

类别

宏观策略周报

日期

2019年11月8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



## 中美贸易形势向好，国内滞涨担忧加重

## 一、宏观环境评述

### 1.1 地缘政治风险

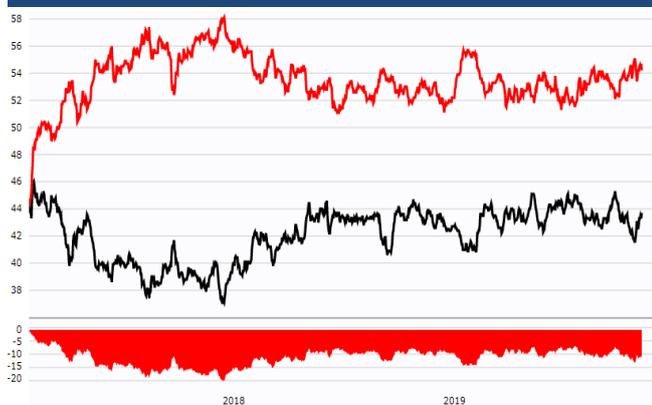
上周地缘政治风险整体上趋于和缓，中美贸易谈判在曲折中前进，美国总统弹劾调查进入公开听证阶段，中国香港地区动荡依旧。

继在中国按照国内需求与市场状况稳步增加对美国农产品采购而非一下子增加到 500 亿美元达成共识之后，上周中美双方继续在随贸易协定分批逐步取消现存关税壁垒上取得共识。由于目前中美经济形势对比对中国有利，以及特朗普面临国内弹劾调查，中方借此机会争取更大规模的关税壁垒回撤；起初市场对这一点表示怀疑，认为这会激怒特朗普政府，特别是在消息传出中美无法在 11 月中旬之前签署协议；但上周四中美（中国商务部发言人高峰与白宫首席经济顾问库德洛）均表示关税壁垒回撤会包括在每一阶段的协议中，市场因此而松了一口气，欧美股市与工业商品均有所表现。我们认为两年来特朗普政府极限施压谈判风格已经被证明对中国不起作用，高额关税壁垒的确对中国造成了不少压力但对美国经济的负面冲击已经大幅扩大，继续升级贸易战对特朗普政府而言是得不偿失；在美国制造业 PMI 连续三个月低于 50%、关键人物证词基本上证实特朗普以权谋私打压民主党总统竞选对手拜登之后，特朗普急需一个可以对选民、对民主党对手炫耀的政绩。在中国已经在谈判中占据主动地位，而且中国已经在扩大市场准入、联手打击芬太尼走私行为上采取实际行动的情况下，根据阶段性贸易协定分批回撤关税壁垒（而不是一下子全部回撤）既能对中国遵守贸易协定有所约束，又能够降低关税壁垒对美国经济的负面冲击程度，从而有助于 2020 年特朗普竞选总统职位。因此我们继续对中美贸易谈判持谨慎乐观态度，并且认为中美年内完成第一阶段协定之后，有望在明年上半年继续完成第二阶段协定；但第三阶段协定前景就较难预期，而且一旦特朗普获胜前景明晰之后特朗普政府对华态度可能再度转向强硬。

在闭门听证会中掌握特朗普以权谋私打压民主党总统竞选对手拜登的证据之后，10 月 31 日民主党把持的美国众议院通过总统弹劾调查程序决议案，总统弹劾调查进入公开听证阶段；下周众议院情报委员会将就弹劾调查举行公开听证会，之前参加闭门听证会的三名外交官美国前驻乌克兰大使玛丽·约万诺维奇、美国驻乌克兰临时代办威廉·泰勒、分管欧洲和亚欧事务的助理国务卿帮办乔治·肯特将公开先前在闭门听证会谈及的内容。泰勒在先前的闭门听证中说，特朗普政府经由常规外交渠道和“非常规渠道”处理乌克兰事务，两个渠道就总统要求乌

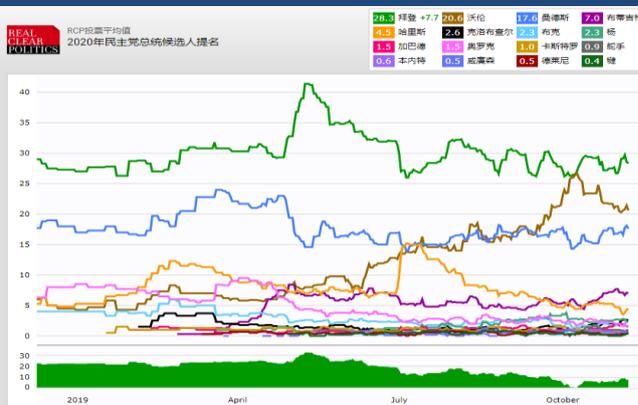
方调查拜登父子有分歧；“非常规渠道”由特朗普私人律师鲁迪·朱利安尼主导，成员包括美国政府前乌克兰问题特使库尔特·沃尔克、美国驻欧洲联盟大使戈登·桑德兰和能源部长里克·佩里。由于证据确凿，众议院很可能在公开听证阶段之后通过对特朗普的弹劾法案；虽然该法案不太可能通过共和党把持的参议院，但整个弹劾进程将会显著影响到2020年美国大选形势，近期美国民众对特朗普政府支持率趋于下行，但民主党一方拜登声誉也受到损害，以至于前纽约州长、亿万富翁再度考虑参选美国总统职位。综合目前信息，虽然弹劾调查会给特朗普政府带来不少麻烦，但鉴于民主党竞争对手实力不足，特朗普连任总统概率依然较高。

图1：特朗普政府支持率（黑线）



数据来源：RCP，建信期货研发中心

图2：民主党总统候选人支持率



数据来源：RCP，建信期货研发中心

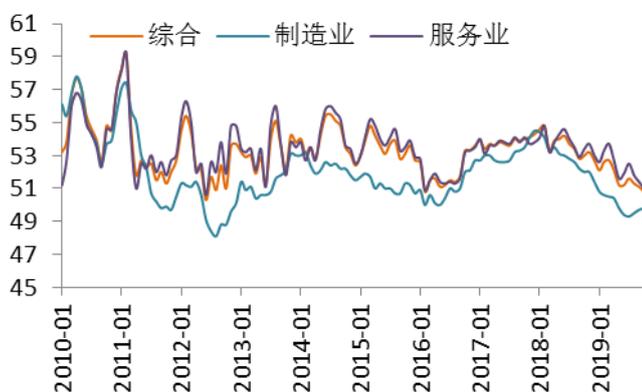
10月底四中全会《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》围绕按照“一国两制”原则治理好香港、澳门提出了一系列工作任务和要求。一是坚持依法治港治澳，维护宪法和基本法确定的特别行政区宪制秩序，坚持以爱国者为主体的“港人治港”、“澳人治澳”，提高特别行政区依法治理水平；二是完善中央对特别行政区行政长官和主要官员的任免制度和机制、全国人大常委会对基本法的解释制度，依法行使宪法和基本法赋予中央的各项权力；三是建立健全特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制，支持特别行政区强化执法力量；四是完善香港、澳门融入国家发展大局、同内地优势互补、协同发展机制，推进粤港澳大湾区建设，支持香港、澳门发展经济、改善民生，着力解决影响社会稳定和长远发展的深层次问题；五是加强对香港、澳门社会特别是公职人员和青少年的宪法和基本法教育、国情教育、中国历史和中华文化教育，增强香港、澳门同胞国家意识和爱国精神。11月6日中共中央政治局常委、国务院副总理韩正在钓鱼台国宾馆会见了香港特别行政区行政长官林郑月娥，韩正表示近5个月来修例风波演变为持续不断的暴力活动，危害的是香港社会的整体利益和广大市民的切身利益，止暴制乱、恢复

秩序仍然是香港当前最重要的任务，也是香港行政、立法、司法机关的共同责任，希望香港各界进一步凝聚起反暴力、护法治、保稳定的正能量。

## 1.2 经济增长与通胀

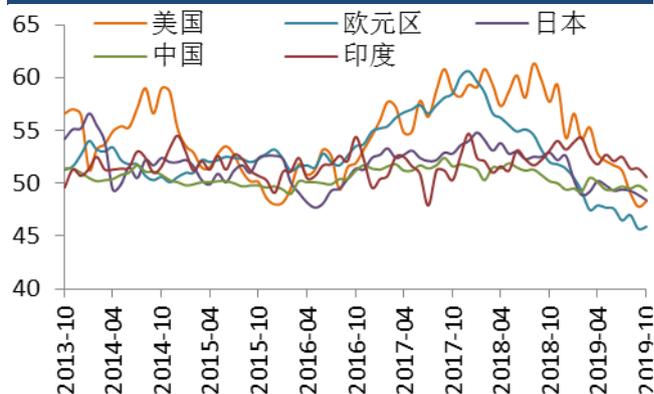
10月份摩根大通全球制造业PMI连续三个月环比回升，进一步证实我们关于全球经济将于近期触底回升的判断；但是滞后反映全球经济下行压力的服务业PMI连续三个月回落，预示全球经济企稳回升不会一蹴而就，特别是在中美还没签署第一阶段贸易协定、英国脱欧僵局还需等待英国议会选举的情况下，我们预计要到2020年初才会看到全球经济增长前景好转的更全面证据。

图1：摩根大通全球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

中国10月官方制造业PMI环比下滑0.5个百分点至49.3%，然而更关注中小企业的财新中国制造业PMI连续4个月回升且达到2017年1月份以来最高值，则说明在当局大力调整去杠杆政策以及千方百计降低中小企业经营成本和营商环境情况下，中国中小企业整体状况有所改善因而就业稳定也得以保证。10月中国进出口增速均好于前值以及市场预期，增添中国经济底部企稳证据。

## 1.3 中外财金政策

上周二央行开展4000亿元MLF操作（较到期量4035亿元略微减少），中标利率较上期下降5BP至3.25%，本月20日的一年期和5年期LPR有望同样下降5BP，这显示出央行抓紧还没公布10月CPI数据前的时间窗口压低社会融资利率的努力。我们估计在2019年四季度至2020年一季度中国CPI增速超过4%的时期央行会慎用全面性宽松货币政策工具，稳增长将更加依赖积极财政政策，但针对性的宽松货币政策举措依然还是有可能，特别是在央行不下调MLF利率的情况下仍有可能降低LPR。

上周三国务院金融委召开第九次会议，强调要高度重视建设现代中央银行制度，加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系；金融部门要防范化解各类风险，保持经济运行在合理区间；要完善金融支持科技创新的政策措施，加强金融基础设施统筹监管与建设规划，推动各类金融基础设施互联互通。

上周五 MSCI 宣布将中国大盘 A 股纳入因子从 15% 提升至 20%，11 月 26 日收盘后生效；MSCI 中国指数中将增加 204 只中国 A 股，其中 189 家为中盘股，现有 268 个成份股的纳入因子将从 15% 增加到 20%；中国 A 股在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数中的权重将分别提升至 12.1% 和 4.1%。然而当日中国股市高开低走，市场明显更担忧将于周六公布的 10 月物价数据。

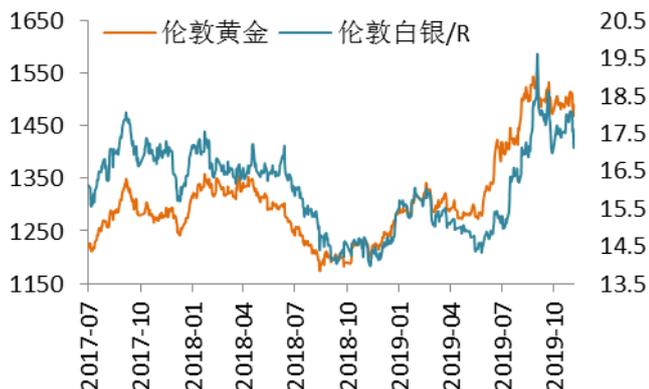
## 二、大类市场分析

### 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，因为中美贸易形势缓和以及英国脱欧僵局破冰降低了贵金属的避险需求；但美欧经济形势趋弱，而且美欧贸易形势恶化，美联储宽松预期为贵金属提供了一定支撑。

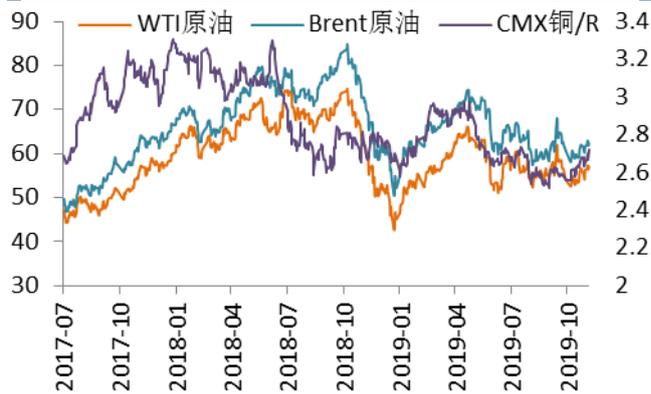
展望后期，我们认为全球经济形势将于 2019 年底前后触底回升进入弱复苏格局，中美贸易形势缓和和英国脱欧僵局破冰也将降低贵金属的避险需求，目前支撑贵金属价格的部分利多因素将有所减退，中期内贵金属还将偏弱运行；但是中美已经进入中长期新冷战对抗格局，国际贸易体系重组还将继续进行，由此带给贵金属的避险需求不可根除，因此贵金属价格调整空间也相对有限，如果伦敦黄金回落到 1400 美元/盎司附近建议积极吸纳。技术上看黄金价格已经突破 1400 美元/盎司的六年压力位，长期内贵金属价格还将继续上涨，上方第一压力位为 1850 美元/盎司。

图3：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研发中心

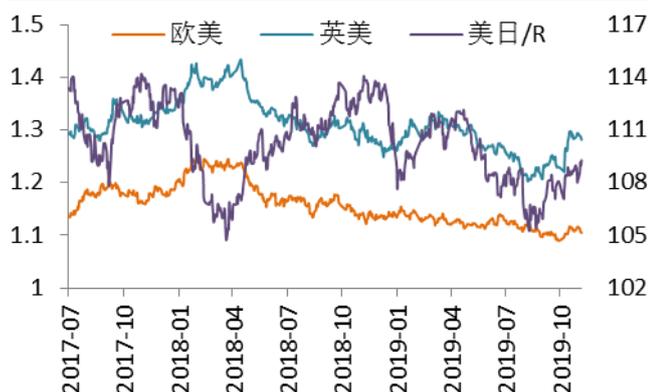
上半年国际油价和铜价先是在中美有望达成贸易协议的乐观情绪和全球经济在逆周期调节政策刺激下企稳回升预期下延续反弹，但英国脱欧僵局持续拖累欧洲经济，宏观债务杠杆率和通胀压力回升中国回撤部分逆周期调节政策，美国页岩油产量大增美国原油库存反季节累积，5月份之后中美贸易形势持续恶化全球经济衰退风险不断升温，国际油价和铜价相继开始调整。6月份之后美伊中东紧张局势以及 OPEC+ 延长减产协议至 2020 年一季度等利好因素推动原油价格企稳反弹，6 月底以来全球央行新一轮宽松对于油铜有提振作用，但 8 月份中美贸易形势恶化、中国经济前景黯淡使得油铜反弹夭折；9 月中旬以来由于中美贸易形势缓和、英国脱欧僵局破冰，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 年底左右触底回升，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，因此美元指数大幅下滑至 97 附近。展望后期，我们认为美国经

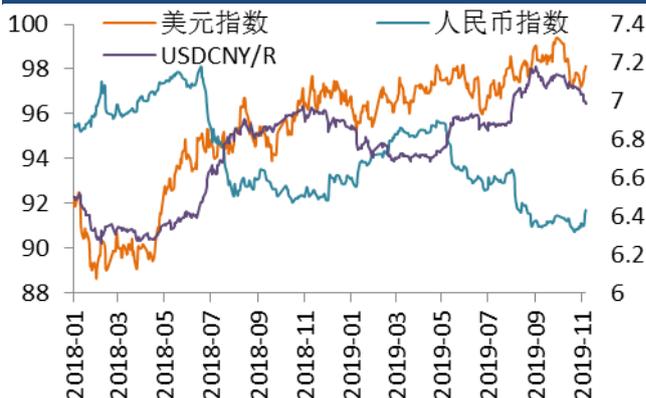
济依然具备相对欧洲的稳健性，美联储降息将是有限度的而且美联储重新扩表并非QE，这将从根本上限制美元指数的下跌幅度；然而美国经济周期相对落后于其他经济体，现在是新兴经济体率先企稳而美欧继续下行，这将改变跨境资金的流动方向，而且中美贸易形势缓和英国脱欧僵局也降低了美元的避险需求；我们预期美元指数将在中期内偏弱运行，下方支撑位依次为96、94。

图5：发达经济体汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研发中心

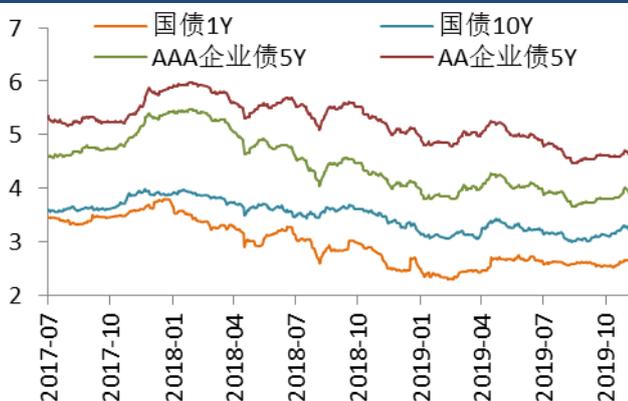
2019年伊始在中国经济企稳弱复苏以及中美贸易谈判所带来的政治压力下人民币兑美元汇率持续回升，但人民币对美元汇率在6.6附近缺乏上升动力；5月份由于中美贸易谈判形势突变，人民币兑美元汇率急贬至6.95附近，央行通过发行离岸票据、强化逆周期因子作用以及干预离岸市场远期汇率掉期交易等手段干预汇率市场；6月底中美元首会晤决定重启贸易谈判所带来的政治压力减轻人民币贬值压力，同时中国金融开放也有利于提高外资对人民币资产的吸引力，人民币兑美元汇率小幅升值至6.85附近；8月份中美贸易形势持续恶化，8月5日美国财政部将中国定义为汇率操纵国，而且香港台湾地区地缘政治风险也急剧升温，人民币兑美元汇率终于冲破7关口；8月底以来中美贸易形势持续缓和，人民币兑美元汇率在7至7.2之间企稳。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

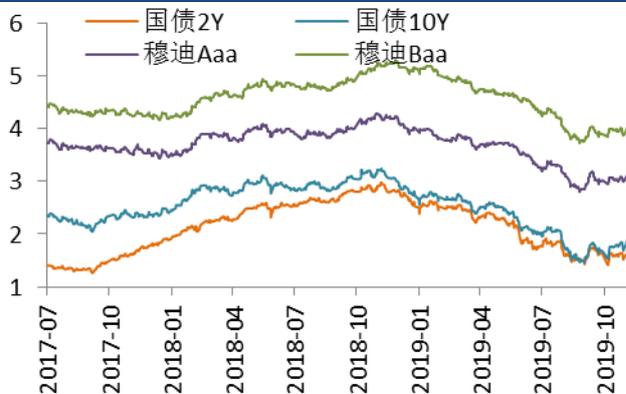
加大，而且国际贸易形势和英国脱欧僵局所带来的不确定性提升了主权债（和黄金）作为安全资产的避险魅力，可以说现在欧美主权债涨幅已经远远超过经济基本面所反映的价值，具有较为明显的泡沫特征。9月份以来由于中美贸易形势缓和和英国脱欧僵局降低了主权债的避险需求，因此欧美国债收益率纷纷反弹，但美国经济增长势头偏弱限制了美债收益率反弹幅度。展望后期，我们认为在环球央行货币宽松和中美印德积极财政政策的刺激下，在中美贸易形势缓和以及英国脱欧僵局破冰使得全球企业所面临的不确定性有所减退的情况下，全球经济增长将于2019年底前后触底回升进入弱复苏格局，欧美主权债避险需求减退收益率反弹，美国10年期国债收益率将反弹至2.5%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

面对国际贸易体系重整的严峻挑战，2018年底中国政府实施了大规模的逆周期调节政策，在避免经济增速断崖式下滑的同时，也产生了宏观债务杠杆率和通胀压力快速上升的副作用；因此在中国经济形势初步呈现企稳迹象时，中国政府就逐步调整货币政策基调，以更积极的财政政策弥补宽松的货币政策；1-4月份中国国债收益率受货币政策、经济通胀形势和股市冲击等因素影响先降后升；5-8月份中长期国债收益率因中美贸易谈判恶化、地缘政治风险恶化、中国经济增长

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\\_9088](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9088)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn