



贸易战会成为资产走势调整的契机吗？

摘要

未来海外资产主要观察两个方面，一是税改是否真的能够提振美国投资增长，从而改变市场对弱复苏的判断，如此长期通胀预期将上升，美联储加息步伐不会放缓，债市走熊的方向不变，美股的牛市也不会那么快结束，相应的商品市场也会有不错的表现；二是贸易政策对中长期经济可能产生的影响，如果特朗普政府鲁莽推行贸易保护主义政策的话，极有可能与其经济刺激政策相互抵消，同时通胀快速上行，经济陷入滞胀。

国内左右资产价格走势的仍然是市场风险偏好，而风险偏好与监管当局对于预期的引导以及市场的心态和反应密切相关。随着政策和监管的不断纠正，机构行为有望步上正轨，利空出尽之后，政策对于市场的边际影响力可能逐渐减弱，在宏观弱复苏的基本面下，债市可能会有小规模波段性行情，但如果国际经济形势较为平稳，全球流动性逐渐收紧，债市的表现依然会是相对较弱的。股市方面，当下大盘股的调整时间可能较长，而中小股票反而存在阶段性机会，因为当前市场风险偏好回升，减税政策构成实质性利好。

商品市场我们仍然维持前期判断，2018年之后总量去产能将进入尾声，对于商品价格上涨的刺激作用与2017和2016年相比将会有一定程度的减弱，但是制造业投资仍有一定的增长空间，未来在供需紧平衡格局下商品价格仍然存在支撑。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

贸易战会成为资产走势调整的契机吗？

1 季度海内外资产分别呈现不同走势。债券方面，受美联储加息影响，短期美债收益率持续走高，而中长期国债则出现盘整，3 月份受中美贸易战避险情绪影响，美国 10 年期国债收益率出现较大幅度下行。国内债券市场则是出现整体利率持续下行，且短期国债利率下行幅度要大于中长期利率，主要是去年下半年利空政策出尽之后，1 季度以来债市恐慌情绪有较大降温，此外，同业存单发行量有所减少，推动短期利率下行，近期在某种程度上也受到了海外利率下行的影响。

股市方面，美股 2 月初已经开始进入调整期，由于 1 月份美国就业数据大超预期，引发市场对通胀走强和加息次数增加的恐慌，导致美股出现近 2 年来最大幅度的调整，目前这一调整仍在持续，而且受到贸易战的冲击出现了进一步的下跌。国内股市则需要更细致的看待，虽然也受到了海外的影响，但是股市涨跌风格发生了变化，虽然目前整体仍在下跌盘整中，但创业板的表现反而好于主板，因为大盘蓝筹股之前积累了较大涨幅，在高位更容易受到外围环境的影响，资金获利出局。此外，随着海外资金更多布局 A 股，使大盘股和外围股市表现出越来越强的联动性，可以看到 2015 年 8 月人民币汇改之后，上证 50 和道琼斯指数开始表现出非常强的相关关系，这说明大盘股反而更容易受到国际市场的影响，因为持有者里面有越来越多的国际投资者，而中小票则可能更能反映国内市场情绪，所以近期受到了资金的追捧。

商品方面的表现则比较差，由于 12 月之后工业限产和年后开工双双不及预期，导致市场出现了较大幅度下跌，近期受到贸易战避险情绪的影响再度出现暴跌。

总体而言，2018 年以来全球债券市场的表现要好于股市，但海内外市场左右这种走势的主要矛盾并不同。海外主要是流动相收紧、风险偏好下降，这从 VIX 恐慌指数维持高位、股市下跌和长短债利差持续收窄可以看出，而国内主要是市场从过去一年金融去杠杆的紧张情绪中逐渐缓和过来，体现的矛盾变化是风险偏好的回升，而非下降，所以才出现了债市和中小票同涨的情况。此外，商品市场表现最差。那么，这种债券>股市（中小盘>大盘）>商品的情况会持续吗？我们需要分情况讨论。

图 1、上证 50 和道琼斯指数联动情况

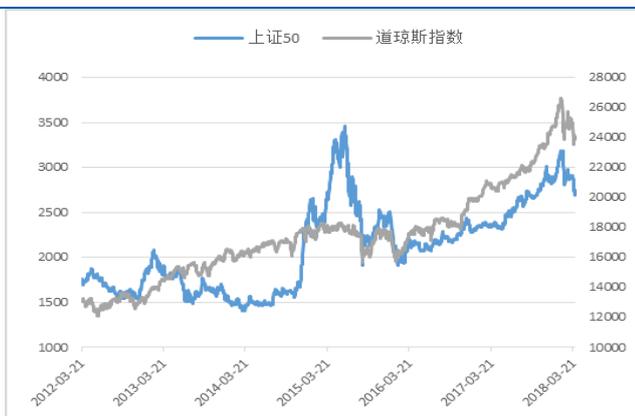
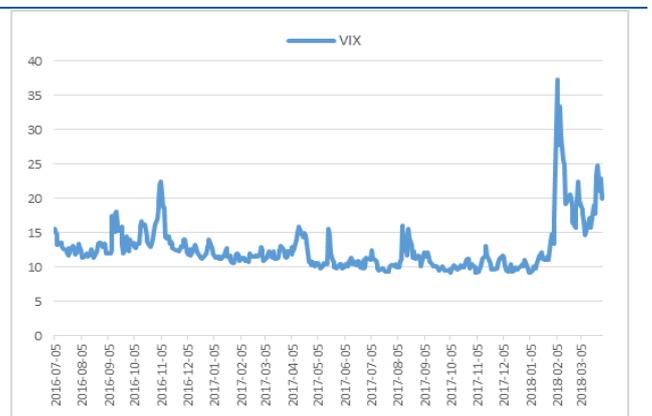


图 2、VIX 恐慌指数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

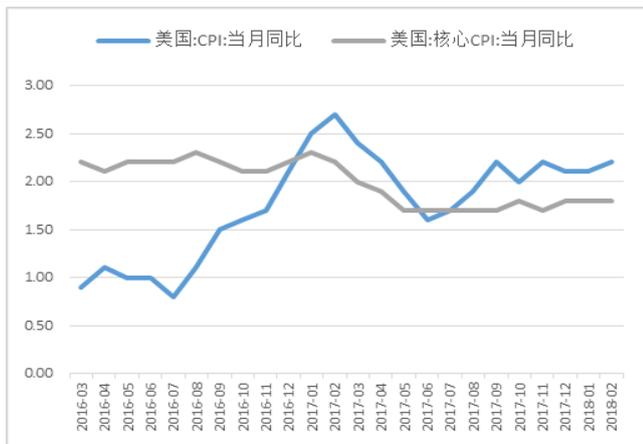
资料来源：WIND 资讯 南华研究

（一）海外经济走势的基本判断

去年底美国税改政策已经落地，短时间内难以再出台对宏观利好的政策，所谓利好出尽是利空，所以股市也出现了较大幅度的调整，而且我们认为，市场对于经济的乐观程度不及对流动性收紧的恐慌预期，市场担忧的是过快的加息使疲弱的经济复苏半途夭折，否则不会出现经济数据超预期而股市暴跌的情况。而且从通胀和消费增长情况来看，也是较为疲弱的。2018年2月份美国CPI虽然再次达到2.2%，但是核心CPI一直没有起色，CPI和核心CPI走势出现偏离，说明通胀主要还是原油涨价所拉动，而普通消费品的需求仍然疲弱。这从消费支出增长也能得到印证，虽然2017年四季度美国消费支出对经济增长的贡献创2014年以来新高，但2018年1月份个人消费支出环比增速反而创2014年以来新低，所以根据目前的经济数据认为美国经济会出现过热的逻辑并不通，美国经济能否进一步好转取决于投资增长。

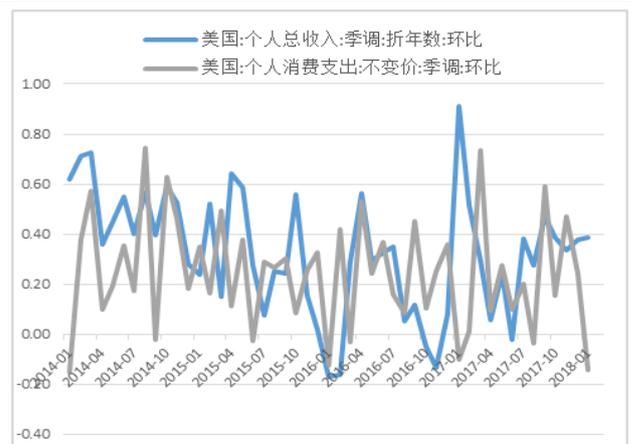
基于此，未来主要观察两个方面，一是税改是否真的能够提振美国投资增长，进而拉动薪资和消费增长，从而改变市场对弱复苏的判断，如果能出现这种情况的话，长期通胀预期将上升，美联储加息步伐不会放缓，债市走熊的方向不变，美股的牛市也不会那么快结束，相应的商品市场也会有不错的表现；二是贸易政策对中长期经济可能产生的影响，如果特朗普政府鲁莽推行贸易保护主义政策的话，极有可能与其经济刺激政策相互抵消，同时通胀快速上行，经济陷入滞胀。

图 3、美国通胀走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、美国收入和消费增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从第一个方面来看，投资增长数据都是滞后的，但我们可以从其他方面来推测投资的情况。

首先一个是非农就业数据屡屡超过预期，1月份非农职位空缺数创2015年7月以来新高，另外薪资的增长也较为稳健，这说明企业用人需求是比较旺盛的。

第二是PMI景气度创新高，2018年2月份制造业PMI达到60.8，是金融危机以来的最高水平，非制造业PMI也在较高的水平。此外，工业生产指数和产能利

用率也在不断上升,特别是美国工业产能利用率,在2017年3季度仍然较为低迷,但4季度之后有一个大幅度的攀升,说明工业生产意愿是比较高的,而且受到减税影响有进一步上升趋势。

从就业和生产两方面来看,美国未来投资有进一步增长的可能性,如果因此能够拉动消费支出,同时企业盈利有更好的表现,那么就有望改变市场对于弱复苏的判断,而股市和商品市场也会重启新一轮上涨。

图 5、美国新增就业情况

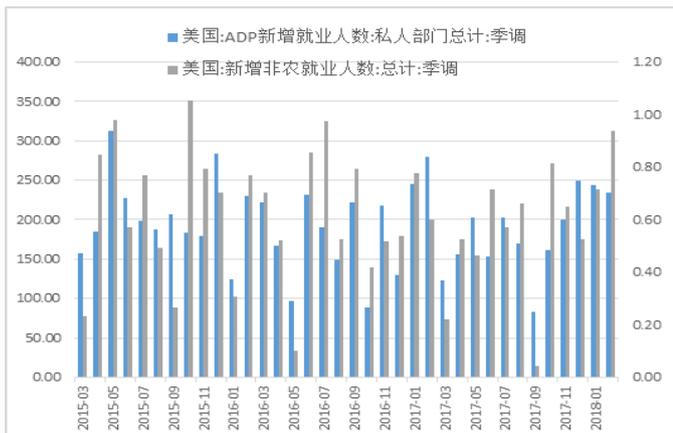


图 6、美国非农职位空缺情况

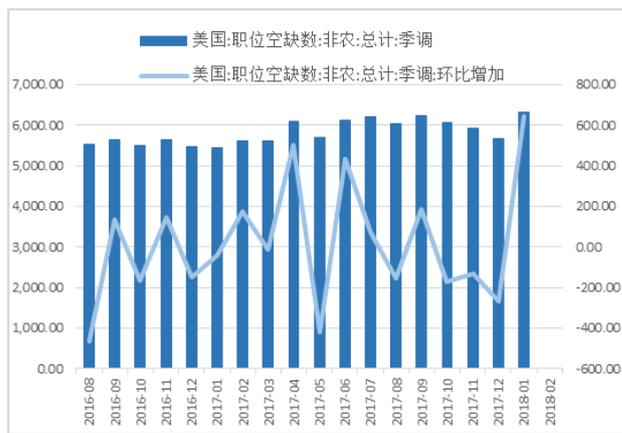


图 7、美国 PMI 走势

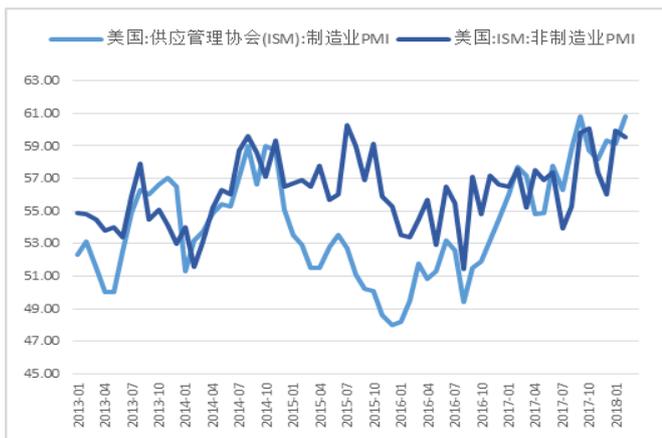
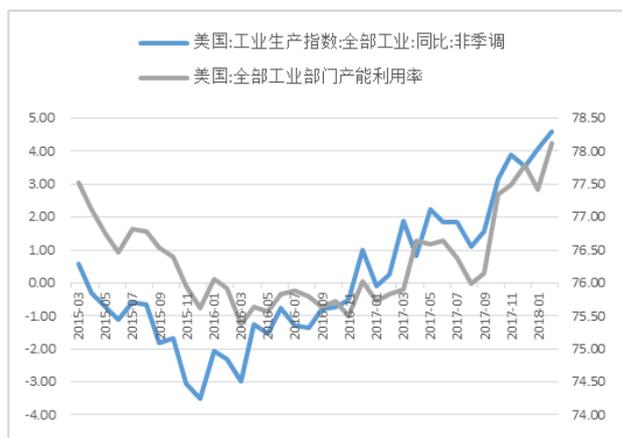


图 8、美国工业生产指数和产能利用率情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

资料来源: WIND 资讯 南华研究

从第二个方面来看,如果中美贸易战全面开打,那么美国经济很有可能陷入滞胀。原因正如上文所指出的,一是中国出口到美国的有大量日常消费品,如果美国对此征收高额关税,那么美国通胀会大幅攀升;第二,由于美国大部分跨国公司的主要市场和加工装配地点在中国,如果中美都对进口商品征收关税的话,只会使这些跨国公司的利润下滑,所以贸易战会与美国税改政策的利好相互抵消。一方面是价格普涨,抑制消费增长,另一方面是企业利润下滑抑制投资,那么美国极有可能陷入滞胀,此时美国货币当局将陷入两难境地。在这种情况下,债市有望重新走牛,股市和商品市场可能出现大幅下跌。对于中国来说,如果贸易战

导致出口大幅下滑，势必会拉低宏观经济增速，那么在货币政策上适当宽松的可能性也不低。另外，由于全球债券市场的联动性比较强，即使货币政策没有放松，债市也有可能出现这样的逆转，这显然也会对股市的风格产生影响，蓝筹股将进入深入调整，大小盘将出现强弱转换。

（二）国内市场主要矛盾的变化

观察国内金融市场，债市是一个基础风向标，因为债市对金融政策和宏观基本面最为敏感。2016年以来，债券市场的涨跌主要受到政策的驱动，而对宏观经济数据的反应没有以前那么敏感，这主要是由于金融去杠杆对于机构投资者和金融市场参与者的行为产生了相当大的影响，以往的金融环境正在发生巨大转变。而随着政策和监管的不断纠正，机构行为有望步上正轨，利空出尽之后，政策对于市场的边际影响力可能逐渐减弱，比如3月29日资管新规落地之后，市场的反应还是比较温和的，那么未来债券市场有可能会重新对宏观数据变得敏感起来，不会好坏都跌。从这个角度来讲，在宏观弱复苏的基本面下，债市可能会有小规模波段性行情，但如果国际经济形势较为平稳，全球流动性逐渐收紧，债市的表现依然会是相对较弱的。

从资金成本的角度来讲，债市的表现也会对机构投资风格产生较大影响，如果资金市场从长期恐慌的心态当中摆脱出来，那么会促使投资者的风险偏好上升，从而配置更多的中小盘股票，我们看到2月份以来的市场表现就出现了这种情况，上证50和沪深300指数持续回调，而中小板和创业板指数则持续反弹。出现创业板走强的原因主要有三个：一是前期的超跌反弹，2016以来的中小盘长期处于熊市当中，2018年初更是受到美股大跌的影响再次出现了一波暴跌，很多股票遭遇误杀；二是资金在大盘股上积累了较多盈利，获利出局，购入低价小盘股；三是短期资金成本下行利好小盘；四是风险偏好在逐渐回升。在贸易战的阴影下，创业板并没有受到太大影响，说明国内市场的风险偏好并未出现显著下降，而监管政策逐渐走向平稳和预期稳定化才是主导国内市场走势的主要原因。

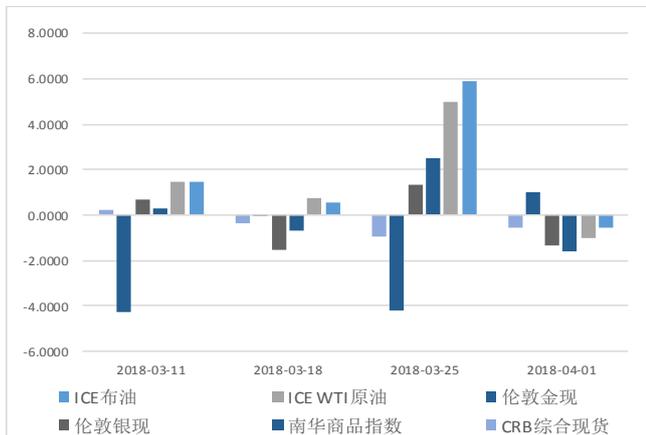
所以，未来左右国内资产价格走势的仍然是市场风险偏好，而风险偏好与监管当局对于预期的引导以及市场的心态和反应密切相关。从宏观基本面来看，主板和中小板都存在走强的基础，但正如我们上文所说，主板与国际市场的联动性越来越强，而中小板则更多反映国内投资者的心态和对宏观基本面的判断，尤其是对经济转型进展的判断，所以当下大盘股的调整时间可能会比较长，原因与上文我们对美股的分析是一致的，而中小股票反而存在阶段性机会，因为当前市场风险偏好回升，减税政策构成实质性利好。假如未来贸易战风险进一步发酵，海外市场进入深度调整，国内市场的风格转变可能会更加明显，面向国内市场的消费类股票价值会更加凸显。

此外，对于商品市场我们仍然维持前期判断，2018年之后总量去产能将进入尾声，对于商品价格上涨的刺激作用与2017和2016年相比将会有一定程度的减弱，但是制造业投资仍有一定的增长空间，未来在供需紧平衡格局下商品价格仍然存在支撑。

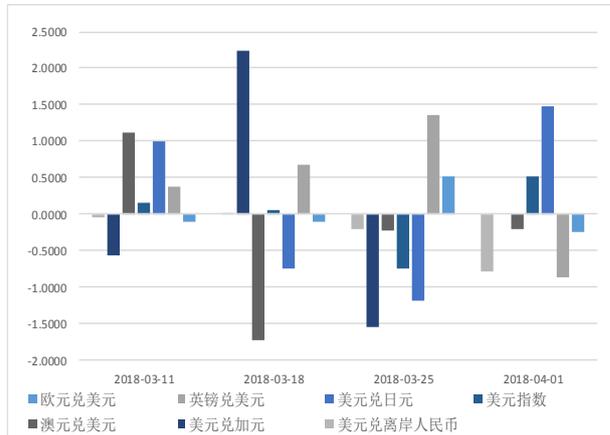
【本周全球大类资产表现】

2018年4月1日

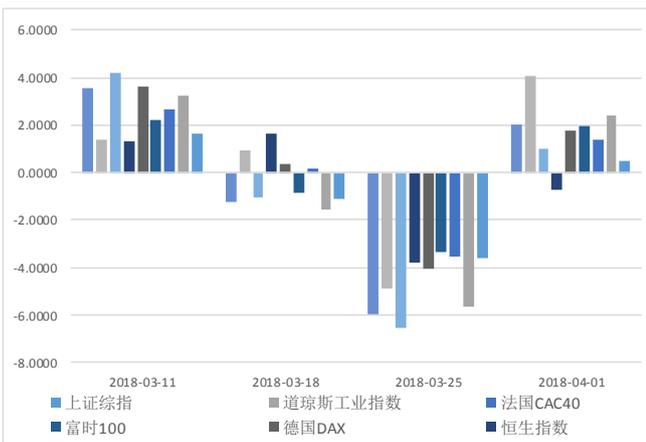
主要大宗商品涨跌幅



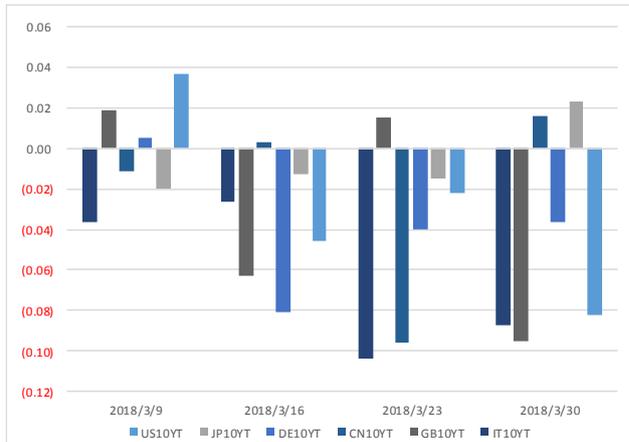
全球主要货币对涨跌幅



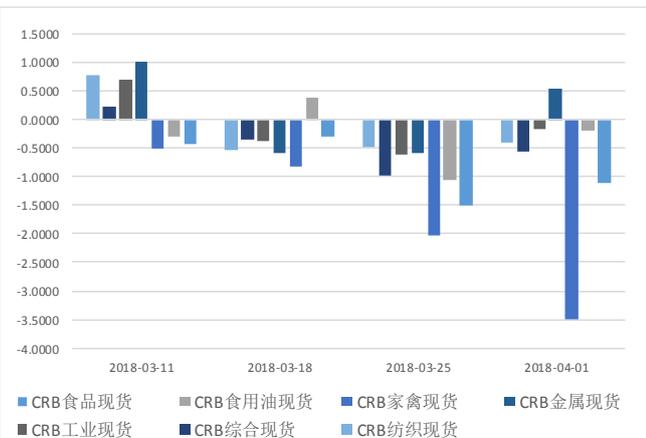
全球股指涨跌幅



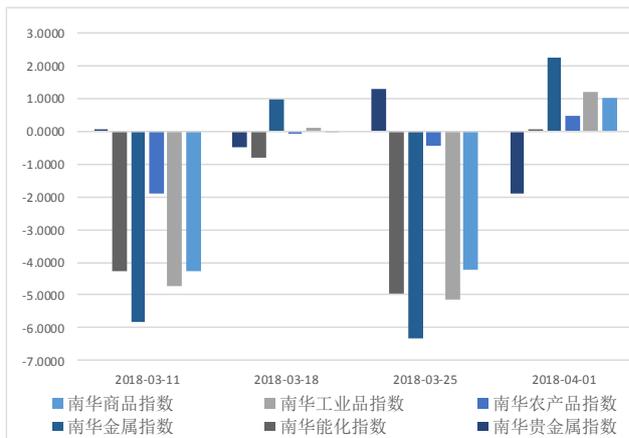
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net