

# 信用收紧成趋势 资本市场路在何方？

郭远爱

2017年6月21日

# 目录 CONTENTS

1

中美货币政策还会“完美联动”？

2

金融监管：中场≠终场

3

下半年大宗商品的几点看法

# 目录CONTENTS

1

中美货币政策还会“完美联动”？

2

金融监管：中场≠终场

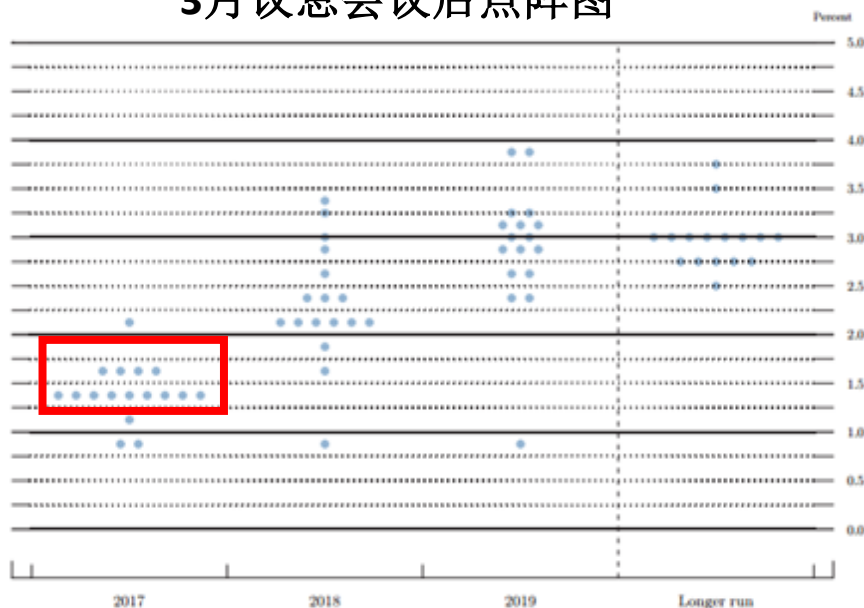
3

下半年大宗商品的几点看法

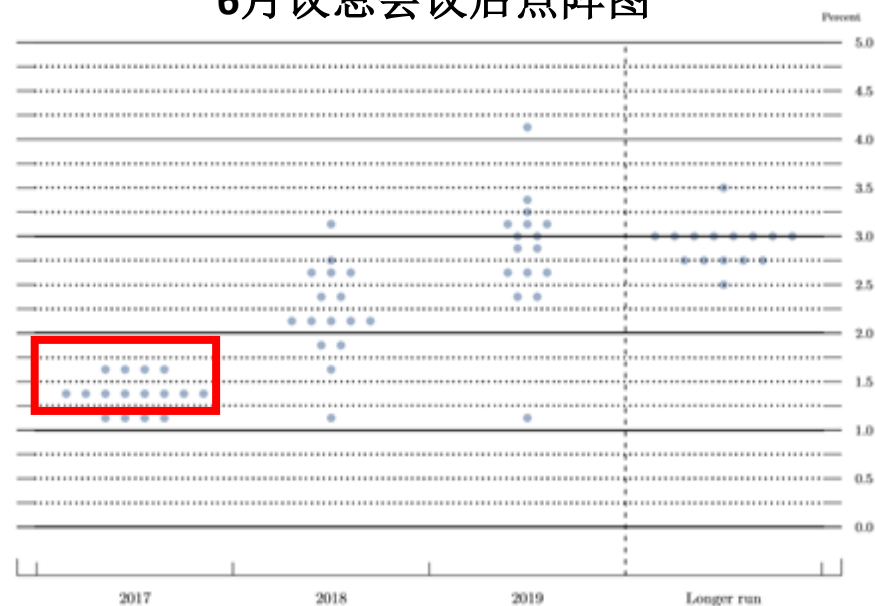
## ● 美联储如期加息，释放超预期信号

- 美联储虽然承认了近期通胀水平走弱，但声称不会对短期的数据反应过度；
- 美联储此次公布了缩表的具体方式，但删除了5月会议声明中的前提条件——“直到联邦基金利率水平的正常化取得顺利进展”。
- 美联储可能不会等到基准利率中值达到1.4%才启动缩表，这也是美联储较为鹰派的一面。

3月议息会议后点阵图



6月议息会议后点阵图

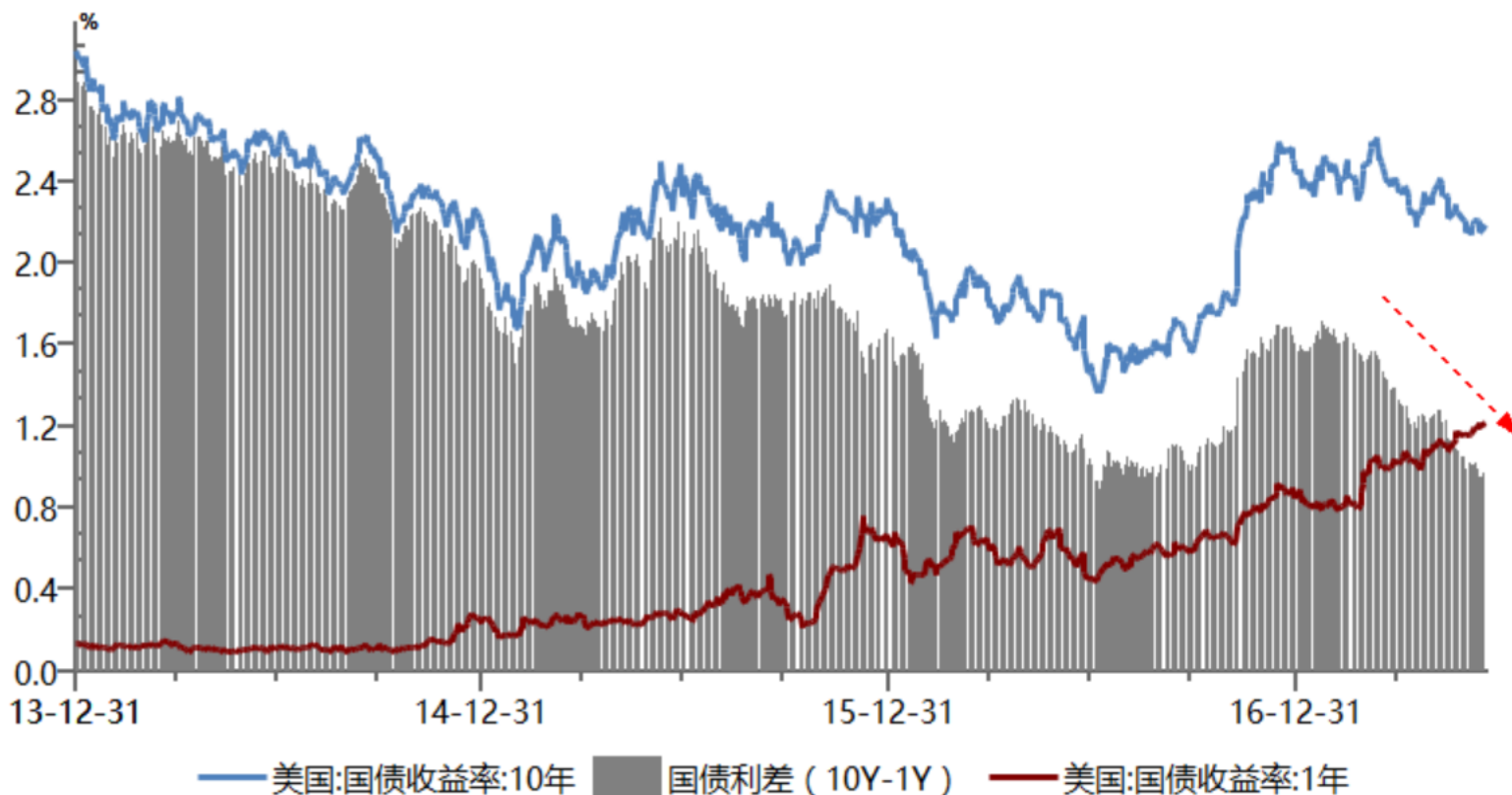


## ● 市场的关注点或许已经转向

| <br>信达期货<br>CINDA FUTURES | 2017年美联储议息会议时间 |            |                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------------|-----------------|
| 加息次数                                                                                                       | 议息会议时间         | 会后是否公布经济预期 | 是否举行新闻发布会（主席耶伦） |
| 第一次                                                                                                        | 1月31日-2月1日     | 否          | 否               |
| 第二次                                                                                                        | 3月14日-15日      | 是          | 是               |
| 第三次                                                                                                        | 5月2日-3日        | 否          | 否               |
| 第四次                                                                                                        | 6月13日-14日      | 是          | 是               |
| 第五次                                                                                                        | 7月25日-26日      | 否          | 否               |
| 第六次                                                                                                        | 9月19日-20日      | 是          | 是               |
| 第七次                                                                                                        | 10月31日-11月1日   | 否          | 否               |
| 第八次                                                                                                        | 12月12日-13日     | 是          | 是               |

## ● “格林斯潘”之谜再现

- 何为“格林斯潘”之谜？
- “格林斯潘”之谜出现意味着什么？
- “格林斯潘”之谜出现，对未来美联储加息路径有何影响？



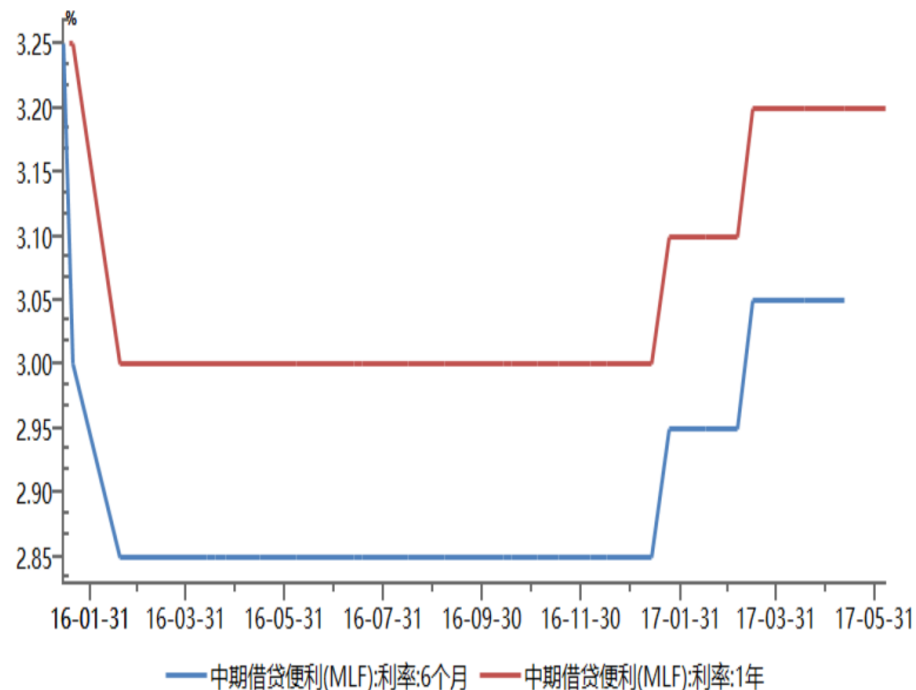
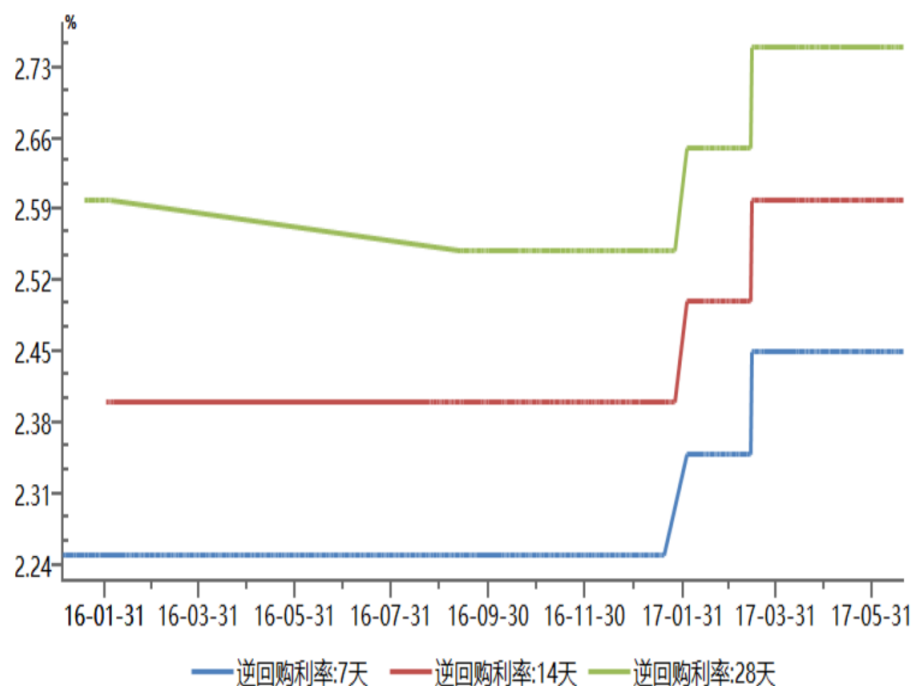
## ● 美元未来走势如何？

- 美国货币政策已进入平稳的加息周期，美联储加息周期已完全打开；
- **观点：美元已经进入震荡筑底的尾声，继续下行的压力和空间不大，97左右的位置可以适当看多；**
- 三点理由：特朗普交易的变化；欧洲经济的变化；美元持仓的变化



## ● 中美货币政策还会完美“联动”么？

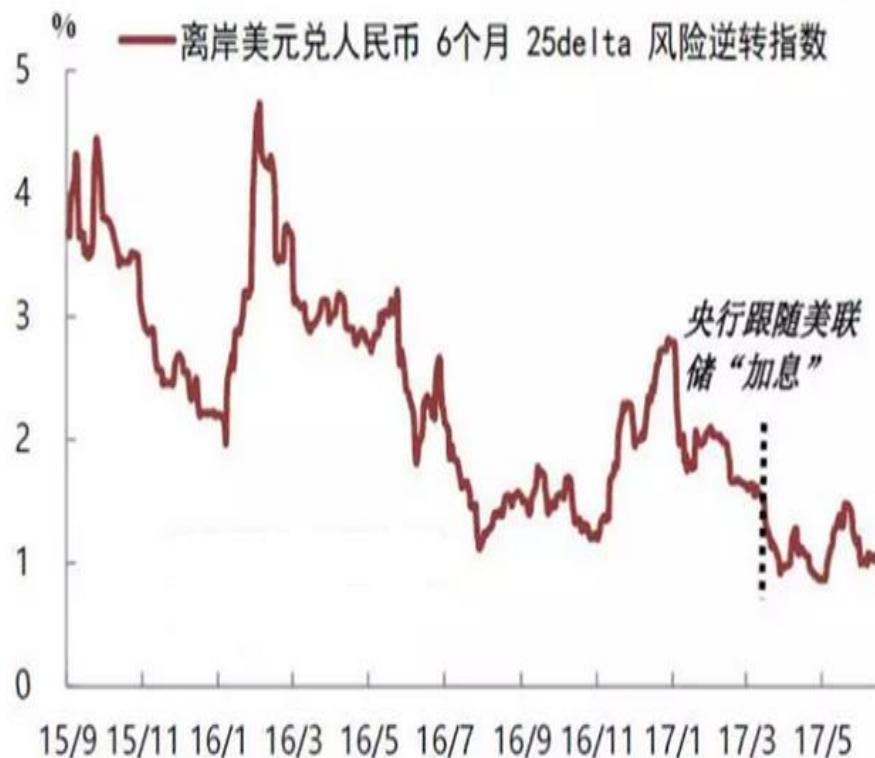
- 3月美联储加息之后，仅仅数个小时后，中国央行上调7天、14天、28天期逆回购操作中标利率(OMO)10个基点，同时6个月、1年期中期借贷便利中标利率(MLF)也分别上调10个基点。
- 今时不比往昔，美联储的加息短期内不会引导中国货币政策随之收紧。





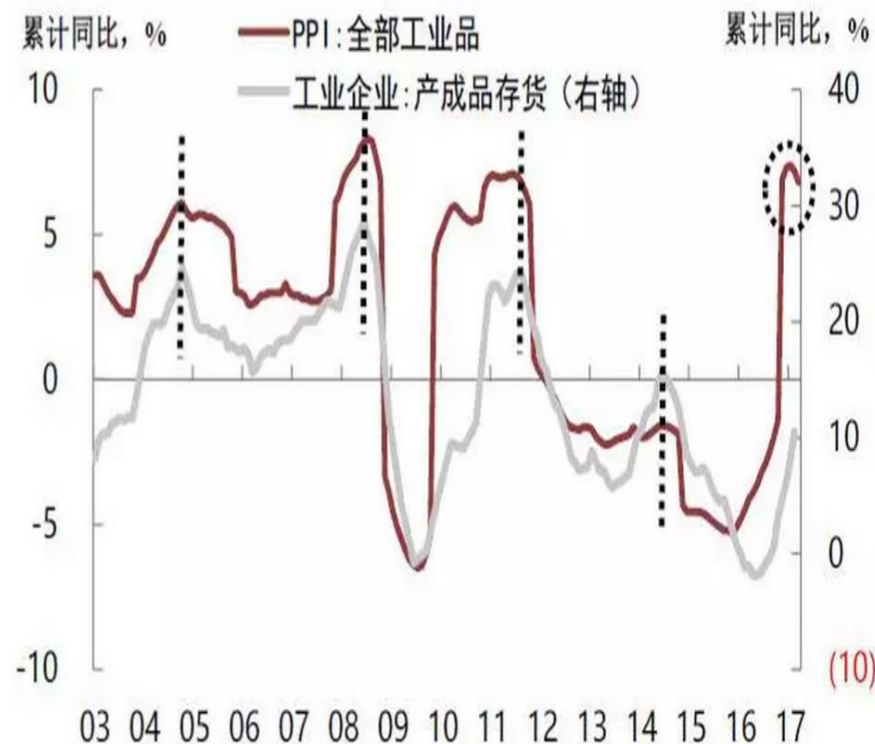
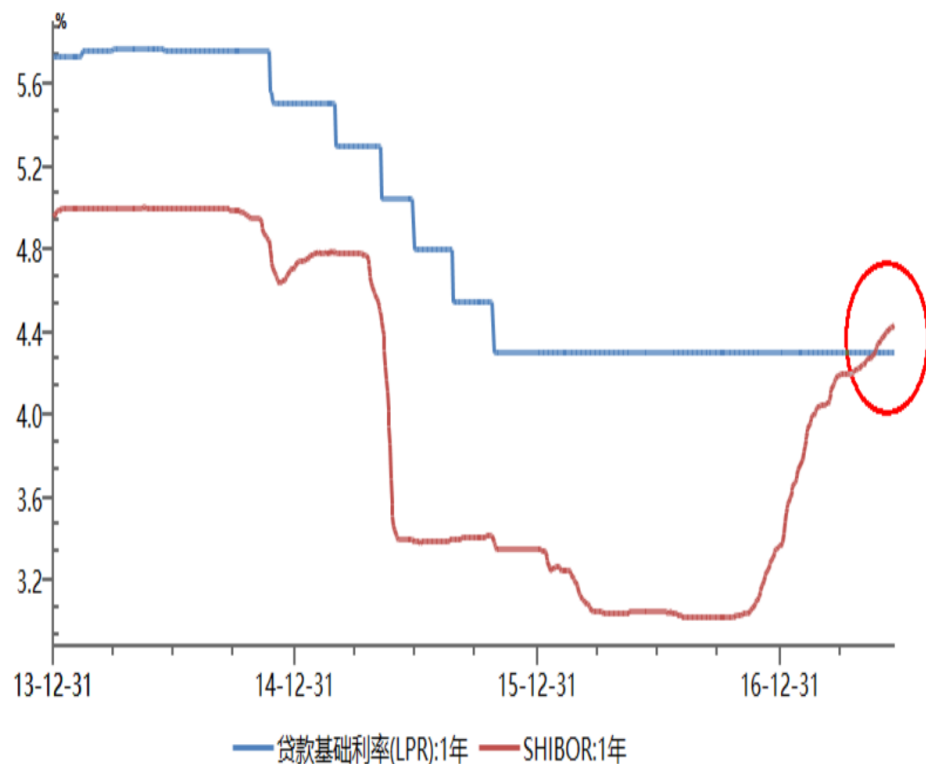
## ● 中国央行短期内不会“顺势”跟进加息

- 中国的“加息”已经走在美国之前，有明显的“透支”倾向；
- 当前时点，中美利差已经拉大到一个较为健康的水平上；
- 人民币贬值的预期已大幅收敛。



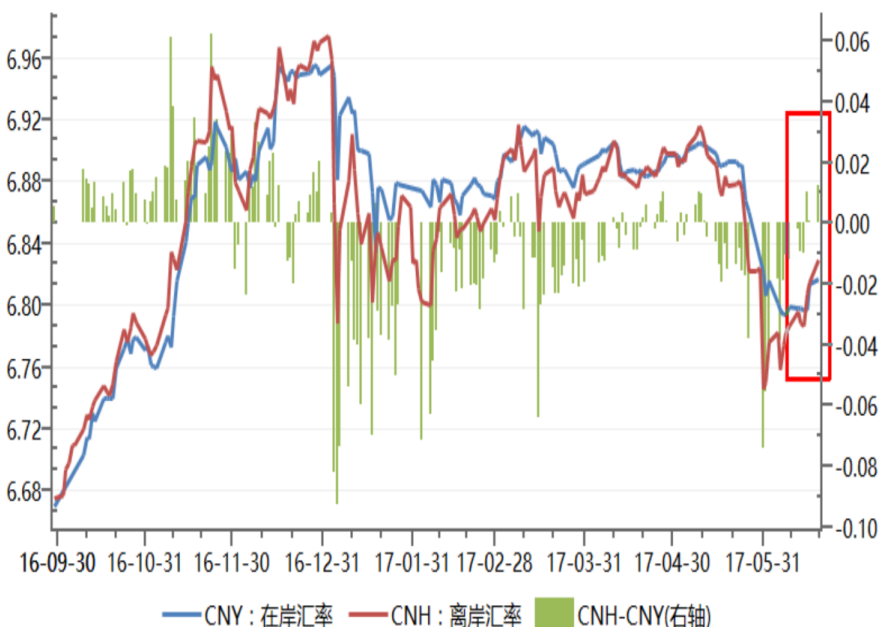
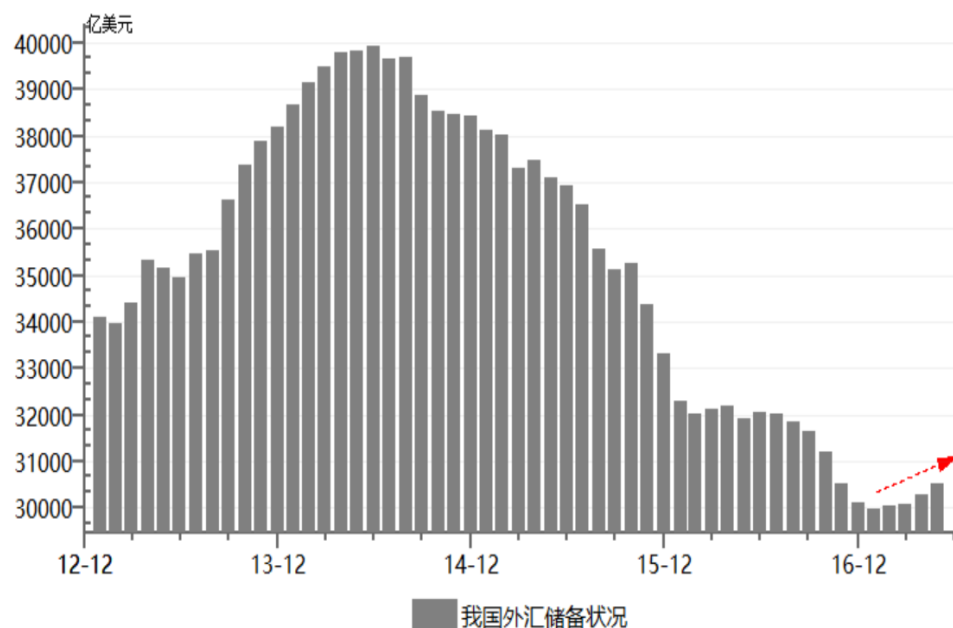
## ● 中国央行短期内不会“顺势”跟进加息

- 金融去杠杆效果初显，市场流动性已大为收紧，市场资金利率已经得到了明显提升；
- 当前中国经济状况同样有别于3月央行跟随加息之时。



## ● 下半年人民币汇率何去何从？

- “逆周期因子”的引入，助推了人民币汇率的升值。
  - 此前人民币对美元中间价形成机制：前一交易日收盘汇率+一篮子货币汇率变化
  - 当前人民币对美元中间价形成机制：前一交易日收盘汇率+一篮子货币汇率变化  
**+逆周期因子**
- 外汇占款已经连续四连升。
- 下半年人民币不会像前两年一样有大幅贬值的压力，预计波动的区间在**6.7~6.9**之间。



# 目录 CONTENTS

1

中美货币政策还会“完美联动”？

2

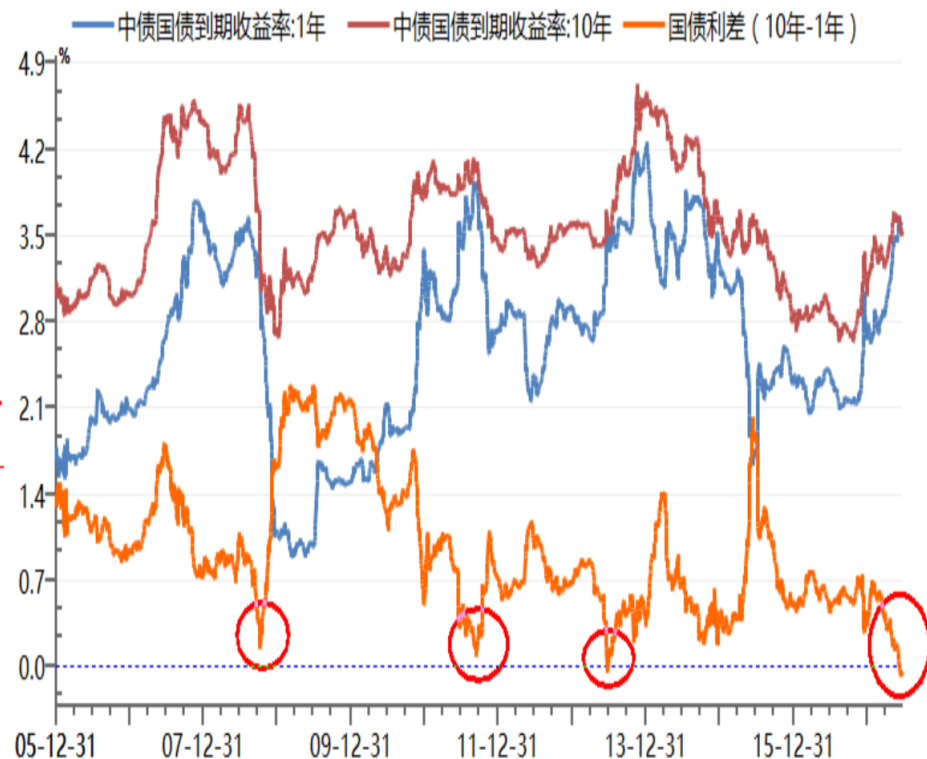
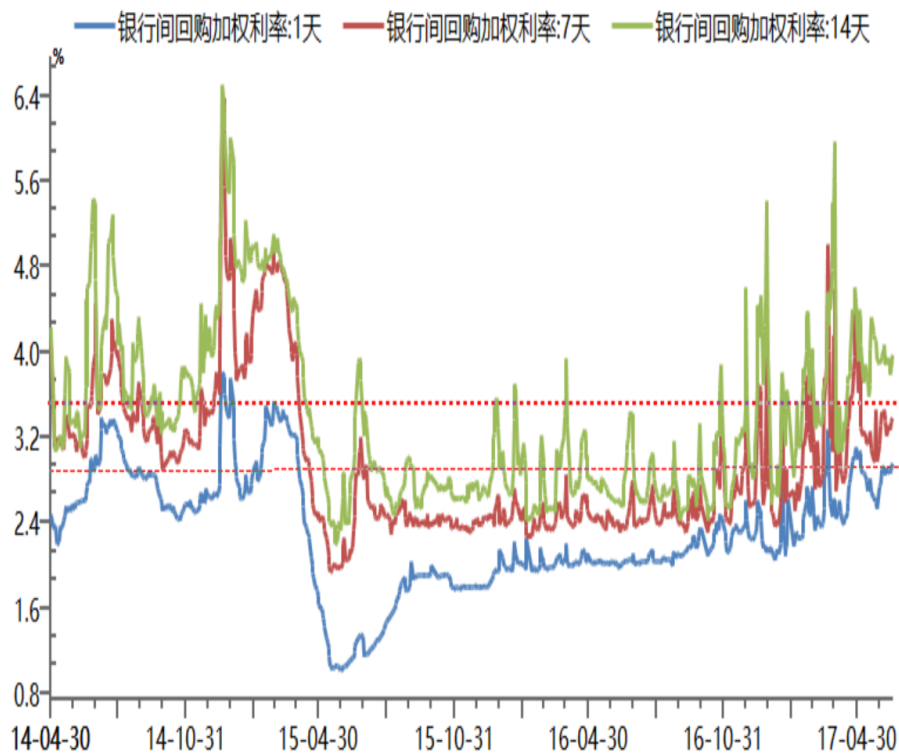
金融监管：中场≠终场

3

下半年大宗商品的几点看法

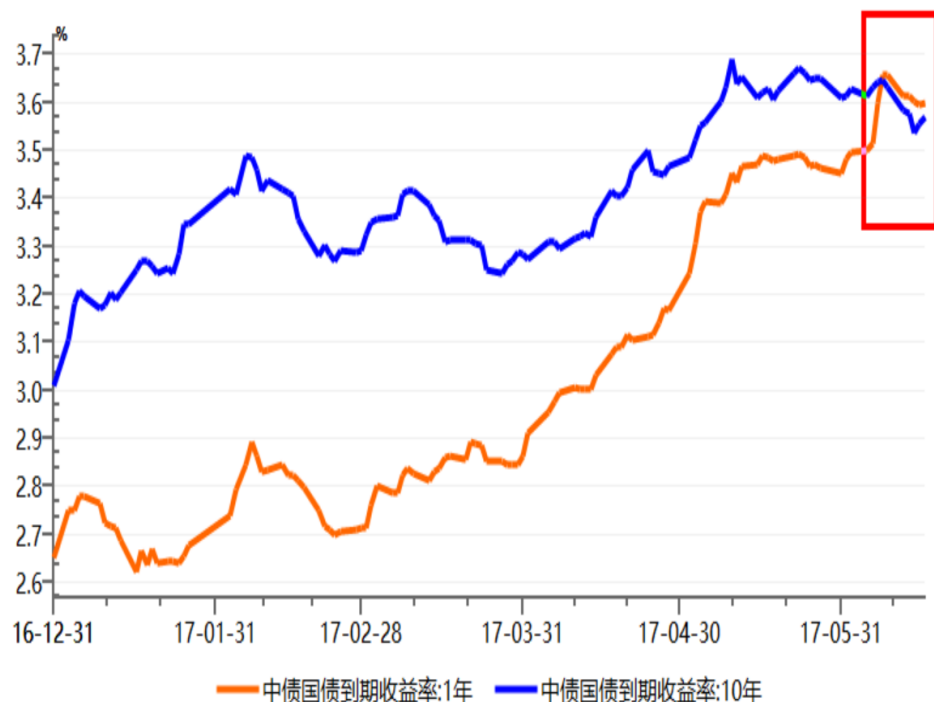
## ● 资金利率维持高位，债市收益率曲线极端平坦化

- 近期银行间资金利率继续维持高位。
- 偏紧的流动性在抬升债券收益率曲线的同时，也带来曲线的扭曲，债市收益率曲线极端平坦化。（2008年8~9月；2011年5~9月；2013年4~6月）
- 债市收益率曲线的“平坦化诅咒”。

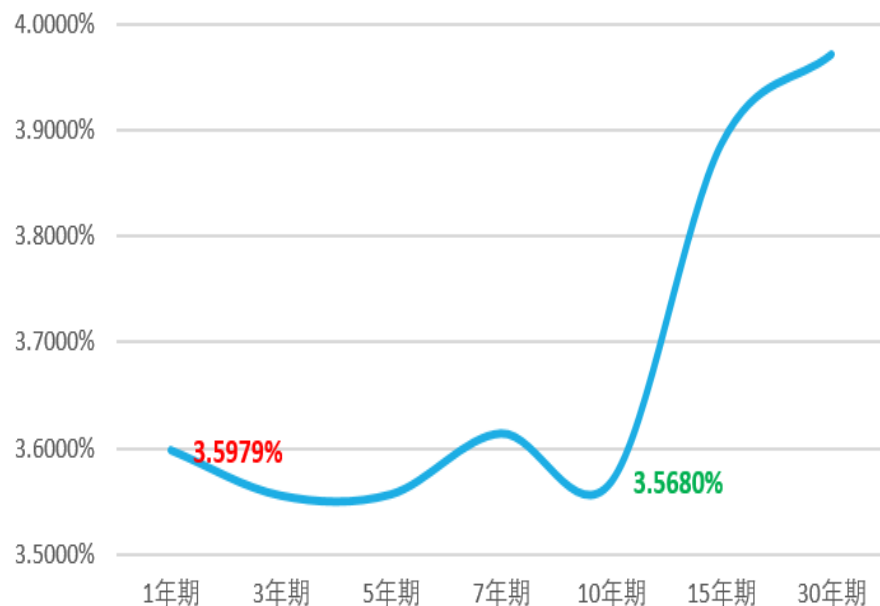


## ● 1Y和10Y国债收益率曲线出现倒挂

- 中国1年期和10年期国债收益率持续出现倒挂，整个国债收益率曲线呈现“W形”；
- 在国内债券市场这种情形不太常见，因为大部分时间利率传导还是较为通畅；
- 国内 1Y和10Y国债收益率曲线倒挂，背后意味着什么？



国债到期收益率曲线呈现“W”形

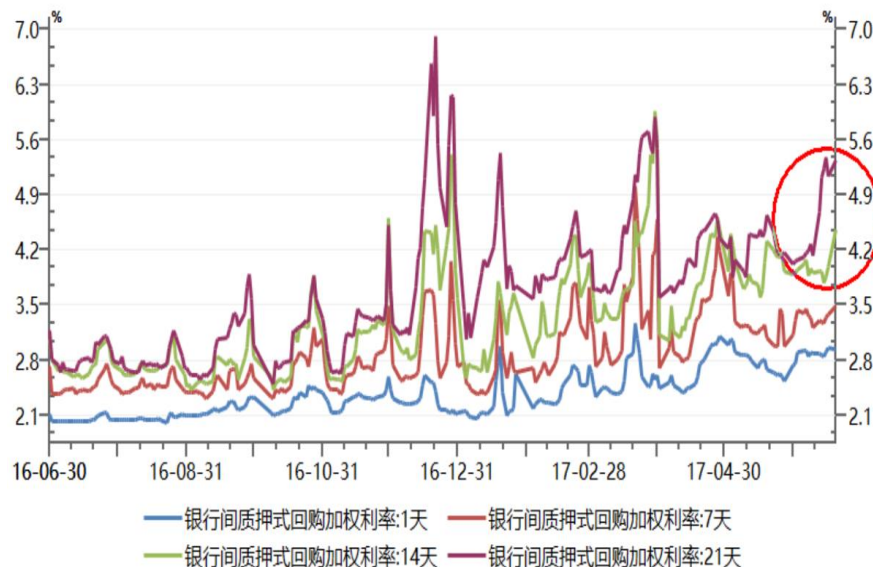
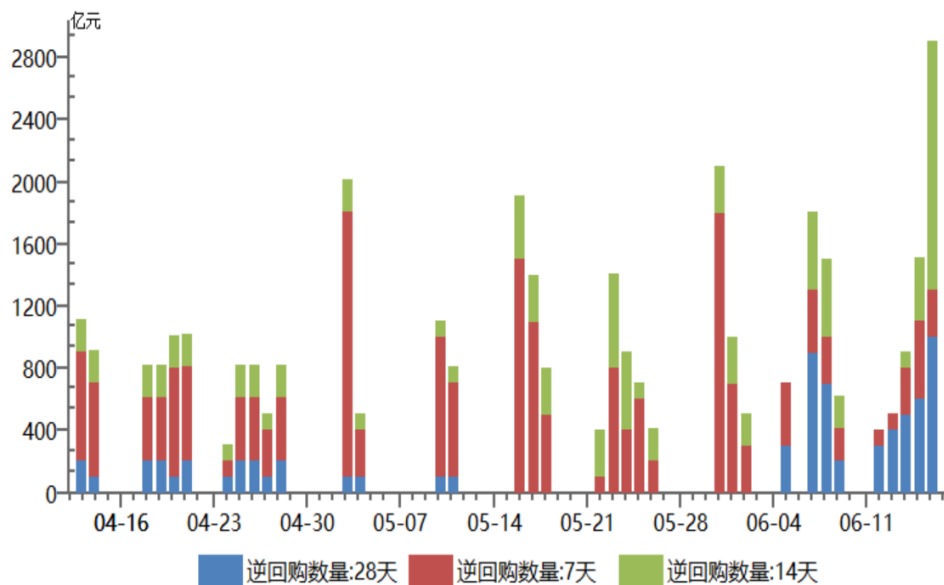
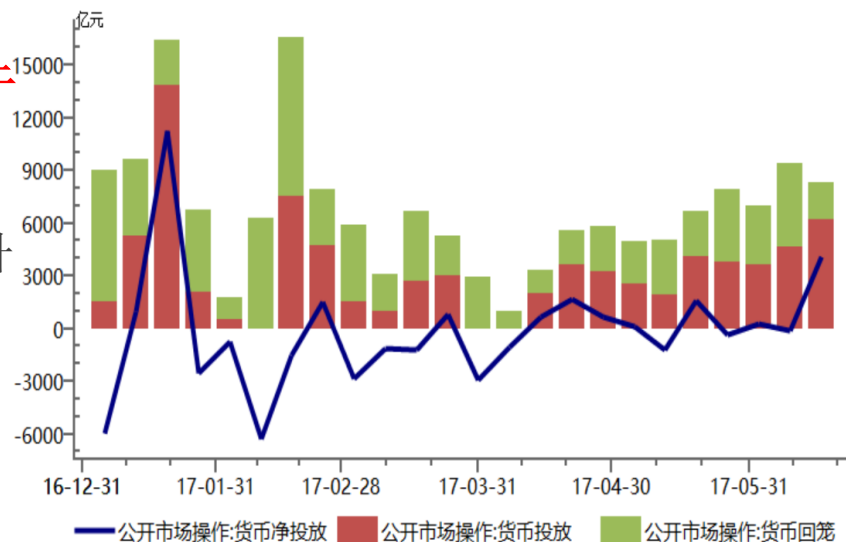




# ● MPA考核叠加半年末时点，央行大力度呵护市场流动性

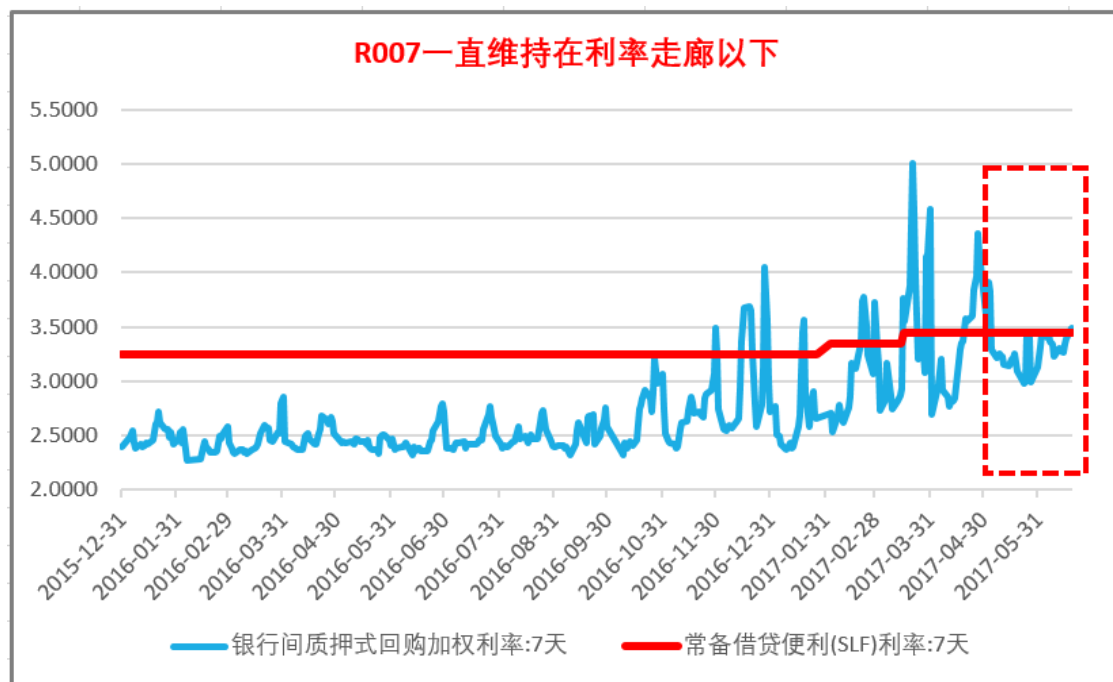
➤ 在央行公开市场操作放量、投放期限上**偏重于跨季资金**；

➤ 可跨季的14天、21天期资金利率出现大幅蹿升，MPA考核的影响开始向货币市场利率逐渐扩散。



## ● 监管协调成为近期新的基调

- 4月上旬以来，银监会“三套利”、“三违反”、“四不当”等监管文件的出台，对市场流动性造成了巨大的冲击。
- 一方面，央行频繁发声安抚市场情绪，并将R007稳定在利率走廊之内，展现出呵护流动性稳定之意；
- 另一方面，银监会延长部分银行自查期限，且近期并未出台新的政策，在步调上似乎也有缓和。

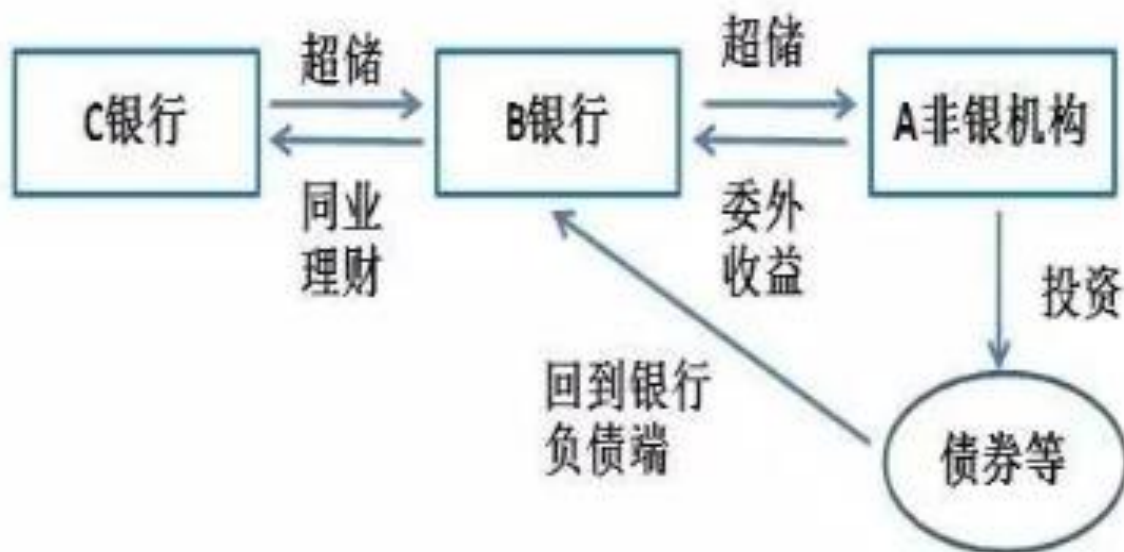




## ● 金融去杠杆，中场 ≠ 终场

- 站在当前时点，我们依然认为不宜低估本轮金融监管的力度和持续性。
- 同业链条过长的问题尚未得到根治，金融去杠杆或仍处于前半程。
- **拆降同业链条是金融去杠杆的重要一环。** 金融去杠杆要告一段落，需要看到同业存单稳定的“量价齐降”。

银行间的同业链条过长问题一直存在



# 目录 CONTENTS

1

中美货币政策还会“完美联动”？

2

金融监管：中场≠终场

3

下半年大宗商品的几点看法

## ● 下半年大宗商品市场关注的因素

- 供给端：关注政策面后期的进展；环保和供给侧改革对商品市场影响的发酵。**政策面对商品的影响有分化，下半年商品间的分化会比较严重。**
- 需求端：去年的需求是复苏的。关注下半年需求复苏是否能够持续；**关注5月房地产投资及基建投资放缓后续能否进一步得到验证。**
- 资金端：去年商品反弹很大程度上因资金的流入，**去年金融资本对商品的供求关系矛盾放大特别明显。**预计下半年资金大量流入的趋势难以持续。



## ● 下半年大宗商品走势研判

- 下半年需求的不确定性可能会是大宗商品波动的根源，而供给的差异会是交易的主要机会。
- 下半年整个大宗商品会表现出一定的分化，整个驱动是向下的。
- 建议去买一些有去产能支撑的品种，去空一些没有去产能支撑的品种。



## ● 几点总结

- 我们认为，美联储未来会根据美国经济的表现如经济增长、失业率、核心通胀等数据来决定未来加息和缩表的时点及操作顺序。
- 在美联储6月加息的背景下，中国央行不会顺势跟进加息，6月央行再度上调政策利率的必要性大为减弱；美元已进入震荡筑底的尾声，在97位置附近继续下行的空间有限。
- “逆周期”因子的引入提振了人民币汇率，下半年人民币汇率不会出现此前两年的大幅贬值。
- 近期债市情绪阶段性回暖，主要源于临近季末金融监管力度似有放缓，站在当前时点，我们依然认为不宜低估本轮金融监管的力度和持续性。
- 下半年的大宗商品，需要重点关注供给端、需求端及金融资本三个维度的表现；大宗商品整体会继续表现出一定的分化，整个驱动是往下的。

# 谢 谢!

地址：杭州市文晖路108号  
浙江出版物资大厦1125室、  
1127室、12、16层  
邮编：310004  
电话：0571-28132578  
传真：0571-28132689  
网址：[www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

