



宏观经济季度报告
Macroeconomic Quarterly
Report

2019Q3

平安证券研究所 宏观研究团队

张明 陈骁 魏伟 薛威 杨璇 郭子睿

全球变局横生，国内稳字当头

摘要

2019年三季度，我们认为国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注。

趋势一：全球经济在回落中分化。全球经济在 2019 年上半年下行趋势有所增强，美国经济也开始出现温和回落态势，但美强欧弱的分化格局仍然明显；欧美央行陆续释放宽松信号，标志本轮全球货币政策的宽松周期基本确立。但考虑本轮宽松并非由危机开启，且全球仍处于低利率环境，本轮宽松的空间有限，对经济和金融市场的影响均不及以往。

趋势二：三重不确定性加剧海外波动。全球经济政治局势的不确定性可以从三条主线跟踪：一是民粹主义浪潮迭起，多国面临极端领导人或右翼政党的上台，发达经济体分化加剧；二是民粹主义促使贸易保护主义进一步抬头，美国率先挑起的贸易摩擦有在全球蔓延并持续升级的趋势；三是中东局势不确定性增强，并进而给原油价格走势和全球通胀带来较大的不确定性。

趋势三：国内经济下行压力再度凸显。我国宏观经济进入二季度出现显著的疲弱态势，下半年经济下行压力来自房地产投资后继乏力、制造业投资受挤出和利润压制、外需与贸易摩擦拖累出口这三个方面；但逆周期政策调控力度加强，基建投资的改善和消费增速的企稳有望起到托底经济的作用。我们将全年 GDP 增速调降至 6.2% 左右。

趋势四：三方面政策发力“稳字当头”。受益于三方面宏观经济政策的作用，下半年经济增长和社会环境将依然是“稳字当头”：一是稳增长，通过逆周期政策对冲经济下行压力；二是稳杠杆，通过各类监管和调控政策继续防控风险；三是稳信心，通过加快推进各方面的改革措施，维稳市场对中长期经济增长和转型的信心。

海外大类资产配置上，发达国家股市波动性依然较高，美国股市经历了宽幅震荡后下行的风险较大，并可能带动全球股市波动加剧。美债涨势难以延续，美国 10Y 国债收益率有望触底反弹。美元指数继续盘整，大宗商品整体也将维持双向波动格局。预计 WTI 原油价格将在 40-60 美元/桶的区间波动；黄金、日元、瑞郎等避险资产值得持续关注，但需注意前期涨势过快品种（如黄金）的回调。

国内大类资产配置上，下半年确定性最高的资产是利率债，预计 10 年期国债收益率在 2.8%-3.2% 左右，但信用债仍将分化。股票市场投资机遇来自于风险出清后不确定性的落地，稳健优质的龙头上市公司是最为受益的结构性投资机会。房地产市场继续分化，三四线城市房价增速仍将下行，一二线楼市则相对稳定。人民币兑美元汇率短期可能有所升值，年内在 6.6-7.0 左右，破 7 概率很小。

目录

1. 引言	5
2. 趋势一：全球经济在回落中分化	6
2.1 全球经济回落中分化，货政宽松周期确立	6
2.2 美国经济尚存韧性，欧洲经济依然疲弱	6
专栏 1：美国经济面临的潜在危机将来自哪里？	8
3. 趋势二：三重不确定性加剧海外波动	15
3.1 民粹主义浪潮席卷发达经济体	15
3.2 民粹促使贸易保护，全球贸易摩擦恐蔓延升级	16
3.3 美伊矛盾升级加剧中东局势，影响原油价格走势	17
专栏 2：中美贸易摩擦及其对中国的影响分析	18
4. 趋势三：国内经济下行压力再度显现	23
4.1 政策前移效应退潮，经济下行压力重现	23
专栏 3：专项债新规对基建投资的拉动作用	25
4.2 消费品通胀空间有限，工业品通缩压力增大	29
5. 趋势四：三重政策发力“稳字当头”	31
5.1 稳增长：加强逆周期调控对冲经济下行压力	31
5.2 稳杠杆：防范系统性金融风险没有动摇	34
专栏 4：包商银行事件及其影响	35
5.3 稳信心：渐进推进结构性和体制性改革	38
6. 结论：三季度宏观形势与大类资产配置	41
6.1 国内大类资产配置	41
6.2 海外大类资产配置	42
6.3 风险提示	43

图表目录

图表 1. 全球经济内生动力持续走弱，贸易在全球 GDP 中占比趋势回落	6
图表 2. 美国景气下行但消费与政府支出仍具韧性	8
图表 3. 当前美国经济处于二战后最长的扩张期内	8
图表 4. 1953 年后消费对美国经济的拉动率在非经济危机期间一直最高(圈内为危机期间)	9
图表 5. “大萧条”以来美国历次经济金融危机爆发起因与影响领域	10
图表 6. 美国次级贷款占比较低且抵押贷款利率不高	11
图表 7. 欧元区在主要经济体中表现弱势	13
图表 8. 日本出口受到明显冲击	14
图表 9. 印度已率先降息进入宽松周期	14
图表 10. 全球不确定性指数震荡上行	15
图表 11. 美国主导的贸易摩擦引发金融市场动荡	16
图表 12. 全球经济增速与油价走势长期相关	17
图表 13. 中美贸易摩擦最新发展	18
图表 14. 不同情景下贸易摩擦对中国出口的冲击测算	19
图表 15. 不同情景下贸易摩擦对中国经济增速的冲击测算	19
图表 16. 中国与东盟、印度、墨西哥对制造业投资的吸引力对比	20
图表 17. 部分行业的龙头公司已提前布局海外	20
图表 18. 2019 年上半年信贷和财政投放节奏均快于历史同期	24
图表 19. 投资增速难有强劲表现：制造业被“挤出”，房地产后继乏力	24
图表 20. 基建投资是稳增长的重要抓手	26
图表 21. 消费增速趋势性回落，刺激政策效果有限	28
图表 22. 贸易部门将呈现出口与进口“双弱”格局	29
图表 23. 消费品通胀无忧，工业品通缩压力增大	30
图表 24. “稳字当头”的三重政策含义	31
图表 25. 一季度积极财政效应显著前置	32
图表 26. 2019 年央行重要货币政策梳理	33
图表 27. 包商银行事件的影响	36
图表 28. 2019 年地方政府债务重要政策梳理	37
图表 29. 2019 年实体经济重要改革政策梳理	39
图表 30. 2019 年初至今 A 股市场大幅波动	41
图表 31. 年初至今 10Y 国债和国开债收益率先升后降 (%)	41
图表 32. 各线城市房价增速分化：一线稳，二三线降 (%)	41
图表 33. 人民币汇率 5 月份之后显著走贬	42
图表 34. 年初以来新兴市场股市表现好于发达市场(%)	42
图表 35. 美国 10 年期国债收益率有望触底反弹	42
图表 36. 美元指数自高位小幅回落	43

1. 引言

2019 年三季度，我们认为国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注。

趋势一：全球经济在回落中分化。全球经济在 2019 年上半年延续了 2018 年的弱势，且 2018 年“一枝独秀”的美国经济也开始出现温和回落态势，全球经济下行趋势有所增强。同时，全球经济回落中不改分化，美强欧弱的分化格局仍然明显。在该背景下，欧、美等全球各大央行先后释放了货币政策转向宽松的信号，这与 2018 年底美联储加息后全球各大央行的鹰派论调形成鲜明对比，本轮全球货币政策转向宽松的周期基本得到确立。不过，这轮宽松周期与此前不同的是，其并非由危机开启，而是托底全球经济动力的衰减。但是，在当前全球仍处于低利率环境的情况下，本轮宽松的空间有限，对经济的刺激效果和对金融市场的影响都将不及以往。对中国央行而言，稳汇率的压力将有所减轻，稳增长的政策空间也得到一定拓展。

趋势二：三重不确定性加剧海外波动。2019 年上半年，全球经济政治局势发生较大变化，不确定性加剧，可以从三条主线分别跟踪：第一，民粹主义浪潮迭起，发达经济体分化加剧：美国与英国可能面对极端领导人上台，法国与德国则面临社会分化下民粹主义政党支持率上升的困境。发达经济体内部持续面临着民粹主义浪潮的冲击，社会分化加剧。第二，民粹主义促使贸易保护主义进一步抬头，以美国为首的发达经济体逐渐抛弃了主推并实践几十年的贸易自由，开始重拾贸易保护主义，这导致贸易摩擦有向全球蔓延并持续升级的趋势。第三，美伊矛盾升级，中东局势不确定性增强，并进而给原油价格走势带来较大的不确定性。

趋势三：国内经济下行压力再度凸显。2019 年一季度中国经济明显企稳，但二季度宏观经济又出现显著的疲弱态势，下半年经济下行压力可能进一步凸显。具体而言，经济向下的压力来自三个方面：一是低迷的商品房销售与新开工增速，使得房地产投资大概率后继乏力；二是制造业投资与民间投资受到政府和国企投资的“挤出”，企业投资意愿同时受到利润增速下行的压制；三是全球经济不振、外需回落，叠加贸易摩擦的影响，出口增长及相关企业生产动力堪忧。不过，宏观政策逆周期调控的力度有所增强，托底经济的动力来自于两方面：基建投资增速将持续回升；消费增速在一系列刺

激政策下有望企稳，但改善空间比较有限。总体上，年内经济下行的趋势难以扭转，但整体将呈现较为温和的回落。我们将全年 GDP 增速调降至 6.2% 左右。

趋势四：三方面政策发力“稳字当头”。当前中国经济同时面临外需和内需的疲软，存在一定的下行压力；但宏观经济的快速下行既不利于防范金融系统性风险也不利于经济结构转型，政府有动机维持经济增长在合意的水平。我们认为，受益于三方面宏观经济政策的作用，下半年经济增长和社会环境将依然是“稳字当头”：其一，通过加强逆周期调控对冲经济下行压力，维稳经济增长；其二，通过金融监管、房地产调控以及严控地方政府隐性债务继续防范系统性金融风险，维稳去杠杆的成果；其三，通过加快实体经济结构性改革，维稳市场对中长期经济增长和结构转型的信心。

海外大类资产配置上，发达国家股市波动性依然较高，美国股市经历了宽幅震荡后下行的风险较大，并可能带动全球股市波动加剧，全球风险资产整体承压。美债涨势难以延续，美国 10Y 国债收益率有望触底反弹。美元指数继续盘整，大宗商品整体也将维持双向波动格局。预计 WTI 原油价格将在 40-60 美元/桶的区间波动；黄金、日元、瑞郎等避险资产值得持续关注，但需注意中美贸易形势缓和背景下，前期涨势过快的品种（如黄金）出现回调。

国内大类资产配置上，下半年确定性最高的资产是利率债，预计 10 年期国债收益率在 2.8%-3.2% 左右，但信用债仍将分化。股票市场投资机遇来自于风险出清后不确定性的落地，稳健优质的龙头上市公司是最为受益的结构性投资机会。房地产市场继续分化，三四线城市房价增速仍将下行，一二线楼市则相对稳定，尤其一线城市在调控延续下，市场流动性仍将处于较低水平。人民币汇率短期受益于中美贸易重回谈判轨道，兑美元可能有所升值；下半年整体波动范围大致在 6.6-7.0 左右，破 7 概率很小。

2. 趋势一：全球经济在回落中分化

2019 年上半年，全球经济下行更趋明显，且美欧经济下行中不改分化格局。美欧央行陆续释放宽松信号，货币政策宽松新周期基本确立；美国经济温和下行中仍具韧性，欧元区经济弱势延续，中国经济温和下行，全球经济整体形势严峻。

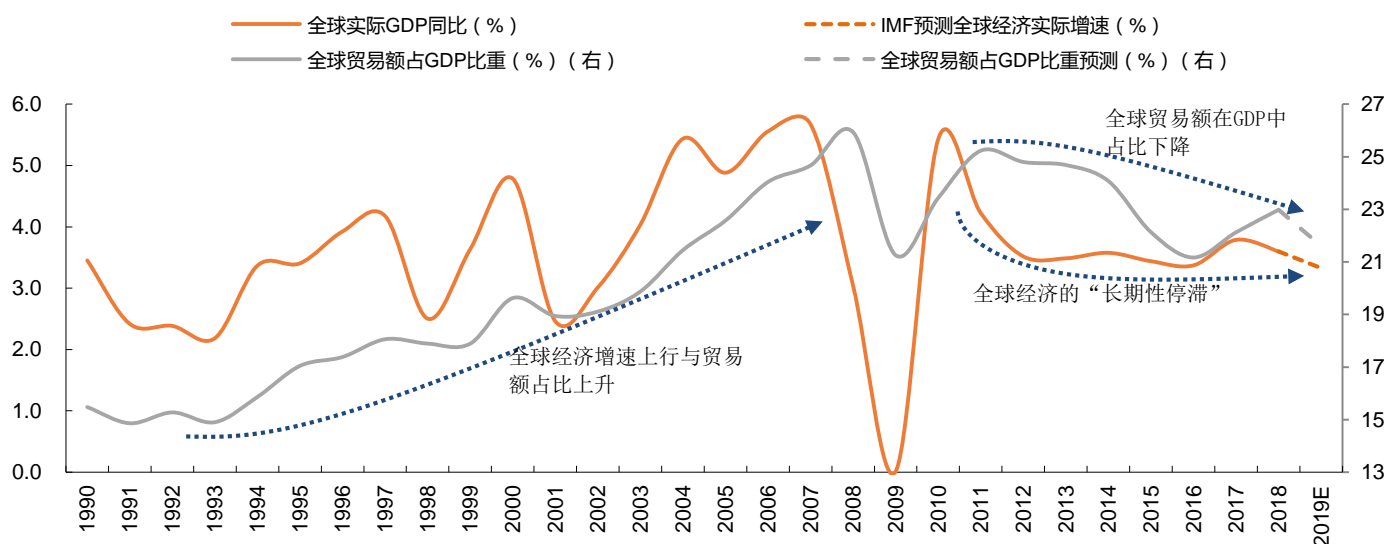
2.1 全球经济回落中分化，货政宽松周期确立

2017、2018、2019 这三年，全球经济增长动能大相径庭。在 2017 年，全球主要经济体均处于增速复苏的局面，增长动能是向上的。受全球经济集体性复苏影响，经过购买力平价计算的全球经济增速由 2016 年的 3.4% 上升至 3.8%。在 2018 年，全球主要经济体呈现出分化加剧局面。美国经济依然在高歌猛进，但包括欧元区与中国在内的经济体增速温和回落；全球增长动能分化，全球经济增速回落至 3.6%。在 2019 年上半年，全球主要经济体呈现出增速集体回落的局面，增长动能是向下的，预计下半年仍将延续这种态势，全年全球增速最高可能仅为 3.3%。换言之，2019 年的全球增长态势可能是 2017 年至 2019 年这三年间最差的，因此全球贸易、短期资本流动与风险资产价格都将会因此而承压。

值得注意的是，虽然经济增速均在回落，但主要经济体之间的增速差距却仍在拉大。例如，2018 年，美国与欧元区的年度经济增速分别为 2.9% 与 1.9%。市场预计，2019 年这两者的增速分别为 2.0% 与 1.0%。但 2019 年第一季度美国经济增速高达 3.2%，而欧元区核心国家（法国与德国）的宏观指标回落却让人忧心忡忡。美国与欧元区经济增速的分化加剧，是 2019 年上半年美元指数能够保持强势的最重要原因。虽然市场认为美国经济增速在未来几个季度会显著回落，但市场预期的 2.0% 的全年增速依然高于美国经济潜在增速。考虑到目前美国的失业率仅为 3.6% 左右、CPI 增速在 2.0% 上下，至少在短期内，美国经济增速依然具有较强韧性，美联储年内降息的频率可能没有市场预期的那么高。

在全球经济体增速集体下行的背景下，全球各大央行货币政策的宽松周期基本确立。其中美联储年内大概率将开启降息，只是降息时点可能晚于市场预期的 7 月；欧央行将于 9 月重启定向长期再融资操作（TLTRO），并为未来的降息与量化宽松释放预期；其余央行也纷纷开启宽松货币政策周期。汇率方面，美元指数受美国经济高位回落的压制与美欧经济分化带来的支撑将维持在 95-100 之间盘整，欧元兑美元整体震荡，日元、瑞郎等避险货币走势可能较强。

图表1. 全球经济内生动力持续走弱，贸易在全球 GDP 中占比趋势回落



资料来源：Wind，IMF，平安证券研究所

2.2 美国经济尚存韧性，欧洲经济依然疲弱

■ 美国经济

2019 年上半年，市场对美国经济前景的担忧有所加深，制造业 PMI 等美国经济先行指标自高位有所回落，通胀水平也下行至 2.0% 的目标水平附近，工业产出、非农就业与零售

销售数据也产生了较大波动，这也使得在 2018 年底还尚显鹰派的美联储开始转鸽，先于 3 月议息会议后将加息两次的预期调降为不加息，再于 6 月议息会议后释放了转向宽松的信号。美联储的鸽派态度对股市的作用还是比较明显的，美股带动全球股市分别于 2019 年初-4 月和 6 月开启了两波反弹。但是美联储鸽派表态对美国经济前景却未有显著的提振，一方面，美股受制于基本面预期转差制约，曾于 5 月显著回落，当前也有高位回落态势；另一方面，美债长短期收益率年初以来持续下行，3 个月与十年期美债收益率先于 3 月下旬出现倒挂，后于 5 月中旬再次出现倒挂，且持续至今。可见，尽管美联储由鹰转鸽，但市场对美国经济前景的担忧并未消弭。

从季度表现上看，美国私人消费自 2017 年末至今均处于震荡回升通道；政府支出则延续 2017Q4 以来的强势；投资增速在 2019Q1 虽有所回落，但仍在近年高位，尚处 2017 年四季度至今的高位震荡区间；净出口同比为负，但较 2018 年下半年已显著收窄，且-0.13%的增速接近回正。目前消费、投资、净出口与政府支出均未有制约美国经济增长前景的情况出现，可见当前美国经济尚处于历史正常状态。

尽管美国的净出口同比反弹，但进出口增速均走势偏弱，这与全球经济回落的大背景以及美国在 2018 年主导的全球范围内的贸易摩擦升级有关。往后看，由于贸易摩擦已分布于中美、美欧、美日、美加、美墨等双边关系中，范围横跨欧亚大陆与美洲大陆，年内恐难以完全消弭。另外，近期墨西哥在美墨双边贸易谈判中受美国极限施压而迅速妥协，不仅使得美国产生极限施压“有效”的错觉，还会助长美国的信心膨胀，使得美国在处理与中国、欧盟、日本等体量更大、对美依赖度较小经济体的经贸关系时产生更加盲目自大的情绪，进而使得全球贸易局势更加糟糕。可以预见，美国的进口与出口将延续当前的弱势表现，净出口收窄的情况也可能持续，甚至有出现“衰退式顺差”的可能。

在政府支出领域，尽管美国财政赤字难以长期累积，但是在当前背景下，除了推高赤字外似乎也没有更好的办法。在该背景下，以现代货币理论（MMT）为代表的新型政策观点开始引发关注。考虑到当前美联储已停止加息并将中止缩表，甚至可能在未来采取降息操作，在利率中长期下行的大背景下，政府发行债券等融资成本有望下行，政府筹措资金完成基建等公开支出计划的实际操作难度可能并不大，当前

的困局主要集中在党派纷争上，从而给外界造成基建计划难产的错觉。结合美国国防支出持续上行且基建周期较长，当前政府支出较高的增速有望延续。一旦两党纷争趋于缓和，2 万亿基建计划获批后，美国政府支出增速还将迎来进一步上行。另外，美元的中心货币地位仍然稳固，财政赤字续涨预计难以冲击到美元信用，至少在可预见的未来几年，财政债务规模继续累积并不会给美国经济带来显著制约，更多只是体现为两党博弈的工具。

伴随着经济预期的修复，私人投资自 2016Q3 开始出现回升，增速至 5%左右开始滞涨。在特朗普政府减税新政落地后，2018 年全年投资增速出现小幅回升，进入 2019 年后又略微下滑，但整体仍处于 5%左右的高位震荡区间。可以发现，特朗普政府减税幅度虽然很大，但对私人投资的刺激并不及税改前的预期，这与全球经济整体回落的背景和美国加大对中资企业赴美投资的审查力度等事件均有关。在美联储停止加息并计划中止缩表，甚至可能降息的背景下，中短期私人投资预计延续 5%左右的增速并不困难。

消费方面，2017 年末至今美国消费增速均处于震荡回升通道，但回升趋势较为缓和，2018 年 2 月的税改对私人消费也有较强的刺激作用。由于消费同比与薪资增速走势趋同，薪资增速近期自高位开始回落，预计消费同比上行趋势也将趋缓。另外，由于美股已逐渐脱离此前的多年上行轨道并开始在高位震荡，未来估值偏高的美股可能在一段时间的高位震荡后有所回落，这将对资金主要配置在股权的美国居民部门的消费前景带来冲击。在美股近期仍将处于高位震荡以及薪资增速回落幅度有限的背景下，美国消费仍将维持一定的韧性，年内大幅下行的可能性并不高。

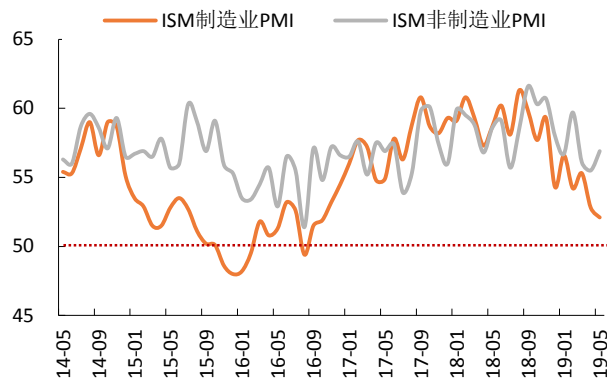
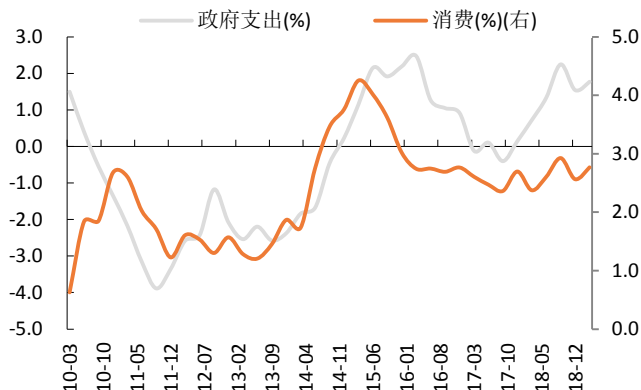
综合来看，尽管美国经济处于回落通道，但由于消费、投资、净出口以及政府支出均能维持当前的状态，美国经济的韧性不可低估，经济更多是呈现缓慢震荡的温和回落状态。

我们判断 2019 年美国经济增长将由 2.9%转为 2.3%，随着经济增速的缓慢回落，美国经济抵抗全球经济下行拖累的能力也在趋弱，2020 年美国经济增长可能转为 2.0%以下。美联储的货币政策将更加关注通胀预期，在通胀预期低迷的情况下，美联储年内可能采取降息一次的操作，而非市场普遍预期的降息 2-3 次。在美联储等全球主要央行开启宽松周期的背景下，美强欧弱的全球经济格局在下半年难有显著变化，

下半年美元指数仍将维持在 95-100 之间震荡盘整。

图表2. 美国景气下行但消费与政府支出仍具韧性

1. 美国消费与政府支出增速均震荡上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2. 美国 ISM 制造业 PMI 下滑趋势明显

专栏 1: 美国经济面临的潜在危机将来自哪里?

美国在二战后经历了多轮周期,若以美国实际 GDP 为单一指标,可以发现美国经济周期呈现两个显著特征:第一,美国经济波动周期持续延长,由战后初期的 4-5 年延长至当前的 15 年以上,且上涨周期与下行周期均有所延长;第二,美国经济增速波动幅度持续收缩,主要是经济增速高点持续回落,由战后初期的 13% 以上一路下行至 3%-4%,而增速低点虽然在 2008 年创造了接近 -2.8% 的战后最低水平,但增速低点下行的趋势并不明显。当前,美国经济正处于战后最长的一次扩张期内。

进入 2019 年以来,美国掀起的贸易摩擦已扩散至美印、美墨,且有蔓延到美欧、美日、美澳的趋势;5 月份,中美贸易摩擦在经历了十一轮谈判后意外再次升级,但 6 月底 G20 中美领导人会晤达成的共识缓和了中美之间的紧张情绪。全球范围的贸易摩擦给包括美国经济在内的全球经济带来了压力。另外,曾在 2019 年 3 月底短暂出现的 3 个月与 10 年美债收益率倒挂在 5 月中旬再次出现,倒挂幅度在 5 月下旬扩大化,并仍在持续。由于美债收益率倒挂是经济危机的有效“示警”,所以市场对美国经济前景的担忧再次加深,这也带来“美国经济崩溃论”的兴起。

图表2. 当前美国经济处于二战后最长的扩张期内

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_11670

