

2018年11月26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

- 油价单日重挫8%，创一年多来新低
点评：客观上等价于对企业减税
- 欧元区 PMI 创两年半新低
点评：欧央行的退出 QE 决策或面临不确定性
- 财政部：对境外机构投资境内债券市场的利息收入暂免征收所得税和增值税
点评：保外汇储备下的必然政策
- 据“美联储观察”，美国12月加息概率为74.1%
点评：远低于此前加息概率
- 比特币跌破3700美元，创一年多新低
点评：侧面反映了全球流动性缩减

中国明年或债熊股牛

市场上充斥着各种利率，由于套利关系的存在，长期来看利率的趋势大体是一致的。但是，不同的利率反映着不同的需求，也体现着经济体不同的状况。

就中国而言，回购利率更多反映了金融机构的融资成本，而同业拆借利率反映了银行吸纳资金的成本。前者的用途主要是债券交易，后者更多和实体企业能够接受的资金成本挂钩。

换言之，同业拆借利率是一个很好的分析实体企业资金需求的桥梁。而我们一旦理解了这点，将会对 2018 年乃至 2019 年的局势洞若观火。

资金的需求分别两个方面，实体经济的需求和金融机构的需求。而实体经济分为房地产，制造业，基建的投资需求。从贷款余额的分布来看，个人占据了 32%，基建 20%，制造业 13%，房地产似乎只有 6%。

但是个人贷款几乎都流向了房地产。也就意味着，房地产的需求占据了贷款余额的一半。而这仅仅是存量的计算，如果算增量，房地产的需求占据资金需求的 70% 以上。换言之，现在统计的实体企业的资金需求，本质上是房地产的需求。

而金融机构的资金需求，未必全部流向实体。例如银行借钱给信托，信托再购买银行的存单。这笔钱就在金融系统内完成了空转。

从实体角度而言，获得的资金体现为债务的增长。也就是社会融资的增长幅度最客观的反映了实体的流入资金量。

图 1 银行资产增速-社会融资余额增速&三月期银行间同业拆借利率



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图一非常锐利的展现了中国大类资产的轮动周期。因为，银行资产的扩张如果没流入实体，那么就是一种脱实入虚的过程，也就是债券的购买力上升；而反之实体的融资扩张更大，则是脱虚入实的阶段，在当下也就是房地产的需求飙升。换言之，图一的银行资产与社会融资的增速差，同时体现了房地产与债券的周期。

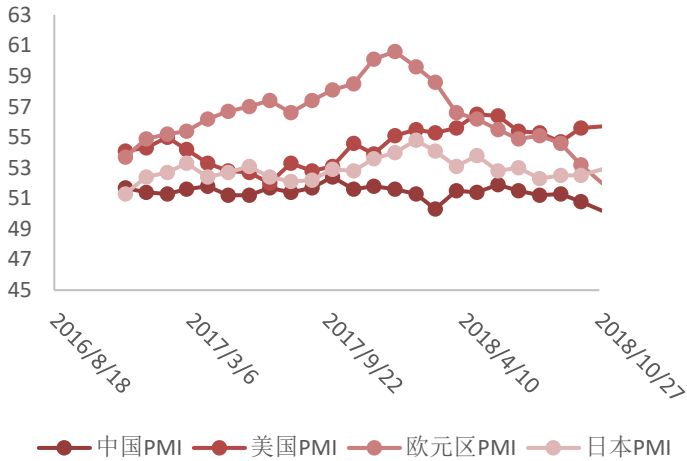
过去十年的中国楼市大体是上涨的，而上涨中仍然存在几个暴涨的关键点。2009年，2012年和2016年。而在这三年都在图中黄线很好的体现。恰恰是债券从牛市步入熊市（利率上升），也是黄线的转折点。

就今年而言，市场参与者往往疑惑，为何利率大幅下降，而股市反而走出熊市？在图中其实一目了然。今年利率的下降本质是实体需求减少导致的融资下降，从而让银行资产增速上升。也就是说，今年利率的下降恰恰是经济增长停滞的体现。顺理成章的带来债券的牛市和股市的熊市。

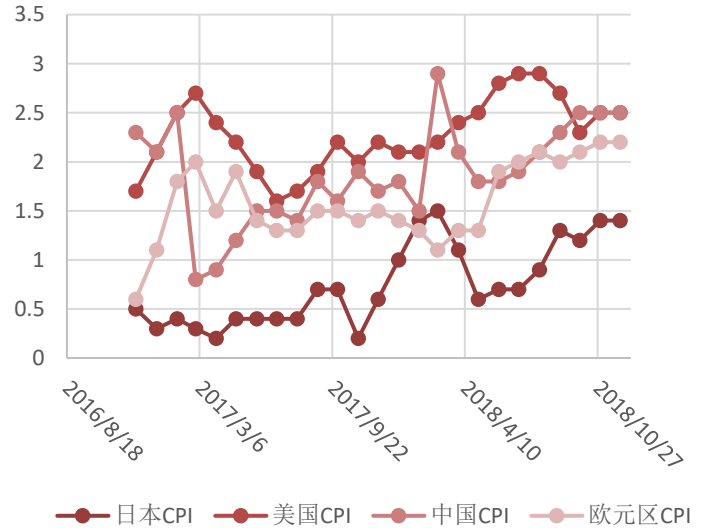
而从历史数据看，黄线又到了一个历史较低的位置。如果线性外推的话，或许会认为债券的牛市接近尾声，同时房地产的春天几乎到来。但这是建立在房地产融资几乎就是实体融资的全部的基础之上。如果融资结构改变，资金流入制造业等部门，或许市场会出现这样的景象——利率节节攀升，股市一路上扬。

经济活动指标

图表1 全球经济同步复苏

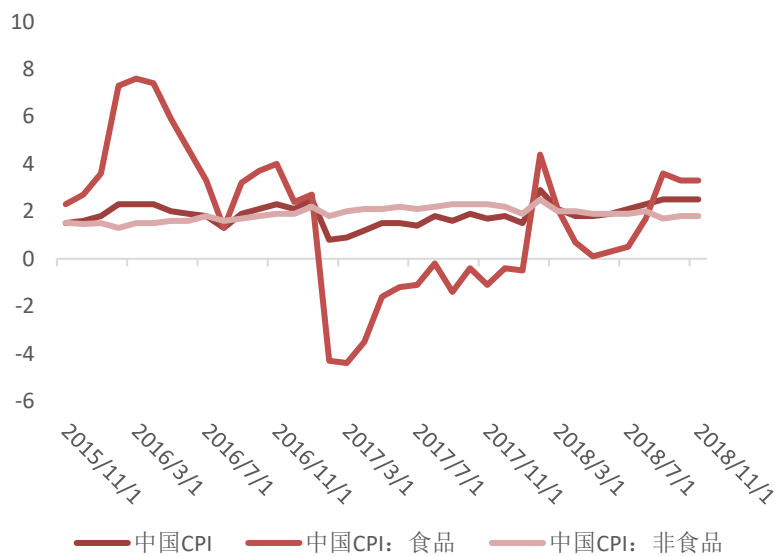


图表2 全球通胀预期升温

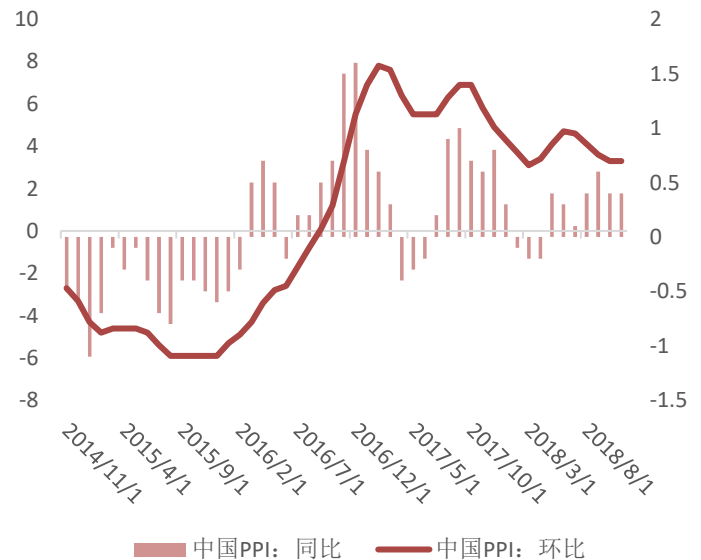


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 CPI 增速回落



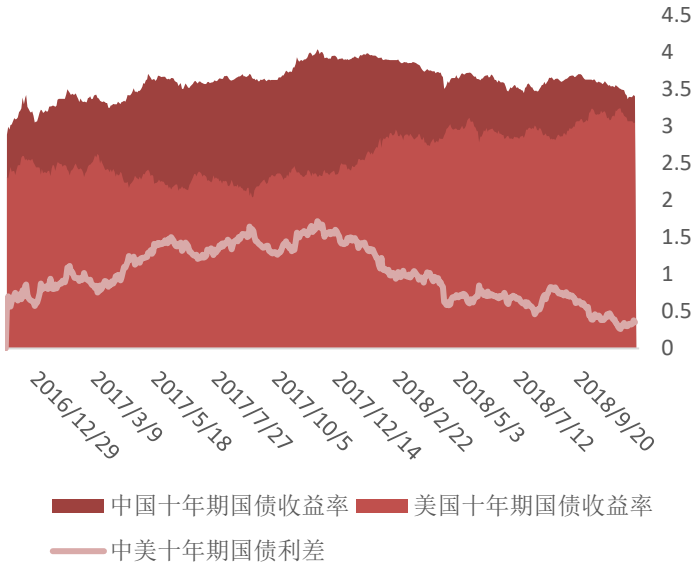
图表4 PPI 同比结束五个月下行态势



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

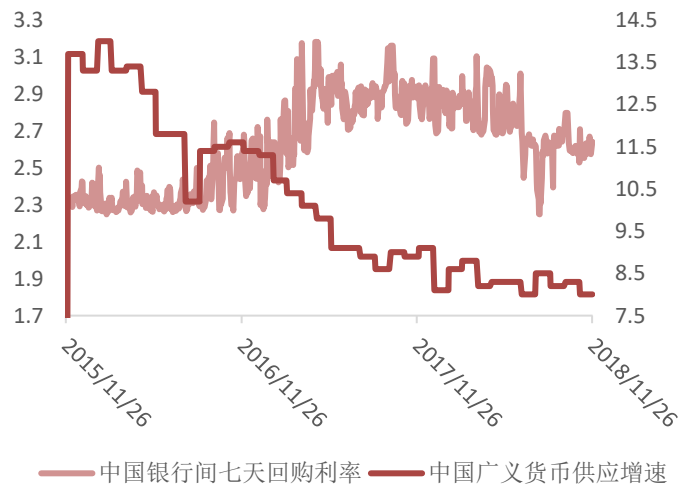


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差收敛



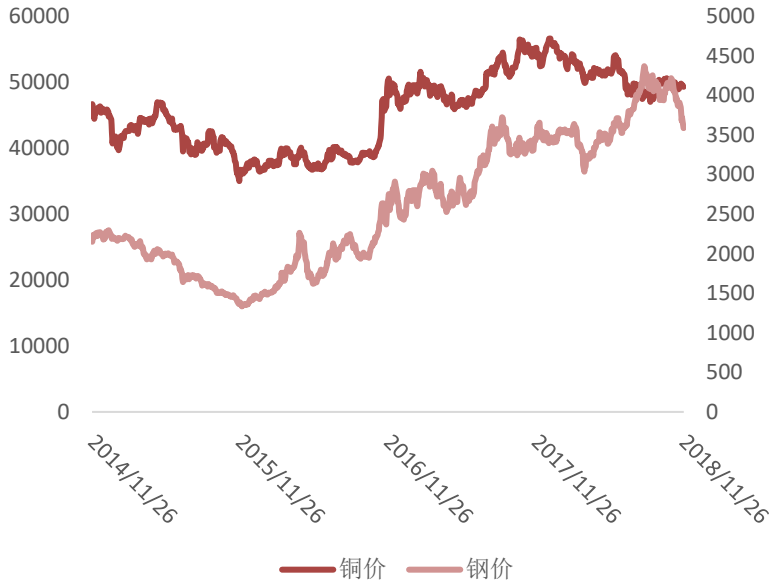
图表8 货币增速回落，利率高企



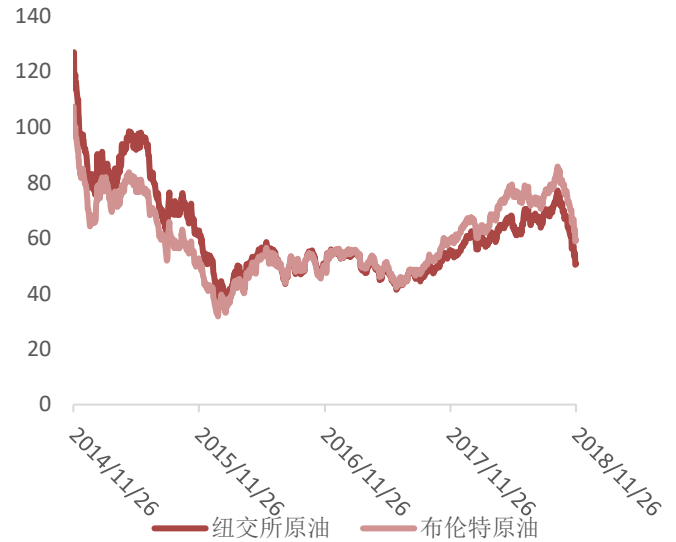
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

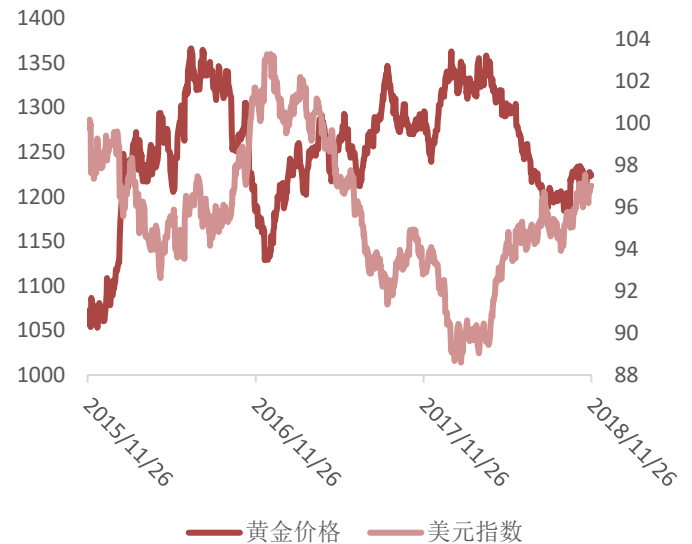


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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。