

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

BANK OF COMMUNICATIONS SCHRODER FUND MANAGEMENT CO., LTD

- 一、中国宏观经济回顾及展望
- 二、中国股票市场展望及配置建议
- 三、中国债券市场回顾展望
- 四、中国债券市场配置建议
- 五、海外市场展望

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

一、中国宏观经济回顾及展望

◆ 综述

- ◇ **2018 年市场方向因国家政策选择而发生重大改变：**自 2016 年初开始，全球发达与新兴经济体的同步扩张使得经济增长、股票指数与商品价格重回高点，全球贸易逐步恢复，企业盈利连续扩张，部分行业资本开支重启——“新周期”启动的预期逐渐形成，并在 2018 年初达到高点后又急转而下。“新周期”的短期亢奋背后仍是信贷刺激与杠杆增加的结果，债务累积、贸易失衡、贫富分化等结构矛盾并未被市场反弹掩盖，“新周期”无法在“老问题”中匆忙开始。自次贷危机以来近十年，各国政府与货币当局意图以资产价格泡沫提振经济增长和通货膨胀的效果微乎其微，长期的货币宽松既没有解决债务问题也没有催生经济新增长点出现，更多是把问题拖延到未来代际解决。在当前这一货币宽松周期的末端，主要国家开始致力于制度的变革：美国税改重新上路，欧盟威胁对数字经济公司全面征税，中国全面去杠杆箭在弦上，中美间诸多贸易摩擦亟待解决，英国脱欧谈判艰难前进——**主要国家改变规则以寻求经济的重新平衡，规则的变化将对经济与市场产生深远影响，而相当部分重要变革雏形已在 2017 年四季度和 2018 年一季度密集落地，预计对 2018 年二季度的市场走势产生深远影响。**

◆ 宏观调控政策

- ◇ **2018 年中国经济增长正在实现从数量到质量的稳步切换：**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，财政刺激必要性减退。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将是未来决策的重要考量。
- ◇ **财政总量支持趋弱，对居民端减税让利，创新红利蓄势待发：**2017 年财政政策总体仍维持积极，四季度财政支出增速大幅收缩。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由总量转为结构，从需求侧转向供给侧，主要体现为对居民进行减税让利，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

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

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。

- ◇ **房地产投资与销售平稳下降，地产新老机制切换：**由于一线城市和沿海区域成功实现人口分流，主要人口输出大省原籍人口加速回流，且三四线城市棚改货币化大幅推进，人口流动和财政支持使得 2017 年三四线房地产销售持续超预期，带动全国房地产投资以及房地产后周期产业链表现良好，实现了三四线城市房地产库存集中去化的政策目标。中期房地产政策将逐步转向构建房地产长效调控机制，租赁住房、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住房库存，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。2018 年一季度在部分一二线城市已出现了房地产市场量价双降，“房住不炒”的态度已被市场体现。

◆ 通胀数据预测

- ◇ **2018 年通货膨胀中枢将明显上移：**预计 2018 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，金属与建材价格将继续保持坚挺。2017 年 CPI 部分主要受主粮和肉类等食品分项拖累，核心通胀维持高位震荡乃至逼近过热阶段，调研指标显示的就业市场放缓影响并未体现；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上行风险仍大于下行风险，PPI 上游对中下游的传导部分发生，但终端消费品价格相对工业品仍低迷，需要收入分配相关政策予以纠正。2018 年决定通胀走势的将是工资和农产品价格，国内农产品去库存先后落地，畜禽养殖产能在环保督察中显著去化，CPI 食品项同比增速从历史次低位回升，主粮和肉类等食品价格大概率在 2018 年继续回升，提振 CPI 水平。
- ◇ **收入分配政策和乡村振兴战略或显著影响中期通胀趋势：**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，届时通胀趋势将得到确认，必需品消费和农林牧渔板块或将迎来机会。

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

◆ 流动性及改革

- ◇ **央行货币政策方向处于十字路口，真实情况好于市场预期：**中央经济工作会议对去杠杆的定调使得市场对 2018 年流动性预期维持较为悲观的判断，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，流动性格局或将转向实际宽松，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，人民币国际化大幅向前推进：**2017 年因为供给侧改革带来经济增长修复与尾部风险降低、银行间利率提高带来的境内外利差扩张使得资本流出速度逐渐放缓，同时全球贸易恢复使得贸易顺差维持在较高水平，四季度外储规模持续回升，以上因素同时发生使得人民币汇率快速上涨。9 月初出台的外汇风险准备金下调政策提示央行对人民币汇率升值幅度已较为满意，希望在当时基础上放缓单边升值趋势，提高双向波动幅度，人民币兑美元汇率维持在 6.6 左右。2017 年 11 月至 2018 年 3 月的北方地区环保限产使得境内产能利用率大幅下降，进口需求萎缩，贸易部门购汇需求减少，结汇需求却在流动性紧缩背景下大幅增加，带来人民币无量空涨，这一状态不会在 2018 年二季度维持。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。

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

二、中国股票市场展望及配置建议

- ◆ **市场整体判断：经济缓慢回落，流动性边际改善，大小盘风格已开始发生切换**
- ◆ **2018 年市场指数阶段性调整后价值与成长风格已开始迎来切换：**
 - ◇ **2017 年境内流动性紧张、外资大幅流入、经济增速高企组合带来的市场风格不易持续：**2017 年初至今，国内金融去杠杆、外资大幅流入且经济增长持续超预期带来了极端的一九分化行情：大盘、低估值、绩优风格一枝独秀，行业中投资、消费、服务和制造板块均有所表现。2017 年三季度赚钱效应扩散之后市场风险偏好较高，但融资余额、陆股通北上资金等指标达到历史极值，四季度市场面临高风险偏好遭遇增量资金与新增热点不足的问题出现大幅调整。展望 2018 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也面临触顶回落，经济处于旧动能逼近耗尽、新动能尚未启动的关键节点，回落的深度不可预知，但预计 2017 年极端宏观环境带来的极端市场风格不易维持。
 - ◇ **2018 年价值与成长风格切换在流动性改善后启动：**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 年股票市场将主要由中小创、战略性新兴产业、必需品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**
 - ◇ **制造业升级将成为中期方向：**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“中国制造 2025”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。
 - ◇ **主题投资重点关注技术转移、军民融合、一带一路与环境保护：**十九大前夕部分政策导向已逐步明晰，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、一带一路合作转向服务贸易驱动、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 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。
 - ◇ **风格投资重点关注成长股与价值股的切换：**成长股的持续杀跌已在 2017 年四季度逐渐平息，人工智能、软件自主化、大数据、云服务板块估值修复明显，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

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

亟待提升的政策背景下，政策引导下新兴产业标的真实业绩改善并不遥远，流动性环境也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指日可待，2018 年应是从价值板块切换至成长板块的良好时机。

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 年一季度债市收益率处于先上后下的剧烈波动期，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管理办法（征求意见稿）、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，虽然固定资产投资受到基数调整的影响有些异常，但也加深了市场对于 2018 年经济韧性的共识，而彼时原油价格和工业品价格大幅上行使得 2018 年一季度的通胀预期再度提升。监管和经济的双重压力，同时叠加央行加息传言和美债收益率破位等情绪面扰动，所有因素似乎都朝着不利于债市的方向发展。在多重利空影响下，我国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，隐含税率几乎达到历史最高点。
- ◇ 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，此后原油价格下跌叠加 2 月 PMI 超预期下滑，债市迎来一波反弹，虽然彼时美债收益率屡创新高但我国债市却走出独立行情。2 月 6 日之后，在中美股市暴跌及美债收益率下行带动下，风险偏好回落导致国内债市大幅走强，春节前夕 10 年国债收益率下行至 3.87%，10 年国开收益率下行至 4.89%。
- ◇ 春节之后，预期的流动性紧张并未到来，央行主动进行大额公开市场投放带来资金面超预期宽松，同时四季度央行货币政策执行报告中的措辞变化引发了市场对于货币政策转向的讨论。基本面方面，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。虽然 3 月美联储加息和两会后监管政策落地预期不时扰动市场，但收益率在流动性呵护下一路下行。3 月初之后银监会下调商业银行拨备覆盖率被视作监管政策边际宽松的信号，同时税期前后资金面持续宽松进一步加强货币政策边际放松的预期，期间叠加 1-2 月经济数据超预期带来情绪小幅波动，但是债市对利空表现出明显韧性，收益率在波动性下行。3 月下旬央行跟随美联加息 5BP 基本符合预期，此后叠加中美贸易冲突升级导致避险情绪升温，债市出现抢跑行情。截止到 3 月 23 日，10 年国债收益率最低录得 3.70%，10 年国开收益率最低录得 4.66%。

就基本面来看，2018 年一季度由于春节错位等因素导致经济数据出现分歧，市场预期也随之上下波动。通胀方面，春节前受原油价格上涨和寒冬影响通胀预期有所抬

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

升，而春节之后随着猪肉和油价的回落，市场对于通胀的担忧又有所缓解。资管新规等政策何时出台以及美债收益率上行，不时困扰着债券市场。而春节后，流动性超预期宽松叠加市场对基本面走弱的讨论，成为推动收益率下行的主因。

- ◆ 展望 2018 年二季度，预计经济仍面临一定的下滑压力，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。随着金融去杠杆的持续推进，机构负债端压力将逐步缓解，资金供需格局或有边际改善。但监管政策落地预期和不断压缩的中美利差，依然是制约债市收益率下行的关键。预计 2018 年二季度基本面有望利好债券市场，流动性总体改善但结构上仍有压力，监管和海外利率上行可能带来阶段性扰动，整体看债市的风险收益比可能有所上升。
- ◇ 首先，进入 2018 年经济基本面再度成为影响债券市场的核心。回顾 2017 年经济韧性主要来自出口向好和棚改货币化安置。18 年此两项对经济的拉动将明显削弱，特朗普激进的对华贸易政策给我国净出口增添诸多不确定性，地产销售的持续下降，后续投资增长不甚乐观。1-2 月地产投资超预期主要由前期的土地购置费用支撑，而需求端的领先指标社融增速明显回落，意味着信用收缩对实体的压力将逐步体现。企业贷款利率不断上浮叠加 PPI 的回落，显著抬升企业实际融资成本，融资难、融资贵问题将成为制约民间投资的主因。此外，基建投资受到追求经济增长质量和资金来源受限双重约束，当然我们也不排除经济明显下滑之后基建又大力发挥托底的作用。
- ◇ 其次，通胀压力将逐步缓解但不宜过分乐观。2018 年 CPI 将由于基数效应中枢抬升，根据测算跨过 2 月的高点之后 CPI 总体呈现下降趋势，不必过分担忧通胀压力抬升导致货币政策被迫紧缩。然而，我们仍然需要密切关注原油市场以及核心 CPI 的变化。中美贸易摩擦升级可能会导致进口产品价格抬升，如果叠加政治因素导致油价上行，我国将面临一定的输入性通胀压力。此外，扶贫攻坚会提升居民边际消费倾向，而消费升级也会带来服务类价格上涨，2017 年棚改拆迁带来三四线租金上涨，都可能会进一步推升核心 CPI。
- ◇ 再次，流动性将成为观测货币政策方向、去杠杆进程的关键所在。春节之后流动性持续超预期，一方面与央行维稳资金面意图有关，另一方面也与债市杠杆率下降，机构刚性负债压力缓解有关，同时人民币强势升值带来的外汇占款增加也有利于流动性改善。目前来看，美联储加息预期与市场预期基本一致，但是美国通胀的持续上行仍可能会继续推升美债收益率。在当前较窄的中美利差下，我国央行仍面临一定外部紧缩压力，流动性可能不会持续宽松。此外，过度宽松的资金面或将推升机构加杠杆的热情，在金融去杠杆的大背景下这显然是央行不愿看到的，因此我们判断流动性的结构性压力仍在。
- ◇ 最后，近期债券市场对监管的担忧情绪有所缓和，我们认为监管仍将是二季度债市的重要影响因素，但总体看监管对债券市场影响最负面的时刻或许已经过去。未来随着监管政策的逐步落地，监管对市场的影响将逐渐从过度恐慌过渡到积极应对，随着机构行为从被动去杠杆向主动去杠杆演化，资产负债同时调整下我们或许可以看到同业负债利率长期持续的稳定下滑。资管新规及一系列配套政策的出台，可能会引发资管委外账户的调整压力，虽然政策均有一定过渡期，但仍需警惕摩擦性去杠杆引发的低等级信用风险扩大。

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

总结：我们认为 2018 年二季度基本面将成为主导债市的核心，经济在融资收缩下将逐步回落，企业实体融资成本的上升对投资的负面效应也将不断体现。通胀压力总体不大但仍需密切关注油价和核心 CPI 的变化。在当前较窄的中美利差下，我国央行仍面临一定外部紧缩压力，金融去杠杆的背景导致流动性可能不会持续宽松。因此我们判断虽然资金供需边际改善，但结构性压力仍在。金融监管政策对债市最负面情绪影响或许已经过去，但是机构主动去杠杆情况下仍需警惕账户调整等摩擦性风险。整体上，我们认为二季度债市收益率或将呈现震荡下行趋势。

四、中国债券市场配置建议

◆ 配置建议：

- ◇ 把握阶段性机会、谨慎利用杠杆、严控信用风险。
 - ◇ 把握阶段性机会：如上分析，我们认为 2018 年二季度债券市场的主要机会来自于融资收缩带来的基本面韧性变弱与货币政策的边际转向，风险可能来自美债收益率上行和监管带来的去杠杆压力。整体看，债券市场经历过去一年多的调整，风险收益比已经明显上升，建议把握机会适当拉长久期。但是考虑到一季度债市在流动性改善下已经明显上涨，因此后期即使基本面回落趋势得到确认，收益率的下行可能也不会是一蹴而就的。而如果债券供给大幅上升，或者通胀预期明显上行，债市也面临一定调整压力。
 - ◇ 谨慎利用杠杆：在前期流动性宽松下，机构没有明显加杠杆的行为，一方面是难以预测宽松的持续性，另一方面也是受到 302 号文等杠杆上限的制约。二季度我们仍然建议谨慎利用杠杆，对于负债不稳定的机构来说，监管政策落地带来的账户调整，可能导致杠杆率被迫上升，从而触发监管指标限制。银行间流动性分层导致非银资金面更容易紧张，资金宽松或许不是常态。建议进一步加强流动性管理，谨慎利用杠杆套息策略来获取收益。
 - ◇ 严控信用风险：2017 年由于企业盈利大幅改善，信用违约事件总体较少。但是进入 2018 年随着 PPI 回落企业盈利将逐渐下降，同时融资环境收缩也带来筹资难度加大，我们对于弱资质企业的再融资风险保持密切关注。如果经济基本面出现下滑，基建投资发挥托底效应必将挤出部分民营投资，导致部分民营企业潜在的违约风险增加。我们重点关注非龙头房企、边缘城投平台的估值风险，而资管新规落地预期也使得低等级信用债短期内或面临一定的抛压和信用利差继续走阔的风险。
- 综上，我们建议对盈利弱化、再融资压力较大的民企、投资激进或非龙头的房地产企业，以及中低等级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。

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

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预计见顶，货币政策难以全面紧缩：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，但经济增长加速度预计见顶回落，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，但最终冲击可能大幅不及预期。

◇ 美国经济及货币政策：

(1) 预计维持 2018 年美国全年增速 2.7% 左右，但可能会在下半年有所放缓。2018 年美国在税改刺激下可能将保持较高增速，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。预计美国经济在 2018 年下半年会走出税改带来的刺激，进入缓步下滑阶段。

(2) 通胀方面，消费去杠杆与就业饱和形成矛盾，美国通胀缓步上行。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，预计美国通胀仅仅能实现缓步上行。

(3) 流动性方面，美联储在 2018 年应执行 3 次 25 个基点的加息，离岸美元紧张。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。

◇ 海外公司利润回流将驱动美元短期反弹，美国财政贸易双赤字扩大使得美元中期下行：2017 年四季度至 2018 年一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

交银施罗德基金 2018 年二季度宏观策略展望报告

群与大公司税赋水平，海外公司利润回流美国正在进行中，或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将带来美元中期下行趋势维持较长时间。

- ◇ **2018 年或将迎来贵金属牛市：**由于美国、日本、欧元区与英国均处于扩张周期的末期，长债利率不具备趋势上升的可能，2018 年初债券收益率若以脉冲式冲击达到略高水平，2018 年全球债市有望缓步下行，叠加通胀持续上升压力以及部分信用风险释放，贵金属有望迎来持续性上涨的动能。

交银施罗德基金研究员 马韬、张顺晨

免责声明：

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。