

类别

宏观策略周报

日期

2019 年 4 月 12 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：卢金（股指）

021-60635727

luj@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3036158



英国无协议脱欧风险下降，警惕滞涨风险

一、宏观环境评述

1.1 地缘政治风险

4月10日欧盟紧急峰会同意将英国脱欧延期至2019年10月31日，欧洲理事会主席图斯克敦促英国不要浪费脱欧的额外时间。英国首相特雷莎·梅补充称欧盟同意若脱欧协议得到英国议会批准，那么英国也可以在10月31日前脱欧，并暗示目前英国政府正在努力与国内政治对手就脱欧后和欧盟组建关税同盟达成妥协。欧盟再次延后英国脱欧期限，降低了英国无协议脱欧风险，但市场已经充分消化这一预期，故而英镑汇率并无多大波动。

土耳其总统埃尔多安呼吁对该国最大城市伊斯坦布尔的选票重新计票，土耳其央行决定逆转两周前宣布的紧急紧缩政策，政治风险致土耳其里拉跌至两周的低点，新兴市场波动风险挥之不去。美国国务卿蓬佩奥警告利比亚军阀 Khalifa Haftar 停止向的黎波里进军，联合国驻利比亚特别代表谴责 Haftar 部队对的黎波里 Mitiga 国际机场发动的空袭；美国将伊朗伊斯兰革命卫队认定为恐怖组织，此举旨在进一步孤立德黑兰，此外欧盟国家决定将对伊朗有针对性的限制措施延长至2020年4月13日；因沙特加大减产力度，3月份OPEC成员国减产遵守率飙升至155%，这些政治因素可能在短期内降低非美原油供应，从而增加全球通胀压力上升风险。

4月10日美国财长努钦表示周二与中国副总理刘鹤的通话富有成效，双方已基本确定了一个机制来监督未来达成的任何协议的执行，包括新设立的联合执行办公室；但在美国何时或是否会取消价值2500亿美元中国输美商品关税的问题上努钦拒绝置评，同时中国外交部也对联合执行办公室事宜不予置评，这意味着双方在取消关税措施以及协议监督机制上还存在分歧。在美国总统特朗普威胁将对自欧盟进口的价值110亿美元商品加征关税以回应空客补贴（此前WTO认定欧盟向空客提供了非法补贴）之后，4月9日欧盟回应称美国方面提出的110亿美元数字远高于WTO允许的数字，若美国实施关税措施欧盟也将对美国补贴波音实施报复性关税，美欧之间有关飞机制造商补贴之间的关税威胁无疑为美欧即将开展的贸易谈判蒙上一层阴影。

1.2 经济增长与通胀

3月份中国美国CPI和PPI增速均明显回升，这意味着我们在之前报告中分析的滞胀风险正在逐步成为现实，需要关注全球央行货币政策基调是否转变以及

市场风险偏好是否因此承压。

中国3月CPI环比增速由上月上涨1.0%转为下降0.4%，其中食品价格由上月上涨3.2%转为下降0.9%，影响CPI下降约0.19个百分点；非食品价格由上月上涨0.4%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.18个百分点。在食品中部分鲜活食品价格节后回落，鸡蛋、水产品 and 鲜菜价格分别下降6.0%、3.6%和2.6%，牛肉、羊肉和鸡肉价格分别下降1.8%、1.7%和1.6%，上述六项合计影响CPI下降约0.21个百分点；非洲猪瘟疫情发生势头趋缓，各地猪肉价格涨跌互现，全国平均上涨1.2%，影响CPI上涨约0.03个百分点。在非食品中飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降15.9%、11.1%和1.5%，合计影响CPI下降约0.25个百分点；务工人员返城，劳动力增加，车辆修理与保养、家政服务和理发价格分别下降5.3%、4.1%和3.9%；成品油两次调价，汽油和柴油价格分别上涨3.6%和4.0%；服装换季，价格上涨0.6%。

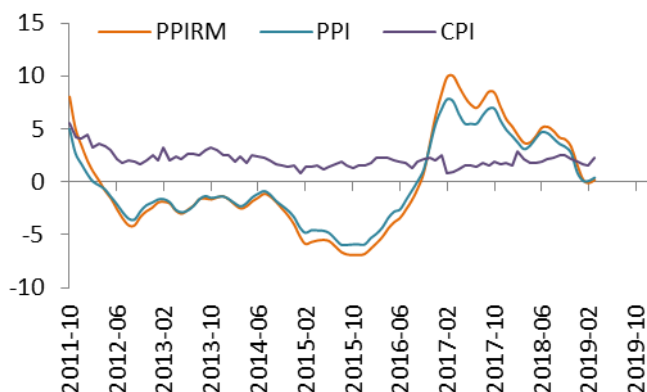
从同比看3月CPI上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8个百分点。其中食品价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.82个百分点；非食品价格上涨1.8%，影响CPI上涨约1.46个百分点。在食品中，春季是蔬菜上市的淡季，加之受多地低温阴雨天气影响，鲜菜价格上涨较快，同比上涨16.2%，影响CPI上涨约0.42个百分点；猪肉价格上涨5.1%，为同比连降25个月后首次转涨，影响CPI上涨约0.12个百分点。在非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨2.7%、2.4%和2.1%，合计影响CPI上涨约0.94个百分点。据测算，在3月份2.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.1个百分点，新涨价影响约为1.2个百分点。

从环比看3月PPI由上月下降0.1%转为上涨0.1%。其中，生产资料价格由上月持平转为上涨0.2%，生活资料价格由上月下降转为持平。在主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨5.6%，比上月扩大0.6个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨2.3%，扩大1.4个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨1.1%，扩大0.8个百分点。降幅收窄的有计算机、通信和其他电子设备制造业，下降0.2%，收窄0.6个百分点；电气机械和器材制造业，下降0.1%，收窄0.3个百分点。汽车制造业价格由上月下降转为持平。煤炭开采和洗选业价格下降0.1%，降幅与上月相同。

从同比看，PPI上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。其中，生产资料价格由上月下降转为上涨0.3%；生活资料价格上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。在主要行业中，由降转涨的有石油和天然气开采业，上涨9.7%；石油、

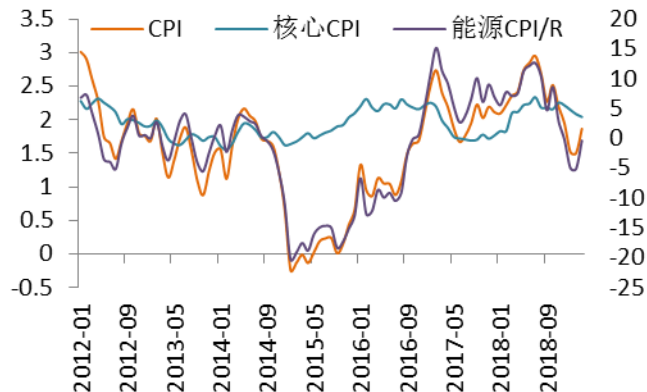
煤炭及其他燃料加工业，上涨 3.5%。降幅收窄的有电气机械和器材制造业，下降 1.8%，比上月收窄 0.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 1.5%，收窄 0.5 个百分点；汽车制造业，下降 0.6%，收窄 0.1 个百分点。另外，计算机、通信和其他电子设备制造业价格上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。据测算，在 3 月份 0.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.9 个百分点，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。

图1：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：美国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

由于数据收集方法调整导致服装价格下跌，美国 3 月核心 CPI 同比增速意外下降至 2%，但能源价格提振美国 3 月整体 CPI 同比增速由 2 月份的 1.5% 上升至 1.9%，同时 PPI 增速也由 2 月份的 1.8% 上升到 2.2%。另外，美国首次申领失业救济人数意外下滑并创 49 年新低，强劲的数据弱化了美联储降息的理由。

1.3 中外财金政策

欧洲央行议息会议维持利率不变，德拉吉警告称欧元区经济面临风险聚集的局面，放缓可能持续 2019 年全年；据报欧洲央行对行长德拉吉反思负利率政策以降低对银行影响的呼吁响应不积极，决策者们除了公开争论一番并无其他太多行动，这意味着欧洲央行在新 TLTRO 中使用负利率的概率正在上升。美联储会议纪要指出保持耐心观望的同时需维持一定的政策灵活性，一些与会者称对利率的看法可能会根据经济数据表现和其他发展情况而向任一方向转变，数名官员对美债收益率曲线变平表示关切，还有些官员称如果经济按预期发展今年晚些时候适度加息可能仍不失为适当之举，联邦基金利率期货显示美联储降息概率在会议纪要公布后有所降温。在美国政府与美联储关系上，美国财长姆努钦表示鲍威尔在美联储的职位是安全的，相信鲍威尔能够在美联储做正确的事情；特朗普提名的美联储理事人选 Moore 表示，美联储去年 12 月份加息的决定是不明智的，应予以逆转；另一名美联储理事人选 Cain 表示面临美联储席位的繁琐审查程序，暗示可能

正在考虑退出。

二、大类市场分析

2.1 商品与贵金属

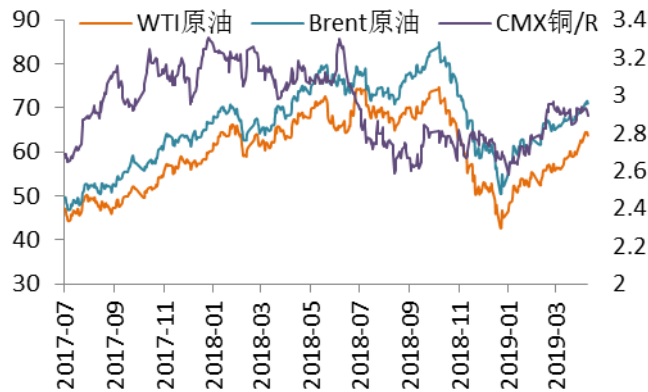
上周全球商品价格大多横盘整理，虽然全球经济有短期企稳迹象，但通胀压力上升降低了环球央行宽松预期，同时 IMF 警告全球经济疲软前景也打压了市场人气。上周伦敦贵金属窄幅振荡，主要是美元指数偏强运行以及全球经济衰退威胁消退削弱了贵金属的避险需求，但原油价格强势突破又增强贵金属的抗通胀作用，上周伦敦金银价格都没有太大变化。我们认为美元指数在美欧经济增长差异、新兴市场风险、欧洲地缘政治风险支撑下易涨难跌，贵金属已经进入中级下跌趋势，技术上看黄金头肩顶形态较为确定，而全球经济短期企稳利好白银价格，建议做空金银比。

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

其他商品方面，OPEC+继续减产、利比亚内战、美国制裁伊朗和委内瑞拉以及环球央行宽松货币政策基调改善原油市场基本面，但美国原油库存意外上升，油价冲高回落，我们判断政治因素可能推动原油价格继续上行至65-70美元/桶之间，建议轻仓做多原油。铜铝等有色金属和黑色产业链短期需求有保证，但中长期需求不乐观，预期其反弹空间有限；农产品价格受制于供应压力，但工农比价使得农产品具有价值优势，国内油脂油料指数底部支撑较为坚实。建议大类资产配置可配置少量原油以及农产品，宏观对冲策略首选买原油空黄金。

2.2 国际主要汇率

上周美元指数在97附近偏弱调整，美国美国经济数据良莠不齐总体还算过得去，通胀压力上升美联储宽松预期下降，为美元提供部分支撑。但欧盟再次延长

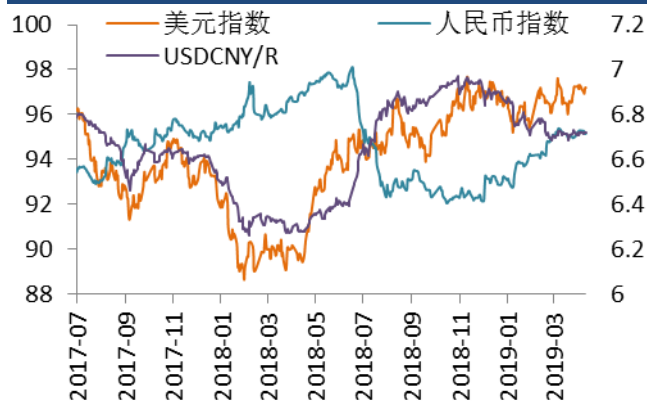
英国脱欧期限，英国无协议脱欧风险下降，欧元和英镑对美元汇率周度分别上涨 0.67% 和 0.18%。中美贸易谈判进入关键期，若干重要问题尚存分歧；美欧贸易风险因飞机制造商补贴而上升，政治风险降低了美元的吸引力，周度美元指数下跌 0.32%，虽然美国通胀压力有所上升，但在美联储货币政策愈加关注海外风险的情况下，除非出现英国无协议脱欧、新增非农就业大幅上升等重大事件/数据，近期美元指数难以突破 95.5-98 的震荡区间。3 月份中美日制造业 PMI 企稳反弹，降低全球衰退风险，日元避险需求因此减退，周度日元对美元贬值 0.12%。

图5：发达国家汇率



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

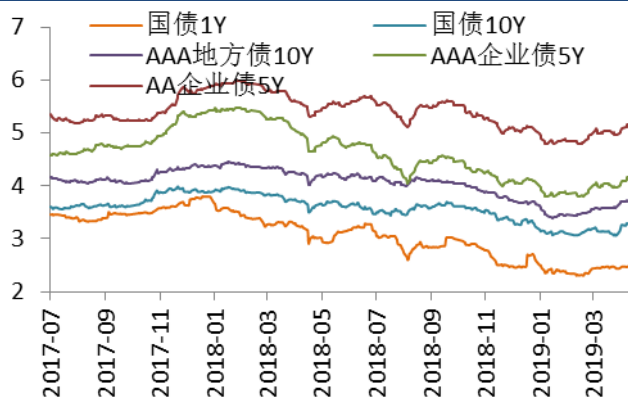
上周人民币兑美元汇率整体上跟随美元指数反向波动，周度人民币汇率指数升值 0.12%，相比较之下人民币汇率指数周度贬值 0.2%，港币弱势所显示出来的新兴市场货币政策紧缩压力挥之不去，近期人民币汇率指数并没有强劲的上升动力，观察人民币汇率指数在 95.5 附近的压力。

2.3 债券收益率

上周中国国债收益率曲线继续陡峭化上行，主要是中国 3 月通胀压力上升，同时 3 月进出口数据也超预期好转，央行近期宽松预期进一步下降。1 年期国债收益率持稳于 2.48%，基本上延续了 3 月份以来的平稳格局，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 年期国债收益率上升 2BP 至 3.29%。我们预计二季度国债收益率承受上行压力，10 年期国债收益率可能上升至 3.6% 附近；但债券收益率的上升以及融资成本的上升将伤害到脆弱的经济企稳，而且国际原油与中国猪价驱动的通胀压力将限制央行货币政策调整空间，我们判断中国经济企稳弱复苏不可持续，中国经济增长动能最早三季度开始减弱；作为经济增长的晴雨表，我们预计股票市场反弹势头将提前终止。而经济增长动能的减弱与股票反弹势头的终止逐步提升中长期国债的避险需求，届时国债收益率区间将平坦化上移，而信用利差重新扩大，直至通胀压力消失；但在

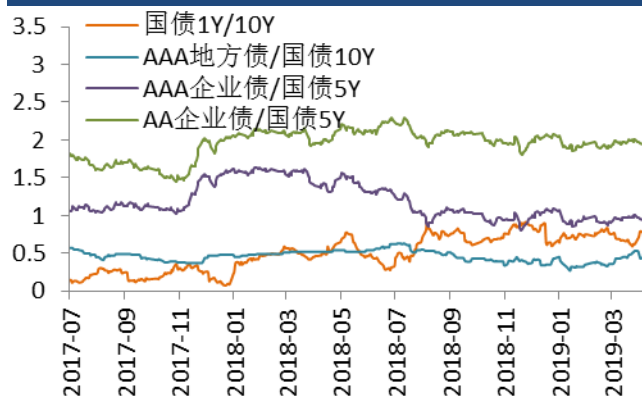
目前阶段，在战术配置上我们将继续缩减债券配置，缩短债券组合久期以规避滞涨风险。

图7：中国国债和信用债利率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图8：美国国债和信用债利率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

上周美国国债收益率曲线大致持稳，美国通胀压力上升降低了美联储宽松预期，但IMF警告全球经济疲软风险以及美欧贸易风险上升提振了美债的避险需求。我们认为虽然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；虽然欧洲和中国经济疲软态势势必令美联储担心美国经济也会受到牵连，在这个担心被证伪之前美联储不会轻举妄动，但即使是美联储降息预期因美国经济增长动能以及通胀预期而减退，也足以对抗全球经济同步回落以及海外政经风险所激起的避险需求，我们依然预期美债收益率继续上行。

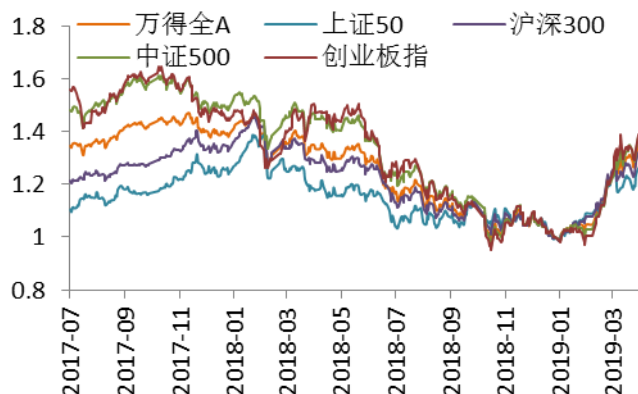
2.4 中外股票市场

上周全球股市涨跌互现，虽然全球经济有短期企稳迹象，但通胀压力上升降低了全球央行宽松预期，同时IMF警告全球经济疲软前景也打压了市场人气。经过一季度的反弹之后，中外股市均修复到较为合理的估值水平，后期估值水平不再成为股市反弹理由，但技术上全球股市短期依然看涨。

我们预计穆勒报告将降低美国政府达成贸易协议的意愿并增加中美达成贸易协议的难度，4月份欧洲与美元也将开展贸易谈判，国际贸易体系重整的不确定性可能对股票市场产生负面影响。另外也要关注欧洲地缘政治风险被动推升的美元汇率是否引发新兴市场风险，3月末土耳其股债汇市场波动率已经上升；但对股票市场真正的打击将是来自通胀压力上升导致的央行紧缩预期，本周数据显示中美通胀压力均有所上升，虽然央行暂时还不会明显收紧货币政策，但进一步

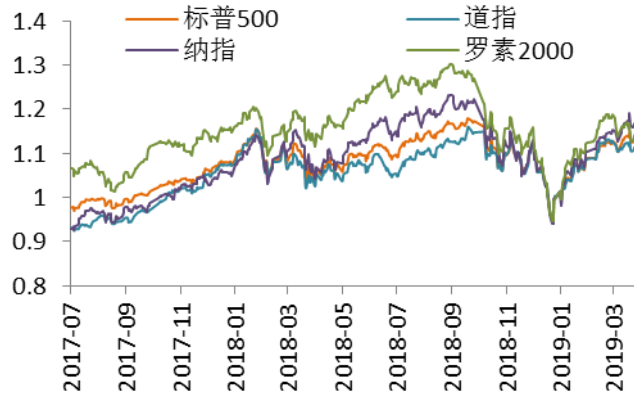
的宽松措施概率就明显下降。

图9：中国股指（2018年底为1）



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图10：美国股指（2018年底为1）



数据来源：Wind，建信期货研发中心

三、宏观策略建议

3.1 大类资产配置

2019年一季度全球央行协同宽松，中国政府积极财政政策稳增长，我们预计一季度全球经济增速有所企稳；但在国际贸易风险和地缘政治风险影响下企业投资信心严重不足，高宏观债务杠杆压力下中国政府宽松空间有限，全球经济企稳只能是短期的；充裕流动性更可能推动存在供给限制的原油、猪肉等商品价格上涨，从而使得通胀压力再度上升，全球经济进入中短期滞胀格局。我们预计二季度全球金融市场将逐步受到滞胀预期影响，股票债券表现均一般，消费属性强的商品价格偏强运行，工业商品价格区间震荡。

战术上，全球经济短期企稳仍会对风险资产价格产生利多作用，特别是工业商品，我们将原油和农产品配置比重提高到5%，股市和黄金配置比重维持在2.5%；而滞胀格局影响下利率债中短期陷入区间震荡，性价比可能不如货币，因此我们

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_13149

