

2018 年 06 月 08 日

星期五

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

- 美元指数涨破 95，人民币跌破 6.4
- 意大利股债双杀
- 居民存款历史单月最大降幅，减少 1.32 万亿元
- 布油创三年半新高后回调
- 阿根廷上调利率 675 个基点至 40%，港元三月期 Hibor 创十年新高
- 美国失业率 3.7%，为十七年新低
- 美国针对欧盟，加拿大加收钢铝关税

评述：美国基本国策历史性的转变为推动工业化。对外表现在钢铝关税，中美贸易摩擦，对内表现在资本积累率迅速拉升，美元升值。对其他国家最直接的影响即资本外流。面对资本外流，阿根廷，土耳其，香港，意大利的利率或主动上升（加息），或被动上升（债券下跌）。中国暂时把利率上升的压力转移给居民，而时间稍微放长，绝对依赖原油进口的中国利率必然受到油价的深刻影响。

目录

市场回顾	1
市场前瞻	3
央行加息与房地产危局.....	3
美国基本国策的转变.....	5
海外经济	7
花旗经济意外指数.....	7
OECD 综合领先指标	7
主要经济体 GDP 增速.....	7
主要经济体 CPI 同比.....	7
主要经济体实际利率.....	8
发达与新兴市场股市表现.....	8
全球主要股市表现.....	8
国际贸易.....	8
十年期国债收益率比较.....	9
非美货币升贬值.....	9
国内经济	10
中国 GDP	10
中国 GDP 与 CPI	10
中国 CPI 与 PPI 同比增速.....	10
人民币远期汇率与中美利差.....	10
中国 CPI-PPI 同比剪刀差.....	11
中国实际利率	11
中国 TED 利差.....	11
M2 货币供应	11
基础货币与货币乘数.....	12
M1、M2 增速与剪刀差	12

市场前瞻

央行加息与房地产危局

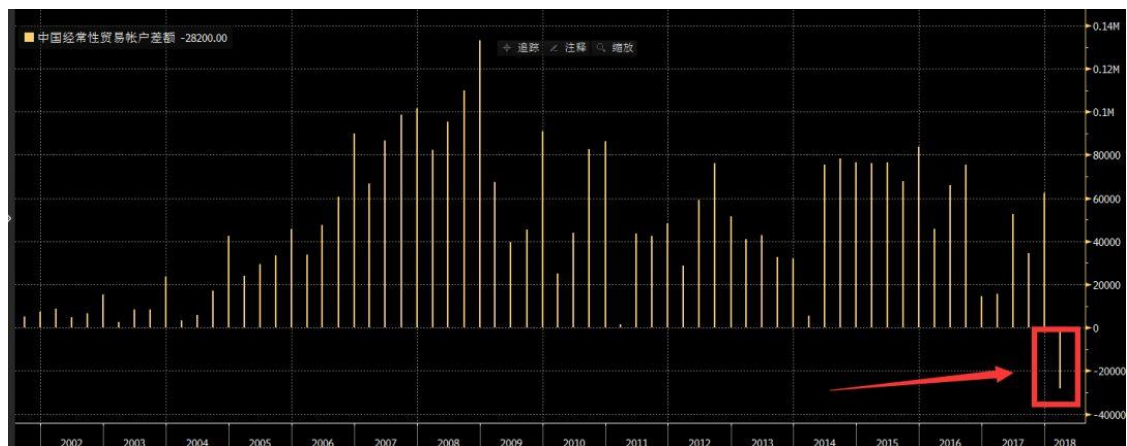
通胀的前夜逐渐变成通胀的破晓，医药，茅台，房地产炙手可热，烜赫一时。
没办法，谁让央行还不加息呢？



黄线：人民币贷款基准利率

白线：布伦特原油

但央行不得不加息。对高度依赖外部石油供给的制造大国而言，此刻的资金定价由不得央行。货币时间或空间价值的改变，必居其一。或者说，要么加息，要么升值。



中国经常性贸易账户差额：季度

曾论述年初的人民币升值，如今时过境迁，难以刻舟求剑。2000 年以来，中国季度性的贸易顺差一直保持正数，直到今年一季度被打破。这个历史性的转变将在下图中深刻体现。



黄线：中国央行资产负债表同比变化

蓝线：人民币汇率同比变化

由于联汇制度，中国大部分货币发行来自于外汇占款。或者说，贸易顺差推动央行资产负债表增加，同时贸易顺差的增加又意味着大量美元买入人民币计价的商品。于是自然而然的表现出资产负债表与汇率的强相关。贸易顺差的增加依赖于中国商品的价格优势和畅通的销售渠道，价格优势早已不再，销售渠道又将被贸易战打断。

人民币的发行依然挂靠美元信用（外汇储备），充分就业时即使央行扩表，也无法提升人民币的内涵价值。换言之，贸易战必然带来人民币较大幅度的贬值，尤其在贸易差额由正转负的剧烈变化中。

央行只能加息。而加息并不是影响楼市的根本因素。甚至加息还能推动房价上涨。贸易战并不直接通过利率作用于楼市，而是通过外汇储备。

讨论过中国房地产价格变化的套利逻辑，看似人民币有美元担保，是不会有制度上的通货膨胀现象的。而另一方面，新增的货币来自于贸易顺差，也就是商品销售额，销售额又远高于社会新增财富（经营利润）。货币与新增财富的不匹配表明货币在制度上必然超发。在制度性的通货膨胀下，外汇储备保障了可进口商品的价格。房地产作为最大的不可进口商品，成为了近乎唯一

的宣泄口，无视政府的调控并随着贸易顺差的增加而上涨。

房地产价格根植于外汇储备，皮之不存毛将焉附？



黄线：卢布汇率，向上为贬值

白线：俄罗斯房地产价格：美元计价

市场预期到了通货膨胀，以此为理由抢购房产。却不知更底层的逻辑变化。俄罗斯的房价在卢布崩溃后暴跌——虽然以卢布计价上涨了。套利机制消失后，中国楼市实则是市盈率超过 100 倍，负债奇高无比的非成长型大盘股，房间里的灰犀牛早晚会被察觉。

美国基本国策的转变

美国开始对欧盟，加拿大及墨西哥征收钢铝关税。由于三者是美国的传统盟友，市场倾向认为这是愚蠢之举。

美国不是以金融和科技立国吗？为什么要和钢铁进口过不去呢？

这恰恰是美国基本国策改变后一个鲜明的里程碑。完成能源革命后，美国正在进行着钢铁革命。因为钢铁和能源是工业化的基础——中国的工业化也正是从大跃进炼钢和大庆油田的建设开始的。

2017 年数据，美国粗钢产量在 0.8 亿吨。同期欧盟产量 1.6 亿吨，日本 1 亿吨，中国 8.3 亿吨，全球 16.9 亿吨。其中美国进口钢铁 0.36 亿吨，接近自身产量的一半。从与中国谈判去产能到此次对盟友的钢铝关税举措，背后的思路一脉相承，就是由恢复钢铁产量开始重新工业化。

划时代的页岩气革命后，美国从原油的最大的进口国之一转变为出口国。大幅降低了能源成本。而钢铁业的革命，是立足于美国的科技基础——智能交通体系的革命。试想，在存量资源不变的情况下，仅仅把私家车的使用率从 1/24 小时提升到 3/24 小时，就造就了滴滴和 Uber 这两个估值数百亿美元的巨头，如果提升到 24/24 小时呢？所有的车辆昼夜不停的在路上奔驰，不仅道路的使用率得到极大的提升，全国甚至仅仅需要数个停车场，物流成本将下降一半甚至更多。这种大型的信息技术与制造技术的结合，必然需要钢铁革命为基础。

即使站在现在的视角对比美国与制造业大国，也可以发现美国的国策清晰的导向：（数据来自刘焜辉）

- 1) 地租：中国是美国的 9 倍；
- 2) 物流成本：中国是美国的 2 倍；
- 3) 银行借款成本：中国是美国的 2.4 倍；
- 4) 电力/天然气成本：中国是美国的 2 倍以上
- 5) 蒸汽成本：中国是美国的 1.1 倍；
- 6) 配件成本：中国是美国的 3.2 倍；
- 7) 税收成本：美国税收优惠力度大；
- 8) 清关成本：美国无需支付进出口清关成本
- 9) 人工成本：美国是中国的 2.57 倍；
- 10) 折旧成本：美国是中国的 1.7 倍；
- 11) 厂房建设成本：美国是中国的 4 倍

换言之，信息技术与强大制造业的结合，已然成为落地的美国基本国策。对比国内，资本利得远高于工业利润带来的去工业化，不过是喊几句振兴科技的口号而已。投资者应辨清做法与说法的区别。

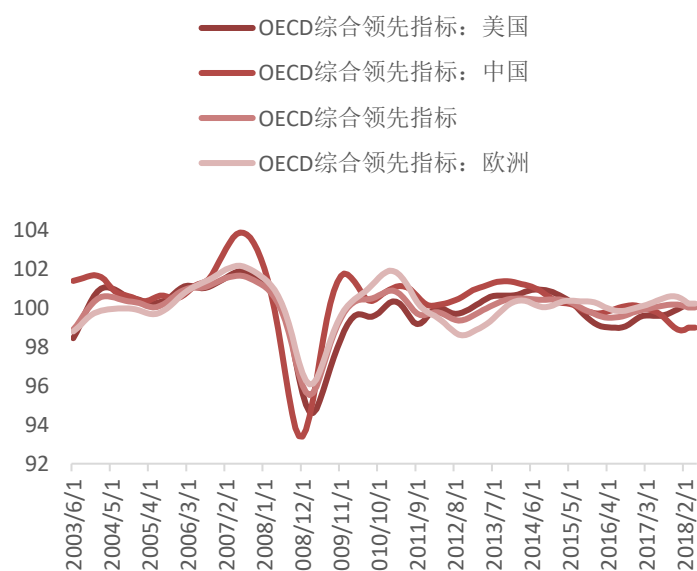
美国经济不仅仅是复苏，更是复兴。

海外经济

图表 1 花旗经济意外指数回落

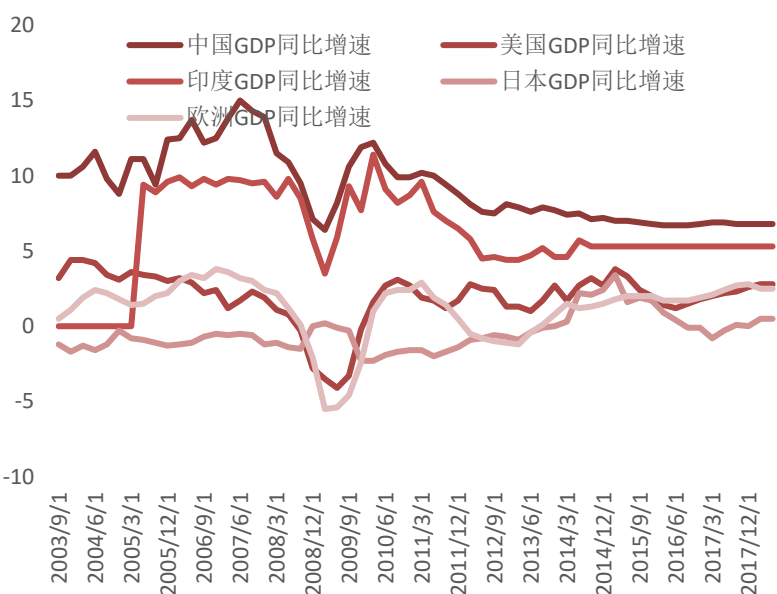


图表 2 OECD 综合领先指标趋稳

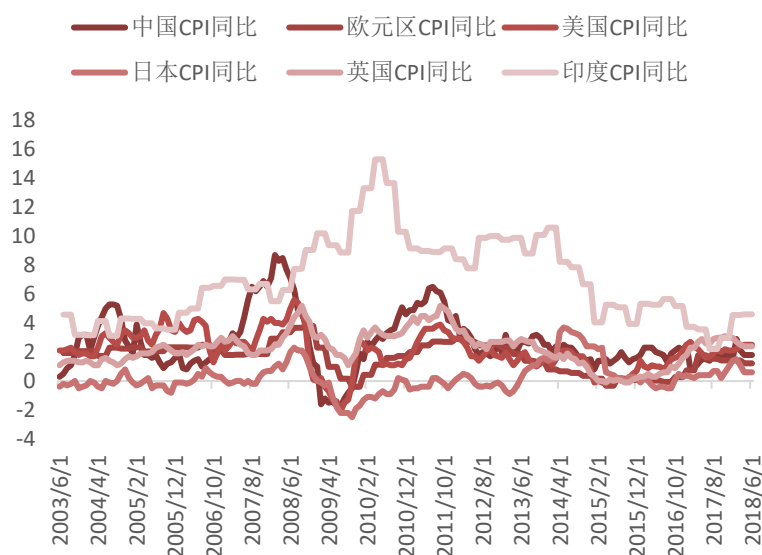


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 3 主要经济体 GDP 增速趋稳

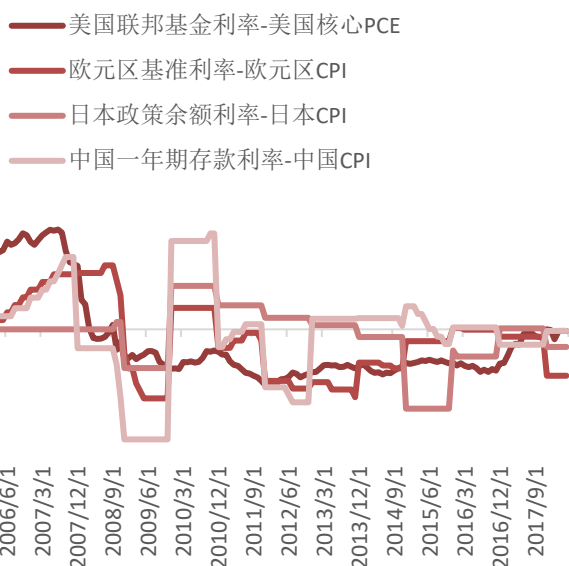


图表 4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

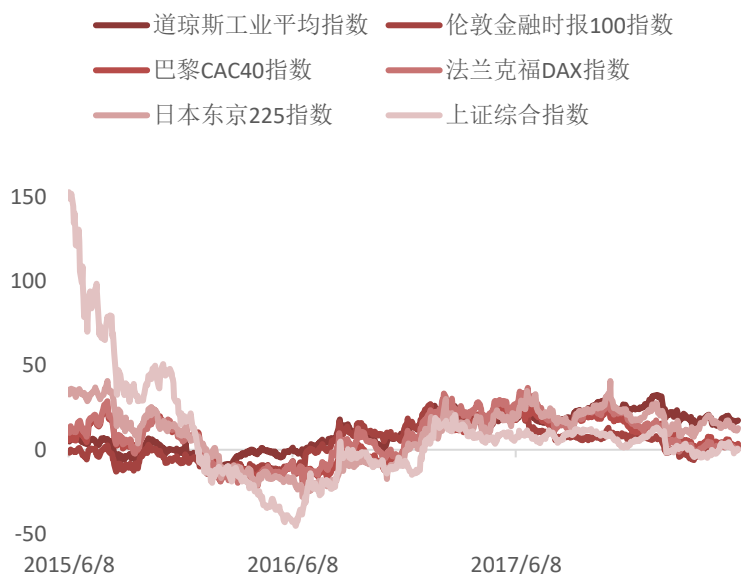


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 5 主要经济体实际利率低位

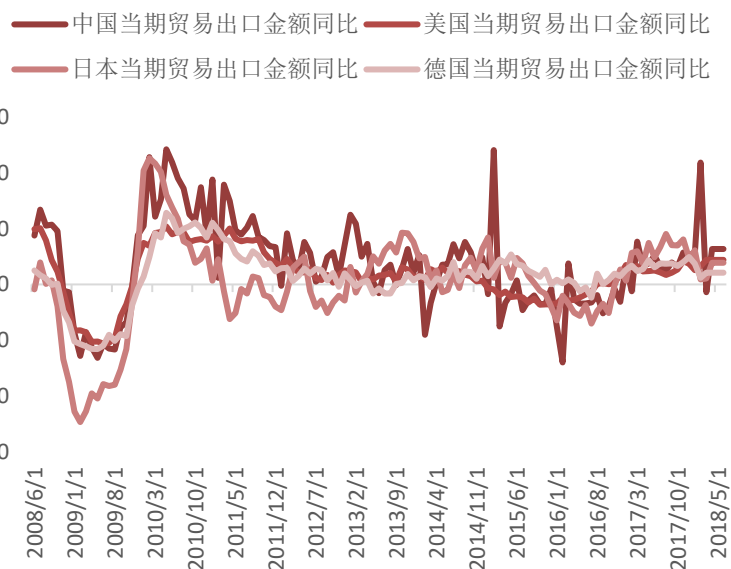


图表 6 全球主要股市同比表现

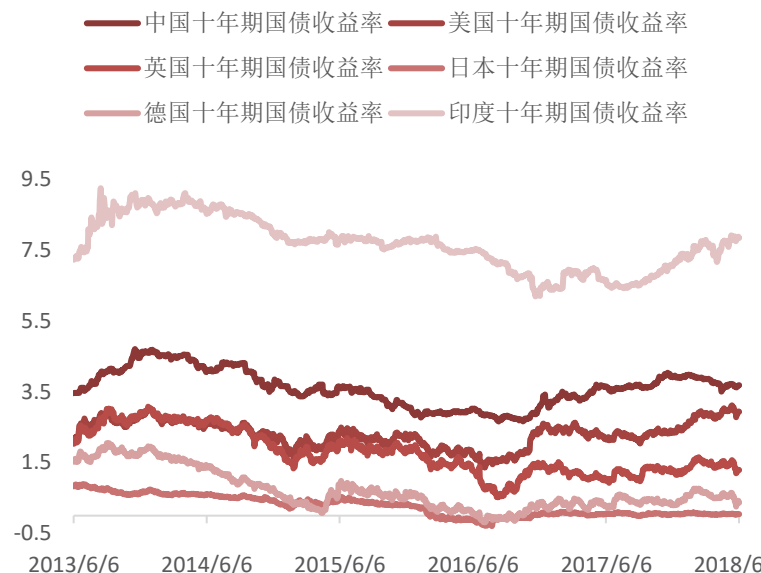


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 7 国际贸易尚可

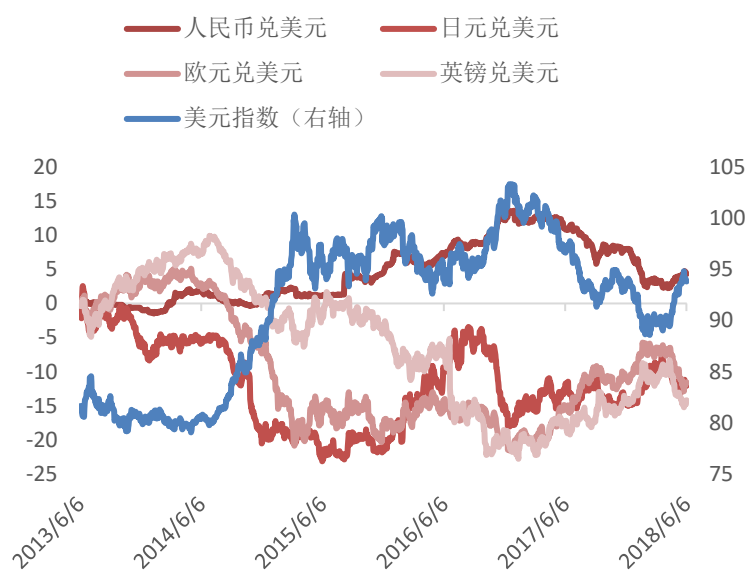


图表 8 十年期国债收益率均小幅下行

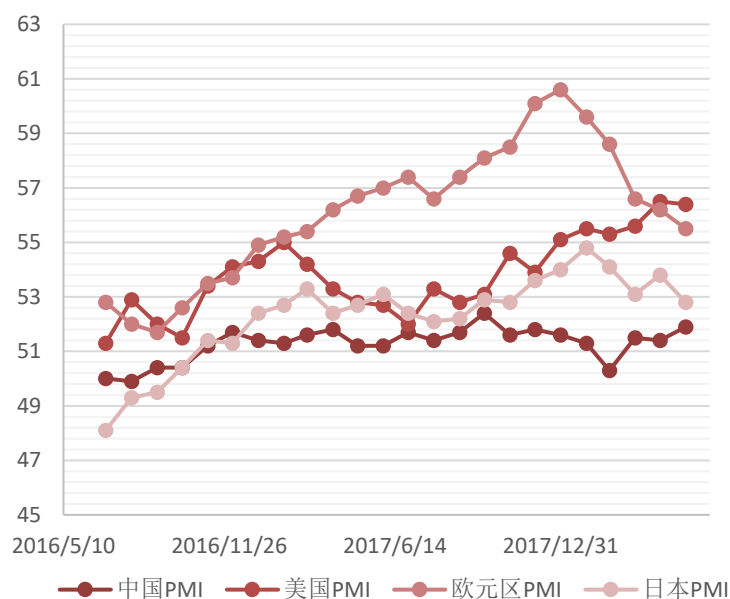


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 9 非美货币贬值加剧



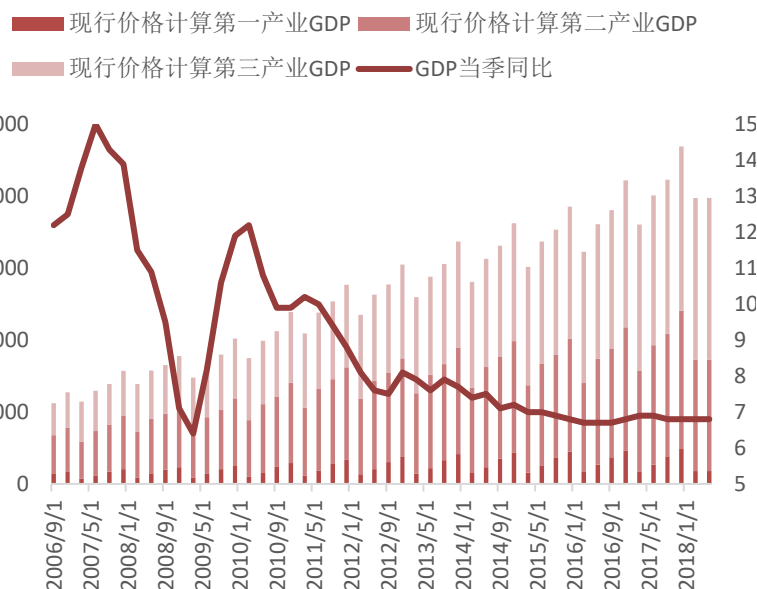
图表 10 各国 PMI 指数回落



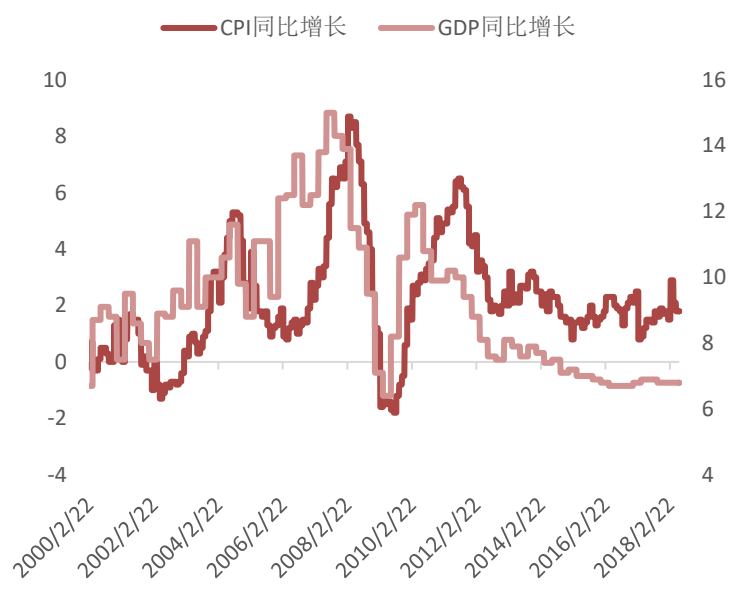
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

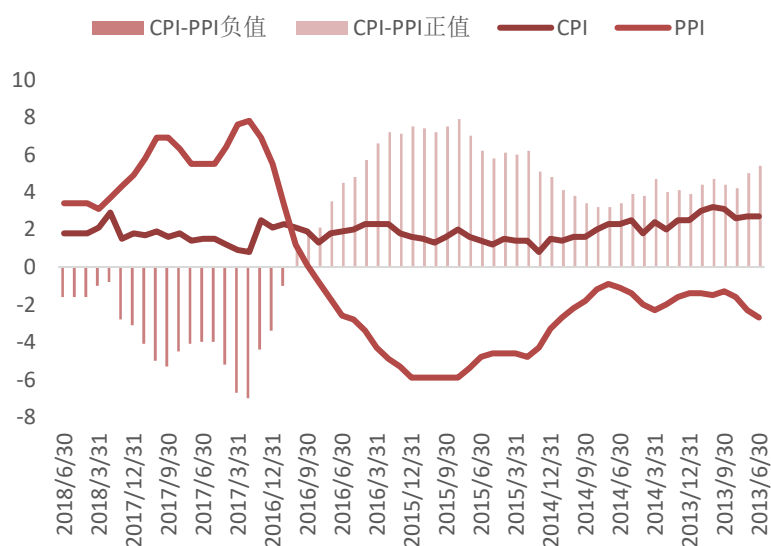


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

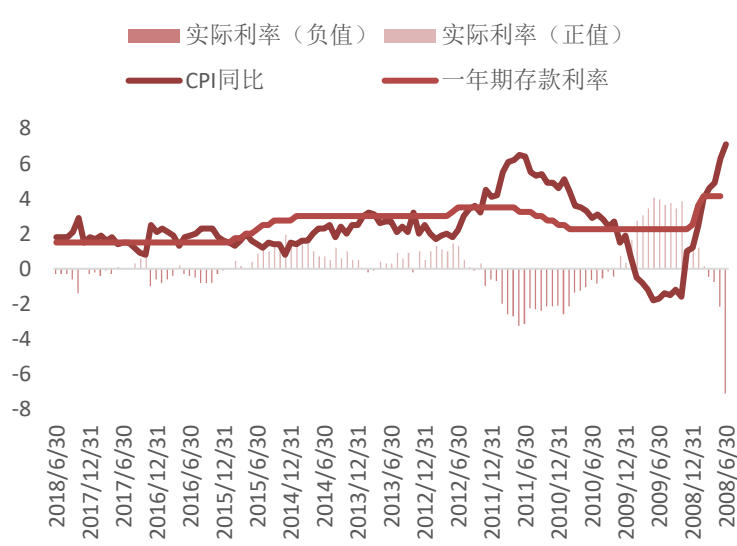


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

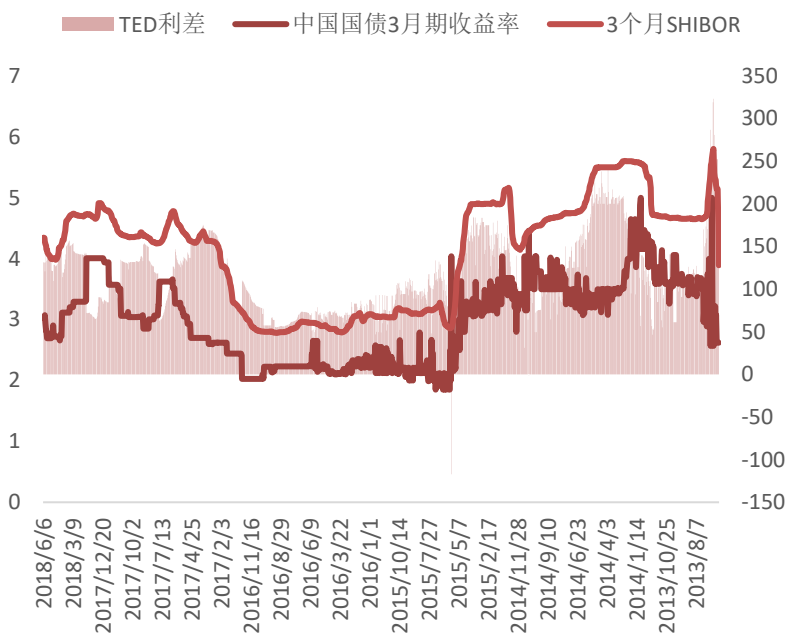


图表 14 中国实际利率依然为负值



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

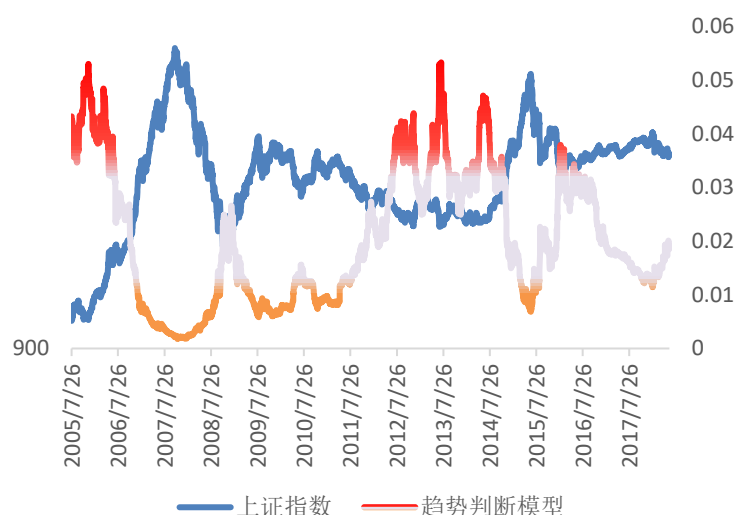


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

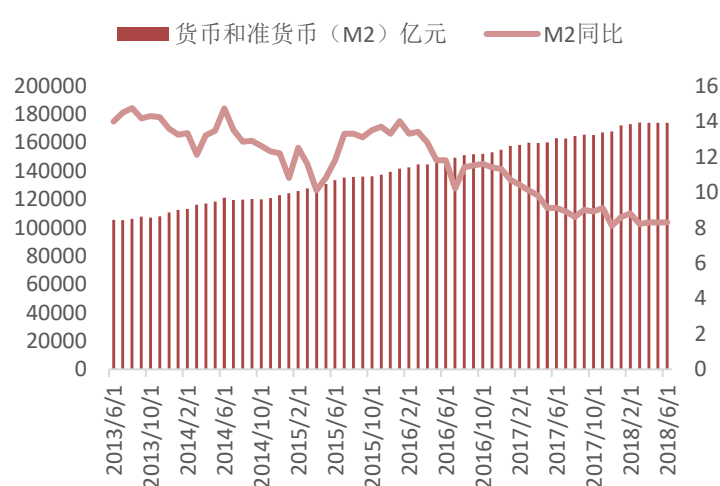


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型不认为价值投资可行

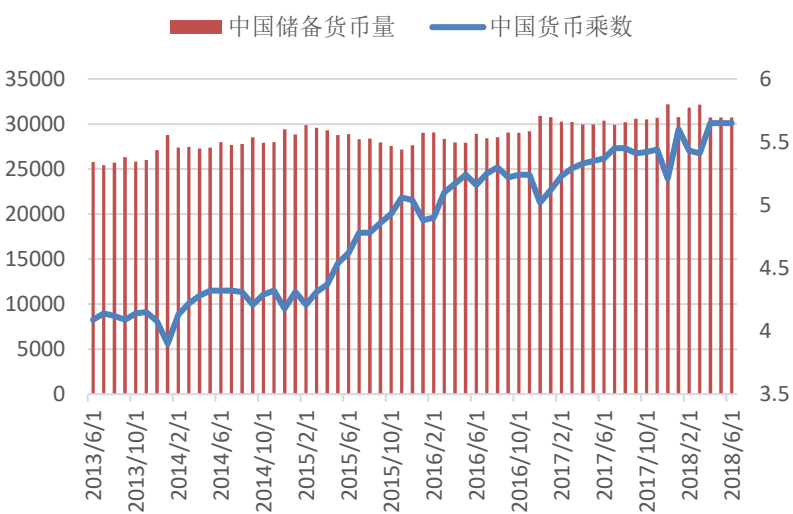


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

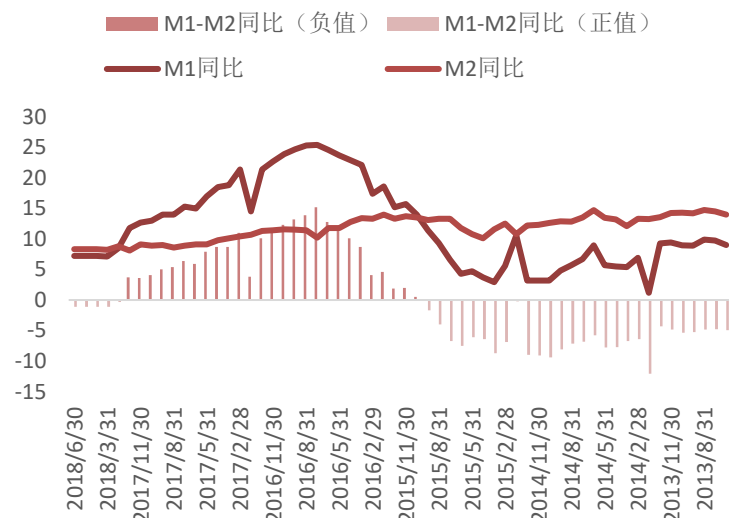


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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 67 号
百年汇 D 座 705 室
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。