

2018年07月10日

星期二

美国国策转变影响全球利率

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



市场回顾

- 上证指数再创两年新低，击穿 2700
- 人民币创年内新低
- 中国央行宣布扩大担保品范围
- 欧洲央行宣布年底退出 QE
- 美联储加息，香港跟随。墨西哥，土耳其加息
- 中国国债期货刷新一年新高
- 国开行新棚改项目基本暂停审批

评述：美国工业化的进程使特朗普有了贸易战的底气，贸易战又同时打破了中国宏观账户的平衡。通货膨胀，汇率贬值，财政紧缩这三者不同比例的发生。政策补贴从各行业退出，资本外流而货币脱锚。财政的紧缩也扩散到信用的紧缩—去杠杆。信用的紧缩率先反映在最具流动性的资产上，股市的节节败退还将持续。

目录

市场回顾	1
市场前瞻	3
通货膨胀预期还将持续.....	3
财政紧缩下的黑色系商品.....	4
海外经济	5
花旗经济意外指数.....	5
OECD 综合领先指标	5
主要经济体 GDP 增速.....	5
主要经济体 CPI 同比.....	5
主要经济体实际利率.....	6
发达与新兴市场股市表现.....	6
全球主要股市表现.....	6
国际贸易.....	6
十年期国债收益率比较.....	7
非美货币升贬值.....	7
国内经济	8
中国 GDP	8
中国 GDP 与 CPI	8
中国 CPI 与 PPI 同比增速.....	8
人民币远期汇率与中美利差.....	8
中国 CPI-PPI 同比剪刀差.....	9
中国实际利率	9
中国 TED 利差.....	9
M2 货币供应	9
基础货币与货币乘数.....	10
M1、M2 增速与剪刀差	10

市场前瞻

通货膨胀预期还将持续

政府的能力是受到资源的约束的。央行更不能例外。

- 一， 货币意味着资源的分配权。
- 二， 政府可以创造货币但无法创造资源。

政府能力的本质是资源的再分配能力，或者说资源的来源主要有三种， 税收， 债务， 国有资产。（法币的本质是债务， 是政府的备兑凭证。所以通货膨胀收入被包含在债务一列中）

所以我们可以清晰的见到， 当政府刚性财政支出难以缩减， 而又遇到巨大的支出 压力（还债或军事行动等）， 必然通过以下四种方式。

第一种是拒绝偿付。如果主要是国内债务， 几乎意味着会伴随一场革命发生。

第二种是出售国有资产。但如果国家足够庞大， 则难有合适的买家， 资产必然面临巨大的折价。一如苏联解体时。通常只作为补充手段。

第三种是通货膨胀。这种获取资源的手段是平均的从货币持有者中获取资源， 但资产持有者却与政府同时获利。通货膨胀手段的底线是贫富分化水平。再往前迈一步就意味着革命。

第四种是资本税。以累进制的方式从最富有的人群中获取资源。 后两种方式的区别在于， 通货膨胀主要从穷人手中获取资源， 资本税主要从富人手中获取资源。

换言之， 我们可以清晰的看到， 只要不触及资本税， 目前政府乃至央行的一切复杂的行为只能是加剧通货膨胀和出售国有资产。前者可以让我们从另一种高度理解 MLF 等货币操作， 后者可以帮助我们理解金融市场以及更多市场开放外资入股等行为。 股市板块中， 食品， 医药， 茅台展示的通货膨胀预期还将继续。

财政紧缩下的黑色系商品

从新能源汽车到光伏，从机场到棚改，政策补贴如同多米诺骨牌一般次第倒下。与此同时，人民币汇率也历经 6% 的贬值。两者实则宣告，米德冲突在中国正迅猛的发生着。

米德冲突指的是“一国如果要同时实现内部均衡和外部均衡，则必须同时使用支出调整和支出转换政策。单独强调任何一种政策，将导致一国内部均衡与外部均衡之间的冲突。”如今的环境下，外部均衡被贸易战打破，内部不得不通过紧缩财政以维持平衡。社会融资跳水也就顺理成章。

财政的紧缩，对金融体系而言即“去杠杆”。

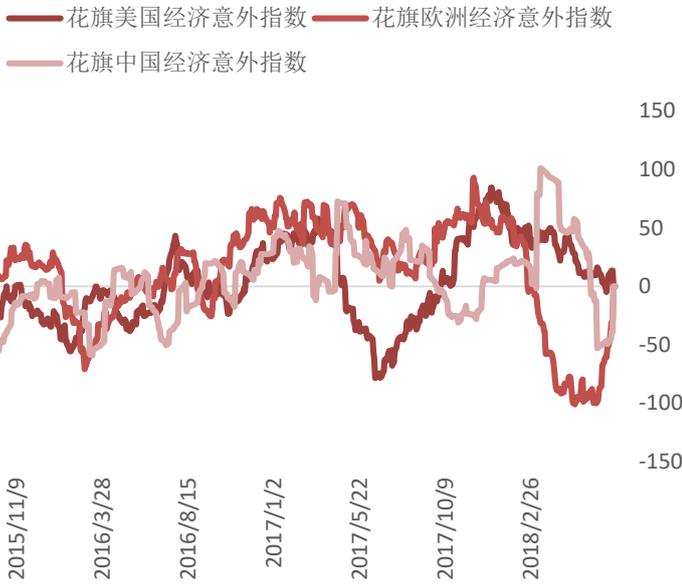
杠杆本身并无好坏。杠杆一头是“权益收益”，另一头是“负债成本”。当收益远大于成本时，杠杆自然越高越好，工业化初期即是如此。而当盈利无法覆盖利息成本时，杠杆则开始吞噬股东权益。广义而言，这里的股东权益包括国家财政。由于贸易战而供给过剩，权益收益面临巨大压力，同时又不得不紧财政之下，“去杠杆”几乎是必经之途。

如果不主动紧缩财政呢？米德冲突指出迅猛的通胀是必然发生的。在通胀之下不过两害相权取其轻，要么迅速贬值货币，要么压缩财政开支。如今我们三者都在进行，只是比例不同罢了。

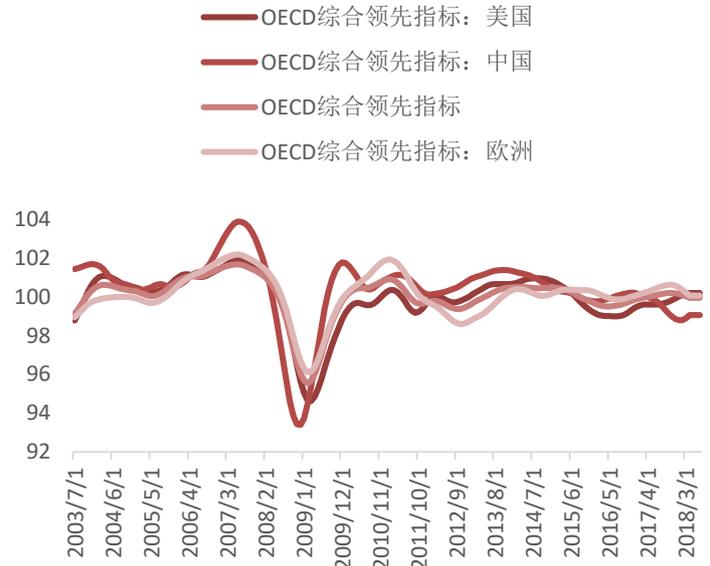
贸易战带来了中国的紧财政，以及通货膨胀和生产过剩。这三者的综合结果即，中国的半主动调整或让经济大幅下滑。换言之，空黑色系商品期货最佳的入场点或已到来。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

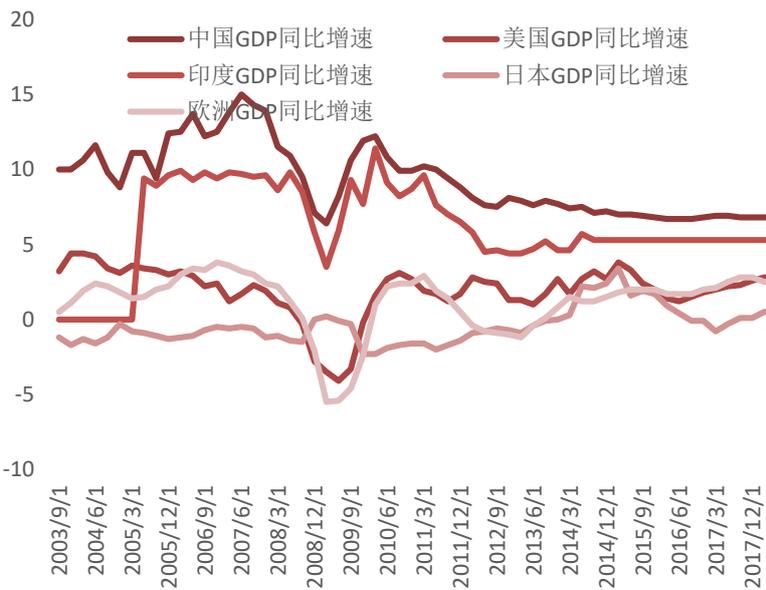


图表2 OECD综合领先指标趋稳

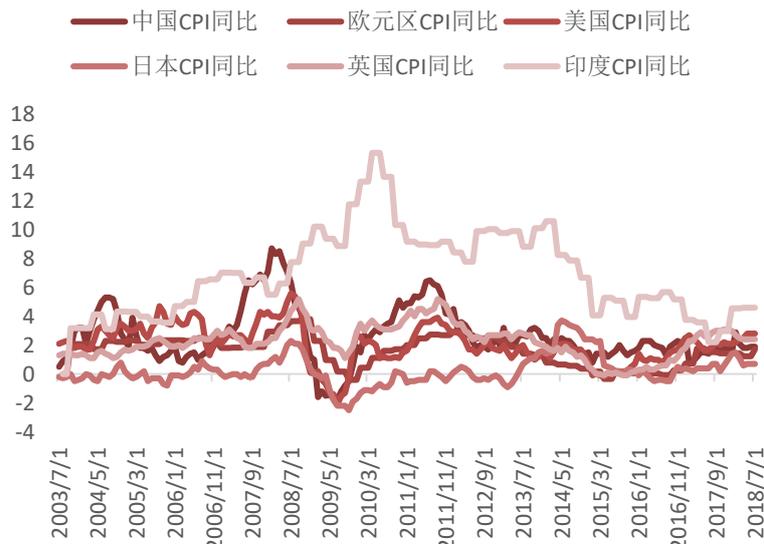


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

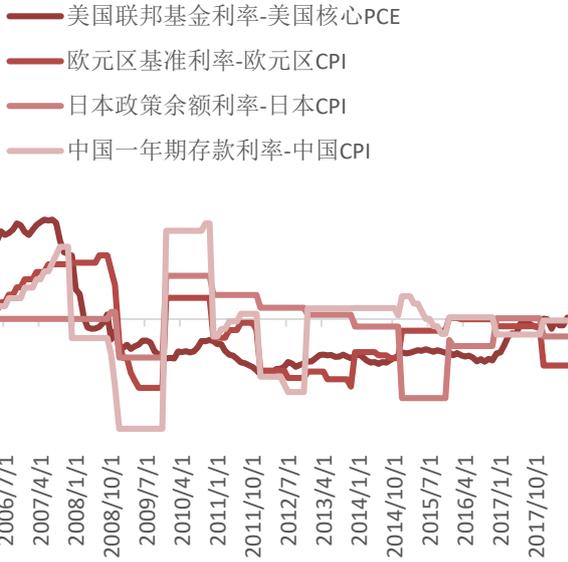


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

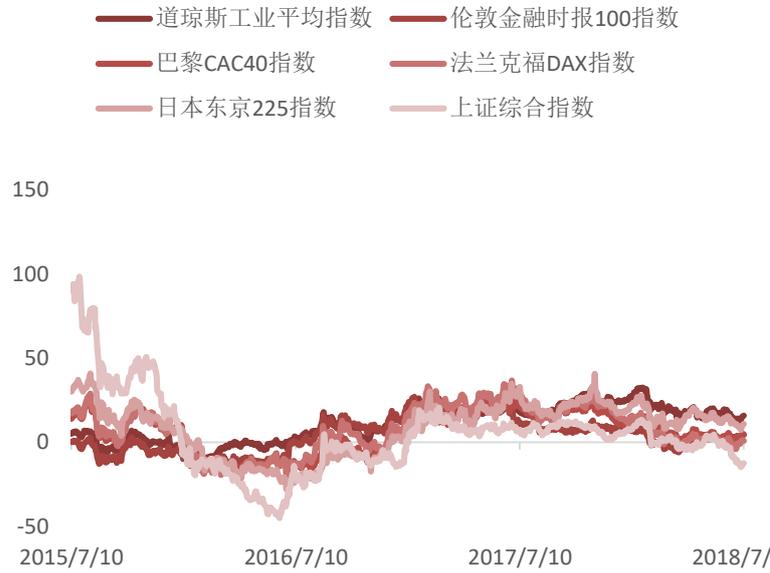


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

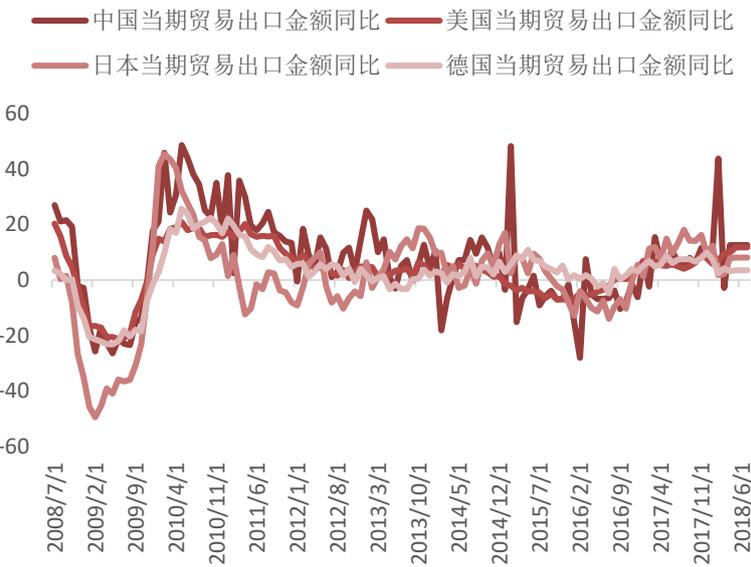


图表6 全球主要股市同比表现

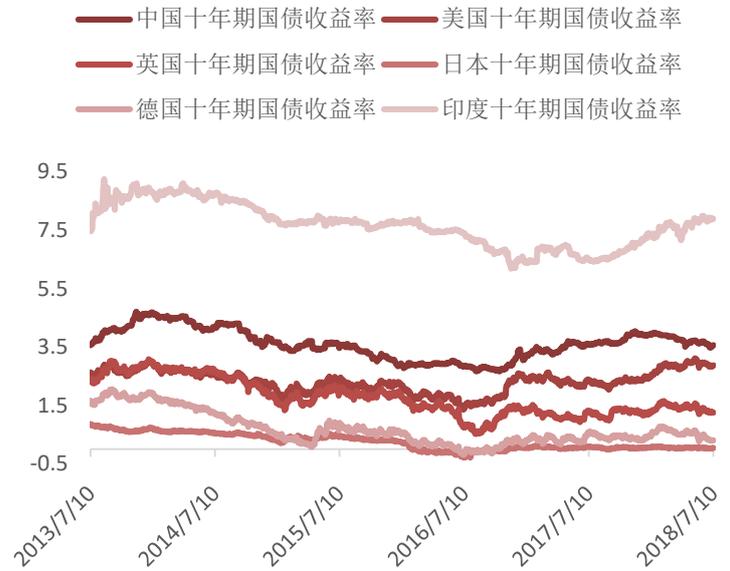


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可



图表8 十年期国债收益率均小幅下行

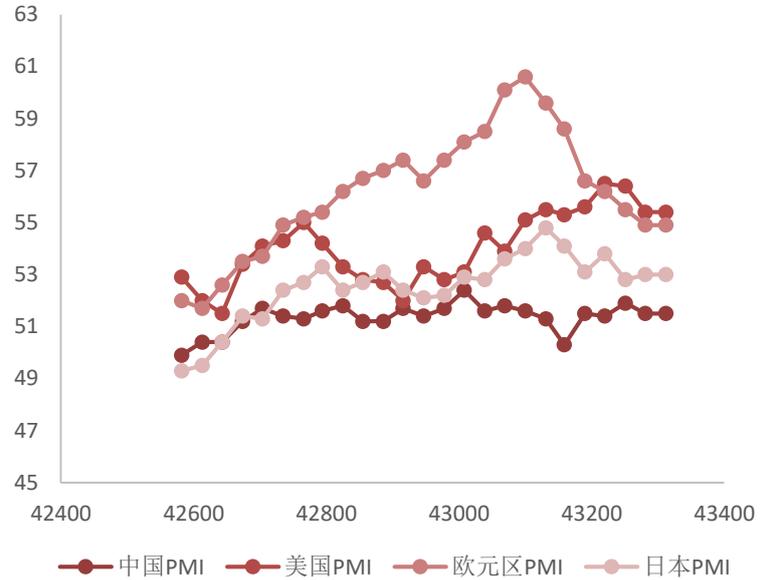


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



图表10 各国PMI指数回落



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

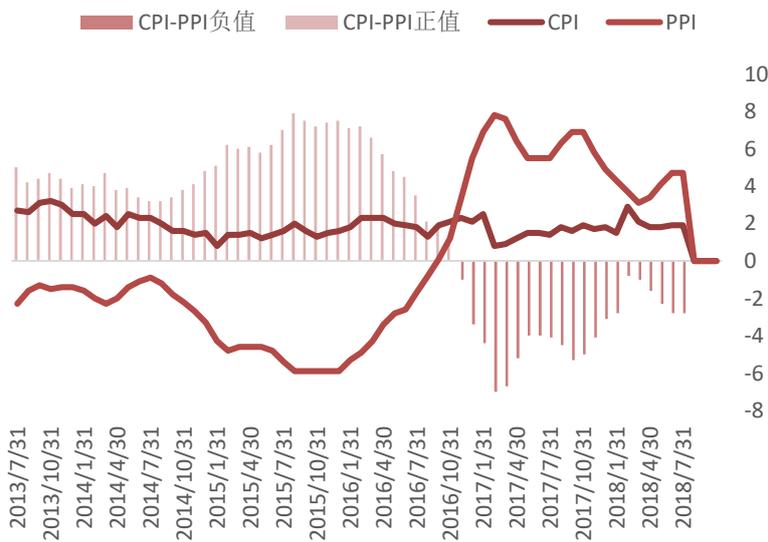


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同



图表 14 中国实际利率依然为负值



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

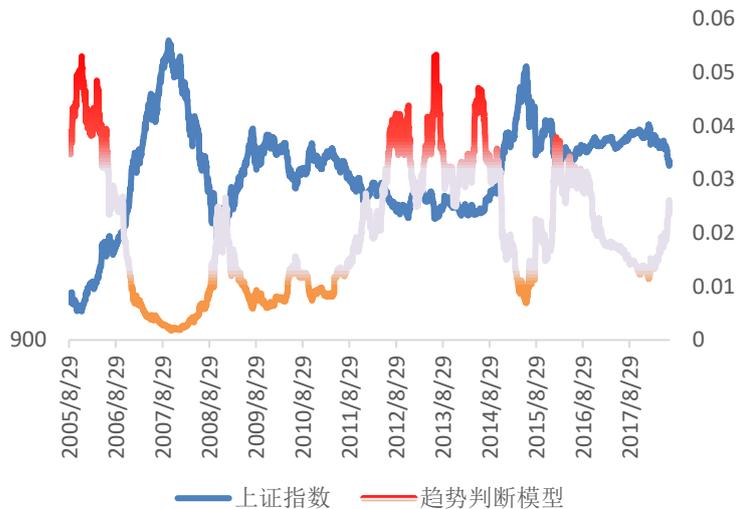


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型不认为价值投资可行

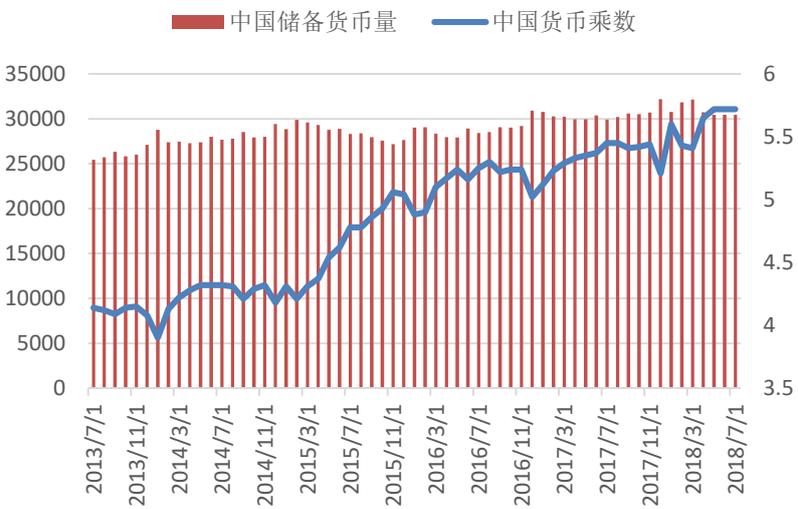


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

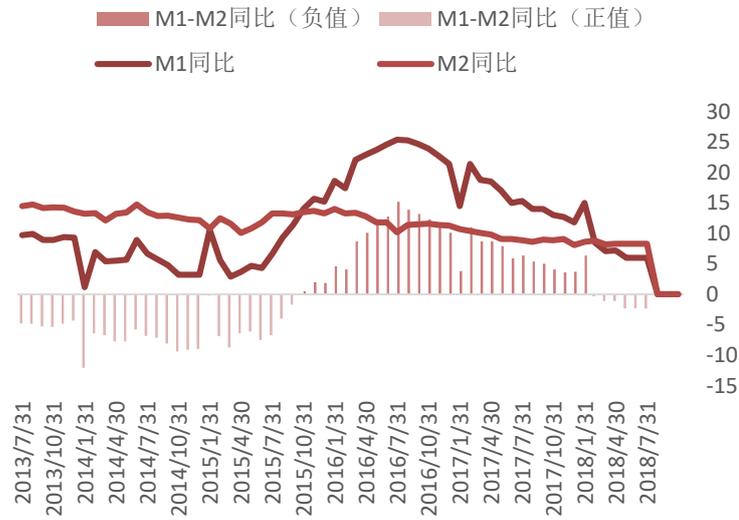


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 19 货币乘数居高不下



图表 20 M1-M2 差值仍为负



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

深圳市福田区福华一路卓越大厦
1706A
电话：0755-82874655

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

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

铜陵营业部

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。