

2019Q4-2020Q1 海外宏观和大类资产展望

证券研究报告

2019 年 10 月 24 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

展望 2019 年四季度和 2020 年一季度，风险和不确定性在于美国经济（是否会进一步接近衰退）、贸易战（是否会加剧）、欧元区经济（能否企稳）、货币宽松（能否达预期），这四个因素彼此关联触发，动态影响资产定价。

整体而言，我们认为美国经济存在继续接近衰退的可能，基于此：

1. 我们更看好黄金、美债等防御资产，但受市场情绪影响波动加大。
2. 美股风格偏价值，建议低配纳斯达克和罗素 2000。行业上，建议低配信息科技（半导体和科技硬件）、必需消费等基本面风险较高的行业，超配医疗等防御板块。企业规模上，小公司防御风险的能力更低。
3. 美元指数短期在 96-98 区间震荡，未来有可能在美国经济数据向下接近欧元区后回落。原油价格窄幅波动，WTI 中枢 55 美元/桶；金属铜的库存和价格已在中期底部，供给还有收缩的逻辑，四季度价格可能有一定支撑，短期建议做多铜金比。

风险提示：美国经济超预期回升；美联储货币宽松低于预期



2019 年前三个季度，全球经济出现了共振下行。税改效应褪去后，美国制造业产出和企业投资持续放缓，但消费和服务业仍存韧性。欧元区受制于贸易摩擦和英国脱欧，投资信心不足。日本经历了一季度的内需萎缩后，消费有所回升，但可能是四季度消费提税导致的前置，出口则受全球经济疲弱影响放缓。整体而言，全球制造业和进出口在贸易摩擦的阴影下持续萎靡，美国和欧元区 Markit 制造业 PMI 分别滑落至 50 和 45 左右。

尽管宏观环境有所恶化，以美联储为首的全球主要央行货币政策的态度转向超出了市场预期。美联储从去年底预期“今年加息三次”到今年九月已经两次降息。欧央行在 9 月会议上重启 QE 并降息 10bp。日本央行维持短期利率目标-0.1%和每月购债规模 80 万亿日元的超宽松政策不变。当前全球负利率债券的规模超过 13 万亿美元，已经超过 2016 年 9 月的高点。

展望 2019 年四季度和 2020 年一季度，风险和不确定性在于美国经济（是否会进一步接近衰退）、贸易战（是否会加剧）、欧元区经济（能否企稳）、货币宽松（能否达预期），这四个因素彼此关联触发，动态影响资产定价。

1. **美国经济的下行斜率是核心问题。制造业和投资的疲软是否会全面传导至服务业和劳动力市场，决定了此次美国经济是温和回落还是衰退。**居民可支配收入已经出现回落，薪资增速和零售销售也开始出现回落迹象，如果消费作为经济的压舱石开启下行，2020 年美国接近衰退的概率将明显上升。
2. 如果美国经济超预期下滑，贸易摩擦可能趋向缓和，货币政策也有进一步宽松的需要，但全球经济（主要是出口和制造）可能受美国需求下滑的影响，进而压制市场的风险偏好和企业投资信心的恢复。
3. 如果美国经济只是“软着陆”，未来贸易摩擦可能又会反复，这种高度不确定性又会打击出口占比较高的工业企业信心。
4. **衰退就像“薛定谔的猫”，不去担心它，它就在那里，但不知道它是否会发生；越是担心它，企业投资信心和家庭消费信心越受影响，它就越可能发生。**

由于四者环环相扣，互相制衡，因此**大类资产短期内缺乏趋势性机会，窄幅波动的概率较高**；市场的参与者和决策者都在绞尽脑汁想弄清楚美国经济是走向“软着陆”还是“急剧下滑”，但市场参与者相比决策者计入了更多、更快的悲观预期（衰退、贸易摩擦、无序脱欧），后期可能因为经济数据、决策者态度变化而有所回调。

整体而言，我们认为美国经济存在继续接近衰退的可能，基于此：

1. 我们更看好黄金、美债等防御资产，但受市场情绪影响波动加大。
2. 美股风格偏价值，建议低配纳斯达克和罗素 2000。美股估值处于历史高位，10 月中旬步入美股的三季度财报季，企业将公布明年的盈利指引，当前较高的预期增速（~10.4%）存在下修风险或对股市形成压力。行业上，建议低配信息科技（半导体和科技硬件）、必需消费等基本面风险较高的行业，超配医疗等防御板块。企业规模上，小公司的防御风险能力更低。
3. 美元指数短期在 96-98 区间震荡，未来有可能在美国经济数据向下接近欧元区后回落。原油价格窄幅波动，WTI 中枢 55 美元/桶；金属铜的库存和价格已在中期底部，供给还有收缩的逻辑，四季度价格可能有一定支撑，短期建议做多铜金比。

一、美国

1.1. 美国经济（滞胀-衰退初期）

预计四季度美国经济增速将继续下滑，实际 GDP 增速同比将回落至 2% 以下。内需方面，新增订单走弱预示投资下滑，实际可支配收入走弱或将给消费带来压力。贸易方面，美国低估了

中国经济的韧性和完备产业链的优势，特朗普所承诺的制造业回流和缩小贸易逆差未能实现；除非美国继续无视财政纪律大肆扩张财政赤字，否则经济放缓或仍为大概率。

二季度美国实际 GDP 年化环比 2.1%（同比 2.3%），主要贡献来自于政府财政扩张（0.85%）和消费（2.85%），一季度拉动经济的净出口（-0.65%）和库存投资（-0.86%）转为拖累，投资则较上一季度进一步回落（-1%）。

通胀方面，贸易摩擦的影响逐渐渗透到居民的衣食住行中，核心 CPI 逐月抬升，9 月核心 CPI 2.4% 已高过去年高点。劳动力市场还未出现明显拐点，薪资增速仍有一定韧性但劳动生产率下滑将主导核心 PCE 后周期的抬升。叠加年末的油价低基数效应，四季度美国可能陷入滞涨。

（1）库存周期

1993 年以来美国经济经历了 1993-1997、1997-1999、1999-2002、2002-2003、2003-2009、2009-2013、2013-2016 七轮库存周期，平均每轮周期长度为 40 个月。**目前美国处于第八轮库存周期，二季度由被动补库存转为主动去库存。**

从历史角度看，从库存见顶到需求见底的主动去库存阶段，持续时间大致为 8-12 个月左右；当前库销比处于高位，主动去库刚刚开始，因此从库存周期角度考虑，主动去库将至少持续到 2020 年上半年。

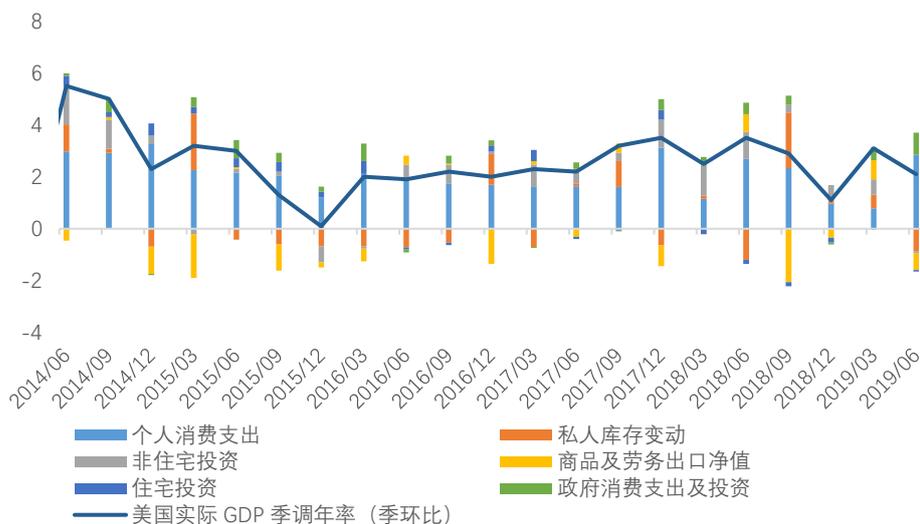
中周期来看，随着企业债务问题发酵延伸到经济中的其他部门，美国经济仍有较大可能在未来两年内衰退。10 年期与 3 个月的美债倒挂恐怕并不是“假摔”信号，自今年 3 月第一次倒挂以来，10 年期美债一度比三个月期美债收益率低 32 个基点，这是 2007 年以来程度最深的倒挂。在过去 50 年间，一共发生过 6 次三个月期美债收益率超越 10 年期美债收益率的情况，经济平均在利率释放倒挂信号后的 311 天后陷入衰退。

图 1：库销比走高预示未来美国将继续主动去库存拖累 GDP



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：美国 GDP 拆解：内需走弱



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

（2）私人部门投资

从私人非住宅投资来看，核心耐用品订单走弱，非住宅投资（设备+建筑）周期性下滑。不同于90年代美国的信息技术，互联网产业在多年的技术积累和政策推进下高速发展，知识产权投资增速因而居高不下。本轮经济周期，知识产权投资大概率在高基数背景下回落。

图3：除飞机外资本品订单增速与非住宅投资增速共同下行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

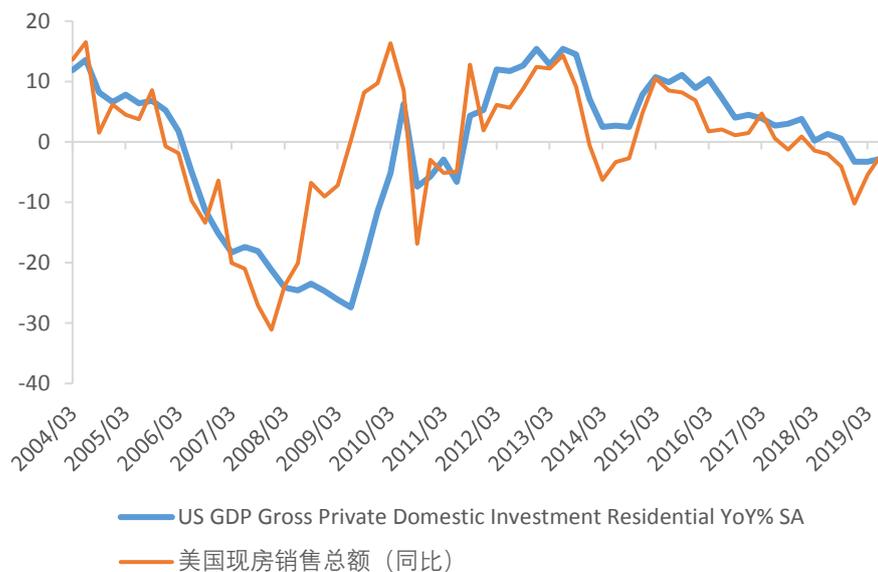
图4：知识产权投资大概率在高基数下回落



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

今年以来美联储货币政策态度重大转向后, 房地产销售开始企稳, 但传导至住宅投资仍需要半年到一年时间。整体来看, 投资同比增速将在下半年进一步回落, 四季度可能因为较低基数原因下行速率放缓。

图 5: 成屋销售有所反弹, 但房地产投资回升时点未到



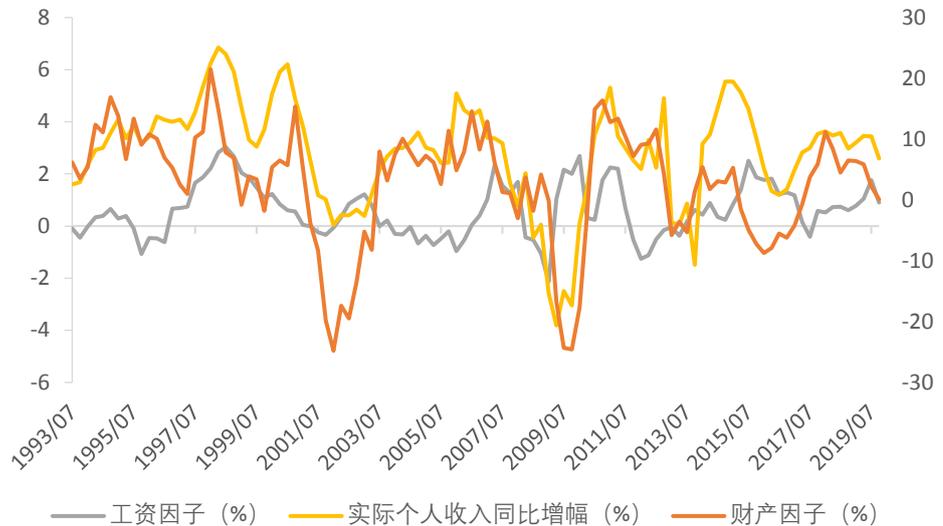
资料来源: FRED, Bloomberg, 天风证券研究所

(3) 私人部门消费

尽管二季度消费环比增长 4.3%, 但这是在一季度 (本身就是消费淡季) 比平常更为疲弱的情况下的反弹。按照同比来看, 二季度消费增速为 2.6%, 仅比一季度 2.5% 略为增长。

长期来看, 美国私人消费取决于个人可支配收入, 历史上两者走势背离一般可以由储蓄率的大幅变动来解释。我们的预测模型显示, 四季度美国居民的可支配收入增速可能下滑, 若美股市场出现调整, 储蓄率还将小幅上行, 届时四季度居民消费增速可能小幅下滑至 2.0~2.3% (详见《怎么看美国消费》2019-9-10)。9 月的谘商会消费者信心指数较大幅度回落侧面印证了这一观点。

图 6: 财产因子和工资因子回落预示四季度居民可支配收入增速下滑



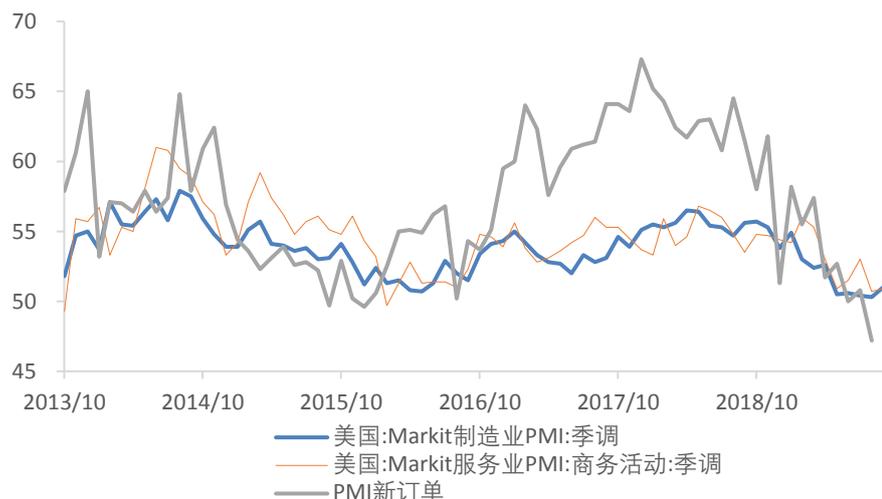
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

(4) 劳动力市场

市场的核心分歧在于美国经济是否会衰退，而这取决于制造业和投资的疲软是否会全面传导至服务业和劳动力市场。美国服务业一直以来具有韧性，但服务业 PMI 已从年初的 55.5 回落至 50 左右，与制造业的分歧逐渐缩小，PMI 新订单数据不佳，预示未来 PMI 还将走弱。劳动力市场方面，今年以来，非农就业同比增速从 1.8% 下滑至 9 月的 1.4%，临时合同工就业人数也有见顶迹象。**重点观察四季度服务业和劳动力市场数据的进一步走向。**

我们在《这次，美国经济能否躲过衰退中》谈到，当前美国经济与 90 年代“金发姑娘”的状态不可比。经济上，创新乏力，投资不足，贫富分化，消费疲软；通胀上，财政赤字高企，特朗普反全球化倾向严重，大宗商品价格具有韧性。因而此次美债倒挂恐怕并不是“假摔”信号，美国经济仍有较大可能在未来两年内衰退。

图 7： PMI 新订单预示制造业和服务业未来还会走弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8： 临时合同工就业人数有见顶迹象，今年以来非农就业同比增速持续下滑

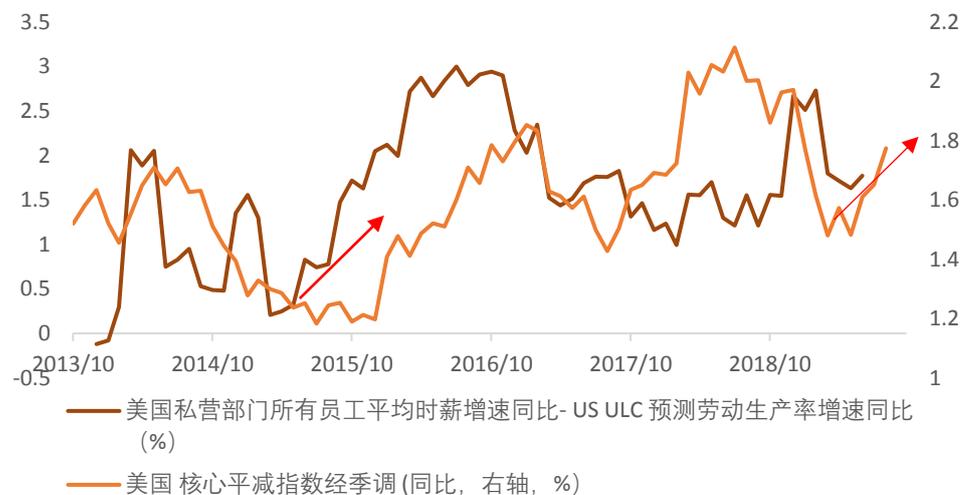


资料来源: WIND, 天风证券研究所

(5) 通胀

四季度美国经济可能出现轻微滞胀。一方面劳动力市场繁荣后期薪资增速仍具有一定韧性,但劳动生产率已回落,两者之差往往推升核心 PCE;另一方面贸易摩擦对商品成本的影响已在核心 CPI 中逐渐体现,叠加油价在年末的低基数效应,假设到年底 WTI 仍维持在 55 美元/桶水平, CPI 恐回升至 2 以上。

图 9: 核心 PCE 随时薪增速与劳动生产率之差回升



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 10: 核心 CPI 已在高位徘徊, 能源在年底将推升 CPI (假设到年底 WTI 55 美元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

1.2. 美联储货币政策

我们预计四季度美联储降息 1-2 次。

9 月 FOMC 利率决议会议上, 委员会以 7: 3 的票数通过决定, 将联邦基金利率目标区间再次下调 25BP 至 1.75%-2%。降息操作符合市场预期。从点阵图来看, 联储内部对利率区间的观点有较大分歧, 5 位委员预计 2019 年年底利率为 2.125%, 即此次都不应该降; 5 人预计 1.875%, 即没有进一步降息; 7 人预计年底还有一次降息 (1.625%)。而 CME 利率期货和 OIS 互换隐含的年底前降息两次的概率约为 90%, 未来一年降息预期都是 4 次(每次 25bp), 相比之下, 联储的预期似乎非常鹰派。

但鹰派委员中具有投票权只有三位: 在此次会议上投反对票的堪萨斯联储的 George、波士顿联储的 Rosengren (James Bullard 认为 9 月应该降 50bp) 和 9 月公开表示“联储无需再降息”的芝加哥联储主席 Evans。但在 9 月非农就业和 ISM 制造业数据公布后, Rosengren 和 Evans 均暗示愿意考虑进一步放宽货币政策, 称对未来的政策措施持“开放态度”。应该说, 联储内部后续降息的阻力不大, 年内再降息 1-2 次大概率能够达成, 与市场预期相差不多。

市场与联储真正的分歧主要在明后天: 市场已对经济计入衰退预期, 而联储不愿意作出“衰

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_9445

