

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

BANK OF COMMUNICATIONS SCHRODER FUND MANAGEMENT CO., LTD.

一、中国宏观经济展望

二、中国权益市场回顾、展望及配置建议

三、中国债券市场回顾、展望及配置建议

四、全球宏观经济展望

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

一、中国宏观经济展望

◆ 综述

- 走出内忧外患，2019 年中国经济寻找长期方向：自 2016 年初开始的全球“新周期”因中国主动去杠杆引发全球经济放缓和美国对全球主要贸易伙伴发起贸易争端而黯然失色，发达国家与新兴国家风险均已暴露，引发市场恐慌。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，中国擅于把握每次危机作为解决长期危机、树立发展方向的重要切入点。内忧外患带来的悲观情绪过度演绎和权益市场波动为长期投资者创造了较为良好的介入时机，市场整体估值从绝对水平和大类资产相关比价观察均逼近历史低位。基于政府在去杠杆的同时将保持经济基本稳定、继续大力推进改革，且贸易冲突不会继续升级的基本假设，2019 年经济和市场都存在阶段性回暖可能，具备交易机会。

◆ 宏观调控政策

- 2019 年中国经济开始“先破后立”：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，2018 年中国实际 GDP 增速预计保持 6.5% 左右；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，借机化解宏观风险和更换增长引擎的必要性上升，高质量发展体系的逐步出台使得经济和市场结构都需要做出相应改变。在过去的一年中，为了防范化解重大风险，传统经济、新兴经济和相关资产价格均承受了巨大的压力，但新经济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；正如转型不是一天之内完成的，去杠杆的缓和是阶段性的，预计未来仍将以更加具体的方式发生，执行方向将更偏向存量制度改革与新兴动能培育，资本市场在这两项重大转变中将被赋予重要使命。
- 减税降费与新型基建成为财政发力抓手：2019 年政府工作报告尚未出台，市场预期赤字率不会超过 3%，减税降费与新型基建将成为主要托底手段。在没有重大风险的情况下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，对补短板新型基建通过专门渠道保证资金来源，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。短期来看，无论在总量还是结构上，政策进度并未超市场预期；市场对增值税减免的预期被持续延后，对房产税和社保费率的上调充满警惕。
- 房地产长效机制加速形成：由于棚改货币化支持在 2018 年上半年仍保持积极，尽管年中以来政策逐步喊话退坡，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

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

益将使得存量房地产项目销售获得保障，地方政府卖地收入和房地产企业的现金流仍相对充裕，大企业的龙头效应更加显著。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，房地产投资长期仍是需要的。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。

◆ 通胀预测

- ✧ 2019 年上半年通货膨胀将或恢复，但中期可能受到就业状况制约：预计 2018 年四季度至 2019 年一季度通货膨胀中枢将继续明显上移，PPI 和 CPI 将企稳反弹。PPI 维持高位，能源成本从拖累因素转为正面贡献因素，金属与建材价格将接近前高。2018 年 CPI 部分主要受食品分项拖累，核心通胀维持高位震荡，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，三季度以来受到自然灾害与疫情影响，食品价格已触底反弹，并引发市场高度重视，涨价趋势或将持续到 2019 年春季；PPI 部分受环保强度起落影响宽幅震荡，由于产成品库存水平相对名义 GDP 增速较低，工业品价格难以大跌，尤其是能源价格已经处于超跌状态。2019 年决定通胀走势的将是就业，制造业能否维持扩张格局，就业会不会有新一轮失速关乎总需求方向。2014-2017 年第二产业就业人数的下降幅度已逼近中国历史上的最大水平，由于工业就业人数损失过多，消费品过去 3 年中实际上承受了较大的通缩压力，但在 2019 年再次遭遇了出口和房地产部门的潜在下行，若就业情况恢复正常，将触发中期通胀趋势的回归。
- ✧ 居民消费品价格见底，工资受到就业情况恶化制约：尽管食品价格受到供给缩减推动，但消费品通胀不大可能在 2019 年形成过强趋势。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 才出现了显著上升。2018 年四季度起以个税起征点变动和居民消费抵扣为代表的收入分配政策并不足以对冲潜在就业损失，消费品价格存在下行而非上行压力。

◆ 流动性环境

- ✧ 央行货币政策方向已转向宽裕：去杠杆定调的逐步软化使得 2018 年流动性环境始终好于市场预期，市场贴现率钉在底部，2019 年这一格局将维持。M2-名义 GDP 增速

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

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，也会带来流动性被动放松。在存在就业压力的情况下，通胀不易成为制约央行货币政策转向紧缩的前提条件。随着央行货币政策会议正式将流动性格局定性为合理充裕，流动性格局将转向实际宽松，即使面对海外央行紧缩与跨境资本流动压力，宽松方向亦保持不变，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，中期维稳力度维持：

在欧美央行货币政策逼近紧缩末端、美国税改带动离岸美元回流力度减弱的背景下，预计 2019 年人民币继续温和贬值，有利于在对冲关税影响的同时不继续恶化市场对于金融稳定的预期，期间维稳政策将阶段性减缓贬值节奏。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 2019 年第二次“一带一路”峰会期间加速。

二、中国权益市场回顾、展望及配置建议

◆ 市场整体判断：经济趋稳叠加改革加速，股债都将受益

◆ 2019 年权益市场酝酿中期牛市起点

✧ 中国市场情绪底部已在 2018 年形成，2019 年经济逐步趋稳：回顾 2018 年全年，经济与金融数据整体低于预期，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为界限，持续向好的行业和板块少之又少，市场整体呈现极度防御，整体市场隐含的股权风险溢价提升至 2010 年以来的最高水平，提示市场情绪已经悲观到了历史极值。随着贸易战影响落定、金融风险释放和改革进度加快，展望 2019 年，经济和市场存在阶段性修复空间，并试探底部的过程。由于经济工作会议定调托底政策力度温和，而且是采取托基建、抑地产的组合方式，经济改善与流动性充裕将同时存在，大类资产上，股债都将受益，大类板块上将体现为科技板块占优格局。

✧ 长期看点仍是成长风格：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，流动性持续改善，企业盈利于 2019 年底企稳，未来政策导向将从修复实体企业资产负债表并逐步释放金融体系风险转向鼓励创新活动并调整经济结构，预计中期股票市场将由中小创、战略性新兴产业、必须消费板块和改革主题主导，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

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

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，即使未来经济增速继续下行，1999-2000 年和 2014-2015 年实例说明流动性将继续支撑成长板块行情。

◆ 2019 年权益市场配置建议

- ✧ **制造业投资触底反转，硬科技成为政策发力核心：**由于 2019 年地产投资、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，2018 年底的中央经济工作会议已把制造业放在重要任务的第一位置。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 2019 年开始有所表现，机械、电子、通信和新能源板块值得重视，目前这些板块估值已逼近历史底部，任何边际利好都有望成为行情起点。**
- ✧ **主题投资重点关注国企改革：**2018 年以来政策对国企改革措辞逐步加强、用意逐步明确，从“管企业”到“管资本”转变确认、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、军民融合和科创板带来的科技型国企市场化转型等有利于国企盈利能力提升的相关政策法规基础已形成，相关试点与成功案例已出现。以上改革在中美 90 天贸易谈判稳步开展、十九届四中全会召开之际应有阶段性成果落实，目前尚未被市场充分反映。
- ✧ **风格投资重点关注中小盘、创业板与即将登场的科创板：**成长股在 2018 年大起大落，5G、军工、自主可控、云服务、创新药等板块时有表现，但尚未获得业绩支撑，商誉减值、股权质押、股东减持、机构低配等问题持续困扰。在 2019 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，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。2019 年成长股在经济持续下行、政策整体趋暖、机构逐步调仓的环境下有望走出独立行情。

三、中国债券市场回顾、展望及配置建议

◆ 2018 年债券市场回顾：

整体来看，2018 债券市场在宽货币紧信用格局下走出牛市行情，债券收益率大幅下行，收益率曲线呈现牛市陡峭的特征。

- ✧ 2018 年伊始，随着 302 号文、大额风险暴露管理办法等一系列监管文件的出台，债市的悲观预期不断升温。2017 年实际 GDP 增速录得 6.9%，略超市场预期，债券收

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

益率再度明显上行，10 年国债收益率触及 3.98%，10 年国开收益率触及 5.13%。此后随着经济下行压力增大，货币政策开始宽松，中美贸易冲突升级导致市场避险情绪升温，长端利率随之下行。为对冲经济下行压力，央行在 4 月 17 日宣布降准，市场正式确认货币政策转向。

- ✧ 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，收益率出现一波调整。而后流动性在 5 月中旬之后重新转松，资管新规出台之后表外非标明显回落，经济增长预期下行。伴随着中美贸易战落地开打、美债收益率下行、信用违约事件频发，央行于 6 月底再次宣布降准，短端资金利率明显回落，长端利率也确认了宽货币紧信用格局跟随下行。至 7 月 18 日 10 年国开收益率下行至 4.08%，10 年国债收益率下行至 3.44%。
- ✧ 7 月下旬后，一系列政策文件的密集出台使得债市逻辑陡然从“宽货币紧信用”转向对“宽货币宽信用”的担忧。央行层面窗口指导银行增配低等级信用债，资管新规补充通知和理财新规下发，放松非标投资限制及过渡期安排。与此同时国常会、政治局要求积极的财政要更加积极，支持扩内需和保证地方平台融资需求。祸不单行，受到非洲猪瘟、寿光洪灾、房租上涨的影响，市场的通胀预期逐渐抬升。进入 9 月类滞胀的逻辑不断演绎，加上地方债供给放量、促进消费和基建的稳增长措施出台，债市长短端收益率均明显上行。截止 9 月 21 日，10 年国债最高上行至 3.70%，10 年国开最高上行至 4.29%。
- ✧ 进入 10 月，央行不但没有跟随美联储加息，反而在十一后超预期降准，债市做多情绪重新升温。三季度 GDP 增速回落到 6.5%，加上股权质押风险继续令股市重挫，国际油价加速回落，都激发了投资者拉长久期的冲动。11 月中旬随着 10 月社融数据大幅下挫，市场对经济下行形成一致预期，而彼时地方债供给减少，进一步助推了债市行情。此间虽然经历 G20 会议达成协议、央行疑似正回购的讨论，市场在配置资金推动下仍较为乐观，10 年国债收益率最低下行至 3.27%，10 年国开收益率最低下行至 3.67%。直到 12 月中旬，出于对地产、非标政策放松的预期，债市才出现明显调整，而后央行操作 TMLF 并降息后，收益率又回落至前低附近。
- ◆ 整体来看，2018 年债券市场逆转了过去一年多的熊市格局重回牛市行情，利率债收益率大幅下行，期限利差总体走高，高等级信用利差随利率而压缩，低等级信用利差在违约频发的利空下不断走扩。债券市场总体演绎了宽货币紧信用的格局，央行四次降准导致短端利率大幅下行，长端利率也在贸易战反复发酵、去杠杆导致社融下滑、经济预期明显回落诸多因素的影响下不断走低。在此过程中，债市经历过两轮比较明显的调整，5 月的调整主要来自资金面紧张、信用违约频发、及对稳增长的担忧，8-9 月的调整主要来自对信用扩张、通胀预期、地方债供给增加、和央行收紧资金面的担忧。

◆ 2019 年债券市场展望

展望 2019 年，宏观基本面和货币政策趋势仍将有利于债券市场，一方面出口和地产对经济的拖累将逐步体现，另一方面货币政策为了对冲下滑也将会保持宽松。宽信用政策面临地方政府隐性债务监管、银行风险偏好和资本金不高、严监管下非标准难以明显扩张等诸多掣肘，而财政政策虽有减税降费，但受到赤字率的约束或难以改

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

变经济下滑的趋势。我们认为本轮债市牛市大概率尚未走完，从稳增长政策到经济企稳之间的时滞可能会比以往更长，当前期限利差仍处于高位，预计长端利率仍有一定下行空间。但是利率的下行节奏可能不如 18 年那么顺畅，一是逆周期调节政策可能会导致社融同比阶段性企稳，二是明年二季度通胀有上行压力，如果猪价油价超预期上涨可能会对通胀预期产生扰动。

- ✧ **首先，2019 年经济基本面仍面临一定的下行压力。**一方面是中关税落地后出口贡献逐渐回落，另一方面是棚改货币化比例下降导致地产投资下行。虽然 G20 会议上将 25% 的关税推迟三个月征收，但也仅仅是将出口的压力延后而已。考虑到中美贸易争端将是长期趋势，明年全球经济增速共振式下行，预计出口对 GDP 的贡献将回落到 -1% 以下。2018 年房地产投资增速维持高位主要来自于土地购置贡献，19 年新的棚改政策导致货币化对三四线的支撑力度明显减弱。在房地产政策坚持房住不炒、因城施策的方针下，预计地产投资增速将回落到 5% 以下。为了应对外需回落的压力，国内方面稳增长的诉求将会提高，或在促进消费、基建补短板、减税降费领域出台更加积极的对冲政策。在地方政府隐性债务的监管和资管新规的大框架下，如果表外非标没有明显放松，预计基建仅会小幅企稳，难以明显回升。2018 年以来制造业投资的明显上行主要得益于上游行业利润增速的提升和资产负债表的修复，预计 19 年随着企业利润的回落，制造业投资难以保持高增速。消费方面，18 年社销明显低于预期受到汽车销售的拖累，此外过去两年居民杠杆率的提升也限制了可选消费的增速，2019 年预计消费在当前水平保持平稳。
- ✧ **其次，通胀压力整体有限，但是需要关注非洲猪瘟疫情对猪价的阶段性影响，如果工业品去库存加速，PPI 有一定概率重回通缩。**2018 年 8 月之后猪瘟疫情导致市场通胀预期有所上行，目前生猪调运政策导致地区间价格分化加大，产能持续出清。预计 CPI 二季度略有上行，下半年会比上半年略低，中性假设下预计中枢在 2.3-2.4% 左右。PPI 方面我们仍然关注油价和工业品价格的影响，工业品价格在环保限产政策放松下有进一步下行的压力，中美贸易摩擦也会导致进口产品价格抬升，形成一定输入性通胀压力，整体看 PPI 将趋势下行，预计中枢在 1.3-1.5% 左右。
- ✧ **再次，流动性预计将维持宽松，当前央行已经创设 TMLF 操作来降息，预计 19 年进一步降准降息疏通信贷政策传导机制的概率较高。**2018 年共计降准四次，短端资金利率大幅下行，但是资管新规导致非标融资大幅收缩，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，由此社融和信贷明显回落。虽然当前监管层促进信用宽松的意愿较强，但是在资管新规的大框架下，由于缺乏必要的融资渠道，企业端融资环境仍然较为紧张。海外方面，美联储加息趋缓，美股持续下跌、期限利差加速收窄，预示着经济陷入衰退的概率提升。后期我们预计美国经济可能见顶回落，美元指数预计难以持续上行。2019 年在出口回落、中美利差收窄下人民币仍然面临贬值压力，在内外矛盾下货币政策或以内为主。
- ✧ **最后，经济工作会议强调逆周期调节和稳定总需求，关注去杠杆和信用疏导政策调整导致的边际变化。**积极的财政政策预算内资金主要依赖地方政府专项债，而预算外资金来源需依赖非标监管和地方政府隐性债务的放松程度。虽然监管层面出台了一系列宽信用的政策，但是对隐性债务的限制却始终未放松，不再唯 GDP 论的地

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

方政府投资意愿明显下降。中性假设下我们认为当前资管新规的大框架将会延续，结构性去杠杆思路下非标和地产难以明显放松，但是促进直接融资下，信用债融资环境或将边际改善。后期如果宽信用效果持续不佳，亦不排除非标定义、一二线地产调控会有边际放松，从而带动社融企稳。

- ◆ 总结：我们认为 2019 年基本面仍是债市的核心影响因素，在出口和地产的拖累下基本面大概率向下，而通胀虽然二季度有压力但难以明显超过 3%。货币政策预计仍将保持宽松，进一步降准降息的概率较大，内外矛盾下央行政策将以内为主。逆周期调节政策虽有托底但难以改变经济下行趋势，宽信用政策效果仍然受到房住不炒、隐性债务监管、非标定义等因素制约。但是从全面去杠杆到结构性去杠杆演化过程中，信用债的融资环境或有改善。**整体上，我们认为 2019 债券牛市仍未走完，收益率仍有一定下行空间，低等级信用利差或有收窄。**

◆ 2019 年债券市场配置建议：

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 2019 年债券市场仍有机会，虽然收益率下行的空间相较于 18 年有所收窄，但是货币政策宽松的格局未变，期限利差虽有收窄但仍在高位，名义 GDP 或将在平减指数的带动下进一步回落。后期债券市场的主要机会来自于净出口、地产投资的下行带来的基本面回落，风险点可能来自通胀预期的抬升和超预期的稳增长政策，叠加近期信用风险不断暴露，市场风险偏好回落后期利率债仍均有一定吸引力。
- ✧ **适度利用杠杆：**2018 年央行四次降准，每次降准资金释放之后，均出现短端资金利率下行，进而带动长端收益率回落的情形。当前时点央行的主要目标在于疏通货币信贷传导机制，因此在经济明显企稳之前银行间流动性不会收紧。为了配合宽财政和地方债发行，19 年或有进一步降准降息，我们预计流动性将保持稳定，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：**18 年资管新规出台、金融机构去杠杆加速、隐性债务排查等多个因素，共同导致的流动性溢价和信用风险的抬升，使得低等级信用债的利差走阔。产业债方面，由于企业利润仍有进一步下滑压力，获取行业阿尔法的难度加大，需要在各个行业内部精耕细作。城投债方面，伴随地方政府融资的不断规范，城投企业面临前所未有的转型压力，内部资质也将进一步分化。现阶段高等级的信用利差较低，需要甄选其中地区经济和财力平稳向好、区域地位和重要性突出的城投；以及有强担保的存量企业债券。
- ◆ **综上，我们建议甄选行业景气度边际向好、主营业务突出、财务杠杆稳健的企业，而对到期债务到期压力大、再融资渠道不畅的主体的弱资质民企，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。**

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

四、全球宏观经济展望

◆ 全球宏观经济展望

◇ 2019 年主要发达国家经济延续弱势，货币政策紧缩接近终点：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，但经济增速已见顶回落，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。率先紧缩的美国内部三大利率敏感板块—房地产、汽车与信用卡景气均显著恶化，甚至逼近 2008 年危机时期水平。发达国家已整体进入紧缩周期末端，美联储应该只剩下 1-2 次加息，而欧央行与日央行可能难以将基准利率恢复到历史同期水平，全球经济将长期处于流动性过剩的环境中。此起彼伏的民粹主义浪潮将驱动各国政府通过财政刺激强行进行收入分配再平衡，更加利好实物资产而非金融市场，金融市场波动远大于经济波动。

◇ 美国经济及货币政策：

(1) 预计 2019 年美国全年经济增速 2.4% 左右，但金融市场波动远超经济波动。2018 年美国在税改刺激下保持较高增速，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，2019 年以上利好将逐步消退；居民与非金融企业部门都有去杠杆迹象，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，非金融企业发债回购股份或并购重组带来过高杠杆率并随着金融资产估值下行进入恶性循环，居民与非金融企业杠杆率过高将制约美国经济与金融市场稳定。2019 年美国进入去杠杆阶段，由于杠杆加在金融资产上而且资金来源并非核心银行部门，更接近 2000-2003 年科网泡沫破裂之后，而非 2007-2008 年次贷危机爆发之后，对美国就业和新兴市场的冲击相对可控。

(2) 通胀方面，薪资增速托底核心通胀，但商品与服务通胀难以加速。2008 年以来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的实际收入（剔除通胀）增速在经济扩张末期提前萎缩，这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，整体商品与消费水平都不具备扩张的可能性。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，美联储在最新的经济数据预测中不认为更高的经济增速将带来更高的通胀，维持了未来三年通胀中枢仅仅刚刚能达到 2% 政策目标的判断。

(3) 流动性方面，美联储可能已经进入暂停加息，维持缩表状态，2019 年可能仅有一次年中加息机会。在 2018 年 4 次加息之后，美国金融机构已经出现了信用塌缩，投资级债券信用利差激增至 2015 年年底通缩时期水平，短期美联储不易维持前期的紧缩速度，预计将暂停加息但维持缩表。长端均衡利率预期维持在 2.8-3.0% 已

交银施罗德基金 2019 年宏观策略展望报告

被债券市场包含，市场开始预期 2019 年美联储放弃加息，2020 年美联储开始降息，考虑到就业市场仍稳健，2019 年年中或仍有一次加息机会。美国金融系统脆弱性在于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，但由于实体经济低迷，中小金融机构缺乏能力将货币乘数扩张。

- ✧ **美元指数短期将显著回落，但金融市场恐慌将带来另一个高点：**2018 年全年短端美债供给井喷式增长，带动短端利率大举上行；叠加美联储缩表后国内资金供给减少，税改促进资金流入美国，新兴市场风暴加强离岸美元紧张，美元成为 2018 年为数不多的正收益资产。2018 年年末的发达国家信用塌缩基本没有影响到新兴市场，提示经过本轮资金流出，新兴市场杠杆去化进行得比较充分。发展中国家金融与物价稳定性相对过去三年已显著提升，除去土耳其、阿根廷和哥伦比亚等少数国家，并不存在重演 1997 年或 2013 年新兴市场波动的基础，预计美元指数已随着新兴市场风暴的逐步平息而阶段性见顶，2019 年上半年难有新高。但考虑到美国信用塌缩仍在进行状态，如果有规模金融机构因对科技领域敞口出现偿付问题，因市场恐慌仍有一波美元汇率的推升行情。
- ✧ **民粹主义浪潮在全球蔓延仍将引发市场巨震：**2018 年拉美、欧洲等更多国家与区域呈现出民粹主义浪潮，政府对经济与金融市场的直接干预将提高，实体经济与金融市场之间的失衡将回归，实际利率下行、通货膨胀低迷与金融资产估值高企的时代结束，收入分配与企业盈利近几十年的趋势将改变。

交银施罗德基金宏观策略分析师马韬、固收分析师张顺晨

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。