



静水流深 峰回路转

——2019年中期宏观经济与资本市场展望

■**山雨欲来，近喜远忧。**贸易下滑拖累经济成为全球性问题。2018年至今贸易摩擦的升级导致全球经济增速下滑。展望2019年下半年和2020年，衰退式顺差难以持续。下一阶段净出口对GDP增速的拉动将大概率下滑。可喜的是，从中国输美产品分类细项情况看，短期内中国产品在美国市场竞争力仍具韧性。值得忧虑的是，中国产品在美国市场份额下滑可能是持续、长期的过程。考虑到2000亿美元清单的税率上升还未体现在1-4月的数据当中，下一步的影响可能更加严重，值得高度关注。

■**静水流深，或跃在渊。**百年变局之第一年，中国经济砥砺前行：新兴产业态势良好，国企改革如火如荼，经济下行风险可控。基准情形下，预计2019年中国GDP增长6.3%。百年变局的冲击将会在明年凸显，稳增长压力较大，但仍有支撑因素：房地产尚有空间，消费稳固向好。当前杠杆空间已十分有限，因此政策需前后平衡：一方面，需要为明年预留空间，下半年不宜大幅发力；另一方面，需求侧管理不会重走老路，供给侧改革继续深入才能使经济“坐看云起”。

■**松紧有度，峰回路转。**平衡“稳增长与调结构”依然是宏观政策的主要目标。财政政策将继续发力、托底经济。预计下半年财政可盘活资金3500亿元，专项债可撬动基建投资8000亿元。货币政策灵活适度、相机抉择，在保持信用稳定的基础上，持续优化金融供给结构，通过利率并轨等方式，降低企业融资成本。基准情形下，预计全年M2和社融增速分别为8.8%和11%。供给侧结构性改革深入推进、破立结合，继续稳定宏观杠杆率，夯实新动能等补短板领域，强化金融供给效率。

■**风浪暂歇，重归微澜。**权益市场，多空因素交织，短期内或经历宽幅震荡的过程。中长期来看，A股市场韧性仍在，股市可以看的更积极。固收市场，债券利率仍有下行空间，10年期国债收益率中枢将下行至2.9%-3.3%，建议逢收益率高点配置；信用利差稳中有忧，结构性分化加剧，暂不建议过度下沉评级。海外市场，美元可能以震荡下行为主，人民币汇率弹性显著提升。

	GDP	固定资产投资	社会消费品零售	社融	财政实际赤字率	十年期国债	汇率(USDCNY)
2019H2	6.3	6.2	7.8	11.0	4.5	2.9-3.3	6.75
2020	6.1	5.5	7.8	11.2	5.0	3.1	6.60

资料来源：WIND，招商银行研究院

谭海鸣
研究院副总经理

刘东亮
资本市场研究所主管

谭卓
经济研究所主管

韩剑
博士后研究员

步泽晨
宏观研究员

陈得文
宏观研究员

王炳
宏观研究员

柏禹含
资本市场研究员

朱肖炜
资本市场研究员

感谢招银国际成亚曼博士对本文的贡献。

相关研究报告：

《乱云飞渡仍从容-2019年宏观经济与资本市场展望》

《贸易和金融周期中的中国经济-2018年中期策略报告》

目录

一、多事之秋：全球经济同步放缓	1
（一）同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景	1
（二）美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温	2
（三）欧洲经济：增长引擎失效，政经风险增多	3
（四）全球央行转向宽松	4
（五）地缘政治风险加大	5
二、山雨欲来：贸易摩擦的短期和长期冲击	5
（一）贸易摩擦对中国经济的压力开始显现	5
（二）产业链细项分析中的喜与忧	6
（三）未来仍可期待	8
三、静水流深：中国宏观经济的压力和韧性	8
（一）百年变局之下，L形存在压力	8
（二）内外交困之间，经济静水流深	9
1. 新动能涓涓长流	9
2. 老国企改头换面	10
3. 下半年风险可控	11
（三）需求管理适度，政策节奏平衡	15
1. 政策空间已十分有限	16
2. 政策摆布重要性彰显	17
四、峰回路转：宏观政策“稳增长、调结构”	18
（一）财政政策需更加积极，开源节流蓄势待发	18
1. 财政政策加速发力，财政收支缺口扩大	18
2. 下半年财政发力的两个措施：专项债助力基建与盘活存量资金	21
（二）货币政策灵活适度，降低融资成本迫在眉睫	22
（三）供给侧结构性改革焕发活力	25
1. 继续深化改革应对变局	25
2. 继续深化国企改革	25
3. 推动高水平对外开放	25
4. 加快金融供给侧结构性改革	25
（四）2020年宏观政策展望	26
1. 财政政策提质增效	26
2. 货币政策灵活适度	26
3. 加大国企分红上缴公共财政的力度	26
五、风浪暂歇，重归微澜：资本市场的新机会	28
（一）股票市场展望	28
1. 工业企业利润与A股利润增速发生背离	28
2. 股市制度持续完善带来政策红利	31
3. 关注美股对A股市场的扰动	32



(二) 债券市场展望.....	33
1.无风险利率仍有下行空间，触底后或有修复.....	33
2.信用利差稳中有忧，结构分化加剧.....	35
3.金融风险“揭盖子”，“防风险”任重道远.....	36
(三) 海外市场.....	37
1.降息前景打压美元.....	38
2.人民币汇率弹性显著提升.....	38
3.贵金属中期看涨.....	39

图目录

图 1: 全球 PMI 显著回落	2
图 2: 亚洲部分出口导向型经济体面临巨大挑战	2
图 3: 美国非农就业人数不及预期	3
图 4: 美国制造业 PMI 指数持续下滑	3
图 5: 美国一季度 GDP 主要靠净出口拉动	3
图 6: 美国国债收益率曲线进一步倒挂	3
图 7: 欧元区整体经济短暂企稳, 制造业加速下滑	4
图 8: 德国新订单持续萎缩	4
图 9: 贸易摩擦负面影响快速上升	6
图 10: 中国输美产品份额下降	6
图 11: 衰退式顺差难以持续	6
图 12: 净出口对 GDP 的拉动具有跷跷板效应	6
图 13: 2000 亿清单中国产品难以替代	7
图 14: 中国主要输美产品仍具有一定独特性	7
图 15: 征税清单中各国产品在美市场份额变化	7
图 16: 中国输美产品市场份额持续下滑	7
图 17: 500 亿美元征税清单中消费品占比较低	8
图 18: 2000 亿美元征税清单中消费品占比提升	8
图 19: 经济增速长期被“熨平”后有下探风险	9
图 20: 高新技术产业增加值增速较好	10
图 21: 战略新兴行业景气度较高	10
图 22: 房企拿地谨慎导致土地成交大幅下滑	13
图 23: 建安设备费对固定资本形成构成支撑	13
图 24: 本轮房地产小周期历时较长	13
图 25: 居民部门杠杆率的国际比较	13
图 26: 基建投资增速平稳增长	14
图 27: 专项债发行节奏加快	14
图 28: 民间投资意愿较低拖累制造业投资增长	14
图 29: 企业实际融资成本上升	14
图 30: 居民收入增速下行导致社消增速下滑	15
图 31: 贸易摩擦升级拖累就业	15
图 32: 房地产周期与地产类消费高度相关	15
图 33: 房地产周期影响汽车类消费	15
图 34: 政策托底使得杠杆率提升	16



图 35: 中国宏观杠杆率相对较高	16
图 36: 上半年核心 CPI 同比下行	17
图 37: 下半年 PPI 同比处于下行趋势	17
图 38: 赤字率水平小幅提高	19
图 39: 减税降费规模创历史新高	19
图 40: 公共预算与政府性基金预算增速维持低位	19
图 41: 中等口径财政收入增速下滑明显	19
图 42: 一般公共预算支出恐后劲不足	20
图 43: 政府性基金预算支出前置发力特征明显	20
图 44: 国有土地出让收入占地方财政的比重下滑明显	20
图 45: 国有土地出让收入增速大幅下滑	20
图 46: 地方专项债发行平稳推进	21
图 47: 1-5 月基建类专项债发行占比约三成	21
图 48: 中央预算稳定调节基金尚有近千亿元可动用	22
图 49: 中央与地方预备费金额约 1500 亿元	22
图 50: M2 和社融增速企稳回升	23
图 51: 社融结构持续优化调整	23
图 52: 存款准备金率持续下调	23
图 53: 上市银行资本充足率稳步提升	23
图 54: 央行银行家调查的贷款需求指数明显回落	24
图 55: 企业实际融资成本有所提高	24
图 56: M2 增速预测 (基准情形)	24
图 57: 社融增速预测 (基准情形)	24
图 58: 国企分红上缴公共财政的比例总体较低	27
图 59: 我国国企向财政分红与其他经济体有较大差距	27
图 60: 2019 年 Q1 工业企业与 A 股利润增速背离	29
图 61: 全 A 各行业净利润占比	29
图 62: 金融、工业、信息技术利润贡献度较高	29
图 63: A 股工业与规模以上工业企业对比	30
图 64: 国有工业上市公司表现强劲	30
图 65: 规上国有工业企业营收增速为近两年低位	31
图 66: 规上国有工业企业管理、财务费用激增	31
图 67: PPI 下半年预计将震荡回升	31
图 68: A 股与规上工业企业盈利的背离将收敛	31
图 69: 沪市各投资者持股市值变化	32
图 70: A 股追涨杀跌现象较为显著	32



图 71: 美股的波动对 A 股扰动较为显著	33
图 72: 美债收益率曲线倒挂与标普 500	33
图 73: 2019 年 H1 十年国债、国开债表现	34
图 74: 2019H1 信用债表现好于利率债	34
图 75: 利率定价模型预测的 2019 年无风险利率均衡水平	35
图 76: 包商银行事件后, 央行多渠道稳定流动性	37
图 77: AAA 以下银行同业存单发行冲击明显	37
图 78: 美元利率优势受到削弱	38
图 79: 美元指数	38
图 80: 人民币汇率与美元指数	39
图 81: 黄金价格与美元实际利率	40

表目录

表 1: 今年以来国企改革如火如荼开展	11
表 2: 宏观经济预测表	12

一、多事之秋：全球经济同步放缓

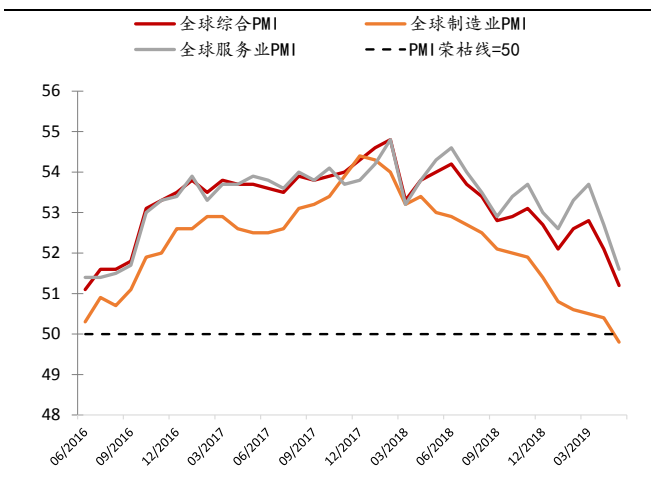
（一）同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景

在 2018 年下半年全球经济景气度迅速下滑之后，市场在动荡中进入 2019 年。今年一季度，美国、中国、欧元区、英国等主要经济体一扫阴霾，均出现了不同程度的回暖。然而年初的短暂复苏的基础并不稳固，当时对贸易谈判的乐观预期叠加短期因素推高 GDP 增速，却无法掩盖增长的结构隐忧，拖累全球经济的风险也并未消除，经济政策的不确定性维持在高位。6 月初中美贸易纠纷再度升级，加之此前的短期季节因素褪去，导致全球经济于二季度再次快速下滑，至 5 月全球综合 PMI 指数骤跌至 51.2，服务业 PMI 指数降至 51.6，而制造业 PMI 指数更跌破荣枯线至 49.4。

受到贸易紧张局势和经济周期下行的双重拖累，上半年全球贸易增速持续处于负值区间，并正以十年来最快速度下降。G20 国家出台的贸易限制措施在上半年达到历史高位，各国政府新颁布的关税提升、进口禁令等贸易限制措施所涉及的贸易规模迅速扩大，将在下半年进一步影响企业的贸易需求和长期投资计划，冲击全球产业链，对韩国、香港等亚洲出口导向型经济体影响更为直接。因此，尽管中美贸易谈判的重启释放积极信号，但考虑到贸易政策不确定性仍处于高位、电子产品等货物门类的全球需求收缩，预计下半年全球贸易的前景都不容乐观，全球出口订单显著下滑，制造业和运输业等产业首当其冲，航空运输业、特别是货运业务显著受损。全球制造业持续低迷，其引发的失业已是许多国家面临的共同问题。

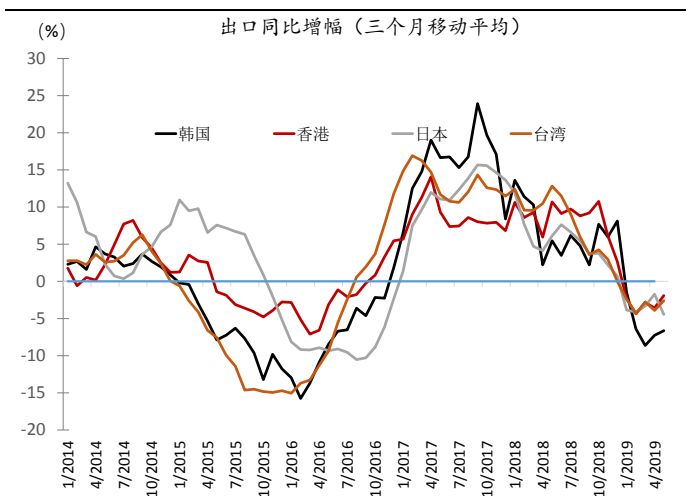
总体来看，在贸易紧张局势催化下，全球经济同步放缓的趋势已提早确认。中美两国元首在 G20 会面之后决定重启谈判，避免了贸易摩擦迅速升级的最差情况，而贸易纠纷对于全球经济的实际影响还取决于此后的谈判进展。预计 2019 年下半年，全球范围内普遍的增长放缓和低通胀并存现象将持续，驱使全球央行货币政策进一步转向宽松，有望抑制经济过快下滑。尽管如此，全球贸易、商业投资和制造业仍将持续承压，拖累全球 GDP 增速由 2018 年的 3.6% 放缓至 2019 年的 3.1% 左右。

图 1：全球 PMI 显著回落



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：亚洲部分出口导向型经济体面临巨大挑战



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

（二）美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温

当前，美国本轮的经济扩张恰满十年，虽然美国经济仍维持相对温和的增长，但动力已经明显减弱，经济数据喜忧参半。今年 1 季度美国实际 GDP 增长率高达 3.1%，但主要是靠波动较大的存货和净出口推高，增长势头难以持续。生产活动疲态尽显，制造业 PMI 指数从去年 10 月的 55.8 迅速下降至 5 月的 50.5。就业总体上仍然强劲，失业率处于半世纪以来最低，但从趋势上看已然开始逐步降温，平均每月新增非农就业人数已从 2018 年的 22.3 万人下降到 2019 年上半年的 15.1 万人，初请失业金人数亦有上升。消费者信心也有所下降，显示消费者对经济前景的乐观情绪出现动摇。

随着特朗普税改和财政刺激政策效果的减退，美国经济增速将在 2019 年下半年进一步放缓，逐步趋向其 2% 左右的平均增速区间。若全球贸易局势维持现状，预计 2019 年全年美国实际 GDP 将增长约 2.2%。

另一方面，对于美国经济衰退的忧虑随着美国国债收益率曲线的倒挂与日俱增。10 年期美国国债收益率在 2019 年上半年持续走低，从年初的 2.7% 左右降至 6 月底的 2.0% 左右，3 月期和 10 年期美债收益率持续倒挂。由于美债收益

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_11604

