

类别

宏观策略周报

日期

2020年01月03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



中东地缘政治升温，原油黄金大幅 拉升

一、宏观环境评述

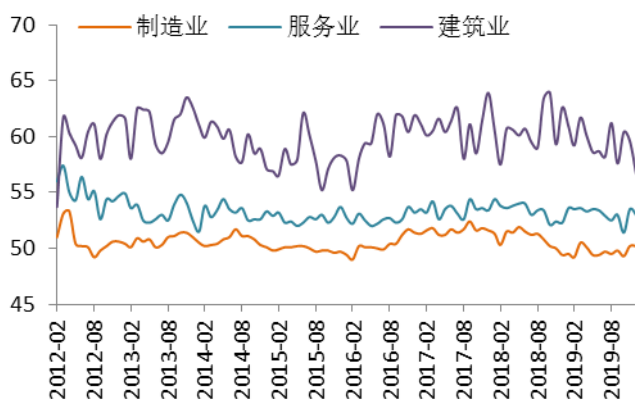
1月3日美国总统特朗普下令美军对位于伊拉克首都巴格达的两处与伊朗有关目标发动导弹空袭，伊拉克人民动员组织领导人穆罕迪斯与伊朗伊斯兰革命卫队圣城旅旅长苏莱曼尼在空袭中身亡；苏莱曼尼主要负责审核伊朗对所有反以色列武装的培训与支援，并操控向叙利亚输送军事物资，集军事外交情报等大权于一身。苏莱曼尼引起国际政坛震动，伊朗方面誓言严厉报复，1月4日伊拉克巴格达绿区的庆典广场(邻近美国大使馆)及萨拉赫丁省的巴拉德空军基地等多个地区遭到火箭弹和迫击炮袭击；虽然美国声称采取行动是为了制止苏莱曼尼损害美国资产的预谋，但国际社会一致认为美国的行动是鲁莽的，必将导致中东紧张局势升级，并呼吁相关各方保持冷静克制；特朗普则扬言美国已将目标对准了52个伊朗地点，美国不会被伊朗以任何方式威胁。中东地区地缘政治风险急剧升温，国际原油黄金价格大幅拉升，布伦特原油价格涨超3.5%，伦敦黄金价格直逼2019年9月高点。

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。我们判断美国政府此举是以进为退，与10月份先佯退兵后击杀伊斯兰国最高头目巴格达迪的战略考量是一致的。然而伊朗不是伊斯兰国，伊朗是一个主权国家且拥有更多战略资源；虽然美军击杀苏莱曼尼意外帮伊朗政府解除民众暴动威胁，但也使得伊朗人更加团结反美。美伊关系前景存在高度不确定性，我们的基线判断是美伊不会大幅提高冲突烈度，因为伊朗的绝对军事力量处于弱势，大规模宣战无疑是给了美国升级军事行动的借口，但小规模的地缘政治摩擦和针对美国的恐怖活动则不可避免；另一种可能性是随着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，进而在某个事件帮助下与美国达成和解协议，相对来说这对美国和伊朗以及国际社会都是一个更好的结局。

其他方面，1月1日中国人民银行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)，此举释放长期资金约8000多亿元并降低银行资金成本每年约150亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，通过银行传导可降低社会融资实际成本；这表明了当局在关键之年稳定经济增长的决心，我们维持2020年中国经济增长6%的预期。1月3日国务院任命骆惠宁为中央

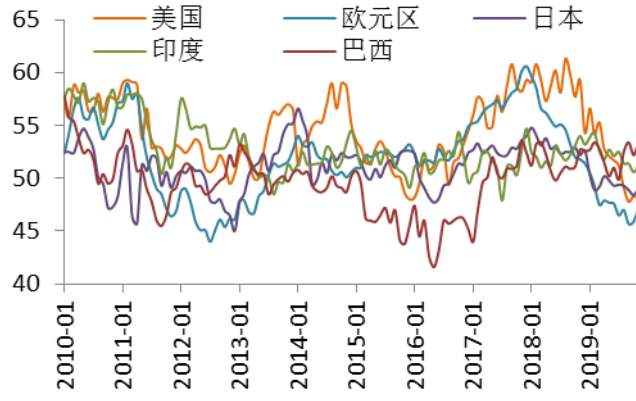
人民政府驻香港特别行政区联络办公室主任，骆惠宁曾长期在安徽工作，并先后担任青海山西两地省委书记；香港各界对骆惠宁表示热烈欢迎，相信他长期在地方主政的经验及经济学博士的背景，可帮助香港摆脱困局并开拓新局面。据武汉市卫健委1月3日通报，截至当日8时共发现符合不明原因病毒性肺炎诊断患者44例其中重症11例，目前所有病例均在武汉市医疗机构接受隔离治疗，除11名重症外患者生命体征总体稳定；1月4日香港食物及卫生局表示香港累计已出现7例感染不明原因肺炎，其中4人已经出院其余3人情况稳定，同一天香港公布《对公共卫生有重要性的新型传染病准备及应变计划》并启动严重应变级别；1月3日新加坡接到首起与武汉肺炎疫情有关的可疑病例，患者是一名近期去过武汉的3岁女童，新加坡政府规定所有从武汉飞往新加坡的旅客都必须在抵达樟宜机场时接受体温检测。

图1：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

经济数据方面，中国2019年12月制造业PMI维持在50.2%，新出口订单指数和购进价格指数都有明显的上升，原材料库存指数和产成品库存指数继续下降，与此同时建筑业PMI和服务业PMI则出现季节性回落，我们认为在国际环境改善、国内房地产和消费升温和逆周期调节政策综合作用下，中国经济增长已经见底回升，继续看好股票和工业商品等风险资产。从国际上看，12月份美国、欧元区、日本和巴西的制造业PMI均有所回落，其中美国ISM制造业PMI下降至2009年7月份以来最低值，这说明美国经济还处于下行周期尾段，全球经济回暖信号并不十分明确，美国经济偏弱和美元指数调整也是12月份以来贵金属持续反弹的主要依据。

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，伦敦黄金价格大幅上涨至2019年9月高点附近。

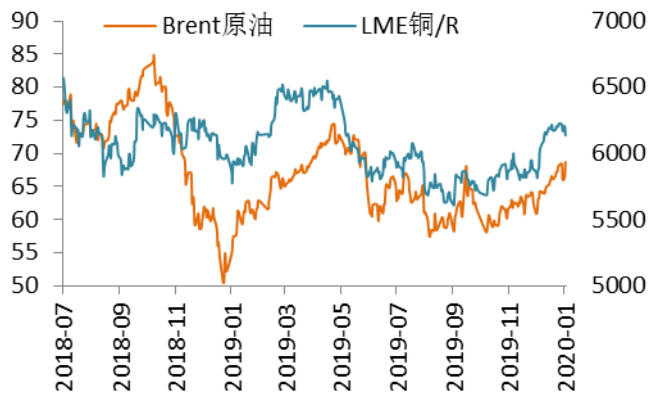
我们预期2020年美国十年期实际利率从0.2%温和上升到0.5%附近，来自国际政经格局调整、国际贸易形势、英国脱欧僵局和全球经济衰退担忧的避险需求依然存在但有所减轻，避险需求减弱美元指数也会偏弱运行但在相对经济优势影响下下跌幅度相对有限，来自就业市场趋紧和国际原油价格上涨的通胀预期可能是2020年黄金价格上涨的最大动力。总体而言我们认为在中长期因素的影响下黄金价格已经突破长达六年的震荡区间，中长期上涨趋势已经确立；中短期内全球经济企稳回升会削弱黄金的避险需求，近期贵金属的反弹力度应该有限，我们预计2020年上半年黄金偏弱调整但应该不会跌破1400美元/盎司，上海黄金现货下方支撑位306元/克；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

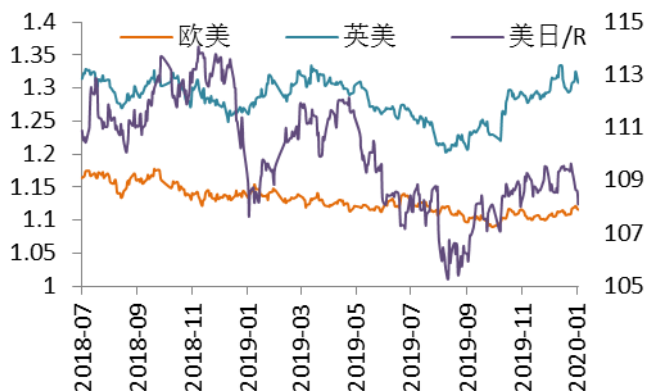
2019年一季原油和铜等工业商品得益于中美贸易阶段性停火和中国经济政策调整，而在二季度中国部分回撤逆周期调节政策以及中美贸易形势再度恶化之后，工业商品也开始偏弱调整，其中有OPEC+减产支撑的原油价格调整幅度相对有限，没有跌破2018年的阶段性低点，而与中国经济形势联系更加密切的铜价则回撤到2017年上半年的震荡平台。9月份之后，由于中美贸易形势趋于缓和、全球经济衰退风险减退、OPEC+深化减产限产，工业商品价格开始震荡回升。展望2020年，我们预计在中美贸易形势阶段性缓和、英国脱欧僵局破冰、环球央行协同宽松和主要经济体积极财政的综合影响下，全球经济有望由下行期转入以恢复性增长为主的弱复苏格局，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。

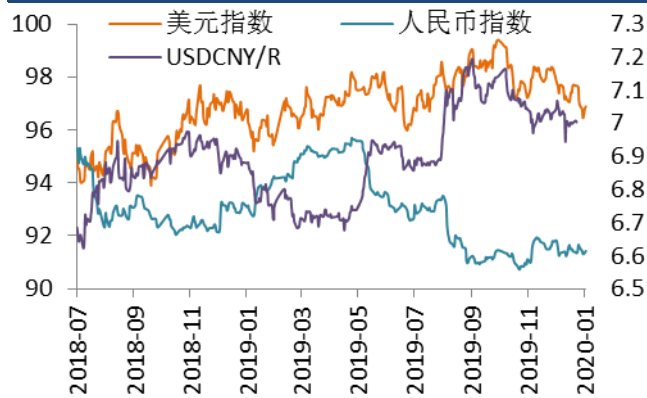
展望2020年，我们预计全球经济企稳弱复苏而美国迎来总统大选，海外经济风险下降而美国国内政治风险上升，因此避险需求对美元不再是有利支撑；虽然利差因素依然对美元指数有利，但在美联储宽松货币政策、美债收益率回升以及海外经济回暖影响下，跨境资金大概率是从美国流向海外高收益经济体，总体上看我们认为2020年美元指数会延续自2019年10月份以来的偏弱调整趋势。但要注意的是，目前正在进行的国际政经格局调整实际上是美国为了挽救霸主地位的主动尝试，美国战略收缩、国际贸易体系重整以及美国页岩油革命有利于缩小美国的经常项目赤字，因此对美元指数起到一定支撑作用，2020年美元指数趋势上是偏弱调整但整体跌幅应该有限，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 7 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。

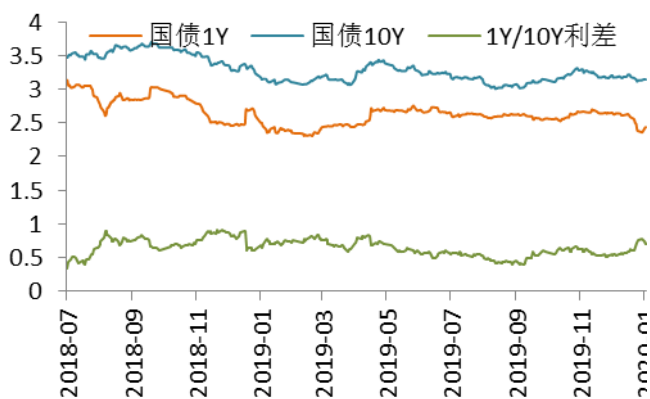
2.3 债券收益率

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。

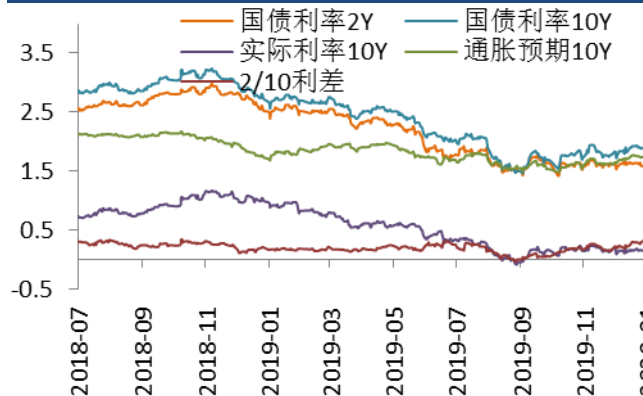
我们将美国十年期国债利率拆分为实际利率和通胀预期，2019年1-11月美国十年期国债利率94个BP的降幅中，实际利率贡献了82个BP而通胀预期仅回落12个BP。实际利率走势与美国PMI相关度达到0.56，由于美国税改新政的刺激作用逐渐减退但中美贸易形势趋于缓和，而且美联储预防性降息和重新扩表，我们预计2020年美国十年期实际利率能回到0.5%附近；而且就业市场趋紧、OPEC+深化减产与经济形势好转等因素应当能把十年期通胀预期推高至2%附近，因此总体上看我们认为2020年美国十年期国债收益率会反弹至2.5%；由于2020年为美国总统大选之年，为了避免干扰美国总统大选进程，同时避免出现2018年过度紧缩的情况，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_7979

