

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

尾部风险概率加大  
防御策略正当时

■ 本周视点:

在全球政治经贸格局出现重大转变的当下，如何从不确定性当中寻找确定性将会成为每一个投资者需要回答的问题。在本轮美元周期即将进入下行阶段的当下，全球央行如何摆脱负利率陷阱和各国政府如何通过内部的支付转移来弥合财富分配问题都是亟待解决的问题。新的贸易格局如何重塑全球产业链，多极化的货币体系下货币之间的逻辑关系的重构，这些因素都将成为引导今后数年全球资产定价的核心要素，同时也是广泛存在且可以预见的不确定性。

从经济环境来看，全球积极的因素包括，区域性贸易集团正在形成，各国对内外的经济结构正在重塑。负面的情况则主要存在于政治周期及民粹主义爆发对于经济的影响。明年资本市场的环境十分混沌。短期来看明年上半年全球经济有再通胀的预期。可是短期的反弹并不代表着经济的全面复苏。为了更好的转移国家内部的矛盾，国与国之间的地缘政治冲突仍会不断加剧，以邻为壑的外交政策仍然是部分发达国家的政策首选。中美贸易摩擦缓解与否，更多地可能决定于美国政客对于选票的需求，但中美的贸易摩擦所带来的负面影响已经造成。同时这些可见的矛盾与冲突都将成为中期经济发展过程中的约束条件。

对于投资者来说，投资策略中还应当加大避险品种的配置，以守正出奇思路对抗未来更多不确定性。特别是当面对可能出现的美国经济衰退，以及美元周期的逆转。在拐点来临时，防御也许是最好的进攻。

市场研究报告

中国工商银行贵金属业务部  
交易业务部

徐铨翰、周弋涛

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2019年12月01日

相关研究报告：

11月25日

地缘因素难改黄金颓势 国际金价维持小幅盘整

11月18日

美联储政策预期维持中性 黄金上行动力不足

11月11日

市场情绪乐观 国际金价大幅下滑

11月4日

美联储改变政策基调 国际金价震荡

2019 年全球政治经济动荡起伏，多个国家和地区的民粹主义思潮逐渐抬头，从亚洲到美洲，从纽约到伦敦，全球各地都出现了激烈的政治对抗。此外，随着美国的贸易保护主义不断升级，全球经贸活动迅速冷却，各国制造业均遭遇了重大打击，全球经济不断下滑。

在资本市场，为了对抗长期的经济低迷，全球负利率债券量价齐升。与此同时，不断萎缩的制造业数据，令象征经济活力的大宗商品价格保持低位震荡。全球风险资产价格也因为无风险收益率的低迷而获得超额估值并而屡创新高。种种的资产价格异象，颠覆了投资者对于资产分析的一般性框架。

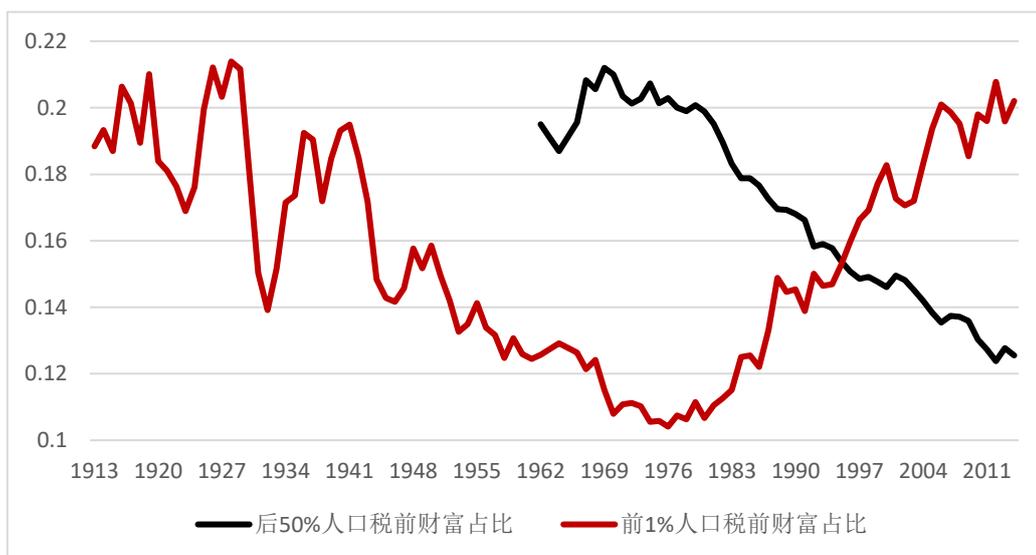
面对种种的不确定性，各大央行为了保护其资产负债表免于受到过于宽松的货币政策冲击，开始加快与美元脱钩，并通过增持黄金来分散化其投资组合，或是与非美央行进行货币互换降低美元持仓。市场对于美元逐渐失去信心，对全球央行货币政策失去信心，令黄金在 2019 年傲视全球主要国家货币。

站在 2019 年末，回顾过去的一年同时展望 2020，除了混乱与迷茫，我们也看到了秩序和希望，看到了全球贸易格局正在重塑，看到了全球主要央行对于极度扭曲的货币政策提出了抗议。统治精英开始应答和尝试解决，普通民众对于不公平所发出呼声。如何保护好自己组合成了每一个投资者需要严肃考虑的话题。

## 一、2019 年逆全球化持续发酵 全球经济结构重新调整

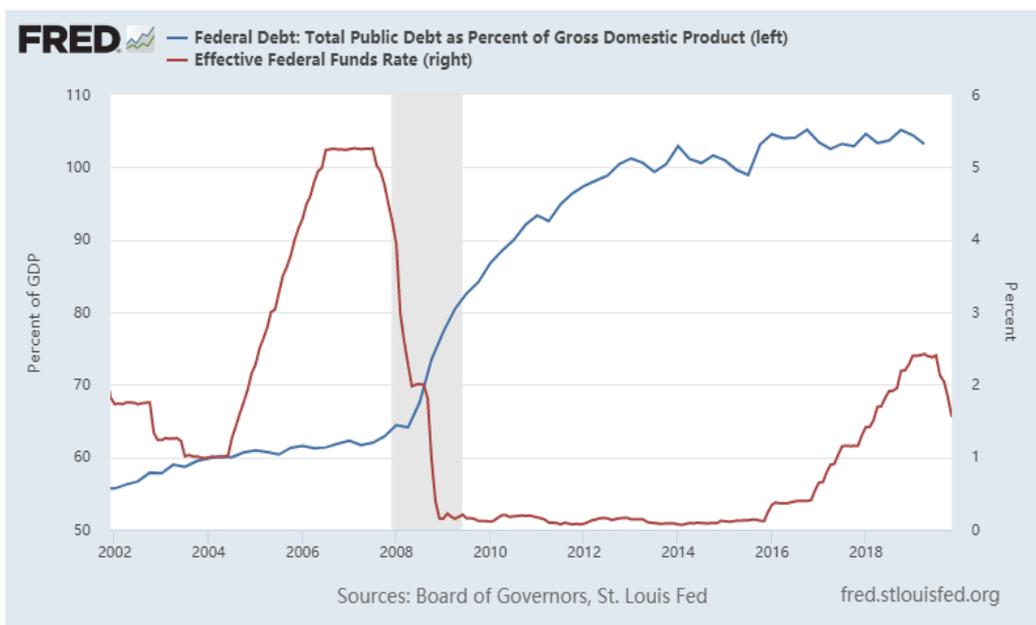
在过去几十年的全球化进程中，国与国之间的经济差距不断缩小，不同阶级之间的财富分配加剧扭曲，这成为近年全球民粹主义大回潮的背景。历史上这种民粹主义回归的情况也时有发生。从法国大革命，到 19 世纪的美国和俄国以及一战后的德国，可以认为民粹主义是全球经济周期发展过程中的必然产物。战后数十年，全球进入了一体化的高速发展。另一方面，财富在社会阶层之间不平衡的分配也在不断加剧。在不平衡的推进路径上，次贷危机期间美联储对于华尔街的救助行为，无疑对这种财富分配的极度扭曲起到了推波助澜的作用，并为当前的反全球化浪潮埋下了伏笔。2019 最终成为种种矛盾的集中爆发期。与此同时，民粹思潮的回归引发了全球经贸格局的巨变，而为了维护各国的经济水平所谓的现代货币理论开始甚嚣尘上，债务货币化也开始进行大规模的实践。从经济的角度来看，近年来不断出现的关于金本位制复辟的呼声也是民粹主义的一种表现。种种迹象表明，反全球化已经成为短期内不可逆转的趋势。

图一：美国财富分配：



数据来源：WID，中国工商银行贵金属业务部

图二：美国政府债务规模及联邦基金利率：



数据来源：圣路易斯联储

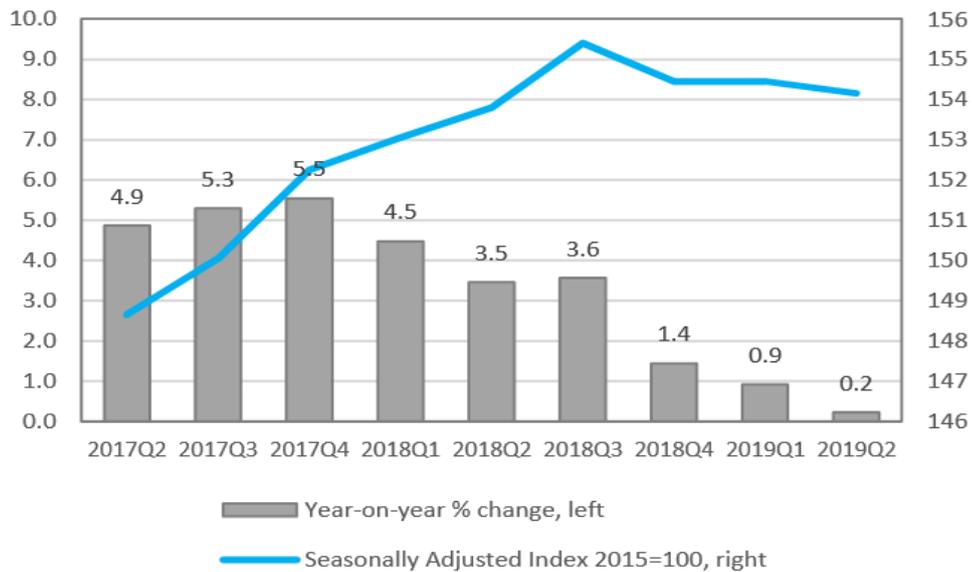
### 1、全球经贸环境发生转变

为了应对全球化和财富分配不均的冲击，消除外部的收入挤压，来达成内部的再平衡，2019 年全球贸易保护主义的兴起。于此同时，原先的全球三级化产业链格局正在被打破，以区域为单位的新型贸易结构正在形成。中美之间由于贸易摩擦对经济所产生的边际影响逐渐

消失，新周期的探底过程进入最漫长的阶段。

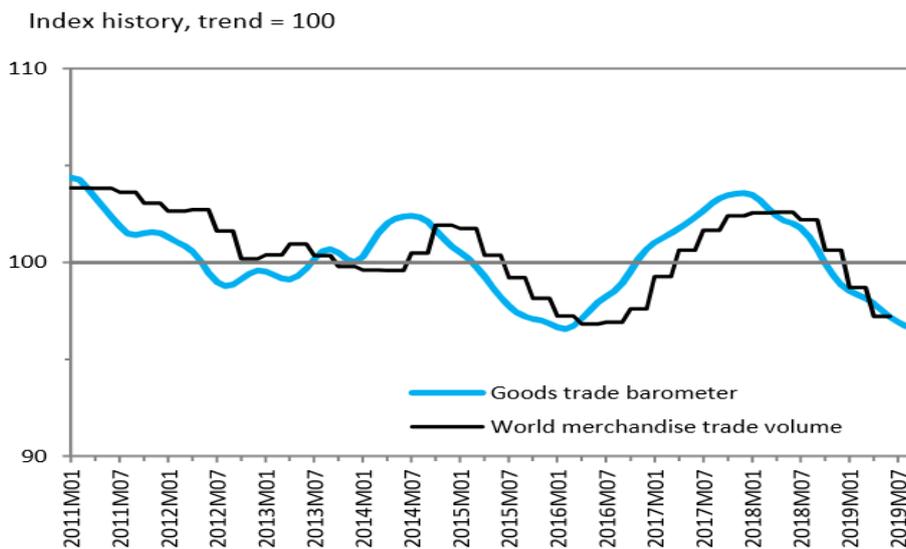
根据世界贸易组织最新的季度贸易指数显示，2019年二季度全球商品贸易同比增长0.2%，较去年同期的3.5%大幅萎缩。此外，该组织公布的同期贸易晴雨数值为96.6较此前的95.7略有改善，但仍低于该指数的基准值100，显示2019年四季度全球商品贸易继续疲软。从分项数据来看，部分成分指数趋于稳定，但另一些则继续呈下降趋势，反映出贸易紧张局势及关税上升对于全球贸易活动的影响仍在持续。

图三：全球商品贸易量



数据来源：WTO

图四：全球贸易晴雨指数：



数据来源：WTO

国际贸易活动的降温对全球制造业产生了严重的负面影响。根据摩根大通全球制造业指数和各主要经济体公布的采购经理人数据来看，自 2018 年 4 月美国单方面宣布对原产地来自中国的价值 500 亿美元的商品加征关税后，全球商品贸易量便开始急速下降。进入 2019 年，随着美国对外的关税政策逐渐加码，多个国家和地区的制造业开始逐步陷入萎缩。

尽管如此中国仍然保持了较为稳定的贸易总量。根据 2019 年前三季度的数据显示，今年前三季度我国外贸进出口总值 22.91 万亿元人民币，比去年同期增长 2.8%。其中，出口 12.48 万亿元，增长 5.2%；进口 10.43 万亿元，下降 0.1%；贸易顺差 2.05 万亿元，扩大 44.2%。中国与欧盟、东盟的贸易总值明显增加。贸易结构的变化，也促使全球多边贸易的格局加速重构。

具体来看，2019 年 11 月，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）取得突破性进展。该协定范围内的 16 个国家中的 15 个已经完成了文本谈判，同时市场准入谈判已经实质性结束，下一步各国将尽快完成一些遗留问题的谈判并计划于 2020 年内签署该协定。根据数据显示，2018 年我国对外总贸易额 4.6 万亿美元，RCEP 沿线国家的总贸易额就超过 1.3 万亿美元。

2018 年 10 月，美加墨三国通过了新版的贸易协定修订。根据数据显示，过去 5 年除中国外墨西哥和加拿大对美国的出口分别占到第二第三位，同时这两个国家也是美国商品出口最多的地区。此外中新自贸协定升级谈判完成，中日韩三国间的 RCEP+ 谈判进程加速，新加坡与欧盟签署的欧盟-新加坡自由贸易协定（EUSFTA）已获得欧盟理事会批准。

可以预见，伴随着各国在全球事务上的诉求更加多样化，多边主义加速抬头并成为解决当前全球一极格局的重要手段，但也对当前的全球治理格局产生新的要求。反馈到经济上，新的政治格局变化导致全球产业链重新布局，与之配套的全球贸易货币体系也将持续进化。美元的霸权地位继续受到挑战，不同地区的货币关系将会出现分化。市场不能再简单地通过以往的划分方式来定性一国货币的属性。与此同时，利益集团的干扰会持续对市场的演化产生阻碍，为了应对不断出现的变化和风险，非主权类避险资产以及承接中国初级制造加工的国家货币和相应的风险资产会继续受到市场追捧。

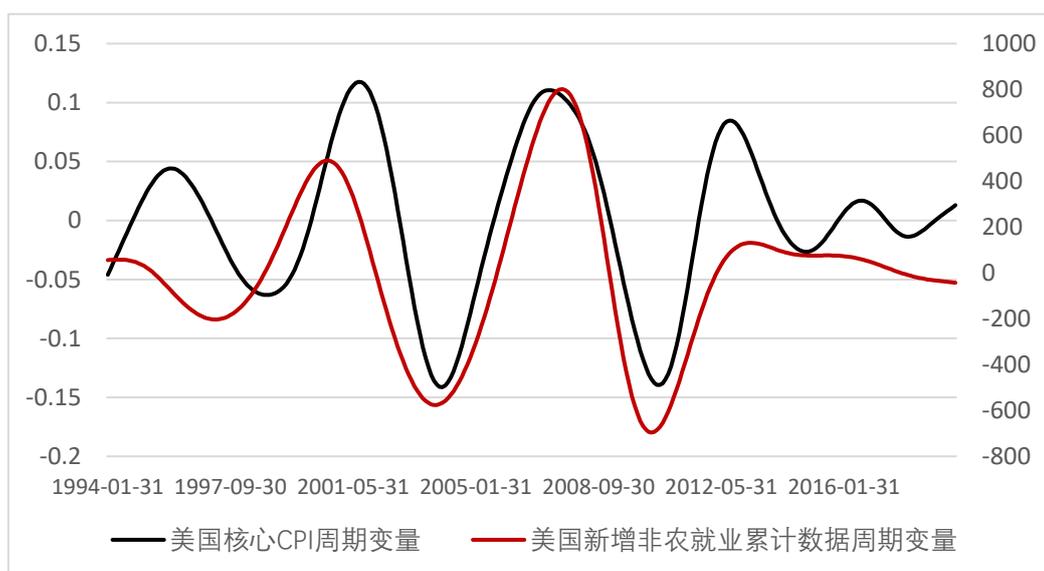
## 2、法币体系信心遭遇挑战

2018-2019 年期间，为了刺激经济持续扩张，美国总统特朗普当选后在财政政策上作出了一定努力，在其第一个任期内将主要精力放在了税收改革上。但从实际的效果来看，根

据美国预算办公室的数据显示，截止9月美国财政收入约为3.462万亿美元，同比增长约4%，其中包括对中国增收的708亿美元关税。此外财政支出为4.447万亿美元，同比增长了8%，最终美国预算赤字为9840亿美元，占GDP的4.6%。从GDP的表现来看，2019年前三个季度，美国的GDP同比增长分别为2.65%，2.28%和2.08%。财政赤字不断拉大，GDP逐次递减，拉弗曲线的积极效应似乎没有按特朗普的预计起到效果。同时，白宫激进的扩张性财政政策，不断挤压美联储的缩表空间，使得政府部门杠杆再次攀升，政府债务上限被屡屡突破。为了增加财政收入，对外美国白宫在周期末期采取“美国优先”的贸易保护主义，去试图争夺和再分配全球产业链上各个环节的经济份额，导致全球经济开始明显放缓。

从表面看，美国的经济扩张势头减弱，美联储不得不采取逆周期调控是本轮宽松的成因，背后更深层次的逻辑在于原先全球美国作为主要消费驱动国，通过债务扩张带动全球产业链的经济模式难以为继。原有的全球经济模式所导致的不断扭曲的财富分配，使得美国在内的发达国家货币当局根据通胀目标所锚定的货币政策失效。

图五：美国CPI和新增非农就业数据相关性钝化：



数据来源：WIND 资讯，中国工商银行贵金属业务部

以美国为例，根据亚特兰大联储主席伯斯提的研究显示，支撑美国90%的就业机会来自于中小型企业。不过，在经历了2008年的金融危机之后，中小企业宁愿通过其他方式来竞争获得劳工，而不是涨工资。这种情况下人员的工资成本上没有出现明显的修复，同时也导致不少的美国劳动者不得不身兼数职以贴补家用。这意味着劳动者的生产力与收入所得差距仍然被不断拉大，并阻断了货币政策向通胀有效传到的路径。在这种情况下，美联储的货币政策难免出现偏差。实际上，美联储以美国的经济情况作为货币政策的收放标准本无可厚非，但作为全

球的主要结算货币，美元的无序扩张向非美经济体外溢，却导致全球法币体系受到质疑。

由于非美国在 2019 年的经济表现也并不令人满意，特别是在美国对外激进的关税政策下，作为欧元区的经济引擎，德国的经济甚至在二季度出现了短暂的衰退，引发了市场对于欧洲央行继续维持大规模宽松的预期。这种冲击同样波及到了作为承接全球产业链生产环节的国家，新兴市场国家开始纷纷调整货币政策来绑定美联储的降息。受惠于通胀水平与劳动力市场的部分脱钩，债务货币化不断得到强化，全球央行的无下限降息引发负利率债规模创下历史记录。根据数据显示 2019 年 8 月底，全球负利率债券规模一度攀升至 17 万亿美元的历史记录，其中 90% 以上的品种是国债，另外有接近 6% 的品种是公司债。在发行负利率债的 19 个国家中，欧洲和日本发行的债务规模最多。负利率债务的大规模增长，也揭示了当前发达国家经济体不得不面对的一个现实，在面对长期的制度性结构性问题的情况下，货币政策已经陷入无效。各政府以低通胀为名，肆意超发货币的行为，令各大主要经济体深陷流动性陷阱，同时觉得财政赤字所，又可称旁氏债务面临崩溃的境地。对于投资者来说，当货币的名义收益都出现了负值，那么还有什么能够比具备对冲法币信用价值的黄金更值得追捧呢？

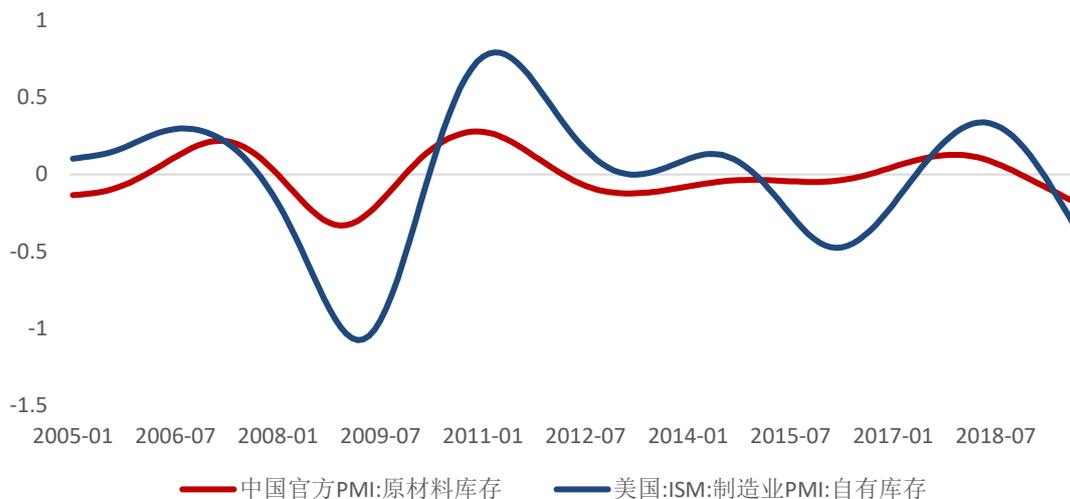
## 二、2020 年尾部风险概率加大 防御策略正当时

从长期的资产配置的角度来看，全球去石油去美元化的进程正在加速。牙买加货币体系的核心资产正在被投资者从其资产负债表上逐渐剥离。日元欧元人民币将有望持续获得追捧，为法币信用背书的黄金仍将受到追捧。风险资产会受到对应国家的经济周期影响而出现差异，但头部资产在总体资产荒的情况下，仍将获得市场青睐。在朝这些长期方向推进的过程中，我们认为 2020 年的各类资产机会并存，但不确定性所带来的风险更需注意提防。

### 1、2020 年的市场展望

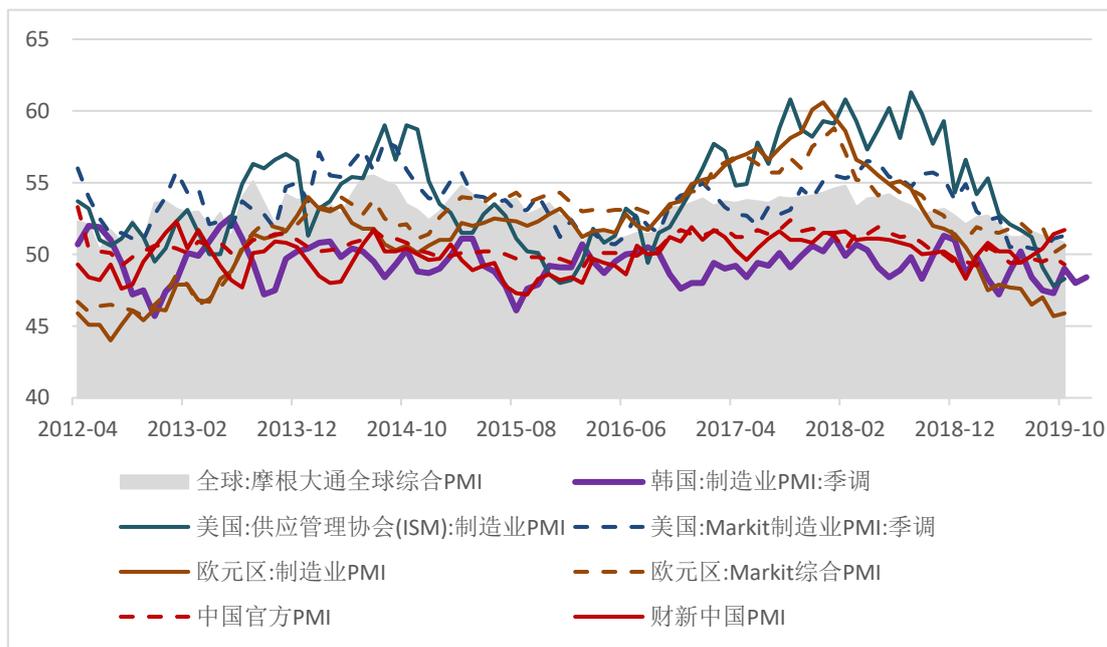
在过去的 2019 年我们看到了各种层面的冲突全面爆发，逆全球化也对很多国家和地区的经济造成了重创。在三级分工模式的瓦解的情况下，全球的政治经贸格局不断重塑，导致各国经济在 2019 年出现明显错位。美国仍然保持处于经济的扩张阶段，但欧洲等国国家的经济则不断退坡。中国经济在 2019 年一季度出现过短暂的反弹，随后再次回落，因为受到猪肉供给的影响，三四季度甚至出现了滞涨。贸易摩擦对于全产业的影响，使得企业家信心指数降到冰点，由于对于经济前景的不确定性导致企业不断削减库存。不过，从全球的范围来看，主要新兴市场国家的采购经理人指数已经有企稳的迹象。这可能是 2020 年最大的确定性。

图六：中美库存周期正在触底：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

图七：新兴市场 PMI 短暂企稳：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

从全球各国的经贸政策的角度来看，如果说 2019 是各国的外部政策进入对抗期，内部货币政策进入无力期，2020 年则会成为全球主要国家的财政政策持续发力期的起点。在这种情况下，叠加外部贸易环境可能出现边际上的改善，会使得资金更将偏向于风险资产。另一方面由于全球化的撕裂，货币体系的逐渐变革，会导致传统的避险资产包括黄金仍然有上行空

间，当然这是一个循序渐进的过程。

对于风险资产，在中国，受制于结构性供给侧改革，在宏观去杠杆的周期中，我们认为货币政策宽松幅度有限。货币当局仍然会专注于从宽货币向宽信用的政策发力上。在存量博弈的情况下，指数很难出现全面性的上涨，不同行业的分化将会愈发明显。在美国，为了获得政治筹码，我们认为特朗普政府的政策会以稳定票仓为主。因此中美贸易谈判会出现一个短期的利好，但由于贸易摩擦对于全球化所造成的不可逆影响，使得中美贸易缓和带来的利好较为有限。相对稳定的政策环境，美国会因为较低的利率水平加上美国仍然处于扩张末期，美股依然存在成长空间。

对于避险资产，各国对于美元的持续不信任，是支撑黄金的主要因素。各大央行去美元的坚定态度，意味着黄金仍有走高的空间。当然这种货币间的脱钩是逐级发生的，以美元计价的黄金仍然需要考虑到美国的货币政策。此外，全球贸易风向在美国的大选年可能出现缓和，非美经济体的可能出现喘息的机会。在明年资产轮动的短暂间歇，是积极配置避险资产的最佳时机。尽管避险资产的爆发逻辑还需要时间来发酵，但趋势已经开始形成，积极做好防御性应对永远不会过时。

我们对于避险资产特别是黄金充满信心，主要是因为是在财富分配的失衡所引发的全球政治和经贸格局的变革仍然在持续，这意味着各种不确定性将会加大。特别是当全球货币体系不得不做出改变的情况下，去美元化会成为各方博弈的焦点。对于美国来说维护美元霸权是其核心利益，这就意味着去美元化的过程中会充满着矛盾与冲突。另外，由于政治局势的改变，民粹主义的全面回归，会在一定程度上引发巨大的系统性风险包括政治对抗风险和经济衰退风险，这还将导致法币体系面临信用风险。

因此即便在大选年我们会看到一些风险偏好的回暖，政治对抗上产生的不确定性，将会令市场很难对某单一资产特别是风险资产产生长久的一致性预期，投资者应且行且珍惜。同时，配置避险资产黄金会成为在充满政治经济不确定性的环境中，对抗货币信用缺失的最重要的保值手段。

## 2、美国经济结构面临转变 美联储货币政策承受压力

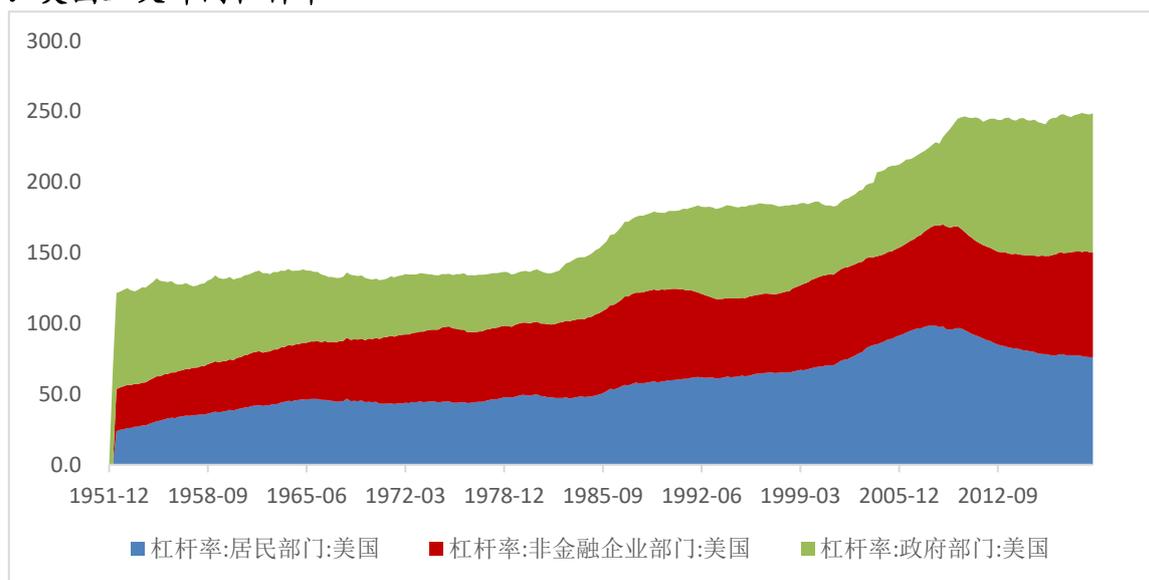
2020年我们认为美国经济在下半年来遭遇风险的压力不断加大。从明年的上半年来看，我们认为“再通胀”的逻辑将会贯穿全市场，我们也相信特朗普政府会设法出台平稳的政策来继续支撑经济。不过，随着上半年全球风险偏好的回升，下半年美联储的货币政策走向会再次成为市场的核心关注重点。在市场风险偏好有所走强的情况下，我们的问题是明年下半年

“再通胀”的逻辑是否能够持续。特别是依靠中美贸易修复的经济环境是否还能有更多令人期待的地方，与此同时重新被修复的全球产业链，是否能回到从前？我们认为，如果说逆全球化已经开启，那么答案显然是否定的。我们在第一部分已经做出阐述。

事实上对于美国经济来说，最大的风险来源于依附于美元结算地位的经济结构面临挑战，持续的债务扩张，导致货币政策低效化。美联储的困境在于人口红利向下的环境下，在缺乏带动全要素生产率的革新性因素的情况下，货币政策无法回答平抑财富分配不均衡这个资本主义体制性缺陷所带来的问题。

如果说 2019 年美国的经济仍然处在温和但已经有所放缓的扩张阶段的话，我们站在 2020 年往后看，美国经济增长的动力十分有限。从美国三大部门杠杆率来看，家庭部门杠杆率虽较 2008 年有所降低，但受制于财富分配不均衡的现状，家庭部门杠杆需要通过转移支付来进行保障。非金融企业的杠杆率则需要依靠家庭部门来带动，不过考虑到贸易摩擦有缓解的倾向，企业杠杆率会有所回升，但总体扩张规模有限。这样对于美国来说财政加杠杆，即扩大财政赤字成为了仅剩的选项。这会迫使美联储加大购债。

图八：美国三大部门杠杆率



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

图九：从历史角度来看美联储降息空间有限：

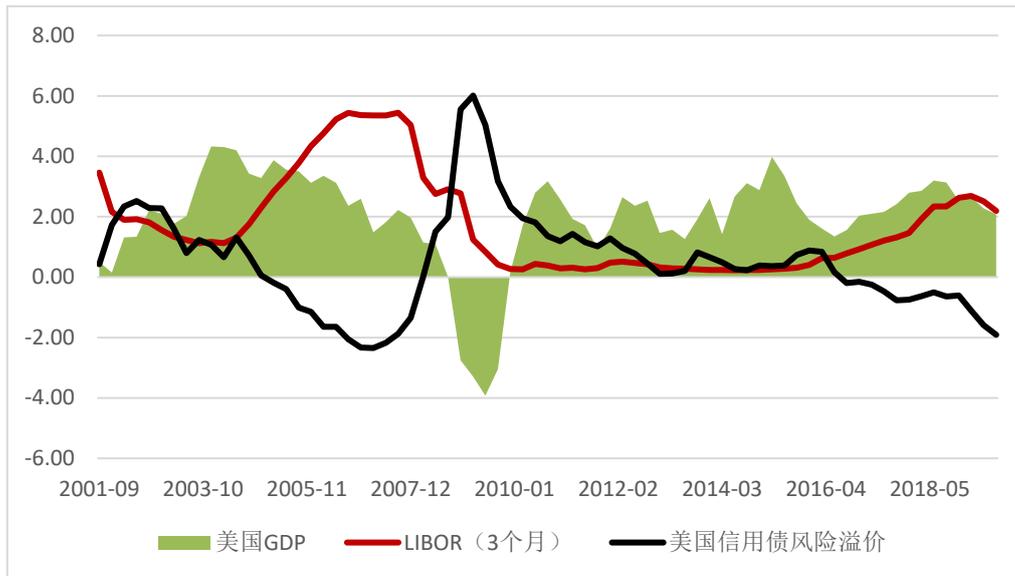


数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

2019 年美联储进行了防御式的降息。由于美联储此前一轮的加息周期仅将利率提升至 2.5% 的水平，目前在 1.75%，同时美联储又多次表态不愿意采取负利率，意味着美联储可以动用的货币政策空间极为有限。美联储需要维持至少 25 个 BP 的空间来保护其名义利率不触及 0，意味着美联储只有 6 次的降息机会。如果美联储能够幸运地在明年 6 月份加息一次，这样也仅有 25 个基点一次，共 7 次的降息机会，但在过去的两次降息周期里美联储的降息空间在 500 个 BP 上下。这美联储在面对经济衰退的时候选择有限。

有限的降息空间意味以及财政赤字继续扩大如果是美国维持经济扩展的重要手段。这将会导致美联储陷入一个尴尬的局面，一方面高额的债务规模导致美联储今后的升息会更加困难。另一方面，降息又将使得美元的货币政策日元化，美国的债务货币化，并最终引发货币政策无效化和市场对于美元的信心缺失。

图十： 极限扩张下的美国 GDP 逐步放缓：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

美国是否能够在现行的模式下改善其债务规模呢。除了限制财政赤字外来节流外，美国只有通过提高总产出，来偿还债务敞口。这意味着美国的潜在产出要有所提高，劳动力市场的参与率要继续提升，同时需要更高的工资来吸引劳动力。总产出的提高需要有总需求来配合，意味着社会财富分配的下沉，包括提升工会的议价能力，减免学生贷款，扩大医疗支出等。这些都是近几年美国民粹主义者所关注的焦点。这需要美国政府通过高额的富人税来形成财富的转移，而显然在大选年这些政治考虑都不会得到精英阶层的欢迎。继续通过石油美元向外输出美元，利用美债来吸引资金回流将债务重新分配给新兴市场国家也是一种手段。如前文所述，反全球化已经阻断了这种路径。

我们看到对于美联储来说前面的路越来越窄。从某种角度来说，我们认为美联储在货币政策方面犯错的概率在加大。从历史上来看美联储也经常犯错，最近的08年金融危机或多或少与美联储的货币政策节奏把握不利有关。对于美联储来说，一方面他们很难改变目前货币政策制订的框架，没有更多的量化的手段来解决政策框架上的缺失。另一方面，如果按照现有的框架继续执行其货币政策，意味着美联储“犯错”的概率将会加大。加上美国当前经济扩张空间愈发狭小，我们认为配置避险资产，用防御性姿态来抵抗任何时间都有可能到来的资产冲击是每一个投资者必须采取的措施。

### 三、总结：

在全球政治经贸格局出现重大转变的当下，如何从不确定性当中寻找确定性将会成为每一个投资者需要回答的问题。在本轮美元周期即将进入下行阶段的当下，全球央行如何摆脱负利率陷阱和各国政府如何通过内部的支付转移来弥合财富分配问题都是亟待解决的问题。新的贸易格局如何重塑全球产业链，多极化的货币体系下货币之间的逻辑关系的重构，这些因素都将成为引导今后数年全球资产定价的核心要素，同时也是广泛存在且可以预见的不确定性。

从经济环境来看，全球积极的因素包括，区域性贸易集团正在形成，各国对内外的经济结构正在重塑。负面的情况则主要存在于政治周期及民粹主义爆发对于经济的影响。明年资本市场环境十分混沌。短期来看明年上半年全球经济有再通胀的预期。可是短期的反弹并不代表着经济的全面复苏。为了更好的转移国家内部的矛盾，国与国之间的地缘政治冲突仍会不断加剧，以邻为壑的外交政策仍然是部分发达国家的政策首选。中美贸易摩擦缓解与否，更多地可能决定于美国政客对于选票的需求，但中美的贸易摩擦所带来的负面影响已经造成。同时这些可见的矛盾与冲突都将成为中期经济发展过程中的约束条件。

美国经济逐步步入衰退。重启债务宽松成为美联储不多的政策手段，但这无异于饮鸩止渴。美元的下降周期将会伴随着现代货币体系的去美元化而徐徐展开。这不是因为全球经济拐点的到来，引发风险资金去追逐风险货币而抛弃避险美元，而是新的贸易结构下，美国经济衰退期内全球对于美元需求的减少以及全球央行对于自身资产负债表的保护，都不再支持过强的美元。同时，新的货币体系必须尝试对帮助美元成为霸权货币的布雷顿森林体系时期所留存下来的美元的特里芬难题进行解答。

我们可以看到近期包括美联储和欧洲央行官员关于货币政策的观点与市场已经出现了分歧。货币当局对于无下限的利率政策已经感到疲倦，并希望本国政府更多地通过税收和支付本书名《行动的勇气》，也许发达国家政府在对外关系及对内财政政策上的的确需要更多行动的勇气。

对于投资者来说，投资策略中还应当加大避险品种的配置，以守正出奇的思路对抗未来更多不确定性。特别是当面对可能出现的美国经济衰退，以及美元周期的逆转。在拐点来临时，防御也许是最好的进攻。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。