

2018年12月24日 星期一

宏观周报

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68556039



本周要闻

- 非农建设用地将不再“必须国有”
点评：集体土地政策，未必利多地产
- 美联储加息 25 基点
点评：加息是明面，缩表是暗面
- 美股续创回调以来新低
点评：继续缩表下，还能更低
- 中国拟立外商投资法
点评：过去三十年风格的转折点，不利大型企业
- 国际油价创近一年半新低
点评：缩表造成边际需求锐减

美元指数或处在暴涨前夜

金融市场上有两条往往被人忽视的道理。

如果一个风险在市场上被大多数投资者认为会发生，那就不是风险；如果大多数投资者认为某事不会发生，那这才是风险所在。

进一步的阐述可以让人理解后半句，即为何大多数投资者认为某事不会发生。因为人群往往用过去以揣测未来，从而产生心理学的“锚定效应”。所以无法想象到与历史不同的未来。

所谓“黑天鹅”并不是无法预测，而是绝大多数人无法见到。我提前判断波动率飙升，年底美股见顶，人民币暴贬等等，已生动说明了这一点。

接下来与主流思考不同的是，美元指数即将大涨。大众心理或认为，如今处在历史高位，从而倾向于下跌或震荡。然而望向未来，此刻应是谷底。

图 1，美元 Libor 利率（白线）；欧元 Libor 利率（黄线）；日元 Libor 利率（绿线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图一清晰的展现了国际资本流动的动力。图一是美日欧三者的拆借利率水平，可以见到美元融资成本相对日元和欧元不断攀升，而后两者还处在负利率区间——日元利率正在抬头。毫无疑问，国际融资将偏好更低利率的货币，即欧元和日元。

具体到公司上也是如此，如美国流媒体服务商 Netflix 以欧元发行的债券票息为 4.625%，以美元发行的债券的票息为 6.375%。在债券背后信用主体同一的情况下，依照传统经济学理论，债券的信用风险定价应一致。产生不同的原因，正是欧洲央行的量化宽松政策所导致的分歧。

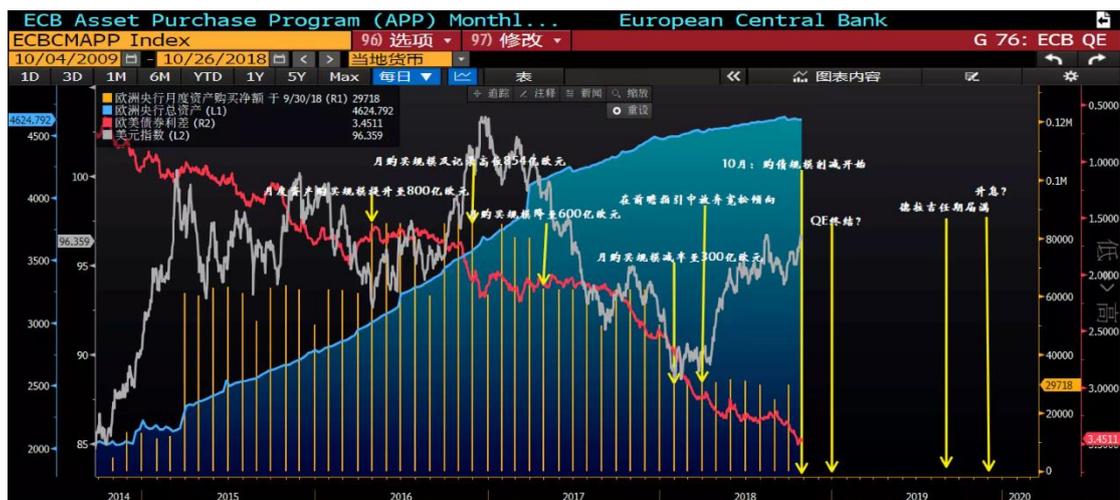
图 2，全球以欧元和日元发行债券的金额，单位：百万美元

发行日期	总计	DE	JP	IT	CH	FR	AT	NL	LU
1) Total	33,544,349	4,796,320	12,334,797	3,123,074	104,042	3,850,094	590,127	1,318,492	568,470
4) 2018	5,885,740	1,506,025	2,051,742	442,616	34,026	472,881	61,147	232,865	85,027
5) 2017	4,145,389	715,021	1,351,601	409,168	16,433	416,022	71,634	166,281	117,348
6) 2016	3,517,627	448,733	1,145,990	374,322	10,957	428,999	67,208	157,312	53,133
7) 2015	3,152,269	410,390	1,054,434	323,038	9,285	367,966	41,043	112,552	50,524
8) 2014	3,538,940	526,452	1,110,379	385,168	21,523	407,320	61,266	163,945	74,282
9) 2013	2,357,567	274,414	901,584	204,078	1,853	283,865	55,888	110,134	55,068
10) 2012	2,322,895	273,470	934,529	86,357	78	300,314	60,034	99,943	75,635
11) 2011	1,616,783	145,134	796,065	104,988	470	215,655	24,798	54,155	15,361
12) 2010	1,850,661	132,879	831,784	137,208	1,942	300,590	13,216	75,065	6,029
13) 2009	1,574,495	139,403	716,063	170,650	5,980	175,587	25,691	39,808	8,147
14) 2008	528,406	63,120	192,465	105,566	198	34,170	21,803	9,555	5,319
15) 2007	600,224	33,838	219,410	65,841	354	99,817	28,220	15,678	3,259
16) 2006	537,562	11,255	238,306	49,499	56	62,218	24,614	24,168	5,662
17) 2005	657,473	37,844	221,347	62,110	92	94,207	25,709	32,788	6,883
18) 2004	476,364	5,426	206,211	77,524	546	81,933	2,088	8,182	678
19) 2003	275,844	22,217	110,686	62,925	12	56,730	3,037	5,478	1,455
20) 2002	113,255	2,217	67,452	22,531	4	10,914	704	1,618	2,504
21) 2001	118,091	3,371	51,650	2,587	39	28,571	1,265	2,793	1,215
22) 2000	139,957	27,295	60,299	29,755	5	1,999	153	1,558	315

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

从单个公司跃迁到宏观上所有公司也是如此。图一可以见到，2016 年三者的 Libor 利率开始出现明显分歧，美元往上，欧元日元往下。从这一年开始，欧元日元债券融资的增长速度依次是，11%，17%，42%。国际融资转向欧元和日元的结果自然是对两种货币的需求大增，进而推动欧元和日元保持高位。于此同时，由于欧元日元是美元指数的重要组成部分，美元指数也因此蛰伏。

图 3，欧央行月度资产购买净额，欧央行总资产，欧美债券利差，美元指数



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

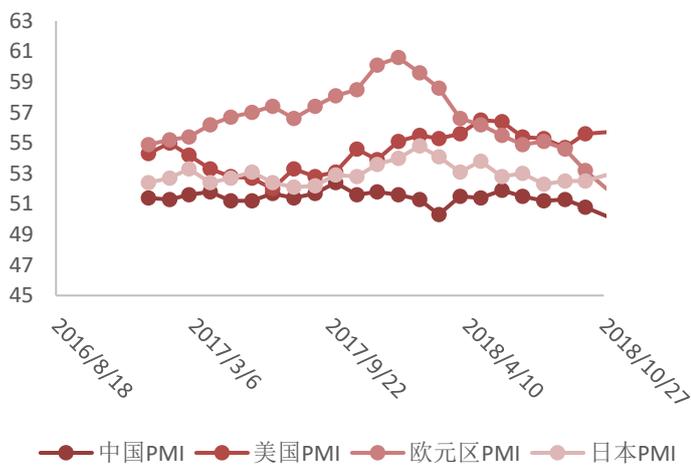
但是转折点就在此刻。此前对欧元的需求是由于量化宽松导致，而欧央行退出量化宽松的宣告不亚于釜底抽薪——也就意味着欧元需求的减少，乃至欧元的贬值，美元指数的抬升。

在图 3 中可以见到欧央行的量化宽松政策对美元指数的影响。今年 4 月份的放弃宽松倾向以及年初购买规模的骤减是推动美元指数骤然反弹的直接动力——这点我在四月的周报中也提前判断了。而欧央行如今已经发出确定性的信号，即宣布退出量化宽松。结果不言而喻，美元的上涨将会远远超过今年美元的反弹。

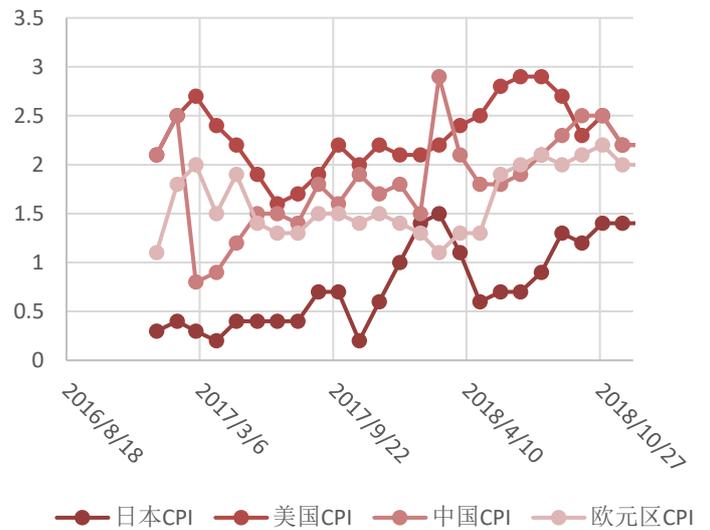
美元指数在短期或因为美联储的缩表和加息而蛰伏，但欧央行退出量化宽松的影响也会迅速显现。美元的突飞猛进，或是 2019 年的主旋律。

经济活动指标

图表1 全球经济同步复苏



图表2 全球通胀预期升温

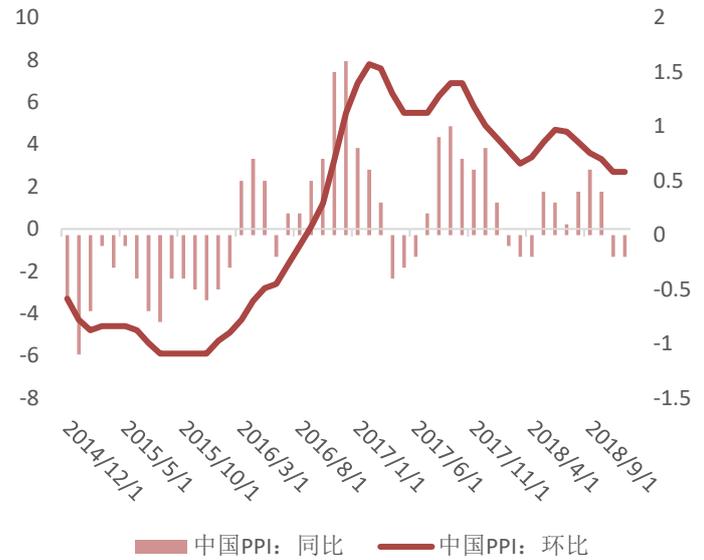


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 CPI 增速回落



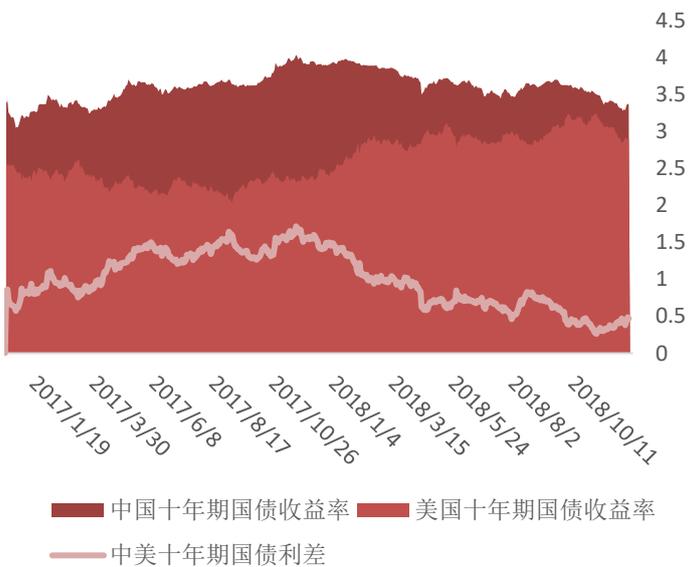
图表4 PPI 同比结束五个月下行态势



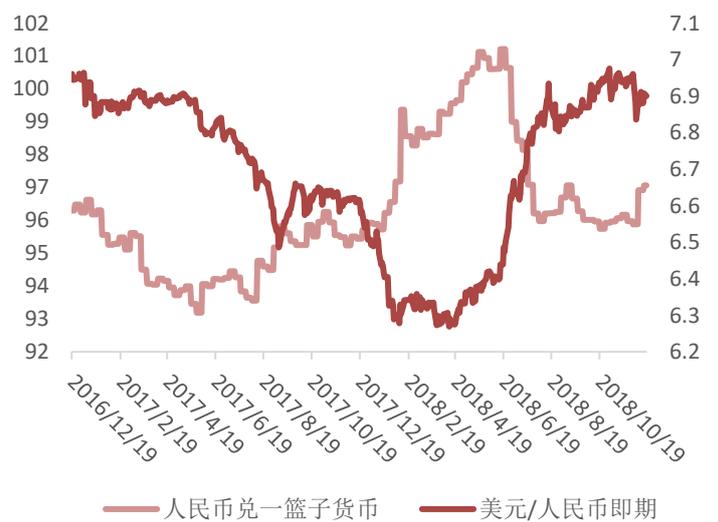
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

金融市场动向

图表5 美国十年期国债破3%，利差缩小



图表6 人民币兑美元贬值，兑一篮子升值

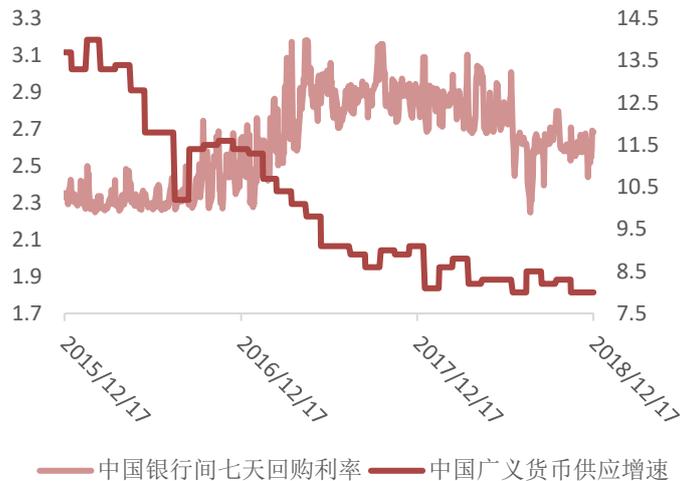


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差收敛



图表8 货币增速回落，利率高企



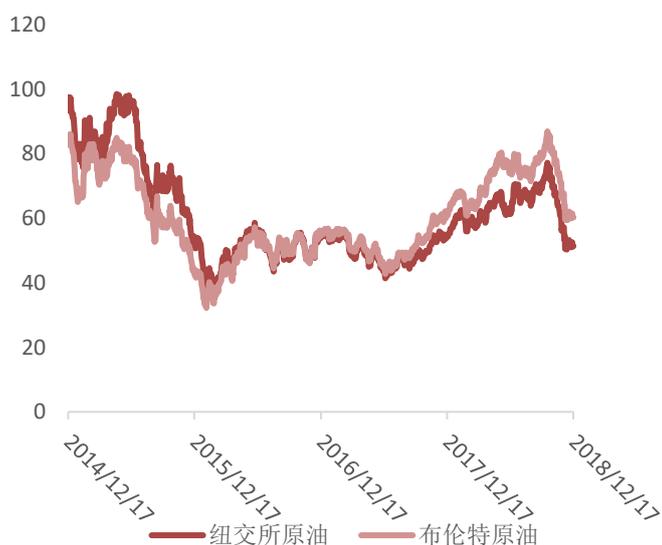
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

工业品价格

图表9 螺纹钢与铜价均居高位

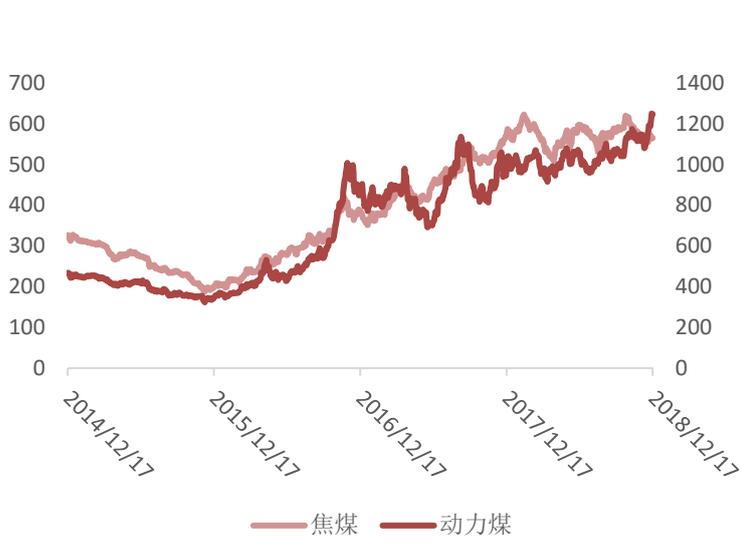


图表10 国际原油价格再创新高

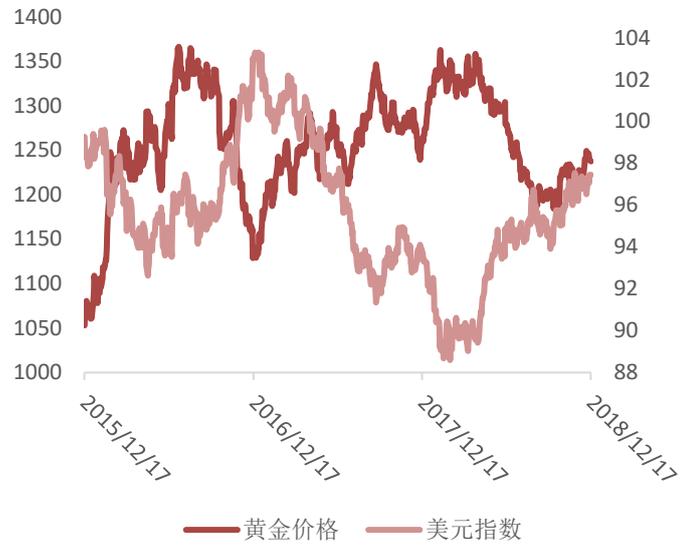


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 11 动力煤与焦煤价格震荡



图表 12 美元反弹，黄金回调



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
2603、2904 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。