

猪价引领农产品行情 把握 QE 政策主线

宏观大类策略：

海外方面，美联储降息暂缓叠加 QE，从三季度 GDP 来看，经济下行预期有所修正，但目前美国或将步入信用萎缩叠加经济回落区间判断仍维持。而中国经济略显疲软，不过后续进一步下行概率较低。把握了中期宏观定位后，我们仍需要将视野回归到短期矛盾当中，美联储降息暂缓以及 QE 对大类资产价格的影响有部分矛盾：共同点在于对利率、权益及经济预期都有所抬升，不同点在于 QE 利好商品，降息暂缓反之。由于商品主要受供需基本面影响，而当前经济整体偏弱，国内通胀走高，所以我们认为大类资产的排序为**股票>商品>债券**，另外还需要关注国内通胀对农产品的带动作用。

权益：A 股>美股。从统计数据 and 逻辑上来说无论是降息后的观察期还是 QE 期间，权益市场表现都较为良好。国内方面预计经济进一步下行概率偏低，同时央行稳增长措施进一步发力。海外方面，美联储 QE 和经济下行预期的弱化，包括中美经贸和谈均对权益市场有所支撑。但需要注意的是，扭转当前中美股指强弱关系，仍需要看到中国稳增长预期或者经济企稳的兑现。

利率：美债低配，中债中配。利率走高的逻辑在 11 月或最为顺畅。海外而言，美联储降息周期暂告一段落，叠加经济下行预期的修复，包括 QE，多因素合力推升利率走高。中国方面，猪价带动通胀走高的趋势至少延续至明年 1 月份，叠加当前流动性偏紧的局面，预计利率将继续走高。

商品：农产品>畜产品>工业品>能化>贵金属。其中贵金属在降息暂缓和 QE 的合力影响下，下行趋势最为明显。而当前猪价持续上行对于饲料的提振预期，以及农产品的季节性行情均已开始发力，预计后续行情将有所延续。工业品方面，地产韧性、环保限产等利好基本已经兑现，年内地产和基建超预期的概率偏低，需要看到年底中央经济工作会议定调明年经济目标，又或者 2020 年释放新的专项债额度，才能见到工业品有所好转。

风险点：中国经济进一步走低，美联储年底第四次降息。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

相关研究：

商品策略季报：把握确定性，关注超预期

2019-10-02

商品策略专题：美债利率阶段性反弹，关注风险偏好改善策略

2019-09-16

商品策略月报：关税加码在即 降息策略延续

2019-9-01

引

10月11日，美联储公布将开始每月购买600亿的美国短期国债，从近半月的走势来看，中美权益市场走势强弱有所转换。在两者三季度GDP均同比增速较前期放缓0.1%下，美联储重启QE，并且年内三度降息似乎和中国央行仍维持稳健中性的货币政策对比起来，对市场情绪支撑更为明显。对国内而言，10月受中美经贸和谈利好，股票表现最优，同时经济数据承压使得商品承压，而通胀抬升和流动性偏紧推升利率，各大类资产主要影响因素有所分化。

图 1： 全球大类走势

单位：%

大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
权益	道琼斯工业平均指数	27,046.23	-0.09%	0.90%	0.48%	17.27%
	标准普尔500指数	3,037.56	0.02%	0.91%	2.04%	22.20%
	纳斯达克综合指数	8,292.36	0.19%	1.30%	3.66%	25.94%
	上证综合指数	2,929.06	-0.85%	-0.40%	0.82%	17.45%
	伦敦金融时报100指数	7,248.38	-0.79%	-1.09%	-2.16%	7.64%
	巴黎CAC40指数	5,729.86	-0.18%	0.80%	0.92%	22.47%
	法兰克福DAX指数	12,866.79	-0.56%	-0.04%	3.53%	21.86%
	东京日经225指数	22,927.04	-0.20%	0.78%	5.38%	14.55%
恒生指数	26,906.72	0.45%	0.41%	3.12%	5.50%	
圣保罗IBOVESPA指数	107,219.80	-0.31%	0.22%	2.36%	22.00%	
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (BP)	周涨跌幅 (BP)	本月以来 (BP)	今年以来 (BP)
债券	美债10Y	1.69	(14.00)	(8.00)	1.00	(103.00)
	中债10Y	3.29	(1.49)	6.84	14.89	5.85
	英债10Y	0.74	(0.14)	8.82	23.84	(59.87)
	法债10Y	(0.06)		4.90	21.80	(76.80)
	德债10Y	(0.35)		4.90	22.80	(60.80)
	日债10Y	(0.11)	2.10	3.90	9.80	(10.80)
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
大宗商品	螺纹钢.SHFE	3,367.00	0.57%	1.48%	-2.97%	-1.09%
	铁矿石.DCE	620.80	-0.24%	-1.19%	-5.34%	25.48%
	铜.LME	5,806.00	-1.94%	-1.33%	1.65%	-3.09%
	铝.LME	1,759.00	0.46%	2.45%	2.36%	-4.79%
	镍.LME	16,690.00	-0.77%	-1.01%	-2.51%	55.40%
	WTI原油	55.54	0.00%	0.00%	2.72%	22.52%
	甲醇.CZCE	2,101.00	0.10%	-1.45%	-12.68%	-12.02%
	PTA.CZCE	4,842.00	0.08%	-2.14%	-5.36%	-14.15%
	大豆.CBOT	931.75	-0.08%	-1.66%	3.04%	4.34%
	豆粕.DCE	2,956.00	-1.07%	-2.99%	2.64%	12.61%
	白糖.DCE	5,718.00	1.65%	3.81%	3.83%	21.66%
	棉花.DCE	13,170.00	1.11%	3.46%	9.61%	-11.49%
黄金.COMEX	1,515.40	1.71%	0.58%	2.51%	18.08%	
白银.COMEX	18.11	1.66%	1.60%	6.28%	17.18%	
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
外汇	美元指数	97.31	-0.38%	-0.36%	-2.10%	0.97%
	中间价:美元兑人民币	7.05	-0.12%	-0.27%	-0.28%	2.77%
	美元兑日元	108.03	-0.79%	-0.55%	-0.05%	2.06%
	欧元兑美元	1.12	0.37%	0.43%	2.33%	-2.54%
	英镑兑美元	1.29	0.58%	0.71%	5.25%	1.92%

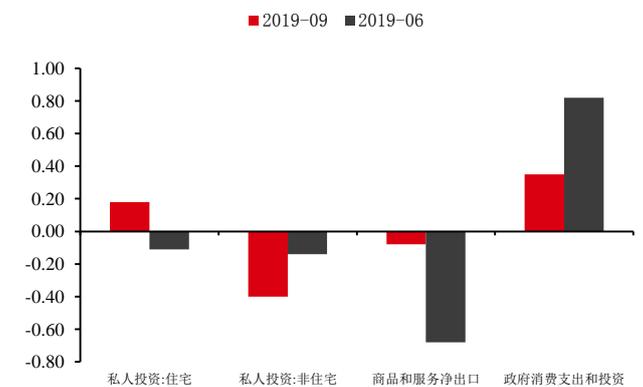
数据来源：Wind 华泰期货研究院

宏观定位：中美两国经济收敛但是信用周期分化

• 美国——经济回落的预期有所修复

2019 年中美两国经济周期由分化走向收敛，但其中也存在着结构上的分化。预计美国经济走在信用收缩叠加经济下行的经济回落前半段，而中国经济则位于信用企稳叠加经济下行的回落后半段。但是从月度来看，随着美联储重启 QE 以及年内三次降息，美国的信用周期及经济下行趋势得到支撑。美国三季度 GDP 初值录得 1.9%，略低于第二季度的 2%，但好于市场预期，主要持续的降息对地产造成明显提振，另外，随着中美经贸关系缓和，美国制造业也将迎来回暖。总的来讲，尽管目前对美国仍维持承压下行的判断，但下行压力较此前有所缓解，经济承压预期有所修正。

图 2： 美国 3 季度 GDP 好于预期 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 但制造业 PMI 仍承压 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

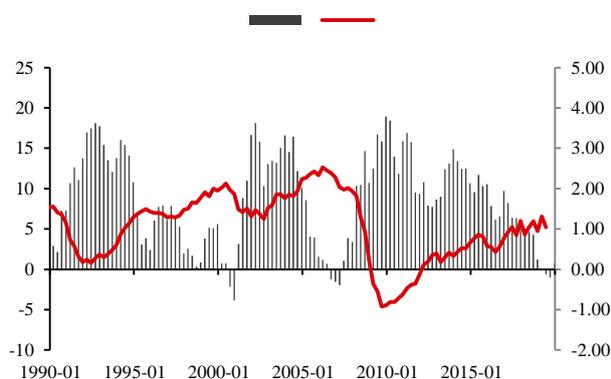
但与此同时，我们也认为美联储年内再度降息的概率较低，对经济及市场影响偏消极。主要原因在于美债利率不再倒挂，此前我们提到 1986 年开始美债利差倒挂总共出现过 4 次，分别为 1989 年、1994 年、2000 年和 2006 年，仅有 1994 年所发生的的利率倒挂由于美联储的迅速应对（发生倒挂后 3 个月内降息），当时并未发生太大的经济下行走势。此外，议息会议声明及鲍威尔发言也透露着线索——声明中删除了“采取适当行动以维持扩张”的关键用语，同时鲍威尔表示，他过去五个月一直在谈论的“中期”调整很可能即将结束。最后，我们看到美国经济数据及预期都有所好转，除了上述所提到的 GDP 数据及中美经贸和谈外，美国 9 月失业率仍维持 3.5% 的地位，CPI 整体维持稳定。总的来讲，美联储年内再度降息的概率较低。

图 4: 美债利差不再倒挂 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 信贷承压对经济传导仍在延续 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

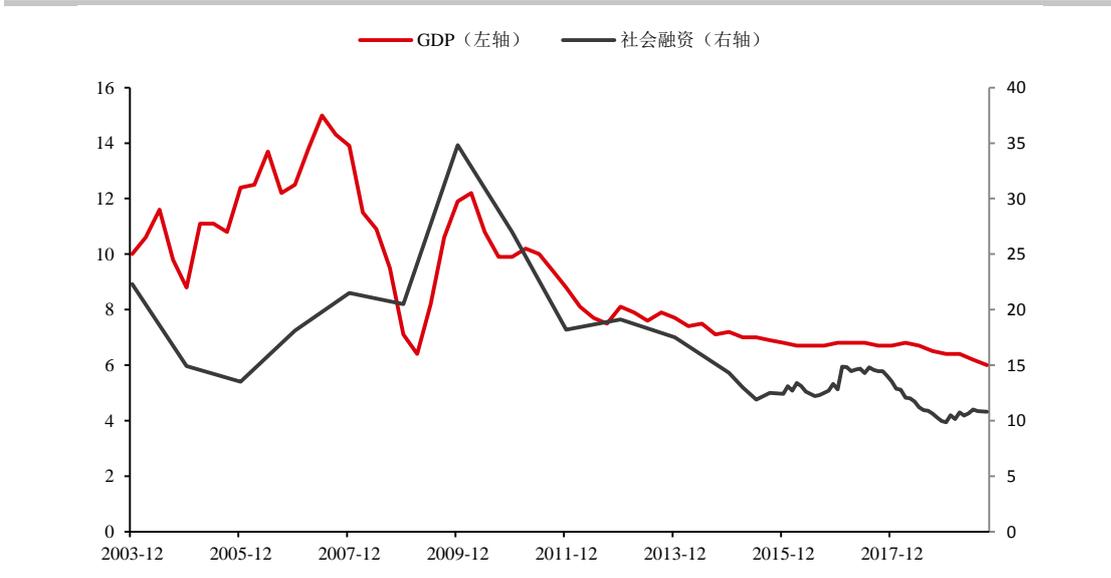
• 中国——经济进一步下行概率偏低

1) 传统判断: 信用周期向经济周期的传导

对中国经济定位, 我们首先可以从信用周期进行切入。信用周期对宏观经济周期存在一定的领先型, 但是这种领先性在经济由衰退转向复苏时表现的更加具有规律性。当社融增速开始拐头向上时, GDP 增速也往往能够在 2 个季度左右的时间内出现触底, 也就是说明每一轮宏观经济周期的启动都在前期伴随着实体融资的回暖。从历史数据来看, 信用增速分别于 2005 年 5 月、2008 年 10 月、2012 年 5 月、2015 年 12 月出现企稳, GDP 增速也于 2005 年 9 月、2009 年 3 月、2012 年 9 月、2016 年 9 月达到了周期性的底部。对于当前来说, 伴随着 18 年年中政策转向宽松, 宽信用政策也得以逐步确认, 社融增速在一季度出现了企稳的势头, 根据传统半年时滞性的线性外推, 宏观经济大概率应该在 Q3 出现企稳。尽管因为出口和消费的拖累, 此前经济企稳的步伐受到拖累, 但随着中美经贸和谈的落实, 包括地产韧性的再度加强以及政府稳增长预期来看, 我们对后续经济仍偏乐观, 进一步下行的概率偏低。

图 6： 信贷周期 vs 宏观周期

单位:%

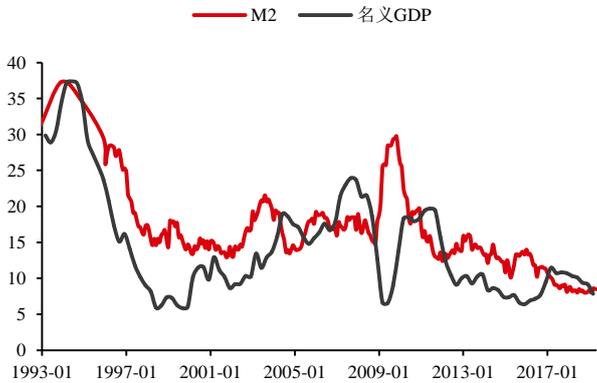


数据来源：Wind 华泰期货研究院

2) 时滞性拉长的可能——传统经济部门受限

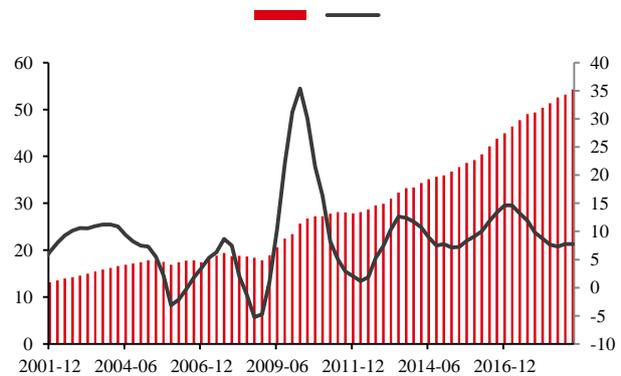
国内信贷周期的本质就是投资周期，信贷向实体经济传导的锚是传统经济部门中的地产投资和基建投资（其中由于地产产业链涉及更广成为最重要的传导力量）。在 2016 年以前，当经济回落时，政策层面会通过“货币超发”的方式抬高 M2 增速并使其高于名义 GDP 增速。当市场中资金越来越多，地产下游销售提高并以此为基础进一步传导至地产投资层面，随着投资周期的重启，经济也重新回到上升区间。反过来，当经济过热时，政策层面会通过收紧银根的操作使 M2 增速回落至名义 GDP 增速下方，地产投资回落并共同带动经济结束过热。但是对于 2019 年来说，今年的货币政策表述为“稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。”表明本轮债务货币化大概率不会形成全面放水的局面，对地产投资的拉动力预计也不如 16 年之前那么强。此外，考虑到居民部门杠杆率从 2008 年以来的快速上升，预计地产投资在今年仍将受到调控政策的影响。

图 7: M2 vs 名义 GDP 增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

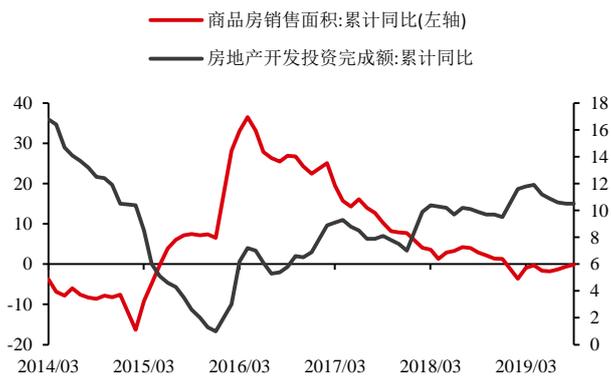
图 8: 居民杠杆率偏高 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

尽管 9 月地产投资有所回升, 但仍未看到地产作为经济企稳突破口的可能性, 后续下行压力仍存。2019 年以来, 地产韧性主要靠期房交房压力带来的施工回升支撑, 但这种增量或者超预期随着 7 月地产施工的拐点而告终。但令人关注的是, 一城一策政策的推进让部分城市地产限制政策得以松绑, 9、10 月地产销售有回升的迹象, 对地产韧性再有所支撑。但我们认为, 只要最终 GDP 能实现“十三五”规划, 经济不出现较明显下行压力的前提下, 地产很难迎来全面松绑, 进而作为经济企稳突破口, 这与当前经济转型, 重质轻量的战略部署有所背离。综合来说, 短期很难看到地产作为经济企稳突破的可能性。

图 9: 地产投资增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

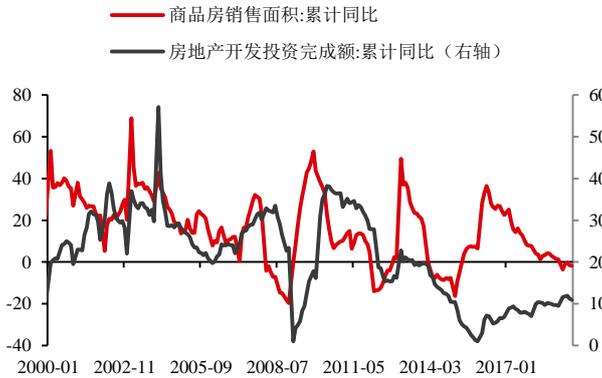
图 10: 土地购置费有所企稳 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

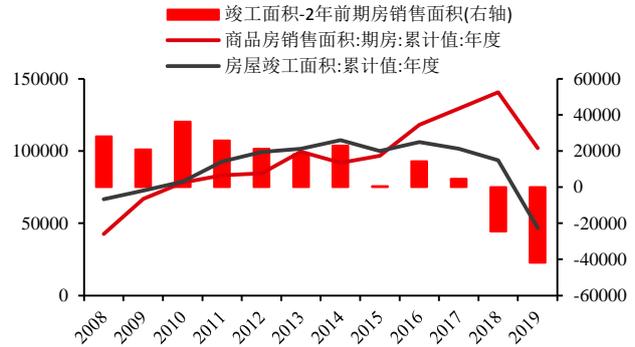
图 11: 商品房销售

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 两年来期房交房缺口持续扩大 单位: 万平米



数据来源: Wind 华泰期货研究院

基建投资方面, 由于隐性债务 (例如城投平台、PPP 等) 遭到监管层方面的打压, 基建投资的资金来源更多来源于显性债务扩张下的提振。正是由于这种结构性上的限制, 我们关注到基建投资在今年上行速度偏慢, 仅仅从 18 年 9 月的低位 0.26% 上移至 19 年 6 月的 2.95%。对于全年基建投资来说, 今年专项债新增额度从 1.35 万亿上升至 2.15 万亿, 且可以作为重大项目资本金, 预计将撬动基建投资上行 3%-5% 的水平, 对经济增速也有托底的力量。

图 13: 基建投资增速上行较慢

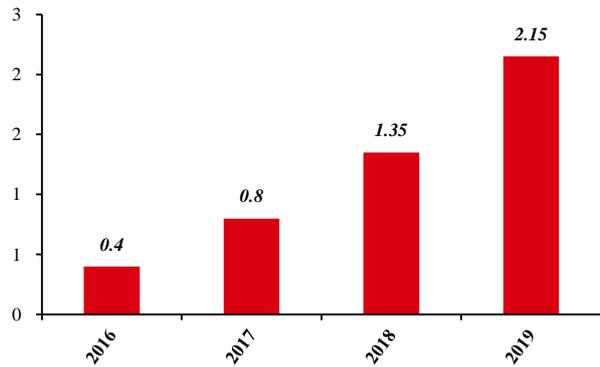
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 地方专项债新增额度

单位: 万亿



数据来源: Wind 华泰期货研究院

总的来讲, 尽管因为出口和消费的拖累, 此前经济企稳的步伐受到拖累, 信贷对实体经济传导受阻, 但随着中美经贸和谈的落实, 包括地产韧性的再度加强以及政府稳增长预期来看, 我们对后续经济仍偏乐观, 进一步下行的概率偏低。

资产配置：QE 叠加降息暂缓

• 国内：逆周期调节预期上升

我们已经判断国内大概率处于信用周期修复叠加经济周期步入衰退后周期的阶段，我们以此为据回顾股债市场在历史相同阶段中的演绎情况，以期找到未来的大概率走向。回顾历史数据，自 2005 年至今总共有 4 轮相对明显的信用周期修复叠加经济周期步入衰退后周期的阶段，分别是 2005 年 5 月-2005 年 9 月、2008 年 10 月-2009 年 3 月、2012 年 5 月-2012 年 9 月和 2015 年 12 月-2016 年 9 月。

股市方面，2004 年在抑制经济过热的过程中，货币和财政实行了双紧政策，社融增速和经济增速也随之回到下行区间。2005 年 3 月货币政策开始由紧转宽，社融增速也在随后的两个月出现企稳之势。股市在社融增速企稳后就随之出现了反弹，后续虽然有回踩动作确认，但是底部区域基本已经稳固，并在经济增速触底确认后开启了一波牛市。

2008 年雷曼兄弟倒闭，美国房地产泡沫破灭标志着金融危机的爆发，全球风险资产都出现了断崖式的下滑。伴随着金融市场的实质性恶化，全球央行都开启了宽松的货币政策以对冲经济的失速下滑风险。2008 年 10 月国务院常务会议提出实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，续两个月进行了 2 次降准、2 次降息，社融增速在 2008 年 10 月企稳，随之而来的是 11 月国务院制定 4 万亿投资计划，以财政扩张推动的宽信用正式落地，股市也出现了一波快速的上行。

图 15： 2005 年

单位：点，%



图 16： 2008-2009 年

单位：点，%



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_9263

