

类别  
宏观专题报告

日期  
2019年5月21日



#### 宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）  
020-38909340  
hezq@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）  
021-60635739  
huangwx@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）  
021-60635731  
dongb@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3054198

研究员：卢金（股指）  
021-60635727  
luj@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3036158



## 资产配置系列之一-三季度大类资产配置展望

## 近期研究报告

《宏观点评-特朗普增加关税措施，中美贸易谈判蒙阴影》2019.5.6

《宏观点评-就业通胀风险不一，美联储继续观望》2019.5.5

《宏观专题-系统动力系列之一：花开为叶落》2019.3.24

## 观点摘要

- 在发达经济体延续经济景气期、发展中国家贸易顺差收窄、通胀压力普遍上升的经济环境中，我们预计目前全球央行货币政策基调转宽松只是暂时的，对应经济衰退的工具将逐渐由货币政策转到财政政策；先有中国央行重提“货币供应总闸门”，后有日本央行持续缩减 QE 规模，全球偏宽松的货币政策已经出现边际趋紧状况。虽然在国际贸易纷争以及通胀压力尚低的情况下，全球央行货币政策还不可能一下子转到紧缩基调，但我们判断流动性最宽裕的时期已经过去。
- 我们判断全球央行协同宽松应对全球经济同步回落而导致的风险资产流动性盛宴已经过去，后期央行货币政策易紧难松；虽然近期中美贸易纷争导致避险资产价格反弹而风险资产价格回落，但在这一短期影响因素消退后，金融市场将重新考虑中国经济滞胀格局与发达经济体延续景气期的基本面状况，风险主要来自中美贸易形势以及欧洲地缘政治风险。具体而言，我们认为中国 10 年期国债收益率在 3.2-3.6% 之间宽幅震荡，而短期国债收益率还有继续上升空间，美国国债收益率将成陡峭化上行；美元指数被动强势运行，人民币兑美元汇率或遭遇保 7 战役；中国股市调整充分后将出现结构性机会，美股大概率继续创新高；商品方面我们继续看好原油，而将农产品作为国际贸易形势的对冲工具。由于中美贸易纷争所带来的市场动荡还没过去，我们的资产配置暂时维持不动，后期是找机会增加股票与债券仓位，并进一步提高原油配置比重。

# 目录

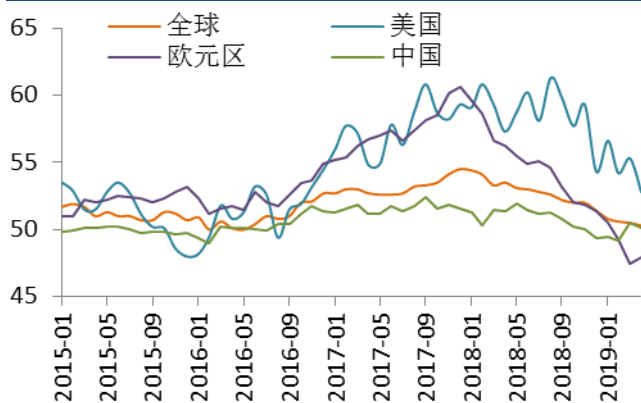
- 一、年初迄今宏观评述 ..... - 4 -
  - 1.1 全球经济弱企稳，通胀压力开始回升..... - 4 -
  - 1.2 国际局势持续动荡，贸易风险重新浮现..... - 5 -
- 二、三季度宏观环境展望 ..... - 8 -
  - 2.1 流动性推升风险资产，然而好光景已经过去..... - 8 -
  - 2.2 中国已经进入滞涨格局，货币政策易紧难松..... - 11 -
- 三、大类资产市场分析 ..... - 12 -
  - 3.1 地缘政治风险压低债券收益率，后期或有分化..... - 12 -
  - 3.2 美元被动偏强运行，人民币“7”关口保卫战..... - 13 -
  - 3.3 商品价格较为分化，黑色与原油略为强势..... - 14 -
  - 3.4 中外股票市场 ..... - 16 -
- 四、资产配置建议 ..... - 17 -
  - 4.1 2019 年迄今资产配置回顾 ..... - 17 -
  - 4.2 三季度资产配置展望 ..... - 18 -

## 一、年初迄今宏观评述

### 1.1 全球经济弱企稳，通胀压力开始回升

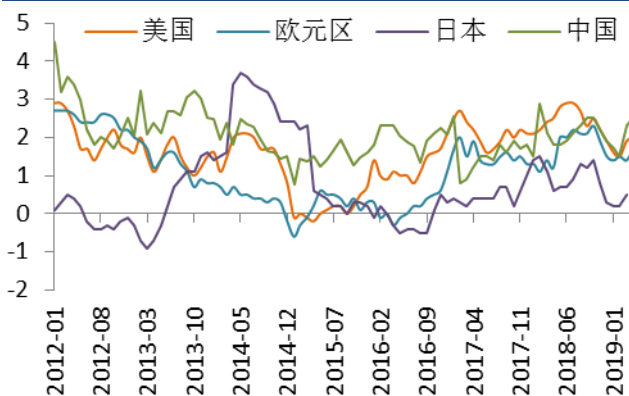
由于 2018 年底在国际贸易争端以及中国金融去杠杆的影响下全球经济同步回落的迹象愈加明显，2018 年四季度全球股市共振下跌，10 月份之后国际油价下跌降低通胀压力。贸易冲突之下中国调整去杠杆政策，宽松货币政策（去掉“管好货币供应总闸门”措辞）、积极财政政策（供给侧改革重心转向以基建稳增长以及调减增值税个税等）以及金融扶持民企政策轮番出台，经济政策基调由去杠杆转到稳增长；通胀压力下降且经济前景悲观之下环球央行货币政策转向，美联储持续暂停加息步伐并决定 9 月份停止缩表进程，欧洲央行推迟货币政策正常化进程且将于 9 月份推出新的 TLTRO（定向长期再融资操作），加拿大央行和新西兰联储 5 月份联手降息。诸多逆周期调节政策刺激下 2019 年一季度全球经济有弱企稳迹象，2/3 月份摩根大通全球综合 PMI 企稳回升，中美欧一季度 GDP 均超市场预期，全球经济衰退风险减退。虽然 4 月份全球主要经济体制造业 PMI 均环比回落，显示全球经济企稳基础并不牢固；但我们相信在较为适宜的货币金融环境以及越来越多的积极财政政策刺激下，全球经济弱而不衰，整体上仍延续 2009 年以来的弱复苏格局，目前来说我们并不预期会出现 2014-2015 年那样的衰退通缩环境。

图1：全球制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：主要经济体CPI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

全球经济衰退风险减弱，其代价是宏观债务杠杆率快速回升以及通胀压力上升。2019 年 1 至 4 月中国新增社会融资 9.6 万亿元同比增长 25.3%，宏观债务杠杆率重新回到历史高位，因此中国在一季度超预期之后就部分回撤逆周期调节政策，“管好货币供应总闸门”措辞重新回到官方会议文件。另外由于中国猪肉价格在猪瘟影响下快速上升，国际油价在美国制裁伊朗等重要原油出口国以帮助本国原油出口的策略下也持续回升，全球通胀压力有所增加，4 月份中国、美国和欧元区 CPI 增速均达到年内新高。由于企业投资信心受国际贸易体系重整影响，总

需求不足现象更为严重；各国稳增长政策组合必然使得供求关系向供不应求转变（积极财政政策稳定总需求却无法刺激投资形成新供给能力），因此通胀压力上升是国际贸易体系重整的自然结论。在通胀压力之下全球央行货币政策易紧难松，稳增长重任将落到积极财政政策上面，从而全球经济进一步陷入滞胀格局（高利率与国际贸易体系重整抑制投资意愿）。

## 1.2 国际局势持续动荡，贸易风险重新浮现

英国议会否定首相特雷莎梅与欧盟拟定的脱欧协议但自己也无法提出一个广为接受的协议，2019年一季英国无协议脱欧风险持续威胁欧洲政经体系。4月份欧盟同意将英国脱欧期限由4月12日延期至10月31日（之前已经由3月29日延迟至4月12日），此举降低了短期内英国无协议脱欧的风险，但伦敦政治僵局迄今没有缓和迹象。由于英国议会已经连续三次否决梅的脱欧协议，且保守党和工党为期六周的协商接近失败，以及保守党在英国地方选举中遭遇选民用脚投票，要求现任首相特雷莎梅下台的呼声越来越强，如果6月后新首相与新内阁班子倾向于硬脱欧，那么英国无协议脱欧的风险再度上升。

意大利副总理萨尔维尼表示欧盟预算规则正在让欧洲大陆挨饿，若能提振就业意大利准备违反欧盟财政规定，例如突破欧盟的3%预算赤字限制、或者允许债务比率超过140%等，意大利需要类似美国现任总统特朗普那样的冲击；如果他的政党在5月23-26日的欧洲议会选举中取得好成绩，他将撕毁那些扼杀意大利的规则。消息显示经济困境之下意大利民粹主义政府仍想方设法发展经济甚至不惜得罪欧盟，意大利当局的态度一方面令下周的欧洲议会选举面临巨大不确定性，另一方面也令欧洲债务危机的阴影再次笼罩，需要关注极右翼党派以及疑欧党派在欧洲议会选举中的表现。

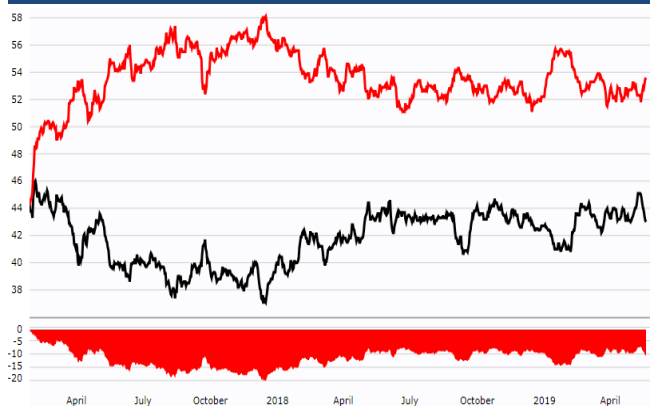
英国脱欧闹剧和意大利财政危机集中体现了欧盟一体化以及全球分工体系不可避免的文化冲突和贫富分化、货币财政分离等副作用在低增长环境日益显现出来，并且成为民粹主义推动欧盟解体和全球化逆转的借口。要解决这些问题，就要塑造一个更加公平而不是单纯追求效率的经济发展体系，显然这样一个经济发展体系会降低中短期经济发展速度，但会提高中长期经济增长潜能。5月23日至26日的欧洲议会选举将向人们揭示反建制民粹主义在欧洲势力如何，欧洲一体化努力将经受因经济长期低迷和贫富严重分化而激发的民粹主义的考验，目前市场还没对欧盟/欧元区解体风险做出足够的准备。

2月15日美国总统特朗普签署支出法案结束了两个月的政府关门停摆期，特朗普转而通过宣布南部边境进入国家紧急状态来取得36亿美元资金建造美墨边

境墙；3月22日穆勒报告解除了美国特朗普的弹劾风险，虽然国会民主党人依然要求公布穆勒报告全文，但民主党领导已经放弃这个得不偿失的尝试。美国国内政治风险趋于下降，总体上有利于美国经济发展与美元汇率表现；但美国很快就要进入2020年总统大选的准备阶段，5月18日民主党前副总统拜登正式宣布参选，且民调显示拜登领先特朗普将近10个百分点，跨年度的总统大选进程仍将对美元汇率产生影响。

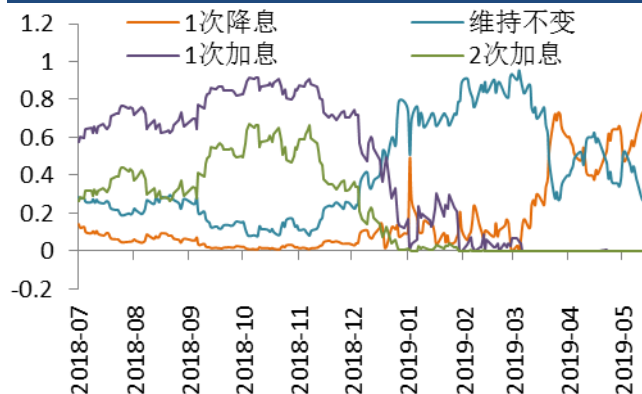
由于担心参议院民主党议员的阻挠，特朗普心仪的美联储理事人选 Herman Gain 和 Stephen Moore 先后宣布退出，美联储受到的政治压力有所下降；但白宫官员继续对美联储货币政策指手画脚，我们认为白宫意图不是强迫美联储降息而是防止美联储继续加息，以为2020年总统大选创造适宜的货币金融环境。由于面临美国总统大选，以及经济稳健、就业强劲和通胀温和的经济基本面，美联储大概率继续维持观望立场，除非海外政经动荡以及国际贸易争端对美国或市场造成严重影响（降息），或者美国通胀增速出现大幅上升（加息）；虽然目前市场出于欧洲地缘政治风险以及美国经济增速回落预期而期望美联储降息，但我们认为在潜在通胀压力的情况下，美联储降息的可能性并不大。

图3：特朗普工作认可度（黑线）



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图4：美联储2019年货币政策预期



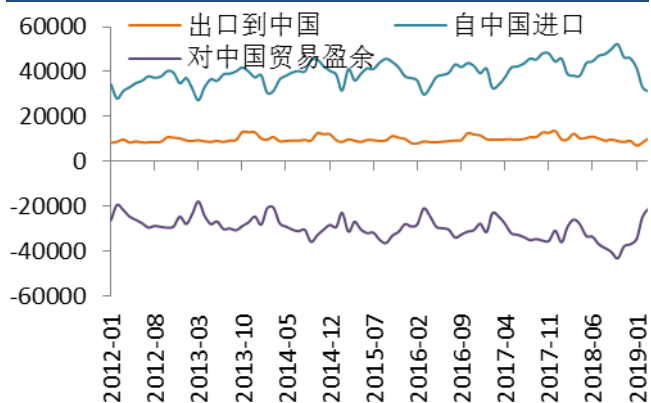
数据来源：Wind，建信期货研投中心

2018年底中国主席习近平与美国总统特朗普在阿根廷G20会议上决定停止新增关税措施并开始谈判，自那时至2019年4月份双方在友好积极的氛围中推进贸易谈判，中国取消若干关税措施并增加对美国农产品的进口，4月底甚至有消息传出中美计划在五月份达成贸易协议，中美贸易乐观展望也是推动2019年一季度全球股市反弹的主要驱动力。但5月5日特朗普突然发推称对2000亿美元中国商品的关税措施税率将自5月10日起由10%上调至25%，剩下的3250亿美元也将很快以25%的税率加征关税；中国宣布自6月1日零时起，对已实施加征关税的600亿美元清单中的部分美国商品提高加征关税税率，其中对液化天然气等2493项美

国商品实施加征 25% 的关税，其余商品的加征关税税率在 5%-20% 之间，原油以及汽车不在报复性关税征收之列。之后美国贸易代表办公室发布对 3000 亿美元中国商品拟加征最高 25% 关税的详细计划，将于 6 月 17 日就这些新关税措施举行公开听证会；而中国商务部宣称，如果美国对中国其余的进口产品都课征关税，中方将不得不做出必要反制。

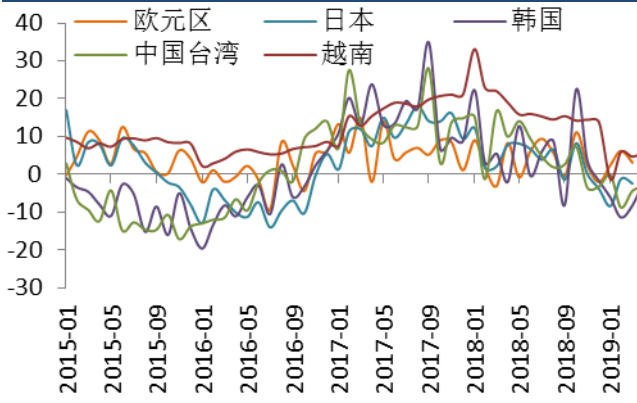
综合媒体报道，特朗普突然加强关税措施的原因是中国试图重新谈判已经达成协议的贸易条款，特朗普认为中美贸易谈判进展过于缓慢，故而意图以高压措施逼迫中国就范。美国近期经济数据优于预期是特朗普政府加强关税措施的底气所在。美国一季度实际 GDP 环比年率增长 3.2%，3 月份非农就业大增 26.3 万人，同时通胀压力不高也令到美联储暂停了加息步伐并决定年内结束缩表进程，适宜的货币金融环境有利于美国经济的稳健发展。另外在谈判前施加压力是特朗普政府的一贯伎俩，这也可以在 2020 年连任总统竞选前满足对华强硬派的政治压力，以免一旦中美贸易协议达成后招致保守派的指责。中美贸易谈判结果肯定是对中国不利，差别只在于让步多少；无论导致美国新增关税措施的真实原因是中方还是美方，如果中国在美国压力下屈服而达成贸易协议，必然会招致国内强硬派的反对声音，甚至可能动摇国内团结稳定局面。我们预计上半年已经不太可能达成中美贸易协议，中美贸易谈判已经陷于停滞，要往前走需要新的触发因素。

图5：美国对中国进出口



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：主要经济体出口增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

中美关税措施拖得越久对中国越不利，没有哪个企业能长期承受 25% 的关税，企业面对高额关税常态化的自然举动就是将产业链重新配置到其他地区。从 2018 年新修订的北美自贸协定 USMCA 来看，特朗普构造一个将中美、越南等非市场经济地位国家排除在外的以平等竞争为基本理念（区别于 WTO 的平等互惠理念）的区域性双边贸易体系的意图已经体现得非常明显，除非中国经济政治体系按照美国的意愿进行改革。要达到这个目的，美国需要长期保持中美之间的关税措施，

同时抓紧推进与欧日等国家的贸易谈判。总体上看美国并不认为中国有按照美国意愿全面改革的意图，因此美国要在中美贸易协议中加入保证执行机制以及保留部分关税措施等内容；如果中国接受这些条件美国自然同意签署贸易协议，否则长期保留关税措施也可达到排斥中国的目的。

2018年11月以来中国出口美国商品金额持续下降，而且这种下降的持续时间与累积幅度已经超出季节性水平，说明中美贸易开始受到贸易纷争的负面冲击，2019年4月份美中贸易逆差207.5亿美元为2014年3月份以来最低值，同时日本韩国台湾越南等东亚主要出口经济体的贸易增速也明显回落。我们认为东亚经济体在旧版全球分工体系中的生产国地位正因为国际贸易体系重整而动摇，支撑东亚经济体经济增长奇迹的一大因素逐渐消退，东亚经济体有必要发展新的贸易伙伴，并加强科技创新在提升经济潜在增速方面的作用。

## 二、三季度宏观环境展望

### 2.1 流动性推升风险资产，然而好光景已经过去

2018年底全球央行货币政策转向，流动性推升全球风险资产。由于全球经济同步回落、英国无协议脱欧、新兴市场动荡以及中美贸易纷争等诸多外部因素，2019年美联储货币政策立场备受考验，市场对美联储2019年货币政策预期从加息1次到维持不变再到降息1次，3月底以来货币政策预期再维持不变与降息1次之间摇摆，但市场坚决认为美联储不应该加息；由于货币政策预期的变动，2019年美元3个月Libor也出现了25个BP的回落，刚好对应于一次降息。由于中国央行的多次货币政策宽松措施，以及企业融资意愿减弱，中国货币流动性也下降至类似于2015年的超级宽松水平。

图7：美欧日3M Libor

3 — 美元

图8：中国货币金融环境

5.5 — 7天质押回购 — 7天Shibor — 3MShibor

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12382](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12382)

