

静水流深 峰回路转

2019 年中期宏观经济与资本市场展

- 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“坐着云起”。
- 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

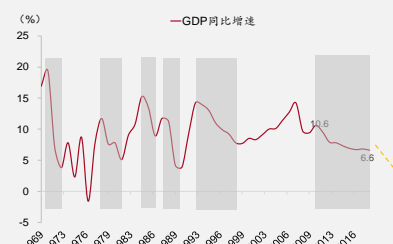
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

谭卓, 博士
(86) 755 8316 7787
zhuotan@cmbchina.com

成亚曼, 博士
(852) 3900 0868
angelacheng@cmbi.com.hk

朱肖炜
(86) 0755-83169193
alphonsezhu@cmbchina.com

中国实际 GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

相关报告

- 乍暖还寒——2019年5月中国宏观经济月报（5月21日）
- 经济开局平稳，政策相机抉择——2019年4月宏观经济月报（4月23日）
- 经济开局暂稳，财政积极发力——3月中国宏观经济月报（3月22日）
- 2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现——1 月宏观经济月报（1 月 28 日）

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

一、多事之秋：全球经济同步放缓	4
(一) 同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景	4
(二) 美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温	5
(三) 欧洲经济：增长引擎失效，政经风险增多	6
(四) 全球央行转向宽松	7
(五) 地缘政治风险加大	7
二、山雨欲来：贸易摩擦的短期和长期冲击	8
(一) 贸易摩擦对中国经济的压力开始显现	8
(二) 产业链细项分析中的喜与忧	9
(三) 未来仍可期待	10
三、静水流深：中国宏观经济的压力和韧性	12
(一) 百年变局之下，L形存在压力	12
(二) 内外交困之间，经济静水流深	13
1. 新动能涓涓长流	13
2. 老国企改头换面	13
3. 下半年风险可控	14
(1) 房地产小扣柴扉	16
(2) 基建投资有望接下半年	17
(3) 制造业投资进入弱周期	18
(4) 消费长期稳固向好	18
(三) 需求管理适度，政策节奏平衡	19
1. 政策空间已十分有限	19
2. 政策摆布重要性彰显	20
四、峰回路转：宏观政策“稳增长、调结构”	22
(一) 财政政策需更加积极，开源节流蓄势待发	22
1. 财政政策加速发力，财政收支缺口扩大	22
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	24
(1) 专项债“新政”有望进一步撬动基建投资	24
(2) 盘活财政存量资金	25
(二) 货币政策灵活适度，降低融资成本迫在眉睫	26
(三) 供给侧结构性改革焕发活力	28
1. 继续深化改革应对变局	28
2. 继续深化国企改革	28
3. 推动高水平对外开放	28

4.加快金融供给侧结构性改革.....	29
(四) 2020年宏观政策展望.....	29
1.财政政策提质增效.....	29
2.货币政策灵活适度.....	29
3.加大国企分红上缴公共财政的力度.....	30
五、风浪暂歇，重归微澜：资本市场的新机会.....	31
(一) 股票市场展望.....	31
1.工业企业利润与A股利润增速发生背离.....	31
2.股市制度持续完善带来政策红利.....	34
3.关注美股对A股市场的扰动.....	35
(二) 债券市场展望.....	36
1.无风险利率仍有下行空间，触底后或有修复.....	36
2.信用利差稳中有忧，结构分化加剧.....	37
(1) 基本面走弱挑战整体违约风险，盈利差异继续导致结构分化.....	37
(2) 银行体系刚兑信仰打破，对整体信用利差影响趋稳，但会加剧结构分化.....	38
3.金融风险“揭盖子”，“防风险”任重道远.....	38
(三) 海外市场.....	40
1.降息前景打压美元.....	40
2.人民币汇率弹性显著提升.....	40
3.贵金属中期看涨.....	41

一、多事之秋：全球经济同步放缓

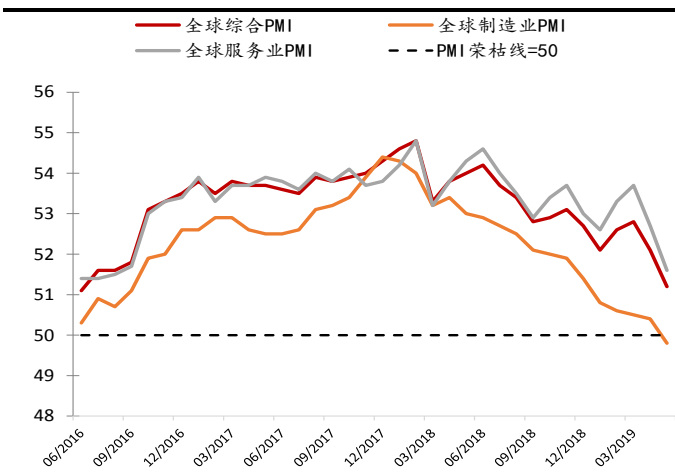
(一) 同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景

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。

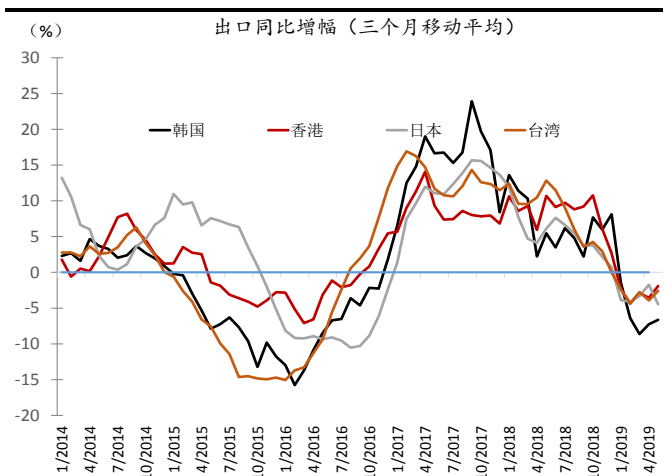
总体来看，在贸易紧张局势催化下，全球经济同步放缓的趋势已提早确认。中美两国元首在G20会面之后决定重启谈判，避免了贸易摩擦迅速升级的最差情况，而贸易纠纷对于全球经济的实际影响还取决于此后的谈判进展。预计2019年下半年，全球范围内普遍的增长放缓和低通胀并存现象将持续，驱使全球央行货币政策进一步转向宽松，有望抑制经济过快下滑。尽管如此，全球贸易、商业投资和制造业仍将持续承压，拖累全球GDP增速由2018年的3.6%放缓至2019年的3.1%左右。

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

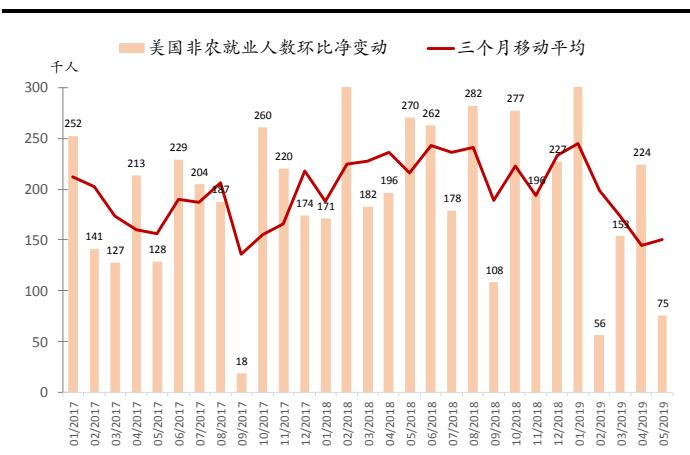
(二) 美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温

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%。

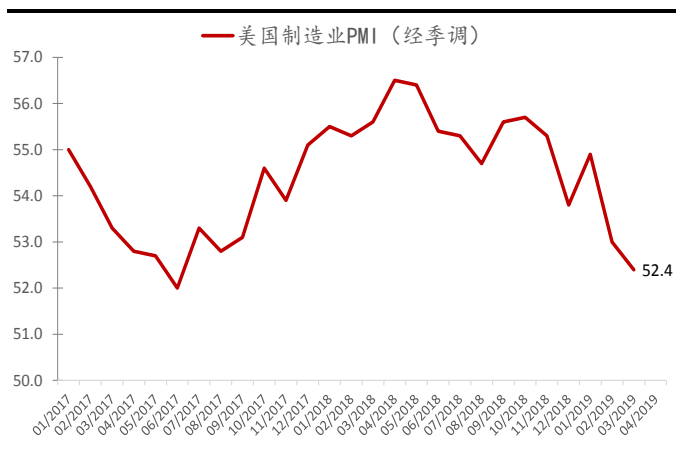
另一方面，对于美国经济衰退的忧虑随着美国国债收益率曲线的倒挂与日俱增。10年期美国国债收益率在2019年上半年持续走低，从年初的2.7%左右降至6月底的2.0%左右，3月期和10年期美债收益率持续倒挂。由于美债收益率曲线的全面和持续倒挂对于美国经济的衰退有较强的预测能力，纽约联储对于未来12个月的衰退概率预测已达30%，而历史上达到该预测值后半年至一年美国经济往往就会进入衰退。介于美国经济内生动力趋弱、再叠加全球经济下行的共振作用，美国经济在明年出现技术性衰退的概率在不断升高。当然，由于美国居民杠杆率处于合理区间，金融系统的稳定性也高于从前，爆发全面危机的可能性仍然很低。仅就今年下半年而言，美国经济进入衰退的几率很小，更大的风险在于地缘政治和贸易政策。

图3: 美国非农就业人数不及预期



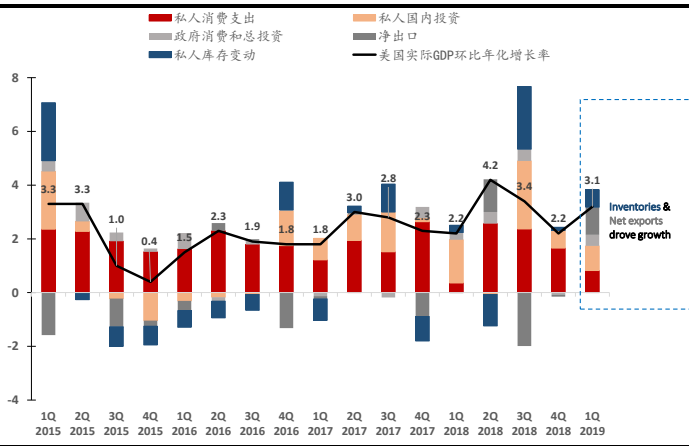
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图4: 美国制造业PMI指数持续下滑



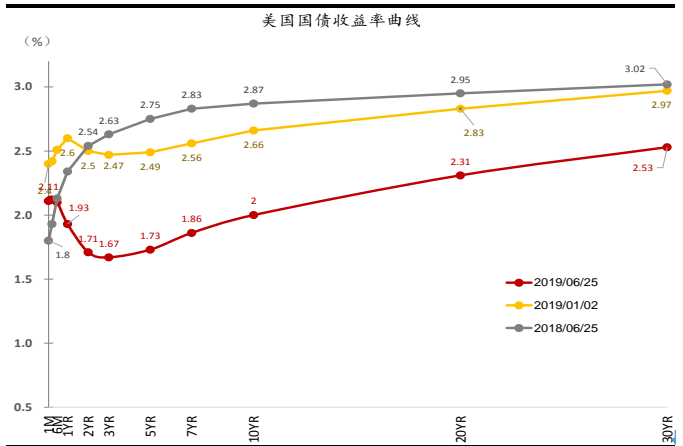
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 5: 美国一季度 GDP 主要靠净出口拉动



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 美国国债收益率曲线进一步倒挂

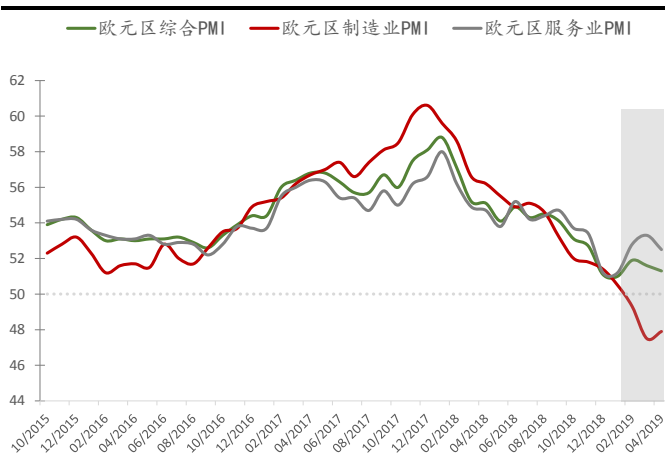


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

（三）欧洲经济：增长引擎失效，政经风险增多

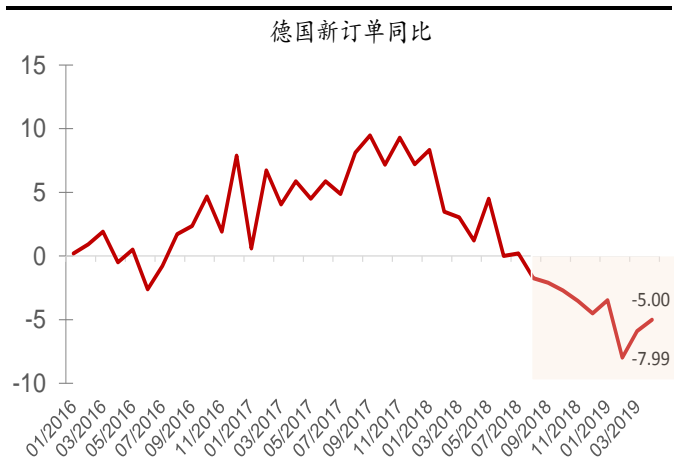
欧元区经济在上半年逐步企稳，得益于德国经济小幅回暖以及意大利暂避技术性衰退。作为欧元区最大经济体和增长引擎，德国经济在去年第三季度萎缩 0.2%，第四季度环比增长为零，已徘徊在衰退边缘，今年一季度经济增速反弹至 0.4%。但前瞻地看，由于出口占德国经济的比重超过四成，全球贸易争端和外需下降将给德国的出口和投资活动带来巨大压力，预计下半年德国经济增长将显著放缓。意大利经济在去年第三和第四季度持续萎缩，成为 2013 年以来首个出现衰退的欧元区国家，今年一季度 GDP 环比增长 0.2%，暂时结束此前的技术性衰退，但近期意大利又深陷与欧盟关于财政赤字超标的“拉锯战”当中，经济和政治风险都在迅速上升。再加上英国“硬脱欧”的风险上升，经济信心已受拖累降至三年低点，欧洲经济将在 2019 年下半年面临更大挑战。

图 7: 欧元区整体经济短暂企稳，制造业加速下滑



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 8: 德国新订单持续萎缩



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

（四）全球央行转向宽松

今年上半年全球央行的政策方向出现了显著的变化，包括新西兰、澳大利亚、印度等数十个国家的央行率先降息，全球货币政策指数已从年初的+5.72（紧缩）迅速转为-6.68（宽松）。这种迅速转向的背后是各国央行对于经济放缓和多重风险的集体忧虑。欧洲和美国的央行也相继发表了相当鸽派的言论引导市场预期：欧洲央行行长德拉吉6月18日表示，如果经济前景没有持续改善，且通胀持续不达目标，欧元区将需要额外的刺激措施，而进一步降低政策利率仍是工具箱的一部分，资产购买计划还有相当大的发挥空间，财政政策也应该充分发挥作用。美联储6月19日发布6月议息会议声明，维持联邦基金利率目标范围2.25%至2.50%不变，但释放了强烈的宽松信号：移除了“耐心”措辞，指向过去半年“按兵不动”的政策立场即将改变；强调经济环境的“不确定性”，贸易摩擦和美债收益率曲线倒挂成为重要关注问题，而美联储票委当中意见分化，主张降息人数大幅上升至8位。

我们预计下半年会有更多全球主要央行加入降息行列，包括美国、俄罗斯和巴西等。目前为止，贸易争端对于美国经济的影响依然温和，但美联储也在密切观测其对于美国金融市场、消费者信心以及投资气氛的影响，以随之调整政策步调。预计美联储将于2019年下半年择机降息一至两次，每次降息幅度为25个基点，其中三季度降息一次，在此基础上，美联储或于四季度视经济走势再降息一次。此外，原定于今年9月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。而美联储降息就将正式开启全球货币政策宽松周期。当然，美联储的货币政策仍不足以应对大的下行趋势，在低利率条件下美联储的降息空间已较以往明显减小。欧洲央行则会维持利率不变最少至2020年中，目前欧洲央行的融资利率为零、边际借贷利率为0.25%、存款利率为-0.4%。日本央行表示如有必要将采取更多货币刺激措施，包括进一步下调目前为-0.1%的利率、降低10年期国债收益率目标、增加资产购买规模等。

（五）地缘政治风险加大

地缘政治风险正显著威胁全球经济发展前景，全球地缘政治风险指数已上升至近20年来最高值。除中美关系、全球贸易紧张局势、英国“硬脱欧”等风险事件外，海湾地区的紧张局势也在进一步升级，美国和伊朗之间的紧张关系持续升温，进一步加大了地缘政治风险对全球经济环境、特别是能源市场供给的影响。

2019年下半年，全球经济的脆弱性将迎来多种重大风险的挑战，全球经济体系进入加速变革时期，政策制定者必须步步为营，临渊履薄，避免代价高昂的政策失误，才可能防止全球经济走向严重低迷，维持经济平稳健康发展。

二、山雨欲来：贸易摩擦的短期和长期冲击

(一) 贸易摩擦对中国经济的压力开始显现

中美贸易摩擦对我国出口的影响在2018年4季度开始显现。2018年下半年，500亿、2000亿美元征税清单相继生效，但在“抢出口”效应下，2018年10月以前对美出口对我国总出口的影响仍为正向。从2018年11月开始，尤其是2019年来，“抢出口”效应逐渐消退，贸易摩擦对我国出口的负面影响大幅上升，2019年1-4月我国对美国出口金额同比下降9.9%，对我国总出口的影响也由正转负。同时，美国在我国贸易伙伴中的排名已从第二滑落至第三，位列欧盟和东盟之后。从美国分国别进口情况看，2019年1-4月，中国输美产品市场份额为20.1%，比去年同期下降2.6个百分点，而墨西哥、越南、韩国、法国、印度等国市场份额合计上升了3.0个百分点，成为中国的替代者。

“衰退式顺差”不可持续。2019年上半年，我国经济增速的第一大稳定力量是净出口。这是因为在贸易摩擦和原油价格低迷的双重冲击下，我国进口增速比出口增速下滑更快，贸易顺差呈现“衰退式”增长。2019年1季度，净出口对GDP同比的拉动提高1个百分点，但消费支出对GDP同比的拉动下滑0.4个百分点，资本形成对GDP同比的拉动下滑0.5个百分点。这一方面是由于2018年进口基数较高，另一方面是由于内需相对疲弱导致进口增长放缓。展望2019年下半年和2020年，进口高基数将不复存在，从净出口对GDP的拉动存在显著的“跷跷板”效应和储蓄率与投资率的缺口收敛来看，衰退式顺差难以持续，因此下一阶段净出口对GDP增速的拉动将大概率下滑。

图9：贸易摩擦负面影响快速上升

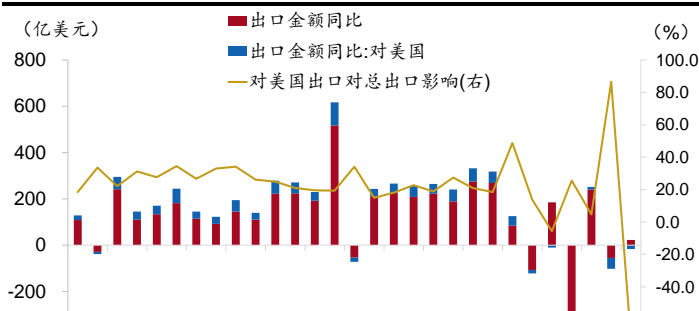
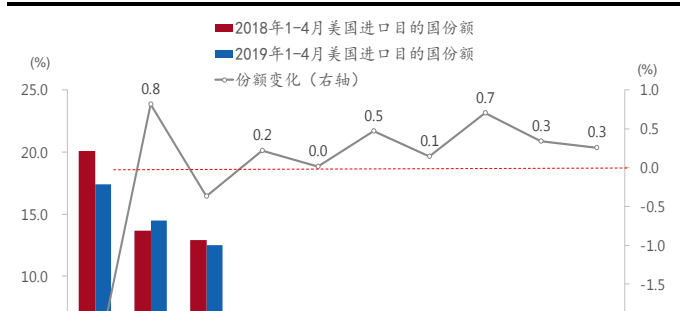


图10：中国输美产品份额下降



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_11644

