

1. **中国宏观经济展望**
2. **中国权益市场回顾、展望及配置建议**
3. **中国债券市场回顾、展望及配置建议**
4. **全球宏观经济展望**

**一、中国宏观经济展望**

* **综述**
* **走出内忧外患，2019年下半年中国经济逼近中期底部**：因中国主动去杠杆防风险和美国对全球主要贸易伙伴发起贸易争端，全球经济自2018年开始放缓至今，发达与新兴国家风险先后暴露，部分经济指标已触及次贷危机后最差水平，引发市场对全球经济已面临自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，尤其是已经步入金融供给侧改革的深水区，代表大部分调整已接近完成；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年前后中国入世谈判期间对自身经济体制做的主动改变，中国善于把握每次危机作为解决长期危机、树立发展方向的重要切入。由于主动排除风险和贸易先行放缓，以及一篮子改革政策的大幅推进，即使2019年遭遇十年一遇的长周期拐点，也将是历史上少有的无过剩产能、无过剩库存且无极端通胀的周期末端，意味着衰退幅度将偏弱，持续时间将偏短，对市场冲击效果偏小。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，年初至今即使波动巨大但仍呈现较好回报，公募基金整体超额收益已达到历史最佳水平。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，且贸易冲突不会继续升级的基本假设，2019年剩下时间经济和市场都存在阶段性改善可能，尤其是三季度末四季度初机会较大，建议广大投资者把握年内少有的做多窗口，四季度下半段则注意规避风险，守住年内成果。
* **宏观调控政策**
* **中国经济逼近中期底部**：经历了金融去杠杆、房地产调控、地方债务监管、全国范围环保督察和贸易冲突等波折， 2019年全年经济增速或仅略高于6%；在十三五规划剩下阶段只要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，由新型城镇化带来的内需扩张将提振经济，6%的经济增速可能成为中期底部，企业利润将见底反弹。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，转型的阵痛在发酵，但新发展模式的整体框架已逐步浮出水面，新型城镇化作为应对外需放缓的重要战略地位逐渐清晰；资本市场在发展模式的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，在内需释放的同时调整供给结构，实现企业提质增效，为全面实现小康社会献礼。
* **减税降费与新型基建成为财政发力抓手，总量刺激仍有一定空间：** 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，存在继续小幅增加专项债规模、甚至调整赤字率的可能性，四季度末可能就会落地；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结构，从需求侧转向供给侧，从全面减税降费转为有增有减，主要体现为对私人企业和居民进行减税让利，并以适当的税种税率调整影响需求分配，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，政策对经济下滑容忍度高于市场预期，无论在总量还是结构上，超预期的食品通胀也对刺激产生掣肘；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，经济底部被夯实。
* **房地产长效机制与新型城镇化加速推进，驱动居民资产配置由房入股：**由于一二线城市销售下滑显著且房地产融资渠道进一步收紧，房地产销售与投资预计在2019年前高后低，并最终转负，类似乘用车国五换国六过程中降价去库存最终将使得年底价格将承受一定压力，房地产行业供给侧时刻临近。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，并推出了房贷利率挂钩LPR机制。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，且可以通过进一步降价回笼资金。中期房地产政策将逐步转向构建房地产长效调控机制，通过建立全国性的建设用地市场，增加大城市群区域土地供给，形成租赁用房、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；在供给机制打通、有效金融资源配合的前提下，需求端政策存在放松空间，限制房地产行业的短期行政管制有望逐步放松，尤其在支持城镇化加速的区域。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。2019年四季度至2020年初是关注新型城镇化政策落地的重要时点，有望孕育长期经济潜力与资本市场牛市的基础。
* **通胀预测**
* **2019年三季度通胀结构性矛盾突出，未来上行风险加大：**2019年初通货膨胀中枢已经触底， 但PPI下行压力超出预期，CPI逐季上行但结构较差，整体通胀水平维持磨底状态。2019年CPI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。其中，食品分项涨价趋势将持续到2019年底2020年初，2020年二季度下行幅度取决于相关疫苗研制投产进度。PPI波动较大，能源成本剧烈波动且是二三季度主要拖累，部分金属与建材价格逼近历史新高；全球定价部分工业品考虑到四季度受到全球航运环保新规影响运费显著上升，能源为主的工业品上涨概率较大，PPI进一步下行概率有限；国内定价部分受贸易摩擦与减税短期效应影响宽幅震荡，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，工业部门能否重启扩张格局，就业会不会有新一轮失速关乎总需求方向，预计2019年末有望阶段性企稳。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，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。
* **居民消费品价格上行空间较大，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。2020年初新型城镇化政策落地可能会提升农村居民收入，带动CPI上行，机构改革完成之后公务员系统提薪也可能带动CPI上涨。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，宏观经济活动低位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**
* **央行货币政策最宽松时点可能过去，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年下半年这一格局可能会发生略微变化，尤其是在全面降准和定向降准完成之后流动性最宽松的时刻可能已经过去。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全面紧缩的前提条件，但放松空间已不大。M2-名义GDP增速裂口体现的金融资产流动性供应已逐步转正，支撑金融资产估值扩张，体现经济与通胀缓步下行带来的流动性被动放松。金融供给侧改革加速中小银行信用风险暴露，预计年末继续演绎概率偏大，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。2019年至今央行行长和货币政策委员会均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，贬值空间有限，助力资本市场继续开放：**在欧美央行货币政策重启宽松、中美贸易谈判绑定汇率协议的大背景下，预计2019年人民币贬值空间已相对有限，2020年将重新开启升值趋势。2019年三季度人民币破7过程中并未伴随2015-2016年的金融市场波动，内部未发生显著资本外流，外部未发生对于中国整体金融风险定价的快速上升。外资在人民币下跌过程中积极增持国内股票与债券，说明人民币已成功实现双向波动下的稳定，这有利于资本账户的进一步开放与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后续推进。

**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，四季度逐步兑现胜利果实**
* **2019年权益市场酝酿中期牛市起点：**
* **四季度逐步兑现胜利果实：**随着贸易冲突影响逐步被市场消化、存量风险被提前化解、金融供给侧改革稳步释放存量风险和以新型城镇化与扩大开放为主的改革进度加快， 2019年三季度末四季度初经济和市场存在阶段性修复空间。由于整体固定资产投资增速偏低，经济企稳与流动性充裕将同时存在，大类板块上将体现为科技板块先行占优格局；后续通胀脉冲上升窗口来临周期板块将迎来机会，但将快速消解流动性宽松格局，整体市场将再度面临调整压力。年末金融地产部门中小机构信用风险大概率将再度爆发，市场将短期进入避险模式。
* **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已较为明显。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，主要风险因素仍在于通胀和信用风险短期爆发。
* **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：**由于地产投资有下行风险，出口贸易、基建投资仍较为疲弱，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、通信和新能源板块已有所表现，自主可控已成为贯穿各个子行业的主题。
* **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，目前已形成上海和深圳两个明确的区域投资板块。
* **风格投资重点关注中小盘、创业板与科创板：**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，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。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：**

**交易逻辑从二季度的“类滞胀”逐步转向“类衰退”，收益率曲线呈现牛市平坦化的特征。**

* **7月初资金面宽松，隔夜回购利率一度下降至1%以下。**市场本就对三季度经济通胀回落的预期较强，总理在达沃斯论坛发表货币宽松的观点触发了收益率下行，10年国债和10年国开分别回落8BP和7BP。而后资金面边际收紧，易纲行长表示目前利率处于黄金水平，收益率持续三周维持窄幅震荡，市场静待月末政治局会议和中美贸易谈判结果。
* **进入8月，平淡的市场表现被中美贸易摩擦升级、美联储鹰派降息和人民币汇率破7所打破。**8月1日特朗普宣布将对中国3000亿商品加征关税，而后人民币在岸离岸汇率均跌破7，叠加国内外经济数据低于预期，避险情绪明显升温。美债收益率从2%大幅下行至1.5%，美债10-2期限利差一度倒挂，国内债市收益率也明显回落16BP左右，10年国债最低录得3%，10年国开最低录得3.39%。此后央行宣布LPR改革，收益率在低位盘整。
* **9月之后，稳增长预期升温、权益市场风险偏好回升、以及猪肉涨价超预期引发对通胀的担忧**，**债券市场出现一波回调。**9月初受到政金债纳入同业资产监管传言的影响，市场出现小幅调整。此后虽有央行降准，但是资金面始终保持紧平衡。随着特朗普宣布推迟10月加征关税，贸易摩擦有所缓和，8月CPI录得2.8%，市场对于四季度的通胀预期明显上修，收益率出现明显反弹。截止9月24日，10年国债收益率最高上行至3.12%，10年国开收益率上行至3.51%。

**总结：三季度债券市场呈现先涨后跌的走势。在二季度类滞胀格局之后，包商银行事件叠加政策对地产融资的限制，使得债市交易逻辑再度回到“宽货币紧信用”环境，此间中美贸易摩擦升级和人民币汇率贬值成为助推器。9月之后通胀预期不断升温，专项债提前下发等稳增长政策也陆续出台，在类滞胀格局下货币宽松不及预期，债市也随之小幅调整。**

* **债券市场展望：**

**经济短期内难以企稳、通胀上行压力较大，债券市场或面临阶段性类滞胀格局。**

**地产和基建发力始终受限，经济内生企稳的动能不足，全球经济增速回落和贸易摩擦带来出口不确定性。但是专项债提前发行等稳增长政策出台，表明政策仍有底线思维。四季度由于基数效应和超预期涨价因素，通胀有一定上行压力，边际掣肘货币宽松，预计名义增速较三季度略有回升，收益率或维持震荡格局。在结构性去杠杆和限制地产的大方向下，信用明显扩张概率不高，且海外收益率明显下行后国债债市对外资吸引力增强，长端利率上行空间有限。**

* **基本面方面，四季度经济仍面临一定压力，短期内企稳概率不高。**本轮信用扩张出现多次反复，从一季度的大幅扩张到二季度后明显受压，再到三季度失业率上行后稳增长政策不断出台。这背后反映的是政府在去杠杆和稳增长之间不断地相机抉择，政策操作多基于底线思维和长期目标。8月以来贸易摩擦再度反复，引发出口企业预期紊乱，出口交货值明显回落。往后看，受去年抢出口的高基数和全球增长下滑影响，四季度出口或面临压力。地产方面，房住不炒的大前提下，地产企业融资收紧影响后期拿地和开工意愿，但考虑到交房节奏，投资将向施工和竣工转移。企业盈利尚未见底、经济预期仍然悲观，制造业投资短暂反弹后或延续下行趋势。四季度经济的积极因素来自基建项目密集审批和专项债提前下达对投资的拉动，以及汽车销售边际企稳对消费的贡献。
* **通胀方面，由于翘尾因素和涨价因素影响，预计四季度通胀又将再度上行。**四季度我们预计由于翘尾因素和涨价因素通胀又将再度上行，春节错位和基数效应共同作用下CPI高点出现在明年1月，年末时点连续两月保持在3%以上的概率较大。非洲猪瘟疫情和此前的环保去产能导致近期猪价上涨超预期，虽然有猪瘟疫苗面世，但是考虑到繁殖生养周期，难以改变明年上半年猪价上行的趋势。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，以目前原油和工业品价格变化趋势，预计PPI小幅上行至零值附近。
* **流动性方面，预计在经济企稳之前，流动性总量将维持合理充裕。**虽然此间伴随LPR改革、央行降准、LPR利率下调，资金面并未明显宽松。相对于海外而言，我国货币政策工具手段较为充足，如果经济下行压力增大或者中美贸易冲突再度升级，货币政策在限制住地产融资之后，还有进一步宽松的空间。但是短期来看，在通胀和汇率掣肘之下，货币政策或将保持定力。考虑到年末或有专项债发行，以及海外发达经济体纷纷加码宽松，流动性收紧的概率也不大。预计在经济企稳之前，流动性总量将维持合理充裕，但是仍需关注同业业务收缩可导致的流动性分层问题。
* **政策方面，重点关注地方专项债发行进展和大资管相关政策对市场的边际影响。**在8月经济超预期下行之后，稳增长政策主要集中于基建领域，先是下调专项债资本金的要求，而后提前下达明年专项债额度。由于政策对专项债投向和资质要求较高，能否在四季度顺利发行存在不确定性。此外，大资管相关政策陆续落地，理财子公司资本管理办法鼓励提高标准化资产比重。在实体融资需求下降、地产融资被限的情况下，表内资金和净值化理财偏向于追逐低风险高流动性资产。资本市场扩大开放也提高了外资对国内债市的配置。在类资产荒和国际比价因素下，中长期来看国内债券仍有较高的配置价值。

**总结：我们认为2019年四季度经济下行的斜率和通胀上行的预期是影响债市的影响因素。在地产和出口约束下，后续稳增长发力仅可依赖专项债，年内经济企稳概率不高。猪价超预期上涨和地缘政治因素对油价的推动，导致年末通胀上行压力较大，四季度名义增速或有小幅抬升。货币政策在9月降准之后短期内将保持定力，稳定宏观杠杆率的思路下信用难以明显扩张。债券收益率短期或维持震荡格局，信用债相对优于利率债，中长期来看债市仍有配置价值。**

* **债券市场展望：**

**把握阶段性机会、适度利用杠杆、严控信用风险。**

* **四季度债券市场趋势性机会不大，但超跌之后或有阶段性交易机会，票息策略优于久期策略。**目前收益率绝对位置和相对利差均处于历史较低水平，但是类资产荒环境和扩大开放将继续带来增量配置需求。四季度债市主要风险点在于经济企稳预期、通胀显著上行和地方债供给增加，超预期的利好可能来自基本面下行预期差、中美贸易摩擦再度生变、海外经济形势恶化带来的出口回落、以及美股大幅下跌引发风险偏好下降。
* **适度利用杠杆：**9月央行降准之后表述整体较为中性，未下调MLF利率但下调一年期LPR利率，也给市场传达一种不愿大幅宽松、希望银行压缩利差的信号。二季度货币政策执行报告仍然维持流动性合理充裕，为降低实体融资成本资金面收紧可能性不大。汇率破7和通胀上行压力导致政策取向上整体以预调微调为主，目前中美利差在140BP以上，货币政策或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，专项债新增额度导致城投债信用利差被压缩到较低水平，但是民企及低等级中票利差始终维持高位，信用分层现象较为明显。城投债方面，此前部分结构化发行的主体，需关注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、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，货币政策转向全面宽松：**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，经济增长大概率已见顶，OECD编制的发达国家经济领先指标整体拐头向下，连续14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，需要快速降息。发达国家紧缩周期已经逆转，美联储与欧央行已使用降息与扩表缓解经济与金融市场压力，日央行也逼近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年美国经济全年增速2%左右，短期市场对经济衰退过度担忧**。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， 2019年利好将逐步消退，贸易冲突同时拖累美国及其他发达国家工业生产。居民与非金融企业部门短期需求不差但杠杆率过高迹象维持，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，尽管短期受到低通胀和低利率抑制，但一旦通胀走高将摧毁目前美国经济基础。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，2019年末通胀有脉冲上升概率**。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。尽管当前美国就业市场趋于饱和，薪资增速缓慢上升，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。贸易冲突加剧实质上蕴含了未来通胀大幅上升的风险，通过降低企业资本开支意愿、带来库存过度去化以及后移居民需求等传导路径，后续无论关税继续升级或是贸易冲突缓解均会带来商品通胀的短期快速走高，2019年末2020年初海外通胀将有一次脉冲上升的机会。

**流动性方面，美联储已经逐步降息且恢复稳步扩表**。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，美联储已连续降息并暗示扩表计划。2019年二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；三季度末债务上限被上调，财政部重建现金储备且美债发行恢复，银行间市场流动性面临突然抽空的风险，回购利率激增迫使美联储以回购方式暂时扩张资产负债表。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。美联储大概率在10月底会议上公布稳步扩表计划，平滑流动性波动，美元指数年末大概率将结束5年升值周期。

**美元指数将逐步开启漫漫熊途：**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年下半年或将难以出现新高。

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。