类别

宏观策略月报

日期

2019 年 10 月 09 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

特朗普后院起火，中国经济回暖

近期研究报告

《宏观点评-美国经济增长超预期，美联储更要降息？》2019.4.27

《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

- 中美贸易纷争和英国脱欧僵局对美欧经济的边际负面冲击正在加大，相对而言欧美制造业PMI正在加速下滑，而摩根大通全球(特别是新兴经济体)制造业PMI已经连续2个月回升；民主党发起的弹劾调查虽不至于冲击特朗普的总统职位，但却微妙影响了2020年总统大选形势；美国筹划对75亿美元欧盟产品加征关税以回应空客补贴，美欧贸易纷争趋于恶化。中美贸易博弈和英国脱欧博弈损益矩阵由于美欧经济形势恶化、美国总统大选形势和美欧贸易纷争加剧而有所改变，这使得中美在中美贸易谈判和英欧在英国脱欧谈判中的立场有所软化，从而使得中美贸易纷争以及英国脱欧僵局有边际好转可能；另一方面，为了应对中美贸易纷争和英国脱欧僵局对企业投资生产所带来的不确定性以及全球经济衰退可能性，2019年以来全球央行纷纷调整货币政策基调，美联储暂停缩表并实施预防性降息，欧洲央行调降政策利率并重启QE，中国、美国、印度和德国已经或者准备实施积极财政政策。

- 在中美贸易形势缓和、英国脱欧僵局破冰、环球央行货币宽松和主要经济体积极财政政策的综合影响下，全球经济长达两年的下行期有可能于2019年四季度结束而进入上行期，这将利好风险资产而不利于避险资产；而国际贸易体系重整背景下央行宽松更有可能是推升通胀而不是拉动经济，因此在风险资产中工业消费商品基本面好于股市，在避险资产中债券基本面弱于黄金；我们建议超配原油和蓝筹股，标配信用债、中小股和贵金属，低配利率债。

目录

一、2019 年迄今宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 4 -
2.1 特朗普后院起火，英国脱欧再起波澜 ..... - 4 -
2.2 负面冲击减退，全球经济将恢复性增长 ..... - 8 -
三、大类资产市场分析 ..... - 10 -
3.1 金银磨顶油铜筑底 ..... - 10 -
3.2 美元偏强运行，人民币有望企稳 ..... - 12 -
2.3 债券利多因素有所消退 ..... - 14 -
2.4 全球股市有望联手上行 ..... - 15 -
四、四季度资产配置建议 ..... - 16 -

一、2019 年迄今宏观市场回顾

2018 年下半年中美贸易形势所带来的经济衰退预期使得全球股市和国际油价出现大幅度调整，为了缓和贸易纷争对经济增长和金融市场的负面冲击，一方面中美领导人在 11 月阿根廷 G20 会议期间达成停火协议并开始贸易谈判，另一方面环球央行调整货币政策基调，中国调整去杠杆力度并同时启用积极财政政策和宽松货币政策；出于对中美达成贸易协议的乐观展望以及环球逆周期调节政策的刺激作用，2019 年一季度全球经济弱企稳，中外股市同步反弹。

然而欧元区经济持续受到英国脱欧僵局的冲击，二季度后中国因宏观杠杆飙升而部分回撤逆周期调节政策，5 月初美国单方面破坏中美贸易谈判且挑起美欧、美墨贸易争端，国际贸易形势再度紧张，全球衰退预期急剧升温；为了管理国际贸易紧张形势以及欧洲/中东地缘政治风险所带来的全球衰退预期，6 月份以来环球央行开启新一轮宽松措施，中美领导人在 6 月日本 G20 会议期间达成二次停火协议并重启中美谈判，风险资产价格有所反弹。

但是在中美新冷战背景下市场对于中美短期内能达成贸易协议的预期已经大幅下降，市场愈加担心中美贸易紧张形势的长期化将最终把全球经济拖入衰退泥潭，这种担忧在 8 月份特朗普出尔反尔再次增加对中国贸易壁垒而中国坚决反击后达到顶峰；而且市场开始担忧即使环球央行宽松也无法抵消紧张贸易形势对全球经济的负面冲击，因此全球投资者纷纷涌入国债和贵金属等安全资产，但同时环球央行宽松和并非一边倒的经济数据限制了股票等风险资产跌幅。

二、宏观环境评述

2.1 特朗普后院起火，英国脱欧再起波澜

9 月份中美贸易形势大致向好，美日签署贸易协议，美欧贸易形势恶化。由于中美贸易紧张形势对各自的边际冲击越来越大，近期中美均表达出掌控贸易纷争负面冲突的意愿;8 月 13 日美国将 3000 亿美元中国产品清单拆分为两份清单，其中 1600 亿美元清单将推迟到 12 月 15 日实施；8 月 30 日中国商务部发言人称在当前形势下应该取消 5500 亿美元商品提高关税、防止贸易战继续升级；9 月 5 日中国副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意 10 月 10 日在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商；由于中国副总理刘鹤的请求，以及中国会在 10 月 1 日庆祝国庆节，9 月 11 日特朗普将 2500 亿美元中国输美产品加征关税税率从 25%提高到 30%的时点从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日；9 月 25 日美国总统特朗普表示，美中有较大机会达成协议，时间可能比外界预期

更早，中美都有达成协议的意愿；9 月份以来中国已经重启对美国农产品和猪肉产品的采购，美方公布了三份对中国加征关税商品的排除清单。

由于经济数据显示中美贸易纷争对美国经济状况的边际冲击加大，而且民主党发起对特朗普的弹劾调查也不利于特朗普总统连任，因此美国需要尽快稳定与中国的贸易形势避免多线作战，特朗普称美国可能与中国达成好的贸易协议，白宫经济顾问库德洛称将以开放的态度与中国进行贸易磋商，让美国制造业头疼的是欧洲并非中国。而中国也看到谈判筹码的变化并欲加以利用，彭博社报道中方官员暗示他们对于特朗普寻求达成的广泛贸易协议的兴趣越来越低，副总理刘鹤告诉美方高官他将向华盛顿提出的方案不会包括改革中国产业政策和政府补贴的承诺。中国适时调整谈判策略符合国际惯例，问题在于这种做法容易激发特朗普的暴躁性格，因此 10 月 10 日的中美第十三轮贸易磋商存在短期挫折的可能性。在贸易纷争之外，9 月 25 日美国国会参众两院外委会审议通过《香港人权与民主法案》，9 月 27 日外媒报道特朗普政府官员正在讨论如何限制美国投资组合流向中国，美国财政部表示当前没有计划阻止中国公司在美国上市，不过并未回应是否可能会采取其他行动。

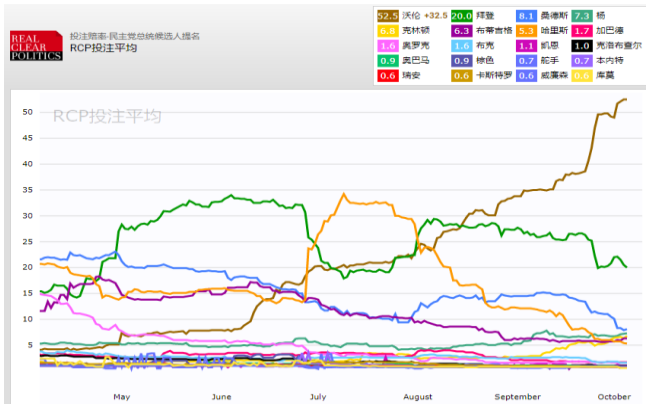
9 月 25 日美日达成有限贸易协议，日本将对逾 13 亿美元的美国农产品立即取消关税，而且分阶段降低对新鲜和冷冻牛肉、新鲜和冷冻猪肉等产品的关税，但美日汽车关税问题依然悬而未决。因空中客车受到非法的政府补贴，据悉 WTO 将授权美国对近 80 亿美元欧洲商品征收关税，另据悉欧盟正在考虑对逾 40 亿美元的美国商品加征关税。10 月 1 日 WTO 允许美国对每年最高 75 亿美元的欧洲产品征收关税，以报复政府对空中客车的非法补贴行为，这是 WTO 历史上做出的金额最大的一笔判罚；据美国贸易代表办公室，美国计划对来自法国，德国，西班牙和英国的大型民用飞机加征 10%的关税，对威士忌、葡萄酒，橄榄、奶酪等其他一系列商品加征 25%关税,新关税将在 10 月 18 日生效;欧盟贸易专员 Cecilia Malmstrom 表示,在明年年初 WTO 对有关美国向波音给予补贴的做法做出裁决时，欧盟将对任何与空中客车有关的关税措施予以报复。由于复杂的决策体制以及对通胀根深蒂固的恐惧使得欧盟很难像美国那样实施积极的财政政策，2013 年欧债危机平息以来欧洲经济增长很大程度上依赖对外贸易盈余，因此美欧贸易纷争将与现有的英国脱欧僵局一起拖累欧洲经济，美欧贸易纷争也会给欧盟官员施加加快处理英国脱欧进程的压力。

涉及特朗普与乌克兰总统泽连斯基敏感通话内容(特朗普以取消对乌军事援助威胁乌克兰调查民主党总统候选人、前副总统拜登父子涉及乌克兰腐败事件)的电话门事件曝光后震动美国朝野，民主党指责特朗普滥用职权谋求私利，寻求

外国势力干预明年美国总统选举，9 月 24 日众议院多数党领袖、议长佩洛西宣布正式启动针对特朗普的弹劾调查，其下属相关委员会已向白宫、国务卿蓬佩奥、特朗普私人律师朱利安尼发出传票，要求他们提交有关文件配合调查；但白宫等方面并未展现出配合态度，双方斗法逐步升级。据美国宪法，如果有足够多的议员投票认定总统犯有“叛国罪、受贿罪和或其他严重罪行和不检行为”，国会可以在总统任满前解除其职务。按照相关程序，众议院下属几个委员会负责弹劾调查，之后将案件提交至众议院司法委员会；若认定调查充分，众议院全院将进行表决，只要有一项弹劾条款获得简单多数支持，总统即被弹劾；随后案件移交参议院，如三分之二参议员认定总统有罪，总统则被解职。目前美国舆论普遍认为弹劾调查更多是一项政治决定而非法律决定，在民主党支持者看来特朗普利用总统权势施压乌克兰调查民主党总统候选人是赤裸裸的公权私用，而在共和党支持者看来民主党在把控的众议院内发起对特朗普的弹劾调查并阻碍特朗普对拜登父子的腐败调查以及同样是公权私用。

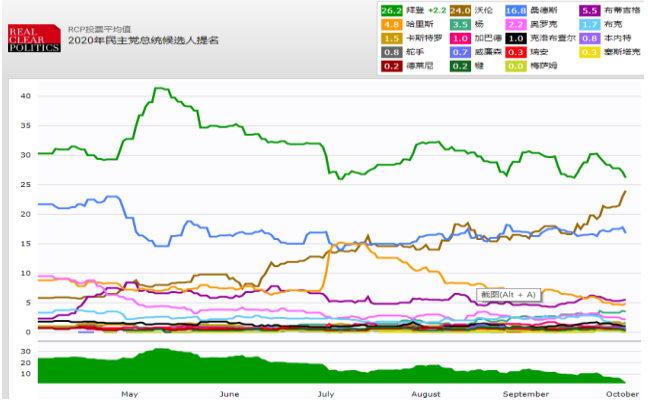
由于民主党人在众议院占多数，有望获得足够票数弹劾特朗普；但参议院由共和党人把控，只要参议员共和党人不分化，特朗普被解职的可能性不大，但是弹劾调查过程产生的政治影响不可小觑。其一是特朗普执政将受到更多掣肘，特朗普政府一部分精力将被牵制在弹劾调查上，电话门事件一段时间内将是华盛顿政治斗争的主线，这使得特朗普政府难以集中精力推进国际贸易体系重组。其二是弹劾调查势必给 2020 年总统大选带来新变数，政治属性更强的弹劾调查将进一步分裂美国社会，以至于只有政治观点鲜明的非主流候选人才有机会赢得美国大选；在共和党这边自然还是特朗普最具备实力，但在民主党方面观点更加左倾的伊丽莎白·沃伦的民调支持率已经大幅上升直逼拜登，完全依靠普通草根选民资金支持的沃伦在第三季度筹款额远超拜登，而且有越来越多的人在民主党总统候选人提名中押注沃伦，2020 年总统大选可能在特朗普与沃伦之间展开。相对于年事已高的老好人拜登，面对拥有哈佛大学法学教授头衔与丰富从政经历且更年轻的沃伦，特朗普可能会感到连任压力；但沃伦短板在于劫富济贫--她号称要对美国高收入群体、高利润公司提高税率以支持更普惠的医保方案，因此沃伦得不到美国中上层阶级的支持，而且学术出身的沃伦其政治手段自然也不如商人出身的特朗普。其三：但即便如此，美国政治气候的不稳定一方面给其他国家带来机会，饱受强势美元指数与美联储紧缩政策的新兴市场国家将迎来恢复性增长机会；另一方面会使得特朗普政府的外交政策和外贸政策更难推行，10 月 5 日在瑞典斯德哥尔摩举行的美朝无核化工作级别会议最终无功而返，以及近期中方代表在中美经贸磋商中的立场变得更加强硬，已经初步体现了弹劾调查对特朗普政府的负面影响。

图1：民主党总统候选人投注赔率



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图2：民主党总统候选人民调支持率



数据来源：RCP，建信期货研投中心

尽管英国新首相约翰逊决意遵从英国民众公投意愿加速推进英国脱欧进程，但充满亲欧派的英国议会以及执意杀鸡儆猴吓阻其他国家脱欧的欧盟继续成为英国退欧进程的阻碍。9 月 4 日英国议会从约翰逊及其政府手中夺取脱欧进程控制权，并投票通过了旨在阻止无协议脱欧的班恩法案（如果英国政府与欧盟没有达成新版脱欧协议或者英国议会没有批准该协议，英国政府必须再次向欧盟申请延后脱欧时间），随后约翰逊提前举行大选的提议也遭到了议会拒绝；9 月 24 日英国最高法院 11 名大法官一致裁定约翰逊暂停议会违法，英国下议院议长命令国会议员 9 月 25 日早晨返回下议院恢复工作；10 月 2 日英国首相约翰逊在保守党大会上提出新脱欧方案，要求取消脱欧协议中最具争议性的爱尔兰边境“备份安排”条款，北爱尔兰将和英国其他地区一同离开欧盟关税同盟，但会在脱欧后一定期限内继续遵守欧洲单一市场规定；欧盟对此表示谨慎欢迎，但称这项方案仍有许多问题；约翰逊称英国已展现极大灵活性，并再次敦促欧盟同样作出妥协；不过随后欧盟委员会发言人则称，解决新方案中的问题是英国而非欧盟的责任。

爱尔兰岛在 1921 年后就分属两个国家，位于岛屿南部的是信奉天主教的爱尔兰共和国，岛屿北部的是归属英国的信奉基督教新教的北爱尔兰；1968 年至 1998 年间北爱尔兰的民主主义者和联合主义者之间爆发长期的民族宗教冲突，1998 年 4 月 10 日英国和爱尔兰在北爱尔兰首府签署贝尔法斯特协议（又称耶稣受难节协定）并结束北爱尔兰的民族冲突。协议重申英国的一贯立场：北爱尔兰将保留在联合王国境内直到大多数人投票脱离；而英国政府也第一次承认：爱尔兰岛的人民作为一个整体，有权利不受任何外界干扰，在双方自愿的情况下解决南北问题。由于英国北爱尔兰地区和爱尔兰共和国之间的国境线是欧盟内部的一条国境线，因此 1998 年以来边界两边畅通无阻，人员可以自由流动、自由工作；但这一切如今正受到英国脱欧的威胁，因为英国脱欧本身就意味着英国和欧盟之间、北爱尔兰和爱尔兰之间，一定会出现某种形式的边境检查和关税界线；但无论英国、爱

尔兰还是欧盟都认为，应该不计代价避免在爱尔兰和英国北爱地区之间出现一条硬边界，因为硬边界的出现很可能使该地区重燃战火。

爱尔兰边境“备份安排”条款旨在防止英国脱欧后爱尔兰岛上出现硬边界--无论伦敦和布鲁塞尔最终达成了什么贸易协议；这意味着如果找不到其他方法使北爱尔兰与爱尔兰之间的边界不可见，英国将仍然受某些欧盟规则的约束而无法达到完全脱欧，这是英国脱欧派和留欧派都不甚支持旧脱欧协议的关键所在。约翰逊的新建议是，英国脱欧后，北爱尔兰将继续与欧盟关于动物，食品和制成品贸易的单一市场规则保持一致，北爱尔兰立法议会有权每四年决定是否要继续遵守欧盟关于贸易商品的规定。该计划将有效地建立两个边界，首先北爱尔兰和英国之间的爱尔兰海将有一个监管边界，由于北爱尔兰仍将是欧洲单一市场的一部分，因此需要检查来自英国大陆的商品，以确保它们符合欧盟标准；此外北爱尔兰和爱尔兰共和国之间将有海关边界，以确保对从北爱尔兰运往欧盟内部的货物支付关税和税款并防止走私，为避免北爱与爱尔兰之间出现硬边界，绝大多数货物通关检查将通过电子方式完成。

正如约翰逊所说的那样，英国新方案已经展示出一定的灵活性；但如果欧盟坚持说没有足够的保证使得爱尔兰和北爱尔兰之间不会出现硬边界--执意杀鸡儆猴的欧盟的确有可能这样做，那么新脱欧方案将胎死腹中，甚至还到不了英国议会辩论的步骤；如果英国与欧盟无法在 10 月 19 日欧盟峰会上达成协议，那么按照班恩法案，英国政府将有义务向欧盟提出延期脱欧申请，千方百计阻碍英国脱欧的欧盟必定会答应，那么英国脱欧进程将继续陷入僵局。但目前的情况对英国政府较为有利，因为约翰逊的新方案已经展示出一定的灵活性，如果欧盟固执己见不肯妥协，那么英国脱欧僵局的大部分责任将落到欧盟一边，而英国政府也因此获得博弈上的主动性，英国脱欧进程在英国新首相推动下已经出现积极的变化。事实上所有政治谈判都离不开妥协，在大原则不变的情况下采取求同存异、搁置争议手法，先就可以达成共识的部分签订协议，然后逐渐推进直至完全解决问题，

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_9756