弱以及中美贸易纷争施压工业金属，上周美铜下跌 1.9%，缺乏供给因素的工业金属受经济形势影响更大；上周 CME 黄豆下跌 0.3%而玉米上涨 2%，因农产品价格暴跌之际特朗普称美国政府计划补助农民约 150 亿美元；但在天气状况良好的情况下，农产品价格整体并没有太大机会，可作为中美贸易风险的对冲工具。

2.2 国际主要汇率

上周美元指数再次突破 98 关口后回落，中美贸易争端、英国无协议脱欧风险等系列地缘政治因素增加美元的避险需求；但美国 5 月 Markit 制造业 PMI 指数加速下滑，市场预期美联储将被迫降息以刺激经济，美国国债收益率大幅下滑降低美元吸引力；周度美元指数下跌 0.16%，欧元对美元汇率上涨 0.22%，英镑对美元汇率贬值 0.48%，避险需求推动日元对美元汇率升值 0.43%。1 月份美元指数构筑双底之后偏强运行，4 月底一度在海外经济疲软与地缘政治风险的推动下突破 98 关口，但随后很快回落至 97 附近整固，一季度欧洲经济意外加速令美元指数失却一大支撑；但欧元区经济细节尚未公布，而且也与 PMI 表现有所矛盾，因此欧元区甚至其他发达经济体经济是否就此企稳回升目前还没定论。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，否则避险需求将继续推升美元指数，这反过来带给新兴市场货币贬值压力，我们主要关注 5 月底的欧洲议会选举以及 6 月初的

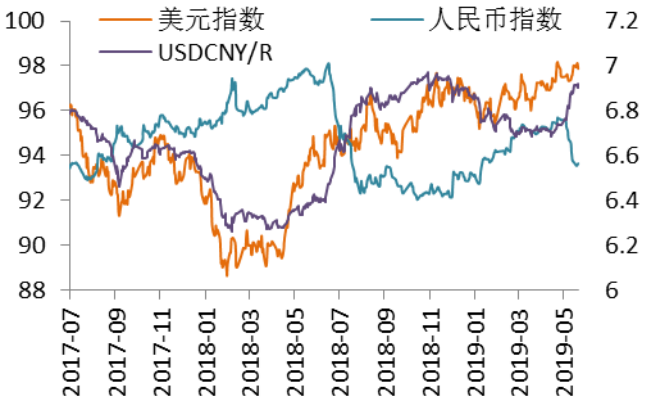
英国脱欧协议第四次投票。

图5：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美元与人民币



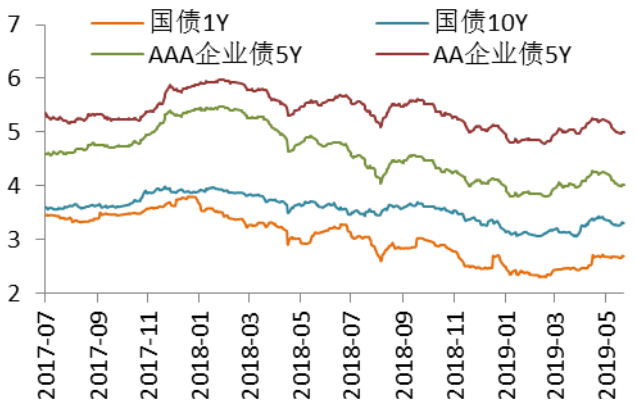
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于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，上周人民币对美元汇率升值 0.31%。虽然在中美贸易形势以及地缘政治风险压力下人民币汇率易贬难升，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；因此虽然人民币对美元汇率快速贬值至 6.9，但在 7 附近央行必然实施强有力干预行为，人民币要真正破 7 需要进一步的触发因素。

2.3 债券收益率

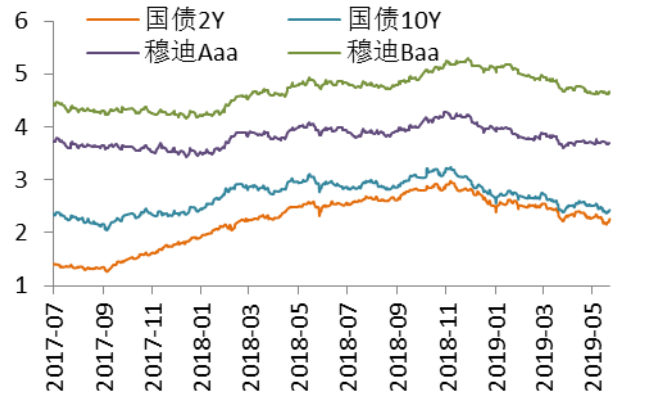
上周中国国债收益率曲线陡峭化上行，1/10 年期国债收益率分别上升 2BP 和 4BP。中国 4 月经济增速回落但通胀压力上升，已经处于滞涨格局当中，央行无意过度收紧货币政策，但在国内通胀压力以及人民币汇率贬值压力下央行也不太可能明目张胆宽松，债券收益率上下均无多大空间。内忧（通胀压力）外患（贸易体系重整）之下中国稳增长将更多采用财政政策工具，而这将令中国进一步陷入滞涨格局（总供应因国际贸易体系重整而受限，积极财政政策对通胀弹性大于对经济弹性）。在这种情况下我们预期 10 年期国债收益率维持 3.2-3.6%之间的宽幅震荡，而收益率曲线趋于平坦化，需要关注经济增长、通胀压力、风险资产波动以及中美贸易谈判进展。

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

上周美国国债收益率曲线整体下行，2/10 年期国债收益率分别下行 8BP，中美贸易纷争使得投资者对美国经济前景感到悲观，市场预期美联储将被迫降息以稳定经济市场，2019 年美联储降息预期重新上升到 77.5%。虽然 2019 年全球经济同步回落以及地缘政治风险、国际贸易风险使得市场持续预期美联储将结束紧缩周期并降息刺激经济，避险资金涌入美国压低长债收益率、国债收益率曲线倒挂使得美联储具备降息必要性，但在产出缺口转正、就业市场趋紧以及国际原油价格攀升使得通胀压力上升的情况下，美联储降息的门槛同样很高，除非美国实际经济大幅走软或者美国股票市场大幅调整。目前美国债券市场在为地缘政治风险以及美国股票市场调整预期而定价，而忽视了美国经济状况稳健通胀压力回升的长期基本面，这意味着美债的下行空间有限而一旦避险因素消失其反弹势头将较为迅猛。

2.4 中外股票市场

上周全球股票市场大多偏弱震荡，国际贸易纷争以及地缘政治风险打压市场风险偏好，欧美日 5 月制造业 PMI 预览数据低于预期令市场担忧全球经济增长前景。中国部分回撤逆周期调控政策以及中美贸易纷争再起，意味着支撑全球股市

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_12346