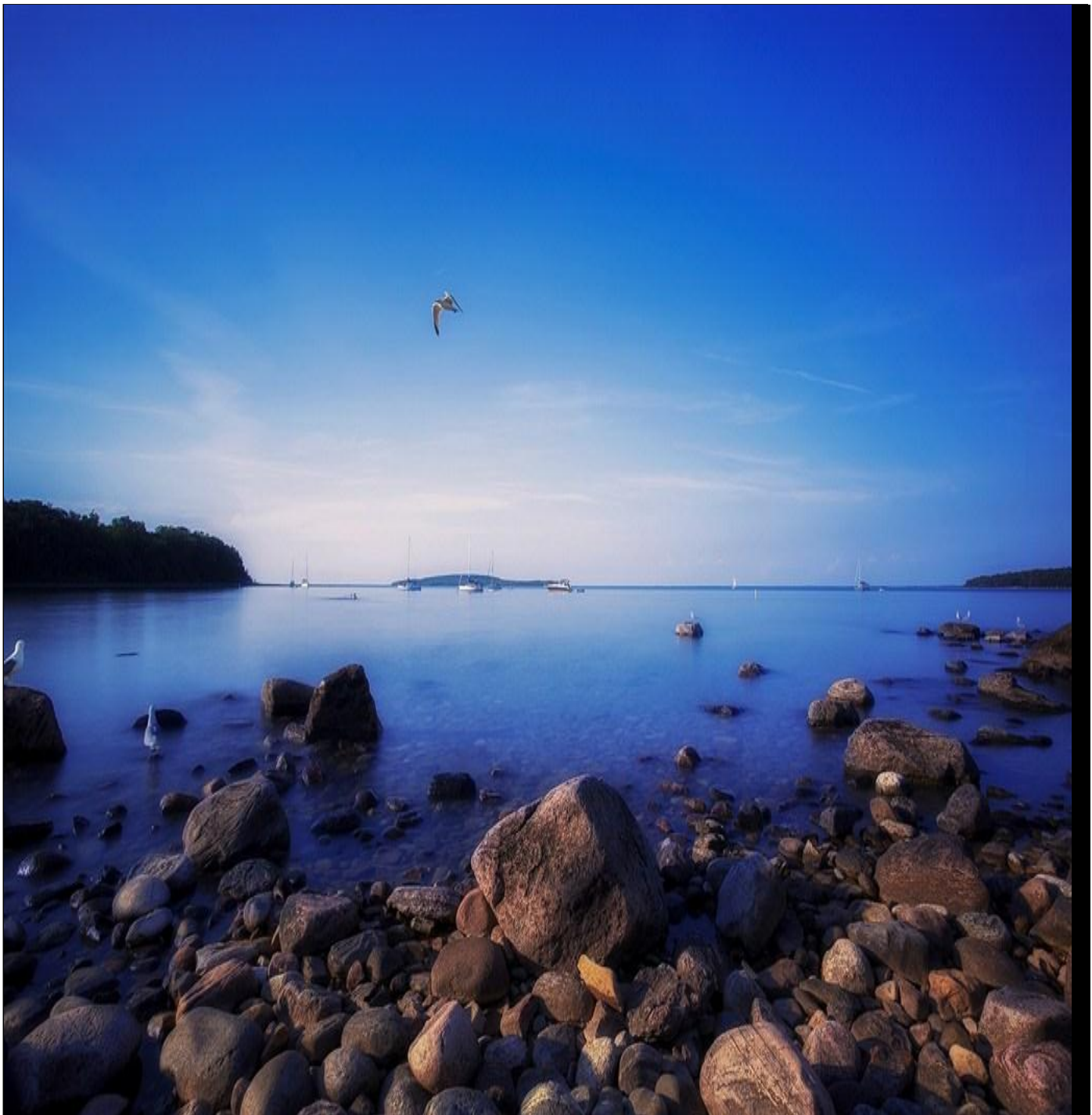




2018 中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2018 年 12 月 22 日

2018 中国债券论坛

戴险峰

天弘基金管理有限公司智
能投资部高级投资经理

戴险峰：

我们的日常研究工作中每个季度都有资产配置报告，我负责其中的国际宏观和黄金、原油部分。因此我重点讲这三部分。我的题目是“全球宏观，经济、政策、市场”。

我想主要回答几个问题。从经济角度来讲，2009 年到现在，此轮复苏的特征是什么。从市场价格表现来看，现在经济处于什么样的状态。为什么美元在 2017 年下跌，在 2018 年上涨，未来会怎么样。最后我再讲讲原油和黄金。

今年大家都开始担心经济现状。美国的股票市场跌了很多，纳斯达克从高点跌落了 20% 多。但是我们回过头来看，从 2009 年到现在，经济复苏的进程没有一帆风顺，每过一段时间总会出现一些问题。比如 2012 年有欧债危机，2015 年中国的股市泡沫破裂以及“8.11 汇改”。每次危机的出现都伴随着国际市场对全球经济的担忧，每次也都有相应政策和应对措施的出现。如今这种担忧又一次出现。2012 年欧债危机时，欧洲中央银行行长 Draghi 发表一个演讲，对欧元采取

“Whatever it takes” 的态度，即用一切手段保住欧元。在他演讲之后，整个欧洲经济开始复苏，欧元开始反弹。2014 年整个市场也比较弱，然后经历了 2015 年泡沫，以及泡沫破灭之后又出现了混乱。对于 2015 年

市场信心差以及经济走弱的应对经验，我的总结是两个供给侧的改革。一是OPEC（石油输出国组织）从2016年12月开始减产，可以说是原油市场的供给侧改革；二是中国的供给侧结构性改革，改革从2012年开始，真正产生效果是从2016年开始。这两个供给侧改革产生了直接影响，拉升了商品价格，中国的PPI（生产价格指数）由连续几年的负增长开始转正，然后进入正增长，直接拉动了企业的效益指标和企业的盈利指标。大宗商品价格上涨又促进了投资，继而促进了国际贸易。UBS（瑞士联合银行集团）曾经做过一个测算，2017年美国新增投资基本上100%是跟原油投资相关。因此，在每一次经济出现问题后，要么有货币政策，要么有供给侧改革等经济政策再次把经济拉回来。

这些阶段的背后都有一个共同特点，就是美国经济一直很强。2014年就有人很担心美国经济，我认为美国经济实际没有问题。直到今天美国经济也还是非常强。如果以PMI（采购经理人指数）来代替高频数据，反映经济现状的话，2018年美国的PMI维持在高位，但欧洲和日本的PMI迅速下降。所以，世界经济经历了严重分化。

最近市场跌得非常多，尤其是原油，从高点76跌到45，跌幅接近一半。以国债收益率为代表，美国的10年期国债收益率从高点一直下行，所有的风险资产价格基本是同步下跌。美国国债市场是全球流动性最强的市场，也是信息最集中的市场。美国国债市场发出了一个对经济看弱的信号。

大家非常关注收益率曲线，前段时间都在传美国国债收益率曲线倒挂。实际上这个倒挂是指2年期的和5年期的美债收益率倒挂。最近美国国债收益率有所下降，2年期和5年期收益率曲线是持平的，2年期和3年期倒挂，这肯定是一个不好信号，但是这个倒挂只是出现在局部，在2年-5年期之间。美联储关注的是2年-10年期的美债利率曲线，这一段总体来看还是一个陡峭的收益率曲线。

从 Wind 的数据和德意志银行的数据分析来看，2018 年全球资产有 93% 是负收益的。在全球主要资本市场今年年初到现在的表现中，表现比较好的是人民币计价的黄金，美元指数也是正收益，其他大部分都是负收益。最近原油跟美国十年期国债收益率的表现非常相似，原油长期主要是靠供给端推动，短期是靠需求等。需求不足、经济弱，目前可近似认为是市场对需求的看法。

从 GDP 角度来看现状，意大利、德国、日本的 GDP 最近这个季度都是负增长，美国的 GDP 则比较好，二季度 4.2%，三季度是 3.4%，最初是 3.5%，刚刚修订为 3.4%。经济弱已经反映在 GDP 数据里了。日本比较特殊，GDP 增长波动非常大，几年前就出现过技术性衰退，2018 年第一、第三两季度负增长。

经济发展的复苏一直是很波折的，但每段时间总会有相应的政策措施再次推动增长。这基本上可以看作是均值回归的过程，所以我们会讨论现在到了经济周期的哪个点。这种讨论有一定意义，对未来衰退的预测没有太大意义。就像刚才同行所说，衰退总是在预料不到的时间到来。但我们还是要做几个指标反映经济发展情况，产出缺口是最重要的指标，国债收益率曲线也是一个指标。单纯从历史指标来看，大部分发达国家产出缺口为正；每次利率倒挂之后要过一段时间才发生衰退。而这次还没有倒挂，根据历史规律来看，所有的指标表明离衰退还有一段距离。

下面讲一下美联储。我认为现在美联储的货币政策已经由外生转为内生，这是美联储此轮加息的逻辑。在 2015 年 12 月份美联储第一次加息时，市场没有预期到。2015 年全球经济非常悲观，当时我总结美联储加息的逻辑是为未来经济万一出现问题留下一个政策空间。所以，只要经济不会差到拖累加息，美联储就会加息，从这个角度讲是外生性的。发展到今天，美联储货币政策的逻辑也发生了转化。美联储主席 Jay Powell 在纽约发表了演讲，是最近市场反应最大的一次。他第一次释放了鸽派信号，所谓的鸽派信号就是数据依赖。美联储一直奉行数据依赖，从来没改过，这次再加以强调。数据依赖是综合经济和市场的发展情况，来决定美联储的货币政策。这样可以得出结论，由于美联储对

经济的关注过度密切，因过度加息导致衰退的概率会降低。但是美联储也不是神，所以犯错误的可能性还是有的。

我刚才从经济、货币政策的角度回顾了现状，现在进行展望。对利率的展望有两个逻辑。第一，利率曲线，国债收益率曲线。第二，判断美联储加息的节奏，也就是联邦资金利率会在哪个水平，这对 2019 年利率会有一个大概判断。2019 年，美联储的预测是加息 2 次。金融市场的预期大概是 1 次，现在应该降到 0.6 次。卖方分析师的普遍预期是 1.6 次。以美联储为依据，我认为明年加息 2 次。如果加息 2 次，利率就会再增加 0.5%。现在是 2.25%，增加后是 2.75%。10 年期国债收益率在这个基础加成的话，至少在 3% 以上。所以，现在这个点是 2.77%，预期可能有点低了。

回顾来看，美元跟经济有关。从 2013 年 12 月 31 号开始，美元指数一直是迅速上升的，然后维持高位，但总体是上升的，随后 2017 年美元下跌超出市场预期。我有段时间也很困惑，为什么在利差扩大的情况下美元会下跌？最后总结出来是经济增长的差异，如果将 PMI 差异放在一起看，确实能够拟合。2018 年面临一个关键点。2018 年年初，我一直在想未来的美元会怎样，并大胆地说应该不会再朝下走了。因为经济增长差异是 2016 年的两个供给侧改革所推动的，到了 2018 年，中国的供给侧结构性改革，尤其是实体经济的供给侧改革已经在收缩。所以这里面有一个均值回归的过程，美国和其它国家的经济差异会收缩。美联储加息，利差会扩大。所以，未来美元应该不会再朝下走。事实上 2018 年美元也是类似逻辑。

我把黄金当成一种货币，跟美元的关系非常大，当然还因为它有避险功能。我之前一直看弱黄金，最近开始看黄金跟标普 500 的相关性。历史上每一次股市大跌的时候，黄金基本是正收益，有时正收益还挺高。所以，在 2018 年 9 月底的时候，我开始再次看好黄金，并从之前的不建议配置转为从分散风险、对冲风险的角度建议配置黄金，未来还是一样。

原油价格长期由供给周期决定，短期受需求等影响的冲击。我在 2018 年一直不看好原油，不建议配置，认为长期价格是 WTI 价格 40-60 美元，现在 WTI 到了 45 美元，原油在 40 美元区间有吸引力，因此谨慎看好。