

类别
宏观策略周报

日期
2019年3月11日



宏观金融研究团队

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

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

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

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



警惕政策回撤风险与经济下行风险叠加

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

上周全球地缘政治风险趋于上升。2月底习金二次会谈不欢而散之后，美国媒体称卫星图像显示朝鲜可能准备近期发射导弹或火箭，而中国国家主席习近平据称准备3月内访问朝鲜，朝鲜作为中美贸易谈判的中方棋子地位愈显重要。英国拒绝欧盟为打破英国脱欧僵局而提出的协议修改建议，我们预计3月12日英国议会将会再次否决首相特雷莎·梅修订后的脱欧协议，英国面临是否3月29日无协议脱欧或者推迟脱欧的艰难选择，欧盟亦担心特雷莎·梅可能试图在3月21日布鲁塞尔峰会上与其他27国领导人直接协商。

因加拿大推进向美国引渡华为 CFO 孟晚舟事宜，中国有关部门判定加拿大人康明凯与 Spavor 涉嫌从事间谍活动，办案部门将适时启动下一步司法程序，中国外交部称在有关孟晚舟和两名在中国被采取强制措施加拿大公民案件中并没有采取双重标准；与此同时，华为针对美国政府决定禁止某些联邦机构使用该公司的产品对美国政府提出诉讼，而加拿大决定于5月8日在温哥华举行孟晚舟的引渡听证会。3月8日特朗普首席经济顾问库德洛称特朗普与习近平或于本月或下月会面，之前纽约时报和华尔街日报均报道了3月底习特会的不确定性。

总体上看，中美双方均有达成贸易协议、管控贸易争端负面冲击的现实需要，但特朗普政府力争中国最大让步以实现对其选民的承诺，中国则尽力避免苛刻协议对国内经济的冲击；朝鲜意图在国际放松经济制裁下秘密发展核武器，而美方明确指出此路在卫星监控下行不通；美国以国家安全为由封锁中国科技发展，中国企业则以美国法律为武器抗争；2019年全球地缘政治风险并没有缓和，近期的风险点在于中美贸易谈判的曲折性以及英国脱欧进程的不确定性，重点观察中国两会结束后的中美贸易谈判以及3月12日的英国议会投票情况。

1.2 经济增长与通胀

上周中外经济数据较多。季节性因素造成中国贸易数据大幅波动但总体疲软，中国 PPI 和 CPI 增速均回落但猪周期有启动迹象，而金融数据则显示了决策层在稳增长的情况下控制金融风险的努力。美国2月新增非农大幅跳水，我们判断其中有部分统计因素，但就业参与率维持在63%上方且雇员薪资增速在整体通胀回落的背景下反而加速上升至3.4%。OECD 下调全球特别是欧元区经济增长预期，欧洲央行更是将2019年欧元区经济增长预期由1.7%大幅下调至1.1%。总体上看

2019 年全球经济同步回落但美国略好欧元区略差的判断没有变化，但通胀压力有可能因为中国猪周期以及欧美就业市场收紧而上升，这将对后期货币政策形成制约。

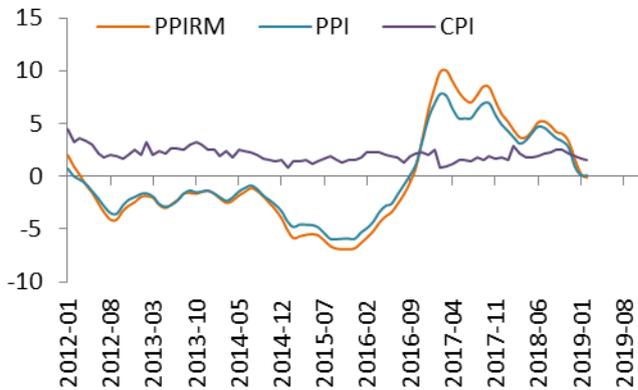
2019 年 1-2 月累积中国出口同比下降 4.6%，进口同比下降 3.1%，相比 2018 年的确出现了预期中的断崖式下滑。中期看，全球经济同步回落以及国际贸易体系重整都不利于出口，中国 2 月制造业新出口订单指数持续回落至 45.2%，并且人民币汇率指数在中美贸易谈判所带来的政治压力下保持强势；另一方面，中国房地产大跃进后居民消费能力下降，中国政府基建稳增长但受宏观债务杠杆率制约整体需求依然偏弱；预计 2019 年中国进出口都将处于疲软态势。

图1：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图2：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研报中心

中国 2 月 PPI 和 CPI 分别同比增长 0.1%和 1.5%，PPI 低于预期而 CPI 高于预期；PPI 方面走弱毫无疑问，但由于中国 3 年供给侧结构性改革降低了重化产业产能过剩程度，而国际原油价格在 OPEC+ 的努力下暂时也没有大幅下跌迹象，因此中国 PPI 通缩的程度将小于 2012 年（更不用说 2015 年）；另外由于非洲猪瘟在全国范围内的扩散，中国猪肉供应减少猪肉价格上涨，3 月 8 日当周猪肉价格同步上涨 20.7%，后期猪周期有可能加重中国食品通胀压力进而对货币政策造成制约；虽然在整体经济表现疲软的情况下央行紧缩的可能性微乎其微，但进一步宽松的空间可能就不大，特别是考虑到宏观债务杠杆率居高不下的情况下。

中国 2 月份新增社会融资规模大幅回落至 7030 亿元，其中表外票据融资收缩 3103 亿元，由此带动整体影子银行融资萎缩 3648 亿元，与 1 月份扩张 3432 亿元形成巨大反弹，这体现了监管层严查资金流向防控金融风险的努力。由于年初银行信贷可得性上升企业融资需求得到满足，2 月份企业贷款也大幅下降，这说明实体融资需求较为疲软，前期货币过于宽松以致于超额流动性只能流入股市推动

没有业绩支撑的股票出现暴涨；如果监管层要控制金融风险，后期货币政策可能边际收紧。从两会领导表态看，松紧适度的货币政策意味着社会融资增速和广义货币增速与名义 GDP 增速大体上保持一致，我们预计 2019 年实际 GDP 同比增长 6.3%，GDP 平减系数同比增长 1.5%，那么社融和 M2 增速合意增速为 7.8%附近，2 月份社融和 M2 同比增速分别为 10.1%和 8%，以此推算社融增速仍有下降空间，这主要通过影子银行收缩来达成。

图3：中国猪价增速

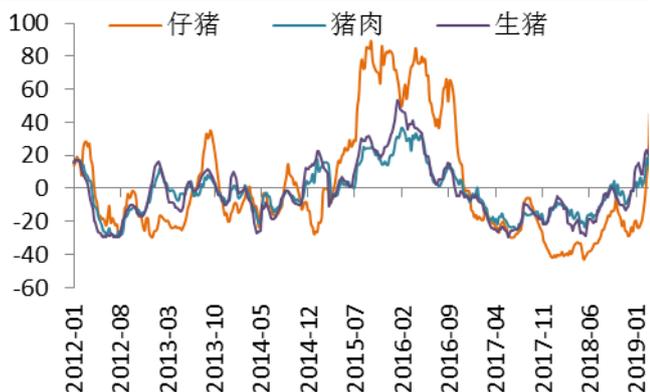
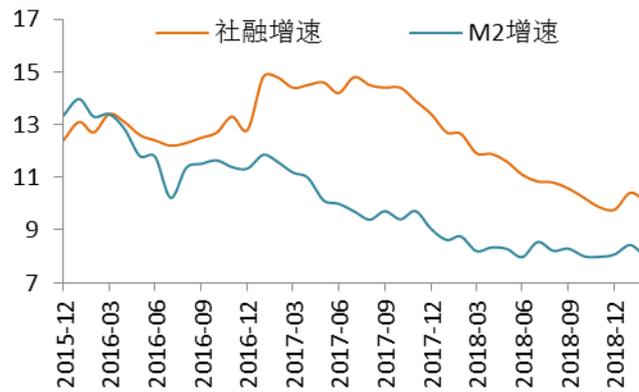
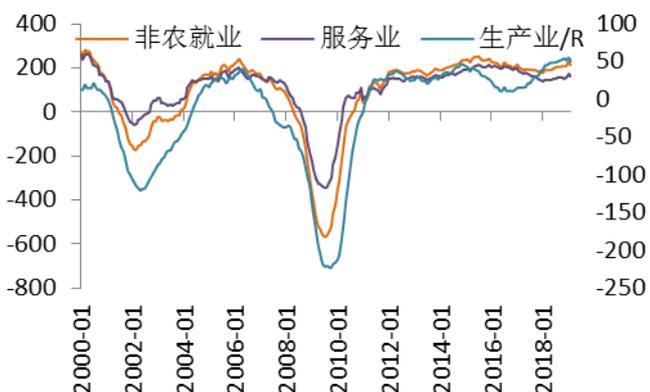


图4：中国社融增速和货币供应增速



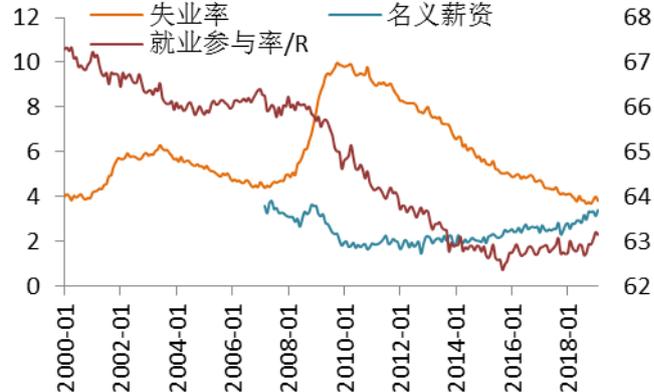
美国 2 月新增非农仅 2 万人，这种异常点在非农数据上并不罕见，例如 2016 年 5 月和 2017 年 9 月分别新增 1.5 万人和 1.8 万人。我们建议从移动平均角度看这次非农数据，12 个月累积滚动平均新增非农还维持在 21 万人以上，因此不用担心单次统计误差所带来的压力，另一方面，美国 2 月就业参与率为 63.15%，进一步支持就业参与率突破上升的可能性；而雇员薪资增速更是达到 3.4%，为 2009 年 1 月份以来最高值，这还是在美国通胀水平因原油价格而整体回落的背景下取得的，因此我们并不担忧美国就业市场，反而认为就业市场的持续收紧开始对通胀造成上行压力，这一个可能性我们将继续观察。

图5：美国新增非农就业12MMA



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美国就业参与率和薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

1.3 中外财金政策

上周中国政府总理李克强在人大会议上发布《2019年政府工作报告》，其中要点如下：1、2019年GDP增长目标由2018年的“6.5%左右”调整为“6-6.5%”，宏观杠杆率基本稳定，金融财政风险有效防控，虽然为了保就业政府仍需稳增长，但经济侧重点越来越由数量转向质量；2、2019年赤字率由2018年的2.6%上调至2.8%，低于市场预期的3%，这既综合考虑了财政收入减少、地方专项债扩张等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险预留政策空间；3、稳健的货币政策要松紧适度，M2和社融增速要与名义GDP增速大体上保持一致，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，不能让资金空转或脱实向虚；4、继续打好三大攻坚战，防范化解重大风险要强化底线思维，坚持结构性去杠杆，防范金融市场异常波动，稳妥处理地方政府债务风险，防控输入性风险；6、将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，保持6%一档的税率不变，这低于三档并两档的市场预期。总体上看中国财金政策依然强调稳增长，但相对于市场预期已经有所回撤，主要是继续推进结构性去杠杆以及防止资金脱实向虚。

上周全球央行动向偏鸽派，美联储官员继续强调对于利率路径的耐心立场，美联储主席鲍威尔表示美联储将很快宣布其资产负债表计划的新细节。加拿大央行维持利率不变并淡化加息预期，但没有完全放弃升息立场。欧洲央行维持利率不变，下调经济通胀预测，修改利率前瞻指引，并将自2016年以来首次提供定向长期贷款；欧洲央行行长德拉吉称欧元区经济仍在扩张，只是步伐放缓。中国央行行长易纲表示未来下调存准率仍有一定空间，但较前几年小多了。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

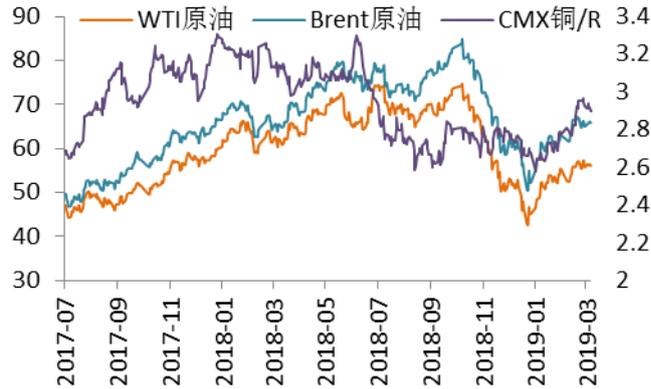
上周全球商品整体冲高回落，主要因为美元指数突破性上涨，而欧元区经济失速风险上升，且中国监管层有意控制货币流动性。上周伦敦贵金属探底回升，金银分别反弹0.4%和0.8%，主要是因为上周五美国2月新增非农就业大幅下滑提升了美联储货币政策宽松预期，但我们认为伦敦黄金中级下跌趋势已经形成，建议在1308以及1320逐步部署黄金空单，稳健者可以介入买黄金空白银对冲策略。其他商品方面，国际油价与铜价窄幅波动，WTI原油上涨0.5%而美铜下跌0.9%，工业商品多头依然期盼中国前段时间的稳增长政策对于商品需求有提振作用；CME黄豆玉米分别下跌1.7%和2.4%，中美贸易谈判利多无法掩盖全球连年风调雨顺农产品供过于求的事实。

图7：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2.2 国际主要汇率

上周美元指数冲高回落，主要是欧元区经济失速风险以及英国无协议脱欧风险提升了美元的避险需求，上周五最高达到 97.72，为 2017 年 7 月份以来最高值；但上周五美国 2 月新增非农意外大跌，美元指数出现短期回撤。上周欧元和英镑对美元汇率分别下跌 1.16% 和 1.44%，而日元对美元汇率因避险需求反而上升 0.67%，这也使得欧元对美元汇率周度下跌 1.83%。总体上看美元指数年初疲软状况已经告一段落，相对经济增长优势以及中美贸易协议可能在二季度推动美元指数走出上涨趋势。

图9：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：美元与人民币



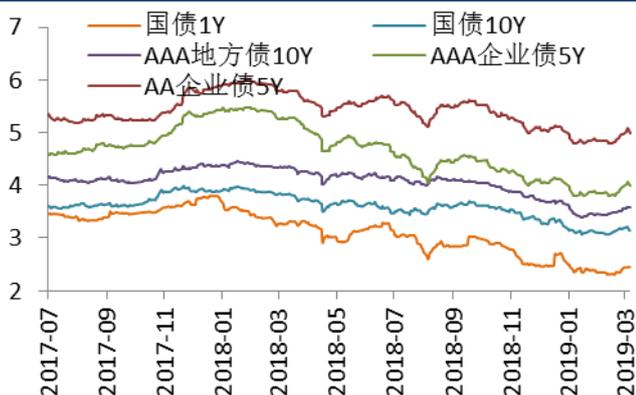
数据来源：Wind，建信期货研投中心

上周人民币兑美元汇率冲高回落，整体上跟随美元指数反向波动，周度人民币指数则升值 0.3%，与我们关于中美贸易谈判期间（以及签订协议后的执行期）人民币指数强势运行的判断相符。虽然人民币兑美元汇率可能贬值，但人民币指数本身必然是升值，我们依然预期人民币兑美元汇率高点在 6.6-6.7 之间，而人民币指数将缓慢升值至 96 上方。

2.3 债券收益率

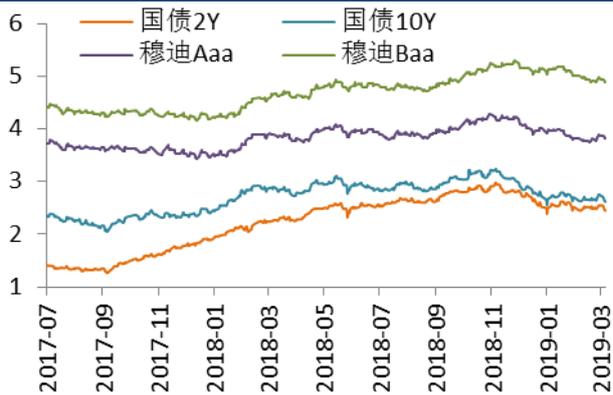
上周中国国债收益率短升长降平坦化，信用利差也有所扩大。1年期国债收益率上升2BP，基本上延续了2月中旬以来的缓升趋势，这主要是因为中国货币政策边际收紧而且股票市场持续火热吸收了部分流动性；10年期国债收益率回落4BP，主要是周内地缘政治风险趋于上升，中国贸易金融数据不如预期，以及中国股票市场出现调整迹象。但基于地方债发行继续放量，中国经济在前期稳增长努力下短期企稳，以及猪肉价格在非洲猪瘟影响下快速上升，我们预计二季度国债收益率仍然承受上行压力，10年期国债收益率可能上升至3.3%附近。2019年信用债违约事件有增无减，彭博统计前两个月中国信用债违约本金同比增长近4倍，因此在经过年初央行货币政策宽松带来的短期亢奋之后，近期信用利差重新扩大也是基本面的合理反映。但中国经济基本面决定短期反弹之后国债收益率曲线仍将下移且平坦化，我们依然预期年底10年期国债收益率跌破3%。

图11：中国国债和信用债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：美国国债和信用债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

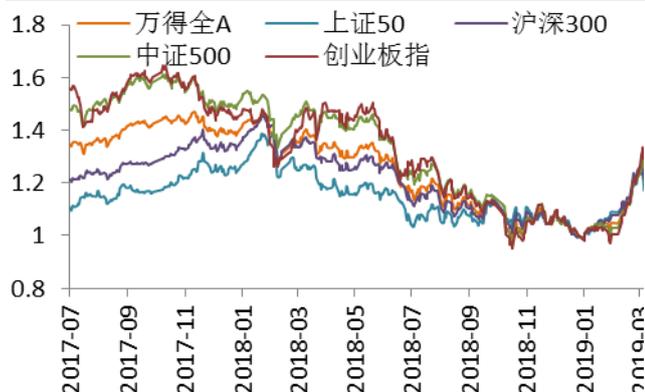
上周美国国债收益率整体平坦下移，主要是美国股票市场在诸多因素下出现调整迹象，这增加了美债的避险需求；另外欧洲央行大幅下调经济增长预期，美国2月新增非农意外大跌，也都降低了市场风险偏好。但我们也需看到美国就业市场整体表现良好，就业参与率突破性上升，雇员薪资增速达到2019年2月份以来新高，美国2月ISM非制造业PMI明显反弹，这些数据说明在全球经济同步回落背景下美国经济内在增长动力依然强韧，全球化修正对美国中长期经济潜在增速和通胀中枢均有抬升作用，国际贸易形势的变化以及美联储缩减资产负债表使得美债的海内外需求下降。我们预计美国中长期国债在回调后仍会进一步上升，十年期国债收益率波动区间为[2.5%, 3.5%]，国债期限利差有所扩大。

2.4 中外股票市场

上周全球股市出现调整迹象，美国标普 500 指数连跌 5 天，上周五中国股市也在两份做空报告背后的疑似监管层窗口指导影响下放量下跌。我们认为随着中美接近达成贸易协议，中美财金政策对冲贸易风险的必要性下降，另外中国高债务杠杆风险的现实决定了中国财金政策回旋空间不大，美国经济景气期在特朗普政府重整国际贸易体系的努力下得以延长。因此中美签署贸易协议前后中美财金政策基调将回归保守，央行看跌期权的重新失效会使得中美股市出现一轮回调。

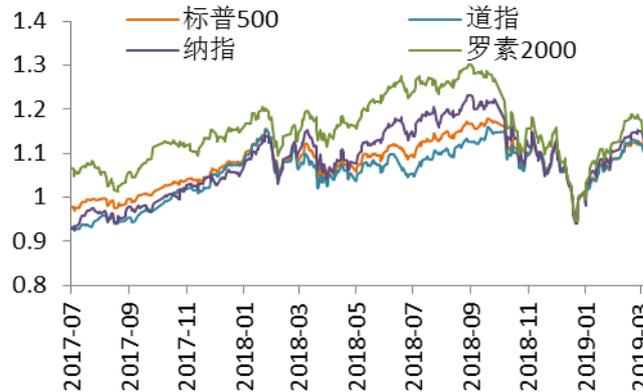
由于 2015 年至 2018 年美联储持续紧缩货币政策，美国企业发债来回购股票或增加分红的老路子走不通了，央行看跌期权的失效使得美国股市市盈率在 2018 年底出现大幅调整，目前标普 500 指数的市盈率已经回落到 2014 年年中的水平，这也是美联储本轮货币政策正常化的起点时期，因此美股市盈率因央行看跌期权失效已经调整到一个比较健康的水平，而国际贸易格局的调整中长期来看实际上是有利于美国企业盈利的，因此我们判断美国股市回调后仍将重返上涨通道，2019 年美股（标普 500 指数）再创新高是大概率事件。

图13：中国股指（2018年底为1）



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图14：美国股指（2018年底为1）



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_13718

