

# 新湖研究 2019 年宏观金融年报

## 目录

主办：新湖期货研究所

编委：马文胜 许 英

杨熙东 黄仟庭

陈 涛 戎 萍

何 芳 金玉卫

陈 清 李 强

统编：柳晓怡

责任编辑：李 强 蒋 林

付得玲 刘英杰

孙匡文 袁 照

王志萍 李明玉

陈燕杰 姜秋宇

边振男 姚 瑶

袁晓敏 司敬博

姜 威 刘 健

周小燕 曹 凯

严丽丽 强子益

柳晓怡 袁 蒙

孙昭君 施潇涵

李浩然

## 宏观策略

国债期货：千金难买牛回头..... 2

股指期货：2019 年 A 股边际收益大于风险 ..... 31

贵金属：全球经济再平衡 金银价格艰难筑底..... 57

# 经济内忧外患 改革任重道远

## ——新湖期货 2019 年宏观金融年报

### 要点

#### ● 国债期货：

2019 年债券市场相对乐观，“稳货币、宽信用”的政策组合将带动利率债收益率呈现出“牛平”的走势。上半年，在经济下行加大、监管政策趋缓、货币政策维持宽松以及外资仍将涌入的情况下，同时叠加中美贸易战的不确定性，将进一步推低风险偏好，利率中枢将延续 2018 年回落的趋势，但是随着交易盘的不断涌入，市场波动也将有所加大，建议珍惜上半年可能出现的牛回头做多机会。上半年风险点在于：跨农历新年期间资金的波动、地方债发行可能提前、翘尾因素导致通胀预期提升以及二季度年报披露期信用风险存在爆发可能。下半年随着宽松政策的推进，经济存在企稳可能，货币政策趋向更加中性，各种利空将被放大，将进一步加大市场的波动。预计 2019 年 10 年期国债收益区间【3.0%-3.5%】，对应 10 年期国债期货价格区间【95-100】。

#### ● 股指期货：

2018 年在“估值底”和“政策底”出现之后，市场真正的投资机会将在“业绩底”和“市场底”之后，2019 年一季度是验证上市公司业绩是否见底和中美贸易冲突中期走向的关键期，上市公司业绩证伪和宏观风险走向决定了 2019 年的 A 股投资机会。2019 年投资思路建议投资者保持伺机而动的心态，大盘指数的趋势我们倾向于乐观一些，资产配置推荐中小板和创业板，个股概念方面推荐国企改革、高端装备和通信科技。股指期货策略推荐买入中证 500 卖出上证 50 跨品种套利，背后逻辑是博取市场风险偏好改善带来相对确定的指数超额收益，背后风险是经济基本面和宏观环境进一步恶化。

#### ● 贵金属：

总体上，我们认为 2019 年全球经济弱复苏的背景下，贸易摩擦、欧洲政治风险和全球地缘政治风险依旧会对市场带来不确定。宏观层面整体对美元指数整体较为有利，预计 2019 年美元指数仍有继续走强的基础，贵金属价格整体反转空间受限，而实物需求能否在 2019 年有所改善将对贵金属价格起到支撑作用。我们对 2019 年黄金价格继续谨慎性看多，上半年走势有可能呈现先扬后抑格局，下半年不确定性较大。预计全年黄金价格在 1150-1500 美元范围内波动，白银价格在 13.5-20.0 美元范围内波动。国内人民币汇率的双向波动将使得沪金沪银价格享受的“红利”减少，内外盘黄金白银价格有可能出现分化，金银比价仍有创新高可能。

分析师：

蒋林（宏观策略）

执业资格号：F0260358

投资咨询号：Z0002003

电话：021-22155602

E-mail: jianglin@xhqh.net.cn

李明玉（国债期货）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

王志萍（贵金属）

执业资格号：F0283571

投资咨询资格号：Z0010587

电话：021-22155615

E-mail: wangzhiping@xhqh.net.cn

撰写日期：2018 年 12 月 21 日

# 千金难买牛回头

## 要点

- 国债期货:
- 2019 年债券市场相对乐观,“稳货币、宽信用”的政策组合将带动利率债收益率呈现出“牛平”的走势。上半年,在经济下行加大、监管政策趋缓、货币政策维持宽松以及外资仍将涌入的情况下,同时叠加中美贸易战的不确定性,将进一步推低风险偏好,利率中枢将延续 2018 年回落的趋势,但是随着交易盘的不断涌入,市场波动也将有所加大,建议珍惜上半年可能出现的牛回头做多机会。上半年风险点在于:跨农历新年期间资金的波动、地方债发行可能提前、翘尾因素导致通胀预期提升以及二季度年报披露期信用风险存在爆发可能。下半年随着宽松政策的推进,经济存在企稳可能,货币政策趋向更加中性,各种利空将被放大,将进一步加大市场的波动。预计 2019 年 10 年期国债收益区间【3.0%-3.5%】,对应 10 年期国债期货价格区间【95-100】。

## 风险点:

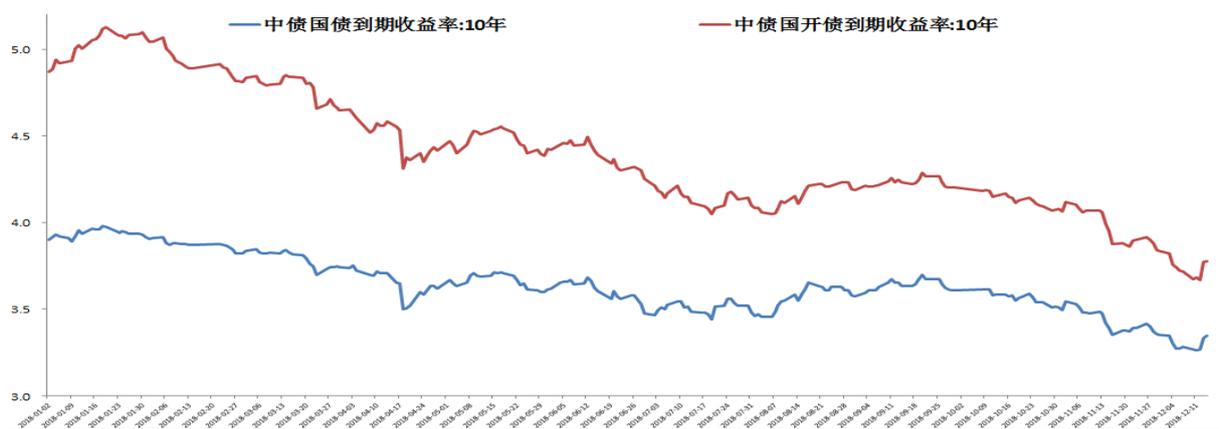
- (1) 中美贸易争端谈判顺利,贸易战结束;
- (2) 经济大幅好于预期;
- (3) 美国经济好转,加息预期增强,步伐加快;
- (4) 信用风险集中爆发,引发流动性冲击;
- (5) 稳经济致使地方政府专项债增加超预期。

撰写日期: 2018 年 12 月 21 日

## 一、2018 年债市行情回顾

2018 年，债券牛市再度重启，主要是受益于经济下行压力较大，融资收缩和央行放松，债券市场走出较大级别的牛市。以 10 年国开为例，从 1 月 19 日的最高点 5.13% 下行至 12 月 12 日的 3.67%，下行幅度达到 146bp；10 年国债也从 1 月 18 日的最高点 3.98% 下行至 12 月 12 日的 3.27%，下行幅度达到 71bp。短端下行幅度大于长端，曲线呈陡峭化下移状态。

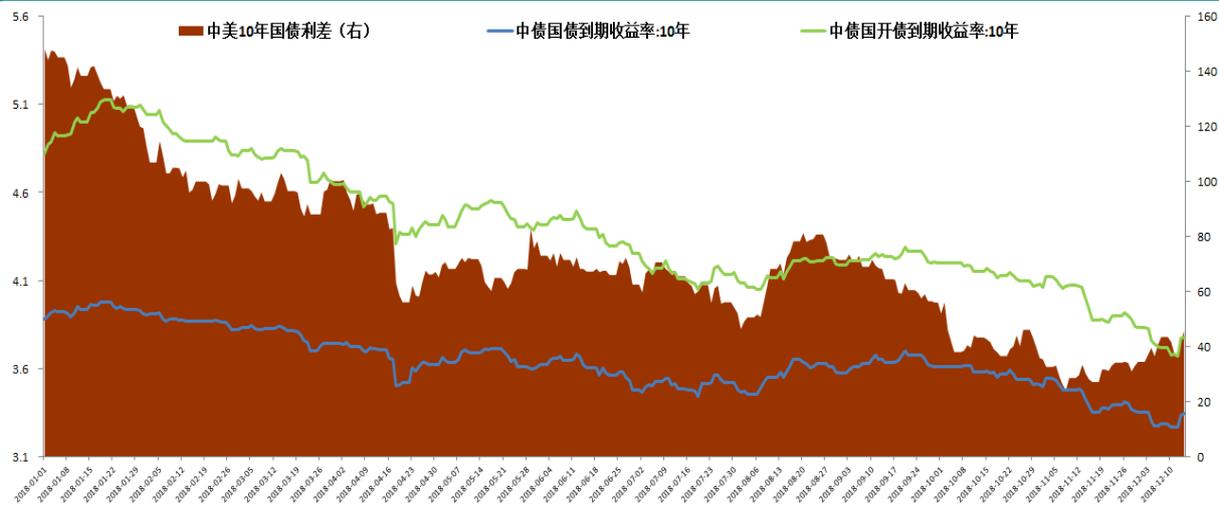
图 1 2018 年以来债市收益率震荡下行，底部不断下移，牛市趋势明显



数据来源：Wind 新湖期货研究所

美联储加息、美债上行，10 年期中美国债利差也压缩至 27bp 左右，达到 11 年以来的最低水平。反映在市场上，虽然投资者对债市普遍看多，但所期待的牛平并没有快速兑现。尽管在今年 5 月初至 6 月中，曲线曾一度快速被压平，出现过一段短暂的牛平时期，但严格来说，今年曲线形态是非常陡峭的。且与历史相比，牛陡的时间也明显长于往年牛市（已经超过 10 个月）。本轮牛陡持续的时间较长，核心在于本轮牛市中对应的经济状态与政策内涵不同，而导致经济状态与政策内涵的不同，可以从债务周期的轮回与异变中找到解析。

图 2 2018 年以来中美 10 年国债利差持续压缩



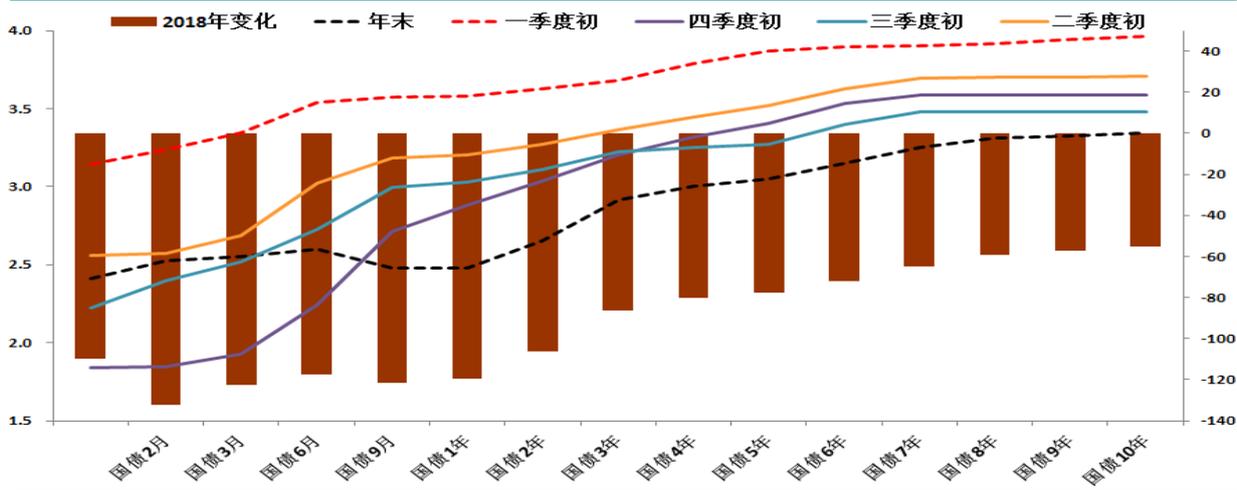
数据来源: Wind 新湖期货研究所

具体可以分几个阶段来看:

(1) 2018 年年初至 1 月中旬, 利率延续 17 年的上行趋势。年初债市迎来最后一跌, 当时市场主要还是受监管政策影响, 月初监管政策密集出台对市场冲击较大, 而且股市持续上涨创阶段新高, 10 年国债收益率上行约 10bp 接近 4.0% 的高点。

(2) 1 月下旬至 4 月中旬, 利率单边大幅下行, 10 年国债收益率下行幅度约 50bp。1 月下旬开始, 为了应对春节取现对资金面的扰动, 全国商业银行开始陆续使用期限为 30 天的临时准备金动用安排 (CRA), 累计释放约 2 万亿资金, 同时 1 月 25 日央行实施定向降准, 释放约 4500 亿资金, 春节前后资金面宽松超预期, 推动利率逐步下行; 3 月 22 日, 特朗普政府宣布对 500 亿美元的中国商品加征关税, 中美贸易冲突爆发, 4 月 5 日要求对额外 1000 亿美元中国商品加征关税, 贸易冲突导致市场对经济的悲观预期升温, 避险情绪上升, 股市大跌, 利率快速下行; 4 月 17 日晚央行意外宣布定向降准置换 MLF, 额外释放约 4000 亿资金, 市场预期货币政策进一步宽松, 10 年国债收益率单日常下行 15bp。

图 3 2018 年以来债市收益率震荡下行, 先陡峭化后平坦化下行



数据来源: Wind 新湖期货研究所

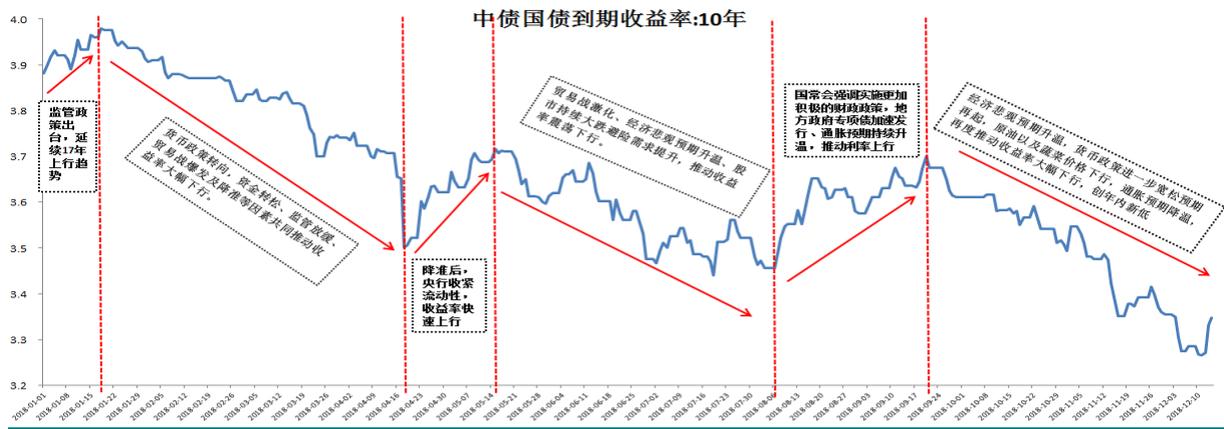
(3) 4 月下旬至 5 月中旬, 央行收紧流动性, 利率快速回升。4 月 17 日意外降准之后, 央行开始持续收紧流动性, 市场发现货币政策并没有进一步宽松, 利率快速回升, 10 年国债收益率上行约 20bp。

(4) 5 月下旬至 8 月初, 利率震荡下行, 10 年国债下行幅度约 25bp。期间中美贸易冲突不断激化, 市场对经济的悲观预期升温, 股市持续下跌, 上证综指从 3200 点左右跌至 2700 点左右, 股债跷板效应明显, 叠加资金面宽松, 7 天质押式回购利率一度与政策利率倒挂, 共同推动债市利率震荡下行。

(5) 8 月初至 9 月中旬, 多因素推动利率再次震荡上行。7 月底政治局会议召开, 强调实施积极的财政政策, 加大基建补短板力度, 同时央行也出台了一系列促进宽货币向宽信用推进的措施, 使得市场对于经济的悲观预期有所缓和; 期间地方政府专项债加速发行,

一方面导致资金面边际收紧，另一方面也挤占了利率债；另外，商品价格大幅上涨、油价持续创新高、水灾导致蔬菜价格大涨等，使得市场的通胀预期上升，这些因素共同推动了利率的上行，10年国债上行约25bp。

图4 2018年债市回顾：经济下行、政策宽松及贸易战避险共同推动利率下行

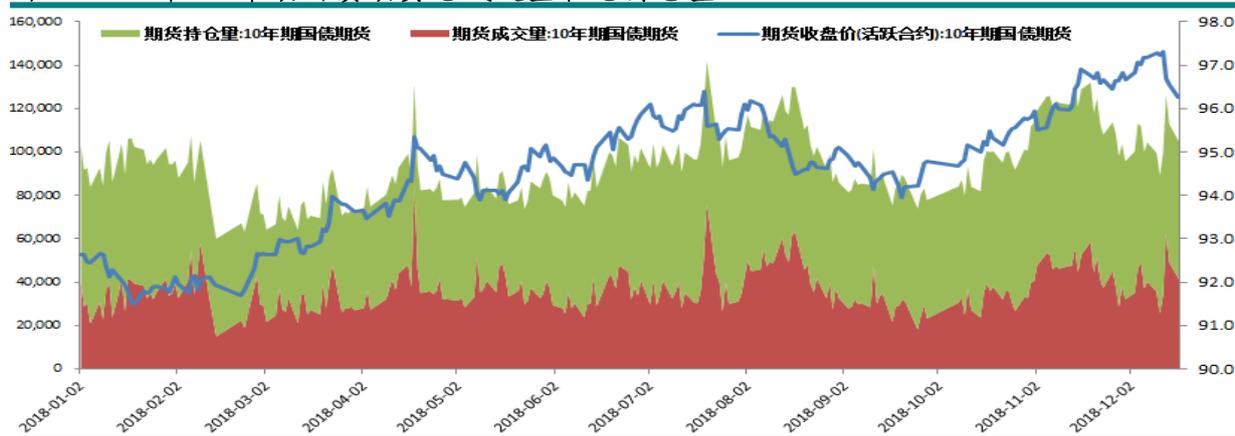


数据来源：Wind 新湖期货研究所

(6) 9月下旬至今，利率再次大幅下行，10年国债收益率下行约45bp。国庆期间海外市场波动加大，股债双杀，央行在10月7日再次宣布定向降准置换MLF，同时额外释放增量资金约7500亿，之后资金面一直维持宽松，7天回购利率在政策利率附近波动。11月中旬公布的10月金融数据明显低于市场预期，导致市场对于经济的悲观升温，同时对于货币政策进一步放松的预期上升，短端收益率继续下行，并与资金利率倒挂。10月之后国际油价持续大幅下跌，国内商品价格由于限产放松也明显下跌，蔬菜价格超季节性下跌，使得通胀预期下降，反而出现通缩的担忧。另外，市场预期美国经济将大幅下滑，美联储加息放缓，10年美债收益率大幅下行。在这些因素的共同作用下，利率再次迎来一波下行行情，10年国债收益率创年内新低。

## 二、2018年国债期货市场回顾

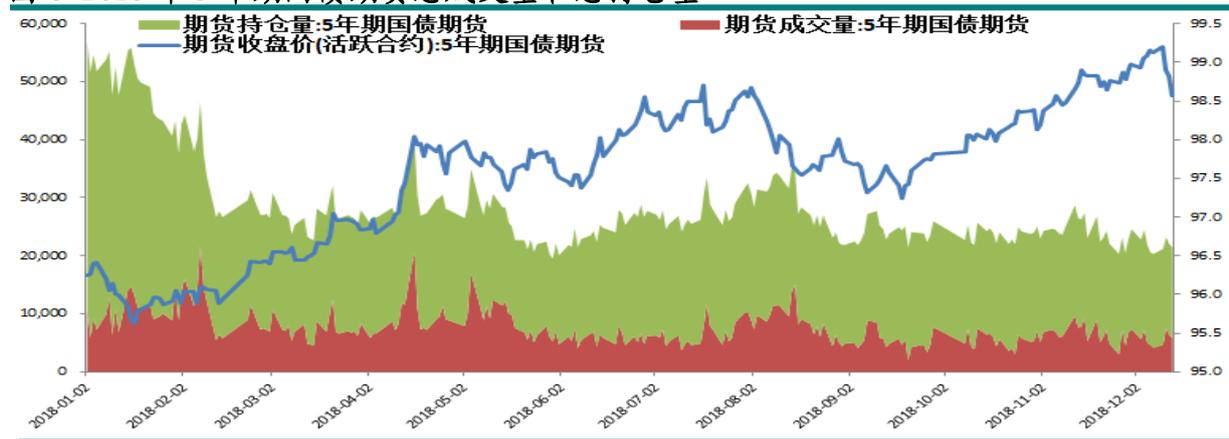
图5 2018年10年期国债期货总成交量和总持仓量



数据来源：Wind 新湖期货研究所

中国金融期货交易所目前已经上市三个期限的国债期货品种：2年前国债期货合约、5年期国债期货合约以及10年期国债期货合约。此外30年期国债期货合约也已经于2018年12月18日开展全市场仿真交易。已上市国债期货品种中，10年期合约依然是最活跃的国债期货品种，但今年国债期货市场流动性比去年有所下滑，截至12月10日T合约2018年平均每日总成交量约3.7万手，平均每日总持仓量约5.7万手。

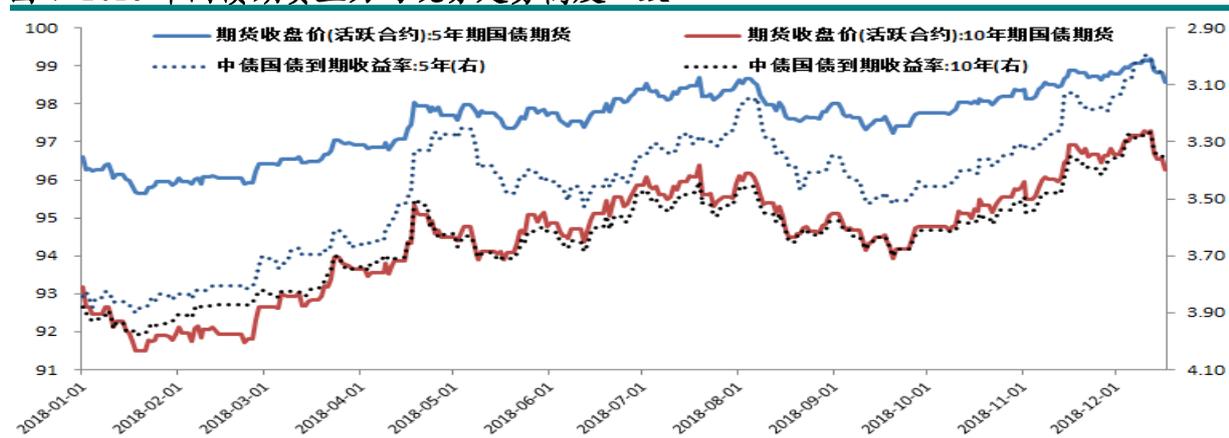
图6 2018年5年期国债期货总成交量和总持仓量



数据来源：Wind 新湖期货研究所

与去年同期相比，成交量同比下滑26%，持仓量同比下滑13%。5年期合约呈现更显著的成交量持仓量下滑局面，1季度持仓量大减，后三季度成交量和持仓量相对稳定。截至12月10日，TF品种日均成交量7673手，日均持仓量2.1万手，与去年相比，同比分别下滑35%和47%。究其原因，首先，今年二季度以来TF的CTD始终为2016年发行的7年期旧券，现券流动性影响了期货。其次，至下半年，国债收益率曲线从去年的极端平坦化已逐渐恢复至历史均值水平，去年投资者广泛参与的国债期货跨品种交易已经没有明显的交易机会了。

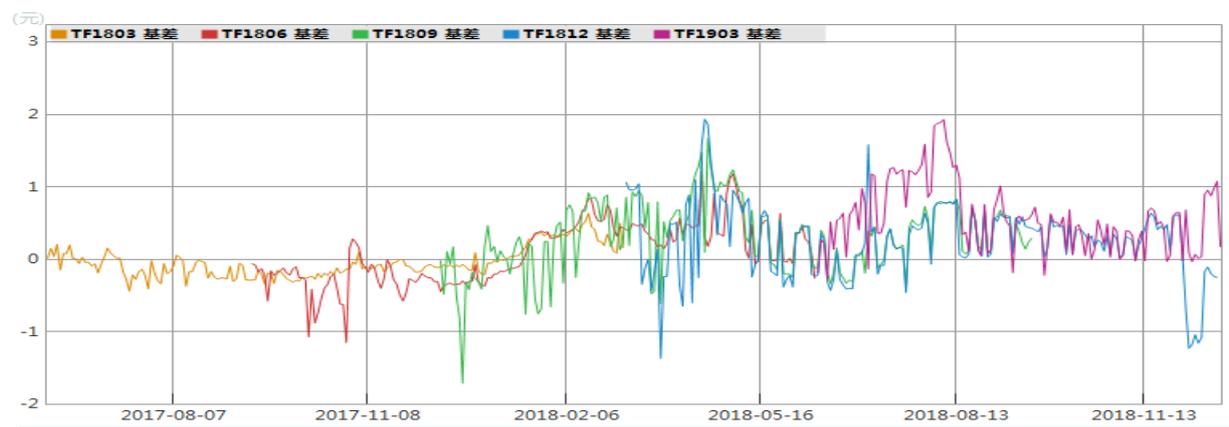
图7 2018年国债期货主力与现券走势高度一致



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2018年国债期货与现券走势基本一致，从2018年初到12月14日，10年期国债收益率下行71bp，10年期国债期货主力合约上涨5元，以久期8计，现券涨幅略高于期货；

图 8 2018 年 5 年国债期货基差走势



数据来源：Sumscope QB 新湖期货研究所

5 年国债收益率下行 83bp，5 年国债期货主力合约上涨 3.2 元，同样表现为现券涨幅高于期货。T 合约方面，年初时存在一定升水，然而今年宽松的资金面持续压制国债期货 IRR，因此 T 合约表现略弱于现券；TF 合约方面，由于二季度以来 CTD 始终盯住老券，然而当前老券收益率比新券高出 16bp 左右，受到老券明显拖累导致 TF 弱于 5 年国债现券。

图 9 2018 年 10 年国债期货基差走势



数据来源：Sumscope QB 新湖期货研究所

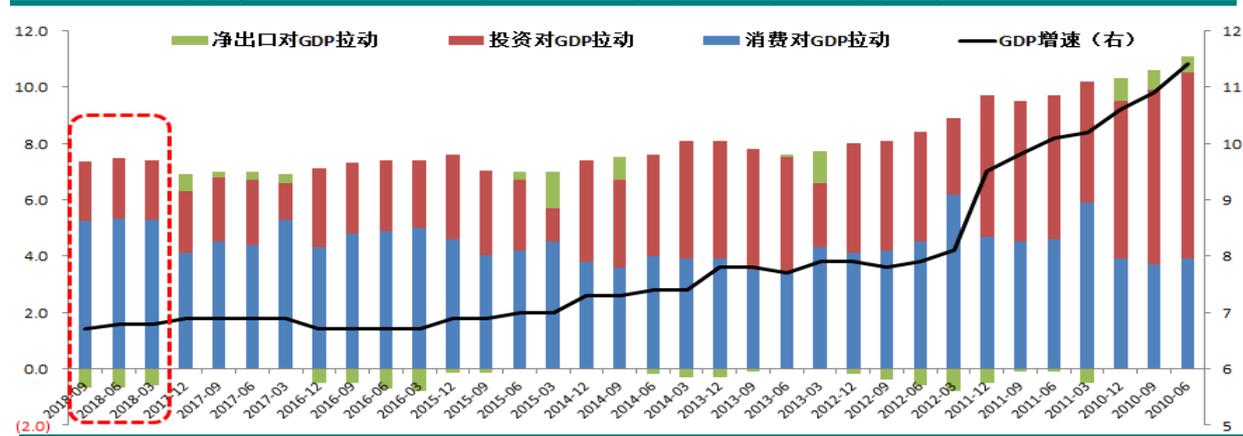
此外，2018 年 8 月 17 日，2 年期国债期货 TS 合约正式上市交易。随着 2 年期国债期货的上市，国债期货品种体系更加完善。但是目前 TS 品种的流动性不尽如人意，截至 12 月 14 日，TS 品种日均总成交量 423 手，日均总持仓量 2760 手。由于 TS 品种久期短，波动较小，难以获得交易资金青睐。同时，在当前 TS 市场规模下，套利套保投资者也无从下手。虽然如此，2 年期国债期货合约上市交易填补了我国场内中短期利率衍生品市场的空白，具有重要意义。

### 三、“三驾马车”全面走弱，2019 年经济继续寻底

刚刚过去的 2018 年，经济增长步入换挡期，叠加中美贸易战加剧国内经济下行压力，各项经济指标均指向经济增速逐步放缓，货币政策和监管政策先后转松，资金利率震荡回落；债市环境的大幅改观催生了新一轮的“债牛”行情，利率债收益率整体回落，收益率

曲线呈现先“牛陡”再转向“牛平”走势，国债收益率曲线牛平的走势也预示对未来经济悲观的预期；信用债违约趋于常态，信用债高低评级、长短久期之间虽有分化，但债券品种之间的“轮动”仍在延续。

图 10 “三驾马车”对 GDP 全面减弱，2019 年稳增长的看点在基建

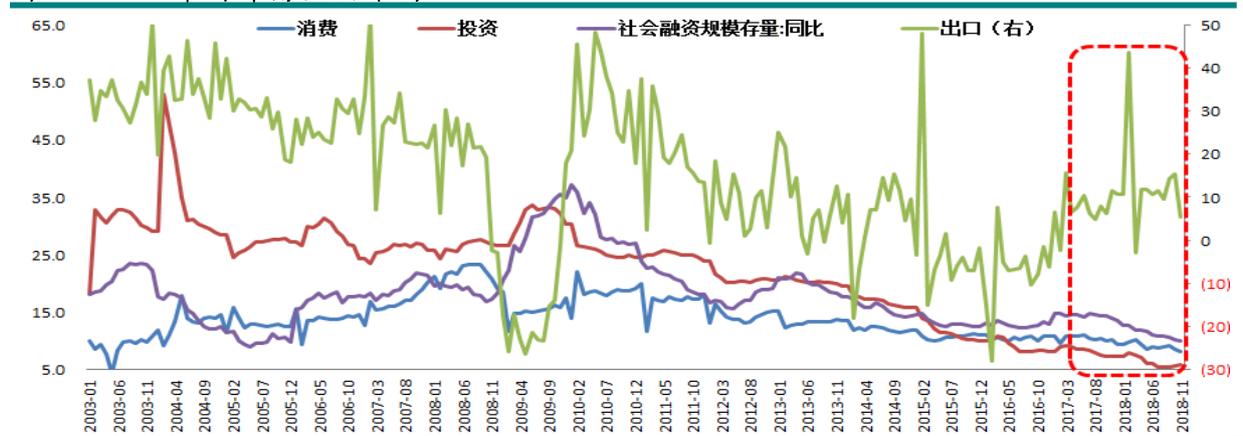


数据来源：Wind 新湖期货研究所

展望 2019 年宏观经济形式，预计难有太大改观，在中美贸易摩擦、房地产调控、地方政府债务清理以及消费难大幅上升的情况下，预计全年 GDP 增速大概率将继续回落寻底，三季度可能将是触底阶段，四季度由于基数原因和前期刺激政策效果的逐渐显现或将会有所反弹。通胀方面，整体压力不大，一季度末、二季度初或有一定的通胀压力。5、6 月份将是年内高点，下半年通胀需进一步关注猪周期受否有提前以及原油价格走势。整体看，以往拉动经济的“三驾马车”全面走弱，叠加中美贸易摩擦仍存不确定性以及美联储加息对世界经济可能带来冲击，经济下行压力不减。对于 2019 年稳增长的举措，我们分析认为大概率将更偏重于财政政策，相对于 2018 年，财政政策将更加积极：减税降费力度加大、财政赤字率再度上调、不纳入赤字率考虑的地方政府专项债大幅增加。

具体分析如下：

图 11 2018 年内外需全面下行

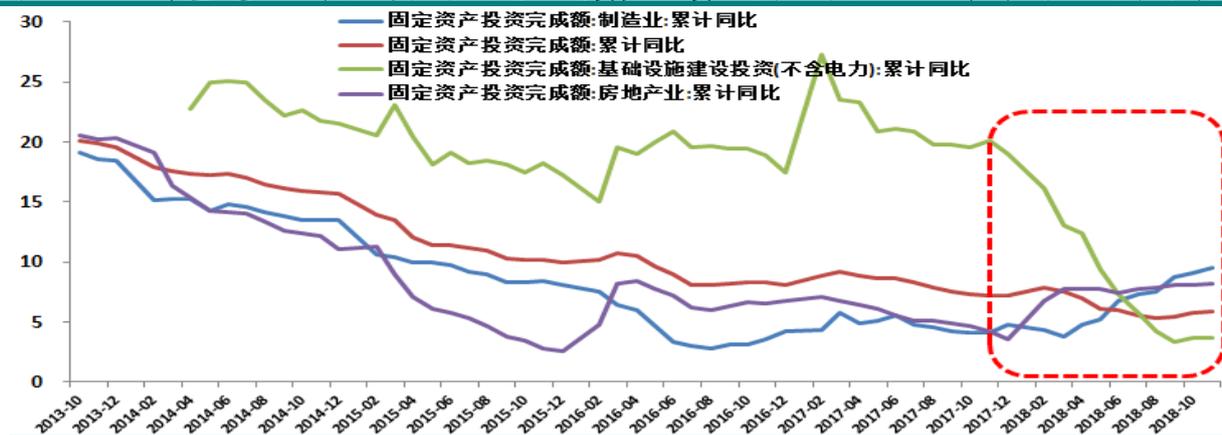


数据来源：Wind 新湖期货研究所

固定资产投资方面：

2018 年基建投资出现“塌陷式”下行，成为固定资产投资的主要拖累项，直接原因在于资管新规带来的“融资约束”，即在地方债务治理与金融去杠杆压力之下，传统基建融资渠道被“阻断”。一般来讲，基建投资的资金来源包括三个部分，一是非自筹资金，主要包括预算内资金、国内贷款；二是自筹资金，主要包括非标等其他自筹、专项债、政府性基金支出（不含专项债）、城投债、PPP 等；三是中长期贷款。

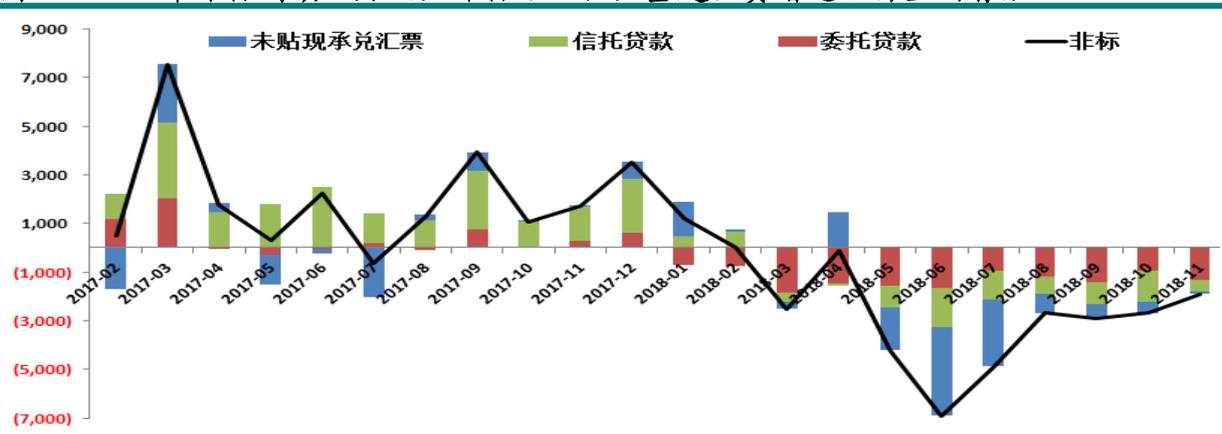
图 12 2018 年基建“塌陷式下行”是固定资产投资主要拖累，2019 年将成为主要支撑点



数据来源: Wind 新湖期货研究所

而刚过去的 2018 年，非标、城投债是基建融资主要的拖累力量，专项债、政府性基金支出以及 PPP 则是主要的支撑力量。对于 2019 年基建增速能否实现企稳回升，取决于上述拖累、支撑力量之间的“博弈”：首先是明年仍是非标到期高峰；其次是地方政府土地出让收入下行，政府性基金支出难有增长；再次是政府鼓励民间资本参与 PPP，PPP 落地规模有望稳步增长 8%，提供基建资金 2 万亿左右。最后是专项债可能继续扩容到 2 万亿甚至更高，主要是考虑到专项债不纳入赤字范围，未来专项债发行将成为融资的主要方式。

图 13 2019 年非标到期压力大，非标不放松，基建投资增速上行空间有限

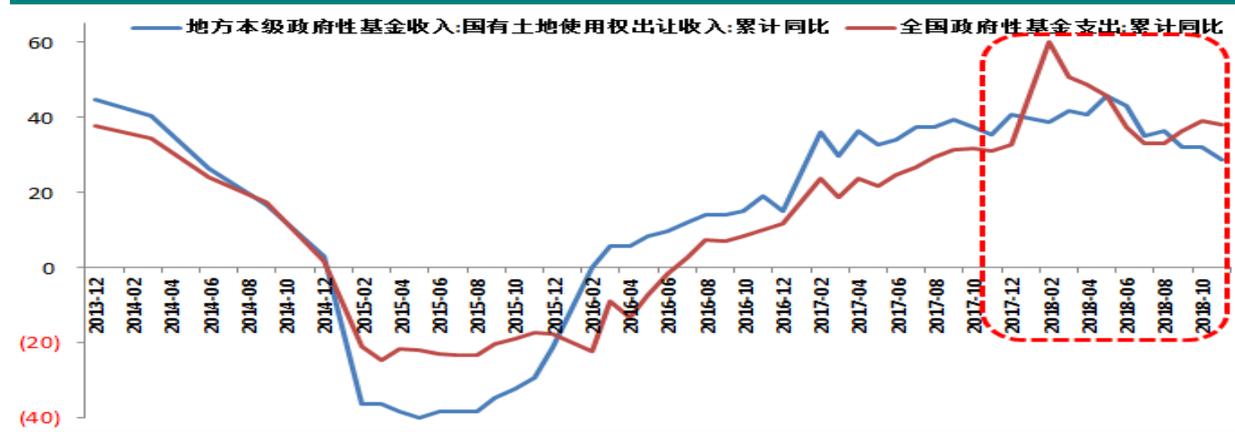


数据来源: Wind 新湖期货研究所

基建向来都是肩负对冲经济下行压力的主要抓手：7 月政治局会议提出“加大基础设施领域补短板力度”、10 月国务院发文“保持基础设施领域补短板力度”，两次会议均提

出“六稳”都包含了稳投资。自7月份加快地方政府债发行进度以来，目前已经可以看到基建投资初显回暖迹象，例如财政支出倾斜、非标类融资额上升以及项目审批重新加快等。

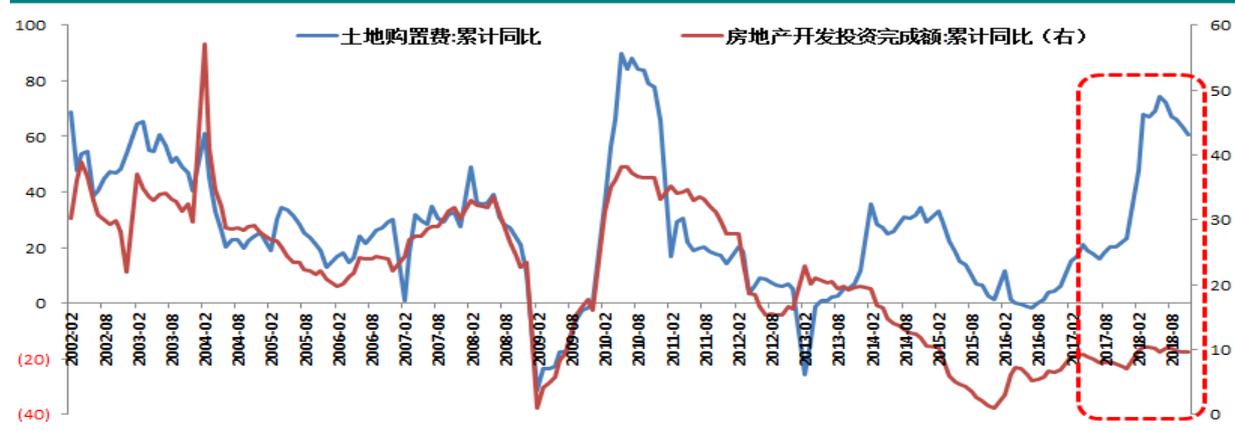
图 14 地方土地出让收入下行，政府性基金支持难增长



数据来源：Wind 新湖期货研究所

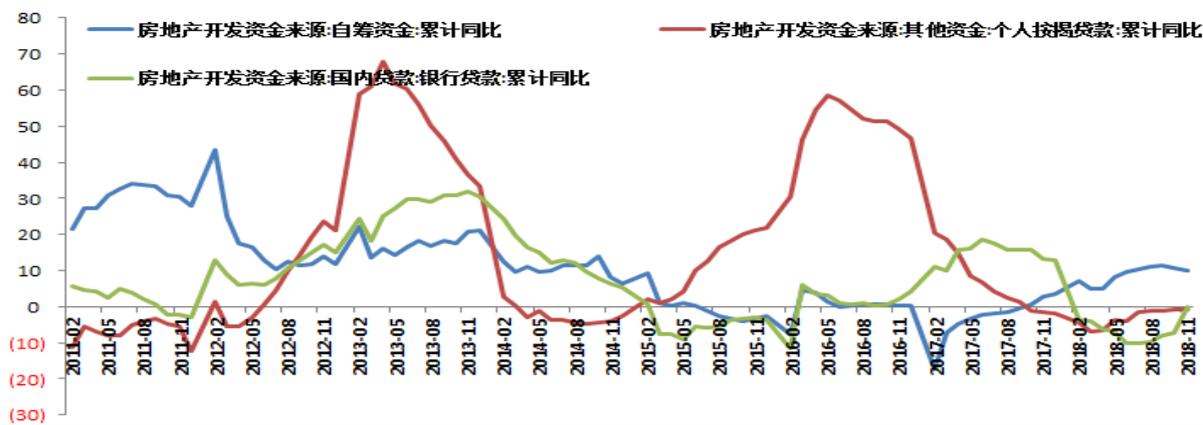
但是对于 2019 年基建投资的前景，我们分析认为如果非标不放松、地方债终身问责机制不改变以及融资不见好转，基建投资大概率仅仅是稳而已，基建投资增速上行空间将有限。基建投资的资金来源除了财政支出之外，更多的需要“债务”来融资，地方政府专项债、平台贷款、平台发债等，在当前“去杠杆”和清理地方政府债务的政策大背景下，尽管“政治局”和“国常会”提到要“保障在建项目资金需求”，但是要避免新增隐性债务这一前提下大幅增加基建资金来源的难度很大。前些年各地政府通过平台以隐性政府债务的方式进行巨额融资加大基建投资的“道路”越来越窄，基建投资的增速很难回到 2018 年之前的高位。此外，财政收入的放缓，也将限制积极财政政策对基建的支持。2018 年以来政府积极推进减税降费，财政收入增速开始走弱，未来财政收入大概率继续走弱。2018 年 10 月份，全国财政预算收入 15726.61 亿元，比去年同期下降 3.12%；全国财政预算支出 12,030.80 亿元，比去年同期增加 8.17%。

图 15 土地购置费增长已经明显放缓，未来对地产投资支撑大概率走弱



数据来源：Wind 新湖期货研究所

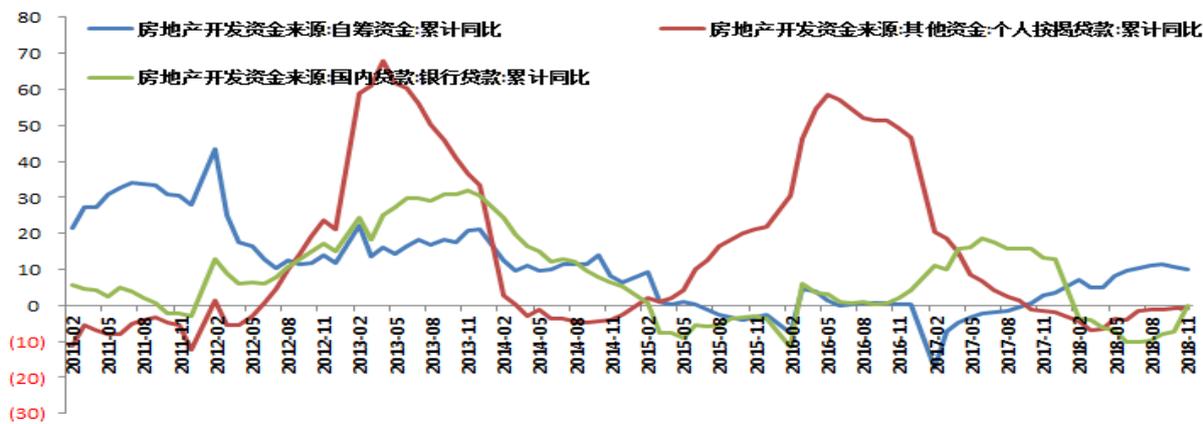
图 16 地产投资主要融资渠道



数据来源: Wind 新湖期货研究所

房地产投资方面: 2018 年房地产投资仍有“韧性”, “土地购置费”快速增长是主要推手, 但是目前土地购置费增速已经出现明显的回落迹象。2018 年下半年的数据显示, 商品房销售面积和销售额均出现不同程度的放缓, 房地产开发资金来源中, 受政策调控影响, 个人按揭和银行贷款均处于负增长的状况, 资金来源主要依赖于自筹, 叠加商品房销售额的下滑, 房地产投资的资金链将面临较大的压力。进一步将体现在企业土地购置面积增速的放缓以及项目开发周期的拉长, 房屋开工面积增速和竣工面积增速缺口的加大显示出受当前政策环境和销售情况的影响, 房企主动或被动的降低项目进度。整体看, 房地产投资始终偏弱, 土地购置费明显放缓, 令地产投资增速失去重要支撑;

图 17 地产投资主要融资渠道

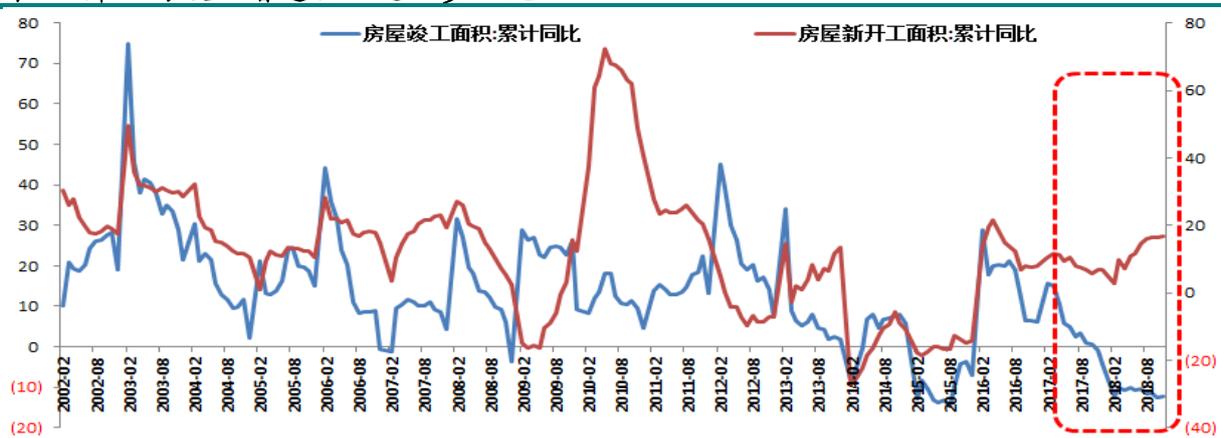


数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外, 棚改货币化安置明显收紧, 棚改将逐步减弱。2018 年 6 月国开行分支行暂停棚改项目审批, 且审批权限上收总行, 标志棚改货币化安置开始收紧。7 月住建部表示眼看把好棚改范围和标准, 在房价上涨压力较大的地方退出货币化安置, 以实物安置为主。10 月国常会上指出商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。目前部分城市已经率先取消了货币化安置购房奖励政策。预计 2019 年政府购买棚改服务模式将进一步缩减甚至不排除取消的可能, 棚改将以发行专项债为主, 棚改资金将

大幅收缩。

图 18 开工与竣工增速缺口进一步加大

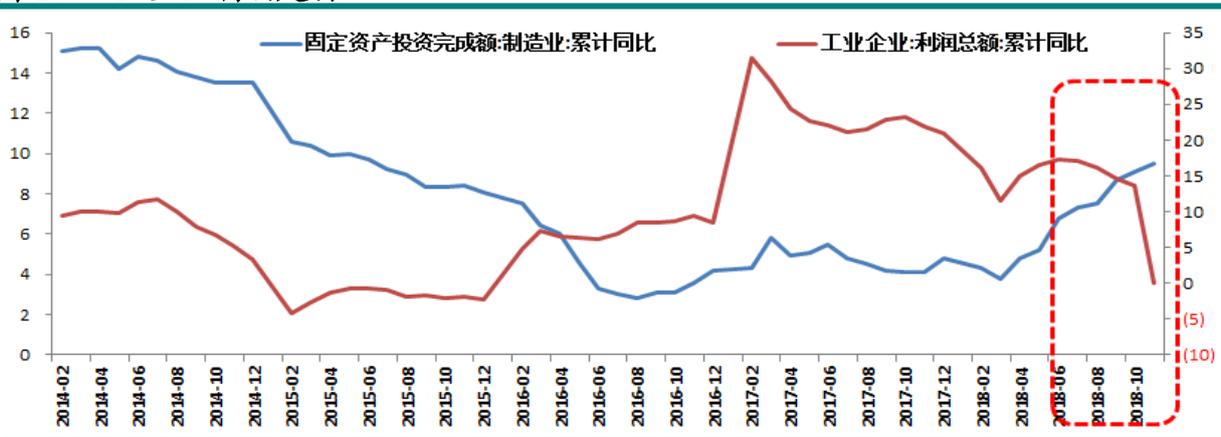


数据来源：Wind 新湖期货研究所

展望 2019 年，房地产开发投资大概率回落。第一，由于土地成交已经降温，加快缴纳土地款实质上是“透支”本应该在未来分期确认的土地购置费，导致明年的土地购置费加速下行。第二，通过预售回笼资金的前提是销售顺利，受经济下行压力、居民杠杆压力、棚改货币化渐进式退出、住房供给增加等因素影响，明年住房销售不乐观，回笼资金的难度进一步加大。

制造业投资方面：2018 年制造业回升集中于两类行业，一类是供给侧改革和环保行业，过去两年的利润改善最为明显，加之今年去产能力度暂时放缓，投资增速有明显改善；另一类是高端制造业，有设备更新换代的需求，且符合产业升级的方向，具有国家政策支持，投资增速也有所加快。

图 19 工业企业利润走弱

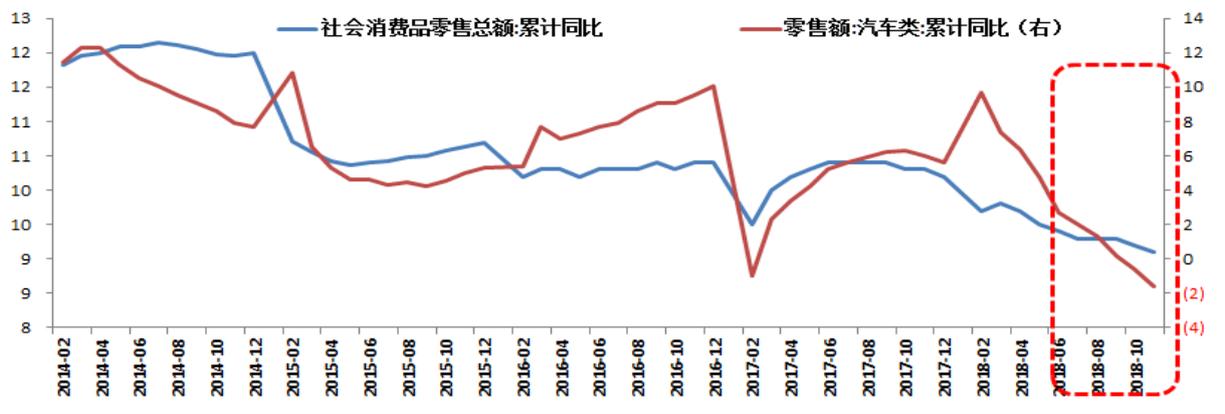


数据来源：Wind 新湖期货研究所

整体看，尽管 2018 年制造业累计同比创 2016 年以来新高，但多受短期政策驱使，一旦未来企业利润维持低位，盈利预期向下，扩张意愿也将下降，叠加信贷融资不畅，支撑制造业投资的主、客观因素都将趋弱。此外，尽管高端制造业投资可能继续较快增长，但由于中美贸易战仍存较大不确定性，高端制造仍可能受到贸易摩擦不确定性的冲击。

消费方面：消费降级难有大幅提升，或因汽车消费有修复性回升。2018 年消费增速放缓与汽车消费负增长有直接关系。汽车购置税减免取消是导致汽车消费下降的直接原因。根据历史经验，购置税减免在带来当期汽车消费高增长的同时，也将透支未来的消费需求。第一轮购置税优惠政策退出后的 2011 年是国内近 10 年来汽车销量增长的最低点，而第二轮退出后的 2018 年国内汽车销量创下新低。明年汽车消费应有“修复性”回升，但回升的力度不会太大，对消费的改善作用有限。

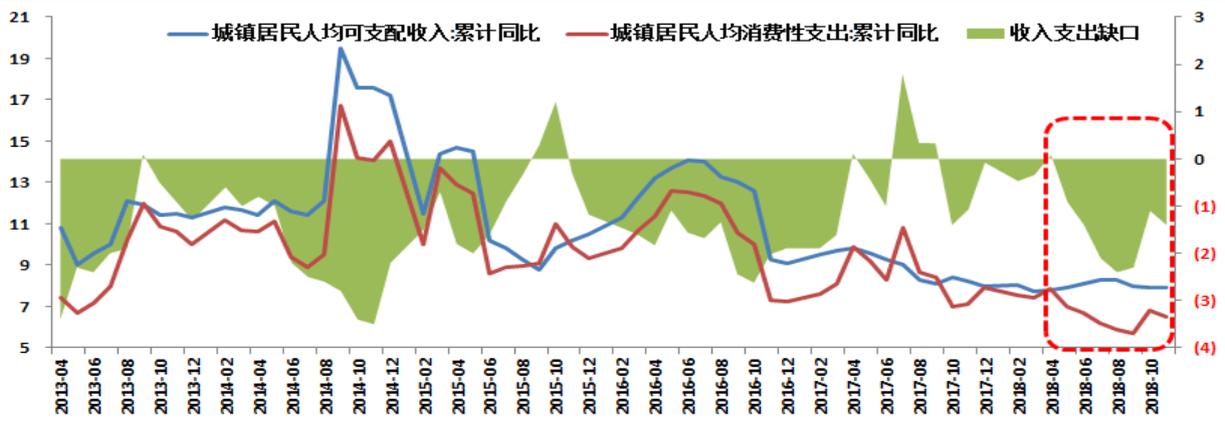
图 20 汽车消费拖累消费增长



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2016 年和 2017 年房地产市场“火爆”的年份，居民加杠杆大幅举债购房，背负了沉重的债务压力。在当前经济增速放缓阶段，居民所面临的偿债压力对于消费欲望也产生了明显的“挤占”。人均可支配收入和人均消费支出增速之间缺口的加大反应出居民在面临对未来收入的不确定性以及刚性债务偿还的情形下，消费支出的心态趋于谨慎，消费上去选择更具实用性和“物美价廉”的商品，也即所谓的“消费降级”。

图 21 消费支出心态趋于谨慎



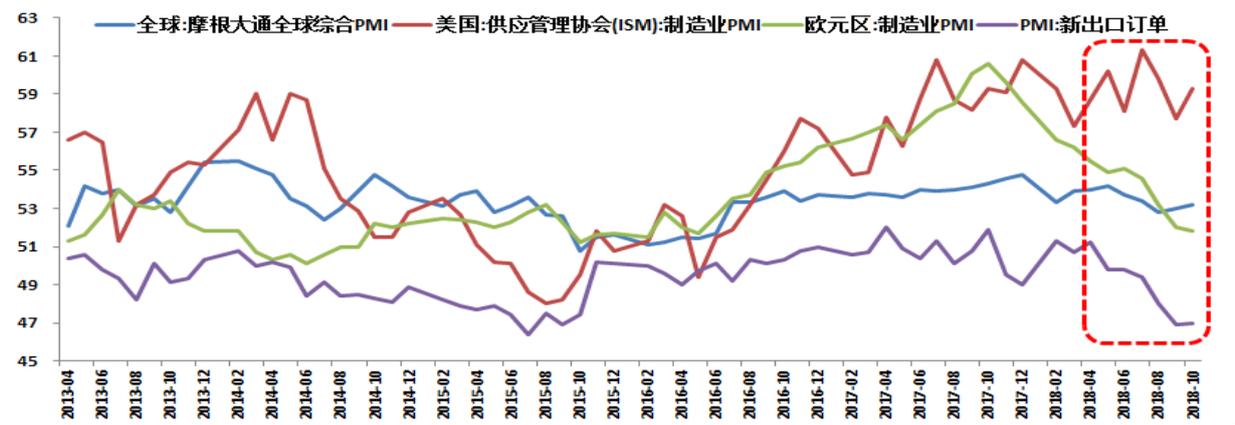
数据来源：Wind 新湖期货研究所

出口方面：2019 年出口压力将兑现。2018 年出口增长持续超预期，一方面有人民币汇率贬值带来的成本优势，另一方面是中美贸易摩擦下的“出口抢跑”。自 3 月份中美贸易战开始以来，中国外贸数据整体虽有一定的波动，但是距离市场所预期的出口数据大幅

下行仍有一定的差距，外贸数据显示出了较强的韧性。从市场所反馈的信息看，由于美国列出了征税清单和时间表，很可能国内企业提前完成订单，令出口保持较高增速，特别是中国对美国的出口增速维持在相对较高的水平。不过抢跑的本质是对未来需求的透支，反而加大明年出口下行压力。此外，从主要贸易伙伴的 PMI 指标看，全球经济景气度趋势下行，2019 年全球贸易需求可能整体回落。

中国出口的增长受全球经济增长情况以及贸易环境的影响，在全球经济复苏放缓、特别是美欧等发达国家经济增速放缓的情形下，国内出口很难获得有力支撑。

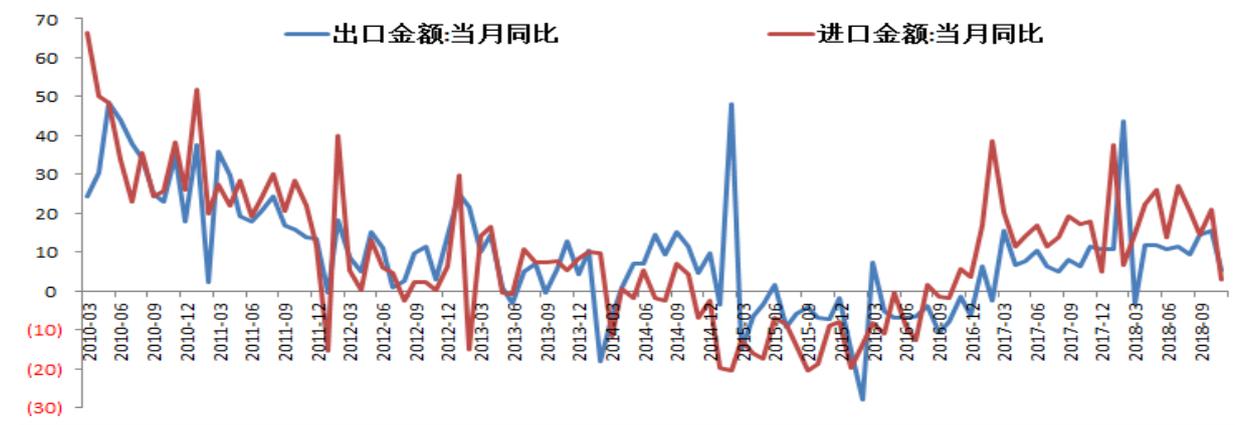
图 22 全球主要贸易体均进入景气下行区间



数据来源: Wind 新湖期货研究所

作为中国主要贸易对象的美国，其地产销售、开工数据等已渐显疲态，目前经济增速或已接近顶部，2019 年经济增速将面临高位回落的压力，美国经济的放缓无疑也将会对国内的出口造成冲击。同时，尽管中美贸易战暂时缓和，但是未来大概率是长期的持久战，那么随着中美贸易摩擦的持续，对中美之间贸易冲击也将逐步加大。2018 年外贸数据整体的强劲将导致 2019 年外贸数据面临高基数的问题。同时，PMI 数据中新出口订单指数的持续回落也意味着未来外贸形势的严峻。

图 23 抢出口效应减弱，中国最新贸易数据已经走弱



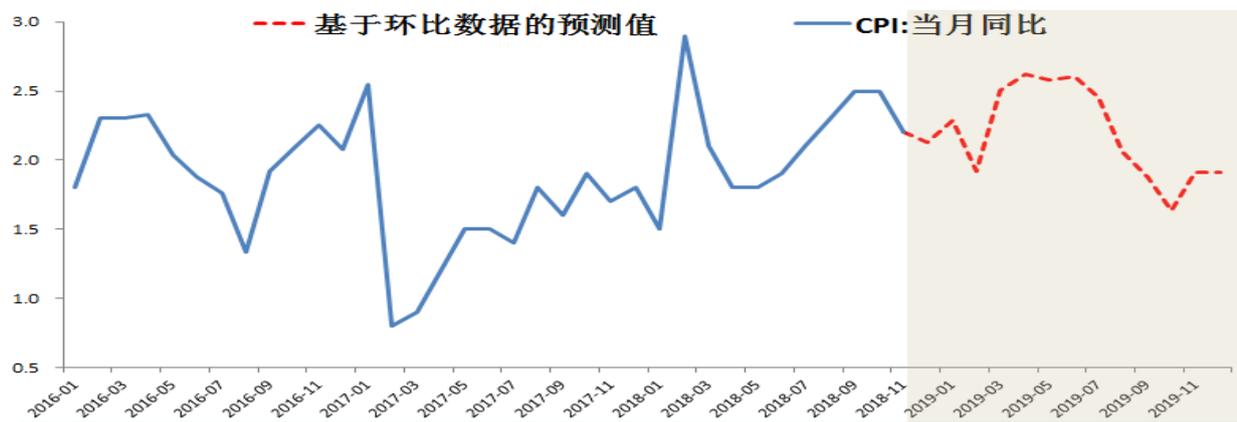
数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外，广交会通常领先中国的出口总额一年左右，而最新的 10 月的秋季广交会成交

额较弱已经预示 2019 年出口下行压力较大，其中对每出口成交额同比下降 30%左右，仅为 28 亿美元。同时，从周边国家和地区的出口来看，韩国等国的出口增速已经明显下滑，也预示中国的出口增速大概率将较快回落。

通胀方面：2019 年通胀温和，难构成货币政策进一步宽松的掣肘。2018 年通胀整体保持平稳，三季度后期至四季度初，虽有季节性因素、国际油价大幅提升以及天气原因导致食品价格出现一定的波动，但通胀仍基本维持在相对较低的水平。

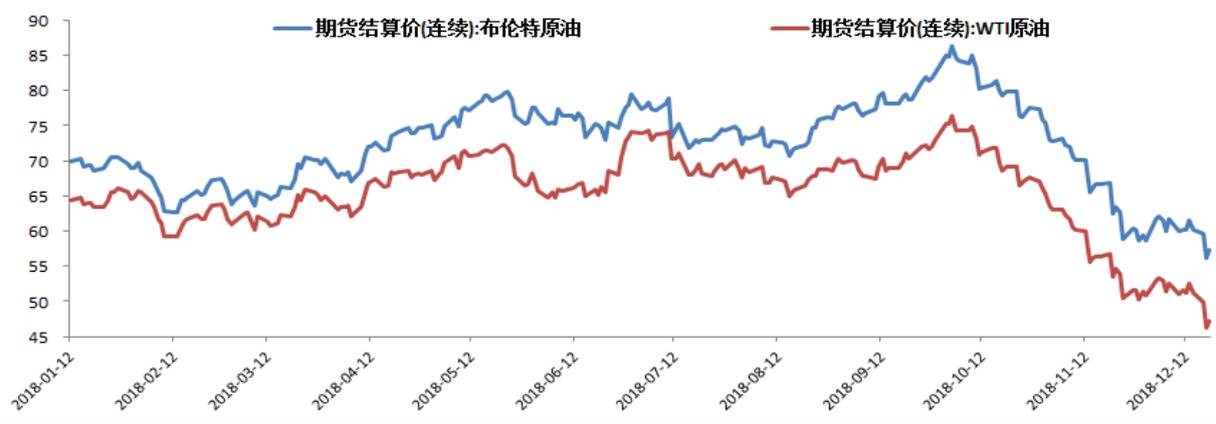
**图 24 通胀存在扰动，整体对债市冲击有限**



数据来源：Wind 新湖期货研究所

对于 2019 年通胀水平，通胀或有阶段性扰动，但非货币现象所致。由于 2018 年猪瘟的影响不断扩大，如果 2019 年猪瘟进一步扩散，可能会导致养猪行业产能加速出清的过程，这可能提升 2019 年猪价上涨的概率。与此同时，考虑到 2018 年 2 季度 CPI 基数较低，这同样可能支撑 2019 年 2 季度 CPI 的读数偏高。

**图 25 中美两大经济体面临压力下，原油价格难对通胀带来大幅提升可能**



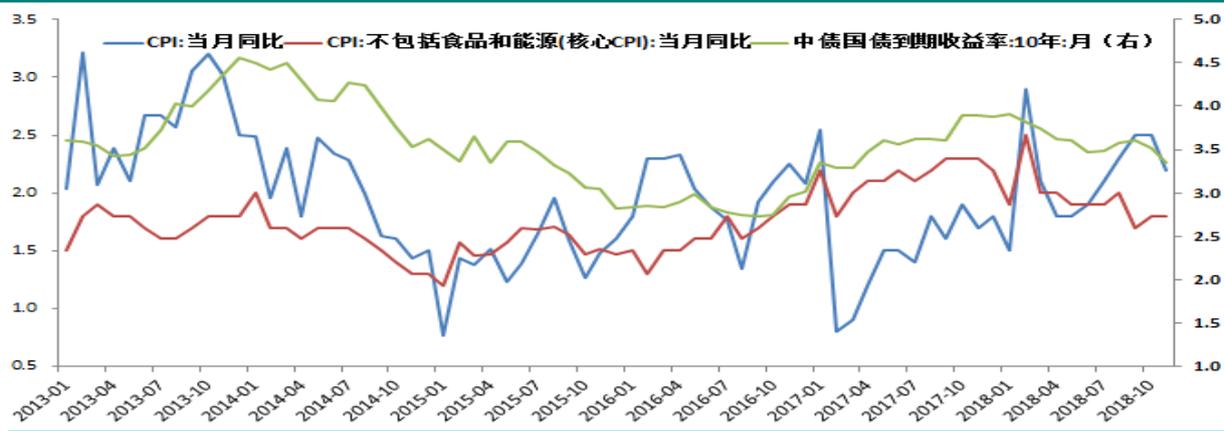
数据来源：Wind 新湖期货研究所

油价方面，在中美两大经济体面临下压力的情况下，石油需求将会有所回落，同时再加上 OPEC 的增产预期，近期国际油价呈现出回落的态势，这种趋势在 2019 年或将延续。因此 2019 年油价很难成为带动通胀预期大幅抬升的因素。

整体看，2019 年通胀难以对货币政策构成较大威胁。首先，不考虑超涨价因素，我

们基于环比数据测算明年 CPI 高点接近 3%，通胀压力整体可控；其次，猪价虽然可能出现上涨，但这并非货币现象所致，与过去几轮猪周期上行性质不同；最后，近年来利率债与 CPI 的关系明显弱化，而与核心 CPI 的走势相关性明显提升。而核心通胀仍然取决于总需求的走势，在国内总需求下滑的过程中，核心通胀难以有效回升。总体看，通胀对债市更多是短期扰动，冲击有限。

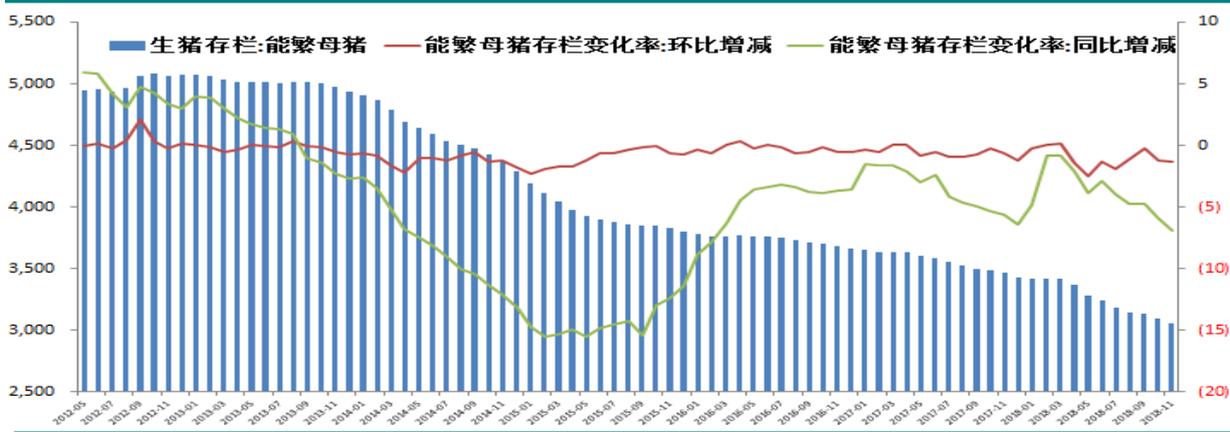
图 26 中国核心 CPI 压力不大



数据来源: Wind 新湖期货研究所

明年的 CPI 压力的关键是考察猪价。除了 18 年 2 季度猪价快速下跌带来的翘尾效应之外，猪周期的启动也会影响明年通胀走势，尤其是叠加快速发酵的猪瘟蔓延全国的疫情。

图 27 生猪存栏维持低位



数据来源: Wind 新湖期货研究所

#### 四、监管政策大概率继续维持边际放松

从监管政策的基调来看，2017 年开始以及 2018 年政府工作报告中提出，严厉打击非法集资，完善金融监管，防范化解地方债务风险；强化金融监管，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管。实际上，监管层面也出台了一系列政策去纠正金融乱象，主要是对银行非标准化投资和类金融机构投资渠道业务中不合规的业务进行清理和规范。在非标业务中，以非标投放的主要渠道委托贷款和信托贷款为例，2018 年 11 月末，委托贷款、信托贷款增速均继续保持回落态势。

表 1 2018 年以来出台的主要监管政策

时间	部门	制度
2018. 1. 5	央行与证监会	《关于规范债券市场参与者交易业务的通知》（银发（2017）302 号文）
2018. 1. 6	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》
2018. 1. 13	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（2018 年 4 号文）
2018. 4. 13	银监会	《关于进一步加强农村中小金融机构大额风险监测和防控的通知》
2018. 4. 27	央行主导	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发（2018）106 号文）发布，大资管体系下的统一规范文件正式问世
2018. 5. 4	银保监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》
2018. 5. 25	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》
2018. 7. 20	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
2018. 9. 13	中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》
2018. 9. 28	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018. 10. 22	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》
2018. 11. 27	人民银行、银保监会、证监会	《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》
2018. 11. 30	证监会	《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》
2018. 12. 2	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》

数据来源：新闻整理 新湖期货研究所

金融去杠杆对于纠正金融行业乱象、防范金融风险发挥了巨大作用，但是也造成了社会融资规模的不断下降，尤其是所引发的各种违约事件、“爆雷”事件也引起监管层的关注。民营中小企业在这轮信用收缩中受到的冲击比较严重。根据当前情况，监管机构适时调整了政策。首先，运用窗口指导，引导商业银行等金融机构加大对中小民营企业的信贷投放。其次，国务院专门召开促进中小企业发展工作会议，要求加大金融支持力度。最后，鉴于当前去杠杆初见成效，决策层调整了去杠杆的节奏，由之前的去杠杆变为稳杠杆，更加强调政策监管的精准性。

2018 年出台的各主要监管文件的过度期基本上都设置在 2020 年底，2019 年则是过渡期，也是监管框架和制度进一步完善的年份，考虑到前期监管政策对于经济的负面冲击仍未消除，“稳增长”的压力较大，监管在大方面不变的前提下，力度和节奏或将进一步放缓。针对“降杠杆”的表述也已经由“取得一定成效”到“稳杠杆”，各项政策也由上半年密集出台的严监管举措变成下半年的“宽信用”举措。整体看，监管政策一直采取“有保有压”的措施，中小微企业融资难、融资贵的问题一直在努力解决，但是成效并不明显。因此对于 2019 年的监管动向，我们分析认为 2019 年稳增长压力不减，金融市场仍受海外环境冲击，融资环境也有待修复，监管政策可能维持边际放松。例如，对非标的定义更加明确或有所放松。

表 2 化解“融资难”的导向性政策

日期	部门	政策主要内容
2018-03-19	银保监会	《中国银保监会办公厅关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》提出两增两控
2018-03-28	国常会	决定设立国家融资担保基金，推动缓解小微企业和“三农”等融资难题
2018-04-25	国常会	决定再推出 7 项减税措施，支持创业创新和小微企业发展，部属对银行普惠金融服务实施监管考核
2018-05-03	银保监会	要求商业银行要建立五项专门机制，建立专门的普惠金融统计体系、评价体系，在计算资本充足率时对小微企业贷款给予低于大中型企业贷款的风险权重。推动银行业降低小微企业的贷款综合成本或者贷款实际利率。
2018-06-20	国常会	确定了进一步缓解小微企业融资难融资贵的五项措施
2018-06-25	五部委	联合出台《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》
2018-07-17	银保监会	召开疏通货币政策传导机制，做好民营企业和小微企业金融服务座谈会，会议强调七点内容
2018-07-23	国常会	部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板增后劲惠民推动有效投资的措施
2018-08-16	国常会	部署以改革举措破除民间投资和民营经济发展障碍，激发经济活力和动力
2018-08-18	银保监会	《中国银保监会办公厅关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》
2018-08-22	国常会	部署进一步推进缓解小微企业融资难融资贵政策落地见效
2018-08-30	国常会	听取减税降费政策落实情况，再推三项新举措支持实体经济发展
2018-09-28	银保监会	银保监会有关部门负责人就首次发布普惠金融白皮书答记者问
2018-10-22	国常会	设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式缓解企业融资难
2018-10-30	银保监会	督促银行业和保险业继续加强民营、小微企业服务
2018-11-09	国常会	要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵，部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展
2018-11-09	银保监会	要求银行业金融机构决不能搞简单化“一刀切”，考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标

数据来源：新闻整理 新湖期货研究所

## 五、中美贸易摩擦仍存较大不确定性，仍可能加剧债券市场波动

2018 年 3 月份以来，美国一方面以全球性加征关税作为筹码与许多经济进行了谈判，对部分贸易规则进行了重构，宣告全球贸易的话语权；另一方面，针对中国发动了贸易战，重点打击中国先进的制造业，中国被迫采取关税报复行为，对中国的贸易造成了直接冲击。由于贸易战涉及体量大、时间长，未来不确定性高、对制造业影响面广，对中国市场信心造成了严重的影响，一定程度上导致了我国股市成交低迷市场信心涣散，避险情绪高涨，一定程度上助推了 2018 年的债券市场的牛市。

对于即将到来的 2019 年，中美关系仍将是重要的投资逻辑之一。2019 年中美贸易摩擦仍将会是中美关系的焦点，大概率会是长期性问题，并且处于斗而不破的状态。鉴于中美贸易摩擦背后复杂的政治经济因素以及中美关系变化可能对世界造成的巨大影响，中美经贸问题不会轻易激化，更不会彻底决裂，但也不会轻易结束。

表 3 2018 年中美贸易冲突事件回顾

时间	事件
3 月	特朗普签署备忘录，对中国进口商品加征关税
4 月	中美双方同等力度互征关税
5 月	中美发布联合声明，停止互加关税
6 月	美国公布征税清单
7 月	对中国 500 亿美元进口商品加征关税，确定对 2000 亿美元的中国进口商品加征 10% 关税
8 月	中国赴美投资审查趋严
9 月	2000 亿美元征税计划正式落地
11 月	两国领导人通话，中国恢复美国大豆进口
12 月	未来 90 天美国同意暂缓对 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 提升至 25%

数据来源：新闻整理 新湖期货研究所

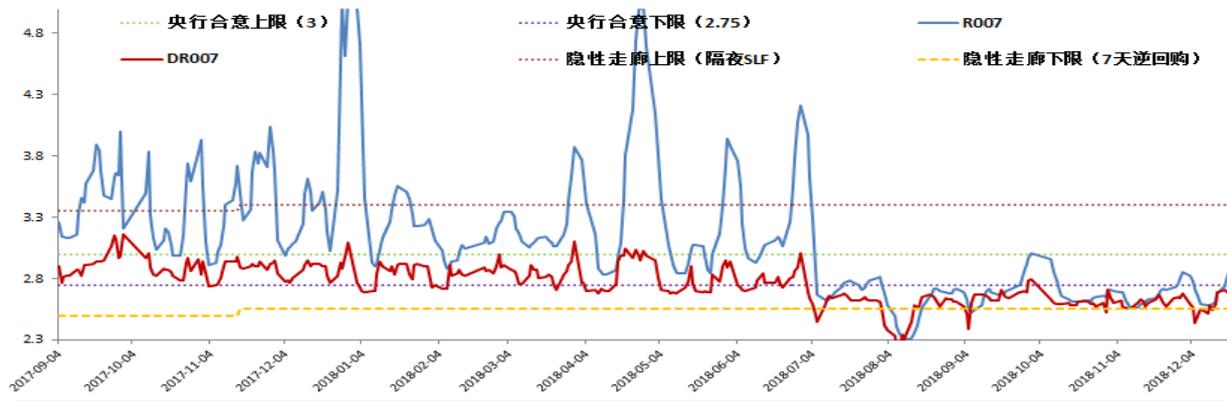
对于金融市场和国债期货市场来讲，中美关系的每一个热点性事件都有可能引起资本市场的情绪变化，也有可能引发市场的过度反应。避险情绪的增长与消退，会对金融市场尤其是国债期货市场产生明显的影响。我们难以推断 2019 年中美关系将会出现哪些热点问题，也难以推断未来每一次中美谈判的成与败，更难以推断中美关系激化与和解的时点，但是我们建议投资者做好应对。

对于 12 月初中美通过谈判，美国同意未来 90 天暂缓对 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 升至 25%，中美关系的阶段性缓和，会导致避险情绪暂时消退，引发国债期货价格的阶段性回调。如果未来进一步缓和的程度足够大，将会是期债阶段性的调整机会。反之，如果中美贸易问题出现阶段性的激化，会导致市场避险情绪的升温，为国债期货和利率债带来做多机会。需要注意的是，如果激化程度较为剧烈，会引发国内政策的对冲，比如出台影响较大的减税降费和扩大开放措施，来对冲中美贸易摩擦带来的不利影响，因此中美贸易摩擦阶段性激化引发的收益率下行的空间较为有限。

## 六、货币政策空间已打开，稳增长需财政更加积极

从 2018 年年初开始，央行就通过定向降准的方式向市场注入流动性，同时配合公开市场操作满足金融机构在月中缴税、缴准、月底跨月的资金需求。央行此举主要有三方面原因：（1）为了满足中小微企业的融资需求，希望能够通过“宽货币”的方式改善实际经济融资面临的信用紧缩状况；（2）为了缓和严监管对市场造成过度的冲击，（3）国内外汇占款持续回落，“热钱”大幅外流，央行需要释放一定量的基础货币。央行针对流动性的表述也有一季度时的“合理稳定”变为第二季度的“合理充裕”，调控目标也由初期的“稳金融”变为了“稳增长”。

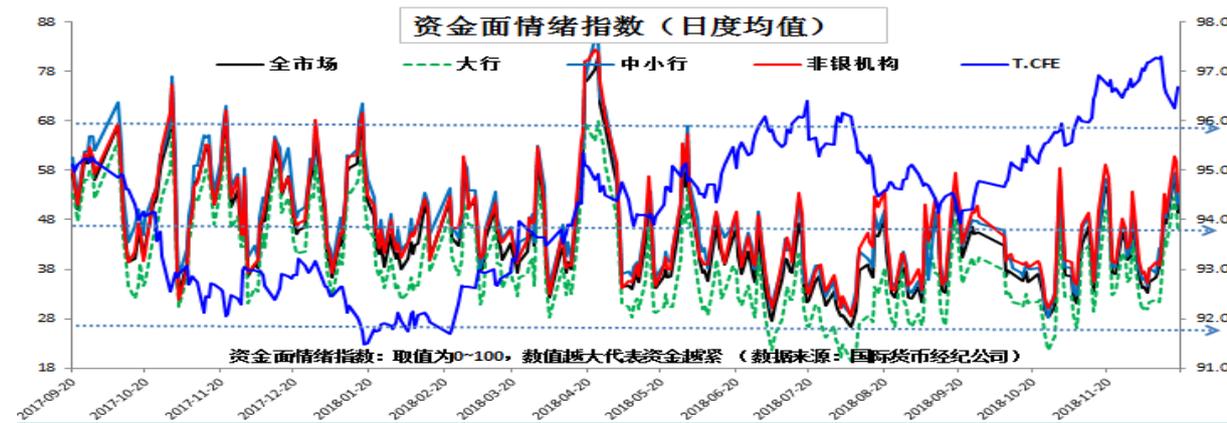
图 28 货币政策转松，资金利率维持在低位



数据来源: Wind 新湖期货研究所

2018 年央行货币投放呈现两大特征: 首先, 货币投放方式从此前通过逆回购和 MLF 转为降准释放流动性, 传统货币政策回归。年初以来央行先后实施 4 次降准, 释放流动性高达 3.5 万亿, 而逆回购缩减约 1.2 万亿, SLF 缩减约 1000 亿, MLF 和 PSL 分别增加 4100 亿和 6325 亿, 降准是央行流动性投放的主要渠道。其次, 伴随着货币投放方式变化, 资金投放期限拉长, 逆回购等短期工具逐渐退出, MLF 操作期限也普遍延长至 1 年。整体看, 缩短放长, 稳定宽松预期的意味比较浓。

图 29 公开市场削峰填谷必要性下降

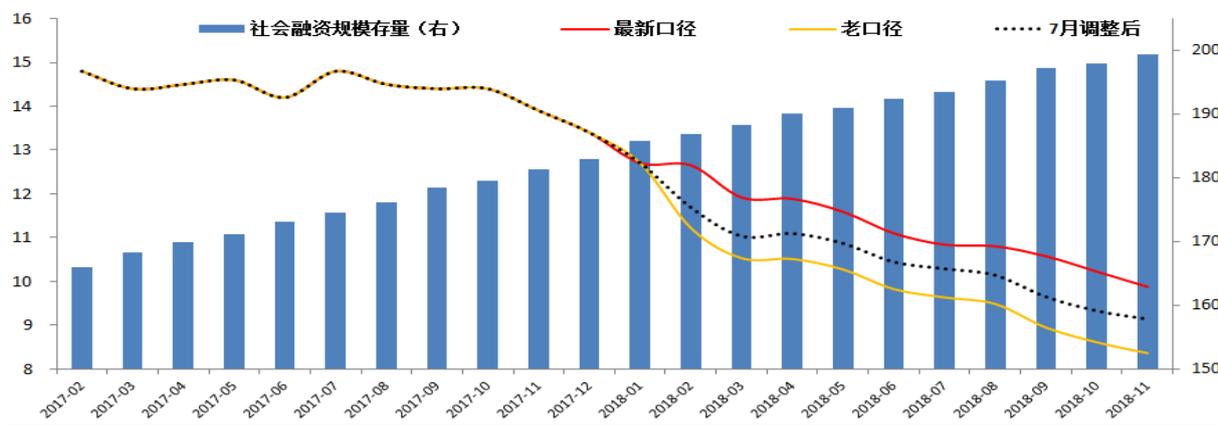


数据来源: Wind 新湖期货研究所

但是从将近一年的实施效果来看, 央行宽货币所释放的流动性, 无法通过宽信用的方式及时传导至实体经济, 资金滞留于银行体系内部, 直接的结果就是拉动货币市场资金利率的下行。自 2018 年二季度以来, 宏观经济就已经明显感受到了下行的压力, 央行货币政策率先转向, 进行了多次的定向降准, 流动性的口径也从“合理稳定”调整为“合理充裕”。但是“宽货币”向“宽信用”的传导并不畅, 表现为社会融资增速的持续下行, 信用违约的事件频发。尽管央行自 7 月份以来, 希望通过调整社融统计口径来改善社融的下行趋势, 但是两次口径调整并没有改变社融增速的下行趋势。两次口径调整分别为: 第一次将存款类金融机构资产支持证券以及贷款核销纳入社融口径, 第二次是 9 月份将地方政

府专项债纳入社融统计口径。

图 30 社融口径的调整难改增速下行趋势



数据来源: Wind 新湖期货研究所

对于 2019 年的政策组合选择, 将是更加积极的财政政策和稳健偏松的货币政策。根据前文分析: 首先, 2019 年中国经济增速将延续下行趋势, 稳定就业的压力进一步加大, 从而倒逼政策基调转向宽松。2018 年中国强力推行“去杠杆”叠加“严监管”的紧缩政策, 战略方向正确, 但实施过程中遭遇了中美贸易摩擦、美国持续加息, 导致实体流动性超预期紧张, 引发债务风险和股市流动性风险, 压制经济下行。2019 年上半年出口、地产投资、制造业投资、消费的增速难有起色甚至有超预期下行压力, 有可能超预期增长的是基建, 但也只是避免失速风险。第二, 2019 年政策基调从 2018 年的“强力去杠杆、严监管”转向稳增长、稳杠杆。2018 年 10 月 31 日政治局会议对经济形势的判断是: 稳中有变, 经济下行压力有所加大, 要高度重视, 增强预见性, 及时采取对策。这预示政策基调改变, 对冲政策将更积极, 稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。第三, 2019 年货币政策将稳健偏积极, 但信用的传导机制改善还需要时间, 从“放水”到经济增速见底的时间仍有不确定性, 相对确定的是市场利率将会继续下行。2018 年三季度以来央行连续两次降准, 提供中长期流动性。然而, 广大银行和实体企业秉承顺周期经营, 社融增速持续回落, 资金的避险需求依然较强, 结果, 银行间回购利率中枢下降、短期国债利率以及各种理财产品收益率持续下行。第四, 2019 年财政政策将更积极, 发挥更大的逆周期对冲作用。在经济下行期, 需要积极财政政策发挥逆周期调节的作用, 如果片面强调去杠杆、约束债务, 把逆周期的财政政策变成了顺周期, 反而可能激化债务风险。2018 年上半年受到财政整顿、表外融资受限等影响, 财政政策实质上是紧缩的, 导致基建投资增速大幅下滑; 2018 年下半年减税推进、专项债发行加速, 财政政策才开始发力。对于更加积极的财政政策, 2019 年政府赤字率、一般债及专项债发行等广义财政资金等方面都可以发挥更大的宽松作用。赤字率: 2018 年预算目标赤字率仅 2.6%, 留出了财政空间, 2019 年可以提高到 3%; 2) 一般债及专项债发行: 2016、2017、2018 年新增地方政府专项债逐年增加, 2019 年有望继续扩容; 2018 年强力去杠杆的政策环境影响了地方政府融

资，2019 年随着政策纠偏，地方政府融资环境将改善。

图 31 MLF 存量仍偏高，滚动操作压力较大



数据来源: Wind 新湖期货研究所

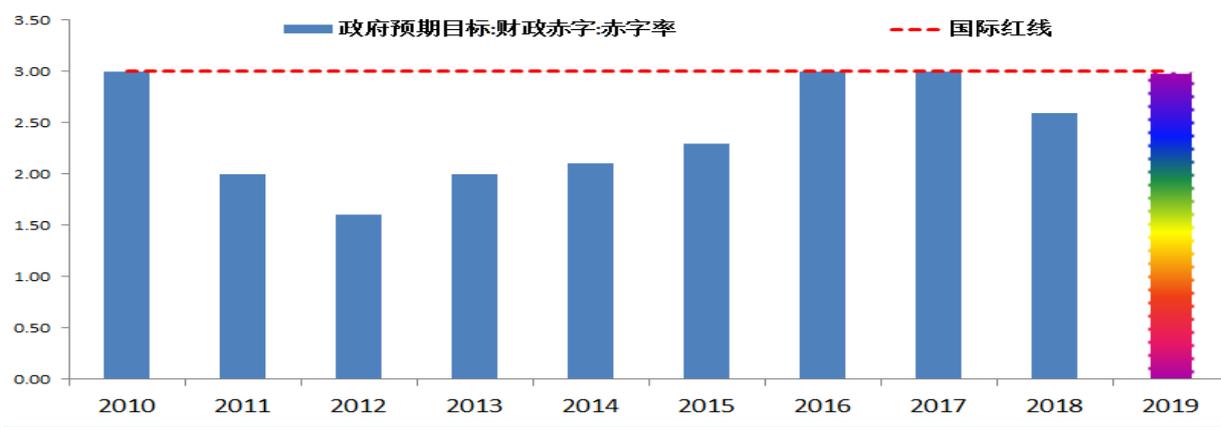
对于货币政策而言，2019 年降准仍有较大操作空间。当前降准的目的，包括置换性降准、资金投放的降准、对冲的降准，这三点在 2019 年可能都可以看到。从置换的角度，当前 1 年期 MLF 利率 3.3%，短期要向下调整利率仍然面临美国加息的约束。但通过降准予以置换，则可以在某种程度上削弱 MLF 利率对短期利率的下限约束。同时，在外汇占款补充基础货币趋势转变、同业负债管理趋严之后，出于公平的考虑，也需要降低存款准备金率，使得中小行，尤其是农商行城商行能有着更为稳定、便宜的资金来源。这一点当前仍未改变。而且，在银行面临存款荒，负债压力增大之时，降准对于中小行也更为重要。截至 11 月底，MLF 存量规模仍接近 5 万亿，明年置换式降准仍然有不小的空间。其次，从资金投放的目的，则是伴随经济下行压力的增大、融资渠道的逐步改善而进行。对于对冲性的降准，则是和 2015 年上半年类似，考虑到 2019 年专项债的发行压力庞大，央行需要降准来对冲，来维持银行的流动性。

降息可以期待。从基准利率的角度来看，降息的必要性有限。原因在于当前负债端已经实现了市场化，且从实际的利率来看，国内今年已经处于降息之中。当然对于存量的贷款，考虑到重定价，降息仍然有意义。因此，我们分析认为如果最终选择降息，在选择上针对的应是政策工具的降息，如 OMO、MLF。但时点上需要等到美国加息预期的扭转。当前美国经济向好的势头开始转向，联储加息的步伐已经放缓。且随着降准的推进，实际上政策利率对市场利率的下限约束也在减弱。未来降息可以期待。

## 七、财政政策发力的背景下，2019 年利率债供给压力增加

从积极财政政策的方式来看，提高财政赤字率首当其冲，2018 年两会确定中央财政赤字 15500 亿元、地方财政赤字 8300 亿元，目标赤字率 2.6%，赤字预算不及预期，主要是由于当时宏观经济走势尚处于平稳状态，表现出很强的韧性，且中央希望控制政府债务。2018 年赤字较 2017 年 3% 下降，留出了财政空间，2019 年可以提高到 3%，甚至突破 3%，这是债市明年面临的一个风险点。

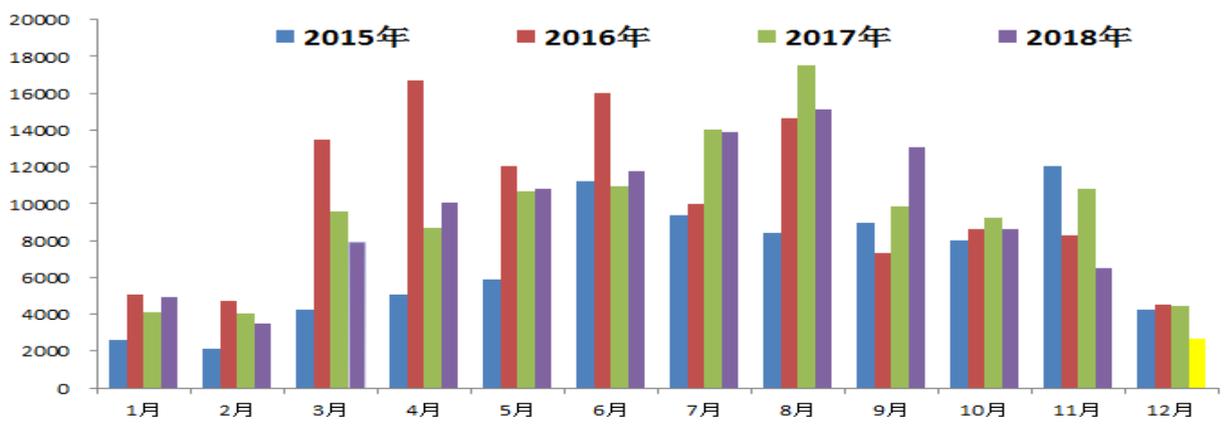
图 32 往年赤字率及 2019 年赤字预测



数据来源: Wind 新湖期货研究所

除了提高财政赤字率之外,地方专项债也是支持积极财政政策的重要方式之一。2018 年是地方债置换的最后一年,2019 年将进入地方债后置换时代,这标志着地方隐性债务融资将转换为地方债等显性方式。实际上,近几年,地方专项债发行规模快速增大,募集资金以支持扶贫、水利、棚改等为主,就是地方政府隐性债务显性化的最重要方式,符合开前门、堵后门的精神。因此,在地方债置换结束之后,加上专项债不列入赤字,地方专项债发行规模增长将继续提升,预计 2019 年专项债发行额度较 2018 年明显提高。截止 2018 年 11 月地方政府债务余额 18.3 万亿,较 2018 年底限额 20.99 万亿仍有 2.5 万亿空间,其中一般债务余额较限额低 1.4 万亿,专项债余额较限额低 1.1 万亿,可以充分利用;存量债务替换已经接近尾声,专项债或可在化解地方政府隐性债务上发挥更大作用。

图 33 历年利率债发行节奏:二、三季度是历年发行高峰期



数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外,政策性金融债也将承担基建投资、托底经济的重要职能。从历史来看,政金债发行量在经济下行压力较大的年份往往有所增加,预计 2019 年经济下行压力的背景下政金债发行也会有所放量。

2019 年国债供给量预测:根据预算赤字测算国债供给量。由于每年两会都会公布中央的财政赤字规模,即国债的净融资额。主要因为财政部的收支缺口只能通过发行国债来

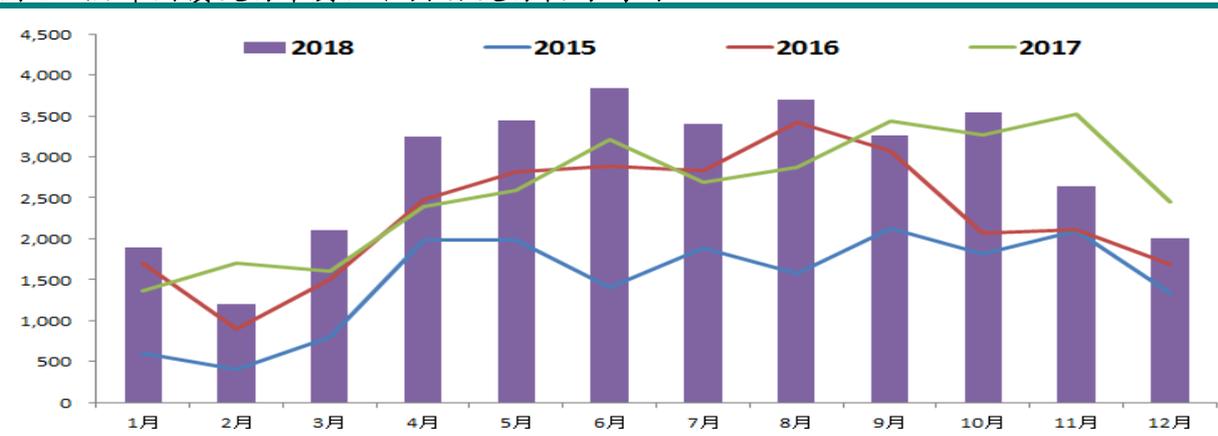
弥补，然后在国债金融规模的基础上加上当年到期量，即可得到当年国债的总发行量。由于2019年赤字率要到年初两会才会确定，我们对不同赤字率下的供给进行了测算。

不同赤字率下，2019年国债供给量预测				
年份	目标赤字率	总发行量	总到期量	净融资额
2018年	2.6%	37708	22208	15500
2019年不同赤字率下供给预测	2.8%	37348	19927	17421
	3%	38335	19927	18408
	3.3%	39816	19927	19889
	3.5%	40803	19927	20876

数据来源：新闻整理 新湖期货研究所

从2019年大概率将实施更加积极财政政策来稳增长，提高财政赤字率首当其冲。我们相对中性预计2019年赤字率将提升至3.0%，因此2019年国债的总供给量接近4万亿。

图 34 历年国债发行节奏：各月份发行相对均衡



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2019年政金债供给量预测：国开债方面，从国内国开债融资数据来看，2016年和2017年净融资分别为5324.62亿和5100.66亿，2018年国开债净融资大概率维持在5500亿。与国开债相关的基础设施投资、产业投资需求已基本稳定下来。作为准财政政策的重要构成部分，随着2019年新一轮基建扩张，2019年国开债净融资将明显增加。

## 2019 年政金债供给预测

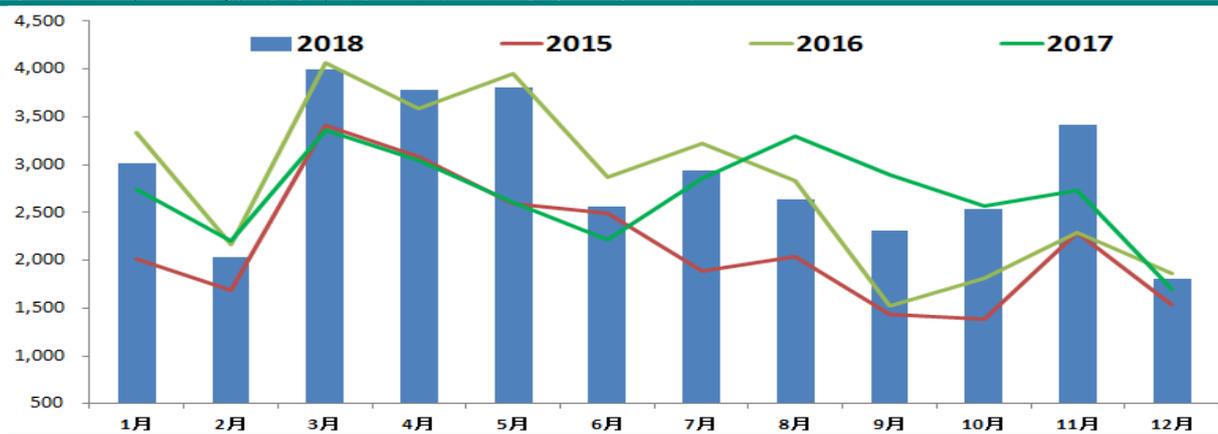
年份	总发行量	总到期量	净融资额	发行偿还比
2019 年预测	37942.4	23714	14228.4	1.6
2018	37500	24747	12753	1.52
2017	32845	20851	11994	1.58
2016	33597	18988	14609	1.77
2015	25844	15146	10698	1.71
2014	23281	12810	10471	1.82

数据来源: Wind 新湖期货研究所

农发债方面,农发行负债融资结构并不稳定,央行借款对农发债融资的替代性较强。另一方面,农发行负债扩张波动较大,2014 年以来吸收存款快速扩张,使得负债增长与贷款增长出现明显偏离。从发行和净融资来看,经历 2016 年发行快速扩张后,2017 年、2018 年农发债净融资连续回落,预计 2018 年农发债净融资规模约 3800 亿,同比继续下滑。考虑到 2020 年全部贫困人口脱贫目标,扶贫仍是政策主线,预计 2019 年农发债融资较 2018 年增长。

进出口债方面,受贸易战影响,2018 年进出口债发行规模明显收缩,净融资大概率为负值。预计 2019 年净融资仍将维持负增长。

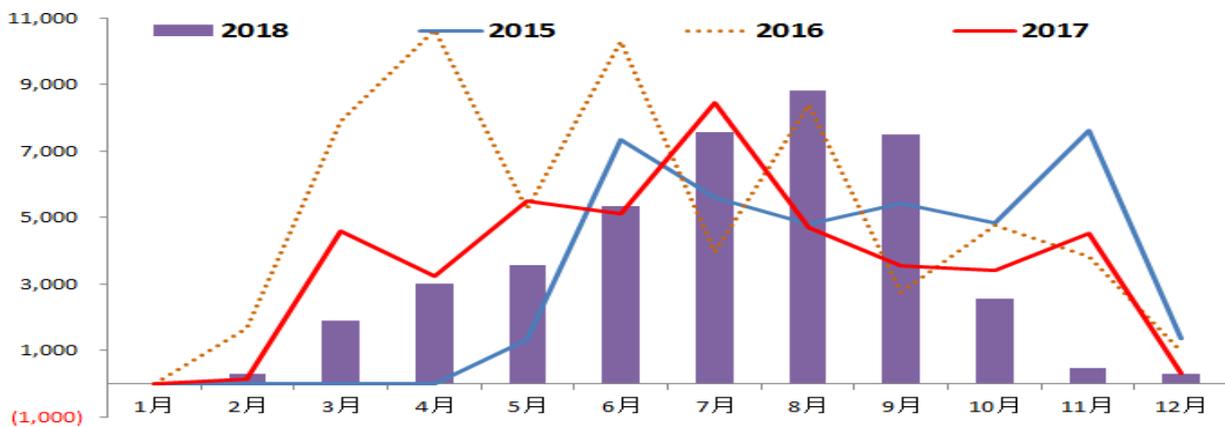
图 35 历年政金债发行节奏:各月份发行相对均衡



数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外,我们根据历年政金债的发行偿还比进行测算,历年政金债发行偿还比相对比较稳定。19 年棚改套数将较 18 年继续下滑,但在稳基建需求下,基建资金需求将有所放量,假设整体发行偿还比稳中小幅抬升至 1.6,净融资额小幅抬升至 1.4 万亿附近,则预计全年累计发行 3.8 万亿左右。

图 36 历年地方债发行节奏：两会后是发行高峰期



数据来源：Wind 新湖期货研究所

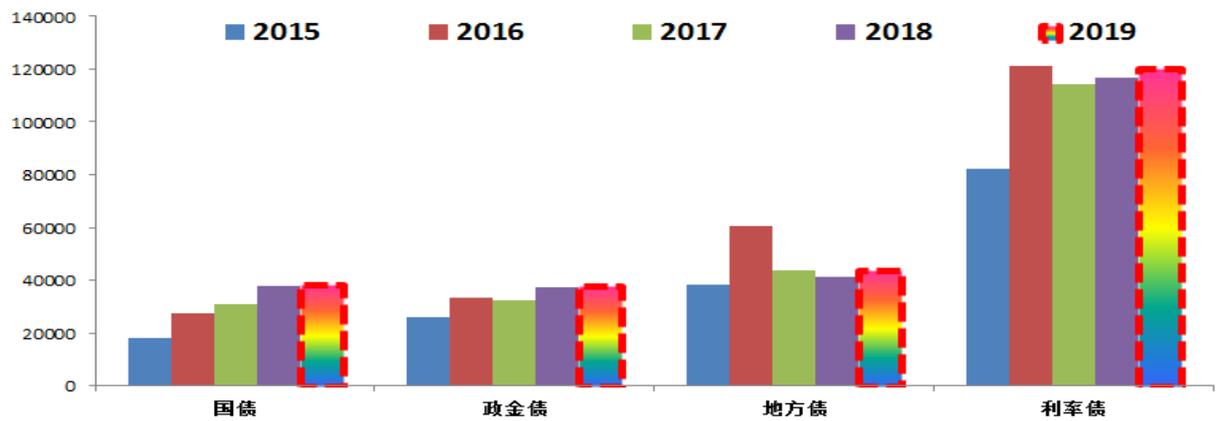
2019 年地方债供给量预测：考虑到 2019 年赤字率大概率提升至 3.0%，因此预计地方政府赤字在 1.1 万亿左右，叠加 2019 年总到期量为 13152 亿，因此一般地方政府债总发行量预计为 2.3 万亿左右。此外，由于地方政府专项债不纳入赤字范围，我们单独测算。近几年来，地方政府专项债节节攀升，2015 年新增专项债仅 1000 亿，而 2018 年达到 1.35 万亿。随着地方财政“开正门、堵偏门”，今年下半年宽财政核心发力点就在于加速专项债发行，加上今年 9 月份地方政府专项债计入社融，地方政府专项债对“宽财政”和“稳社融”具有重要意义；此外，随着棚改货币化逐步退出，对应资金缺口可能需要由棚改专项债来分担解决。

经第十三届全国人民代表大会第一次会议审议批准，2018 年全国地方政府债务限额为 209974.30 亿元。其中，一般债务限额 123789.22 亿元，专项债务限额 86185.08 亿元。截至 2018 年 11 月末，全国地方政府债务余额 182903 亿元，控制在全国人大批准的限额之内。考虑到，我国债务的问题不是狭义债务的问题，而是隐性债务过高的问题，我国地方政府债务率仍有空间，在稳增长需求下，明年地方政府债务率大概率会有所抬升，除了一般政府债新增额提高，明年专项债的放量是债市的风险点。假设 2019 年债务率提升到 90%，则 2019 年债务限额为 24.2 万亿，限额增加 3.2 万亿。比 2018 年新增的 2.2 万亿多增 1.0 万亿。其中假设赤字率 3%，得到一般政府债新增额 1.1 万亿，则剩余额度为专项政府债新增额，为 2.1 万亿。综合来看，2019 年地方政府债总供给量预计为 4.4 万亿（2.3+2.1）。

综上，2019 年利率债供给预计超过 12 万亿，比 2018 年多 1 万亿，整体看压力有限。主要是因为 2015 年-2018 年有较大量的地方政府置换债，而置换债在 2018 年已经置换结束，尽管 2019 年地方政府专项债大概率放量，但是考虑到地方政府债置换结束，相比前几年一定程度上可以抵消地方政府债的放量发行。在发行节奏上，国债以及政策性金融债和往年相差不会太大。对于 4.4 万亿的地方债而言，尤其是地方政府专项债，往年因为债务置换优先度较高，加上隐性债务核查等因素，导致地方债发行高峰期延迟到三季度。由

于 2019 年上述因素消失，预计 2019 年地方债的发行尤其是专项债的发行大概率会提前，甚至会提前至全国两会前。

图 37 2019 年利率债供给总预测



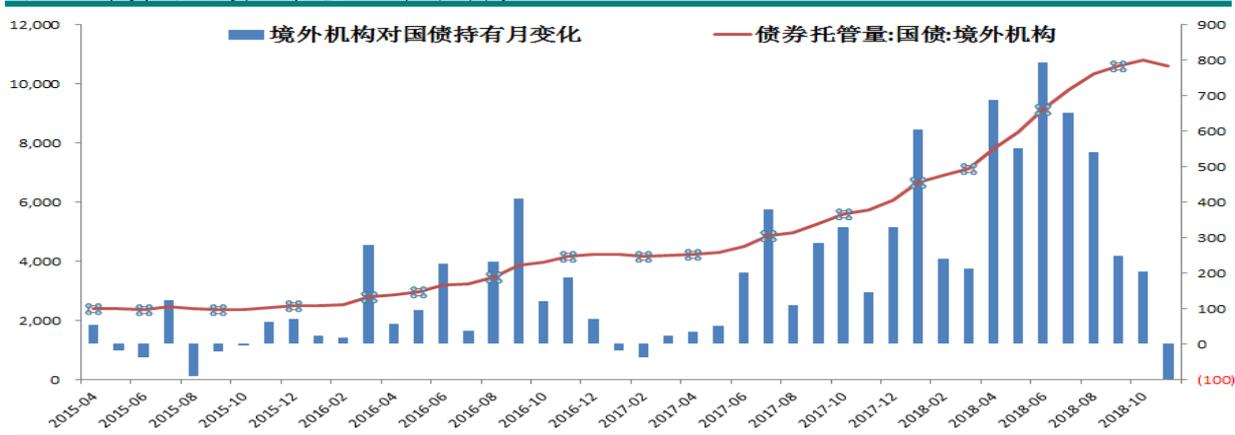
数据来源：Wind 新湖期货研究所

## 八、海外因素逐渐偏利好：加息步伐放缓，外资买债仍有提升空间

2018 年三季度以来，美国金融市场的波动加剧，美联储自 2016 年末以来连续加息，但在经济波动加大的背景下，美联储也暗示了未来暂缓加息的条件。美国自 2009 年走出衰退后经济扩张已经持续了超过 9 年，失业率不断创下新低，经济继续上行的空间有限，但短期的经济动能却依然维持强劲；短期通胀虽然有所回升，但是通胀预期大幅上行的迹象并不明确。

当前的经济背景与 2001 年经济衰退前的背景极为相似，在这种情况下，美国大类资产的价格波动很有可能重现 2000 年的景象，在美国经济衰退前，可能仍是长端利率首先见顶，而美联储在美股出现显著的下落后暂停加息，短端利率最后见顶。在这种情况下，未来长端中美利差可能维持在一个相对窄的区间内波动，负利差的概率不大。我们认为 2019 年美债利率可能会维持震荡下行，汇率以及资本流出压力整体可控，2019 年下半年，本轮美联储加息周期可能走向尾声，这将使外部环境对我国货币政策的约束进一步放松，货币政策将更多的聚焦于国内。之前因为中美两国经济形势不同，中美货币政策明确走向歧途，但是一国的货币政策是为本国经济服务的，不可能为了满足他国政策而牺牲本国经济，而且尽管美联储 12 月如期加息，但美债利率大幅下跌，美股也大幅回落，可以看出美国经济本身的动力也不足，并没有给我们放松货币政策带来很大的外部压力。实际上，美联储已经放慢了脚步，分歧是短暂的，明年随着全球经济放松，新一轮全球宽松即将到来，最终中美两国货币政策将殊途同归。

图 38 外资对国债托管量不断创新高



数据来源: Wind 新湖期货研究所

随着债市国际化推进带来较确定的海外投资需求。2018 年境外机构增持国债力度明显增加，也是 2018 年债券牛市的重要支撑力量。此外，今年境外机构对国债需求较为刚性，受汇率影响较小，尽管 3 月份人民币已经进入贬值通道，但境外机构增持力度三季度后期才有所减缓。展望 2019 年，尽管目前中美利差处于低位，但是随着国债和政策性金融债纳入国际债券指数，海外被动投资需求仍然较为乐观。目前，人民币计价的国债和政策性金融债将于 2019 年 4 月率先纳入彭博巴克莱全球综合指数 (BGAI)，权重 5.49%，计划 20 个月分步完成，预计将带来 1400 亿美元资金流入；此外，国内债市纳入摩根大通国债-新兴市场指数以及富时全球政府债券指数也将只是时间问题。未来外资仍是债市走牛不可或缺的力量。

## 九、2019 年国债市场行情展望

基本面方面，经济下行压力仍不小，当前国内面临的经济转型局势很复杂，困难很大。各项经济基本面的领先、同步指标都呈现下滑局面，经济基本面后续下行压力巨大几乎已成市场共识。同时通胀在最近油价大幅下跌的背景下已经无需过于担忧。在一片看空下，基建可能是可以发力的一个点，但是受制于基建巨大的存量和基数以及当局对地方政府债务的态度，基建加码缓解经济下行压力是可行的，但指望基建拉动经济增长向好则是相当难的。第二个是前期政策放松。地产方面，从严的政策暂时看不到大幅放松的可能，迫于经济形势而全面放松地产政策也会是最后一着，不到万不得已不会轻易使用。经济转型形成新的增长动力还需要相当一段时间，消费在前期居民加杠杆的挤压下短期也是改善空间有限。

外部环境方面：首先，贸易战方面，中美贸易战长期化迹象比较明显，美国自上至下对中国的认识和态度已经比从前有很大转变，明年中国外部环境出现明显好转的可能性不大，实际上贸易战对中国外贸的负面影响仍未真正显现。所以，总的来说从长期经济变量来看，仍支持收益率继续下行。其次，2019 年美债利率可能会维持震荡下行，汇率以及

资本流出压力整体可控，2019年下半年，本轮美联储加息周期可能走向尾声，这将使外部环境对我国货币政策的约束进一步放松，货币政策将更多的聚焦于国内。之前因为中美两国经济形势不同，中美货币政策明确走向歧途，但是一国的货币政策是为本国经济服务的，不可能为了满足他国政策而牺牲本国经济，而且尽管美联储12月如期加息，但美债利率大幅下跌，美股也大幅回落，可以看出美国经济本身的动力也不足，并没有给我们放松货币政策带来很大的外部压力。实际上，美联储已经放慢了脚步，分歧是短暂的，明年随着全球经济放松，新一轮全球宽松即将到来，最终中美两国货币政策将殊途同归。

监管层面，2018年出台的各主要监管文件的过度期基本上都设置在2020年底，2019年则是过渡期，也是监管框架和制度进一步完善的年份，考虑到前期监管政策对于经济的负面冲击仍未消除，“稳增长”的压力较大，监管在大方面不变的前提下，力度和节奏或将进一步放缓。针对“降杠杆”的表述也已经由“取得一定成效”到“稳杠杆”，各项政策也由上半年密集出台的严监管举措变成下半年的“宽信用”举措。整体看，监管政策一直采取“有保有压”的措施，中小微企业融资难、融资贵的问题一直在努力解决，但是成效并不明显。因此对于2019年的监管动向，我们分析认为2019年稳增长压力不减，金融市场仍受海外环境冲击，融资环境也有待修复，监管政策可能维持边际放松。

货币政策层面，2019年降准空间大，降息可以期待。当前降准的目的主要包括置换性降准、资金投放的降准、对冲的降准，这三点在2019年可能都可以看到。从置换的角度，当前1年期MLF利率3.3%，短期要向下调整利率仍然面临美国加息的约束。但通过降准予以置换，则可以在某种程度上削弱MLF利率对短期利率的下限约束。同时，在外汇占款补充基础货币趋势转变、同业负债管理趋严之后，也需要降低存款准备金率，使得中小行，尤其是农商行、城商行能有着更为稳定、便宜的资金来源。截至11月底，MLF存量规模仍接近5万亿，明年置换式降准仍然有不小的空间。其次，从资金投放的目的，则是伴随经济下行压力的增大、融资渠道的逐步改善而进行。对于对冲性的降准，则是和2015年上半年类似，考虑到2019年专项债的发行压力庞大，央行需要降准来对冲，来维持银行的流动性。降息可以期待。从基准利率的角度来看，降息的必要性有限。因为当前存款利率已经实现了市场化，且考虑到通胀情况，国内今年已经处于降息之中。因此，我们分析认为如果最终选择降息，在选择上针对的应是政策工具的降息，如OMO、MLF。但时点上需要等到美国加息预期的扭转。当前美国经济向好的势头开始转向，联储加息的步伐已经放缓。且随着降准的推进，实际上政策利率对市场利率的下限约束也在减弱。未来降息可以期待。2018年12月19日，央行创立TMLF并下调利率15BP，已经开启了定向降息的窗口。

财政政策层面，2019年财政政策将更积极，发挥更大的逆周期对冲作用。在经济下行期，需要积极财政政策发挥逆周期调节的作用，如果片面强调去杠杆、约束债务，把逆周期的财政政策变成了顺周期，反而可能激化债务风险。对于更加积极的财政政策，2019

年政府赤字率、一般债及专项债发行等广义财政资金等方面都可以发挥更大的宽松作用。赤字率：2018年预算目标赤字率仅2.6%，留出了财政空间；一般债及专项债发行：2016、2017、2018年新增地方政府专项债额度逐渐增加，2019年有望继续扩容；截止2018年11月地方政府债务余额18.3万亿，较2018年底限额20.99万亿仍有2.5万亿空间，可以充分利用；存量债务替换已经接近尾声，专项债或可在化解地方政府隐性债务上发挥更大作用。2018年强力去杠杆的政策环境影响了地方政府融资，2019年随着政策纠偏，地方政府融资环境将改善。

利率债供给层面，2019年利率债供给预计超过12万亿，比2018年多1万亿，其中专项债大幅提升是2019年债市的一个风险点。整体看，供给压力有限，因为2015年-2018年有较大量的地方政府置换债，而置换债在2018年已经置换结束，尽管2019年地方政府专项债大概率放量，但是考虑到地方政府债置换结束，相比前几年一定程度上可以抵消地方政府债的放量发行。在发行节奏上，国债以及政策性金融债和往年相差不会太大。对于4.4万亿的地方债而言，尤其是地方政府专项债，往年因为债务置换优先度较高，加上隐性债务核查等因素，导致地方债发行高峰期延迟到三季度。由于2019年上述因素消失，预计2019年地方债的发行尤其是专项债的发行大概率会提前，甚至会提前至全国两会前。

整体来看，2019年债券市场相对较为乐观，“稳货币、宽信用”的政策组合将带动利率债收益率呈现出“牛平”的走势。上半年，在经济下行加大、监管政策趋缓、货币政策维持宽松以及外资仍将涌入的情况下，同时叠加中美贸易战的不确定性，将进一步推低风险偏好，利率中枢将延续2018年回落的趋势，但是随着交易盘的不断涌入，市场波动也将有所加大，建议珍惜上半年可能出现的牛回头做多机会。上半年风险点在于：跨农历新年期间资金的波动、地方债发行可能提前、翘尾因素导致通胀预期提升以及二季度年报披露期信用风险存在爆发可能。下半年随着宽松政策的推进，经济存在企稳可能，货币政策趋向更加中性，各种利空将被放大，将进一步加大市场的波动。预计2019年10年期国债收益区间【3.0%-3.5%】，对应10年期国债期货价格区间【95-100】。

## 2019 年 A 股边际收益大于风险

### 要点

#### ● 股指期货:

2018 年在“估值底”和“政策底”出现之后，市场真正的投资机会将在“业绩底”和“市场底”之后，2019 年一季度是验证上市公司业绩是否见底和中美贸易冲突中期走向的关键期，上市公司业绩证伪和宏观风险走向决定了 2019 年的 A 股投资机会。2019 年投资思路建议投资者保持伺机而动的心态，大盘指数的趋势我们倾向于乐观一些，资产配置推荐中小板和创业板，个股概念方面推荐国企改革、高端装备和通信科技。股指期货策略推荐买入中证 500 卖出上证 50 跨品种套利，背后逻辑是博取市场风险偏好改善带来相对确定的指数超额收益，背后风险是经济基本面和宏观环境进一步恶化。

## 一、2018 年 A 股期现货行情回顾

### (一) 年度回顾

2016 年 A 股投资机会是年初熔断机制作用下跌出来的。2017 年 A 股投资机会是央行资金托底和政策呵护下走出的行情。2018 年市场选择重新洗牌，估值回归，是 A 股新旧力量交替青黄不接的时期，在历史上少见，但也见证了 A 股市场的成熟发展。往坏的方面看，A 股旧力量逐步退出舞台，如资管新规下的违规入场资金逐渐清仓退出，如投机炒作“敢死队”在大数据下无处遁形。往好的方面看，A 股市场加速市场化和国际化，长期投资基金、海外资金不断入场。新旧力量对比，2018 年显然旧力量退出影响更大。

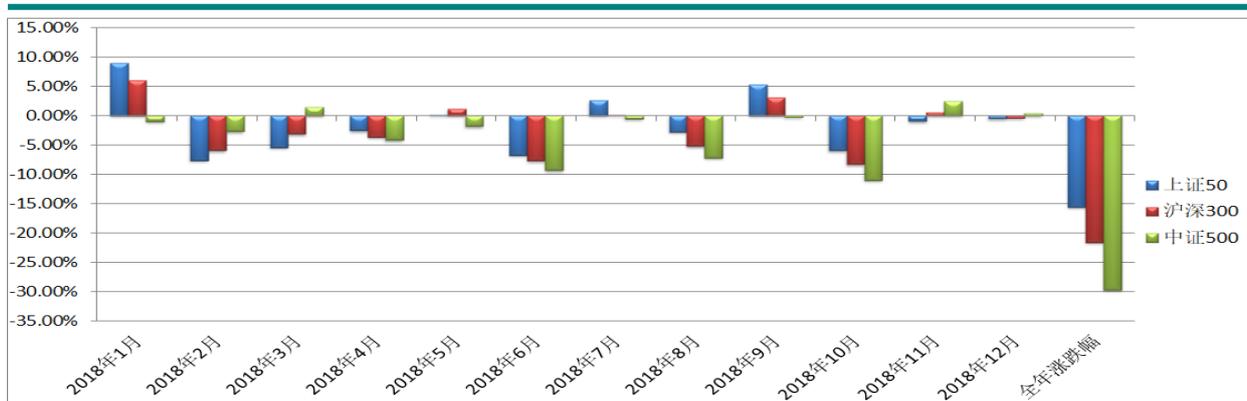
2018 年，股权质押风险释放，加速市场杠杆资金的出清。股指期货交易限制再度松绑，加速阿尔法策略的回归。MSCI 扩大 A 股占比权重加速长期投资资金入市改善投资者结构。以上这些因素将在 2019 年转化为积极影响。在“估值底”和“政策底”出现之后，市场真正的投资机会将在“业绩底”和“市场底”之后，2019 年一季度是验证上市公司业绩是否见底和中美贸易冲突中期走向的关键期，业绩证伪和宏观风险走向决定了 2019 年的 A 股投资机会。

图 1 上证综合 A 股指数 2018 年走势



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

图 2 三大股指的指数 2018 年各月及年度表现



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

## （二）股指期货运行情况

2018年三大股指期货成交活跃度有所回升，如下图所示，上证50和沪深300成交持仓比明显改善，从0.5倍返回至1倍下方，但中证500成交持仓比改善幅度有限，始终在0.5倍附近。股指期货交易限制规则是约束市场成交活跃度的关键，随着年底股指期货交易规则迎来再次松绑，预期2019年股指期货市场的流动性会进一步恢复。

图3 上证50股指成交持仓比变化（2017-2018）



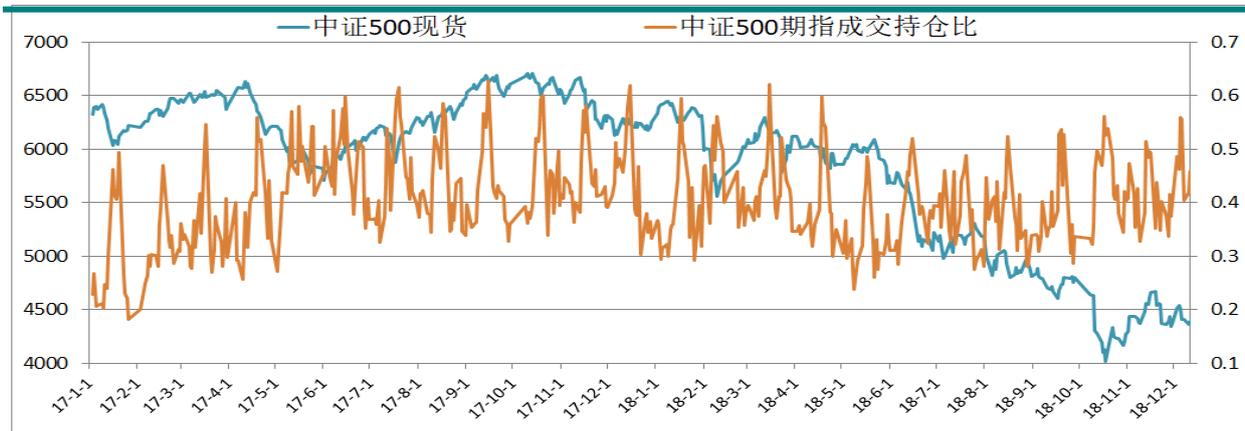
资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

图4 沪深300股指成交持仓比变化（2017-2018）



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

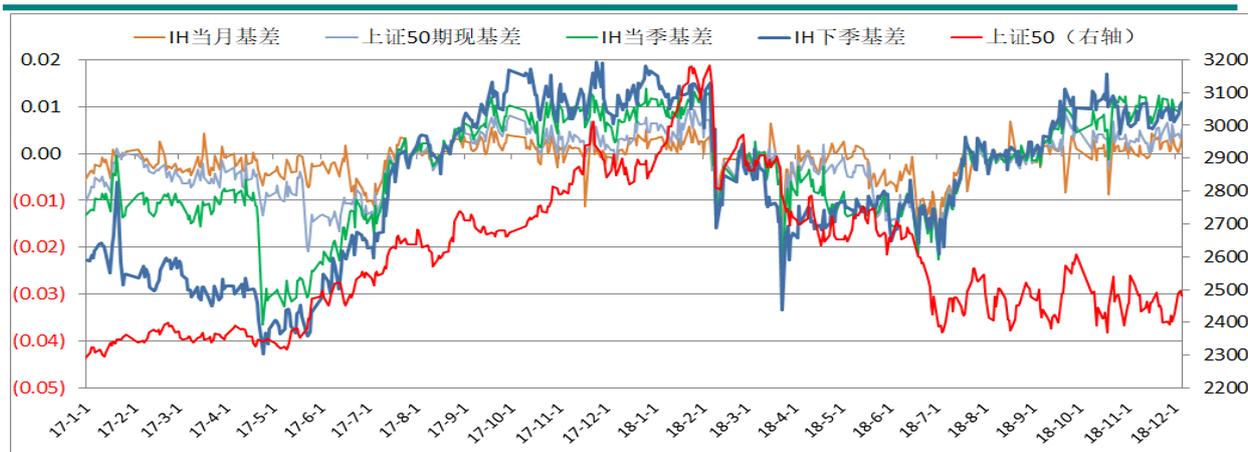
图5 中证500股指成交持仓比变化（2017-2018）



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

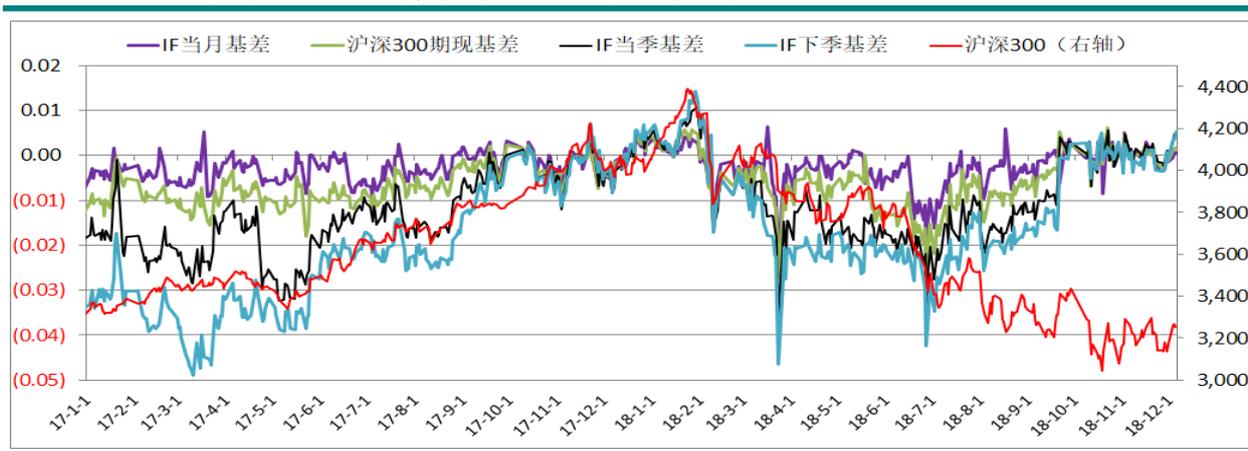
2018 年三大股指期货较现货指数的升贴水结构进一步改善，其中上证 50 和沪深 300 股指期货期现结构改善最为显著，中证 500 股指期货期现结构与 2017 年基本相似。以一个现象解释这方面变化，上证 50ETF 期权市场逐步发展壮大，有效承接了蓝筹权重股空头套期保值需求，改善了股指期货市场的买卖力量更为均衡，但是中证 500 成分股风险对冲仍需在股指期货上实现，流动性匮乏和旺盛套保需求以致于中证 500 期现结构仍处于异常状态。随着股指期货交易限制再度松绑，中证 500 股指期货期现升贴水结构有望在 2019 年恢复至合理区间。

**图 6 2018 年上证 50 期现升贴水结构恢复至合理水平**



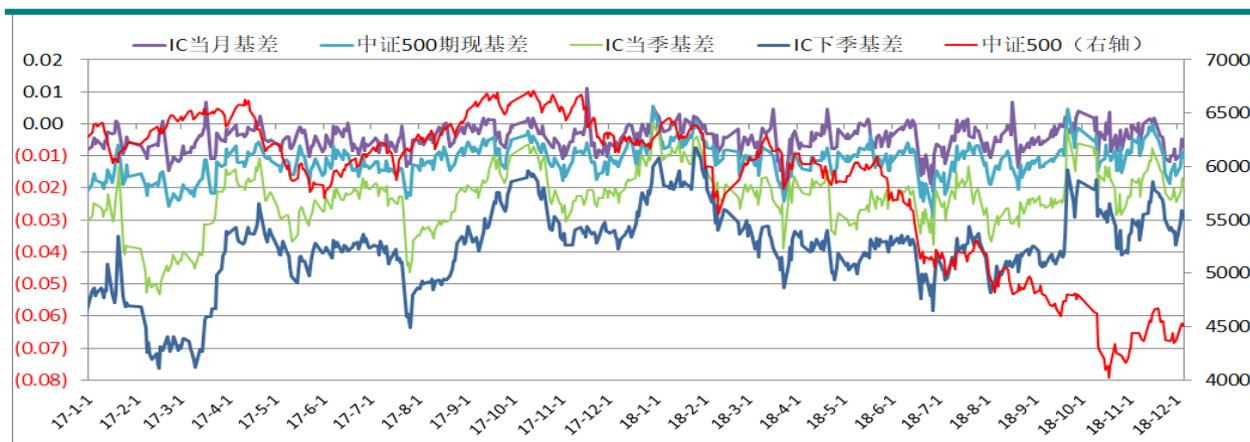
资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

**图 7 2018 年沪深 300 期现异常升贴水现象显著改善**



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

**图 8 2018 年中证 500 期现异常贴水现象改善并不显著**



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2018.12.12）

## 二、全球宏观经济展望

### （一）全球经济共振复苏之后重新放缓

2018 年全球宏观经济表现已经清晰地呈现在我们面前，与年初市场普遍共识还是有着很多不一样的地方，比如新兴市场和发达市场各自的经济表现、全球贸易格局的变化以及地缘政治事件的起起落落。2018 年全球宏观经济表现要比年初市场共识表现的更好，但是诸多疲软信号似乎暗示着 2019 年全球宏观经济会遇到更大麻烦，仅凭主观判断的说服力肯定是不够的，这需要我们基于客观分析才能给出合适的投资建议。

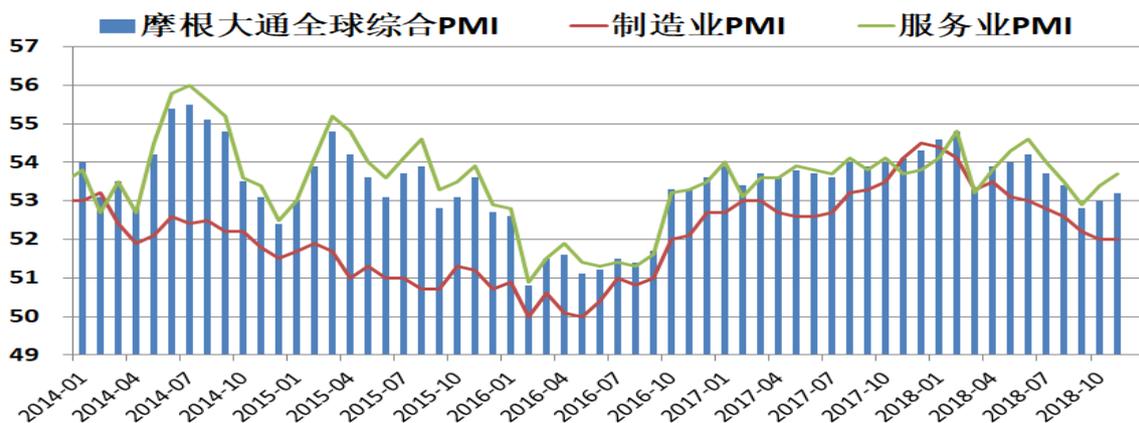
2018 年全球宏观经济增速并未延续回升势头，先行指标早在 2017 年四季度已经表现出来，但是美国经济意外的强劲增长以及中国经济的增长韧性让市场认为的那个重要的转折点来的更为滞后。以摩根大通编制的全球采购经理人指数走势为例，很好的展现了过去几年全球经济活动的兴与衰。自 2015 年底以来，国内开始实施供给侧结构性改革，海外市场由 OPEC+组织发起的原油限产协议相当于全球能源市场的供给侧改革，预期结果是一致的，通过控制供给总量达到改善供需格局提振价格的目的，全球经济表现出了一轮集体性的复苏。然而，这一轮经济复苏的主要贡献是通过抬拉价格后的统计贡献，剔除价格因素，实际期间全球经济活动的改善是比较有限的，这也解释了为何自 2018 年以来，全球采购经理人指数不管是制造业还是服务业均持续回落，高基数效应反过来成为重要拖累因素，这种现象还会延续到 2019 年。此外，新一轮美联储货币紧缩周期的开启逐渐抬升全球资本市场的融资水平，引发美元回流对全球经济活动形成了双重负面影响，目前市场对 2019 年美联储加息节奏的预期普遍偏悲观。

全球经济一体化的大背景下，任何单一经济体的经济活动受到内外部两方面影响，以美国、欧元区、中国和日本等重要经济体为例，区域内的经济活动强弱与全球经济波动是互动关系，或者说是引领关系。四大经济体占全球经济体量超过 60%份额，其中又以中国和美国对世界经济的贡献最大，近些年欧元区和日本受制于债务问题、人口增速放缓

等因素影响，经济活力持续低迷，与世界经济的互动和引领作用并不明显。相反，中国和美国始终扮演着经济复苏源动力的角色。然而，今年以来中美经济增速趋势出现分叉，美国得益于年初的税改计划带动国内消费和制造业投资以及境外美元的回流，前三季度经济表现创金融危机以来新高。中国受制于金融去杠杆和房地产调控影响，企业和居民的投资意愿与消费需求持续疲软。

简单来看，2019 年美国经济增速受内外需求的放缓大概率减速，中国经济受贸易冲突和内需乏力等因素制约，预期也会延续减速势头，全球经济增长前景还是比较暗淡的，但是当前风险资产价格已经有了较强的预期。鉴于全球主要经济体各家央行的政策灵活性还是比较高的，明年经济出现快速滑坡引发大级别的系统性风险的概率还是比较低的。从操作的角度考虑，2019 年投资思路建议投资者保持伺机而动的心态，一季度是宏观形势发展的重要观察期。

图 9 摩根大通全球采购经理人指数 PMI 走势



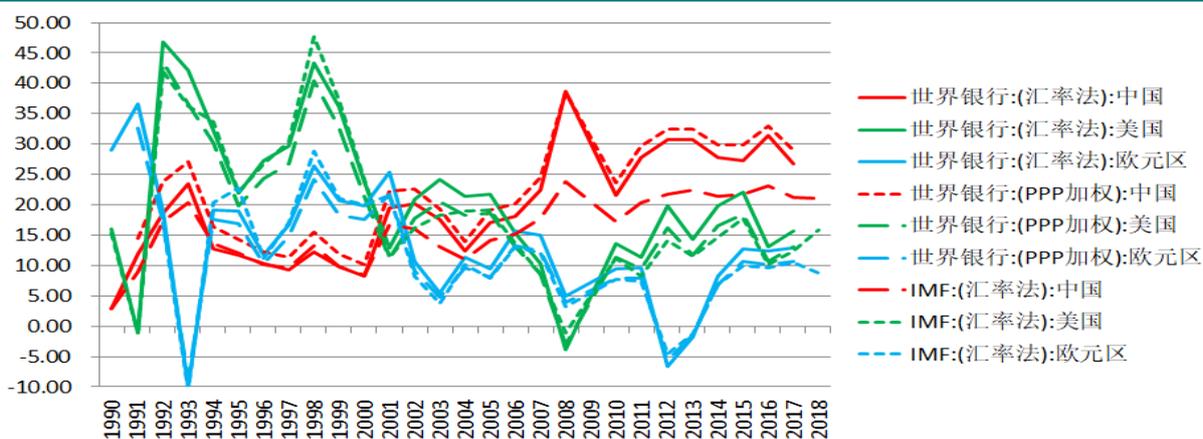
资料来源：WIND

自 1990 年以来，过去的三十年间，世界经济格局发生了一些显著明显变化。以中国、印度为代表的新兴经济体的崛起，而以日本、欧元区为代表的老牌发达经济体一蹶不振，美国经济格局的变化也延续着日本和欧元区相似的情况，但是作为全球创新中心和超级大国，美国经济的活力在发达经济体中是表现最好的。过去将近三十年分为上下十五年，前十五年仍是发达经济体的辉煌时代，中国、印度包括其他金砖三国（俄罗斯、巴西和南非）的经济增长动能尚未充分展现出来，所以如图所示，上世纪 90 年代美国对全球经济增长贡献率一度达到接近 50% 的水平，欧元区对全球经济增长的贡献多数年份也是徘徊在 20%-30% 的水平区间，日本的辉煌时代则在更早期，但这一期间也有接近 10% 的贡献率。相较而言，中国对全球经济增长的贡献率在那个时期已经显露出来，但是被美国、欧元区的光芒所遮，而印度、巴西受制于经济体量和宏观政策的不连续性，这一期间对全球经济增长的贡献率始终处于 5% 左右较低的水平。后十五年，以 2001 年底中国加入世贸组织（WTO）为标志，此后全球贸易加速国际化，新兴经济体以中国为代表在世界经济的影响

力逐渐显露。2008 年全球金融危机和 2012 年欧债危机进一步减缓了主要发达经济体的增长动能，以欧元区、日本为例，对全球经济增长贡献出现大幅下滑，此后长时间维持在低位。相反，中国得益于经济体量的不断扩大，以及经济保持高增速，过去超过十年成为全球经济增长贡献率的领头羊，这一趋势尽管面临调整，但在未来几年内中国仍将是全球经济增长贡献率最高的经济体。印度也在发生着类似现象，自现任总理莫迪上任后对印度上下进行一系列大刀阔斧的改革，同时印度搭上了网络科技繁荣，市场预测印度将是下一个“中国现象”。金砖五国剩下的三国，俄罗斯、南非和巴西受制于政府更迭、产业发展不均衡等问题的制约，近些年对全球经济增长的贡献率日渐萎缩。

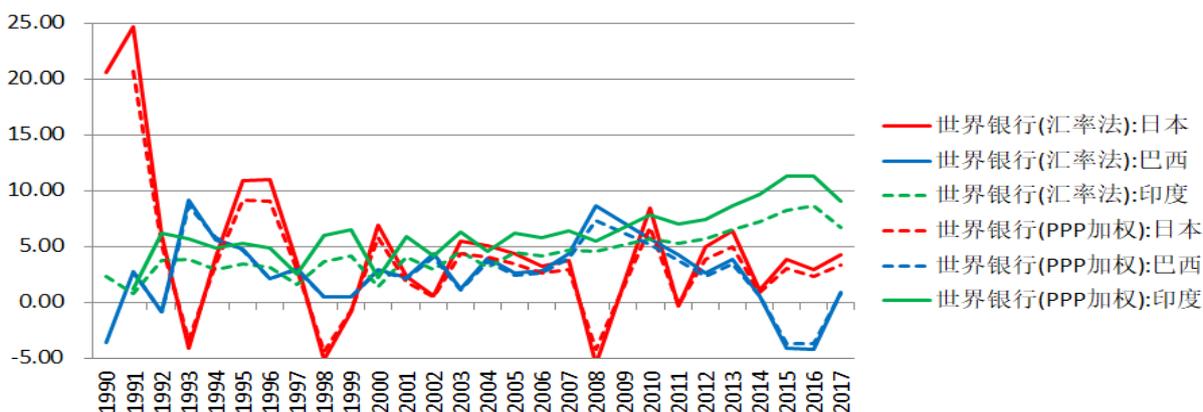
整体而言，由历史看未来，美国仍是当仁不让的全球超级大国，对全球经济的影响占据着举足轻重的地位，中国过去三十年为全世界经济增长做出了重要贡献，未来能否借助改革春风踏浪前行关系到全世界人民的福祉，欧元区可能面临成为下一个日本的结局，人口、就业结构决定了日本奇迹难以再现，印度走到世界经济舞台的中央仍需时日，俄罗斯、巴西和南非的经济状况预期难有起色。2019 年全球经济焦点仍在于美国和中国。

图 10 过去三十年世界经济增长贡献度对比（美国、中国、欧元区）



资料来源：WIND

图 11 过去三十年世界经济增长贡献度对比（日本、巴西、印度）



资料来源：WIND

图 12 IMF 全球经济增速展望

	2017	预测值	
		2018	2019
<b>世界产出</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>
<b>发达经济体</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>
美国	2.2	2.9	2.5
欧元区	2.4	2.0	1.9
德国	2.5	1.9	1.9
法国	2.3	1.6	1.6
意大利	1.5	1.2	1.0
西班牙	3.0	2.7	2.2
日本	1.7	1.1	0.9
英国	1.7	1.4	1.5
加拿大	3.0	2.1	2.0
其他发达经济体	2.8	2.8	2.5
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>
独立国家联合体	2.1	2.3	2.4
俄罗斯	1.5	1.7	1.8
俄罗斯以外的独联体国家	3.6	3.9	3.6
新兴和发展中亚洲	6.5	6.5	6.3
中国	6.9	6.6	6.2
印度	6.7	7.3	7.4
东盟五国	5.3	5.3	5.2
新兴和发展中欧洲	6.0	3.8	2.0
拉美和加勒比地区	1.3	1.2	2.2
巴西	1.0	1.4	2.4
墨西哥	2.0	2.2	2.5
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	2.2	2.4	2.7
沙特阿拉伯	-0.9	2.2	2.4
撒哈拉以南非洲	2.7	3.1	3.8
尼日利亚	0.8	1.9	2.3
南非	1.3	0.8	1.4
低收入发展中国家	4.7	4.7	5.2

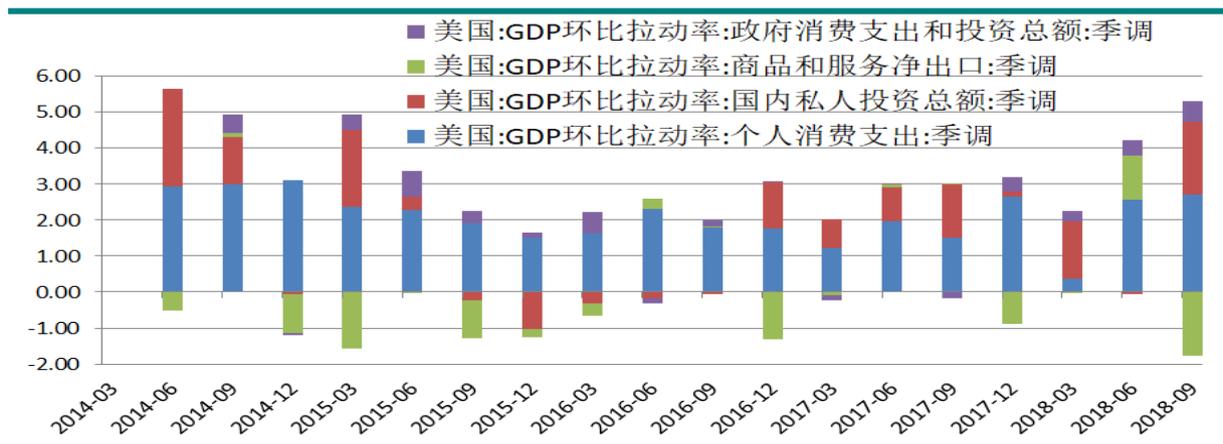
来源：国际货币基金组织2018年10月《世界经济展望》。

资料来源：IMF 2018 年 10 月全球经济展望报告

(二) 2019 年美国由强转弱，但仍领先于其他发达经济体

2018 年美国前三季度经济增长表现出近些年罕见的强劲势头，年初执行的税改计划对企业的投资意愿和居民的消费意愿均有显著提振，税改的积极影响在二三季度表现的尤为明显。然而，结合月度高频数据以及 GDP 分项数据来看，美国经济活动也显示了一系列放缓信号，中美贸易冲突对美国企业投资信心的负面影响逐渐显现，税改计划对居民消费刺激的积极影响逐渐减弱，关税壁垒并未有效改善美国贸易逆差等问题。

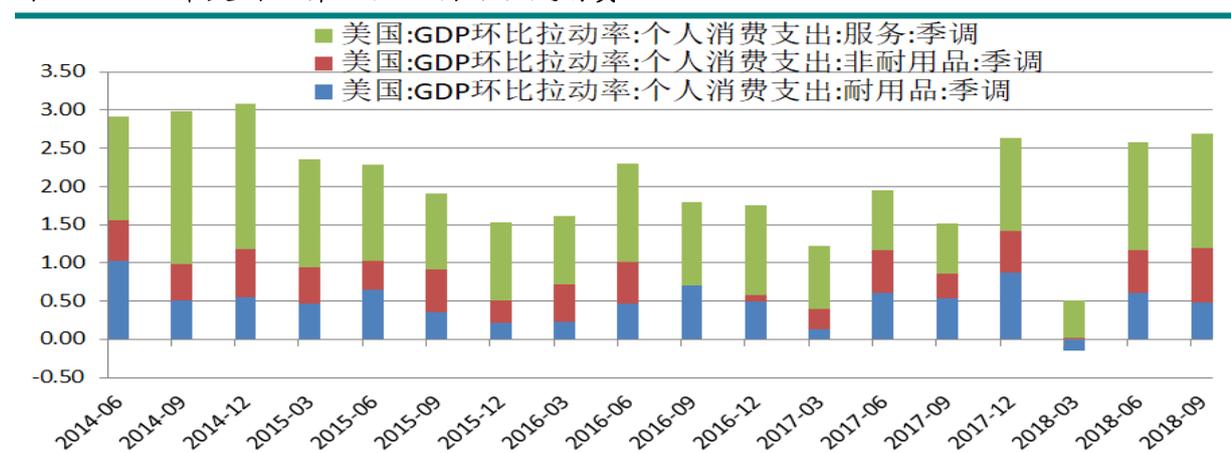
图 13 2018 年美国由居民消费和私人投资双驱动



资料来源：WIND

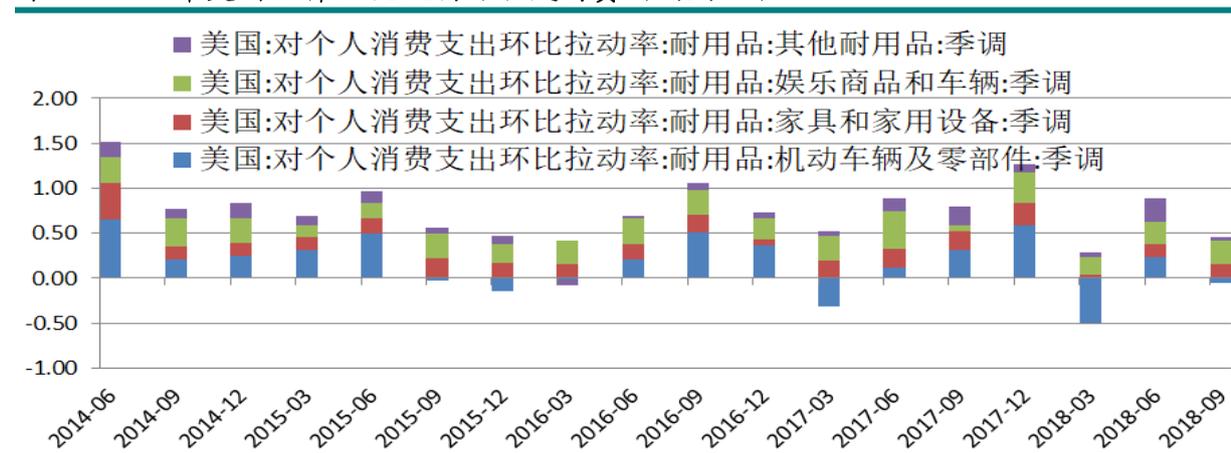
2018年初，美国总统特朗普正式签署新一轮的税改计划，包括调降企业税率和海外利润汇回税率，减少个人所得税分档，提高最低纳税收入标准等措施。受益于税改计划的提振，居民消费意愿明显在增强。如图所示，2017年四季度美国居民消费强劲透支税改计划落地预期，在一季度短暂放缓之后，二三季度居民消费重回强劲趋势。从分项来看，耐用品消费对GDP增速贡献在三季度显著放缓，而非耐用品消费对GDP增速贡献在二季度基础上进一步扩大，与美国强劲的劳动力市场表现相符合，三季度耐用品消费增长放缓与飓风季节性因素和原油价格大幅攀升有很大关系。

图 14 2018 年美国宏观经济：税改利好居民消费



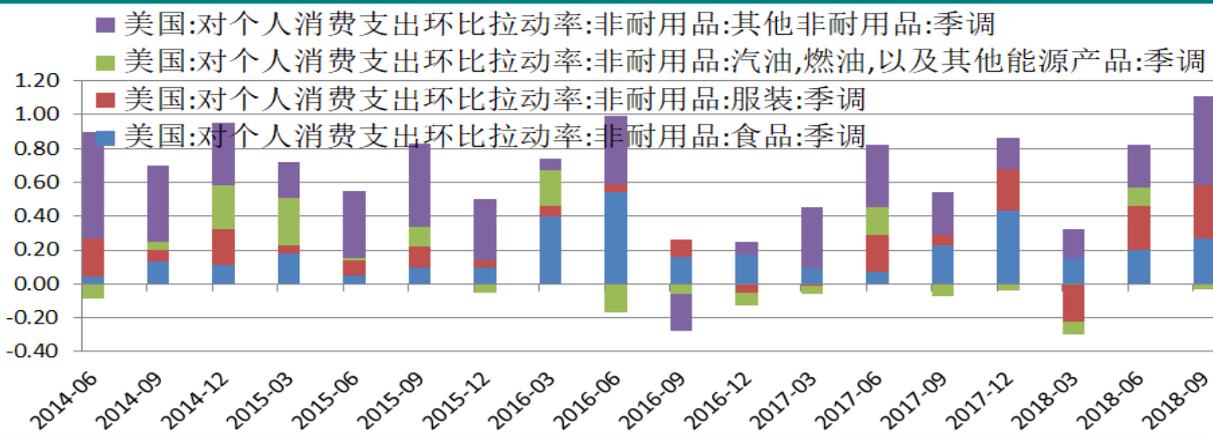
资料来源：WIND

图 15 2018 年美国宏观经济：税改利好居民消费（耐用品）



资料来源：WIND

图 16 2018 年美国宏观经济：税改利好居民消费（非耐用品）



资料来源：WIND

具体看美国每月公布的零售销售数据能够更加直观的判断个人消费支出变化趋势。今年以来，受税改计划的提振，美国零售销售同比增长在7月份创下过去六年来新高，但8、9月份增速显著降温，虽然高油价和飓风天气能够解释一部分原因，但是10月份看上去不错的零售销售增速仍然无法掩盖美国零售销售增速呈现的放缓迹象。回顾历史经验，历史上美国历次税改计划对居民消费的刺激作用也仅能维持2-3个季度，明年受高基数效应影响，预期会对美国零售销售增速走势构成一定压力。

图 17 2018 年美国零售和食品服务销售额: 税改计划对消费的利用作用降温

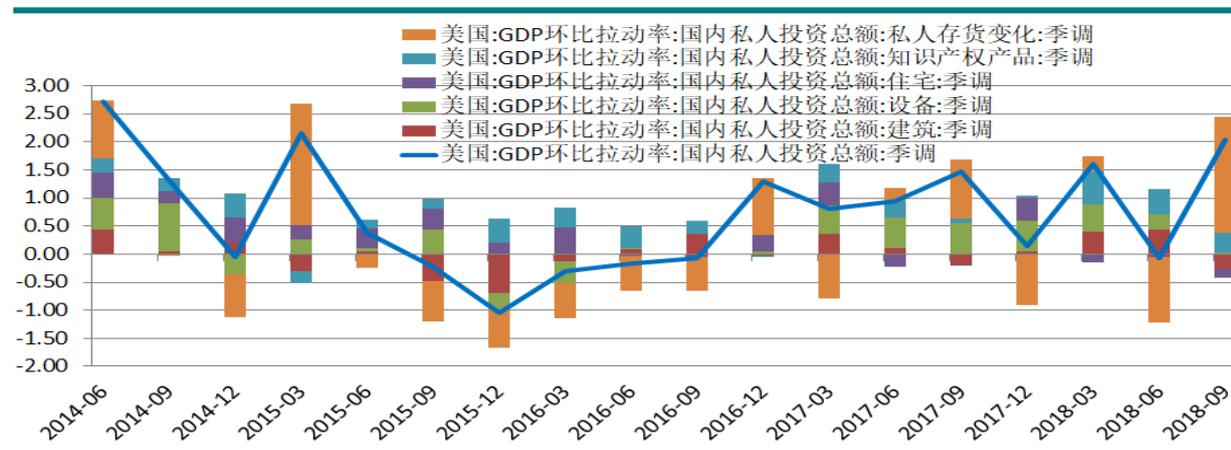


资料来源：WIND

税改计划对刺激企业投资意愿的积极提振作用也是显著的，但伴随着关税壁垒升级，中美贸易冲突升级趋势的发展，美国企业投资信心受到明显冲击。如下图所示，一季度美国私人投资支出对 GDP 增速的贡献结构是最为理想的，但在二三季度美国私营企业存货变化出现剧烈波动，这背后反映了美国私营企业投资意愿受中美贸易冲突升级的负面影响十分明显，同时今年前三季度私营企业投资其他各分项对 GDP 增速贡献普遍存在放缓趋势。以商业建设为例，三季度美国非住宅各类投资对 GDP 增速拉动全面哑火。以设备和软件投资为例，贸易壁垒升级和“波音事件”对美国运输设备投资方面的负面影响逐渐显现，整体设备和软件投资增速维持温和回落势头。以知识产权投资为例，相关的产品产出和研发

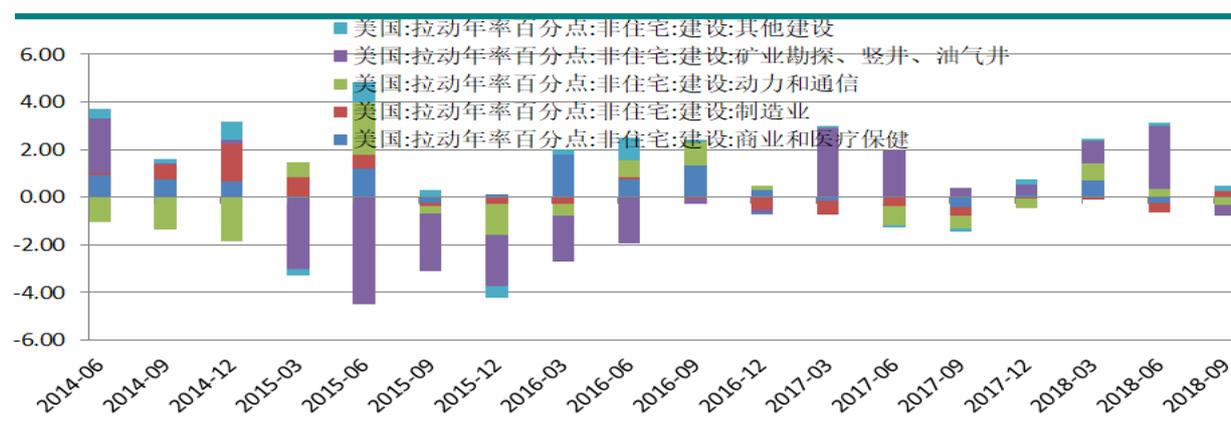
投入呈现降温趋势，这背后是全球需求面临饱和的担忧以及关税壁垒计划的负面影响。

图 18 2018 年美国宏观经济：贸易冲突降低企业投资信心



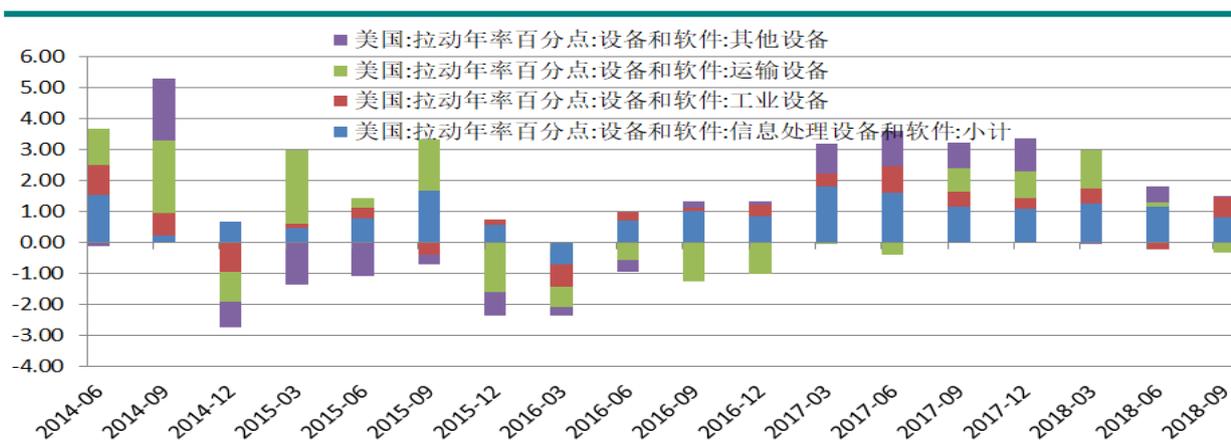
资料来源：WIND

图 19 2018 年美国宏观经济：商业建设扩张大幅减速



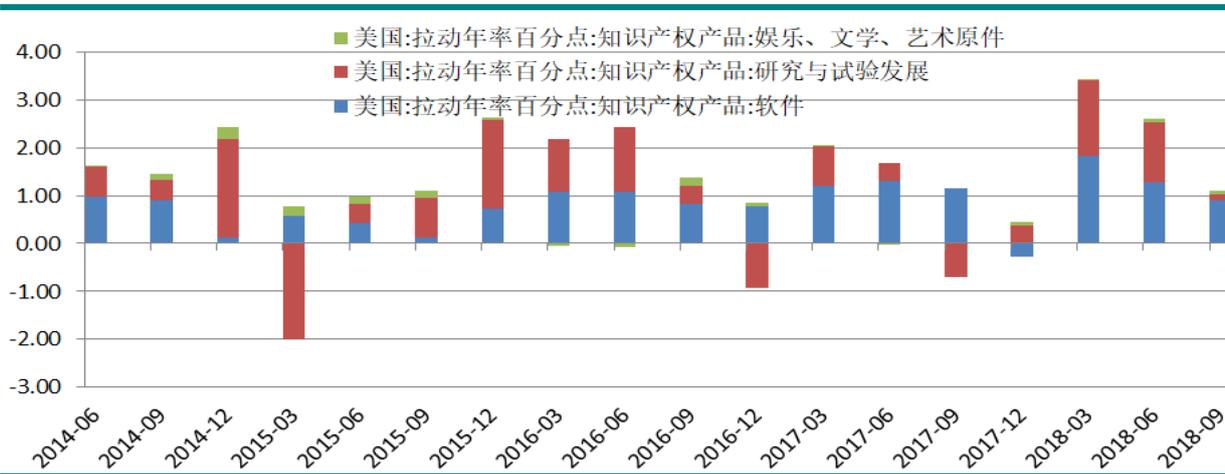
资料来源：WIND

图 20 2018 年美国宏观经济：设备和软件维持温和回落势头



资料来源：WIND

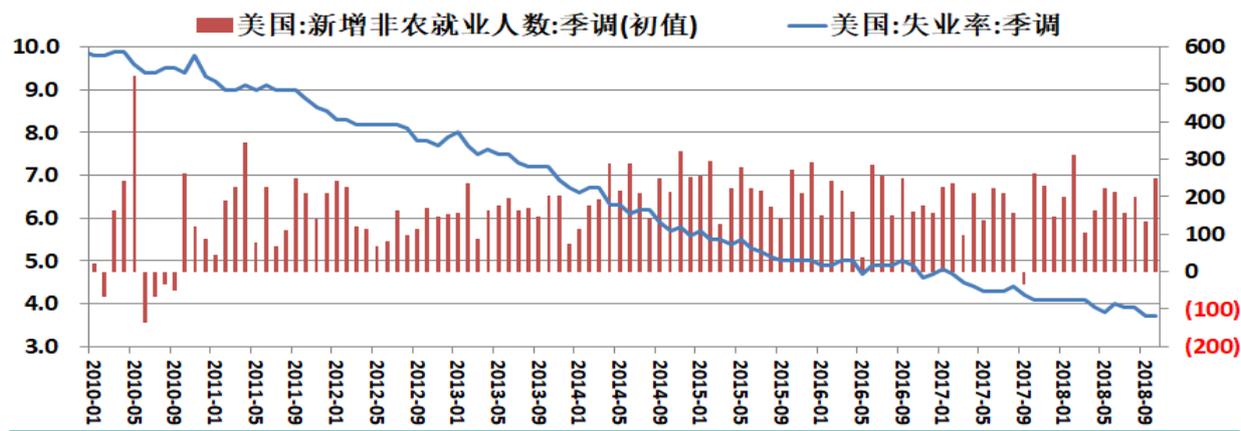
图 21 2018 年美国宏观经济：知识产权方面的产品产出和研发投入呈现回落势头



资料来源：WIND

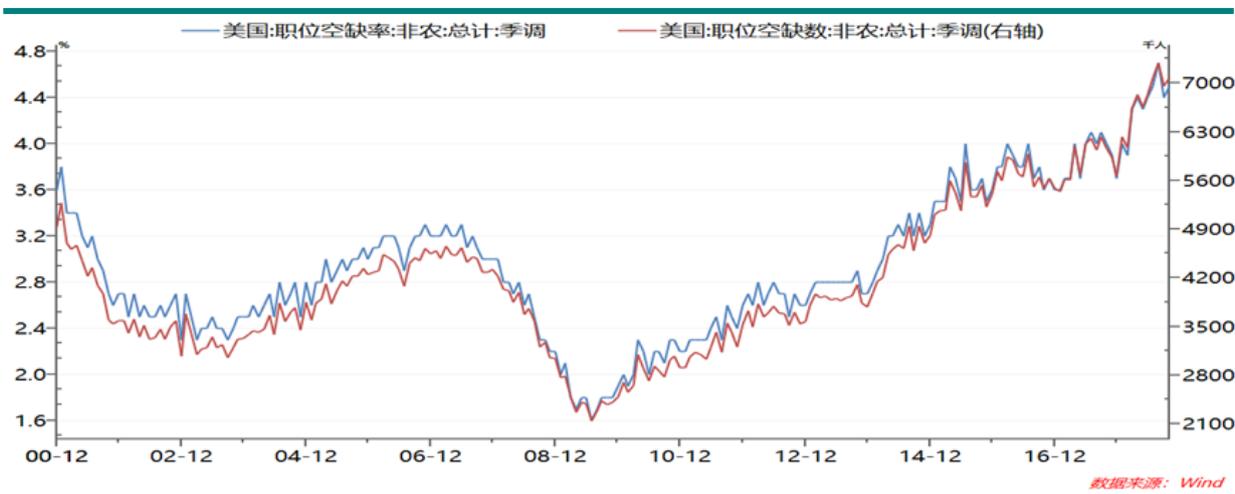
美国劳动力市场保持着二战以来最好的表现。非农就业岗位累计空缺人数持续攀升，最新水平达到 700 万人，远超 08 年金融危机之前最好水平。薪资增速和通胀压力温和，美联储加息的紧迫性并不强烈。结合美联储 12 月议息会议结果来看，考虑到美国潜在经济增长动能放缓、外围需求的放缓以及关税壁垒不确定性等负面因素，美联储明年加息次数预期由三次降为两次，基准利率有望从最新的 2.25%-2.5% 区间升至 2.75%-3% 区间。根据美国利率期货测算，明年美联储可能上下半年各加息一次。

图 22 2018 年美国就业市场处于历史最好表现



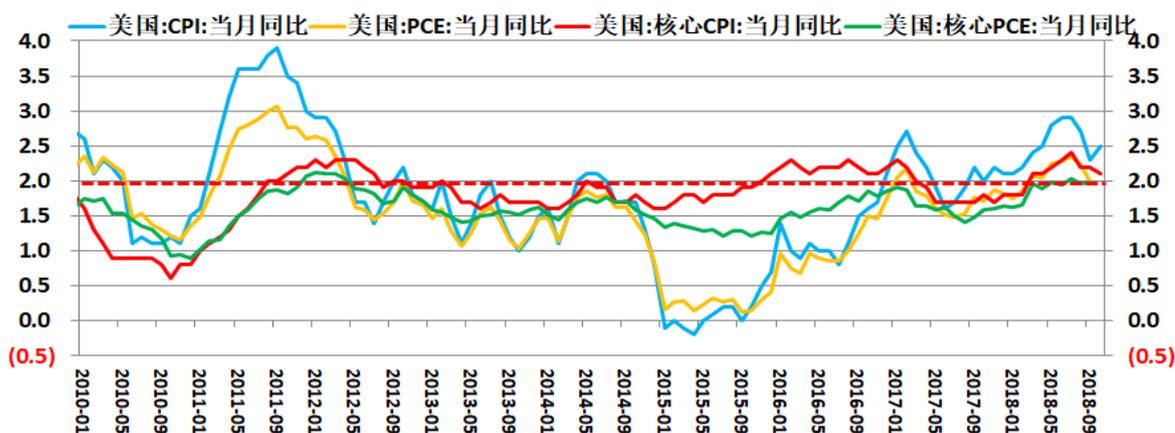
资料来源：WIND

图 23 2018 年美国就业市场处于历史最好表现



资料来源: WIND

图 24 2018 年美国经济: 通胀上行压力温和



资料来源: WIND

总体而言, 2018 年美国经济受益于税改计划刺激, 居民消费意愿和私人部门投资意愿均呈现扩张趋势, 但随着税改计划刺激效应的褪去以及贸易冲突的不确定性, 明年美国经济潜在增长动能会下一个台阶。关税壁垒对美国商品和服务净出口的提振作用并不明显, 但与美国相关的多个双边贸易协定预期将在明年陆续达成, 明年贸易逆差收敛趋势预期会对美国经济提供可观的正向贡献。美国就业市场健康, 薪资增速好转, 通胀压力温和, 美元大概率维持强势格局。中美贸易双边谈判结果决定了全球经济增长前景。美国今年前三季度 GDP 增速创过去多年新高, 且明显好于其他发达经济体。2019 年尽管美国潜在经济增长动能减弱, 但仍是发达经济体中表现最好最稳定的, 这也似乎决定了美元走弱的概率不大。

### (三) 中美贸易冲突边战边谈, 逆全球化趋势升级

美国发起的贸易保护行为绝对是 2018 年全球资本市场最为关注的宏观事件, 其中又以中美贸易冲突事件最具代表性。美国政府由总统特朗普发起的贸易保护行为是以其他国

家对美国的大额贸易顺差为借口，背后的动机是希望借重谈贸易协议改变过去几十年来的全球化趋势。至于逆全球化是否会给美国带来更多的益处，可能美国政府并没有真正的想明白这个问题，但对美国政府而言，执意逆全球化趋势肯定有其自身利益的考虑及谈判筹码。与前几任美国总统相比，如奥巴马、小布什、克林顿甚至是更早的老布什，即使再往前追溯美国多数历任总统，现任美国总统特朗普与他们最大的区别是社会身份不一样，历任多数美国总统是政治世家或是成功的政客，而特朗普在任总统之前是房地产商人及毫无从政经验。历史上美国政府一直以来扮演着“全球警察”的角色，也时不时表现出兼济天下的胸怀，前提是美国时时刻刻需要感受到对全球经济与政治局势有着足够的掌控。然而，现任总统特朗普是商人背景，是既得利益的典型代表，“美国优先”的口号让美国从以往关注长期利益转向关注中短期利益。逆全球化趋势正在愈演愈烈，不出意外的话特朗普连任下一届美国总统，全球经济一体化的逆风在未来六年仍将持续，美国的筹码是美国庞大消费市场和核心技术优势。以北美贸易协定和欧美贸易协定为例，最终大概率以满足美国政府意愿达成协议为结局，关键是欧洲、加拿大、墨西哥承受不了失去美国市场的打击。回到中美贸易冲突，技术优势是美国政府最大的谈判筹码。前不久刚刚在阿根廷举行的G20集团峰会被市场认为是中美贸易战的关键转折点，随即“华为事件”再次让市场陷入低谷。俗话说得好“杀敌一千自损八百”，其实是市场乐观预估了中美贸易冲突对双方的伤害，以中美经济结构及双边贸易的依赖性来看，关税壁垒进一步升级将会对中国经济极为不利，而美国的损失要比中国小很多。对于中美贸易战的前景，需要明白的是两国背后的核心矛盾是美国面对中国崛起的再平衡战略，贸易壁垒是制约中国或者说是美国争取长期竞争优势的重要手段之一，中国如何坚守底线但尽可能满足美国需求是双方短期内达成谈判的关键，套用一句俗语“舍不得孩子套不到狼”，这对中国经济来说是一步险棋，但也是未来长久摆脱美国经济制约的关键出路。正如经济学泰斗罗以宁的观点，“中国经济想要进一步发展，必须要重视结构性改革”。即将进入2019年，未来中国高层有没有解决问题的信心，美国高层会不会出尔反尔等问题，是投资者需要重点予以关注的，可以说中美贸易战暂时降温，但会在未来几年内持续困扰中国经济发展，而中国唯有加快改革提升全社会资源配置和生产效率应对经济下滑压力。

**表1 中美贸易战事件发展回顾**

事件风向	标志性事件
战前准备	2017年8月，美国总统特朗普宣布对中国发起301调查。
局部开打	2018年1季度，美国先后批准对进口太阳能电池与组件、钢铁和铝等产品开征关税。
正式交锋	2018年4月初，中美互相抛出500亿美元商品征税计划（中国隔日反击）。
中兴事件	2018年4月中旬，美国对中兴通讯开出7年禁售令。
谈判缓和	2018年5月，中美就贸易冲突展开正式谈判，会后有声明但未达成协议。

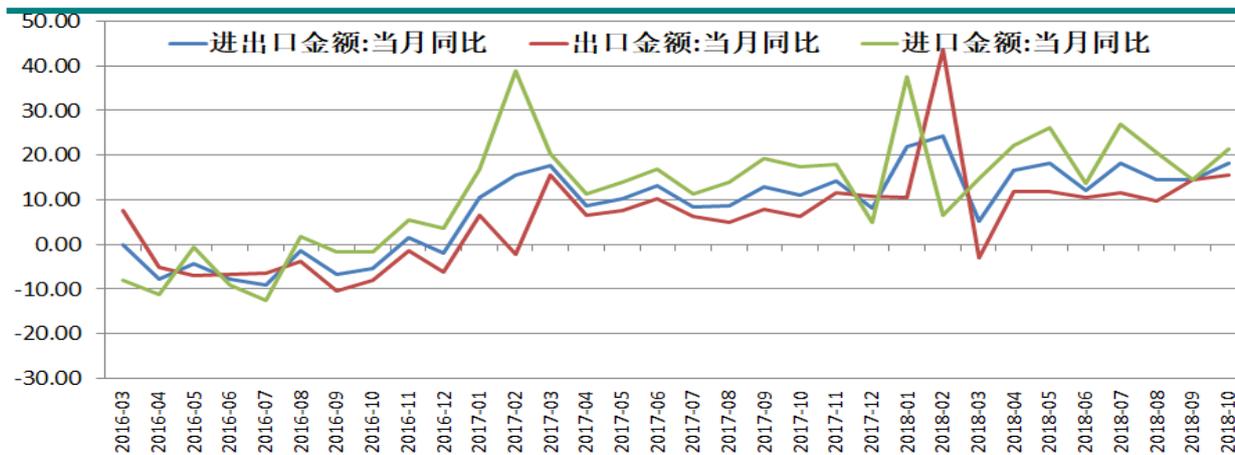
出尔反尔	2018年6月，美国坚持对500亿美元中国进口商品开征关税，并抛出额外2000亿美元商品征税计划。中国予以对等力度反击。
第一回合结束	2018年7月，美国针对340亿美元和160亿美元中国进口商品正式开征关税，中国及时作出同等力度反击。
边谈边打	2018年9月，美国针对2000亿美元中国进口商品开征10%关税，2019年1月1日起，关税调升至25%。
延长谈判期	2018年11月底，G20集团峰会中美领导人再次会晤，关税升级战延长至2019年2月底。

资料来源：新湖期货研究所

#### (四) 中国经济内忧外患，改革任重道远

2008年金融危机十年后，全球经济再次站在十字路口，市场需求趋于饱和，财政政策分化，货币政策延续收紧趋势，下一个经济亮点尚未浮现，2019年全球经济预期延续放缓趋势。美联储货币紧缩和美国政府的税改计划引发美元集中回流，美国薅全球经济的羊毛故伎重演。关税壁垒增加全球贸易摩擦，加大全球经济下行压力，欧元区、日本等经济体的经济表现毫无亮点可言，而作为全球经济核心增长动力的中国，2019年来自内外部压力有增无减。如下图所示，2018年前11个月中国进出口表现好于市场预期，但受贸易冲突影响，关税政策影响进出口前移，2019年中国外贸表现预期表现会更弱。2018年全年贸易顺差收敛对GDP增速贡献已经较上一年减弱，2019年全年净出口对GDP增速贡献预期会进一步扩大。

图 25 受中美贸易冲突影响，2018 年外贸表现好于预期，透支 2019 年需求

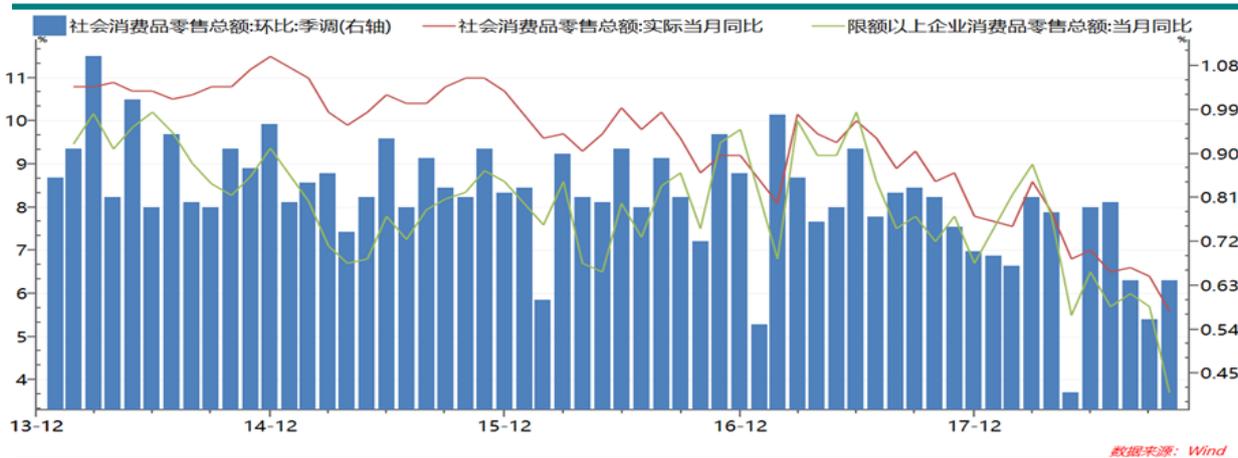


资料来源：WIND

居民消费疲软是2017年四季度以来国内经济下行的重要信号，主要因素是经济增速下行带动居民收入的放缓，但是房贷压力和消费优惠政策的取消对整体居民消费能力和意愿的拖累作用是不容忽视的。如下图所示，自2017年四季度以来，贯穿整个2018年，社会消费品零售总额同比增速加速下行，其中环比增速放缓趋势更为明显，部分月份环比增

速跌至 0.5%附近，季节性因素已经无法有效解释这一现象，同比美国市场会发现不少月份国内零售增速表现更弱。

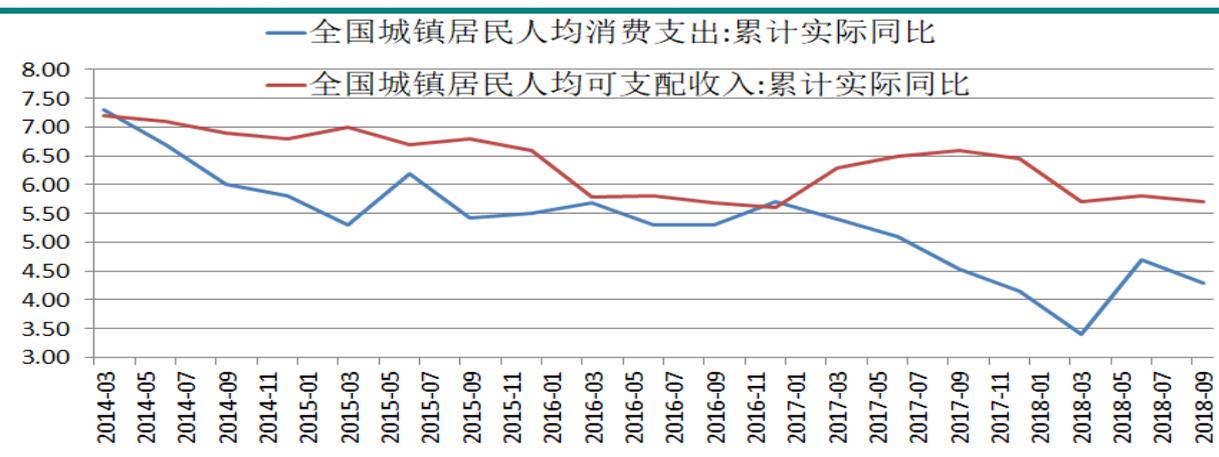
图 26 居民消费延续疲软趋势



资料来源：WIND

居民房贷压力对社会消费的拖累是有实实在在的数据支持。如下图所示，在经济增速放缓背景下，居民可支配收入放缓影响消费支出放缓合情合理，但是城镇居民人均消费支出的下行趋势更为显著，而且这一趋势自 2017 年初开始，与 2015 年至 2016 年期间居民部门房贷加杠杆相吻合。房贷压力上升减少居民可支配收入比例，这一趋势贯穿 2018 年。通过观察 2018 年全社会融资结构，银行信贷的主要去向是居民短期和中长期贷款需求，尽管从同比增速上看，居民部门杠杆率的攀升在放缓，但居民部门绝对债务规模仍在快速增长，这对 2019 年居民可支配收入消费支出仍会形成显著拖累。

图 27 居民人均消费支出增速放缓显著快于人均可支配收入

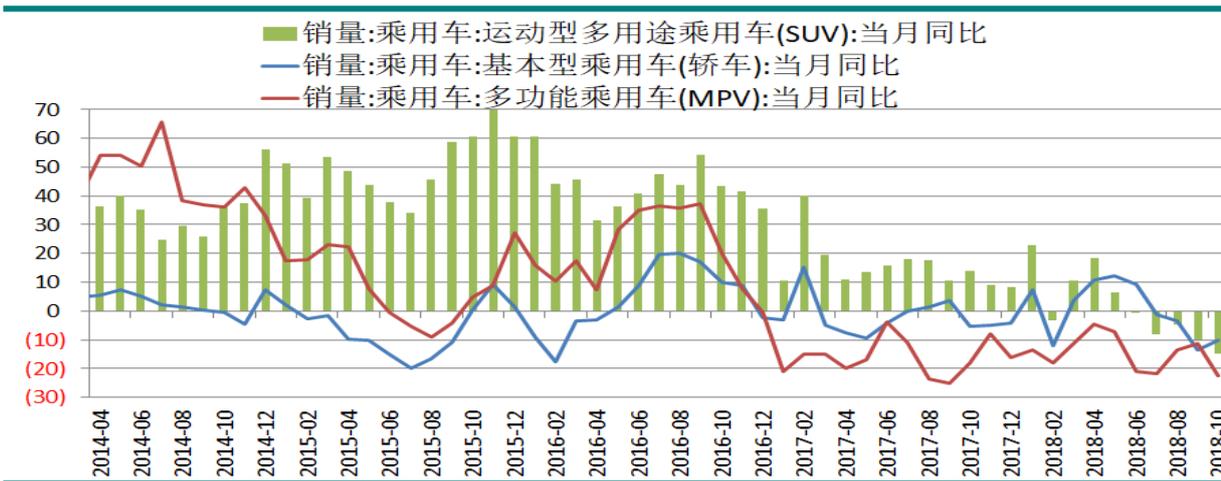


资料来源：WIND

居民消费意愿下滑在汽车消费方面表现的尤为明显，不仅是因为人均可支配收入和消费支出能力的放缓，汽车市场逐渐饱和和购置税优惠政策的取消也是重要拖累因素，过去多年的 SUV 热在 2018 年不再出现，各类型汽车销量同比或环比全部负增长的大背景是中国汽车需求市场的饱和，正如汽车业协会的展望，未来中国汽车消费将进入低增长时代。

全球市场不仅是汽车消费面临饱和，通讯科技类产品的需求也面临饱和，2019 年国内消费需求的前景不太乐观。

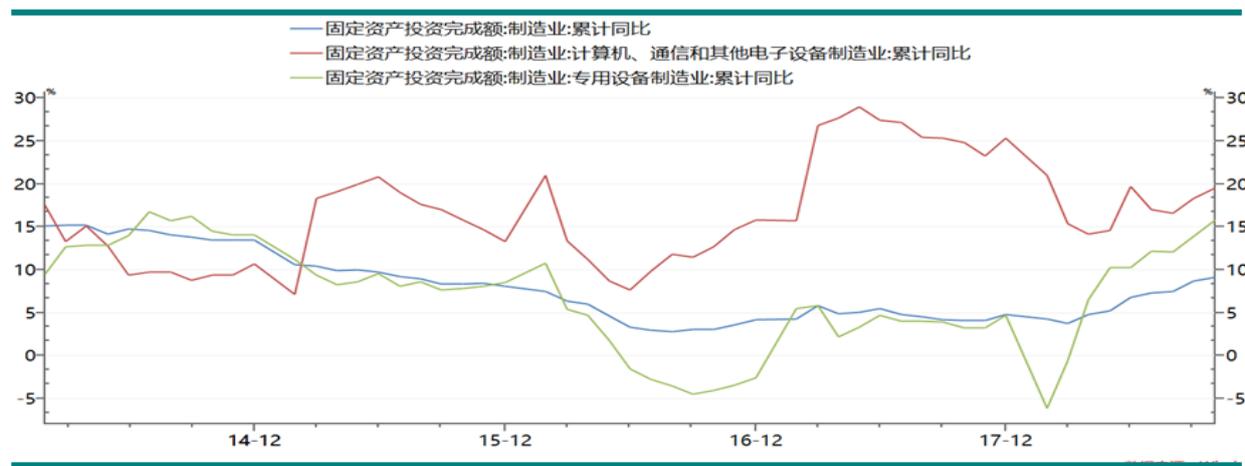
图 28 汽车消费全面哑火



资料来源：WIND

2019 中国经济在外贸和消费方面似乎没有亮点，稳经济的重担只能落在投资上。制造业转型升级长期关乎到中国经济增长潜力，中短期关乎到中国经济能否抵御贸易战的冲击和平稳过度改革期。年初至今，制造业投资增速持续回升，这是为了抵御经济下行和美国贸易战冲击，主动与被动的一致选择，既要维护我国制造业大国的竞争优势，也要为尽快摆脱受制于美国的技术制约。如下图所示，年初至今，专用设备制造业，计算机、通信等电子设备制造业的投资增速持续回升，带动整体制造业投资增速的持续好转。在经历了中兴通讯、华为事件之后，我国力争保持制造业优势和摆脱技术困境的决心将会比以往更加坚定，这也影响我们看好 2019 年制造业投资增速表现。

图 29 制造业投资增速延续回升势头

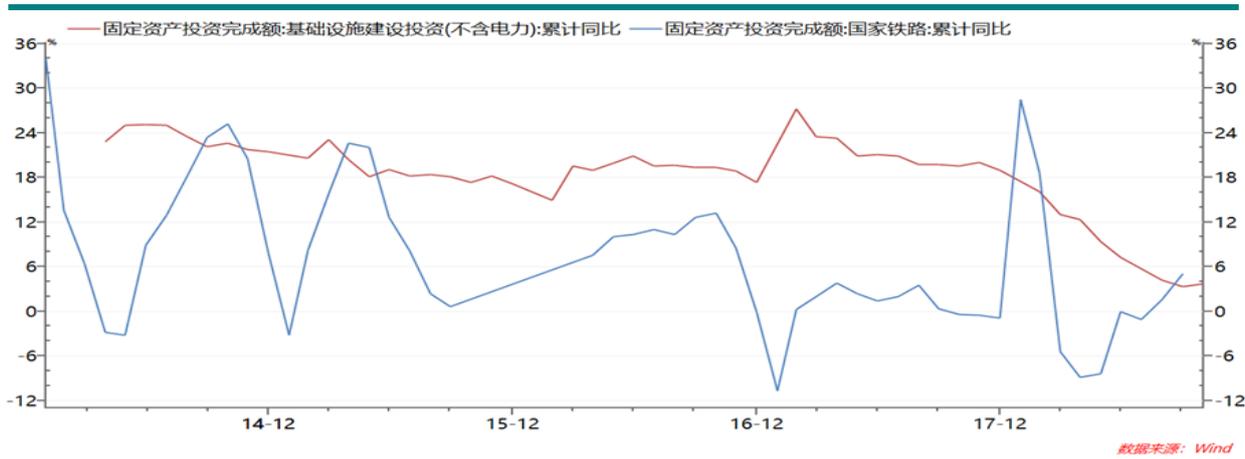


资料来源：WIND

基建投资也是扮演逆周期经济调控的重要手段，2018 年年中召开中央政治局会议后，

市场对提升基建投资稳经济抱有强烈预期，我们也看到了9、10月份地方政府专项债的加速发行，但受制于项目审批和资金到位的较长周期，年内基建投资刺激效应尚未显现。随着经济下行压力的加大，市场预期明年地方政府专项债的发行量会在2018年1.35万亿的基础上加码，这点在刚刚结束的年底中央经济工作会议上得到证实。

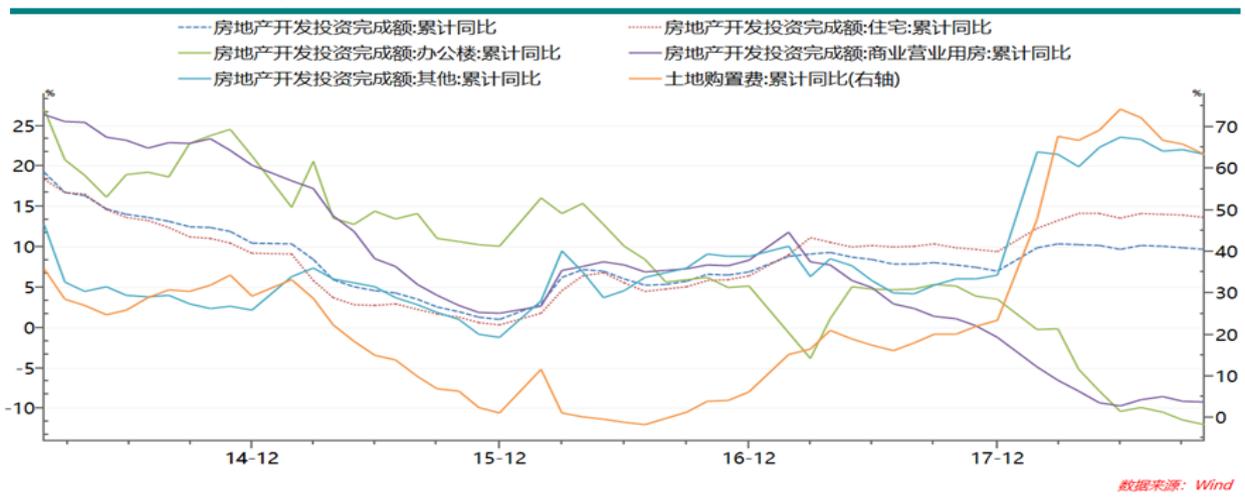
图 30 2019 年基建投资增速有望发力



资料来源：WIND

房地产投资对中国经济的影响如同牵一发而动全身，在泡沫现象十分显著的背景下，不到万不得已不会进一步刺激，相反打压也是有限度的，房价泡沫破裂也是中国经济无法承受的。自习主席提出“房住不炒”之后，一二线城市在严厉调控背景下，市场交投被冷冻，交易量大幅下滑，但核心区域房价依然相对坚挺。三四线城市随着棚改货币化降低比例，房价上涨预期在发生显著变化。2018 年房地产投资增速维持接近双位数增速，2019 年预期增速会在这一基础上小幅回落，放缓空间不会太大。在减税降费的大背景下，中央政府对土地财政的依赖性只会更强，土地供给和房价走势会受到严密监控。租赁房和共有产权房方面将继续加大投资，缓解房屋租金上涨压力和对冲交易量下滑对开发商新开工的负面影响。

图 31 2019 年房地产投资不悲观也不乐观



资料来源：WIND

整体而言，2018年中国经济活动呈现明显放缓压力。2019年，中美贸易战的不确定性提前透支的出口需求，我国外贸表现将大概率恶化。经济增速放缓及居民部门绝对债务量快速增长的背景下，居民可支配收入放缓和房贷压力继续抑制国内消费表现。制造业和基建投资将承担起稳经济角色，房地产投资是经济增长包袱也是防守垫，投资增速难有超预期表现。企业和居民部门减税降费对投资和消费的刺激效果预期有限，中国经济的未来希望在结构性改革，民企融资占比和国有企业兼并重组进展是提升生产效率的关键。货币政策和财政政策方面，我们在国债期货年报中有过详细分析，2019年货币政策维持边际宽松，定向降准仍会多次出现。央行将会继续通过公开市场货币工具来保证金融市场流动性稳定。延续积极财政政策基调，广义财政支出大有可为，地方政府专项债发行量预期会上到一个新的台阶。

### 三、国内证券市场监管改革回顾与A股资金供需观察

#### （一） 证券期货市场监管创新与改革

国内证券期货市场相比于债市、汇市及房地产市场显然更加市场化一些，监管细则调整及重大制度改革方面对市场短期、中期的走势影响还是十分明显的，投资者在做日常分析的时候这些方面需要予以重点关注。

回顾2018年，观察国内证券期货市场监管改革进展，市场创新和制度建设延续2017年改善升级趋势，“股灾”印迹逐渐褪去。具体表现为五个方面，一是监管基于大数据分析，过去几年中A股市场违规坐庄操纵股价的不良行为被集中曝光整治，期现货市场违法违规投机氛围得到极大的改善，但带来的副作用是中小市值个股的流动性明显收紧；二是期现货市场国际化加速，MSCI扩大A股纳入比例，原油、铁矿石和PTA期货国际化，新交易品种、新资金渠道为国内证券期货市场引入成熟投资者和中长期投资资金、促进投资者结构改善等方面很大帮助，增强中国金融市场在国际市场的影响力和定价权争夺；三是资管新规细则落地，大幅延长非标资产清理时限，去杠杆过渡至稳杠杆，降低金融市场系统性风险；四是IPO放缓、简化上市公司回购股份流程、停复牌新规意在调节市场流动性预期；五是上海证券交易所拟建科创板，试点注册制，扩大国家鼓励型企业的直接融资渠道，增强上证所综合竞争实力。

#### 股指期货交易制度限制松绑专题解读

股指期货交易制度限制在12月初迎来自2015年以来的第三次、年内的首次松绑。股指期货交易限制再次松绑是市场功能进一步恢复的健康表现，股指期货作为全球金融衍生品市场重要工具之一，历史经验表明对帮助投资者规避风险和管理资产配置方面有着巨大作用，国内股指期货市场功能发挥逐渐恢复有助于改善股票现货市场的流动性、市场深度

和投资者结构，促进国内证券市场长期健康发展。此次股指期货交易限制松绑力度是延续前两次的节奏，保证金比例逐步恢复至正常水平，既有助于改善投资者资金利用效率也有助于保证风控机制需求。日内开平仓手续费继续明显下调，是对异常市场情况下合理监管的修正，有助于改善投资者信心。日内开平仓手数限制进一步放开，有助于提升投资者参与积极性，日内开平仓限制由单个品种 20 手改为单个合约 50 手，松绑力度还是比较大的，也更加符合市场操作规律，原先开平仓限制在移仓换月期间会给投资者带来诸多不便。

对于股指期货参与者来讲，调整前后最直接的变化是保证金占用降低、日内开平仓手续费降低以及日内开平仓可交易手数明显放宽。给市场带来最直接的影响是调整后的股指期货市场的流动性和市场深度会上一个台阶，股指期货作为国内期货市场成熟品种之一，交易功能逐渐恢复有助于丰富投资者参与渠道以及提升期货公司的经营表现。更为显著的变化是功能健全的期货市场有助于改善现货市场的风险对冲需求，2017 年中金所先后两次松绑股指期货交易限制，市场流动性和深度有一定恢复，但距离满足 A 股现货市场避险需求仍有较大差距，尤其今年以来 A 股指数持续调整阶段，A 股现货投资者套期保值需求显著扩大背景下股指期货流动性不足的矛盾更加明显。以上市的三个股指期货合约为例，上证 50 和沪深 300 期现升贴水结构要比中证 500 期现结构合理很多，最主要的原因可能是股票现货空头套期保值需求转移到了上证 50ETF 期权市场，而中证 500 指数成分股套期保值需求只能在股指期货市场实现，因股指期货市场流动性匮乏导致买卖力量不均衡，市场无法有效承接空头套期保值旺盛需求，变相扭曲了中证 500 期现升贴水结构。此次交易所松绑交易限制有助于改善股指期货市场期现升贴水结构，有助于提升现货市场套期保值需求，对市场价格的未来走势也有一定积极信号意义。

选择此时开放是基于市场发展的必然需要。股指期货是现货市场重要的避险工具。年初至今 A 股指数重心经历了大幅调整，期间受国内外宏观风险事件的影响经历过多次快速下跌，投资者在股指期货市场流动性匮乏的背景下仍尽可能利用其避险功能对冲现货市值进一步损失风险，股指期货也是目前市场交易机制下唯一尚能全面有效化解股市系统性风险的衍生工具。

股指期货有助于满足 A 股市场国际化需求。近些年 A 股市场加速国际化发展，沪深港股通、纳入 MSCI 和罗素指数为 A 股市场引入以及将要引入大量海外长期投资资金。股指期货作为重要风险对冲工具是海外成熟资本市场不可缺少的一部分。此时交易所松绑交易限制有助于吸引长期投资资金加快入市，也有助于改善 A 股市场投资者结构。

股指期货有助于促进现货市场流动性复苏。从我们与国内金融机构调研了解到情况来看，股指期货在金融机构的资产管理业务中发挥着巨大作用，但此前因股指期货相关交易限制确实给业务开展带来不少障碍。因为一系列交易限制规定导致股指期货市场交易量低迷，流动性难以满足金融机构业务开展需求。银行结构性理财产品不再有挂钩沪深 300 等指数产品，证券自营和公募基金寻求阿尔法策略的资金体量大幅萎缩，信托公司和保险公

司因缺乏对冲工具不得不减少或降低 A 股二级市场投资意愿。此次交易所松绑交易限制有助于强化期现货市场的联动机制，满足金融机构业务多元化的需求，提振场外资金入市 A 股市场的意愿。

展望 2019 年，中国证券期货市场的发展愿景将会继续坚持三大主线，一是政策制度纠偏，增强股票现货市场的国际化和市场化表现，引导疏通更多长期投资资金进入，修正完善市场监管和交易制度，增强市场公平性表现；二是抑制金融资产泡沫，防范股票市场系统性风险和积累与发生；三是增强市场融资功能，为应对经济下行压力和实体企业的融资需求，明年企业 IPO、上市公司定增和发债规模有望重新增长。A 股市场 2016 年的特色是资产重组和险资举牌，2017 年的特色是国际化，价值投资回归，2018 年的特色是去杠杆和贸易战，估值底浮现，预期 2019 年的特色是抵御经济下行和贸易战升级，国企改革和振兴科技产业有望发力。

**表 2 国内证券期货市场大事记及监管改革进程（2016 年-2018 年）**

2016 年 一季度	熔断机制暂停；大股东减持新规；刘士余接替肖钢任证监会新主席；注册制和战兴板无限期延后；
2016 年 二季度	《证券公司风险控制指标管理办法》重新修订；收紧证券期货经营机构资产管理业务；对程序化交易管理办法暂缓出台；上市公司重大资产重组管理办法征意，抑制投机炒壳；
2016 年 三季度	证监会设立内审部旨在建立日常内部问责机制；发布私募资管业务运作管理规定；创新部解散；分级基金暂停注册；
2016 年 四季度	取消 QFII、RQFII 投资股票下限；分级基金业务管理指引；深港通上市；
2017 年 一季度	上市公司定增监管升级《上市公司非公开发行股票实施细则》；股指期货交易适度松绑；
2017 年 二季度	豆粕、白糖期货期权上市；创业板定增业务明确限售期；大股东董监高减持新规；新人民币中间价形成机制；A 股纳入 MSCI 指数体系；
2017 年 三季度	“北向”债券通上线；香港人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度扩大至 5000 亿元人民币；五年一次金融工作会议，定调“抑制金融泡沫，治理金融乱象”；棉纱期货上市；股指期货交易适度松绑；
2017 年 四季度	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，简称资管新规；沪深股通“实名制”（2018 年三季度执行）；
2018 年 一季度	股票注册制改革延长两年；原油期货获批上市；
2018 年 二季度	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》；铁矿石期货国际化；

2018年 三季度	2年期国债期货上市；铜期货期权上市；龙头公募基金获批设立养老目标基金；
2018年 四季度	纸浆期货上市；上交所拟建科创板；《关于支持上市公司回购股份的意见》；沪深交易所发布重大违法强制退市新规；PTA期货国际化；股指期货交易限制再次松绑；乙二醇期货上市；

资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所（信息截止 2018.12.10）

## （二） 股市资金供需观察

在 2017 年 IPO 数量呈现爆发式增长，有效化解了 IPO 排队“堰塞湖”现象，但随之带来新问题-新股供给压力过大降低了中小创的估值吸引力，在 A 股行情波动不稳定时会更加容易凸显出来，随后在监管层窗口指导的作用下，2018 年全年 IPO 月均数量不足十家，仅为 2017 年五分之一规模。有经验的投资者较为清楚，历史上 IPO 九次暂停再恢复和定增业务细则频繁改动的背后如同央行经济政策的逆周期调控，通过政策导向平抑市场或经济的异常波动，以达到平滑市场或经济波动目的。2018 年监管层对 A 股市场解决上市公司直接融资的需求寄予厚望，通过疏堵结合的多样化调控思路，全年 A 股一级市场融资途径呈现全面开花的局面。年初以来，配股、优先股、可转债以及可交换债的融资规模增长非常快，隐藏在数据背后的逻辑是 A 股市场得到监管层多维呵护，大小盘股估值扭曲现象在 2018 年大幅改善，多元化融资格局是监管转向之后的市场自然选择。

展望 2019 年，A 股一级市场融资需求预期会显著高于 2018 年。首先，上证所的科创板将展开注册制试点，全年上市企业数量至少 100 家以上，几乎相当于 2018 年全年水平。新三板逐渐被边缘化，转板机制被阻后会有更多公司选择重新在沪深交易所上市，IPO “堰塞湖”现象可能重新抬头，主板加上中小板和创业板全年消化 IPO 量预期不会低于 150 家；其次，基于 A 股市场估值渐趋合理以及银行融资渠道不畅等因素，预期上市公司定向增发规模有望超过 2018 年达到 8000 亿以上水平，而配股、优先股、可转债和可交换债的融资规模也将大概率超过 2018 年水平。2019 年 A 股一级市场各渠道的融资需求预期将达到 1.5 万人民币。

表 3 A 股一级市场募集资金统计（2014 年-2018 年）

日期	合计	IPO		增发		配股		优先股		可转债		可交换债	
	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿
2018	10980	96	1330	243	6809	15	228	5	1200	62	862	36	551
2017	17224	438	2301	540	12705	7	163	1	200	23	603	93	1252
2016	21135	227	1496	814	16918	11	299	12	1623	12	227	58	573
2015	16107	223	1576	813	12253	6	42	12	2008	3	94	11	134
2014	9136	125	669	475	6932	13	138	5	1030	12	311	3	56

资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所（数据截止 2018.12.4）

表 4 A 股一级市场募集资金统计 (2017 年 12 月-2018 年 11 月)

日期	合计		IPO		增发		配股		优先股		可转债		可交换债	
	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿	家	亿
2018-11	20	292	4	77	10	146	1	46			2	14	3	9
2018-10	18	267	5	99	10	134	1	17			1	11	1	7
2018-09	28	489	11	131	11	312					4	37	2	9
2018-08	41	1071	6	48	21	912					12	101	2	10
2018-07	30	1765	7	52	14	1627	2	26			7	59		
2018-06	39	792	9	404	25	353	1	5			2	11	2	20
2018-05	33	441	8	63	18	277					4	55	3	47
2018-04	52	723	9	58	32	487	2	47			5	89	4	43
2018-03	51	921	10	118	29	676	3	18			6	91	3	18
2018-02	52	1803	12	144	28	1250	2	30	1	25	2	50	7	305
2018-01	92	2405	15	137	44	626	3	40	4	1175	17	343	9	84
2017-12	113	2211	24	163	68	1484	1	36	1	200	10	99	9	230

资料来源: WIND 资讯 新湖期货研究所 (数据截止 2018.12.4)

限售解禁一直是市场关注的话题,从早些年大小非解禁到近些年定增限售解禁,A股市场高溢价一直是大股东限售减持的源动力,详细内容我们在之前的专题中有专门讨论过。从数据来看,2018 年全市场限售解禁潜在规模达到将近 3.1 万亿,2019 年限售解禁预期规模 2.6 万亿,加上 2017 年 5 月出台的大股东减持新政的影响,A 股市场待减持的规模是一个十分吓人的数量级别。然而,2018 年上市公司在二级市场实际减持的规模呈现逐年递减的趋势,一方面是 2017 年 5 月底出台的大股东董监高减持新规极大地限制了减持规模,并将在较长一段时间内确保限售股解禁不会成为 A 股资金供需主要矛盾,这从 2018 年上市公司定增规模显著萎缩能够得到印证。另一方面,A 股市场自年初以来的大幅调整,市场估值已经进入合理估值阶段,不管是首发原始股东还是定增股东进一步抛售的动力在明显减弱,反观 2018 年下半年以来,上市公司主动回购股份的规模创出历史新高。

展望 2019 年,限售股解禁受制于减持政策,不会成为稀释市场资金的主要负面因素,但是每季度第一个月大股东集中套现的脉冲效应预期会延续。基于市场估值已经回落至合理水平,2019 年首发原始股东的减持意愿会显著小于定增战略投资资金的减持意愿。

表 5 限售股解禁阶段统计

截止日期	全部限售 (亿)	股权分置限售 (亿)	首发原股东限售 (亿)	定向增发限售 (亿)
2014-12-31	16161	423	8292	4613
2015-12-31	32544	896	11416	10887
2016-12-31	22819	1124	7674	10198
2017-12-31	28448	187	9509	13813
<b>2018-12-31*</b>	<b>30890</b>	<b>42</b>	<b>14187</b>	<b>12127</b>
2019-12-31*	26307	22	13163	8876

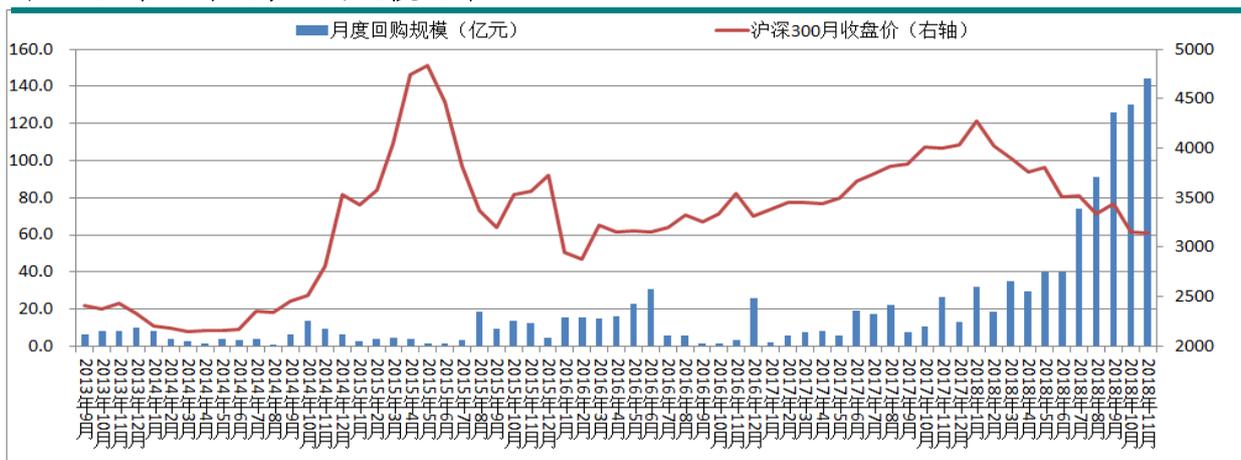
资料来源: WIND 资讯 新湖期货研究所 (数据截止 2018.12.4)

图 32 二级市场大股东月度公告净增持规模变化



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所（数据截止 2018.12.4）

图 33 上市公司股票回购规模统计



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所 注：2018 年数据截止于 11 月 27 日

2018 年 A 股市场长期入市资金规模保持稳定流入状态。年初以来，沪港通和深港通资金流入流出的量非常明显，反映了随着监管思路的成熟，互联互通机制的有效运行，越来越多的外围投资资金进入 A 股和港股市场。企业年金的投资模式也逐渐成熟，虽然具体入市规模较难准确统计，但从长周期和大趋势来看，也将是 A 股长期投资资金贡献的渠道之一。保险资金入市规模增长趋势并不显著，一方面与这两年保险业大刀阔斧的整改有关，另一方面出于多元化配置的角度，保险资金通过港股通南下香港市场的资金规模显著增长，分流了一部分本该流入 A 股市场的长期投资资金。

展望 2019 年，长期投资资金入市的规模将有增无减。银保监会合并后保险业将重回稳定发展轨道，基于资产配置和行业规模扩张因素考虑，明年保险业配置 A 股市场的规模有望提速，2018 年下半年险资流入已经呈现加速趋势。银行理财子公司直接参与 A 股市场的规定也将促进 30 万亿理财市场的资金更多的流入 A 股市场。企业年金扩大入市规模的消息不绝于耳，2019 年市场化运作是大趋势，A 股有望迎来更多养老投资资金。“互联互通”机制的加快建设和完善带动了 A 股市场国际化发展，沪港通和深港通已经取代 QFII、

RQFII 和 QDII 成为内外资金流通的主要渠道，基于内外盘估值差异，A 股估值水平更为合理，2019 年有望延续 2018 年的趋势，资金北上的积极性高于南下。

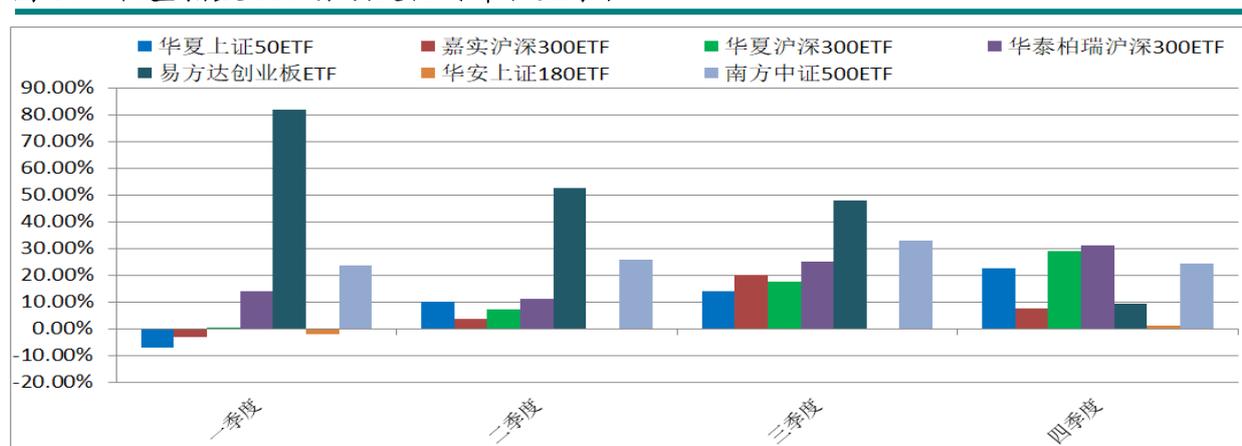
表 6 长期资金入市规模变化

	保险入市规模	QFII 获批额度	RQFII 获批额度	沪深股通	沪深港股通
2013 年	0.79 万亿	3100 亿	1575 亿	-	
2014 年	1.03 万亿	4100 亿	2997 亿	382 亿	123 亿
2015 年	1.7 万亿	5227 亿	4443 亿	1201 亿	1679 亿
2016 年	1.78 万亿	5998 亿	5285 亿	2243 亿	4504 亿
2017 年	1.84 万亿	6407 亿	6050 亿	5046 亿	8980 亿
2018 年*	2.06 万亿 (9 月底)	6968 亿(10 月底)	6427 亿(10 月底)	8116 亿	11139 亿

资料来源：保监会、外管局（数据截止 2018.12.4）

权重指数 ETF 份额变化反映市场被动投资资金的投资去向，对行情研判有一定指引作用。从全年表现来看，A 股指数承压下行的同时，被动投资资金前三季度超配创业板，中小板也获得市场青睐。下半年以来，蓝筹指数 ETF 份额也有明显增长。随着监管机制的不断完善，市场投资理念在发生显著变化，投资者结构也呈现多样化发展。展望 2019 年，A 股市场运行机制向海外成熟资本市场进一步靠拢，被动指数投资基金的规模有望进一步增长，有助于提振 A 股市场表现预期。

图 34 权重指数 ETF 份额变化（年初至今）



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所（数据截止 2018.12.4）

#### 四、后市展望

2019 年全球经济增长前景预期延续放缓趋势，领头羊中美经济的表现很大程度上取决于贸易冲突发展方向。受税改刺激政策效应褪去及货币紧缩政策影响，美国经济增长动能预期下一个台阶，但仍是发达经济体中表现最好的。美元回流趋势预期不变，新兴经济

体经济增长前景进一步承压。中国经济表面上内外交困，但是“危”与“机”同时存在，能否坚定扩大开放并兑现推动经济结构性改革的承诺，决定了中国经济有没有能力走出当前困境。2019年一季度是宏观风险的重要观察期。

2018年，股权质押风险释放，加速市场杠杆资金的出清。股指期货交易限制再度松绑，加速阿尔法策略的回归。2019年A股市场监管改革延续市场化和国际化趋势，多渠道长期投资资金入市有助于稳定A股表现预期。同时，A股一二市场直接融资功能被赋予更加重要的市场地位，预期相关利好政策会进一步倾斜过来。

整体来看，2018年在“估值底”和“政策底”出现之后，市场真正的投资机会将在“业绩底”和“市场底”之后，2019年一季度是验证上市公司业绩是否见底和中美贸易冲突中期走向的关键期，上市公司业绩证伪和宏观风险走向决定了2019年的A股投资机会。2019年投资思路建议投资者保持伺机而动的心态，大盘指数的趋势我们倾向于乐观一些，资产配置推荐中小板和创业板，个股概念方面推荐国企改革、高端装备和通信科技。股指期货策略推荐买入中证500卖出上证50跨品种套利，背后逻辑是博取市场风险偏好改善带来相对确定的指数超额收益，背后风险是经济基本面和宏观环境进一步恶化。

# 贵金属：全球经济再平衡，金银价格艰难筑底

## 要点目录：

- 一、行情回顾——2018 年黄金白银价格
- 二、市场因素分析
  - 1. 全球经济增速放缓
  - 2. 全球央行货币政策
  - 3. 中美贸易战
  - 4. 机构投资者对黄金白银信心不足
- 三、黄金白银基本面分析
  - 1. 矿产金——黄金供应上升，白银供应下降
  - 2. 再生金/再生银——价格低迷使得供应下降
  - 3. 黄金白银需求
  - 4. 投资需求：ETF 持仓流出
  - 5. 黄金白银库表现分化
- 四、2019 年黄金白银行情展望

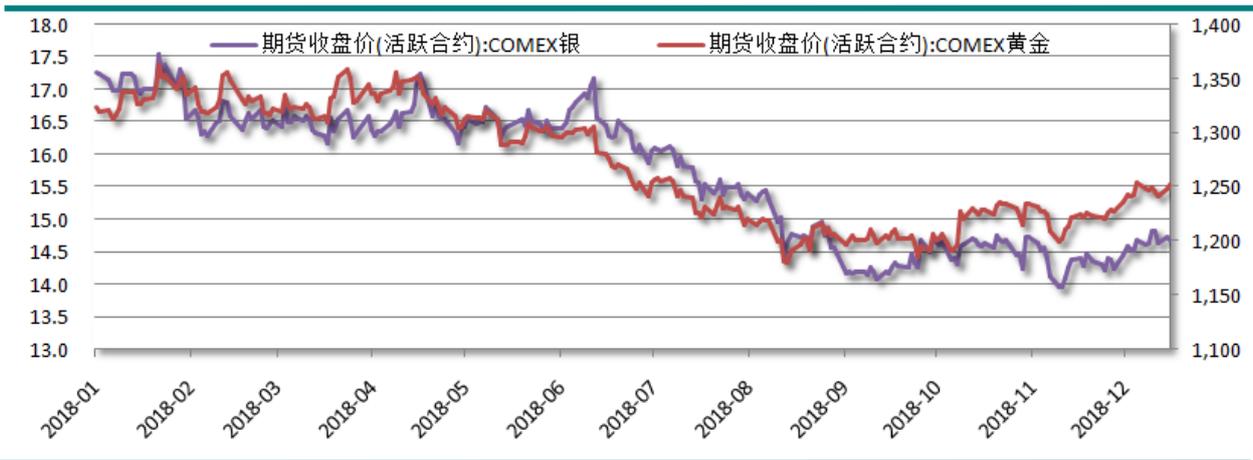
完成日期：2018 年 12 月 22 日

## 一、行情回顾——2018 年金银价格

2018 年对于贵金属市场经历坎坷。全球经济复苏减缓，世界政治经济皆出现不确定性。在此背景下，美联储加速退出宽松，部分新兴国家跟进加息，欧洲央行退出 QE，日本央行按兵不动。与此同时，全球局势仍然动荡，中美贸易摩擦、英国脱欧谈判、美国退出伊核问题全面协议、意大利预算风波、土耳其金融危机、沙特外交危机、美国中期选举、美国政府关门危机等各类风险事件此起彼伏，不断搅动全球金融市场，各国汇率也处在极度不稳定的状态中。作为传统的避险品种，黄金价格未能延续 2017 年的涨势。而工业属性较强的白银，其价格跌幅比黄金价格更大。一季度，美元指数震荡走弱，期间一度触及 88 点新低，黄金白银价格高位宽幅震荡；二季度，美元指数大幅走强，黄金价格大幅走弱，白银价格保持震荡态势；三季度，黄金白银价格惯性大幅下挫，黄金价格触及 1167 美元新低，白银价格一度失守 14.0 美元/盎司关口；四季度，随着全球股市暴跌，市场避险情绪上升，黄金价格震荡上行，COMEX 金价突破 1260 美元/盎司，白银价格则保持低位震荡，期间一度触及 13.86 美元/盎司的年内新低。全年美元指数上涨 5%，COMEX 黄金价格下跌 4%，白银价格下跌 14%。内盘方面，2018 年人民币汇率总体呈现贬值态势，沪金价格全年上涨 2%，最低 262.7 元/克；沪银价格全年下跌 8%，最低 3376 元/千克。

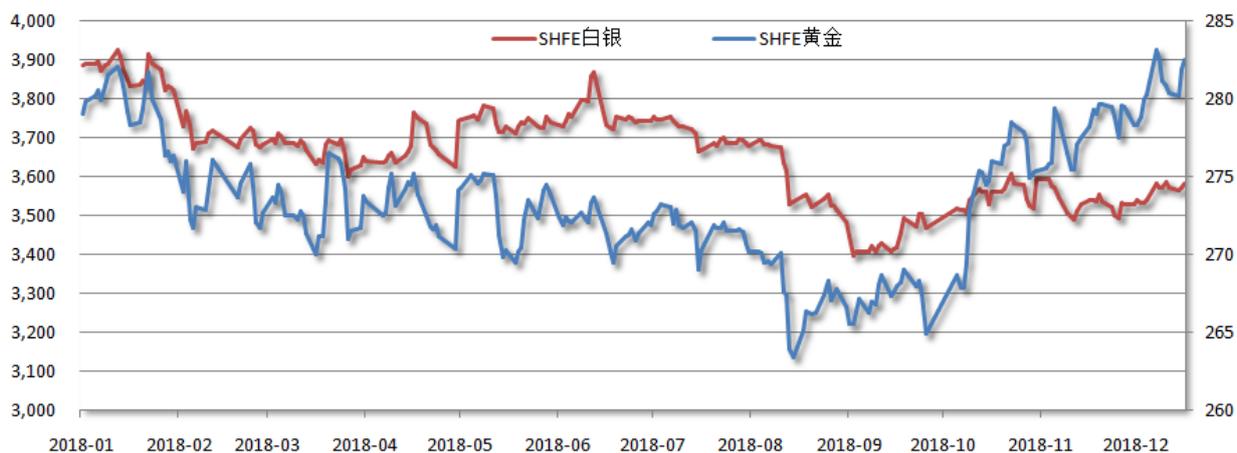
金银比价在 2018 年上半年表现不温不火，但是下半年开始出现明显抬升。8 月中旬，金银比价开始突破 80 点位，随后 9 月中旬金银比价达到 85 点位后，出现一波比较明显的回调。不过 10 月份金银比价继续回升，进入 11 月后，黄金和白银价格双双走弱，金银比价飙升至 86 点位，创 25 年来新高。12 月份后，金银比价有所回落。

图表 1：2018 年 COMEX 黄金价格和白银价格走势



资料来源：Bloomberg，新湖期货研究所

图表 2：2018 年上期所黄金价格和白银价格走势



资料来源：Bloomberg，新湖期货研究所

## 二、市场因素分析

### 1. 全球经济增速放缓

2018 年全球经济表现出在曲折中复苏，发达经济体增长趋缓，而亚太地区大多数经济体的增长势头得以继续。2018 年上半年，全球经济延续了 2017 年的稳步扩张势头，而下半年受贸易摩擦升温以及美联储加息影响，全球经济呈现放缓趋势，大部分国家前三季度经济增速呈现前高后低的趋势。2018 年，由于贸易紧张情绪上升、市场贸易壁垒增加，主要国家货物出口增长显示出放缓迹象。

#### 1.1 美国经济：复苏势头放缓

今年前三季度美国 GDP 实际增速分别为年化率 2.2%、4.1%和 3.4%，其中二季度经济表现比较强劲。一季度，受节假日和天气影响，美国经济疲弱，个人消费支出、住宅固定投资、出口和地方政府开支等因素拖累了第一季度的 GDP 增长，期间美元指数先是惯性下滑至 88 点位的新低，随后低位震荡；二季度，减税政策推动美国经济在第二季度大幅回升，在美元加息预期支撑以及欧元走弱的带动下，美元指数出现明显的抬升；三季度后，美国就业数据重新走弱，全球金融市场急剧波动，美元指数先扬后抑；四季度美国经济继续增长，就业市场有一定的波动但仍较稳健，通胀有所弱化，制造业有一定的回落，同时贸易仍处逆差状态，美元再度走强并且美元指数逼近 98 点。

非农就业人数反映的是美国制造业和服务业的发展和增长情况。2018 年 1-11 月美国新增非农就业人数累计达 211 万人，比去年同期的 195 万人同比略有增加。美国非农就业人数仍表现出季节性波动，天气因素对于新增就业产生较大影响。年初暖冬效应使得 2 月份非农数据大幅提振，但是随后 3 月份美国东北部的暴风雪使得 3 月份非农数据创六个月新低。而后由于夏季假期到来，5、6 月美国非农就业数据重新回归强劲，而 11 月恶劣的天气使得非农就业数据不及预期。

作为滞后性指标，失业率是指失业人口占劳动力人口的比例，旨在衡量闲置中的劳动产能，主要深受劳动市场供需以及经济循环之影响。2018年美国失业率稳步下降至3.7%，低于4.6%的自然失业率，美国劳动力市场仍呈现趋紧格局。失业率下降显示出美国劳动力市场更加活跃，有助于维持更快的经济增长。但同时，美国失业率已接近下限，继续下降空间较小。

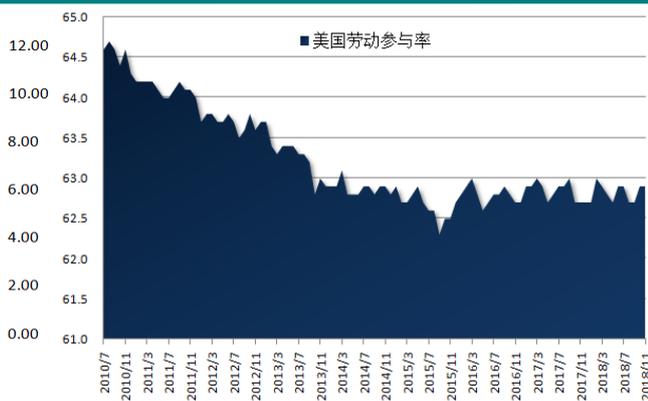
尽管美国失业率下降，但劳动力参与率降低空间也受限。2018年以来美国劳动参与率稳定在62.8%左右。劳动参与率长期保持低位，主要原因有两点：一是人口老龄化的自然结果。美国在二战后“婴儿潮”一代步入老龄，加剧了劳动力的流失。人口老龄化是导致近年来劳动力参与率下降的结构性原因；二是由此导致的适龄劳动人口下降，部分适龄人口退出劳动力市场。特别是金融危机后，部分失业人口长期找不到工作，放弃找工作，这部分人也构成了劳动力流失的很大一部分比例。低劳动参与率意味着美国劳动力市场紧张程度相对有限，未来美国减税将增加劳动力供给，对劳动力参与率构成支撑。

图表 3: 美国新增非农就业人数和失业率变化



资料来源: WIND、新湖期货研究所

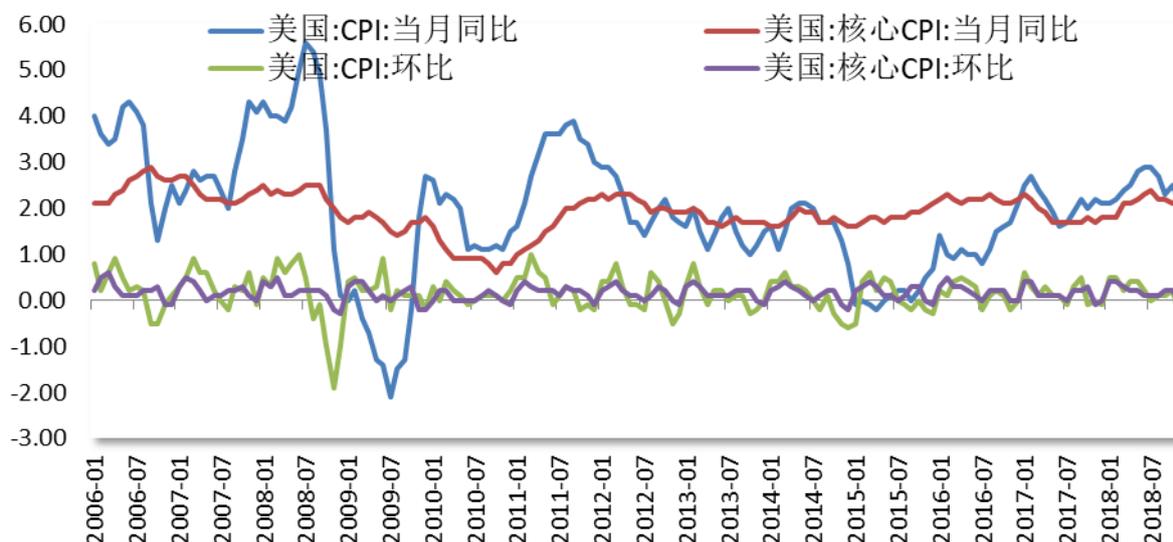
图表 4: 美国劳动参与率



资料来源: WIND、新湖期货研究所

通胀方面，进入2018年以来，美国通胀指标走软，CPI增幅明显放缓，PPI上涨势头有所放缓。美联储于2000年采用PCE来衡量通胀水平。2012年1月，美联储将长期通胀目标设为2%，但此后PCE持续低于该目标。2018年上半年，美国核心PCE物价指数出现明显回升，但是下半年开始，随着能源价格广泛下行，美国PCE物价指数下行，10月份同比1.8%，核心PCE物价指数环比0.1%，均低于预期和前值。受汽油、食品、租金等价格下跌拖累，2018年下半年来以来美通货膨胀率呈现小幅下滑态势，消费者物价指数同比增长由2.9%降至2.2%；剔除食品和能源价格波动的核心消费者物价指数11月同比增长2.2%，较年中略有下降。2018年国际油价下跌超20%，原油供给增加、全球经济疲软是原油价格下行的主要原因。

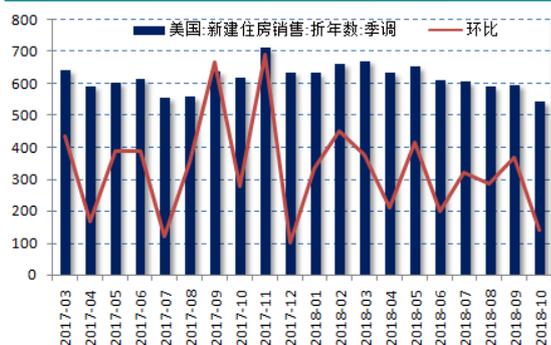
图表 5: 美国通胀指数



资料来源: WIND、新湖期货研究所

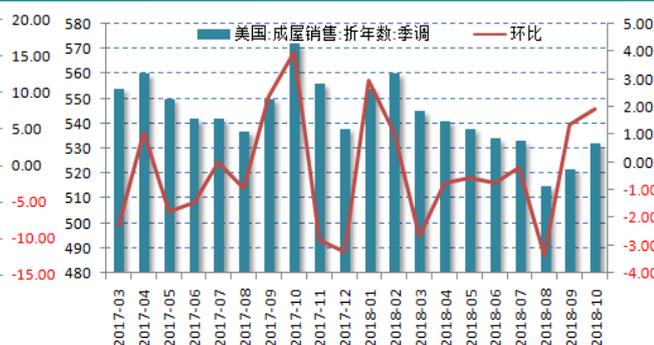
房地产方面, 美国房地产行业增加值占 GDP 的比重占 10% 以上, 同时美国房地产投资额在私人投资总额中占有较高比重。从新建房屋销售量、房屋开工量以及实际房价指数来看, 2018 年美国房地产疲软, 新屋和成屋销量一路下滑, 11 月成屋销售创 7 年半来最大同比跌幅, 新屋销售跌至两年低位, 房地产需求不振, 营建许可在 2018 年 4 月达到高点后转为下降, 显示出需求端的不振也导致供给端出现乏力, 美国房地产信心不足, 房屋抵押贷款利率上升打压了美国房地产市场。美国 NAHB 房产市场指数 2018 年以来不断下降, 12 月份降至 56, 较去年同期的 74 大幅下滑, 同时住宅建筑商信心降至 2015 年 5 月以来的最低水平, 显示住建商对美国房地产市场乐观看法大幅下滑。若 2019 年美联储再提升利率, 其对美国房地产市场的负面作用将放大。

图表 6: 美国新建住房销售



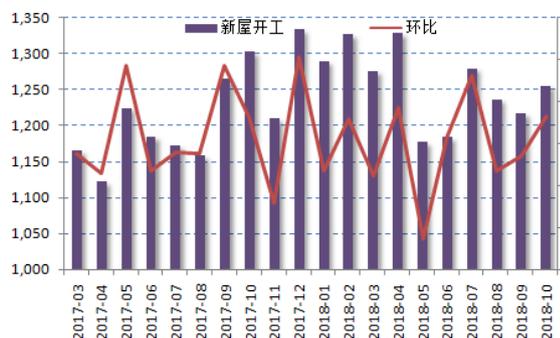
资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 7: 美国成屋销售



资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 8: 美国新屋开工



资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 9: 美国营建许可



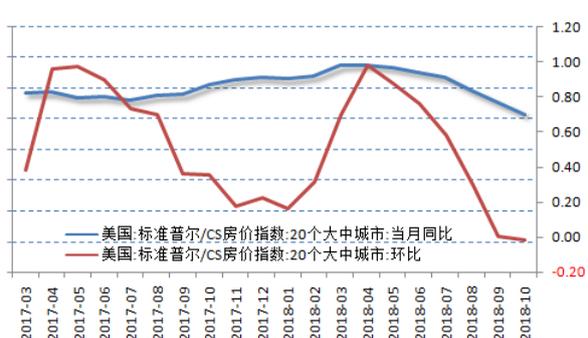
资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 10: 美国 NAHB 房地产指数



资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 11: 美国标准普尔/CS 房价指数



资料来源: WIND、新湖期货研究所

美国国债收益率在 2018 年前三季度总体呈现上行, 作为全球资产定价之“锚”的 10 年期美债收益率年中曾触及 3.2% 新高创 7 年新高。美债收益率的走强, 一方面是由于美联储加息缩表的实施, 加息预期推动了美债收益率的上行; 另一方面, 是由于美国经济复苏背景下温和通胀预期的影响。美国国债收益率上升, 引发了全球股市的大幅调整。四季度开始, 随着市场对通胀预期回调, 在地缘政治以及油价下跌的叠加作用下, 美债收益率整体回落, 收益率曲线趋平, 10 年期美债收益率回落至 2.8% 附近。同时 2018 年美国国债出现了时隔 11 年以来的期限利率倒挂的现象, 美国 3 年期国债收益率高于 5 年国债收益率, 同时 2 年期美国国债收益率与 10 年期国债利差也在进一步收窄。从历史上来看, 期限利差倒挂往往反映了对经济的悲观预期。美国期限利差的倒挂, 大部分是在美联储加息周期的尾声, 之后往往伴随着美国经济的走缓, 而美联储也会改变其货币政策停止加息甚至是开始降息。美联储本轮的加息周期进入尾声, 而美联储仍持续推动缩表, 预计未来期限利差收窄的趋势可能显著放缓。

图表 12: 美国 10 年期国债收益率走势



资料来源: WIND、新湖期货研究所

## 1.2 欧元区经济: 持续放缓

2018 年欧洲经济未能延续 2016 年和 2017 年的超预期复苏, 呈现持续放缓的趋势。全球贸易紧张加剧、关税上升, 加上政治不确定性上升, 打压欧元区出口以及经济增长动力, 欧洲经济复苏势头有所放缓。受供应限制、罢工、恶劣天气等因素影响, 欧元区一季度 GDP 增速大幅下挫。前三季度欧元区 19 国 GDP 同比增速分别是 2.5%、2.1%和 1.7%, 经济增速逐步下降, 而环比增速也不及预期。分国家来看, 前三季度法国、意大利、比利时、希腊四个国家经济增速同比在 3%以下, 在欧元区成员国中增速较低, 同时以意大利和葡萄牙为代表的南欧国家经济增长依旧疲软。作为欧洲经济的火车头, 德国前三季度整体达到了 1.6%, 但第三季度的 GDP 环比出现了 0.2%的负增长, 为三年来的首次; 法国经济表现平淡且未能延续 2017 年的增长势头, 一季度经济增长仅 0.3%, 创 2016 年第三季度以来最小增幅, 主要受企业投资及出口放缓影响; 英国第一季国内生产总值仅增长 0.1%, 创 5 年多来最慢的增长速度; 意大利经济在经历三年环比持续增长后再次出现停滞局面, 2018 年三季度意大利经济环比增速为零, 而同比增速为 0.8%, 但均不及预期水平, 意大利经济陷入了停滞; 西班牙的表现相对较好, 第三季度 GDP 同比实际增长 2.4%; 奥地利第一季度的 GDP 同比增速为 3.7%, 二季度 GDP 同比增长了 2.7%, 三季度则下降至 2.4%; 希腊经济在经历长期衰退后复苏步伐有所加快。

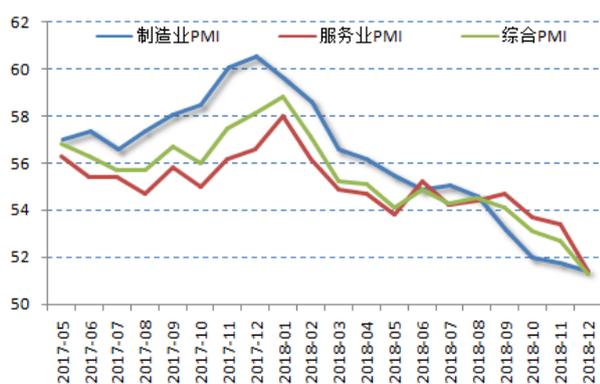
欧元区失业率在 2018 年缓步下行, 欧元区失业率下降至 8.1%, 但青年失业率存在上升趋势, 同时各成员国之间差异依然较大。核心国家德国就业情况继续改善, 失业率创历史新低; 法国失业率连续 3 年下降, 但与 2017 年相比, 2018 年法国就业市场创造就业机会的速度明显放缓; 英国; 意大利持续失业率上升, 青年失业率达 37%; 葡萄牙、西班牙等国家失业率也有不同程度的下降, 不过西班牙失业率仍较高, 在欧盟国家中排第二高; 外围国家中克罗地亚失业率出现较大降幅; 希腊失业率在 2013 年 9 月曾达到 27.8%的历史峰值, 此后开始逐渐下降, 2018 年 9 月份希腊失业率降至 18.6%, 但目前仍是欧元区中失业

率最高的国家。

通胀上，2018年欧元区核心通胀率持续低迷。由于能源、食品价格走低，2018年1-11月欧元区年通胀率降至2.0%，核心通胀也有放缓的趋势。核心国家德国CPI创出2016年6月以来新低，而法国创出了2016年4月以来新低，英国通胀也出现疲弱，其跌至2017年3月份以来的最低水平。外围国家中，受货币贬值、供需不平衡等因素影响，土耳其通胀率一路飙升，2018年11月土耳其CPI同比上涨21.62%，远超土耳其央行5%的通胀目标水平。土耳其严重的通货膨胀，主要原因既有国内宏观问题导致的结构性通胀，同时也有由于里拉快速贬值所带来的输入性通胀。尽管今年土耳其央行大幅加息，但土耳其里拉货币贬值进一步推升土耳其国内的通胀水平。

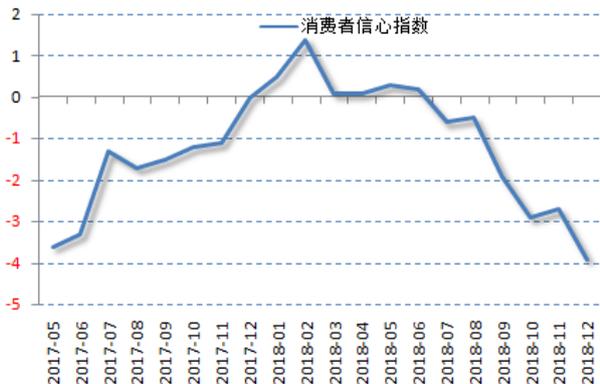
总的来看，欧元区经济特点是经济总体放缓，核心国家和外围国家经济均出现放缓，同时欧元区各成员国间复苏仍不均衡，青年失业率上升导致欧元区国家社会动荡，未来欧元区内部经济面临分化加剧的风险。另外在政治上，贸易保护主义、英国脱欧谈判以及意大利财政预算等问题也在困扰欧洲经济前景。在欧元区通胀低迷、外部需求难以回暖的背景下，短期欧元区经济难以有回升动力，欧洲央行货币政策走向仍具有不确定性。

图表 13: 欧元区制造业和服务业 PMI 下滑



资料来源: WIND、新湖期货研究所资料

图表 14: 欧元区消费者信心下降



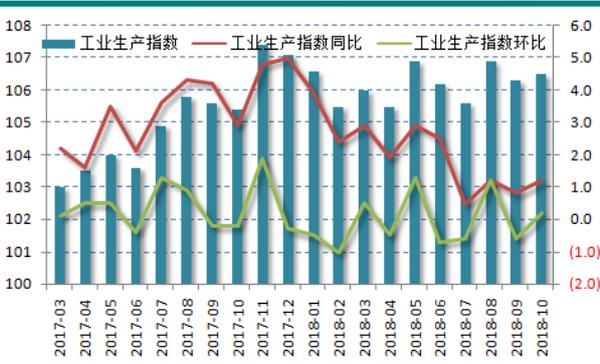
来源: WIND、新湖期货研究所

图表 15: 欧元区零售销售



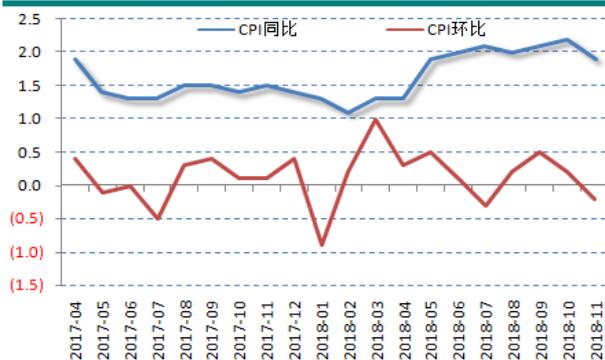
资料来源: WIND、新湖期货研究所资料

图表 16: 欧元区工业生产指数



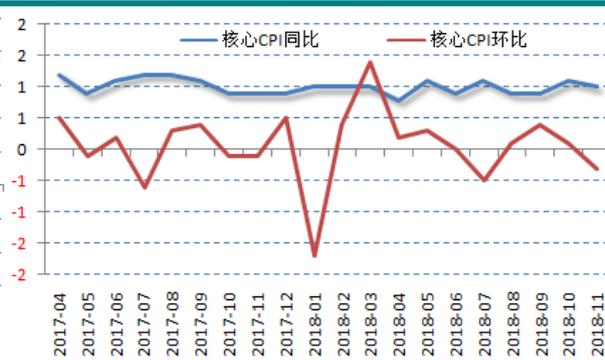
来源: WIND、新湖期货研究所

图表 17: 欧元区 CPI 同比和环比均下降



资料来源: WIND、新湖期货研究所资料

图表 18: 欧元区核心 CPI 也下降



来源: WIND、新湖期货研究所

### 1.3 日本经济: 低于预期

2018 年日本经济增速仍然低于预期, 通胀率始终低于日本央行设定的 2% 目标, 同时受全球经济放缓影响, 出口出现下滑迹象。2018 年一季度, 由于私人消费和商业投资疲软, 日本经济意外下挫, 折合年率萎缩 0.6%, 结束了连续八个季度的正增长; 二季度日本经济恢复增长, 环比年化正增长 3%, 高于 1.9% 的初步估计; 三季度受西部的强力台风以及北海道地区的剧烈地震等临时性负面因素影响, 日本 GDP 同比萎缩 2.5%, 创四年来最大降幅, 其中家庭消费支出依然疲软, 资本支出则创自金融危机以来最大季度降幅, 出口环比下降 1.8%。就业方面, 2010 年起日本就业开始改善, 失业率从高处下滑。目前日本就业情况良好, 失业率继续保持历史低位, 10 月份失业率为 2.4%, 下降至 1993 年水平。

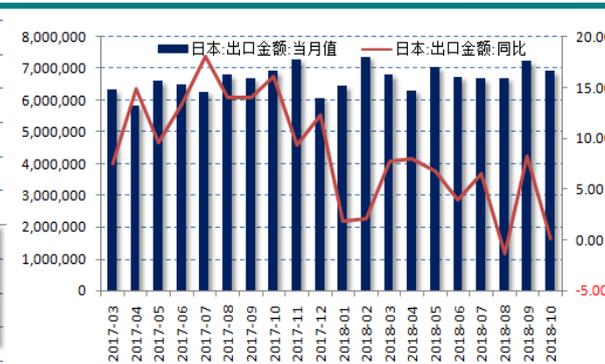
目前日本经济的挑战在于: 内部方面, 面临消费税上涨以及日益严重的老龄化问题。目前日本国内居民消费疲弱, 家庭消费支出连续下降, 实际工资连续 3 个月的负增长。在此情况下, 日本若明年 10 月把消费税率提升至 10% 对日本居民消费有负作用, 需要一定的财政刺激。另一方面, 日本人口老龄化严重, 需要加大资本支出解决劳动力短缺问题; 外部方面, 全球经济降温、贸易形势趋紧, 日本出口受阻。因此, 通胀目标决定货币政策走向, 考虑到日本经济增长的动力有所衰退, 短期内日本央行或维持宽松, 通过收益率曲线控制手段, 继续推行 QQE, 来达到刺激经济、实现通胀的目标。

图表 19: 日本经济增速不乐观



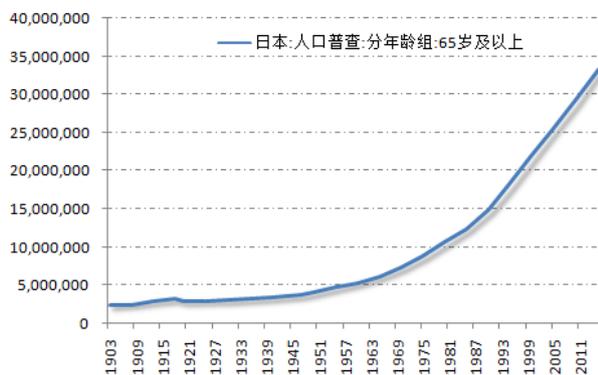
资料来源: WIND、新湖期货研究所资料

图表 20: 日本出口状况



来源: WIND、新湖期货研究所

图表 21: 日本老龄化问题严重



图表 22: 日本失业率下降



资料来源: WIND、新湖期货研究所

资料来源: WIND、新湖期货研究所

### 1.4 新兴国家经济: 表现分化

2018 年, 新兴国家经济表现分化。新兴经济体增速普遍高于发达经济体, 不过在金融环境收紧、贸易紧张局势加剧等众多不利因素的影响下, 部分新兴经济体经济增长势头整体减缓。发达经济体货币正常化以及贸易摩擦升级导致新兴市场的金融市场动荡。

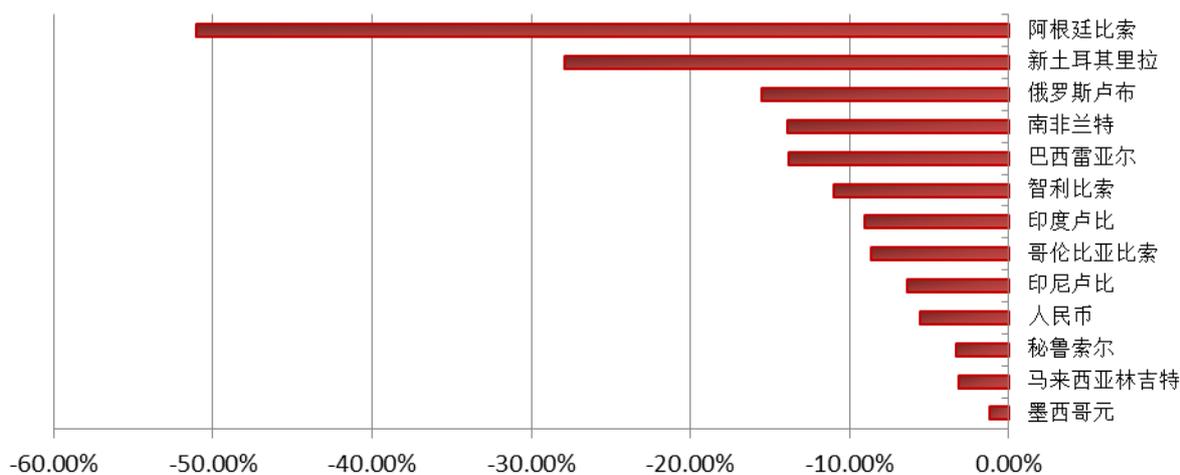
分国家来看, 受益于国际油价继续震荡上行以及二、三季度铁矿石价格稳中有升, 2018 年前三季度俄罗斯、巴西等资源出口国复苏形势改善, 经济增长有所加快; 印度经济增长表现强劲, 前三季度 GDP 增速 7.1%, 居全球第一, 为连续 4 个季度增速超过 7%, 其公共投资大幅增长, 个人消费也表现坚挺; 韩国第一和第二季度经济同比增速均为 2.8%, 不过 5 月份韩国出口出现 2016 年来首次负增长, 而三季度由于韩国政府打压房价导致建筑活动放缓, 同时企业设施投资继续萎缩, GDP 同比增速降为 2%, 创 2009 年三季度以来最低, 不过三季度韩国进出口均有所改善; 新加坡 2018 年第一和第二季度 GDP 同比增速分别是 4.4% 和 3.9%, 而三季度下降至 2.6%。2018 年前三季度新加坡 GDP 增长 3.6%, 失业率和通胀率均处于历史低位, 而对外贸易保持较快增长; 中国的经济增速持续下降, 一季度为 6.8%、二季度为 6.7%、三季度为 6.5%; 由于采矿业持续收到冲击, 导致经济增速出现了下滑, 三季度马来西亚 GDP 同比实际增速为 4.4%, 低于第二季度的 4.5% 和第一季度的 5.4%; 受美国加息政策、中美贸易摩擦加剧以及国际市场环境不利等因素影响, 上半年菲律宾 GDP 平均增速为 6.3%, 同时贸易赤字扩大至历史新高, 比索持续下跌、通货膨胀率压力上升。

2018 年新兴国家的动荡, 一方面是源自美元走强对新兴市场国家的整体性冲击, 另一方面则是由于新兴国家自身经济抵御外部风险能力偏弱。目前新兴国家普遍面临持续的双赤字(经常帐赤字和财政赤字)、大量的美元债务以及目前较高的通胀等问题。具体表现在: 一是经济下滑压力。新兴国家经济增长主要依赖出口驱动。今年下半年以来, 国际油价持续走弱, 在中国经济面临下行压力以及美元升值的叠加作用下, 新兴国家普遍面临更大压力, 特别是大宗商品净出口国受到影响; 二是外债较高。根据国际货币基金组织 (IMF) 数据, 目前全球范围内的总计债务达到了 237 万亿美元, 比金融危机前增加了约 140 万亿美

元。IMF 认为，新兴经济体大肆举债是造成全球债务规模上升的主要原因。而在美联储加息的背景下，新兴国家外债本息偿还负担将加重。阿根廷、土耳其等国家出现持续的经常账户的赤字和财政赤字，同时有大量的美元的债务，其中 2017 年阿根廷外债规模达到 2330 亿美元，占 GDP 比值约为 40%；三是通货膨胀严重。2014 年开始，阿根廷国内的通胀再次走高，而土耳其通胀飙升至 12.15%，核心消费者价格涨幅创纪录。新兴国家货币对内贬值引发对外贬值。

2018 年，在全球贸易摩擦以及美元加息的背景下，新兴经济体整体出现不同程度的货币贬值。今年以来巴西雷亚尔兑美元贬值达 14%，南非兰特贬值 14%，印度卢比货币贬值 9%，土耳其汇率贬值幅度达到 28%、而阿根廷比索贬值达 51%成为新兴市场表现最差货币；由于中美贸易摩擦加剧以及国内经济增长放缓，人民币兑美元汇率出现明显贬值。为应对本国货币贬值和经济增长放缓，新兴国家在加息以及宽松中艰难抉择。2018 年新兴国家采取加息的有：巴西、土耳其、俄罗斯、阿根廷、印度、印尼、泰国、沙特和墨西哥。中国则保持官方利率不变。

图表 23：2018 年新兴国家货币贬值幅度



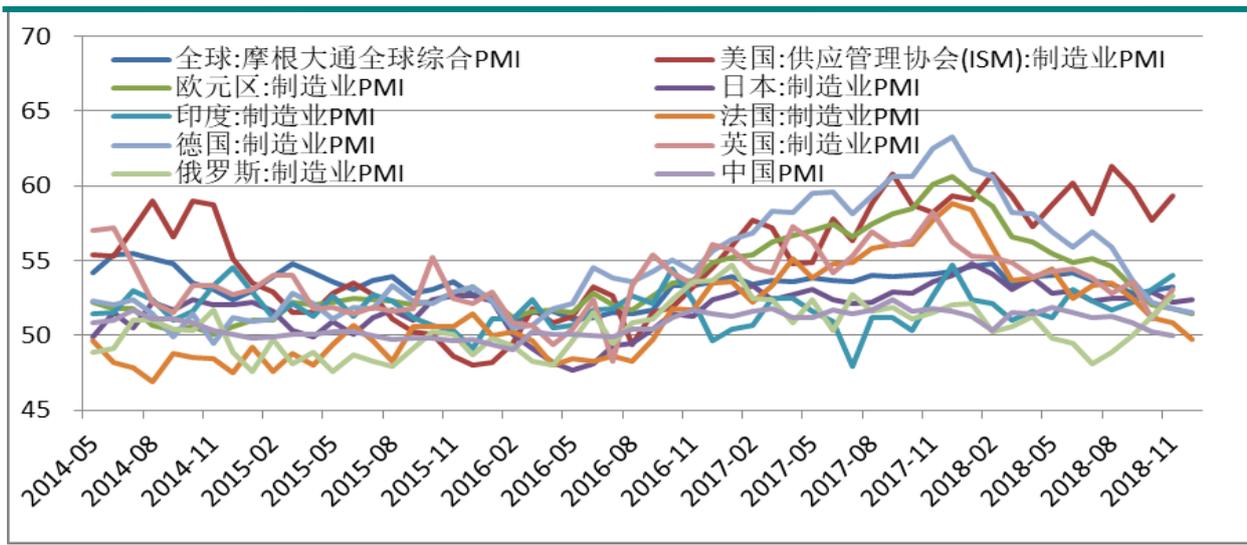
资料来源：WIND、新湖期货研究所资料

### 1.5 全球制造业

2018 年全球制造业出现疲软，制造业 PMI 持续走低。摩根大通全球综合 PMI 由年初的 54.6 逐步回落至 53.2，摩根大通全球制造业 PMI 则由年初的 54.4 回落至 52.0。分国家来看，欧元区、日本和中国等主要国家制造业 PMI 均有不同程度的回落。欧元区综合 PMI 创 49 个月新低，制造业 PMI 持续下降；受大规模游行影响，法国 12 月制造业 PMI 初值跌破枯荣线；德国综合 PMI 回落至 52.2，表现不及预期，且创四年新低；由于贸易战阴霾笼罩，日本的制造业受到了明显的影响，日本制造业 PMI 在 2018 年总体回落，出口订单以两年多的最快速度萎缩，新订单出现 2016 年 9 月以来首次萎缩；中国制造业活动指标出现下滑，11 月官方制造业采购经理人指数 (PMI) 降至 50，跌至荣枯线，为 2016 年 7 月以来新低，价

价格指数均降至年内低点, 进出口订单指数持续位于临界点, 显示中国制造业陷入停滞; 美国制造业整体表现平稳, 制造业就业持续增加。美国 ISM 制造业指数今年以来基本上保持在 57.0 的水平以上, 非制造业 PMI 均值 58.6, 均远高于 50 的荣枯线, 其中就业、供应商交付和生产指数均有上扬, 不过新订单、客户库存和产出指数出现回落, 显示出美国需求还不够稳固。

图表 24: 全球制造业 PMI



资料来源: WIND、新湖期货研究所

## 2. 全球央行货币政策

2018 年全球央行货币政策继续表现分化: 美联储加快退出宽松政策、欧洲央行在向加息靠近, 新兴国家被动加息和逆势降息并存。2018 年, 美联储 4 次加息, 沙特、阿根廷、俄罗斯、土耳其、中国香港等跟随加息, 欧洲央行启动退出 QE, 日本央行按兵不动, 中国央行则逆势定向降息。

### 2.1 美联储快加息+慢缩表

2018 年美国在税改的刺激下稳健扩张, 美国失业率保持低位, 时薪增速稳步上升, 为美联储加息提供了基础, 2018 年美联储加快加息节奏, 全年加息 4 次, 加息次数是本轮加息周期以来最多的一年。特别是 12 月加息是 1994 年以来首次在股市下跌的情况下收紧货币政策。美联储 2015 年 12 月启动加息以来累计加息 9 次共 225 个基点。

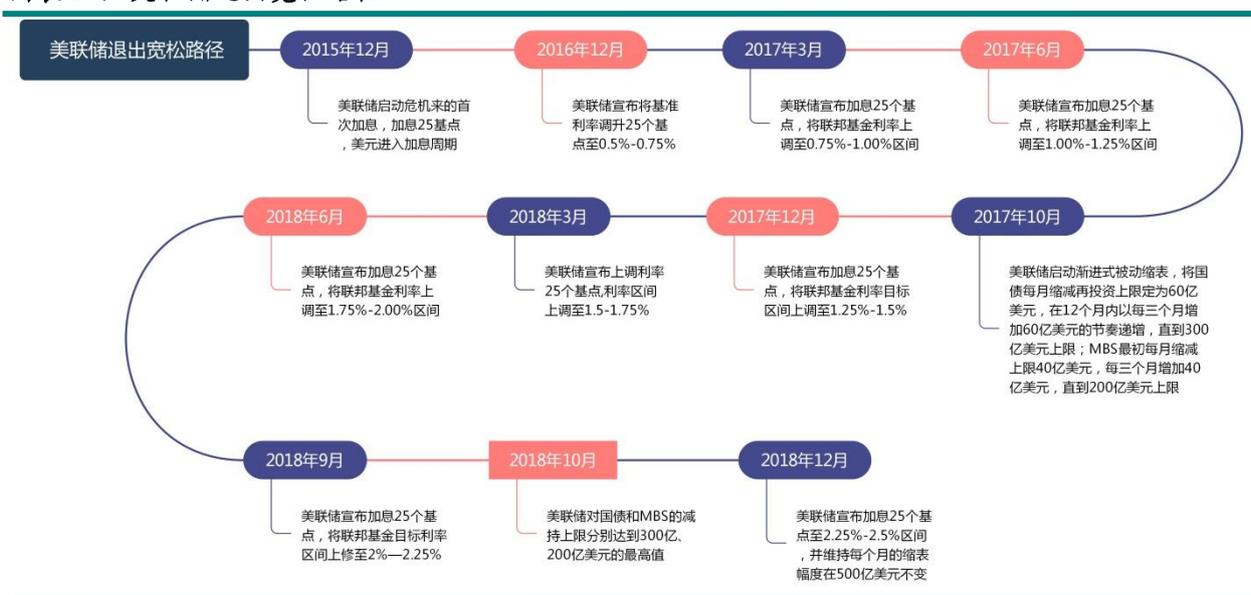
2018 年美元的多次加息对全球市场的影响: 1) 主要国家的国债收益率明显走高。作为全球风险资产定价的标准, 美国国债收益率自 10 月份以来大幅飙升, 特别是作为全球资产定价之“锚”的 10 年期美债收益率一度创 7 年新高; 2) 引发各国汇率波动。息差导致资金由低息国家注入高息国家, 新兴国家货币出现贬值压力; 3) 打压风险资产价格。今年以来, 全球股市整体走弱。9 月份美联储启动年内的第三次加息之后, 引发了金融市场动荡, 特别是 10 月份以来全球股市大幅下挫; 4) 抬升房地产市场利率。美联储的基准利率影响着消费者和商业贷款, 利率上调将使得融资市场承压, 借贷变得更加昂贵。随着美联储多

次加息，美国整体利率环境趋紧，主要利率持续走高，住房抵押贷款利率也呈现攀升势头。美国期限 30 年的住宅抵押贷款利率突破 5%，创八年新高。抵押利率上行对美国房地产市场的负面影响逐渐显现。

在美元持续加息的过程中，美联储同时进行缩表。2008 年次贷危机后，美联储先后实施三轮量化宽松，其通过大规模资产购买计划购入国债、机构债和抵押贷款支持债券（MBS）。在此之后，美联储资产负债表规模迅速扩张，总资产由 2007 年 8 月的 8767 亿美元最高升至 2017 年 10 月的 4.4 万亿美元，其中，国债持有量由 7846 亿美元增长至 2.47 万亿美元，MBS 持有量增长至 1.78 万亿美元。而后随着美国经济复苏，2017 年 10 月美联储启动渐进式被动缩表计划，将国债每月缩减再投资上限定为 60 亿美元，在 12 个月内以每三个月增加 60 亿美元的节奏递增，直到 300 亿美元上限；MBS 最初每月缩减上限 40 亿美元，每三个月增加 40 亿美元，直到 200 亿美元上限。2018 年 10 月，美联储对国债和 MBS 的减持上限分别达到 300 亿、200 亿美元的最高值，该上限将保持至缩表结束。然而从实际来看，美联储缩表进度不及预期，对国债和 MBS 的减持规模滞后原计划，原因在于：一是 2018 年美联储加息节奏加快，在此背景下美联储有意放慢缩表速度以配合加息，从而采取“快加息+慢缩表”的政策组合；二是由于美国按揭利率上升明显加快，导致抵押贷款还款速度放慢，MBS 的减持被动降速。

美联储缩表是对此前实施量化宽松政策的逆向操作。与加息提升短期利率不同的是，缩表将直接快速推高中长期利率，从影响上来看，美联储加息缩表产生负面溢出效应，在加息的叠加作用下，将吸引国际资本从他国流入美国，从而增加美元的回流需求，进而在全球经济弱化的背景下，加剧了全球金融市场波动。

图表 25：美联储退出宽松路径



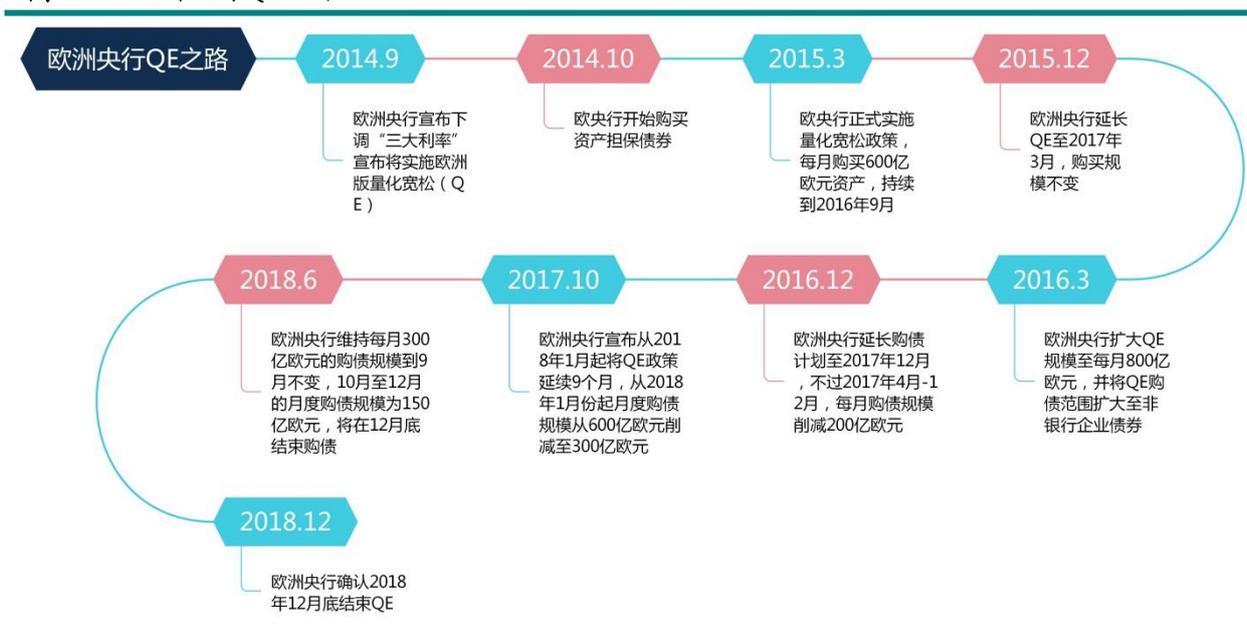
资料来源：网上资料整理、新湖期货研究所

## 2.2 欧洲央行：退出 QE

自 2015 年欧洲央行通过扩大资产负债表来拯救欧元区经济以来，累计购债规模 2.6 万亿欧元。欧洲央行 QE 政策从最初的 19 个月延期至近 4 年，期间欧洲央行曾经扩张月度购债额度，随后不断收缩，最终累计购债总规模约 2.6 万亿欧元。在 QE 计划之下，欧洲央行资产负债表先是经历扩张，随后在 2013 年至 2015 年收缩，2016 年开始欧洲央行资产负债表重新扩张。截至目前，欧洲央行的资产负债表规模已膨胀至大约 4.67 万亿欧元，较 2015 年启动之初大幅翻倍，在全球主要央行中仅次于日本央行。2018 年以来，欧洲央行在利率水平上维持按兵不动，但同时削减购债规模。12 月，欧洲央行公布利率决议，决定维持三大利率不变，同时确认 12 月底退出 QE，且强化了对再投资的前瞻指引，首次明确再投资将持续到首次加息后。操作上为避免债市出现巨大波动，欧央行将在购债结束后把债券到期后的回笼资金用于再投资操作，以提供缓冲。

目前欧元区面临着内忧外患：一方面，全球贸易摩擦上升，对欧元区出口产生了负面影响，并且可能持续较长时间；另一方面，欧元区内部面临着意大利政府预算问题、英国脱欧进程等政治风险，欧洲经济放缓或成为趋势。在内忧外患的背景下，欧洲央行首次加息的预期有可能会进一步动摇。从欧洲央行的表态来看，将维持低利率的状态不变至少到明年夏天。

图表 26：欧洲央行 QE 之路



资料来源：网上资料整理、新湖期货研究所

### 2.3 全球货币政策分化的影响

全球货币政策分化的影响在于：一是全球央行货币政策的分化强化了美元的主导地位，而美元走强对大宗商品形成拖累；二是美联储信贷政策收紧和美元升值不断挤压新兴市场 and 大宗商品市场。美国利率进一步上升后，将通过对汇率和贸易的影响对新兴经济体产生冲击。美元加息之后美元将加速回流美国市场，新兴市场货币将出现贬值压力，在此

背景下新兴经济体存在跟进加息或者放任货币贬值的压力。其次，加息之后美元指数走强，进而引发大宗商品价格下降，随之带来新兴市场国家出口下滑，从而影响并恶化新兴国家的国际收支，进而爆发债务危机。综合来看，受美欧货币政策正常化、利率水平上涨、资金回流影响，新兴市场动荡仍将持续，在地缘政治以及全球贸易战的叠加作用下，未来非美币兑美元以及大类资产价格走势依然面临一些不确定，包括美国经济复苏力度、美元指数能否继续保持强势、全球贸易战演化、全球投资者风险偏好以及各国央行举措等。

### 3. 中美贸易战

2018年，美国单边主义倾向加剧，美国单方面对中国、欧盟、加拿大、墨西哥、印度等推行贸易“霸凌”政策，特别是中美贸易摩擦起起伏伏，特朗普政府对贸易保护的倾向进一步增强。中美之间的贸易争端主要由美方单边发起，其诉求体现在扩大市场准入、知识产权保护、解决贸易赤字等方面。中美贸易摩擦的升级，主要源于特朗普政府对贸易保护的倾向进一步增强后中国政府的反制。中美贸易摩擦的主要原因和背景在于：

一是中国制造业和高科技的崛起。近年来，中国GDP增速远高于美国，占全球GDP的比重则逐年提升，中国制造业和高新技术飞速发展，中国科技创新整体能力不断提高。2017年中国制造业总产值为3.596万亿美元，占全球比例达30%左右。2017年中国的研发投入总量达到1.75万亿元，仅次于美国，居世界第二位，而研发投入占GDP比重不断增长，2017年达到2.12%。同时《中国制造2025》首次将建设制造强国作为战略目标提出，推动高端制造业发展。因此美国意图通过贸易战遏制中国制造的崛起，打压中国在制造业领域的竞争力，保持美国的竞争优势。对中国发起贸易战表面是解决中美贸易不平衡，而背后的真实目的是抑制中国产业转型和发展，打击中国制造业和高科技产业；

二是美国贸易逆差扩大。美国是中国的第二大贸易伙伴，而中国是美国的最大贸易伙伴。自上世纪70年代开始，美国贸易逆差就开始扩大，而自1985年起，美国对中国开始出现贸易逆差。自特朗普上台以来，美国贸易逆差的不断扩大，使得美国和其它国家之间的贸易出现不平衡状态，因此希望通过提高关税减少贸易逆差。2017年美国全年贸易逆差为5660亿美元，其中对华贸易逆差为3752亿美元，均创下2008年以来的新高，占到全美贸易赤字的59.3%。2018年美国与中国的未经调整的商品贸易逆差扩大至431亿美元。因此美国意图改变贸易逆差不断扩大的现状；

三是美国国内政治原因。从深层次原因来看，特朗普政府选择在贸易问题上对中国发难，其目的是将贸易不平衡作为一个政治斗争的博弈的工具。

从影响上看，中美贸易争端将对全球市场带来诸多影响。首先，贸易摩擦加剧将不利于全球经济复苏。中国目前是美国的第一大贸易伙伴，若贸易战升级或失控，会对中国经济特别是出口企业造成负面影响，进而对全球经济复苏带来负面影响，金融市场的不确定性也将加剧，美债有可能遭到抛售；其次，较高的关税将提高商品成本，贸易保护政策对通胀预期有抬升作用，将进一步提升中美及其他国家的通胀压力；再者，中国持有巨额美

国国债，在贸易摩擦下中国可能大幅减持美国国债，导致美国国债价格下跌，美债收益率大幅攀升。同时，在全球经济不确定性下，股市的回调将在一定程度上降低市场风险偏好、刺激市场避险情绪，推动避险资金进入避险市场。总体来看，我们认为2019年中美贸易摩擦将延续，将对市场情绪有一定影响。

图表 27：中美贸易战进程



资料来源：网上资料整理、新湖期货研究所

#### 4. 机构投资者对黄金白银信心不足

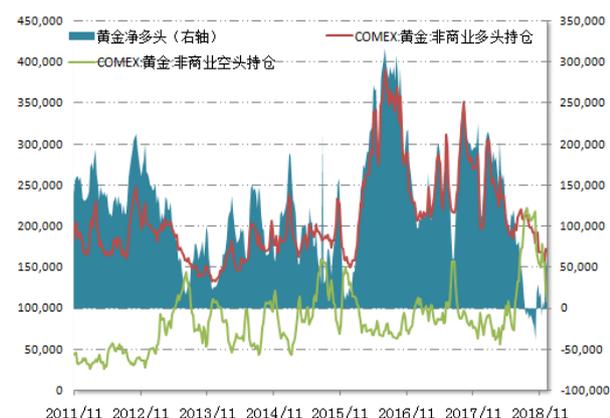
通过对比近几年CFTC黄金和白银持仓数据可以看出，2018年CFTC黄金总持仓总体保持在40万手以上，全年平均总持仓为49万手，其中1月份曾一度达到年内最高的将近58万手，不过随后逐步回落并且在12月降至40万手水平附近；白银总持仓2018年稳中有降，但总体仍保持在17万手以上，全年平均总持仓为21万手，其中8月份曾达到24万手的年

内新高，随后总持仓水平快速回落，12月份后下降至17万手的年内新低。黄金和白银的总持仓变化反映出随着价格的低迷，机构对于黄金和白银的兴趣减弱。

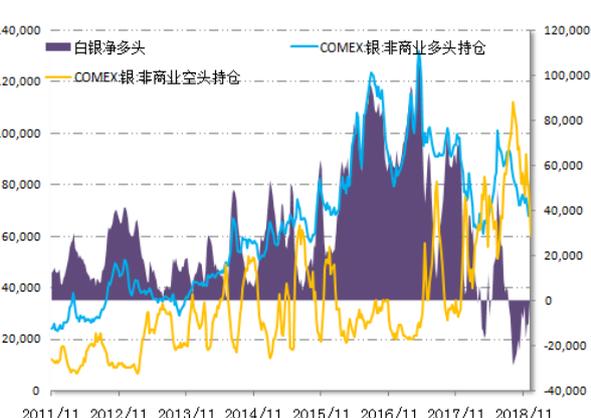
另一方面，2018年来黄金和白银净多头持仓均呈现回落趋势，特别是下半年黄金和白银净多头持仓下降比较明显。CFTC黄金净多头在上半年来由最高的21万手逐步回落，随后在下半年净多头寸进入负值区间；白银净多头在上半年来呈现先抑后扬，期间一度下滑至负值区间，而下半年总体以回落为主。黄金和白银净多头减少主要是由于非商业多头减仓、非商业空头增仓所致。黄金非商业多头由年初的30多万手降至将近17万手，而非商业空头则由年初的8万手增加至12万手；白银非商业多头由年初的8万多手逐步下降至7万多手，非商业空头则由5万手增加至6万手。

总的来看，资金对金银价格有阶段性助涨助跌的作用，影响金银价格的中长期因素仍是宏观因素。目前最大的问题是市场整体对贵金属信心不足，2018年美联储持续加息将对贵金属市场的投资情绪造成负面影响。

图表 28: CFTC 黄金持仓量 (单位: 张)



图表 29: CFTC 白银持仓量 (单位: 张)



资料来源: WIND、新湖期货研究所

资料来源: WIND、新湖期货研究所

### 三、黄金白银基本面分析

图表 30: 世界黄金供需平衡表

	2017年Q1	2017年Q2	2017年Q3	2017年Q4	2018年Q1	2018年Q2	2018年Q3
<b>供给</b>							
矿产金	765.1	816.8	859.1	871.4	793.7	830.5	875.3
生产商净对冲额	-15.5	-8.2	8.3	-12.2	35.9	-43.1	-20.0
再生金	287.6	283.5	318.3	278.8	277.5	291.6	306.3
<b>总供给</b>	<b>1,037.2</b>	<b>1,092.1</b>	<b>1,185.7</b>	<b>1,138.0</b>	<b>1,107.1</b>	<b>1,079.1</b>	<b>1,161.5</b>
<b>需求</b>							
首饰	545.1	543.3	536.5	619.3	523.9	529.3	584.4
工业&牙科	78.9	81.5	84.3	88.5	82.0	83.3	85.3

金币和金条投资	303.2	248.2	233.0	258.9	260.7	247.8	298.1
ETF 产品	98.1	62.5	13.2	32.5	27.1	33.8	-103.2
官方购买	82.2	96.4	121.8	74.4	104.6	98.6	148.4
<b>黄金需求</b>	<b>1,107.6</b>	<b>1,031.9</b>	<b>988.8</b>	<b>1,073.5</b>	<b>998.3</b>	<b>992.9</b>	<b>1,013.0</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-70.3</b>	<b>60.2</b>	<b>196.9</b>	<b>64.4</b>	<b>108.8</b>	<b>86.2</b>	<b>148.5</b>

资料来源：世界黄金协会、WIND、新湖期货研究所

图表 31：世界白银供需平衡表

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
<b>供给</b>							
矿产量	758.3	791.7	823.3	867.8	895.1	888.6	852.1
官方抛售	12.0	7.4	7.9	-	-	-	-
回收银	261.2	253.8	191.0	165.4	141.1	139.7	138.1
套保供给	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-18.9	1.4
<b>总供给</b>	<b>1043.8</b>	<b>1005.8</b>	<b>987.4</b>	<b>1050.0</b>	<b>1044.0</b>	<b>1009.4</b>	<b>991.6</b>
<b>需求</b>							
珠宝首饰	191.5	187.4	220.6	226.4	226.7	205.0	209.1
银币银条	208.4	159.2	240.6	234.0	290.7	207.8	151.1
银器	47.2	43.7	58.8	60.7	62.9	52.4	58.4
工业需求	661.4	600.0	604.5	595.7	569.6	576.8	599.0
-电子	290.8	266.7	266.0	263.4	245.9	233.9	242.9
-焊料	63.2	61.1	63.7	66.7	61.5	55.3	57.5
-摄影	61.2	54.2	50.5	48.5	46.6	45.2	44.0
-光伏	75.8	58.2	55.9	51.8	57.2	79.3	94.1
-环氧乙烷	6.2	4.7	7.7	5.0	10.2	10.2	6.9
-其它	164.1	155.0	160.8	160.5	148.4	141.0	153.7
<b>实物需求</b>	<b>1113.1</b>	<b>990.9</b>	<b>1125.6</b>	<b>1118.0</b>	<b>1165.3</b>	<b>1041.9</b>	<b>1017.6</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-69.4</b>	<b>14.9</b>	<b>-138.2</b>	<b>-68.0</b>	<b>-121.3</b>	<b>-32.5</b>	<b>-26.0</b>
ETF	-24.0	55.3	2.5	1.4	-17.8	49.8	2.4
交易所	12.2	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8	6.8
<b>净平衡</b>	<b>-57.5</b>	<b>-102.6</b>	<b>-149.5</b>	<b>-64.0</b>	<b>-116.1</b>	<b>-162.1</b>	<b>-147.5</b>

资料来源：世界白银协会、新湖期货研究所

## 1. 全球黄金白银生产供给分析

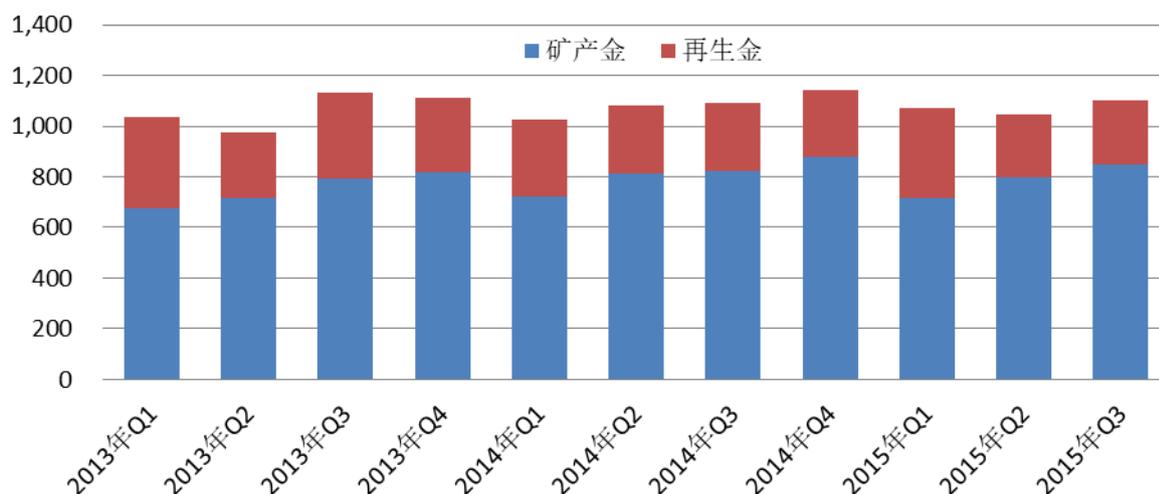
### 1.1 矿产金——黄金供应上升，白银供应下降

供给上，全球黄金的供应量出现上升。根据世界黄金协会数据，2018 全球矿产金供应在 2017 年基础上小幅上升，其中矿产金的供给量占到了全部供给量的七成以上。2018 年前三季度全球黄金总计供应量 3347.7 吨，同比增加 1%，金矿产量连续 6 个季度取得了同

比增长。这其中，黄金矿产量 2450 吨，同比增长 2.4%。其中三季度矿产金达 1161.5 吨，达年内的高位。国内方面，由于不符合环保要求的黄金企业进行减产、关停整改，导致国内各重点产金省、重点产金企业矿产金均出现不同程度的下跌。工业和信息化部显示，2018 年前三季度，中国累计生产黄金 372.8 吨，同比下降 0.6%。其中，利用国内原料生产黄金 289.7 吨，同比下降 7.5%，包括国产黄金矿产金 246.8 吨、国产有色原料产金 42.9 吨；利用进口原料生产黄金 83.1 吨，同比增长 34.2%。中国黄金、山东黄金、紫金矿业等十二家大型黄金企业集团黄金产量 199.2 吨，占全国黄金总产量的 53.4%。中国黄金产量的减少，主要原因有两个方面：一是在自然保护区矿权退出政策下，部分黄金矿山关停整改；二是自去年以来的环保税及环保督查工作，也关停或暂停了不少涉金企业，影响了黄金产量。与国内矿产金产量下滑相对应的是，进口原料金产量的提升；俄罗斯和加拿大等主要生产国的产量增长，而澳大利亚 2018 年黄金产量持续大幅上升，截至第三季度，澳大利亚黄金总产量为 81 吨，较去年同期的 75 吨增加了 8%。

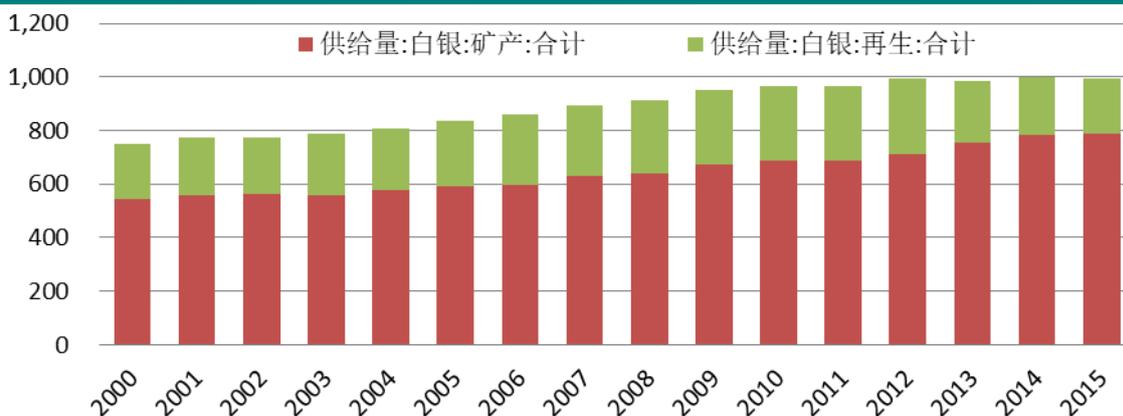
作为工业金属生产中被附带生产出来的产品，白银供给方面，由于矿石品位下降、矿场关闭以及各种项目的罢工等因素，2017 年全球银矿产量出现下降，许多主要白银生产国的国内高品位银矿供应也明显减少。近年来国内环保政策持续发酵，国家环保力度加大，环保检查和安全整治导致铅锌小矿山关停，同时大矿山生产的铅锌产量也受到一定影响，而作为铜铅锌矿的附属品，白银产量自然受到一定牵连。从我们今年的调研情况来看，受环保督查影响，国内中小型矿山和冶炼厂均受不同程度的影响，环保政策整体对河南地区影响较大，特别是河南原生铅、再生铅冶炼受影响较多，但对湖南地区影响不大。不过受环保整顿力度加大影响，公司持续重金投入技术提升和环境保护，带动原材料成本上涨。另外由于白银价格上涨动力不足，贸易商囤货意愿不强。

图表 32：全球黄金供应量（单位：吨）



资料来源：WIND、新湖期货研究所

图表 33: 全球白银供应量 (单位: 吨)



资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 34: 中国白银进出口 (单位: 克)



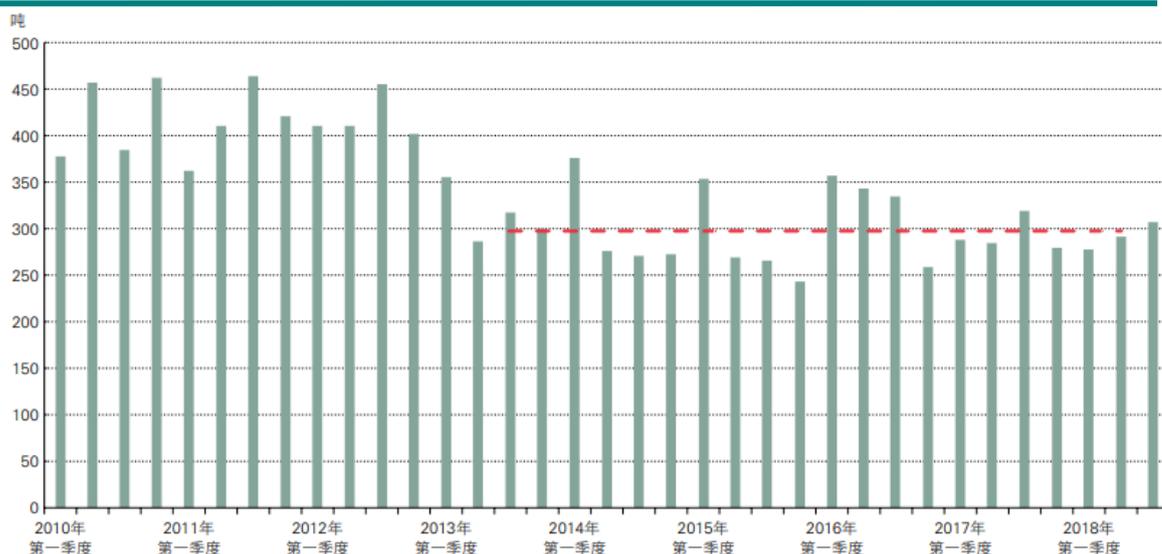
来源: Bloomberg、新湖期货研究所

### 1.2 再生金/再生银——价格低迷使得供应下降

再生金/再生银是指通过回收首饰以及其它含金产品提炼出的黄金和白银。印度及中国的黄金回购占据全球总量的绝大部分。相比新产天然黄金白银增长的有限性和央行售金的政策性,再生金和再生银的供应更具有弹性。再生金/再生银的供应量对价格具有很强的敏感性。

2018年,金银价格的低迷继续影响黄金和白银的回收供应。2018年前三季度,回收黄金的供应量为875.4吨,相比2017年下降1.6%,其中一季度全球黄金回收量277.5吨,随后两个季度回收量有所回收。土耳其和伊朗的回收活动继续保持高位。白银回收方面,其回收量主要来自于工业制造方面,北美是白银回收的主要来源,占全年回收量的一半以上,而中国的回收量增长较高。

图表 35: 全球黄金回收供应量 (单位: 吨)



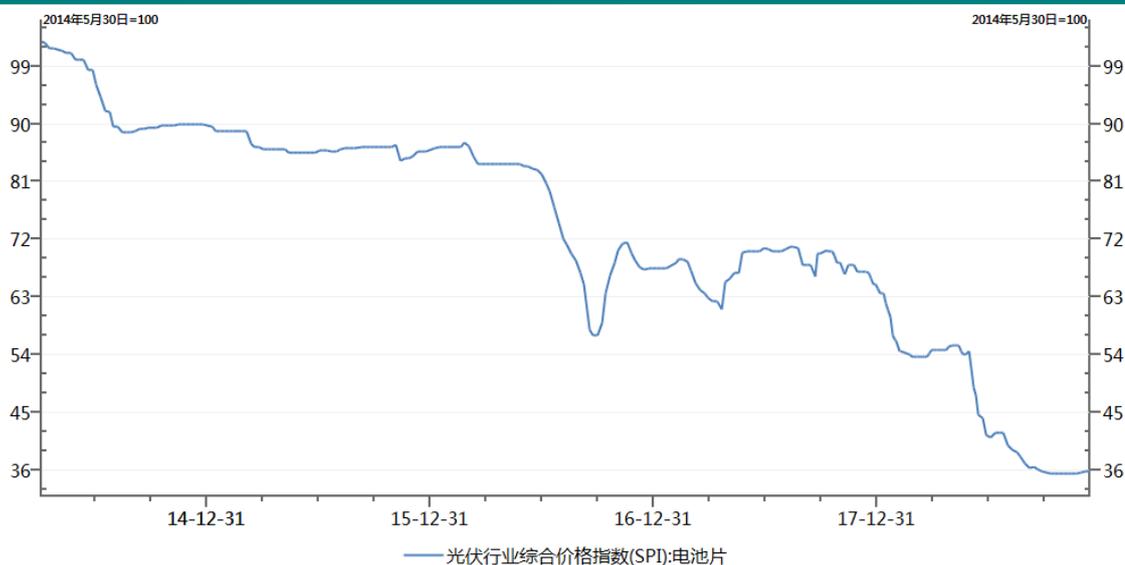
资料来源: 世界黄金协会、新湖期货研究所

## 2. 黄金白银需求

2018年, 全球黄金需求继续出现放缓。前三季度全球黄金需求累计 3304 吨, 相比去年同期 3128 吨下降 4%。分项上看, 实物需求和金币投资均较去年增加, 工业需求和官方购买较 2017 年分别增加 25%和 17%, 而投资需求大幅减少。分国家来看, 前三季度印度黄金首饰和金条消费分别为 418 吨和 106 吨, 均与去年同期基本持平; 2018 年前三季度, 中国黄金实际消费量 849.7 吨, 同比增长 5.1%。其中, 黄金首饰消费量 538.9 吨, 同比增长 6.9%; 由于消费结构的变化, 金条的消费量下降较为明显, 金条消费量 210.9 吨, 同比下降 5.1%; 金币消费量 18.1 吨, 同比增长 6.5%; 工业及其他领域消费量 81.9 吨, 同比增长 24.7%。

白银需求方面, 白银首饰类需求下降, 全球经济疲软削弱了珠宝在投资组合中的位置。白银的用途中的工业占比达六成以上, 其主要工用途是太阳能电池板以及电子工业等。在过去几年里, 主要增长的白银新型工业包括电子产业里的氧化银电池和白银导电油墨。光伏产业从 2008 年开始逐步走向低谷, 行业景气度持续低迷。2018 年全球太阳能电池板出现产能过剩, 全球最大的太阳能池板生产国美国和德国对白银的需求出现下滑, 同时印度、美国等主要光伏海外市场都针对国内光伏制造业征收关税。国内发改委称鉴于需求增速的放缓, 全球太阳能电池板制造力大部分将暂停运作。由于传统卤化银工艺逐步被数码技术所取代, 摄影业用银继续保持下降趋势。随着现代工业的兴起, 白银的应用领域从首饰、器皿、制币业向照相、电子乃至国防、航天、医药等行业扩展, 这也为白银增加新的消费点。

图表 36: 光伏行业综合价格指数



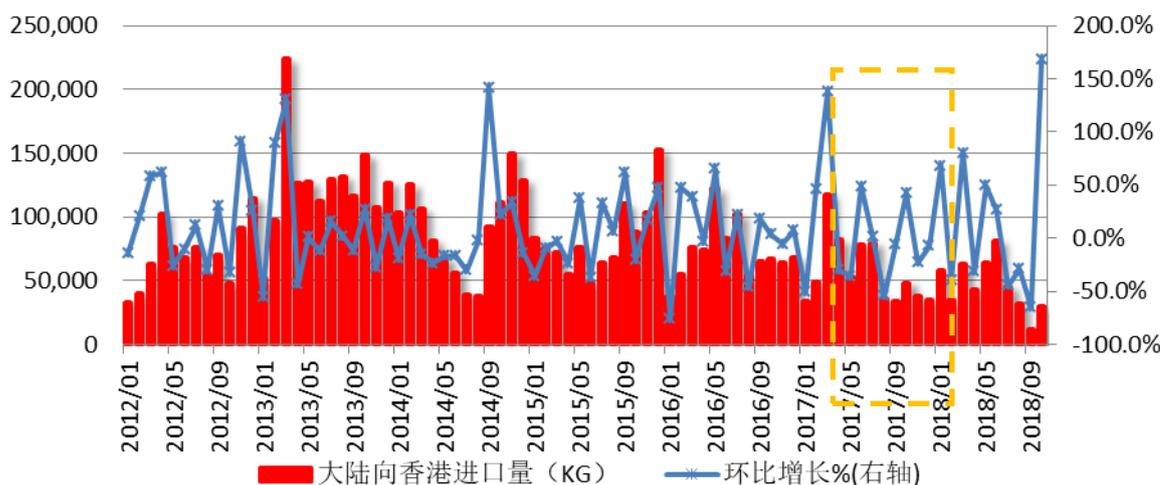
资料来源: WIND、SOLARZOOM、新湖期货研究所

## 2.1 实物黄金和白银需求

### 2.1.1 中国

2018年, 尽管黄金价格走低, 但是国内黄金需求表现出增长态势。根据中国黄金协会数据, 2018年前三季度, 全国黄金实际消费量849.70吨, 与去年同期相比增长5.08%。其中黄金首饰消费538.85吨, 同比增长6.94%。另一方面, 中国黄金进口继续下降。据香港统计处最新发布的数据, 2018年前10个月, 中国由香港进口黄金合计460吨, 相比2017年同期的规模608吨大幅减少14%。分季节来看, 2018年上半年黄金进口量稳看有升, 而下半年开始黄金进口量下降。全年来看每月进口量平均值44吨, 其中9月份进口量创年内新低11吨。由于中国越来越多地从其他国家(如瑞士)进口黄金, 部分黄金由北京及上海直接流入, 因此香港数据并不能反映中国黄金进口的全貌。

图表 37: 大陆从香港进口黄金量 (单位: KG)



资料来源: 香港统计处、新湖期货研究所

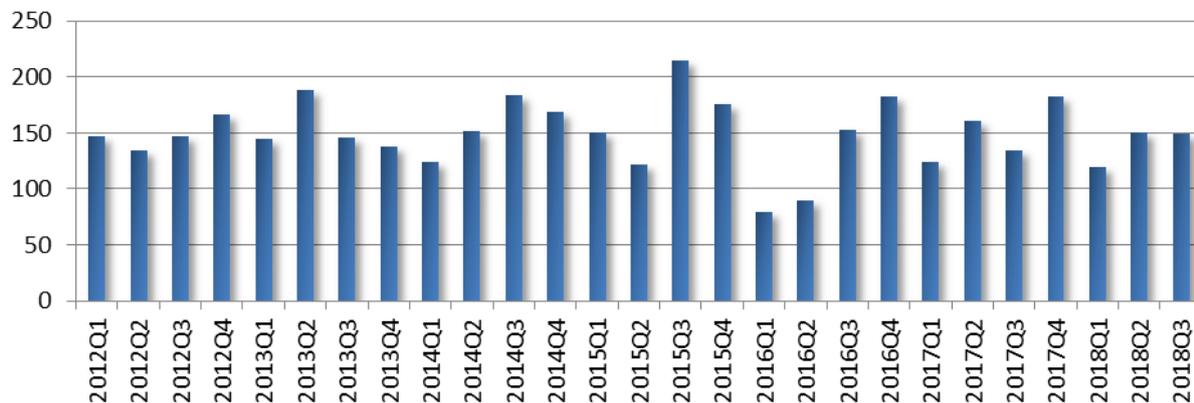
白银方面, 白银工业需求主要集中在电子、焊料、摄影、光伏等领域。根据国家能源局数据, 2018 年前三季度, 我国光伏发电新增装机 3454.4 万千瓦, 同比下降 19.7%, 其中, 光伏电站 1740.1 万千瓦, 同比减少 37.2%; 分布式光伏 1714.3 万千瓦, 同比增长 12%。截至 9 月底, 全国光伏发电装机容量达到 16474.3 万千瓦, 其中, 光伏电站 11794.1 万千瓦, 分布式光伏 4680.2 万千瓦。不过今年年初以来银价的下跌使得上游生产企业备受煎熬, 但是国内白银下游需求一直没有全面回暖。近年来, 随着降低白银含量成本的技术革新, 太阳能电池板所需的白银含量逐步降低。2018 年美国宣布对太阳能电池板征收 30% 关税, 将进一步打压白银的工业需求。

### 2.1.2 印度

今年以来, 印度黄金进口量一直在减少。印度政府一直以税收的方式限制着黄金进口量, 以期控制该国的经常账户赤字(CAD)水平。2013 年, 印度政府将黄金进口关税上调至 10%, 在 2017 年则额外增加了 3% 的销售税。2018 年一季度, 由于印度当金价上涨至 16 个月以来的高位, 抑制了全球第二大黄金消费国的需求, 印度黄金进口量 163.1 吨, 同比下滑 32%。其中 3 月份进口量同比锐减约 50%, 为连续第三个月下滑。而进入二季度, 印度黄金需求同样疲软。根据彭博及 GSECL 的数据, 印度 4 月黄金进口量下跌 46%, 而白银进口量仅有 0.51 吨, 较去年同期的 3.95 吨下降了 87%。印度财政部的数据显示, 今年上半年印度黄金进口量下降 40% 至 343 吨, 二季度印度进口的黄金下降了 25% 至 84.3 亿美元, 6 月印度进口黄金总计只有 44 吨, 同比下降 25%, 并且这是其连续第 6 个月下降; 三季度, 由于珠宝商为光明节和婚礼季囤货以及交易商猜测印度会继续上调进口税, 印度黄金需求同比增长 10% 达 183.2 吨, 黄金进口出现攀升, 7 月和 8 月分别进口了 68 和 90 吨黄金; 四季度, 尽管有大量节日以及印度的婚礼季到来, 但由于印度国内黄金价格快速上涨以及卢比贬值, 印度黄金进口下降, 10 月黄金进口按年下滑 42%。2018 年印度卢比兑美元跌破 70

关口，而印度外贸的经常帐赤字已经达到了 GDP 的 2.4%。

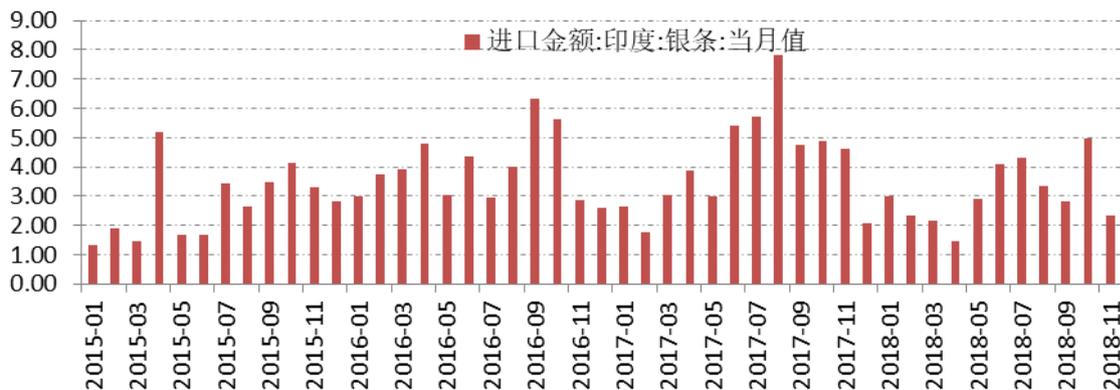
图表 38: 印度黄金金饰需求 (单位: 吨)



资料来源: 世界黄金协会、新湖期货研究所

白银方面，银价下跌推高了白银在印度的银器、工业上的需求。印度进口的白银主要来自于英国，大量印度进口的白银主要流入了零售银饰和艺术品的销售中。2018 年前 6 个月，印度累计进口 3889 吨白银，10 月份印度白银进口量同比增加 51.7%至 5.262 亿美元

图表 39: 印度白银进口 (单位: 百万美元)

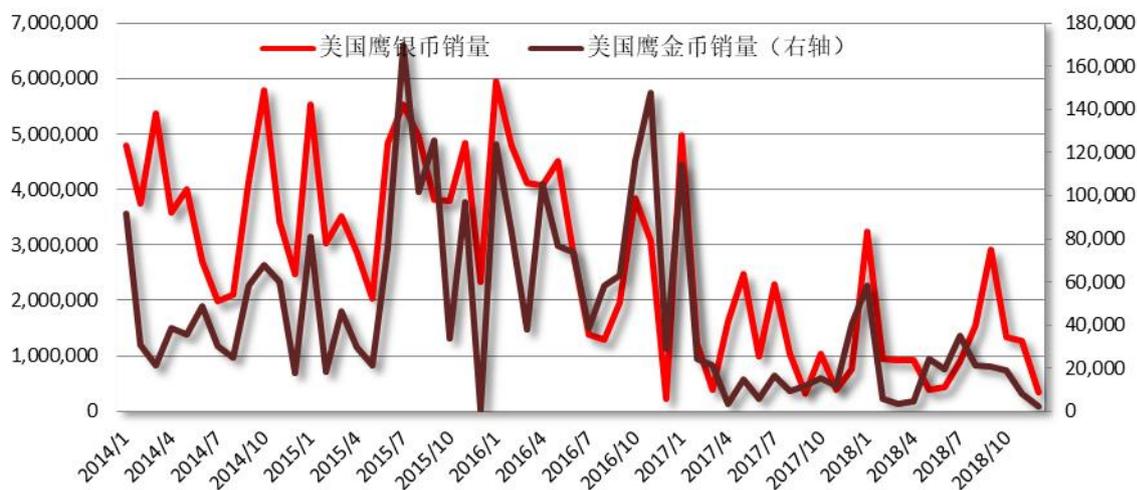


资料来源: WIND、新湖期货研究所

### 2.1.3 美国

2018 年美国铸币厂共销售 22 万盎司美国鹰牌金币,相比 2017 年的 29 万盎司减少 23%,创近年来的新低; 银币销量为 1506 万盎司,相比 2017 年减少 13.5%。从季度分布来看,前三季度金币销量均保持高位,但是四季度金币销量大幅下滑,从而拖累了全年销量; 一季度和三季度银币的销量相对较高,而二季度和四季度销量均出现回落。总的来看,2018 年美国金币银币总体销量出现下滑,显示出美国市场贵金属市场人气不足,特别是在四季度进入圣诞节期间美国金币银币销量不增反降。

图表 40: 2014 年以来美国金币销售量 (单位: 盎司)



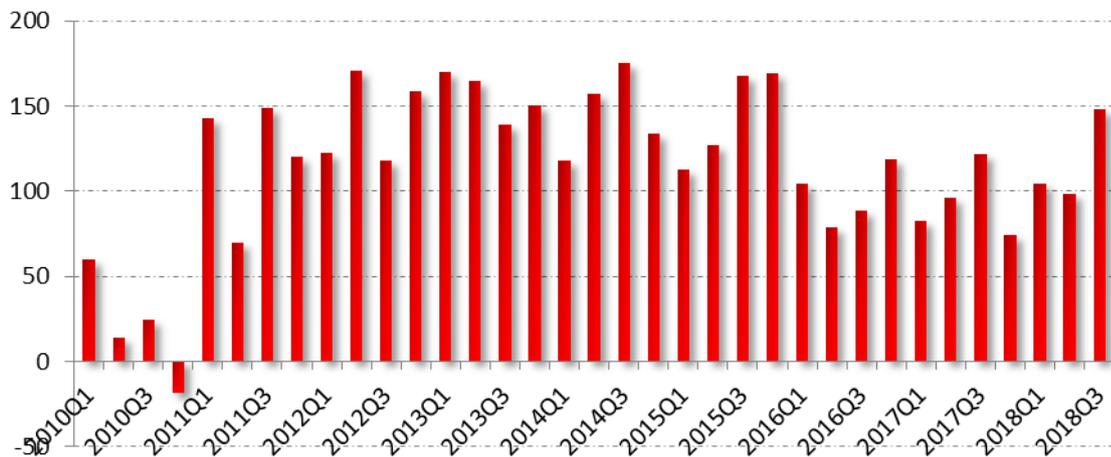
资料来源: 美国铸币局、新湖期货研究所

## 2.2 央行购金

央行购金一直是黄金市场上不可忽视的力量。2018 年, 全球各国央行延续了增持黄金储备的趋势。今年以来全球共有 20 多家央行不同程度地增持了黄金。俄罗斯成为购金主力, 全年购金 198 吨, 目前俄罗斯央行黄金储备达 2036 吨。印度和土耳其在今年也明显增加购金。美国继续维持着世界第一的黄金储备, 目前美国的黄金储备量达到 8133.5 吨。2018 年法国、意大利等欧元区国家的黄金储备基本保持不变。中国今年以来的官方的黄金储备没有发生变化, 11 月末中国黄金储备为 1842.6 吨。不过中国黄金增持的渠道主要包括国内杂金提纯、生产收贮、国内外市场交易等方式。而中国自 2015 年 4 月开始就已经限制黄金出口数量, 进口却在增加。另外, 全球央行中减持黄金储备的主要国家是德国、斯里兰卡、委内瑞拉、捷克、印尼等国家, 不过由于这些国家中除德国外黄金储备基数较小, 对市场影响不大。央行增持黄金储备的主要目的是增强金融系统稳定、增加市场信心, 而减持黄金储备的目的主要是应对国际收支上的需要以及调整黄金储备政策等。

根据近几年全球主要央行黄金储备变化趋势的研究, 预计 2019 年央行仍然是黄金市场的净买入方, 特别是新兴国家仍将是购金主力。

图表 41: 2011-2018 年官方净购金量变化情况 (单位: 吨)

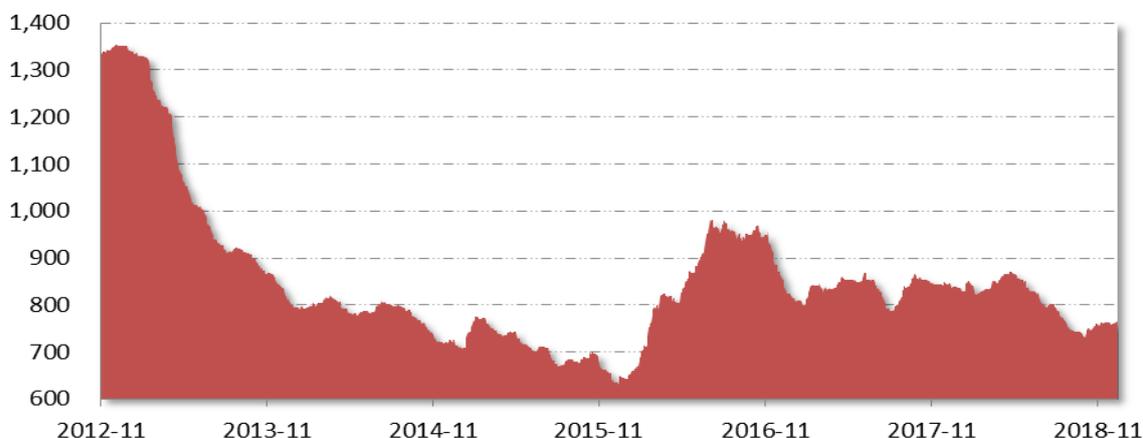


资料来源: WIND、新湖期货研究所

### 2.3 投资需求: ETF 持仓流出

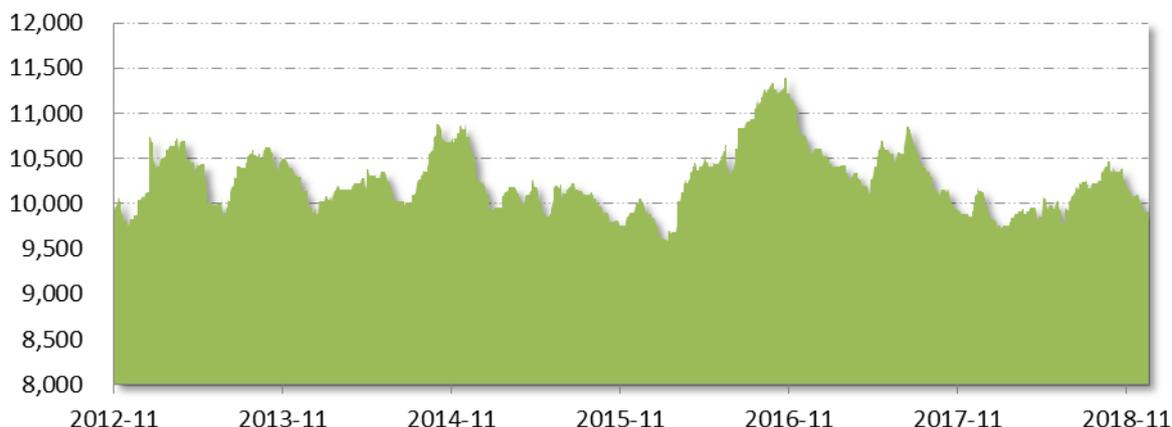
投资需求在很大程度上影响着黄金白银价格。ETF 市场作为黄金投资的主要市场, 往往成为投资需求的风向标。2018 年以来, 全球市场中主要黄金和白银 ETF 均延续了流出态势。资金大幅流出贵金属 ETF 市场暗示投资情绪的萎靡, 同时也成为贵金属价格低迷的主要推动力。全球最大的黄金上市交易基金 (ETF)——SPDR Gold Trust 持仓量今年呈现前高后低的特点, 2018 年以来累计减少 74 吨。上半年 SPDR 黄金 ETF 持仓量保持在 800 吨水平以上, 下半年持仓量则回落至 750 吨水平附近, 全年持有量均保持在 730 吨水平以上。iShares 白银 ETF 持仓量在上半年保持在 9800 吨至 10000 吨水平, 而三季度持仓量一度冲高至 10400 吨水平高位, 随后四季度大幅下降, 全年持仓量累计下降 88 吨。中国国内四只黄金 ETF 的持有份额稳中有降。印度在过去 5 个财年中, 黄金 ETF 持有量都有下降。2018 年 4 月到 10 月期间, 印度黄金 ETF 总计流出 42.2 亿卢比。总的来看, 2018 年黄金 ETF 持仓量较去年有明显下滑, 而白银 ETF 流出量较去年有明显的减少。

图表 42: SPDR 黄金 ETF 持仓量 (单位: 吨)



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 43: iShares 白银 ETF 持仓量 (单位: 吨)



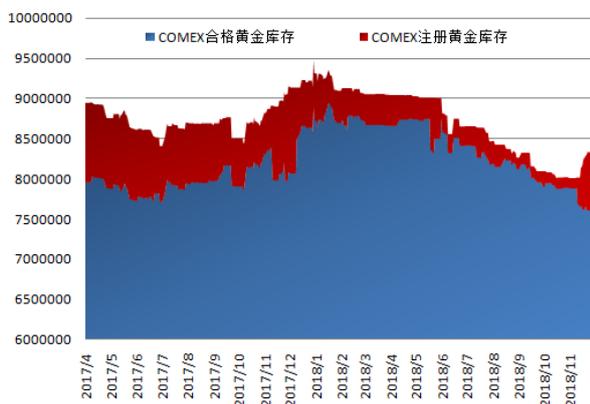
资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

### 3. 黄金白银库: 表现分化

COMEX 黄金和白银库存表现出明显的分化, 表现在黄金库存水平持续减少, 而白银库存水平持续增加。从库存水平变化来看, 1-11 月注册黄金库存稳中有降, 但是 12 月出现激增, 不过由于合格黄金库存不断下降, 因此全年 COMEX 黄金库存出现减少。2018 年 COMEX 黄金库存总体减少 80 万盎司, 其中合格黄金库存减少 88 万盎司, 而注册黄金库存增加 8 万盎司; 白银库存水平总体保持持续增加, 全年库存增加 5.2 万盎司, 其中注册白银库存虽然占总库存量不是很大, 但全年增幅比较明显, 由年初的 4 万多盎司增加至 8 万多盎司, 增幅将近一倍, 而合格白银库存虽然也有增加但增幅不明显, 其全年仅增加 1.5 万盎司。。COMEX 黄金库存减少, 显示出市场出现实物黄金出现短缺的现象。

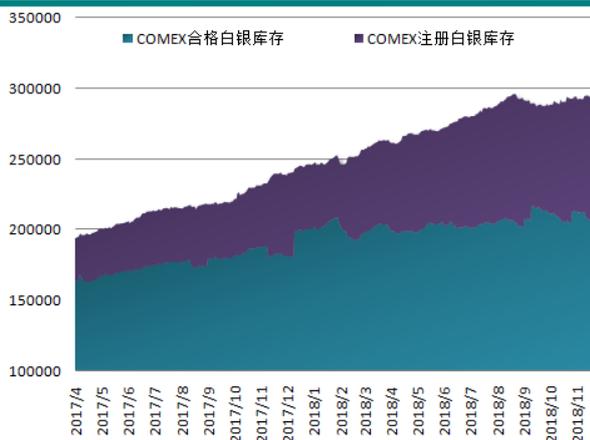
上期所黄金和白银库存变化表现出跟 COMEX 不一样的分化状态: 今年以来上期所黄金库存以增加为主, 而白银库存以下降为主。上期所黄金库存在 12 月底激增至 2460 千克, 其总体特点是一季度和三季度库存水平总体保持平衡, 而二季度和四季度黄金库存均表现出激增后迅速回落, 特别是 6 月份上期黄金最高达 4836 千克, 为历史最高水平; 四季度黄金库存也出现冲高回落走势, 最高 3807 千克后回落 1026 千克水平, 相年初减少 309 千克。上期白银库存在上半年稳中略有增加, 但是下半年白银库存变化出现更加陡峭趋势, 全年减少 24 万千克。不过相比 2012 年的 120 万千克历史高位而言仍有不小差距。

图表 44: COMEX 黄金库存 (单位: 盎司)



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 45: COMEX 白银库存 (单位: 盎司)



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 46: 上期所黄金库存 (单位: 千克)



资料来源: WIND、新湖期货研究所

图表 47: 上期所白银库存 (单位: 千克)



资料来源: WIND、新湖期货研究所

## 四、2019 年黄金白银行情展望

### 1. 宏观基本面分析

#### 1.1 全球经济弱复苏

2019 年全球经济将大概率延续 2018 年的弱势复苏。美国经济将继续领先其他发达经济体复苏,但复苏力度边际减弱;欧洲经济复苏步伐稳中有降;新兴经济体经济将继续分化;全球通胀水平将受原油价格掣肘,全球制造业预计表现不佳。贸易摩擦、地缘政治、主要发达经济体货币政策正常化等将加大全球经济的不确定性。

美国经济复苏有可能延续放缓,美国减税的边际效应将递减,同时在美元高利率以及特朗普政策的支持下,美国企业将保持回流美国。就业上,美国失业率进一步下降的空间缩小,但整体水平将保持低位,而薪资水平有提升空间。预计美国工业产能利用率将继续回升,制造业将继续保持平稳;在高利率以及高房价的作用下,2019 年美国房地产将继续承压。

欧洲经济将趋稳,总体失业率仍有下降空间,不过核心通胀率将持续低迷,全球贸易

紧张加剧以及关税上升将打压欧元区出口以及经济增长动力，欧元区各成员国间复苏仍将不均衡，部分国家青年失业率上升以及贫富不均状况将加剧欧元区社会动荡。欧洲政治风险仍将处于高位，英国有可能正式脱离欧盟，欧洲政治风险和债务水平有可能会拖累欧洲经济和欧元走势。

## 1.2 欧美央行货币政策将趋同

通过对 2018 年黄金白银价格走势分析可以看出，货币政策走向成为决定金价中长期走势的核心因素。美国经济复苏背景下美元加息预期推动美元上涨，成为压制金银价格的关键因素。美元加息意味着美联储在加速收缩流动性和去杠杆化上更进一步，其所产生的信贷边际成本会使得美元市场的信贷环境恶化，全球金融资产也将进行重估。

2019 年全球央行货币政策将整体收紧。2018 年美元四次加息尘埃落定，缩表也如期进行。从退出宽松的路径来看，2019 年美联储加息和缩表将继续并存，预计 2019 年美联储缩表进程不会有显著逆转，缩表规模将到 3.5 万亿。但随着全球金融动荡以及美国经济疲软，**美元加息进程将迎来拐点**：1) 下半年美联储加息之后金融市场动荡，美股连续重挫，特朗普多次批评美联储过快加息；2) 美国经济边际走弱：非农就业数据季节性波动，失业率继续下降空间有限，薪资环比不及预期；制造业和服务业 PMI 创阶段性新低；核心 PCE 物价指数持续低于长期通胀 2% 的目标；美国房贷利率创七年新高，美国新屋、成屋销售均处于阶段低位，美国房地产活动增长进入负区间；3) 部分美联储官员态度转鸽；4) 美债收益率曲线出现局部倒挂；5) 美国经济金融体系面临资产价格估值偏高、美国政府财政赤字压力、加息缩表以及贸易战等风险。

我们预计 2019 年美联储加息预期将弱化：特朗普“逼宫”美联储减缓加息、经济数据疲软、美联储下调核心 PCE、中美贸易战。未来美联储货币政策在大方向上将继续向紧缩方向推进，预计 2019 年可能加息两次，2019 年 6 月份将有可能是一次加息窗口，而另外一次加息时间窗口不确定。

图表 48· 美联储对各指标的预期中值变化

项目	2018	2019	2020	2021	长期	
实际 GDP 增长	9 月份预期	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
	12 月份预期	3.0↓	2.3↓	2.0	1.8	1.9↑
失业率	9 月份预期	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
	12 月份预期	3.7	3.5	3.6	3.8↑	4.4↓
PCE 通胀	9 月份预期	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
	12 月份预期	1.9↓	1.9↓	2.1	2.1	2.0
核心 PCE 通胀	9 月份预期	2.0	2.1	2.1	2.1	-
	12 月份预期	1.9↓	2.0↓	2.0↓	2.0↓	-
利率中值	9 月份预期	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0
	12 月份预期	2.4	2.9↓	3.1↓	3.1↓	2.8↓

资料来源：美联储网站、新湖期货研究所

欧洲央行的货币政策主要针对欧元区经济、失业率及通胀而定。欧洲央行 2019 年货币政策将进一步正常化，政策趋势将朝美联储靠拢。预计欧洲央行退出 QE 后仍将长时间内将到期债券进行再投资，以维持有利的流动性条件以及宽松货币政策。而加息问题上，鉴于目前欧元区经济状况以及 2019 年英国脱欧和意大利财政问题等政治风险，欧洲央行首次加息时间有可能推迟，其最早可能的加息时间点 2019 年年中左右。

### 1.3 新兴国家市场风险

当前全球经济体之间的联系更加紧密，区域经济一体化不断深入，新兴经济体经济和贸易发展的溢出效应更加显著。新兴市场风险对全球存在外溢性影响。美联储货币政策收缩对新兴经济体的影响已有所显现，2019 年贸易摩擦的规模和地域性将逐渐扩张，叠加美元加息节奏加快，全球经济面临增长放缓的风险，新兴经济有可能面临经济危机和金融危机的冲击。

2019 年美元的“加息+缩表”无疑将加大国际资本回流美国力度，美元大概率保持强势。利差效应将使得新兴国家逐渐失去利率优势和汇率优势，进而引发新兴国家货币贬值。强势美元将引爆新兴国家外债高企，强势美元将增加这些国家对外融资成本和外债负担。未来随着主要发达经济体央行退出宽松货币政策，新兴市场将继续承压。另外美元飙升以及贸易摩擦继续升级将对高度依赖大宗商品出口的国家产生冲击。

### 2. 微观供需面

供给端上，预计 2019 年全球黄金供给较难上升，国内环保政策将继续限制金矿供给，但进口原料金将继续增加，而回收供给量受价格水平制约；国内环保政策趋紧下白银供给也料将有限，而铅锌矿对白银产量有带动作用。

需求端上，中国黄金需求预计不温不火；经常账赤字和汇率贬值将继续成为印度政府

对黄金进口是否放开的主要因素，预计印度黄金进口将继续受限，而天气因素对农民收入的影响以及季节性因素对黄金实物消费有直接影响；在全球经济弱复苏以及贸易战背景下，预计白银工业需求将疲软；投资需求上机构对黄金白银的持仓将取决于宏观面和避险因素。

库存上，需求变化将继续主导国内外黄金白银库存变化，预计 2019 年白银库存料将保持高位，黄金库存仍将内外有别。

总体上，我们认为 2019 年全球黄金和白银在供给上不会太大变化，而需求上将受全球经济状况、各国汇率走势以及机构投资需求主导。

### 3. 行情展望

2018 年来全球金融市场颇为动荡，地缘政治事件暗流涌动，但由此导致的避险情绪却未能为黄金价格提供有效支撑。美元走强强化了黄金的金融属性，地缘政治将强化了黄金的支撑力度，而白银商品属性拖累了白银价格，使得白银价格在 2018 年继续弱于黄金价格，金银比价大幅回升。

结合下目前的经济周期来看，美国经济仍将一枝独秀，其它国家经济则主要靠货币政策推动。美国就业状况和核心通胀将分别向充分就业和美联储目标靠近，其内部风险在于美国政治以及房地产市场风险，减税对经济的拉动作用将边际弱化，外部风险则在于贸易摩擦以及全球金融市场波动，贸易上将维持逆差状态；欧元区和日本 2019 年 GDP 增速有望继续企稳，其加息条件将更加成熟，但欧洲政治风险有可能进一步拖累欧元，而日元避险作用将进一步发挥；新兴国家经济将进一步分化，汇率整体面临贬值。

考察贵金属的另一个纬度是资金流向。市场风险偏好将导致资金在不同大类资产之间的切换。2019 年全球经济将再平衡，风险资产价格将重估。美元继续退出宽松以及欧元加息预期将加大国际资金回流欧美力度，新兴国家货币进一步失去利率上的优势。而在大类资产之间，全球股市的不确定性将增加市场对冲宏观风险的需要，美股泡沫将催生市场避险需求，传统避险品种将有一定的表现机会；美元将维持强势，欧元有可能补涨，人民币汇率将面临多重压力；短期通胀预期弱化以及美联储缩表将拉动美国长期利率，美债收益率料将平坦。

总体上，我们认为 2019 年全球经济弱复苏的背景下，贸易摩擦、欧洲政治风险和全球地缘政治风险依旧会对市场带来不确定。宏观层面整体对美元指数整体较为有利，预计 2019 年美元指数仍有继续走强的基础，贵金属价格整体反转空间受限，而实物需求能否在 2019 年有所改善将对贵金属价格起到支撑作用。我们对 2019 年黄金价格继续谨慎性看多，上半年走势有可能呈现先扬后抑格局，下半年不确定性较大。预计全年黄金价格在 1150-1500 美元范围内波动，白银价格在 13.5-20.0 美元范围内波动。国内人民币汇率的双向波动将使得沪金沪银价格享受的“红利”减少，内外盘黄金白银价格有可能出现分化，金银比价仍有创新高可能。

我们认为对于贵金属市场而言，2019 年需要关注以下可能的**尾部风险**：

(1) 美联储退出宽松节奏。2019 年美联储将扭转 2018 年的“快加息+慢缩表”的退出宽松节奏，转为“慢加息+快缩表”，预计全年美联储加息次数放缓至 2 次，缩表有可能加快，美债收益率曲线将有显著变化。而一旦美联储打破市场预期的退出宽松节奏，市场波动将在所难免。

(2) 全球贸易摩擦。预计 2019 年全球贸易摩擦将延续，其负面作用将进一步显现，将影响全球经济增长预期和市场风险偏好。中美贸易博弈将更常态化。

(3) 美国和欧洲政治危机。2019 年美国国会将进入分裂状态，特朗普面临被弹劾风险，其财政政策推进也可能受阻，同时美国政府面临关门风险；欧洲政治危机和民粹主义倾向将加强，德国总理默克尔 2019 年将退出政坛，欧洲议会及七个欧盟国家都将进行选举，欧洲将迎来更广泛的选举，而英国协议脱欧能否如期进行存在不确定，意大利财政预算危机和外围国家债务危机将延续，预计 2019 年欧元和美元货币将受到政治危机的拖累。

(4) 地缘政治危机。2018 年，朝美关系缓和，全球政治格局趋于平稳，金银的风险溢价消退。但同时我们也看全球政治局势不确定性仍较大，预计 2019 年地缘政治事件仍将缓中有紧，对全球金融市场的影响将持续。

(5) 新兴国家动荡。新兴国家在美元加息、资本外流的背景下将更加动荡不安，货币政策调整也将更加频繁，由此带来汇率、利率的急剧变化。中国因素对全球金融市场的影响也将更加深化。

(6) 全球债务问题。预计在财政扩张下发达经济体债务规模将有所上升，同时美联储加息步伐加快将增加借贷成本，或将导致债务违约激增，新兴经济体债务规模也将加大。债务高企将制约各国财政政策空间。

 **作者:**

蒋林：新湖期货研究所宏观金融研发总监，进入期货行业以来一直致力于金融期货交易策略研究。擅长宏观基本面分析，对于股指期货、期权套保套利交易有较深入的研究。

李明玉：新湖研究所国债期货高级分析师，数量经济学硕士，进入期货行业以来一直致力于国债期、现货交易策略研究。擅长宏观货币政策分析，对于国债期现货套保、套利交易策略有较深入的研究。

王志萍：现任新湖期货研究所研究员，主要研究黄金白银等贵金属品种。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。