

类别

宏观策略周报

日期

2020年01月10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：陈浩（量化）

021-60635726

chenhao@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3048622



## 中东地缘政治降温，美国非农意外爆冷

## 一、宏观环境评述

1月8日伊朗向伊拉克两个美军基地发射多枚导弹作为报复，美伊冲突加剧地缘政治风险继续上升，当日原油黄金价格一度大涨；但随后伊朗称针对美国刺杀苏莱曼尼的报复行动已经结束，而报复行动实际上并没有造成美军伤亡，后续更多信息称伊朗在报复前曾经通过多个途径告知美国；当日晚上美国总统特朗普讲话称伊朗导弹袭击没有造成美军伤亡这对全世界来说都是好消息，美国准备好与所有寻求和平的人一起拥抱和平，美伊冲突骤然降温原油黄金价格开启暴跌模式。在美伊冲突升温的敏感时刻，一架载有176人（176名乘客中有82名伊朗人，63名加拿大人，其他乘客则来自英国、瑞典、乌克兰等国家，非伊朗籍乘客大都是伊朗裔）的乌克兰航空飞机8日上午从伊朗首都德黑兰起飞后不久坠毁，无人生还；起初伊朗宣称该飞机由于技术故障而坠毁，但1月11日伊朗政府承认是伊朗军方在高度紧张戒备中误发导弹击落飞机，随后伊朗首都出现要求伊朗最高领袖哈梅内伊下台的游行示威活动。此外，由于美国伊朗在伊拉克境内出现军事冲突损害伊拉克主权，伊拉克国民议会通过有关结束外国军队驻扎的决议，要求伊拉克政府应致力于结束任何外国军队在其领土上驻扎；而特朗普称美国在伊拉克军事设施与行动耗费巨资，如果美军被迫离开伊拉克美国将对伊拉克实施制裁。1月10日美国就伊朗空袭美军基地而对伊朗施加新制裁措施，制裁对象包括八名伊朗高级官员、伊朗17个最大的金属制造商和位于中国和塞舌尔的三个实体组成的网络等，制裁将持续到伊朗停止支持恐怖主义为止。

2018年以来伊朗经济在美国制裁之下日趋衰弱，伊朗政府加税引发民众暴动，而伊朗则以重启核装置回应美国制裁；美国政府想趁此机会一是彻底打垮伊朗反美政权中的强硬派，让伊朗重新回到谈判桌而不是选择对抗；二是为特朗普竞选总统树立强硬外交形象，并转移现时总统弹劾的舆论压力。随着伊朗强硬派势力的削弱以及在美国制裁下经济日趋羸弱，伊朗政权内部的温和派可能占据上风，我们预期美伊冲突风险大概率减退；但长期以来伊朗是坚定对抗美国的中东势力，如果美伊关系走向缓和，那么中东地缘政治格局将出现重大变化，因此中东地缘政治风险难言完全消失。

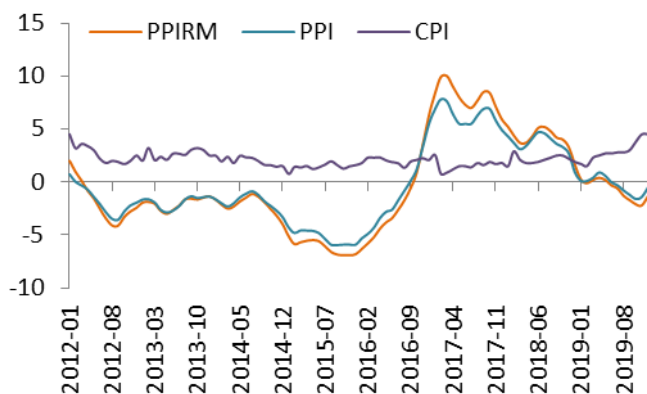
1月9日美国国会及行政当局中国委员会发布年度监察中国人权报告，批判中国政府过去一年侵蚀香港自由和自治权，建议美国政府执行《香港人权与民主法案》；香港特区政府回应称外国议会不应以任何形式干预香港特区内部事务，中国外交部敦促美国的有关方面要多反省一下国内存在的人权问题，停止故意歪曲和抹黑中国，停止损害中美互信与合作的行径。台湾总统大选中蔡英文高票连任

总统，国台办称大陆坚持和平统一、一国两制方针，坚决维护国家主权和领土完整，坚决反对任何形式的台独分裂图谋和行径。中美确认将在1月15日在华盛顿签署第一阶段贸易协议，消息称中美还将成立半年度对话机制以协商争端和改革问题，中国商务部称国务院副总理刘鹤将于本月13日—15日率团访问华盛顿。

1月9日英国下议院以330票支持对231票反对的表决结果第三次通过了英国首相约翰逊新版脱欧协议草案，该草案将在下周移交至上议院审议和表决最终完成立法程序，为英国在1月31日顺利脱欧扫平道路；该版本的脱欧协议包含涉及到欧盟公民权利、英国金融地位等基本问题的解决方案，同时限制了英国推迟过渡期的选择，使得英国在顺利脱欧后与欧盟的未来关系谈判时间浓缩在短短的11个月。英镑兑美元汇率并未因脱欧协议三读通过而大为雀跃，相反关于过渡期推迟条件的更改，增加了前景中无协议风险的可能，英镑汇率有所走软。

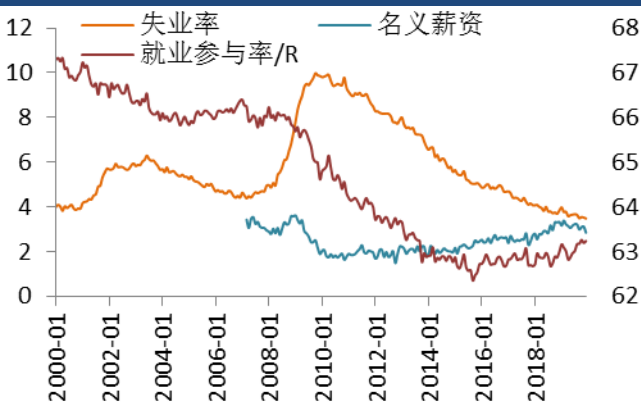
中国统计局公布12月份CPI增速持稳于11月的4.5%，当中食品CPI增速由11月的19.1%回落至17.4%，但非食品CPI增速则由11月的1%扩大至1.3%，一场天气状况和宽松货币金融环境下需警惕通胀预期扩散。12月PPI增速由11月的-1.4%回升至-0.5%，我们预计在逆周期调节政策发力、国际贸易形势缓和和国际原油市场供需趋紧等多重因素影响下，PPI增速有望持续回正并因此降低央行宽松货币政策的压力。

图1：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图2：美国就业形势



数据来源：Wind，建信期货研报中心

美国12月仅新增非农就业14.5万人远低于市场预期，但我们认为这主要是11月新增非农就业25.6万人之后的正常反应，PMI中的就业指数并没有显示出美国就业市场降温迹象，同时就业参与率和失业率分别持稳于63.2%和3.5%。因此，尽管制造业PMI数据显示美国经济继续处于下行周期，但美国整体经济并未面临重大衰退风险，我们要注意到的是美国经济活动由弱转强的信号。

## 二、大类市场分析

### 2.1 商品与贵金属

2019年伦敦黄金白银分别上涨14.3%和10.7%，而且在下半年一举突破2013年下半年以来维持了6年的震荡区间[1100, 1400]美元/盎司，最高升到1557美元/盎司。金银价格上涨直接原因是国际贸易紧张形势和美国税改新政刺激作用减退所导致的美债实际利率回落和避险需求增加，即使这段时间内避险需求也推高美元指数，但美元指数对金银价格的抑制在大部分时间内似乎消失无踪。9月份至11月份国际贸易形势趋于缓和，全球经济增长前景改善，美债收益率触底回升，金银价格和美元指数同时回落；12月份过后由于美国经济数据好坏参半、美联储实质性宽松、美债实际利率低位徘徊而美元指数偏弱调整，贵金属获得反弹动能；新年伊始美国政府空袭刺杀伊朗高级将领，中东地区地缘政治升温，伦敦黄金价格一度突破1600美元/盎司随后又大幅调整。

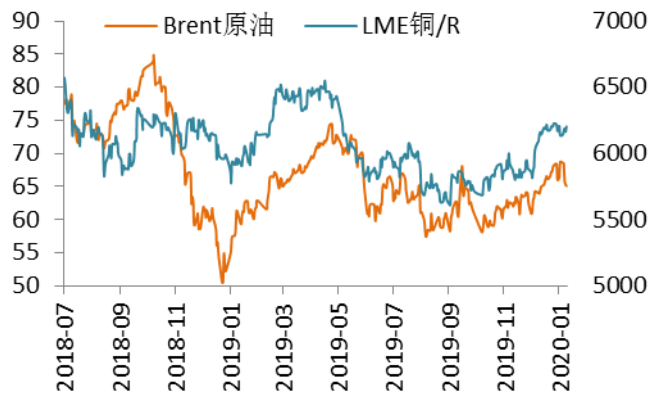
我们预期2020年美国十年期实际利率从0.2%温和上升到0.5%附近，来自国际政经格局调整、国际贸易形势、英国脱欧僵局和全球经济衰退担忧的避险需求依然存在但有所减轻，避险需求减弱美元指数也会偏弱运行但在相对经济优势影响下下跌幅度相对有限，来自就业市场趋紧和国际原油价格上涨的通胀预期可能是2020年黄金价格上涨的最大动力。总体而言我们认为在中长期因素的影响下黄金价格已经突破长达六年的震荡区间，中长期上涨趋势已经确立；中短期内全球经济企稳回升会削弱黄金的避险需求，近期贵金属的反弹力度应该有限，我们预计2020年上半年黄金偏弱调整但应该不会跌破1400美元/盎司，上海黄金现货下方支撑位306元/克；而在黄金价格震荡整固之后，来自金融市场波动的避险需求和来自原油价格的通胀预期将再次推动黄金价格上行。

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

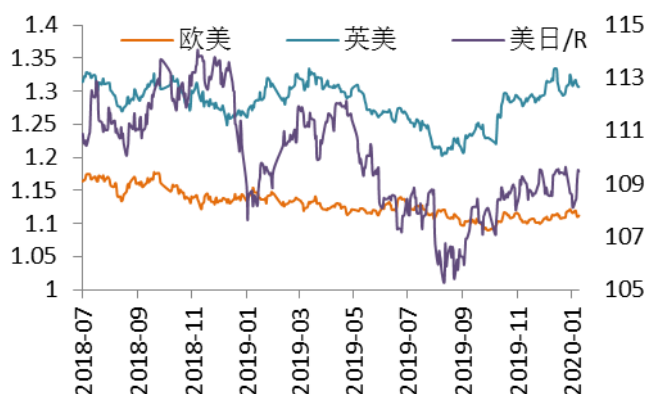
2019年一季原油和铜等工业商品得益于中美贸易阶段性停火和中国经济政策调整，而在二季度中国部分回撤逆周期调节政策以及中美贸易形势再度恶化之后，工业商品也开始偏弱调整，其中有OPEC+减产支撑的原油价格调整幅度相对有限，没有跌破2018年的阶段性低点，而与中国经济形势联系更加密切的铜价则回撤到2017年上半年的震荡平台。9月份之后，由于中美贸易形势趋于缓和、全球经济衰退风险减退、OPEC+深化减产限产，工业商品价格开始震荡回升。展望2020年，我们预计在中美贸易形势阶段性缓和、英国脱欧僵局破冰、环球央行协同宽松和主要经济体积极财政的综合影响下，全球经济有望由下行期转入以恢复性增长为主的弱复苏格局，工业商品需求面改善价格看涨；OPEC+深化减产以及需求面改善应该能推动国际原油市场从供过于求转向供求平衡，而中国房地产相关需求以及投资修复对铜需求弹性较高，我们预计2020年原油和铜价均有20%以上的涨幅（相对2019年11月底价位）。

## 2.2 国际主要汇率

2019年1-9月份美元指数大致延续自2018年5月份以来的升值趋势，原因是国际贸易紧张形势以及英国脱欧僵局对欧元区和英国经济增长前景的负面冲击愈加严重，而2017年美国税改新政对美国经济的刺激作用使得美国经济增长前景相对好于其他发达经济体，而且即使美联储三次降息美国的基准利率还是远高于其他发达经济体，因此经济基本面的差异以及利差因素是支撑2019年美元指数继续偏强运行的重要因素。但国际贸易紧张形势对美国经济的边际冲击持续加大，而税改新政对美国经济的刺激作用边际减退，9月份之后经济基本面的相对变化以及英国脱欧僵局破冰使得英镑对美元汇率率先回升；随后中美贸易形势迎来转折点，全球经济衰退担忧减轻美元指数避险需求减退，民主党发动总统弹劾调查美国国内政治风险上升，美元指数偏弱调整并再度跌破97关口。

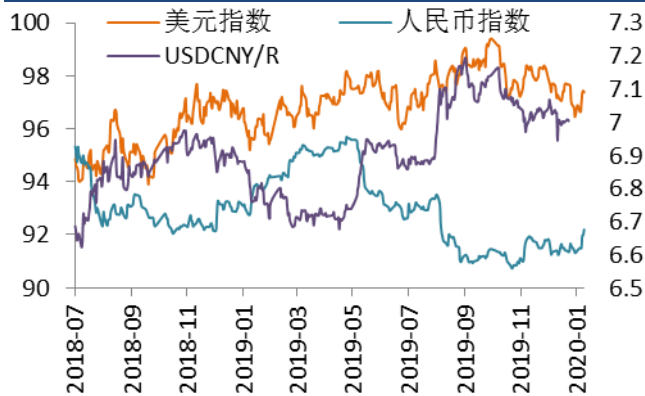
展望2020年，我们预计全球经济企稳弱复苏而美国迎来总统大选，海外经济风险下降而美国国内政治风险上升，因此避险需求对美元不再是有利支撑；虽然利差因素依然对美元指数有利，但在美联储宽松货币政策、美债收益率回升以及海外经济回暖影响下，跨境资金大概率是从美国流向海外高收益经济体，总体上看我们认为2020年美元指数会延续自2019年10月份以来的偏弱调整趋势。但要注意的是，目前正在进行的国际政经格局调整实际上是美国为了挽救霸主地位的主动尝试，美国战略收缩、国际贸易体系重整以及美国页岩油革命有利于缩小美国的经常项目赤字，因此对美元指数起到一定支撑作用，2020年美元指数趋势上是偏弱调整但整体跌幅应该有限，我们预计美元指数下方支撑分别为95和92。

图5：发达经济体汇率



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 2018 年底中美两国元首在 G20 阿根廷峰会上达成贸易停火协议，中美贸易磋商过程中的政治因素，以及 2019 年初中国经济增长前景有所改善，使得 2019 年 1 月至 4 月人民币对美元汇率以及人民币汇率指数小幅回升；但 5 月份至 8 月份中美贸易形势急剧恶化，且两国博弈有从贸易领域扩大到金融领域之势，人民币对美元汇率因此承压跌破 7 关口，最低达到 7.2 附近。9 月份以来由于中美贸易形势趋于缓和，而且中国经济企稳信号增加，人民币对美元汇率回升至 6.9 附近；但由于英国脱欧僵局取得重大突破欧系货币大幅升值，因此人民币汇率指数还是维持低位震荡态势。

展望 2020 年，我们认为中美贸易形势阶段性缓和，国际贸易形势对中国经济的负面冲击当有所减轻，在外需改善、内需稳定和政策托底的综合作用下中国经济增长前景好转，在美元汇率偏弱的背景下人民币对美元汇率应该有升值压力。要注意的两点是：1、2018 年四季度至今中国内需萎缩导致经常项目盈余上升，2019 年房地产相关消费以及逆周期调节政策刺激下中国内需大概率好转，中美第一阶段贸易协议意味着中美贸易顺差收窄，因此 2020 年中国经常项目盈余应该会有所减少；2、由于中美利差处于高位、中国经济增长前景改善而且美债收益率预期回升，外资可能再次大举进入中国股票和债券市场，因此 2020 年资本和金融账户预计会转为盈余，这应该会部分弥补经常项目盈余的回落。总体上看 2020 年人民币对美元汇率会有所回升但升值空间相对有限，我们预计上方压力位分别为 6.8 和 6.6。

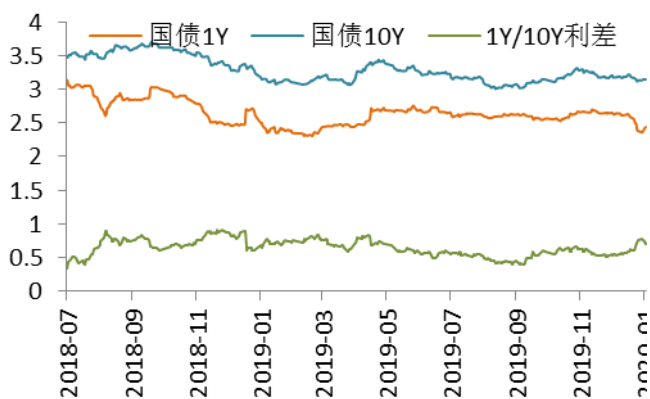
### 2.3 债券收益率

2019 年 1-8 月，由于国际贸易紧张形势持续恶化、英国脱欧进程陷入僵局、全球经济衰退风险上升、环球央行实施新一轮货币宽松，避险资金大量涌入国债和贵金属，主要经济体十年期国债收益率延续 2018 年四季度以来的下跌趋势，

2019年8月底美国、德国、日本、中国、印度和巴西的十年期国债收益率分别较2018年底回落122、96、31、17、81和180个BP。而2019年9月份以来，由于中美贸易形势趋于缓和、英国脱欧僵局破冰、全球经济积极信号增多，国债和贵金属的避险需求有所减退，主要经济体十年期国债收益率企稳回升，从8月底到11月底美国、德国和中国十年期国债收益率分别回升28、34和11个BP。

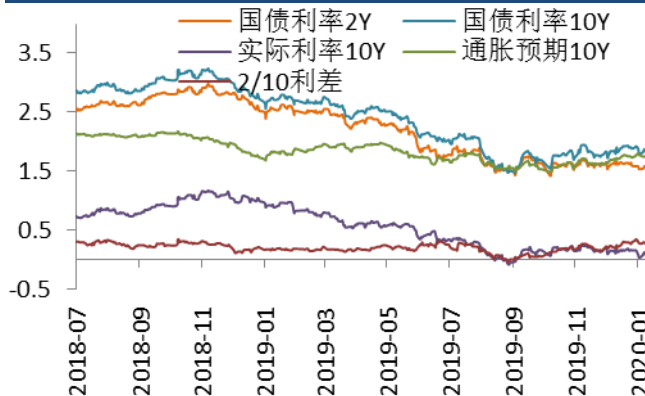
我们将美国十年期国债利率拆分为实际利率和通胀预期，2019年1-11月美国十年期国债利率94个BP的降幅中，实际利率贡献了82个BP而通胀预期仅回落12个BP。实际利率走势与美国PMI相关度达到0.56，由于美国税改新政的刺激作用逐渐减退但中美贸易形势趋于缓和，而且美联储预防性降息和重新扩表，我们预计2020年美国十年期实际利率能回到0.5%附近；而且就业市场趋紧、OPEC+深化减产与经济形势好转等因素应当能把十年期通胀预期推高至2%附近，因此总体上看我们认为2020年美国十年期国债收益率会反弹至2.5%；由于2020年为美国总统大选之年，为了避免干扰美国总统大选进程，同时避免出现2018年过度紧缩的情况，我们预计2020年美联储应该如利率点阵图所示维持利率不变，因此美国两年期国债收益率会稳定在1.65%附近，2Y/10Y价差上升至85BP左右。

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\\_7830](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7830)

