

1. **中国宏观经济回顾及展望**
2. **中国股票市场展望及配置建议**
3. **中国债券市场回顾展望**
4. **中国债券市场配置建议**
5. **海外市场展望**

**一、中国宏观经济回顾及展望**

* **综述**
* **2018年市场方向因内部去杠杆和外部贸易争端而波动：**自2016年初开始的全球“新周期”在中国主动去杠杆和美国对全球主要贸易伙伴发起贸易争端的背景下而黯然失色，截至二季度末，主要国家经济数据已普遍低于预期，部分国家金融资产出现剧烈动荡。去杠杆作为创造性毁灭的必要一环，短期的阵痛是为了换取长期的重生；贸易冲突长期来看也是刺激中国自身改革加速的良好契机，不亚于2000年左右中国入世谈判期间对自身经济体制做的主动改变。由这内外两个因素带来的**权益市场波动为长期投资者创造了较为良好的介入时机，市场整体估值逼近历史低位，实体经济在内外冲击中保持韧性。基于政府在去杠杆的同时将保持经济基本稳定，且贸易冲突不会真实演变成全面贸易战的基本假设，2018年三季度经济和市场都存在季度级别回暖的可能，建议积极把握年内尚存的机会。**
* **宏观调控政策**
* **2018年中国经济增长正在经历从数量目标切换到质量目标的阵痛**：尽管经历了金融去杠杆、房地产调控、地方债务监管和全国范围环保督察等波折，2017年中国实际GDP增速达到6.9%；在十三五规划剩下三年中只要GDP增速维持6.3%左右即可达到五年规划的目标，经济增速维持偏高水平的压力显著下降，维持财政和信贷刺激必要性减退，借机化解宏观风险和更换增长引擎的必要性上升。2018年政府工作报告中已明确弱化对经济和金融等数量型指标的计划，转向对质量型指标的强调，预计2018年全年经济增速将接近或略低于6.5%，广义货币增速/名义GDP比值继续下降。由于去杠杆需要兼顾经济平稳扩张，否则在货币增速萎缩的过程中经济速度下滑过快将带来杠杆率被动上升，2018年名义GDP增速或应保持10%左右，GDP平减指数体现的价格贡献在2018年仍然较为重要，2018年下半年整体价格指数需要维持相对强势。2018年是十三五规划的中期评估之年，根据十三五规划中的25个定量指标的完成情况，研发投入强度与环保指标达到规划目标仍需要较大努力，因此经济新旧动能转换与环保督察持续预计将是未来决策的重要考量。**在当前时点，为了防患化解重大风险，旧经济和相关资产价格承受了巨大的压力，但新经济和发展框架却尚未发展到足以支撑经济平稳增长，转型的阵痛在发酵。**
* **财政总量支持趋弱，对私人部门减税让利，创新红利蓄势待发：** 2018年政府工作报告已明确提示在整体财政支出变化不大的情况下赤字率将下降至2.6%，财政支出力度已相对放缓，在没有重大风险的情况下预计未来财政政策方向将继续由总量转为结构，从需求侧转向供给侧，主要体现为对私人企业和居民进行减税让利，财政与准财政资金通过减税、专项基金等方式对中小企业创新活动的直接扶持，推进军工企业、先进制造企业、大学与科研院所对中小企业的技术转移；同时，建立以环保税、碳排放、水权和用能权等为基础的生态保护补偿机制。**截至2018年上半年，财政支出收缩力度较大，支出进度低于计划，预计三季度财政支出将相对积极，对经济起到托底效果。**
* **房地产投资与销售平稳下降，地产新老机制切换：**由于棚改货币化支持在2018年上半年仍保持积极，房地产销售与投资韧性犹在，棚改货币化在下半年的逐渐退坡将实现房地产市场的“慢撒气”。新房-二手房价差维持带来的“打新”收益将使得存量房地产项目销售获得保障，地方政府和房地产企业的现金流预计不会陡然中断。中期房地产政策预计将逐步转向构建房地产长效调控机制，租赁用房、共有产权房等新增供给结合棚改房有望成为未来房产供给的重要增量；即使出现住房系统全国联网、房产税、消费贷排查等对需求端有影响的政策，全国房地产有效供给仍呈现结构性短缺，新增供给仍有空间。参考德国、新加坡等住房供给相对稳定的经济体，仍需要维持较高的租赁用房库存，**以目前房地产库存水平，稳定房地产投资必要性仍较高，房地产投资预计不会出现明显减速，但新型产权房产占比将显著提高，房地产新老机制将加速切换。**
* **通胀数据预测**
* **2018年下半年通货膨胀预计将整体加速：**预计2018年下半年通货膨胀中枢将继续明显上移，CPI将代替PPI形成中期涨价趋势，工资和农产品价格预计会成为通胀的主要驱动力，货币政策将相对温和；PPI从高位回落，能源成本下降贡献主要降幅，金属与建材价格将出现新高。2017-2018年CPI部分主要受食品分项拖累，核心通胀维持高位震荡乃至逼近过热阶段，去产能过程中制造业就业放缓和服务业供给不足的矛盾同时存在；PPI部分受环保督察影响宽幅震荡，由于产成品库存水平较低工业品价格上行风险仍大于下行风险。**2018年决定通胀走势的预计将是工资和农产品价格，制造业重回扩张之后工资增速或将快速上行，工资-必需品价格螺旋式上升预计将为通货膨胀中期上行提供最有效的支撑。**

**居民消费品价格逼近中期底部，工资-通胀螺旋加速形成：**2016-2017年CPI与PPI的较大背离在历史上曾见于2001-2002年与2006-2007年期间，均体现为在供给缩减结合经济复苏时期工业品原材料价格上涨对消费品传导不畅，本质原因是居民就业与收入在工业产能缩减时期难以扩张。以史为鉴，2001-2002年与2006-2007年均发生了以提高工资为主的增强居民收入系列政策，2015年提高工资后也确认了工资两年调整一次的规律，随后CPI均出现了显著上升。**2018年以个税起征点和企事业单位工资调整为代表的收入分配政策有望再度向提高居民收入倾斜，乡村振兴战略也预计将大幅提升乡镇就地城市化的速度、减少劳动力外出的供给，届时通胀趋势或将得到确认，必须消费和农林牧渔板块有望迎来机会。**

  **流动性及改革**

  **央行货币政策方向已转向合理充裕：**中央经济工作会议对去杠杆的定调使得市场对2018年流动性预期维持悲观，但一季度的实际情况大幅好于市场预期。M2-名义GDP增速裂口体现的金融资产流动性供应已持续为负，未来裂口可能有所收敛，带来流动性被动放松。2018年两会期间货币当局已提示M2增速与名义GDP增速保持匹配即可实现货币政策的不松不紧，若这一情况贯穿于2018年全年，叠加房地产等部分资产交易以及僵尸企业运行所占用的流动性逐渐减少；随着二季度央行货币政策会议正式将流动性格局定性为合理充裕，流动性格局预计将转向实际宽松，给债券和成长股带来战略性机会。

  **人民币汇率实现双向波动，中期稳定不变：**在欧美央行货币政策宽松程度降低、美国税改带动离岸美元回流在岸、美元指数触底反弹的背景下，预计2018年人民币将稳定在6.4-6.7左右，有利于出口业务占比较大的制造业与工程类工业业绩企稳。人民币成功实现双向波动下的稳定区间有利于人民币国际化进程的重启，自贸区离岸人民币市场的完善、人民币计价大宗商品期货的推出、以人民币为基础的一带一路地区投融资体系有望在2018年加速建成，一带一路与自贸区板块将迎来机会。2018年是联结2017年第一次一带一路峰会和2019年第二次一带一路峰会的重要政策执行年，预计相关工作将取得扎实进展。

**二、中国股票市场展望及配置建议**

* **市场整体判断：经济预期修复，改革进度加速，大盘搭台成长唱戏**
* **2018年三季度权益市场预计将迎来整体修复窗口：**
* **2018年上半年快熊暂告一段落，三季度有望成为反弹窗口：**回顾2018年上半年，经济数据整体低于预期，信用风险此起彼伏以及贸易冲突的不断反复使得市场整体呈现快熊的格局，风格转换基本以一个月的界限，持续向好的行业和板块少之又少，市场整体呈现极度防御。**展望2018年下半年，基建与房地产投资中期放缓的趋势没有改变，出口在连续景气四个季度后或也触顶回落，经济处于旧动能逼近耗尽、新动能尚未启动的关键节点，宏观政策拐点正在临近。货币政策已经松动之后，财政政策和改革加速有望助推市场在三季度底部反弹。**
* **2018年的最大看点仍是成长风格：**由于宏观假设是经济增速逐步放缓，CPI将强于PPI，名义经济增速缓步下滑，流动性边际改善，企业盈利高位企稳，未来政策导向预计将从修复资产负债表转向鼓励创新活动，**预计2018年股票市场将由中小创、战略性新兴产业、必须消费板块和创新与改革主题主导，由价值股向成长股的风格切换或将得到确认。其中流动性持续改善是风格切换的关键，M2-名义GDP增速裂口转正是佐证风格切换的重要宏观指标。**
* **风格及配置建议**
* **制造业投资触底反转的预判或已经兑现：**由于2018年基建与地产投资、出口贸易有下行风险，制造业投资有望成为撑起整体经济增长的新引擎。2005年和2011年历史上两次制造业投资强于基建与地产投资都发生在制造业成本攀升、毛利压缩时期，企业有自发提升生产效率、升级制造水平的诉求。1998-2000年去杠杆时期，国企三年脱困政策也包括针对国企的技改贴息，三年期间共安排195亿元用于企业技术改造贴息，撬动2400亿制造业投资。叠加新旧动能转换等政策的有效引导，**制造业升级相关行业有望在2018年开始有所表现，机械、电子、通信和新能源板块值得重视。**
* **主题投资重点关注国企改革、军民融合与环境保护：**十九大前夕部分政策导向已逐步明晰，四中全会临近预计又将掀起一波改革大潮，国有企业混合所有制改革与债转股、先进技术向中小企业转移带来爆发式创新、军民融合带来的军工技术市场化应用、基于环境监测和环保税的生态补偿机制等相关政策法规基础已形成，相关试点与成功案例已出现。以上改革在十九届四中全会之际、2018年十三五中期考评以及2019年第二次一带一路峰会之前应有阶段性成果落实，目前尚未被市场充分反映。
* **风格投资重点关注价值股的筑底，以此为基础成长股后续或将有所表现：**成长股在2018年宽幅波动，软件自主化、云服务、创新药等板块估值修复明显，但尚未获得业绩支撑，短期或出现反复。在2018年经济增速目标温和放缓、研发投入占比亟待提升的政策背景下，政策引导下的新兴产业标的真实业绩改善预计并不遥远，流动性环境也可能将随经济增速目标放缓而趋于温和，对成长股有利的宏观环境或指日可待。但必须看到，以上利好成立的前提是价值股带动大盘筑底企稳，市场风险偏好完成修复之后。因此，合适的演绎顺序是宏观经济与金融稳定在政策托底之后逐步兑现，大盘率先走出反弹，随后成长股将主导。

**三、中国债券市场回顾展望**

* **债券市场回顾与展望：**

**整体来看，2018年上半年债市收益率先大幅下行后震荡走低，收益率曲线呈现牛陡格局。**

* **2018年伊始，由于规范债券市场交易业务的302号文，以及商业银行大额风险暴露、委托贷款管理办法等一系列监管文件的出台，市场对于监管节奏加快的悲观预期不断升温。**基本面方面，2017年实际GDP增速录得6.9%，略超市场预期。监管和经济的双重压力，债券收益率出现大幅上行，10年国债收益率最高录得3.98%，10年国开收益率最高录得5.13%，国开与国债利差显著扩大。
* **1月下旬之后，在临时准备金投放带来的流动性宽松下，债市悲观情绪有所缓解，收益率开始下行。**春节之后，预期的流动性紧张并未到来，同时猪肉和蔬菜价格的回落使得2月的通胀预期有所回落，春节复工较慢、黑色系价格下跌、表外社融收缩使得经济预期有所下修。随着一季度名义增速回落至10.2%，中美贸易冲突升级导致对出口担忧增大，为了对冲经济下滑和去杠杆的潜在压力，央行在4月17日宣布降准1个百分点置换MLF操作。债券市场在反复预期中终于确认货币政策已经实质性转松，宽货币紧信用格局下债市强势上涨，10年国债收益率最低下行至3.50%，10年国开收益率下行至4.31%，自最高点分别下行48BP和82BP。
* **4月下旬之后收益率整体震荡。**定向降准与缴税的时间差导致银行间资金面非常紧张，随后4月23日中央政治局会议新增扩大内需的表述，4月27日资管新规出台，市场开始担忧对政策托底经济和监管落地引发的调整，收益出现一波调整。5月之后虽然资金面转松，但是美债收益率大幅上行至3.1%以上，叠加复工带来的高频数据回暖和工业品价格上涨，债市不断下跌。直到5月17日资金面转松，国内收益率才跟随美债收益率开始下行，此外信用风险频繁暴露加大了信用和利率的分化。5月中旬收益率的高点并未突破降准前的位置，宽货币紧信用下牛市趋势再度确认，此后在政策经济数据预期下收益率整体窄幅波动。截至6月20日，10年国债收益率报收3.61%，10年国开报收4.36%。

**就基本面来看，2018年上半年债券市场在流动性超预期宽松、表外融资收缩、经济通胀趋弱、贸易战格局反复发酵下，逆转过去一年多的熊市格局，收益率大幅下行后震荡走低。经济方面，4月复工之后高频数据显示经济韧性仍在，监管去杠杆政策一定程度上导致非标融资收缩，带来社融、基建的大幅下滑，制造业投资虽然在产能周期中不断上行，但难以弥补其他项的缺失，使得投资和消费增速一般。通胀方面，猪肉价格持续大幅超预期下跌，抵消了油价上涨对通胀的压力。由于食品项持续低于预期，市场对通胀的担忧大幅缓解。海外市场，美元和美债收益率上行叠加不断收窄的中美利差，不时困扰着债券市场。**

* 展望2018年三季度，预计经济仍面临一定的下行压力，一方面体现在融资环境收缩对地产和基建投资的挤压上，另一方面表现为中美贸易摩擦升级对出口的负面影响上。随着去杠杆的持续推进，为了避免信用风险发酵带来流动性危机和经济失速下滑，预计政府在信贷政策或财政政策方面会略有放松，此外监管政策落地带来的短期调整风险和不断压缩的中美利差，也是制约债市收益率下行的因素。**预计三季度基本面将利好债券市场，流动性总体改善但社融增速或有企稳，监管和海外利率上行可能带来阶段性扰动，整体看债券市场上涨的机会大于下跌的风险。**
* **首先，2018年以来中美贸易争端不断发酵和去杠杆政策下非标融资大幅收缩成为主导债市走势的两大基本面因素，目前两者对市场的影响尚在预期层面，预计下半年将逐步体现在经济数据上。**对于中美贸易争端问题，考虑到特朗普的政治诉求，在美国中期选举结束之前仍将持续演绎，并在关税政策落地后会对净出口产生实质负面影响。非标融资大幅收缩限制了基建的资金来源，导致上半年基建投资增速大幅回落至10%以下，考虑到下半年信托到期量比上半年更高，如果去杠杆政策没有缓和或者信贷没有大幅放松的话，预计基建投资和社融增速仍将继续下滑。此外，社零消费数据也受到居民收入下滑的影响回落至8.5%左右，后期个税改革可能会成为消费的托底项。上半年经济中的亮点在于制造业投资和房地产投资，后期预计制造业投资在产能周期带动下仍将保持高位，而地产投资随着土地购置的滞后效应将趋于回落。
* **其次， PPI回落带动平减指数下降。**2018年以来由于猪肉价格大幅下跌，食品项延续去年的弱格局，下拉CPI中枢0.2-0.3个百分点。后期预计猪肉价格将企稳回升，但是考虑到规模化养殖退出成本较高，预计猪价仍将在底部区域波动，CPI在2%附近波动。PPI方面我们仍然关注油价和工业品价格的影响，OPEC减产预期导致油价难以突破前期高点，而基本面方面原油供需预计仍将维持紧平衡状态。工业品价格出现淡季不淡的情况与环保限产带来供给收缩有关，考虑到今年采暖季限产范围可能会扩大，提前生产有可能会支撑价格维持在当前位置，产生一定预期差。此外，中美贸易摩擦升级大概率会导致进口产品价格抬升，我国将面临一定的输入性通胀压力，对CPI影响有限，或导致PPI降势趋缓。
* **再次，流动性预计将维持宽松，再大幅超预期的概率不大。**2018年春节后，市场对于央行货币政策的判断出现一定分歧，而后在央行超预期降准之后才确定政策转向宽松。央行下调拨备覆盖率、降准置换MLF、扩大MLF担保品范围等操作都表明货币政策旨在对冲去杠杆带来的影响。由于非标融资的大幅收缩，资金部分回流到银行表内，而表内信贷投放受到额度、资本金和风控限制并不特别顺畅，由此导致资金供需格局改善，社融增速与M2增速之差回落。三季度，我们预计在经济下滑压力较大下，央行货币政策仍将保持宽松，同时稳增长的必要性增加，信用格局将逐步由紧转松，社融增速或将维持低位，难以再大幅下行。
* **最后，监管政策逐步落地，业务调整正式开启，信用风险或有扩大趋势。**在4月底资管新规出台之后，影响较大的商业银行流动性新规和大额风险暴露管理办法也随之出台。考虑到政策落地之后进入执行层面，银行在业务调整过程中，部分业务处于停滞状态，尤其是非标业务的收缩增加了负债依赖度较强的小地产、弱城投企业的违约风险。央行将5000亿以下银行的同业存单也纳入监管，叠加流动性新规的影响，有助于同业杠杆的下降和短端利率的回落，这与央行想要推行的利率市场化也是接轨的。此外，我们还关注资管新规落地之后的账户调整压力，虽然政策均有一定过渡期，但不排除存在低等级信用风险的扩大可能。
* 总结

**我们认为2018年三季度基本面仍是债市的核心影响因素，经济在融资收缩和贸易摩擦升级下预计将逐步回落，通胀压力总体不大但需关注油价和工业品价格对PPI的影响。经济下行压力下货币财政政策预计将做一定微调，尤其是信贷政策之后可能由紧转松以支撑社融不再大幅下滑。海外市场方面，美欧货币政策延续分化导致美元指数有阶段性上行压力，但是考虑到人民币贬值压力已经有所缓解，我国央行大概率会保持政策的独立性，而且去杠杆的背景也要求货币政策保持宽松以防止系统性风险。金融监管政策落地有助于同业杠杆的下降，政策执行层面仍需警惕账户调整等摩擦性风险，尤其是非标收缩带来的信用风险的上行。整体上，我们认为三季度债市收益率将呈现震荡下行趋势，利率债机会更大，信用利差或有扩大趋势。**

**四、中国债券市场配置建议**

* 把握阶段性机会、适度利用杠杆、严控信用风险。
* **把握阶段性机会：**如上分析，我们认为2018年三季度债券市场的主要机会来自于融资收缩引发的基本面下滑与贸易冲突带来的净出口回落，风险可能来自美债收益率上行和超预期的稳增长政策。债券市场在上半年货币政策转松、基本面预期趋弱之后实现了牛熊切换，往后看经济实质性下滑的压力较大，市场对于货币进一步宽松的预期仍然较强。待到融资成本上升、融资渠道收缩逐渐侵蚀企业利润之后，实体经济的负面反馈将逐步体现。叠加近期信用风险不断暴露，市场风险偏好回落后利率债的吸引力将会增强，建议逐步拉长久期参与波段机会。
* **适度利用杠杆**：4月央行降准置换MLF之后市场流动性在缴税因素影响下超预期紧张，而后虽然资金面基本保持宽松，但是机构加杠杆的趋势并不明显。一方面由于监管政策的落地给负债不稳定的机构带来一定的流动性备付压力，另一方面也是受到302号文、资管新规等杠杆上限的制约。三季度我们预计流动性将保持宽松，但监管指标约束和银行间流动性分层会导致中小银行和非银资金面阶段性紧张，建议加强流动性管理，适度利用杠杆套息策略来获取收益。
* **严控信用风险**：进入2018年随着PPI回落企业盈利逐渐下降，部分企业在17年盈利支撑下扩大投资，而融资环境收缩使得企业筹资现金流大幅恶化，导致中小民营企业总体流动性变差。上半年以来信用债违约频发，主要是再融资环境收紧所致，未来我们对于短期债务到期量较大、且明显依赖信托租赁等非标方式融资的主体保持密切关注。此外，政府绩效考核机制的变化，使得控制地方政府隐性债务比经济增长更加重要，部分省市严控融资平台违规举债，导致非核心城投违约风险加大。资管新规落地后低等级信用债也面临一定的抛压和信用利差继续走阔的风险。
* 综上，我们建议对扩张较快、再融资压力较大的民企、负债率较高或非龙头的房地产企业，以及县级平台非核心城投债保持十分谨慎的投资态度，尤其是经营和财务已经出现显著恶化的企业，采取严格规避的措施。

**五、海外市场展望**

* **全球宏观经济展望**
* **2018年主要发达国家经济加速度或已见顶，货币政策预计难以全面紧缩：**美国、欧元区与日本三大海外经济体失业率继续下降，产出缺口大幅缩减、通胀压力快速上升，但经济增长加速度或已见顶回落，OECD编制的发达国家经济领先指标整体拐头向下，主要国家债券收益率曲线也加速扁平化提示经济不断放缓。劳动力市场与闲置产能收紧带来的全球通胀复苏可能将使得除日本央行以外的发达国家央行意图进入紧缩周期，但经济增速放缓带来的金融市场动荡制约着货币政策紧缩节奏，代表性的美联储并未因潜在通胀预期上行而加速紧缩，反而将长期均衡利率稳定在2.8-3.0%左右，已被当前的债券市场充分体现。**2018年全球央行货币政策以收紧基调开场，且通货膨胀逐渐进入央行目标区间，但最终冲击可能大幅不及预期。三季度是央行货币政策的重要观察窗口，经济和金融市场整体动荡情况下预计海外央行不易维持鹰派。**
* **美国经济及货币政策：**

（1）**预计2018年美国经济全年增速2.7%左右，二季度末经济动能已有所下滑**。2018年美国经济在税改刺激下将保持较高增速，其中政府财政应提供主要贡献，美国税改落地后海外企业资金回流将支持美国政府融资，但贸易战和股市波动将制约企业投资，预期中的资本开支复苏或难以发生；居民消费有去杠杆迹象，储蓄率已降至历次经济危机前夕，次级贷款违约率升高，汽车、信用卡等信贷需求违约将对冲房地产信贷需求扩张，居民消费加杠杆将制约美国经济与金融市场稳定。**2018年上半年美国居民消费对经济贡献已逐步下滑，预计美国经济在2018年下半年会走出税改带来的刺激，三季度是经济增速下滑最快的时期。**

（2）**通胀方面，消费放缓压力维持，输入性通胀推升滞胀风险**。2017年主要发达国家经济体普遍核心通胀率较低的现象应有更深层次的原因——收入分配不均带来的中低收入阶层剔除通胀后的实际收入增速在经济扩张末期提前萎缩将使得实际商品消费量提前下行，并制约主要从事制造业和低端服务业的中低收入阶层收入继续增长。因此尽管当前美国就业市场趋于饱和，居民资产负债表实际上仅仅处于缓慢修复状态，是雪中送炭而非锦上添花，预计美国内生通胀仅仅能实现缓步上行。由于新兴市场国家经济韧性与大宗商品整体产能受限带来的输入性通胀将逐渐困扰美国，美国居民部门或已较难承受制造业产成品价格的快速上涨。

（3）**流动性方面，美联储在2018年应执行3次25个基点的加息，实现全年4次加息难度较大**。目前市场已包含接近2018年3次的加息概率，长端均衡利率预期维持在2.8-3.0%已被债券市场包含，2018年美联储货币政策变动或难以给市场带来过大影响。虽然美国商业银行整体超额存款准备金额度巨大但分布不均，宏观上缩表带来的基础货币减少需要由货币乘数扩大补齐，美联储配合做出了放松中小金融机构监管已支持货币乘数扩张。美国国内加息缩表叠加税改带来的离岸美元回流或使得全球美元供给超预期收紧，带来美元指数的较高弹性以及全球债市的短暂“闪崩”，但趋势上全球债券收益率已逼近周期顶部。

* **美元中期下行趋势不变，二季度末已见美元指数阶段性高点：**2017年四季度至2018年二季度美债供给井喷式增长，带动短端利率反弹与美元指数企稳；2018年美债供给有继续扩张趋势，叠加缩表后国内资金供给减少，对海外配置需求的提升将促进资金流入美国。同时，特朗普税改大幅削减了高收入人群与大公司税赋水平，海外公司利润回流美国正在进行中，预计将驱动美元短期反弹。但由于财政赤字持续扩张，贸易赤字也难以控制，美国财政贸易双赤字持续扩大或将带来美元中期下行趋势维持较长时间。
* **美国对全球贸易争端可能从关税端逐步转向汇率端：**纵观美国对外贸易争端近50年的表现，大部分情况惩罚性关税无益于贸易赤字的缩窄，最终起作用的往往是美元指数的一次性贬值。因此，近期美国对主要贸易伙伴国的贸易争端大概率最终仍以美元指数的新一轮贬值作为结局。

交银施罗德基金研究员 马韬、张顺晨

**免责条款:**

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

**转载条款**

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。