

类别

宏观策略周报

日期

2019年12月6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@ccb Futures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）

021-60635739

huangwx@ccb Futures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）

021-60635731

dongb@ccb Futures.com

期货从业资格号：F3054198



中国经济企稳信号增加

一、宏观环境评述

上周中美经贸磋商继续推进，本周末（12月15日）将迎来关键节点，本周四（12月12日）同样会迎来英国议会大选这一关系到英国脱欧进程的关键事件；11月中外制造业PMI均环比好转，全球制造业PMI已经连续4个月环比回升，美国11月新增非农就业远超市场预期，经济企稳信号进一步增加；中国央行行长易纲撰文《坚守币值稳定目标，实施稳健货币政策》指出中国中长期内还将保持正常的货币政策，中共中央政治局会议提出明年要保持经济运行在合理区间，坚决打好打赢三大攻坚战，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，下周将迎来美联储年内最后一次议息会议。

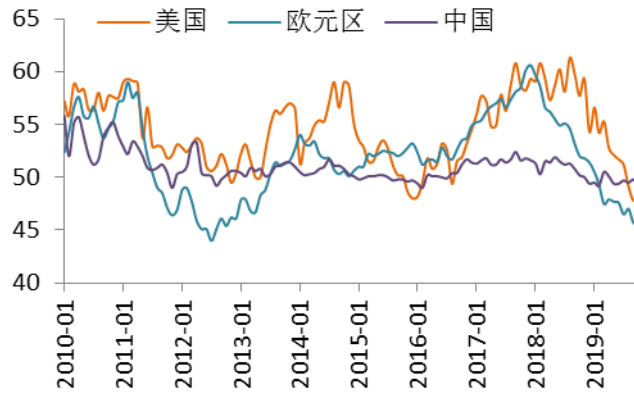
11月份中国官方制造业PMI为50.2%，为连续6个月萎缩后的首次扩张，其中新订单指数和新出口订单指数均有不同程度的回升，显示内外需都有改善；虽然这里面有圣诞节/春节备货的季节性因素，但是历史数据并没有显示出如此明显的季节性变化。另外海外主要经济体制造业PMI也大多环比改善，我们认为海内外的逆周期调节政策已经对全球经济产生正面作用，全球经济2019年底前后企稳弱复苏的概率在进一步增大；假如国际贸易形势进一步缓和，英国脱欧僵局得到解决，那么2020年全球经济回升力度会进一步上升。从企业行为看，11月原材料库存指数环比小幅上升但仍低于48%而产成品库存指数则进一步下滑至年内最低值，说明企业仍处于下游需求好转、企业顺势去库的被动去库存阶段而还没进入到主动加库存阶段，这也体现在采购量指数和购进价格指数上面，因此在面临国际贸易形势的不确定性因素下，企业投资经营心态还比较谨慎。当然这也说明一旦后期不确定性减少，企业主动加库存行为叠加低库存状态对工业原材料价格会有类似于2016年的较大幅度提振。

图1：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：主要经济体制造业PMI

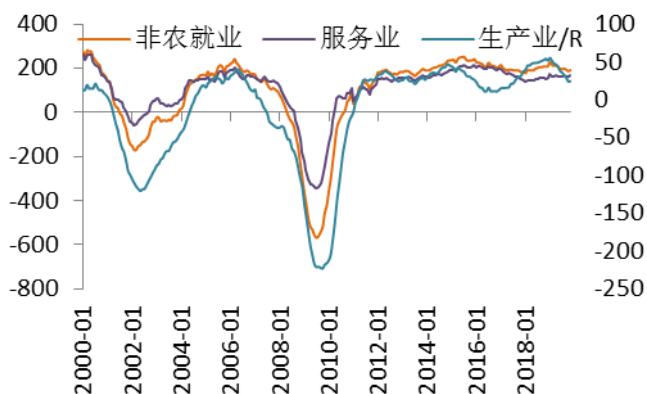


数据来源：Wind，建信期货研投中心

从国际上看摩根大通全球制造业 PMI 和服务业 PMI 均有所回升，综合 PMI 达到 2019 年 5 月份以来的次高值，全球经济企稳回升信号进一步增强。其中欧元区制造业 PMI 连续两个月回升，但服务业 PMI 有所回落，而美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 均环比回落，日本制造业 PMI 连续 7 个月低于荣枯分界线，显示国际贸易形势以及英国脱欧僵局对欧美经济的持续拖累作用，而且近期欧美贸易形势也有恶化迹象。另一方面中国、印度和巴西制造业 PMI 均回到或保持在 50% 上方，我们认为随着强势美元对新兴经济体的压制作用进一步减轻，以及逆周期调节政策逐步发挥作用，2020 年新兴经济体经济增长前景会有明显改善。

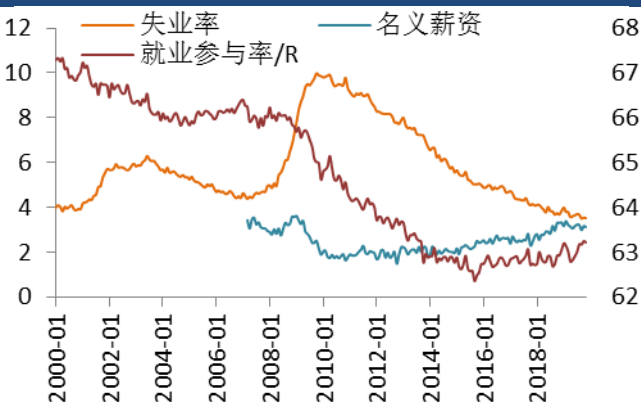
11 月美国新增非农就业 26.6 万人，远超市场预期；分行业看近 12 个月生产业月均新增 2.63 万人，较 2018 年的月均 5.18 万人几乎减少一半，反而制造业新增就业略有增加。这说明美国特朗普政府并没有让制造业回流美国，美国制造业反而因为特朗普政府挑起的国际贸易纷争而受损，2018 年至 2019 年上半年美国经济表现出色是因为税改新政的刺激作用；但随着积极财政政策效力的逐步减退，2019 年下半年以来美国经济增长前景愈加疲软，这是 2019 年下半年美联储连续三次降息的主要原因。当然由于美国经济的支撑在于服务业和居民消费，美联储宽松货币政策总体上能够对冲国际贸易形势对美国经济的负面作用，我们预计中期内美联储会维持政策利率不变以避免干扰美国大选形势。

图3：美国新增非农就业



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国就业市场状况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议分析研究 2020 年经济工作，会议认为今年以来面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成

小康社会取得了新的重大进展。

会议指出，2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标。做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

会议强调，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变。我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事。要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

年初贵金属延续2018年四季度以来由于全球经济衰退和美联储宽松预期而催生的上涨趋势，而随着2月份起全球经济弱企稳和美元指数企稳回升贵金属开始偏弱调整；5月份中美贸易形势突变，贵金属止跌构筑底部；5月底特朗普以关税施压墨西哥解决移民问题，市场避险情绪高涨，美债收益率大跌、美国股市调整和美元指数破位下行，贵金属在多重利好综合作用下突破下跌趋势线；而后中东美伊博弈加剧、英国无协议脱欧风险上升、中美贸易形势持续恶化、日韩贸易纠纷、港独台独闹事、阿根廷总统选举以及环球央行新一轮宽松等事件，推动伦敦黄金突破1500美元/盎司关口；9月5日以来贵金属出现较为明显的震荡调整走势，因为中美贸易紧张形势趋于缓和、英国脱欧僵局出现积极进展，市场风险

偏好回升，贵金属和主权债券的避险需求有所减少；但美国总统弹劾进程扰乱美国经济社会秩序，美国经济处于下行周期尾端美元指数偏弱，以及中美地缘政治风险升温，为贵金属提供了若干支撑。

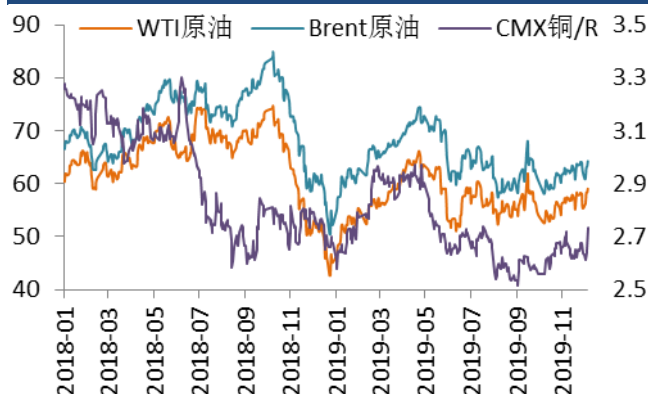
展望后期，我们认为全球经济形势将于2019年底前后触底回升进入弱复苏格局，中美贸易形势缓和和英国脱欧僵局破冰将降低贵金属的避险需求，全球股市和实际利率趋于上升，目前支撑贵金属价格的部分利多因素将有所减退，2020年上半年贵金属还将延续自2019年9月份以来的偏弱调整趋势；但是中美已经进入中长期新冷战对抗格局，国际贸易体系重组还将继续进行，由此带给贵金属的避险需求不可根除，因此贵金属价格调整空间也相对有限，如果伦敦黄金回落到1350-1400美元/盎司附近建议积极吸纳。技术上看黄金价格已经突破1400美元/盎司的六年压力位，长期内贵金属价格还将继续上涨，上方第一压力位为1850美元/盎司。结合人民币汇率来看，国内黄金现货价格此轮调整底部为285-300元/克；我们预计黄金价格在2020年中期前后调整到位，随后蓄势上涨。

图5：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研发中心

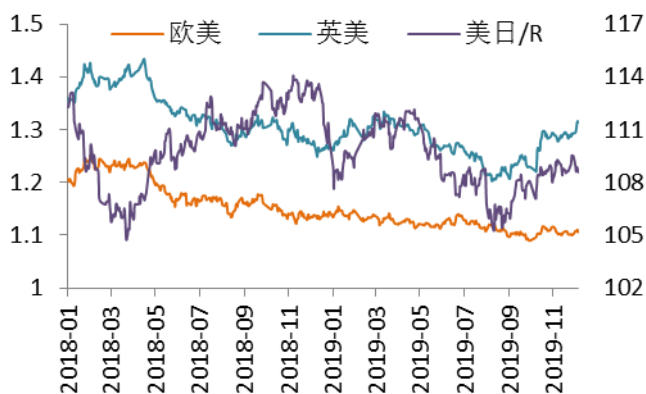
上半年国际油价和铜价先是在中美有望达成贸易协议的乐观情绪和全球经济在逆周期调节政策刺激下企稳回升预期下延续反弹，但英国脱欧僵局持续拖累欧洲经济，宏观债务杠杆率和通胀压力回升中国回撤部分逆周期调节政策，美国页岩油产量大增美国原油库存反季节累积，5月份之后中美贸易形势持续恶化全球经济衰退风险不断升温，国际油价和铜价相继开始调整。6月份之后美伊中东紧张局势以及OPEC+延长减产协议至2020年一季度等利好因素推动原油价格企稳反弹，6月底以来全球央行新一轮宽松对于油铜有提振作用，但8月份中美贸易形势恶化、中国经济前景黯淡使得油铜反弹夭折；9月中旬以来由于中美贸易形势缓和、英国脱欧僵局破冰，全球经济增长前景改善，油铜价格再次企稳反弹。展望后期，在中美贸易紧张形势趋缓、英国脱欧僵局破冰的影响下，在中美印积极

财政政策以及全球央行货币宽松的综合影响下，全球经济有望在 2019 年低左右触底回升，中国经济增长前景也将有所改善，我们预计国际原油和有色金属震荡筑底后有望走出一波上涨行情。

2.2 国际主要汇率

2019 年初美元指数延续 2018 年 12 月以来的下跌趋势，2 月份至 5 月份相对经济增长差异以及欧洲地缘政治风险所带来的避险需求使得美元指数偏强上行；而 5 月底之后特朗普政府以关税武器处理非经济问题所引发的市场恐慌、美债收益率大跌和美联储宽松预期终于成为压倒美元指数的最后一根稻草，美元指数三浪下跌并破坏 2 月份以来的上涨趋势。7 月份至 9 月份由于美国经济数据重新体现出相对海外地区的稳健性，即使美联储多次降息而且特朗普口头干预，美元指数还是企稳反弹且冲击 100 关口；但 10 月份以来美国经济数据大多不如市场预期，美国经济跟随其他地区明显走弱，而且中美贸易形势缓和和英国脱欧僵局破冰也降低了避险需求，因此美元指数跌破 7 月份以来的上升趋势。展望后期，我们认为美国经济依然具备相对欧洲的稳健性，美联储降息将是有限度的而且美联储重新扩表并非 QE，这将从根本上限制美元指数的下跌幅度；然而美国经济周期相对落后于其他经济体，现在是新兴经济体率先企稳而美欧继续下行，这将改变跨境资金的流动方向，而且中美贸易形势缓和英国脱欧僵局也降低了美元的避险需求，因此我们预期美元指数将在中期内偏弱运行，下方支撑位依次为 96、94。

图7：发达经济体汇率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图8：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研报中心

2019 年伊始在中国经济企稳弱复苏以及中美贸易谈判所带来的政治压力下人民币兑美元汇率持续回升，但人民币对美元汇率在 6.6 附近缺乏上升动力；5 月份由于中美贸易谈判形势突变，人民币兑美元汇率急贬至 6.95 附近，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；6 月底中美元首会晤决定重启贸易谈判所带来的政治压力减轻人

人民币汇率贬值压力,同时中国金融开放也有利于提高外资对人民币资产的吸引力,人民币兑美元汇率小幅升值至 6.85 附近;8 月份中美贸易形势持续恶化,8 月 5 日美国财政部将中国定义为汇率操纵国,而且香港台湾地区地缘政治风险也急剧升温,人民币兑美元汇率终于冲破 7 关口;8 月底以来中美贸易形势持续缓和,人民币兑美元汇率偏强运行且一度升破 7 关口。总体上看中国经济内生动力较弱,但金融市场对外开放以及扩大市场准入对人民币汇率是一个中期利多因素;如果中美贸易形势持续好转同时中国经济增长前景改善,那么未来半年内人民币对美元汇率会呈现小幅升值趋势,上方压力位分别为 6.85、6.65。

2.3 债券收益率

2019 年欧美国债收益率曲线延续 2018 年 11 月份以来的下行趋势,美国/日本/德国/意大利 10 年期国债收益率分别下降 122BP、31BP、97BP 和 172BP,一大批欧洲长期主权债券收益率跌入负值区间,美国 2/10 年期国债利差出现倒挂;其主要原因在于国际贸易紧张形势和英国脱欧僵局对全球经济的边际负面冲击逐渐加大,而且国际贸易形势和英国脱欧僵局所带来的不确定性提升了主权债(和黄金)作为安全资产的避险魅力,可以说现在欧美主权债涨幅已经远远超过经济基本面所反映的价值,具有较为明显的泡沫特征。9 月份以来由于中美贸易形势缓和和英国脱欧僵局降低了主权债的避险需求,因此欧美国债收益率纷纷反弹,但美国经济增长势头偏弱以及中美地缘政治风险、中美贸易谈判博弈进程限制了美债收益率反弹幅度。展望后期,我们认为在环球央行货币宽松和中美印德积极财政政策的刺激下,在中美贸易形势缓和以及英国脱欧僵局破冰使得全球企业所面临的不确定性有所减退的情况下,全球经济增长将于 2019 年底前后触底回升进入弱复苏格局,欧美主权债避险需求减退收益率反弹,美国 10 年期国债收益率将反弹至 2.5%附近。

图9: 中国债券利率

图10: 美国债券利率

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_8566

