

交银施罗德基金 2019 年下半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 年下半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，发达与新兴国家风险先后暴露，引发市场对全球经济面临自 2009 年以来近 10 年周期拐点的恐慌。对中国而言，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，中国善于将每次危机化为机会，去解决长期危机、树立发展方向。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维持历史低位，一季度以来即使波动巨大但仍呈现较好回报。基于政府在去杠杆的同时将保持经济基本稳定且继续大力推进改革，同时贸易冲突不会继续升级的基本假设，预计 2019 年下半年经济和市场都存在阶段性改善可能，尤其是三季度机会较大，值得投资者关注。

◆ 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，2019 年一季度实际 GDP 增速稳定在 6.2%，二季度 GDP 增速有望维持在 6% 以上；在“十三五规划”的剩余阶段只要 GDP 增速维持 6.2% 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 年下半年经济增速不会反转上行，但四季度企业利润可能小幅改善。在过去的半年中，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，执行方向将更偏向主动化解风险、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，实现直接融资在间接融资系统调整中支撑整体社会融资总额稳定增长的历史使命，三季度将迎接科创板这一重大制度创新的正式启动。
- 减税降费与新型基建成为财政发力抓手，总量刺激仍有一定增量：2019 年政府工作报告中赤字率小幅提高至 2.8%，减税降费与基建补短板将成为主要托底手段，下半年如果遭遇堪比科网泡沫和次贷危机式的全球风险，则总量刺激仍有必要加强，存在继续小幅调整赤字率的可能性；2018 年三季度以来基建项目已经发力但幅度弱于历史上历次刺激，减税降费在 2019 年二季度逐步铺开，对经济进行托底，但不构成显著刺激。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

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

针对结构，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项债等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，政策进度略低于市场预期，无论在总量还是结构上；增值税减免使得一季度部分需求后移，价外税下调产生了类似通缩的效果，叠加贸易冲突使得中间环节库存增速达到 1999 年以来历史最低水平。

- ✧ **房地产长效机制加速形成，驱动居民资产配置由房入股：**由于棚改货币化支持在 2018 年保持积极但在 2019 年已经显著退坡，房地产销售与投资预计在 2019 年前高后低，并最终转负。上半年以来人民银行与银保监会对房地产融资与销售的定向收紧体现了政策的延续性，并不会因为经济下行压力而显著调整。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 年上半年整体通货膨胀底部企稳，但中期受到总需求偏弱压制：**2019 年一季度通货膨胀中枢已经触底，但 PPI 下行压力超出预期，CPI 将逐季上行但结构较差，整体通胀水平维持磨底状态。PPI 波动较大，能源成本剧烈波动且可能成为下半年主要拖累，部分金属与建材价格逼近历史新高。2019 年 CPI 将受食品分项支撑抬升，核心通胀因就业压力而逐步下行，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，涨价趋势将持续到 2019 年秋季期间；PPI 部分受贸易摩擦与减税短期效应宽幅震荡，由于产成品库存水平相对名义 GDP 增速较低，国内工业品价格难以大跌。2019 年下半年最终决定通胀走势的将是就业，制造业能否重启扩张格局，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，消费品在过去 3 年中实际上承受了较大的通缩压力，在 2019 年再次遭遇了出口和房地产部门的潜在下行影响，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，工资增速受到就业情况恶化制约：**尽管食品价格受到供给缩减推动，但消费品通胀在 2019 年形成过强趋势的可能性不大。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

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

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的系列政策，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。

◆ 流动性环境

- ✧ **央行货币政策方向转向宽裕，金融供给侧改革稳步推进：**去杠杆定调的逐步软化使得 2018 年至今流动性环境始终好于市场预期，市场利率钉在利率走廊底部，2019 年下半年这一格局将维持，预计三季度仍有一次降准和一次定向降准。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。金融供给侧改革加速中小银行信用风险暴露，预计后续继续演绎概率偏大，并会带来流动性分层，资本市场改革将同步加速对冲社融下滑风险。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，给债券和成长股继续带来机会。2019 年上半年两次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，改革与监管交替升级以维持信用格局稳定。
- ✧ **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重启宽松、美国持续处于债务上限限制美债供给、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继续稳步推进。

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，金融供给侧改革或将驱动股债双牛行情**
- ◆ **2019 年权益市场酝酿中期牛市起点：**
- ✧ **金融供给侧改革或将驱动股债双牛行情：**回顾 2018 年全年，经济与金融数据整体低

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

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。随着贸易冲突影响逐步被经济与市场消化、金融供给侧改革稳步释放存量风险和改革进度加快，展望 2019 年下半年，经济和市场存在阶段性修复空间。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。下半年尤其是三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。

- ✧ **长期看点仍是新兴产业方向：**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

- ✧ **制造业投资仍是重要看点，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与区域改革：**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。区域改革也有望成为释放改革红利，接轨国际先进治理标准的桥头堡。以上改革在 2019 年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

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

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 上半年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”，收益率曲线呈现震荡市平坦化的特征。

- ✧ 2019 年伊始，央行降准幅度超预期，经济数据回落债券收益率延续下行趋势。2 月 15 日随着信贷数据大幅放量，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。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 月新增社融明显低于市场预期，此后美联储 FOMC 会议超预期鸽派，美债收益率大幅下行 20BP，10 年国债最低回落至 3.06%，10 年国开最低录得 3.57%。
- ✧ 进入二季度，3 月 PMI 数据大幅超预期，在央行辟谣降准后，货币政策宽松的预期出现动摇。基本面预期好转、资金面边际收敛、叠加股市上涨的多重利空，现券收益率一路上行。随后 3 月经济数据均超出市场预期，4 月政治局会议重新调整稳增长与调结构的关系，重提地产调控和结构性去杠杆，市场对经济增长的预期也一度上修。4 月下旬，央行各种表态引发市场对货币政策收紧的担忧，10 年国债收益率最高上行至 3.43%，10 年国开收益率也上行至 3.85%。
- ✧ 5 月之后，中美贸易摩擦再度升级，风险偏好大幅回落，央行随即定向降准。随后 4 月经济数据陆续出台，较 3 月明显走弱，尤其是信贷社融大幅低于预期，带动债券走牛。此后，虽然贸易摩擦继续发酵，但是在通胀预期高企、银行接管事件发酵影响下，收益率却始终呈现震荡格局。5 月下旬银行被接管事件导致流动性一度收紧，而后在央行大量投放流动性后趋于稳定，但信用分层和流动性分层现象却不断加深。截止 6 月 25 日，10 年国债收益 3.23%，基本持平于年初，10-1 年期限利差录得 58BP，较年初下行 5BP。

- ◆ 整体来看，2019 年上半年宏观经济和债券市场均处于震荡波动中。年初市场还在预期宽信用不会很快见效，但一季度经济表现出超预期的韧性，债券市场的交易逻辑逐渐转向“宽货币宽信用”。然而，进入二季度，政策基调再度发生转变，外部中美贸易谈判再生波折，内部政治局会议再提结构性去杠杆，货币条件在稳增长和调结构之间不断波动，国内经济韧性削弱，同时通胀预期不断升温，经济呈现类滞胀格局，债市也呈现震荡状态。

- ◆ 展望 2019 年下半年，债券市场或将在预期经济下行和出台逆周期政策之间来回波动。一方面经济内生企稳的动能略显不足，全球经济增速回落和贸易摩擦带来出口不确定性，地产融资受限后续建安投资持续性不高，另一方面，逆周期调控政策不断出台，无论是货币还是财政政策均有一定的对冲空间，但在供给侧结构性改革的

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

思路下，政策或更多发挥托而不举的效果。预计随着名义增速回落，三季度债市的交易空间或将进一步打开，但由于收益率绝对水平已经较低、社融低逐步夯实，且四季度后通胀预期回升，债市收益率突破前低需要更多因素催化。

- ✧ 首先，基本面方面，在上半年财政支出和信贷投放前置的效应逐渐减弱之后，下半年经济仍面临一定的压力。本轮信用扩张较为缓慢，且一季度略有效果的宽信用在二季度即受到打压，表明政策对于杠杆率的控制依然较为严格。虽然 18 年下半年来以来基建补短板的措施不断出台，但是基建增速回升却始终不及预期，核心在于地方债务监管并没有实质性放松。今年地方债发行、财政支出节奏均有前置，后续增长乏力，如果外围形势明显恶化，预计会出台各种融资放松的方式为基建筹措资金。地产方面，今年以来地产韧性较强，主要受到建安投资拉动，与库存水平较低有关，预计后期三四线销售在棚改退潮之后有较大下行压力，此外 5 月以来对地产企业融资的限制也会压制投资。上半年出口增速断崖式下行，中美贸易冲突仍有较大不确定性，叠加全球增速放缓，下半年出口对经济负面拖累会更大。19 年随着企业利润的回落，制造业投资难以保持高增速，投资在稳增长周期中趋势回落。消费方面，居民杠杆率的提升始终成为限制边际消费倾向的主因，此外虽然汽车终端销售降幅收窄，但是经销商库存仍在高位，预计消费在当前水平保持低位平稳。
- ✧ 通胀方面，预期二季度通胀上行之后三季度会有明显回落，但四季度由于翘尾因素通胀又将再度上行，不排除单月 CPI 破 3% 的可能。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的历史弹性进行定量预测，预计年末猪肉同比可能在 70-80% 左右，对应 CPI 年内高点在 2.9%-3.0% 左右。在货币宽松、房价涨幅被抑制的情况下，部分期货商品的结构性涨价压力可能较为明显。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，尚不能排除三季度 PPI 通缩的可能性。
- ✧ 再次，从流动性来看，4 月之后资金面波动加大，此前央行辟谣降准打破了稳定的资金面预期，但在中美贸易摩擦升级后，央行随即降准，维稳流动性的态度较为明确。5 月末包商银行被托管之后引发资金面阶段性紧张，而后为了避免恐慌传导至其他银行，央行和银保监会表示将运用多种货币政策工具，保持金融市场流动性合理充裕，隔夜利率也创出新低。同时海外发达经济体在经济增速回落的压力下，也不断释放宽松信号，这为我国央行稳定汇率预期、放松货币政策留出了一定空间。预计在经济企稳之前，流动性总量将维持宽松，但是同业业务收缩可能会导致流动性进一步分层。
- ✧ 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。在一季度经济明显回升之后，监管高层对经济企稳的信心增加。出于对杠杆率抬升的担忧，5 月央行货币政策再提结构性去杠杆，银保监会发布的 23 号文和政府投资条例也开始限制地产和基建的融资。然而进入 6 月，随着贸易摩擦的升级和内生增长的回落，政策又重新显示出稳增长的迹象，中央办公厅又发文明确专项债可以作为项目资本金，国常会提出老旧小区改造目标。虽然年初以来政策基调看似变化频繁，但是细究来看仍然是在稳增长和调结构之间预调微调。稳增长的上限在于不抬高杠杆率，调结构的底线在于保就业。因此综合来看，对经济增长目标延续区间思维，稳增长的政策则是托而不举的思路。

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

✧ **总结：**我们认为 2019 年下半年基本面仍是债市的核心影响因素，在包商银行事件维稳、逆周期政策压力之下，货币政策难以明显收紧，宽信用政策效果始终受到稳定宏观杠杆率的上限约束。后续稳增长发力需要更多依靠财政政策，但在财政支出前置、地方政府隐性债务监管之下，资金来源问题需要更多解决途径。在政策托而不举的思路下，经济或延续缓慢下行的趋势，三季度随着名义增速回落，债券收益率仍有一定下行空间，但之后则需要关注经济企稳预期和通胀回升压力。

◆ 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 年下半年债券市场或有阶段性交易机会，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将进一步回落的空间。三季度债市主要风险点在于超预期的逆周期政策和利率债的供给，四季度的主要风险点在于经济预期企稳和通胀超预期上行等。超预期的利好可能来自国内经济基本面对下行预期差、中美贸易摩擦生变、海外经济形势恶化带来的出口回落、以及美股大幅下跌带来的风险偏好回落。

✧ **适度利用杠杆：**2019 年春节之后资金面波动加大，央行在货币政策执行报告中去掉总闸门引发市场对流动性收紧的担忧。而后中美贸易摩擦升级，央行随即降准，强力维稳流动性。5 月末包商银行被托管之后引发资金面阶段性紧张，而后为了避免恐慌传导至其他银行，央行和银保监会多次发表答记者问，表示将运用多种货币政策工具，保持金融市场流动性合理充裕。目前中美利差在 100BP 以上，人民币汇率压力缓解，货币政策有进一步宽松的空间，但经历了一年多的宽货币，政策或即将进入边走边看的观察期。

✧ **严控信用风险：**19 年伴随信用扩张逐步推进，低等级信用债信用利差明显收窄，市场传言城投隐性债务置换或有一定进展，导致城投债信用利差被压缩到低位。但 6 月以来随着银行接管事件的发酵，中低等级信用债的质押融资能力下降，中低等级信用债的利差或进一步扩大。城投债方面，此前部分结构化发行的主体，外部融资环境面临一定压力，需关注此类城投的再融资压力以及可能伴随的城投资质分化。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。

交银施罗德基金 2019 年下半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，货币政策向宽松转向：**美国、欧元区与日本三大海外经济体失业率继续下降，但产出缺口再度扩大、通胀压力低迷，经济增长可能已见顶，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，部分指标达到 2008 年危机时期水平。发达国家紧缩周期已经逆转，美联储在三季度可能出现降息，而欧央行与日央行注定难以将基准利率恢复到历史同期水平，并可能再度加码超常规货币政策，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，短期市场对经济衰退过度担忧：2018 年美国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，但贸易冲突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，下半年可能立刻出现问题的是居民杠杆率，这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。目前债券收益率维持极低位置时，杠杆率过高暂时不会带来问题，但一旦流动性环境边际紧张，违约率将出现陡峭上升。

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在此稳定，美联储在最新的经济数据预测中显著低于预期的部分就来自于通货膨胀，也不排除通胀有向下失速的风险。

交银施罗德基金 2019 年下半年宏观策略展望报告

流动性方面，美联储已经逐步降息但维持缩表。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，预计将小幅降息但维持缩表，三季度市场预期最多加息 2 次。长端均衡利率预期维持在 2.8-3.0%，已被债券市场所透支，市场开始预期 2019 年美联储加速降息，但已超过美联储内部最鸽派表态，若真实宽松政策落地可能遭遇获利了结。2019 年一季度以来美国财政持续处于债务上限未被上调的状态，使得财政部现金不断进入银行间市场同时美债供给相对受限同样使得流动性环境短期过度宽松；若债务上限被上调，财政部重建现金储备且美债发行恢复，银行间市场流动性将面临突然抽空的风险。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，但全球金融市场流动性将极度紧张：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 年下半年难有新高。但考虑到美国财政部可能在债务上限上调之后重建现金储备减少美元供给，且美国居民与非金融企业信用塌缩仍在进行状态，因市场恐慌仍有一波美元汇率的推升行情。

- ✧ **民粹主义浪潮冲击蔓延至多个国家：**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。