

首席宏评（第66期）

短期内全球宏观经济的两条主线

■ 核心摘要

1) 未来一段时间内，有两条主线可能继续贯穿全球宏观经济的演进。主线之一，是在全球主要经济体增速集体回落的过程中，各经济体之间的分化再度加剧，主要经济体之间的增速差距仍在拉大。短期美国经济增速依然具有较强韧性，美联储短期内启动降息周期的概率依然较低。主线之二，是全球经济增长面临发达国家内部、中东地缘政治冲突与中美贸易摩擦的三重不确定性，可能导致全球经济在未来面临越来越明显的滞胀压力。

2) 如果短期内全球宏观经济沿着上述两条主线继续演进，那么可以预计全球金融市场在短期内可能发生如下调整：①以股市为代表的全球风险资产将面临较大的持续下行压力。美国股市显著下跌的可能性高于中国；②全球债券市场，尤其是国债市场在短期内可能迎来上涨；③黄金、日元、瑞郎等避险资产价格在2019年下半年可能出现不错的涨幅；④全球大宗商品价格整体上有望在波动中下行，但全球原油价格的走向具有更大的不确定性。

2019年即将过半。2019年上半年全球宏观经济的发展状况应该说显著低于此前的市场预期。在未来一段时间内，有两条主线可能继续贯穿全球宏观经济的演进。

主线之一，是在全球主要经济体增速集体回落的过程中，各经济体之间的分化再度加剧。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。2018年的全球增长动能是分化的，全球增速回落至3.6%。在2019年，全球主要经济体可能呈现出增速集体回落的局面，增长动能是向下的，预计全年全球增速最高仅为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（尤其是德国）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年年初至今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，美联储短期内启动降息周期的概率依然较低。

主线之二，是全球经济增长面临的三重不确定性都在加剧，这可能导致全球经济在未来面临越来越明显的滞胀压力。这三重不确定性分别来自发达国家内部、中东地缘政治冲突与中美贸易摩擦。

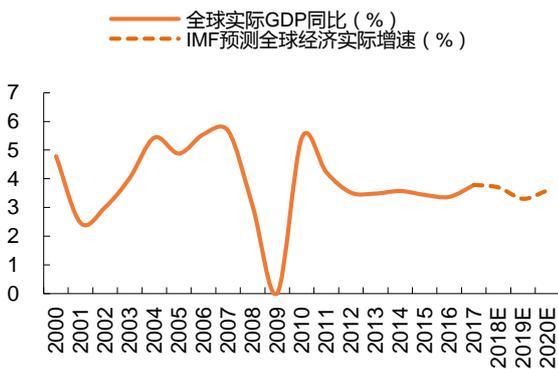
从发达国家内部来看，美、德、英、法四国国内政治都面临着较强的不确定性。随着美国国内大选季的临近，特朗普政府的行为方式越来越趋于短期化与功利化。由于默克尔在三届任期结束后不再寻求连任，谁会成为德国新的领导人、德国未来的国内外政策是否会因此发生重大变化，目前还不得而知。法国国内黄马甲运动的愈演愈烈已经宣告马克龙政府改革国内劳动力市场的努力遭遇重大挫折，而以勒庞为代表的右翼领导人的支持率正在以令人不安的速度上升。英国首相特蕾莎·梅已经宣布即将在6月底辞职，而目前来看最可能接替她的政客是约翰逊，这是一个风格与特朗普非常相似的右翼政客。

从中东地缘政治冲突来看，美伊冲突在2019年下半年存在继续加剧的可能性。这将会带来潜在的原油市场供给侧冲击，从而在需求端温和疲软的前提下带动油价上涨。事实上，2018年的全球油价波动仿佛坐了一次过山车。2018年前三季度持续上涨，2018年第四季度猛烈下跌，跌幅甚至高于前三季度的涨幅之和。值得注意的是，在全球经济增速显著回落的背景下，如果原油等大宗商品价格上涨，这会给全球经济注入滞胀压力。

目前来看，中美贸易摩擦在2019年下半年有进一步加剧的可能性。中美均有可能对对方的所有出口商品全面加征关税，贸易战还可能从关税领域向其他领域拓展。中美贸易摩擦的加剧除了会对中美两国自身造成显著负面影响之外，也将通过全球生产链、投资者信心等因素重创其他国家与全球市场。如果这一情景成为现实，2019年、2020年的全球经济增长预期还将继续显著下调。值得注意的是，如果未来全球贸易自由化遭遇普遍挫折，那么总体来说，很多国家都将面临原材料与中间品价格上涨的压力。这也会给全球经济带来新的滞胀压力。

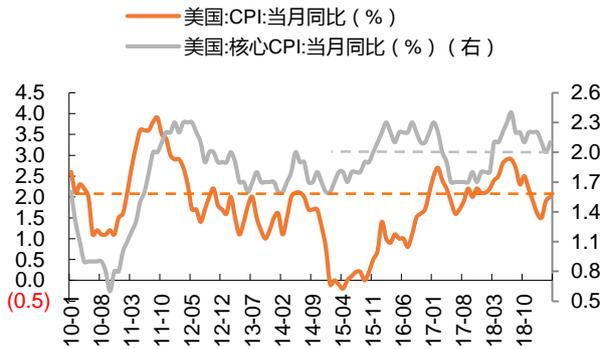
如果短期内全球宏观经济沿着上述两条主线继续演进，那么可以预计全球金融市场在短期内可能发生如下调整：首先，以股市为代表的全球风险资产将面临较大的、持续的下行压力。由于中国股市已经发生重大调整，未来美国股市显著下跌的可能性将明显高于中国；其次，全球债券市场，尤其是国债市场在短期内可能迎来上涨（美国国债市场可能是一个例外，目前美国10年期国债收益率已经低于隔夜利率，继续下跌的空间所剩无几）；再次，以黄金、日元、瑞郎为代表的避险资产价格在2019年下半年可能出现不错的涨幅；第四，全球大宗商品价格整体上有望在波动中下行，但如前所述，全球原油价格的走向具有更大的不确定性。

图表1 全球经济实际增速及 IMF 预测



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表2 美国通胀同比走势



资料来源：WIND,平安证券研究所

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_12189

