

类别

宏观策略月报

日期

2019年4月1日



建信期货  
CCB Futures

### 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



## 流动性无助于经济增长，全球经济 渐入滞涨格局

## 近期研究报告

《宏观专题-系统动力系列之一：花开为叶落》2019.3.24

《宏观点评-美联储一鸽到底，鲍威尔留有后路》2019.3.21

《宏观专题-中美贸易谈判最终达成协议概率超过80%》2019.2.25

《宏观点评-新年伊始人民币汇率快速升值为哪般？》2019.1.12

## 观点摘要

- 2019年一季全球央行协同宽松，中国政府积极财政政策稳增长，我们预计一季度全球经济增长有所企稳；但在国际贸易风险和地缘政治风险影响下企业投资信心严重不足，高宏观债务杠杆压力下中国政府宽松空间有限，全球经济企稳只能是短期的；充裕流动性更可能推动存在供给限制的原油、猪肉等商品价格上涨，从而使得通胀压力再度上升，全球经济进入中短期滞涨格局。我们预计二季度全球金融市场将逐步受到滞涨预期影响，股票债券表现均一般，消费属性强的商品价格偏强运行，工业商品价格区间震荡。
- 战术上，全球经济短期企稳仍会对风险资产价格产生利多作用，特别是工业商品，我们将原油配置比重提高到5%，并在适合时候均分至低估值水平的农产品，股市和黄金配置比重维持在2.5%；而滞涨格局影响下利率债中短期陷入区间震荡，性价比可能不如货币，因此我们降低利率债和信用债配置比重，增加货币储备。
- 4月份总体宏观环境为全球经济渐入滞涨格局，股票涨势渐缓，商品价格回暖，债券收益率持稳，货币收益率上升。我们推荐买原油空国债、买白银空黄金、买沪深300空中证500三组宏观对冲策略。

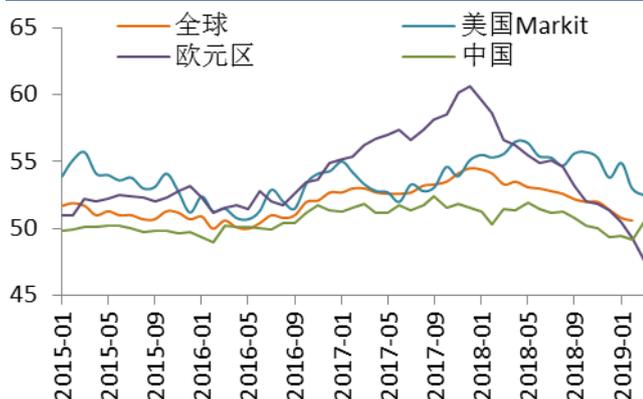
# 目录

- 一、3 月份宏观市场回顾 ..... - 4 -
- 二、宏观环境评述及展望 ..... - 5 -
  - 2.1 穆勒报告影响中美贸易谈判 ..... - 5 -
  - 2.2 全球经济正在进入短期滞涨格局 ..... - 7 -
- 三、4 月份大类资产展望 ..... - 9 -
  - 3.1 商品与贵金属 ..... - 9 -
  - 3.2 国际主要汇率 ..... - 10 -
  - 3.3 债券收益率 ..... - 11 -
  - 3.4 中外股票市场 ..... - 12 -
- 四、4 月份宏观策略建议 ..... - 12 -
  - 4.1 大类资产配置 ..... - 12 -
  - 4.2 宏观对冲策略 ..... - 14 -

## 一、3 月份宏观市场回顾

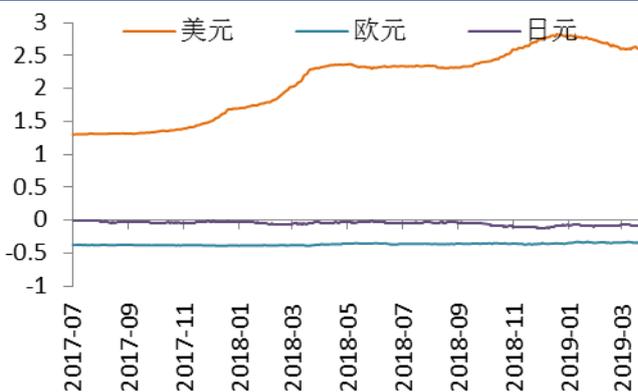
3 月份英国脱欧谈判进入死胡同，欧盟坚持脱欧协议不可再谈判，英国议会拒绝批准脱欧协议并从首相特里莎梅手中夺走脱欧进程控制权，英国 4 月 12 日无协议脱欧概率上升。欧洲地缘政治风险上升被动推升美元汇率，土耳其收紧货币供应应对汇率贬值，香港、南非和巴西等新兴经济体均受到波及，4 月份警惕新兴市场风险爆发可能性。穆勒报告降低美国总统特朗普政治风险，增加了特朗普在中美贸易谈判中的筹码，3 月份以来美方在贸易谈判中的语气明显转硬，白宫首席经济顾问库德洛甚至表示准备与中国持续进行数月的谈判。由于经济增长前景为地缘政治风险和国际贸易风险所侵蚀，欧美央行继续调整货币政策基调，欧洲央行重启定向长期再融资操作，美联储计划 9 月底停止缩表；中国年初信贷大爆炸增加了金融风险，3 月份央行持续回笼货币。

图1：全球制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：美欧日7天Libor



数据来源：Wind，建信期货研投中心

地缘政治风险叠加经济增长疲软前景推低主权债券收益率，3 月份美国、德国和英国十年期国债收益率均大幅下行 30BP 左右，德国自 2016 年以后再次进入负利率区间，中国和日本十年期国债收益率也分别下行 10BP 左右。海外政经风险提振美元和日元的避险需求，3 月份美元指数和日元兑美元汇率分别升值 1.07% 和 0.48%，人民币指数在中美贸易谈判所带来的政治压力下微升 0.02%。美元指数保持强势整体上不利于商品价格，贵金属价格已经进入中期下跌趋势，供应压力下农产品价格不温不火，工业商品价格在 OPEC+加码减产、中国稳增长憧憬以及全球经济疲软现实的多重影响下窄幅波动，OPEC+主动减产叠加委内瑞拉和伊朗被动减产推动原油价格偏强运行。虽然全球央行货币政策基调依然偏宽松，但在此起彼伏的地缘政治风险影响之下，3 月份全球股市陷入区间震荡，MSCI 全球股市上涨 0.6%，但中国股市整体依然上涨 8%，得益于货币流动性的充裕和监管政策的放松。

## 二、宏观环境评述及展望

2019年一季全球央行协同宽松，中国政府积极财政政策稳增长，我们预计一季度全球经济增长有所企稳；但在国际贸易风险和地缘政治风险影响下企业投资信心严重不足，高宏观债务杠杆压力下中国政府宽松空间有限，全球经济企稳只能是短期的；充裕流动性更可能推动存在供给限制的原油、猪肉等商品价格上涨，从而使得通胀压力再度上升，全球经济进入中短期滞涨格局。我们预计二季度全球金融市场将逐步受到滞涨预期影响，股票债券表现均一般，消费属性强的商品价格偏强运行，工业商品价格区间震荡。

### 2.1 穆勒报告影响中美贸易谈判

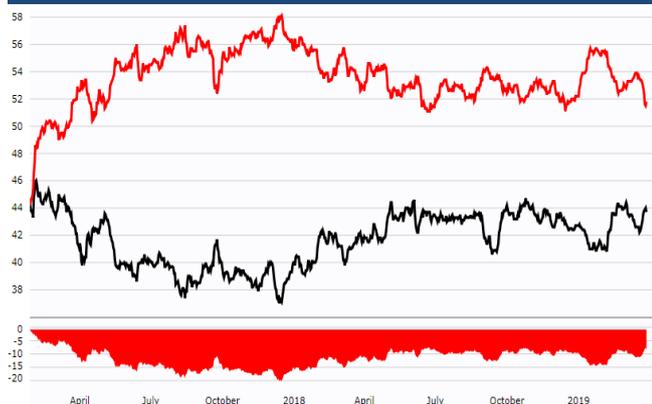
3月22日穆勒领导的有着“网络版水门事件”的通俄门调查正式结束，穆勒当天将调查报告提交给美国司法部长威廉·巴尔，3月24日巴尔将该报告总结成4页的信函并递交美国国会，主要包含以下内容：1、穆勒没有发现特朗普竞选团队或任何与之相关人士，密谋或协助俄罗斯政府干预2016年的美国大选；2、俄罗斯政府通过在美国传播虚假信息以及散播通过黑客行为获取的民主党总统竞选活动相关邮件来干预2016年美国大选的活动，基于上述行为穆勒向一些俄官员提起刑事诉讼；3、相关证据不足以证明特朗普妨碍司法公正，但穆勒的报告也并没有为特朗普开脱，因为“这份报告没有认定总统确实有犯罪行为，但也没有证明他无罪”；4、巴尔向美国国会表示，他之后将公布报告更多的内容，但一些材料根据相关法律不能公开；考虑到“通俄门”事件的广泛关注度，他会与穆勒以及司法部副部长罗森斯坦磋商，确定报告中哪些信息可依法向国会和民众公开。

从2017年5月美国司法部任命穆勒作为特别检察官调查特朗普及其竞选团队通俄事件起，通俄门调查已持续近两年，至少34名个人和3家公司被指控，包括6名特朗普团队官员和27名俄罗斯人。5名与特朗普关系密切的前幕僚或亲信已经认罪，包括特朗普前私人律师科恩、前国家安全事务助理弗林、前竞选经理马纳福特、前外交顾问帕帕佐普洛斯、前竞选助手盖茨，不过他们的罪行并非通俄而是撒谎。

穆勒报告无疑令到特朗普在2020年大选之前甩掉历史包袱轻装上阵，而民主党对手非但无法以特朗普当选总统不合法来攻击他反而是作茧自缚在后面的总统竞选中畏首畏尾；尽管部分民主党人还揪着穆勒报告的具体细节不放，但可以肯定的是这是特朗普自2017年底通过税改新政后的第二个重大政治胜利。这一个政治胜利一方面提升了特朗普连任总统机会，穆勒报告公布后特朗普政府的工作认可度明显上升；另一方面增加了特朗普政府在中美贸易谈判中的政治筹码，令到

中美达成贸易协议的难度上升。

图3：特朗普政府工作认可度（黑线）



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：中美股市（2018年底标准化为1）



数据来源：RCP，建信期货研发中心

我们在2月份专题报告《中美贸易谈判分析更新：最终达成协议概率超过80%》中提到，虽然贸易争端对中国负面冲击作用大于美国，特朗普政府准备跟中国进行斗鸡博弈；但在2018年美国国会中期选举中民主党重掌众议院，给特朗普政府推行后续积极财政政策带来很大阻力，尤其是美国即将进入2020年总统大选的准备阶段，特朗普急需取得对中国贸易谈判的成果来拉拢选民，因此综合来看中美双方均有管控贸易争端负面冲击的需要。从2018年12月至今年2月份，中美贸易谈判可谓进展顺利，双方一度接近确定在3月底举行习特会正式签署贸易协定的程度。

而自2月28日特金二次会面不欢而散之后，中美贸易谈判开始传出不和谐声音。毫无疑问朝鲜主要还是中方的棋子，特金会不欢而散意味着特朗普政府并不接受类似的中朝谈判策略，宁愿不签协议让峰会泡汤也不肯做出原则性让步；随后朝鲜政府重建重建西海卫星发射场里的远程火箭发射地，更是令到特朗普政府对朝鲜政府从期盼转为失望，其对中国政府不满情绪已经埋下。而现在穆勒报告令特朗普卸下历史包袱，降低了美国政府达成中美贸易协议的必要性，因此特朗普政府对中国的态度一下子就强硬起来。3月20日特朗普表示他将维持对中国的关税，直到确认中国遵守了两国达成的任何协议为止；3月28日白宫首席经济顾问库德洛表示特朗普政府准备与中国打持久战，这不取决于时间，而是取决于政策和执行，美国必须得到一个非常好的协议，那是美国的首要利益。

美国的谈判底线有五点：1、中国在强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、补贴性产业政策等方面推行结构性改革；2、对上述结构性改革要制定具体的可核查的时间表；3、中国立即采取行动显著降低中美贸易

不平衡程度；4、中国控制人民币汇率避免人民币兑美元汇率贬值；5、美国保留若中国执行协议不力，可（部分）恢复关税的权力。而中方对美方的上述底线的承受能力如何呢？显然中国的最大国情是从科技实力、服务能力、创新动力等方面看中国仍是一个发展中国家，如果完全对等竞争，那么中国产品有一大部分将丧失国际竞争力；因此虽然为了融入国际市场中国不得不推行结构性改革以减少非市场因素，但中国一定要自主把握推进进度而不能一味满足美方要求，在这些方面设立可核查的时间表将令中国陷入被动境地。可核查机制以及恢复关税权力是最难谈妥的一点，对美方而言缺少可核查机制则协议不具备约束性，对中方而言可核查机制相当于让渡国家主权，这是有关中国立国之本的大事。

我们之前认为中国可允诺一个在假定特朗普两届任期基础上的分阶段的可核查机制，在特朗普第一个任期内以加大产品采购换取较为宽松的可核查机制，同时美国可保留 500 亿美元甚至 2500 亿美元关税措施；在特朗普可能的第二个任期内以完全撤销关税措施换取较为严格的可核查机制。这个方案是可行的，条件是这段时间内美国经济形势没有明显好转且美国国内政治风险继续恶化。但现在美国国内政治风险明显下降，那么中美贸易协定就不是板上钉钉的事情，起码 3 月底的习特会已经告吹了。

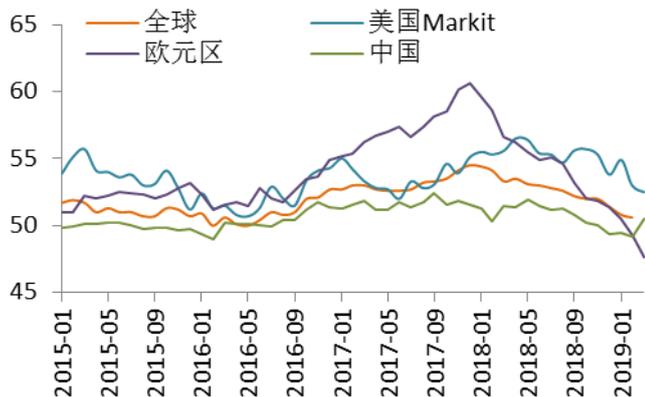
中美贸易谈判波折再起，4 月份美欧正式开始贸易谈判，国际贸易体系重整的不确定性有三重含义：1、全球企业投资因不确定性而减少，进而全球经济存在脆弱前景；2、全球央行因此维持较 2018 年略为宽松的货币政策基调，这会在短期内刺激风险资产价格；3、美国的步步紧逼会令到中国领导层更清醒地认识到高筑墙广积粮的重要性，过于激进的稳增长政策会转变至三大攻坚战上面来；4、由于企业投资并不会因为宽松货币政策而增加，那么充裕流动性更有可能流向消费属性强的商品，从而推动通胀预期上升，全球经济进入滞涨格局；5、通胀预期会降低央行宽松预期，再加上原本的经济脆弱预期，支撑风险资产价格的两个因素叠加会导致 2020 年股市与商品价格大幅下跌，从而走出滞涨格局进入衰退阶段；6、风险资产价格大幅下跌将降低中国企业生产成本与居民生活成本，从而为中国经济二次起飞创造机会。

## 2.2 全球经济正在进入短期滞涨格局

如上所述，国际贸易体系重组令到全球经济面临脆弱前景，其中受到政府民间同时去杠杆和英国脱欧双重打击的欧元区为甚，2019 年 3 月份欧元区制造业 PMI 预览为 47.6%，为连续 8 个月下跌且第二个月处于萎缩区间；美国制造业 PMI 预览为 52.5%，达到 2017 年 7 月份以来的最低值；中国 3 月份官方制造业 PMI 为 50.5%，

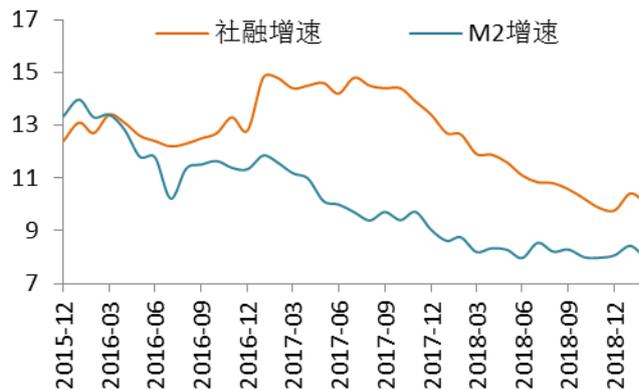
回升至荣枯分界线 50% 上方，但这个成绩的取得是以宏观债务杠杆率再度明显上升为代价的，2 月份以后央行已经有意回收过度的流动性，2 月份社会融资存量增速和广义货币增速分别回落至 10.1% 和 8%；我们认为 2019 年中国货币流动性最充裕的时点已经过去，中国经济稳增长以天量信贷增长换来的不是经济企稳回升而是通胀预期回升。

图5：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图6：中国社融和货币供应



数据来源：Wind，建信期货研报中心

虽然美国原油产量持续上升，美国能源部估计 2019 年与 2020 年美国原油产量分别增长 12.3% 和 5.9%，美国原油产量已经重新成为世界第一，但美国原油库存却没有明显上升，2 月中旬以来更是出现反季节下降迹象；个中原因在于美国制裁伊朗和委内瑞拉，以及 OPEC+ 再次主动减产，使得非美原油产量受限。由于非美原油限产有利于美国原油出口以改善经常项目，我们预计美国将采用各种手段达到此目的。在这种情况下，除非全球经济增长前景大幅恶化，原油价格上涨概率大于下跌概率。如果 2019 年下半年美国通胀因原油价格与雇员薪资的双重压力而上涨，届时美联储将不得不收紧货币政策。

图7：美国原油库存



图8：美国原油供应



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\\_13384](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13384)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn