

2016 年宏观三季度季报

选择或等待

摘要

全球货币政策仍处于十字路口。9 月份全球四大央行货币政策决议尘埃落定后，市场宽松预期已经被逐渐证伪和打破。美联储方面，基于此次 FOMC 会议的声明和市场预期的情况，我们认为 12 月份加息的可能性在上升，不过尽管如此，9 月份的结果表明全球货币政策仍然处于十字路口上，并没有出现实质性的方向抉择。

全球股市前方仍然阻力重重。现在我们已经来到了临近全球宽松预期拐点的时刻，如果财政政策未能承担起托底经济的作用，那么经济复苏无望、宽松预期证伪，同时叠加美国大选和意大利公投风险，未来股市极有可能出现暴跌。

未来债券收益率仍有下降空间。目前尽管宽松预期下降，但考虑未来全球风险可能大幅上行，国债收益率仍然有下降的空间。

未来黄金的上涨仍存在一定的阻力。宽松预期仍然是黄金当下面临的主要矛盾，当然目前为止无论从基本面还是技术面上看，黄金上涨的整体逻辑还没有完全被打破。未来黄金能否突破新高仍然需要看美国大选和意大利公投风险能否触发。我们预计黄金短期上涨后将在 10 月份持续震荡盘整，而 11 月份的两大事件将决定黄金中期的走势。

欧元恐将维持弱势震荡格局。由于市场对于美联储 12 月加息的强劲预期，美元短期强势仍难以扭转。尽管近期 Bloomberg 关于欧央行可能考虑削减当前 QE 规模的报道也引发市场担忧，但现在讨论宽松货币政策的退出可能还为时尚早。当前欧元兑美元即期汇率已连续数月位置震荡走低并逐步收窄波动区间，若短期欧元兑美元下穿 1.11 前期重要震荡支撑位，欧元或将被推入新一轮贬值浪潮中。

英镑切勿轻言抄底。基于英国央行继续维持宽松的货币政策背景，年内或将再次通过降息以达到补充市场流动性、削弱退欧风险的目的，可以肯定的是，本轮英镑的持续贬值还未结束，投资者切勿轻易抄底。

日元仍具备上涨动能。考虑到美欧的风险，未来日元很有可能再次成为避风港，同时还受到日本央行宽松乏力的提振。我们看到，CME 日元期货非商业净多仓持仓依然处于历史最高位，说明投资者仍然把日元作为重要的避险配置。我们预计如果未来出现最坏的情况，即美欧风险同时爆发，那么日元很有可能突破年内新高。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

张一伟 010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

助理研究员：
张元桐 010-83168383
zhangyuantong@nawaa.com

章睿哲 010-83168383
zhangruizhe@nawaa.com

目录

一、全球货币政策仍处于十字路口	3
(一) 欧日英三国央行均未推出更进一步的宽松政策	3
(二) 欧央行缩紧 QE 的传言并未被市场买账	3
二、美国经济乏力迹象未改，但加息预期上升	4
(一) 二季度 GDP 环比终值略好于预期	4
(二) 制造业景气度上升	5
(三) 就业情况差强人意	6
三、四季度资产走势展望	7
(一) 全球股市前方仍然阻力重重	7
(二) 未来债券收益率仍有下降空间	7
(三) 未来黄金的上涨仍存在一定的阻力	8
(四) 关于货币的猜想	9

一、全球货币政策仍处于十字路口

（一）欧日英三国央行均未推出更进一步的宽松政策

全球四大央行 9 月份的货币政策决议已经尘埃落定，总体来看，各央行的决议基本都符合预期。

9 月 8 日欧洲央行宣布维持再融资利率 0%、隔夜存款利率-0.4%、隔夜贷款利率 0.25% 不变，资产购买规模维持在 800 亿欧元不变，并维持 QE 项目期限不变。同时欧洲央行也指出，如有需要会将 QE 项目延长至 2017 年 3 月之后，直到通胀路径接近目标；

9 月 15 日英国央行以 9-0 投票结果维持基准利率 0.25% 和资产购买规模 4350 亿不变，此外维持企业债购买规模为 100 亿英镑不变，但也表示今年内再一次降息的可能性依然存在；

9 月 21 日日本央行宣布维持政策利率在-0.1% 不变，并维持每年购买 80 万亿日元资产的 QE 规模不变，但表示将引入附加收益率曲线控制的 QQE，废除了债券购买计划的期限目标。与此同时承诺将扩大货币基础直到通胀率稳定在 2% 以上。日本央行以 7:2 的投票结果通过资产购买指引，并以 8:1 的投票结果通过通胀承诺；

9 月 22 日美联储 FOMC 会议以 7 票赞成、3 票反对宣布维持联邦基金利率 0.25%~0.5% 不变。耶伦表示只要就业持续好转，又未有重大风险，预计今年将加息一次，但同时她也认为美国经济并未过热，回旋余地更多，均衡通胀水平在降低，没有到必须加息的境地。

可以看到，英国脱欧之后欧洲央行、日本央行和英格兰银行这三大宽松预期最为强烈的央行，只有英国央行降息一次但仍低于市场预期，市场宽松预期已经被逐渐证伪和打破。而美联储方面，基于 9 月份 FOMC 会议的声明和市场预期的情况，我们认为 12 月份加息的可能性在上升，当然还需要关注和考虑四季度美国的经济和大选情况以及欧洲风险的演变，如果美国的就业市场意外疲软或者美国大选和欧洲出现较大风险，那么 12 月份加息将成泡影。不过尽管美国 12 月份加息的可能性在上升，但实际上，9 月份各大央行的决议结果表明全球货币政策仍然处于十字路口上，并没有出现实质性的方向抉择。

（二）欧央行缩紧 QE 的传言并未被市场买账

10 月 2 日彭博传出欧洲央行内部人士称欧央行可能逐渐减少 QE 规模的消息，对此我们认为不再扩大宽松与收紧货币是两个完全不同的场景，一方面，不再扩大宽松是基于对宽松政策效用的否定以及对市场投机行为的担忧，而收紧货币则至少是出于对通货膨胀的遏制，目前欧元区 0.1% 的环比通胀距离 2% 的通胀目标还有很长的距离，欧元区的经济增长比起美国来说还是要逊色不少，而且还面临着英国脱欧和意大利的问题；另一方面，不再扩大宽松意味着维持现状，而收紧货币则可能导致市场的极度恐慌，这对于欧元区来说将是雪上加霜，这种情况下减少资产购买的可能性很小。从市场反映来看，如果所谓缩减 QE 的传言被买账的话，我们应该首先看到股市的大幅下跌，但是从欧洲各大股指上周的表现来看，并没有发生股市暴跌的情况，相反上周德国 DAX 和法国 CAX40 指数的表现还算过得去，分别录得-0.19% 和 0.03% 的涨跌幅，说明欧央行缩紧 QE 的传言并未被市场买账。

二、美国经济乏力迹象未改，但加息预期上升

(一) 二季度 GDP 环比终值略好于预期

9月29日美国商务部数据显示，美国二季度实际GDP环比年化终值录得1.4%，高于预期的1.3%。分项来看，二季度个人消费支出环比上升了4.3%，比上季度增加了2.7个百分点；私人投资总额环比大幅下降7.8%，比上一季度增速下降了4.6个百分点；出口有所好转，比上季度增加了2.5个百分点，录得一年以来的首个正值；政府支出环比下降了1.7%，比上季度减少了3.4个百分点，也是2014年1季度以来的最低值。总体而言，美国二季度GDP环比终值超预期主要是由个人消费所拉动以及出口有所好转，但是投资总体恶化明显。不过9月份的谘商会和密歇根大学消费者信心指数均有所提高，表明人们对于经济的信心在增强。

图1、美国二季度实际GDP环比终值高于预期



图2、美国二季度GDP环比终值分项情况

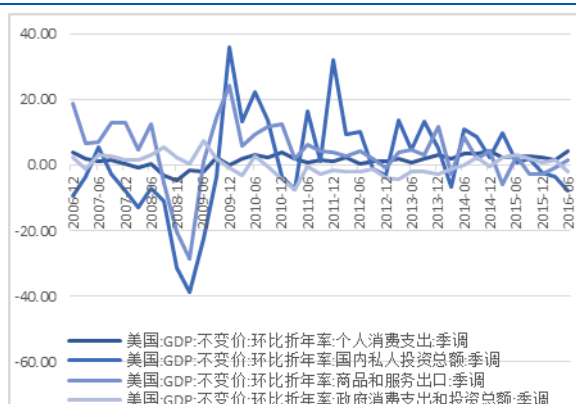


图3、9月份美国经济信心有所增强



资料来源：WIND 南华研究

(二) 制造业景气度上升

国庆期间美国公布了包括 PMI 和非农在内的 9 月份主要经济数据。从 PMI 情况来看，9 月份 ISM 制造业 PMI 指数和非制造业指数均有所好转，制造业 PMI 出现较大幅度回升，非制造业 PMI 也创下去年 10 月份以来的新高。与 8 月份相比，9 月份制造业 PMI 各项指标扩张明显，尤其是新订单指数大幅回升了 12.22，产出和库存 PMI 环比也有较大幅度增长。不过，尽管 9 月份美国汽车销量总额有所回升，8 月份的工厂订单和耐用品订单环比仍在下滑，未来两个月的经济活跃情况仍需观察。

图 4、9 月份美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 大幅上升

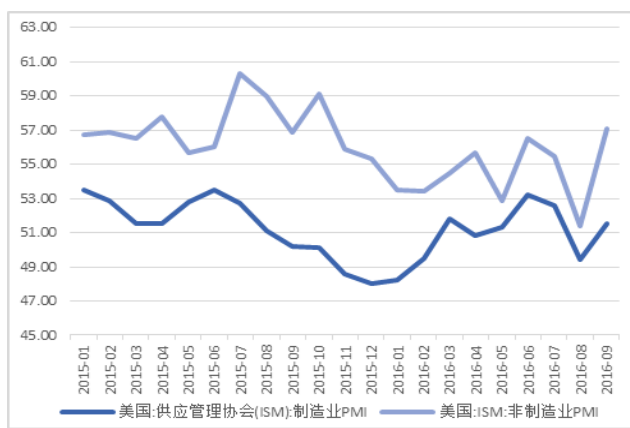


图 5、9 月份制造业 PMI 各项指标扩张明显

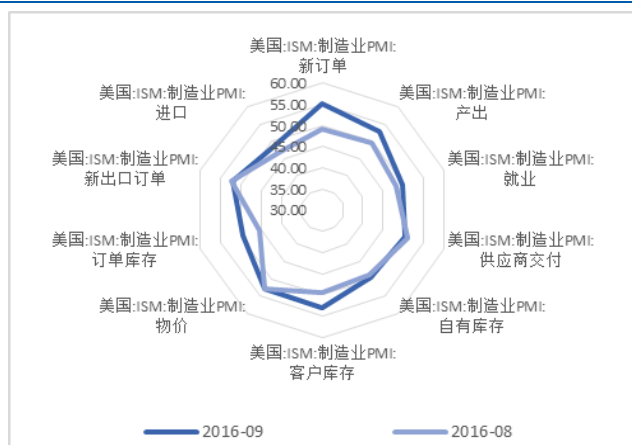
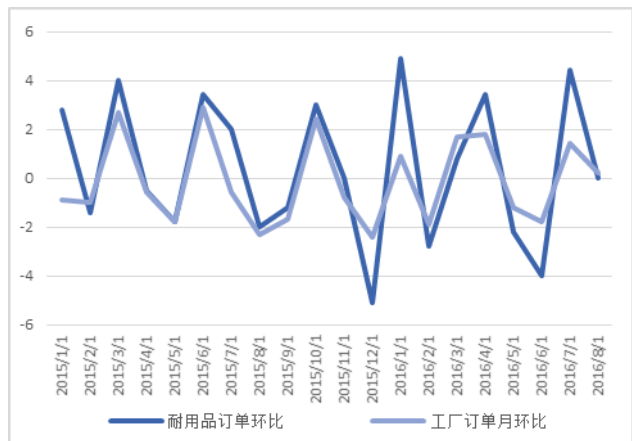


图 6、9 月份汽车销售总额有所回升



图 7、8 月份耐用品和工厂订单环比增速回落



资料来源：WIND 南华研究

（三）就业情况差强人意

劳动和就业方面，美国9月新增ADP和非农就业人数均不及预期，9月份新增非农人数为15.6万人，比上月减少了1.1万人，新增ADP就业人数比上月减少了2万人，失业率结束了连续3个月持平在4.9%的情况，上升一个百分点至5%，而私人非农企业员工平均时薪有所好转，环比增速比上月上升0.15个百分点至0.23%。但总体来看，9月份的劳动就业数据差强人意。

不过考虑到美国可能已经接近达到充分就业的状态，9月份非农人数尽管不及预期，但并未导致美元的下跌，相反上周美元录得1.09%的涨幅，是英国脱欧以来的最高水平，而里奇蒙德联储主席莱克发表鹰派言论表示需尽快加息以防止通胀上升，也促使美元的上涨。截至上周五，CME联邦基金利率期货显示12月份的加息预期已经高达60%，反映了市场对于12月份的加息存在一个较为稳定的高预期，说明市场已经逐渐做好了准备。那么除非11月份有重大风险出现，或者经济数据出现滑铁卢，否则美联储加息的可能性将非常大。

图8、9月新增ADP和非农就业人数均不及预期

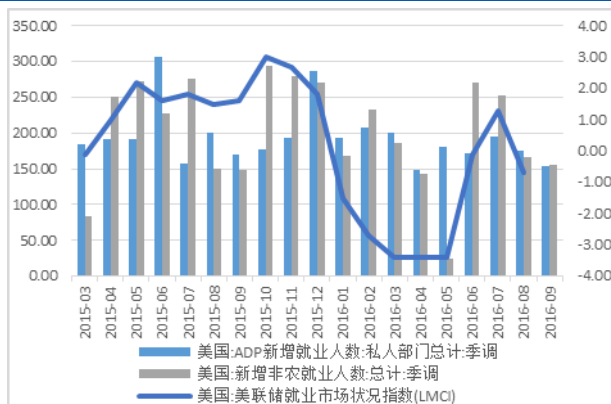


图9、9月份失业率上升至5%



图10、私人非农企业员工时薪有所上升

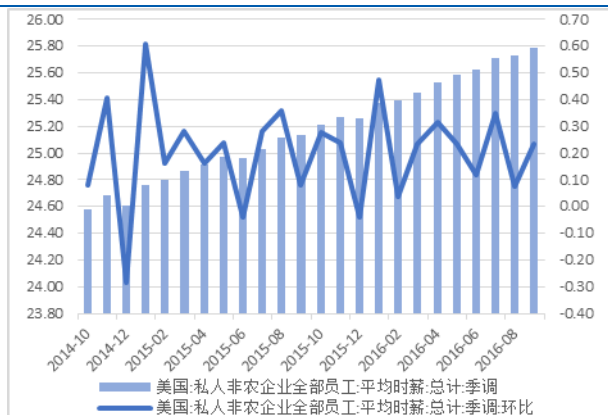
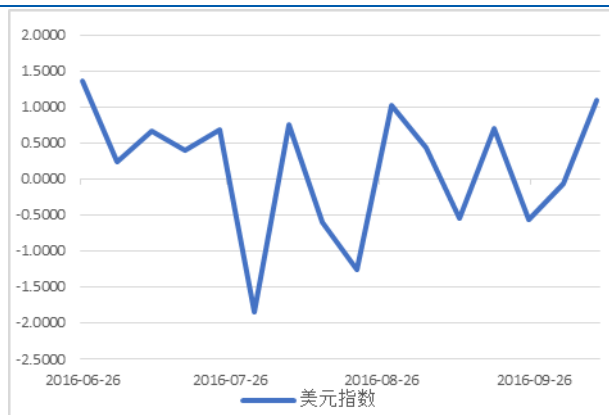


图11、美元指数周度涨幅创英国脱欧以来新高



资料来源：WIND 南华研究

三、四季度资产走势展望

(一) 全球股市前方仍然阻力重重

9月22日美联储宣布维持利率不变之后，市场持续一个月的紧张情绪得到缓解，VIX恐慌指数持续回落，目前重新开始低位徘徊。回顾近3个月全球股市的表现，可以看到股市在脱欧之后基于强烈的宽松预期而大幅上涨，但是由于7月份英国央行的按兵不动，宽松预期自那时起已经被打破，之后长达2个多月时间处于横盘状态。目前由于美联储加息证伪，股市赢了一定的喘息机会，但是未来持续突破新高的希望仍然渺茫。以美林时钟的大类资产轮动框架来看，经济在复苏和过热的时候股市的表现较好，但是在衰退时期股市的表现会明显弱于债市，不过事实上在近几年流动性泛滥和宽松预期不断上升的情况下，出现了股债齐涨的情况。而我们看全球股指的历史表现也会很明显地发现，股市在2003年-2007年的上涨是基于经济的繁荣，而2009年之后，存在较高宽松预期的国家，如美国、日本和欧元区，股市的表现要比宽松预期较低的国家如中国和英国好得多，中国上证综指是等到14年出现宽松预期之后才开始上涨，但是16年宽松预期证伪之后就持续处于横盘状态。英国富时100指数近几年也和上证综指一样表现低迷，原因在于之前英国一直存在加息预期，但是英国脱欧之后出现了强烈的宽松预期，所以股市开始上涨。

然而现在我们已经来到了临近全球宽松预期拐点的时刻，如果财政政策未能承担起托底经济的作用，那么经济复苏无望、宽松预期证伪，同时叠加美国大选和意大利公投风险，未来股市极有可能出现暴跌。

图 12、2009 年以来宽松预期是股市上涨的主要原因



资料来源：WIND 南华研究

(二) 未来债券收益率仍有下降空间

债市方面，各国国债收益率在脱欧之后先跌后涨的原因也与股市雷同，英国脱欧之后各国国债收益率由于宽松预期和避险情绪的上升而大幅下跌，但是宽松预期打破之后

债券收益率开始上行，而在美联储加息证伪后，各主要国家债券收益率在经历了两个月的上涨之后逐渐企稳回落。不过我们看到，债券区别于股票的重要一点是它属于避险资产，那么尽管宽松预期下降，由于未来全球风险可能大幅上行的原因，国债收益率仍然有下降的空间。

（三）未来黄金的上涨仍存在一定的阻力

黄金方面，我们认为市场似乎过于注重美联储加息对于黄金的影响，而对于宽松预期方面的影响反应不足。9月8日欧洲央行按兵不动的情况使黄金下挫，而日本央行的表态令黄金上涨，但事实上日本央行并没有扩大宽松的实际行动，这其实意味着央行的极限宽松政策已经止步于此。这对于受益于去年底以来欧日负利率政策而大幅上涨的黄金已经构成了一定的压制，我们可以看到尽管本周黄金受到美联储不加息的提振而上涨了25美元，但是仍没有突破其下行区间，这说明了宽松预期仍然是黄金当下面临的主要矛盾，当然目前为止无论从基本面还是技术面上看，黄金上涨的整体逻辑还没有完全被打破。

年初以来黄金的上涨是多重因素共振的结果，首先是欧日央行的负利率政策所导致的实际利率下行，其次是美国加息靴子落地，市场预期美联储在短期内不会再次加息，黄金下行的压力大幅缓解；第三是英国脱欧导致全球避险情绪上升。这三大因素构成了黄金的两波大幅上涨，第一波是1月至2月，第二波是6月到7月初，那么黄金的第三波上涨将在何时到来呢？

目前来看，央行预期方面，美联储9月份加息证伪，但是今年美联储实现1次加息的靴子仍没有落地，那么黄金短期来看虽有一定的上涨动能但其上方仍存在压制，而欧日英的宽松预期证伪导致黄金有一定的下跌动能，这两方面的因素相加导致黄金下行的压力要大于上行的动力。所以未来黄金能否突破新高仍然需要看美国大选和意大利公投风险能否触发。我们预计黄金短期上涨后将在10月份持续震荡盘整，而11月份的两大事件将决定黄金中期的走势。目前从黄金ETF持仓和COMEX黄金期货和期权持仓来看，市场的避险情绪仍然非常浓厚，两者持仓均处于历史的高位，SPDR黄金ETF持有量也结束了7月初以来的下跌趋势，9月份以来投资者持续增持黄金ETF，目前已累计增持了21.01吨，这意味着投资者认为未来中长期时间内世界经济仍存在较大风险。

图 13、COMEX 黄金期货和期权基金净多仓仍处于历史最高位

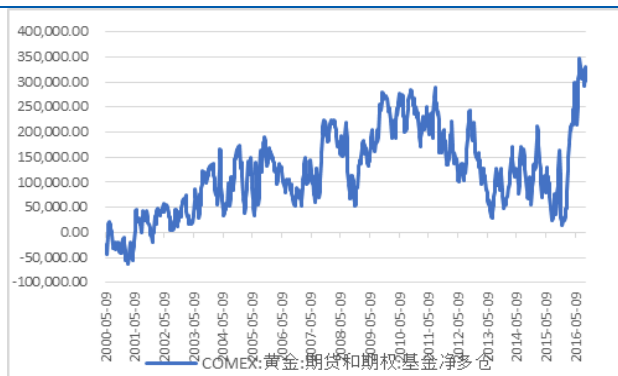


图 14、SPDR 黄金 ETF 持有量仍处于历史高位

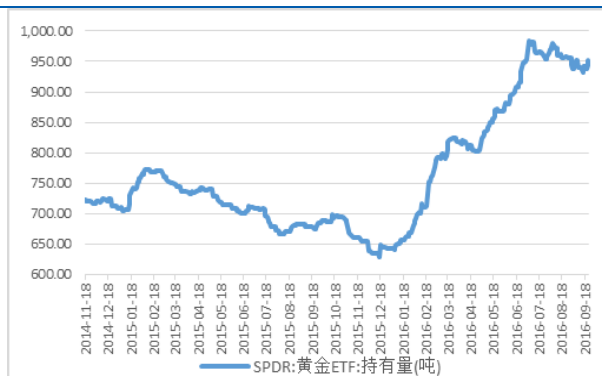
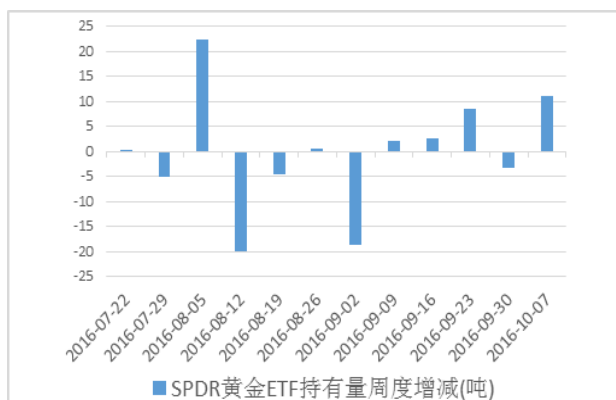


图 15、9 月份以来投资者累计增持黄金 ETF21.01 吨



资料来源：WIND 南华研究

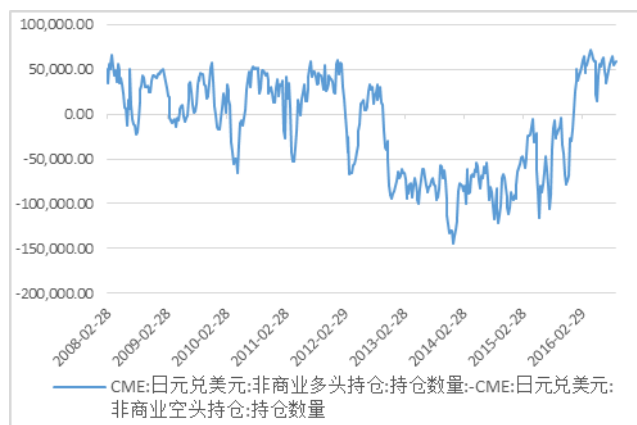
（四）关于货币的猜想

欧元恐将维持弱势震荡格局。由于市场对于美联储 12 月加息的强劲预期，即便美国近期公布的经济数据距离市场预计尚有差距，美元短期强势仍难以扭转。加之英国强势的脱欧影响，欧洲央行当前或暂缓加码宽松。十一期间，Bloomberg 关于欧央行可能考虑削减当前 QE 规模（每月 800 亿欧元）的报道也引发市场担忧。报道称，欧央行可能以每月减少 100 亿欧元的方式来削减 QE。虽然欧央行否认了这一报道，但并未能完全打消市场对于未来货币政策空间的担心。其实，欧元区经济仍有待进一步修复，现在讨论宽松货币政策的退出可能还为时尚早。当前欧元兑美元即期汇率已连续数月位置震荡走低并逐步收窄波动区间。若短期欧元兑美元下穿 1.11 前期重要震荡支撑位，欧元或将被推入新一轮贬值浪潮中。

英镑切勿轻言抄底。基于英国央行继续维持宽松的货币政策背景，年内或将再次通过降息以达到补充市场流动性、削弱脱欧风险的目的，宽松即是稳定。但 10 月初，市场投资者对英国强硬脱欧影响的担忧以及程序交易引发的连锁反应，共同导致了这次英镑“闪崩”。可以肯定的是，本轮英镑的持续贬值还未结束，投资者切勿轻易抄底。

日元仍具备上涨动能。11 月份全球的政治经济风险主要集中在美国和欧洲，尽管目前来看欧洲经济数据还可以，但是意大利公投和英国脱欧启动在即，这两大问题对于欧洲的前景构成了压制；而美国方面，11 月份也是总统大选在即，尽管 12 月份加息预期上升，但能否真正加息仍然取决于第四季度的经济数据。考虑到美欧的风险，未来日元很有可能再次成为避风港，同时还受到日本央行宽松乏力的提振。我们看到，CME 日元期货非商业净多仓持仓依然处于历史最高位，说明投资者仍然把日元作为重要的避险配置。我们预计如果未来出现最坏的情况，即美欧风险同时爆发，那么日元很有可能突破年内新高。

图 16、CME 日元期货非商业净多仓持仓依然处于历史最高位



资料来源：WIND 南华研究

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 / 89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江余姚舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

地址: 江苏南通市南大街 89 号总部大厦 603 室
电话: 86-513-89011166 传真: 86-513-89011169

普宁营业部

地址: 广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。