

交银施罗德基金 2019 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 年二季度宏观策略展望报告

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，二季度继续向好：**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，中国善于把每次危机作为解决长期危机、树立发展方向的重要切入。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来看均逼近历史低位，一季度以来已经呈现较好回报，A 股涨幅全球居前。基于政府在去杠杆的同时也致力于保持经济基本稳定并继续大力推进改革，且贸易冲突不会继续升级的基本假设，2019 年二季度经济和市场都存在继续改善可能，依然具备交易机会。

◆ 宏观调控政策

- ◇ **2019 年中国经济开始“先破后立”，提前见底：**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 增速仍保持 6.6%，2019 年一季度有望稳定在 6.2% 左右；在十三五规划剩下的三年中只要 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相应地改变，**预计 2019 年二季度之后的 GDP 增速也将接近且不会显著高于一季度。**在过去的一年中，为了防患化解重大风险，传统经济、新兴经济和相关资产价格均承受了巨大的压力，但新经济和发展框架却尚未发展到足以支撑经济平稳增长的水平，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，**二季度将进一步迎接科创板这一重大制度创新正式启动。**
- ◇ **减税降费与新型基建成为财政发力抓手：**2019 年政府工作报告已经出台，赤字率小幅提高至 2.8%，减税降费与基建补短板将成为主要托底手段；2018 年三季度以来基建项目已经发力，**减税降费将在 2019 年二季度逐步铺开。**在没有重大风险的情况下未来财政政策方向将继续由针对总量转为结构，从需求侧转向供给侧，主要体现在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，政策进度在总量还是结构上均符合市场预期，无论；增值税减免使得一季

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

度部分需求后移，价外税下调产生了类似通缩的效果。

- ◇ **房地产长效机制加速形成：**棚改货币化支持在 2018 年保持积极但在 2019 年预计将显著退坡，房地产销售与投资预计在 2019 年前高后低，并最终转负。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，房产税将成为 2019 年的重要立法目标，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，**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，**预计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 年上半年通货膨胀已恢复，但中期受到就业状况制约：**2019 年一季度通货膨胀中枢已经触底，PPI 将维持震荡走低，CPI 将逐季上行。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。2019 年 CPI 将受食品分项抬升，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，2018 年年底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 年秋季期间；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。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高水平，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**。
- ◇ **工资受到就业情况恶化制约，居民消费品价格见底：**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，价外税的下调使得消费品价格存在下行而非上行压力，宏观经济活动保持平稳的背景下通货膨胀不易成为普遍担忧的问题。

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

◆ 流动性环境

- ◇ **央行货币政策方向转向宽裕，并维持稳定：**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，预计年中仍有一次降准。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，未来裂口大概率收敛，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流动性格局定性为合理充裕，流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，给债券和成长股继续带来机会。2019 年一季度货币政策委员会已淡化继续大幅宽松的可能性，倾向于维持偏稳定的货币政策预期，防止局部的杠杆过快积累。
- ◇ **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停止紧缩、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起作用减缓贬值节奏。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，股债双牛铸就成长行情

◆ 2019 年权益市场酝酿中期牛市起点

- ◇ **A 股权益市场情绪底部已在 2018 年形成，2019 年二季度加速改善：**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下跌格局，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，其中可能会形成试探底部的震荡。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，大类资产上将体现为股债双牛行情，大类板块上将体现为科技板块占优格局。二季度这一格局将继续维持，尽管债市受经济复苏负面影响，但尚未恶化到拖累股市的状态。
- ◇ **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

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

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、必需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。

◆ 风格及配置建议

- ◇ **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，已在政策引导下的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 年成长股或在经济持续下行、政策整体趋暖、机构逐步调仓的环境下走出独立行情。**

三、中国债券市场回顾、展望及配置建议

◆ 债券市场回顾与展望：

整体来看，2019 一季度债券市场的交易逻辑从去年的“宽货币紧信用”逐步转向“宽

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

货币宽信用”，收益率曲线呈现震荡市陡峭化的特征。

- ◇ 2019 年伊始，央行降准幅度超预期，通胀和进出口数据低于预期，债券收益率延续下行趋势，10 年国债回落至 3.07%。1 月下旬缴税叠加地方债发行资金面略有收紧，工业增加值超预期，债券市场出现明显调整，长端利率上行 10BP 左右。跨年前后资金面平稳宽松，叠加美联储释放鸽派信号，现券收益率跟随美债下行。
- ◇ 春节期限海外市场对国内债市影响偏利多，资金面超预期宽松，但是长债收益率整体偏震荡。此后随着 2 月 15 日信贷数据大幅超预期，债券市场对于社融企稳的预期逐渐增强，宽货币紧信用的逻辑受到一定挑战，叠加股票市场量价齐升，债券收益率出现明显上行。2 月下旬传言高层开始关注票据融资高增可能造成金融套利，随后资金面边际收紧，市场对于货币政策能否继续宽松产生了质疑，收益率继续调整。
- ◇ 进入 3 月，股票市场出现震荡调整，风险偏好略有回落，随后出台的 3 月新增社融 7000 亿，明显低于市场预期，债券收益率明显下行 10BP。月中时点资金面在缴税影响下边际趋紧，债券市场出现小幅调整。3 月下旬美联储 FOMC 会议超预期鸽派，美债收益率大幅下行 20BP，叠加股市震荡回调，带动债券收益率明显下行，10 年国债最低回落至 3.06%，10 年国开最低录得 3.57%

整体来看，2019 年一季度债券市场的交易逻辑从去年的“宽货币紧信用”逐步转向“宽货币宽信用”，随着经济托底政策的推进，市场对前期经济的悲观预期明显缓解，债券收益率下行受阻，权益市场风险偏好回升。今年以来市场对基本面的分歧加大，融资数据和风险偏好短期内主导市场走势。一季度收益率先上后下，信用债表现整体好于利率债，资金面维持宽松，长期经济预期分化带来曲线陡峭化。

- ◆ **展望 2019 年二季度，预计债券市场在资金面预期扰动，通胀预期抬升和股市风险偏好上行等多重因素下将维持弱势震荡。一方面是经济企稳之前货币政策预计将维持稳定，短端上行空间不大；另一方面是托底政策初显成效叠加通胀预期升温，中长端利率波动加大。此外，本轮信用明显扩张概率较低，经济企稳的时滞也会更长，建议在利率调整至安全边际之后，关注基本面预期差带来的利率债交易机会。**

- ◇ 首先，2019 年经济基本面仍面临一定的下行压力，从社融企稳到经济企稳之间存在一定时滞。18 年基建大幅回落之后年末逐渐企稳，目前从 PMI 建筑业指数、基建信托发行等数看，19 年基建对经济的拉动呈现较强趋势。地产方面，三四线销售在棚改退潮之后有较大下行压力，目前尚未体现，一二线地产销售随着按揭利率的下降有改善的空间，但由于占比较低对全局影响不大。出口方面，1-2 月春节错位对研判出口趋势产生扰动，但是从 BDI 指数和韩国出口数据看，全球贸易延续下滑趋势，预计出口增速仍将明显下行。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 2019 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，当前汽车经销商库存系数又重新回升，意味着汽车销售好转持续性不强，预计消费在当前水平保持低位平稳。

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

- ◇ 通胀方面，预期 19 年二季度略有上行但整体通胀压力有限。展望后期，对于猪肉的价格，我们一方面通过生猪存栏和能繁母猪存栏同比（最新值分别为-17%和-20%）的历史弹性进行定量预测，预计年末猪肉同比可能在 60-80%左右，对应 CPI 年内高点在 2.8%-2.9%左右。如果短期内猪肉明显上涨，市场对于通胀的预期可能会更强烈一些，但是高点超过 3.1%的概率不大，单纯因为供给端收缩而非需求端扩张引发的通胀，对货币宽松的掣肘也有限。后续通胀预期的边际变化在于猪价上涨的斜率、以及工业品价格对需求的弹性，目前从原油和工业品价格变化，尚不能排除 PPI 通缩的可能性。
- ◇ 再次，流动性方面，随着股市风险偏好提升、经济托底政策逐步发挥效果，货币政策短期可能进入观察期，短端收益率再度明显下行的空间不大。二月底之后资金面边际扰动加大。先是总理关注票据资金空转的影响，再是央行宣布对降准谣言诉诸法律，资金面能否持续宽松的分歧加大。我们预计二季度货币政策明显收紧的概率不高，一则资管新规约束下同业杠杆没有抬升，二则信贷市场利率从 18 年底刚开始下行，监管层还在推进两轨并一轨，金融市场利率上行空间不大。海外方面，年初以来各国经济数据忧多于喜，全球经济动能放缓，欧美央行货币政策重新转向宽松，在此背景下我国央行难以明显收紧。
- ◇ 最后，监管政策方面我们重点关注地方政府隐性债务的进展和宽信用政策的边际变化。春节之后，市场开始传言可能会对部分地区城投隐性债务进行置换，低等级城投债利差进一步压缩。虽然新增部分仍在严格监管，但是由于 18-19 年城投债务到期量较大，政策是否会由点及面值得关注。此外，根据调研反馈，信托的窗口指导也有明显放松，城投和地产的融资环境均有改善。针对政策的边际变化，我们预计 1 月社融大幅增加之后，社融底将逐步夯实，但是由于两会预期社融和 M2 与名义 GDP 相适应，本轮信用扩张过程中预计社融不会明显回升。

总结：我们认为 2019 年基本面仍是债市的核心影响因素，随着社融底逐步夯实，市场对经济何时企稳的关注也会增加。二季度在经济企稳预期、通胀上行压力叠加股市风险偏好提升的条件，长端收益率面临一定调整风险，信用债整体优于利率债。逆周期调节政策虽有托底但难以改变经济下行趋势，经济企稳或在三季度之后到来，长端收益率在调整之后仍有交易性机会。

◆ 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 年二季度债券市场延续弱势震荡，票息策略优于久期策略。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，名义 GDP 在平减指数的带动下有可能进一步回落的空间。二季度债市主要风险点在于金融数据企稳后市场对基本面的预期有所分化，通胀超预期上行等。超预期的利好可能来自国内经济企稳预期差、海外经济形势转弱带来的出口回落、以及美股大幅下跌带来的风险偏好回落。

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

- ◇ **适度利用杠杆：**2019 年春节之后资金面波动加大，在托底政策逐步发挥效果之后，央行政策短期进入观察期。央行对降准谣言诉诸公安，导致 4 月降准预期可能落空，更加大了市场对资金面是否会转向的担忧。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，但是考虑到 MLF 到期和季末流动性考核，资金面预期扰动加大。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：**2019 年随着民企纾困政策不断出台，市场传言城投隐性债务置换或有一定进展，伴随信用扩张逐步推进，低等级信用债信用利差明显收窄。城投债方面，目前利差已经压缩至较低位置，板块性机会难寻。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。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。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稳定或向好、主营业务突出、财务杠杆稳健的企业，而对短期到期债务压力大、受金融去杠杆影响深、再融资渠道不畅的主体尤其弱资质民企，以及地方财政实力弱、债务负担重的城投平台或非核心城投平台保持十分谨慎的投资态度，对于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。

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，货币政策紧缩接近逆转：**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，连续 11 个月共振式下滑创历史记录，主要国家债券收益率曲线也加速平坦化甚至出现倒挂提示经济不断放缓，需要短期降息。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，达到 2008 年危机时期水平。发达国家紧缩周期已接近逆转，美联储在二三季度可能出现降息，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：**
预计 2019 年美国全年增速 2% 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，

交银施罗德基金 2019 年二季度宏观策略展望报告

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，二季度可能立刻出现问题的是居民杠杆率，将对经济增长带来下行风险。尽管美国企业部门杠杆偏高，但负债主要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，对美国自身和新兴市场的冲击相对可控。

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，整体商品与消费水平均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能达到 2% 政策目标的判断，也不排除通胀有向下失速的风险。

流动性方面，美联储暂停加息，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，二三季度甚至有可能降息。长端均衡利率预期维持在 2.8-3.0% 已被债券市场包含，市场开始预期 2019 年美联储放弃加息，下半年美联储开始降息。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扩张货币乘数，同时还受到居民部门违约率增加的拖累。

◇ **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，或将引起市场恐慌，推升美元汇率。

◇ **民粹主义浪潮在全球蔓延或仍将引发市场巨震：**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 2019 年二季度宏观策略展望报告

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。