



# 2019年宏观经济中期报告

## 继续寻底

下半年海外增长依然乏力，全球货币政策转向宽松。国内需求端整体依然偏弱，宏观经济基本面继续寻底。同时通胀上行，但尚不至于导致货币政策实质性收紧。国内货币政策和财政政策基调不变，区域协调发展有望爆发。大类资产三季度看好债券，四季度看好股市机会。

- 全球增长依然乏力，除非全球贸易冲突带来的不确定性有所减退，否则全球经济增长难以出现明显改善。全球央行转向宽松，能够在一定程度上支撑经济增长，不至于使得全球经济再度陷入衰退。
- 国内需求端依然偏弱，宏观经济基本面依然在寻底。出口进入下行周期，但衰退型顺差提升了净出口对 GDP 贡献；固定资产投资整体平稳，内部分化，基建投资仍是稳内需关键；消费支出能否提振有待于政策能否改善预期。
- CPI 上行，PPI 仍有下行压力。CPI 的上行对货币政策构成制约，尚不至于导致货币政策实质性收紧。人民币汇率震荡上行。
- 货币政策维持稳健中性，注重逆周期调节及时和灵活性。财政政策维持积极，注重发力对冲风险。以长三角、粤港澳和雄安为代表的区域协调政策进入爆发期。
- 大类资产配置的关键是在确定性事件和时点前后把握变化的节奏。三季度，债券>股票>货币>大宗；四季度，股票>债券>货币>大宗，但也不排除当市场预期一致后，股票市场上行的时间提前。
- 风险提示：全球经济增长不及预期，通胀上行过快。

### 相关研究报告

《2019年宏观经济与大类资产配置展望：溯洄从之，道阻且长》 20190103

《2019年债券市场年中展望》 20190630

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

张晓娇

(021)20328517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

华夏

(021)20328508

xia.hua@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010001

钱思韵

(021)20328517

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

\*王大林为本报告重要贡献者



## 目录

<b>海外经济：新一轮宽松来临 .....</b>	<b>5</b>
全球经济增长依旧乏力 .....	5
全球新一轮宽松即将来临 .....	7
<b>下半年国内经济增长展望：偏弱的需求、上行的通胀 .....</b>	<b>8</b>
衰退型顺差导致净出口贡献提升 .....	8
固定资产投资整体平稳，维持分化 .....	9
消费期待政策 .....	10
CPI 延续高位，关注 PPI 回落的可能性 .....	10
震荡中的人民币汇率 .....	13
<b>转型依然在路上 .....</b>	<b>14</b>
传统经济承压 .....	14
新经济正在培育 .....	15
<b>下半年政策展望：“不变”与“变” .....</b>	<b>18</b>
“不变”：货币政策稳健中性、财政政策维持积极 .....	18
“变”：区域协调政策进入爆发期 .....	19
<b>大类资产配置：沿着时间线外推 .....</b>	<b>20</b>
时间点 .....	20
股票：下有估值支撑，上有改革提振，开放改善流动性 .....	20
债券：“票息+X” .....	21
货币类产品：夹在流动性、风险偏好、规模变化之间的三重平衡 .....	23
大宗商品：被世界经济趋势捆绑 .....	23
下半年的两重天 .....	25



## 图表目录

图表 1. 5 月全球制造业 PMI 降至收缩区间 .....	5
图表 2. OECD 综合领先指标持续回落 .....	5
图表 3. 美国一季度消费支出对 GDP 贡献下降 .....	6
图表 4. 美国制造业 PMI 持续回落 .....	6
图表 5. 欧元区制造业 PMI 持续位于收缩区间 .....	6
图表 6. 欧元区 GDP 增速下行 .....	6
图表 7. 欧元区通胀低迷 .....	7
图表 8. 2018 年贸易抢跑效应的确存在 .....	8
图表 9. 1—5 月货物与服务贸易顺差扩大 .....	8
图表 10. 净出口对 GDP 贡献上升 .....	8
图表 11. 固定资产投资分化 .....	9
图表 12. 企业盈利增速走低 .....	9
图表 13. 土地市场转冷 .....	9
图表 14. 居民收入信心走弱 .....	10
图表 15. 消费支出不见起色 .....	10
图表 16. CPI 上行的同时核心 CPI 稳定 .....	11
图表 17. 猪肉价格仍有上行空间 .....	11
图表 18. PPI 中生活资料价格上涨趋势更为确定 .....	11
图表 19. 2019 年 PPI 走势偏弱 .....	12
图表 20. 中美利差再度走扩 .....	13
图表 21. 制造业扩产能意愿降低 .....	14
图表 22. 产能升级仍在推进 .....	14
图表 23. 中美进出口总额占世界比重变化 .....	15
图表 24. 工业增加值中枢稳定在 6% 上下 .....	15
图表 25. 消费对经济的拉动在回升 .....	16
图表 26. 我国研发费用不断增加 .....	16
图表 27. 高技术产业工业增加值增速较高 .....	16
图表 28. 专用设备制造业工业增加值表现好于工业整体 .....	16
图表 29. 各省 2019 年政府工作报告中关于高端制造业的部分 .....	17
图表 30. 广义财政收支缺口加大 .....	18
图表 31. 当前 A 股估值的历史分位 (2012 年至今) .....	20
图表 32. 2019 年陆港通资金流动情况 .....	21



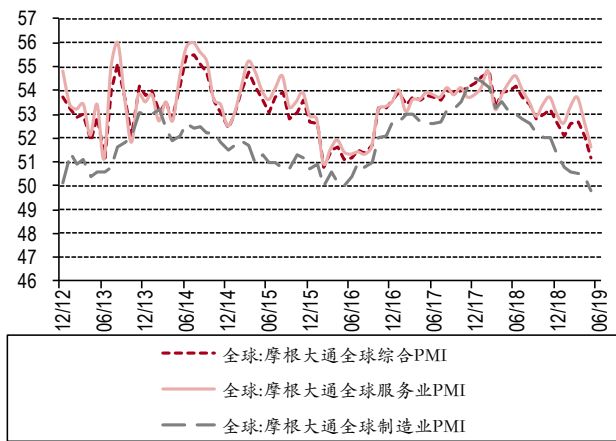
图表 33. A 股股权融资金额 .....	21
图表 34. 债券收益率的历史分位 (2008 年至今) .....	22
图表 35. 十年国债和十年美债的历史利差 .....	22
图表 36. 货币基金收益率中位数趋势 .....	23
图表 37. 一季度货币基金持仓结构变化 .....	23
图表 38. 国际油价走势 .....	24
图表 39. 国际金价走势 .....	24
图表 40. IMF 预测全球经济增速 .....	25
图表 41. 主要发达国家和地区及中国制造业 PMI 指数走势 .....	25
图表 42. 2019 年下半年主要宏观经济指标预测 .....	25

## 海外经济：新一轮宽松来临

### 全球经济增长依旧乏力

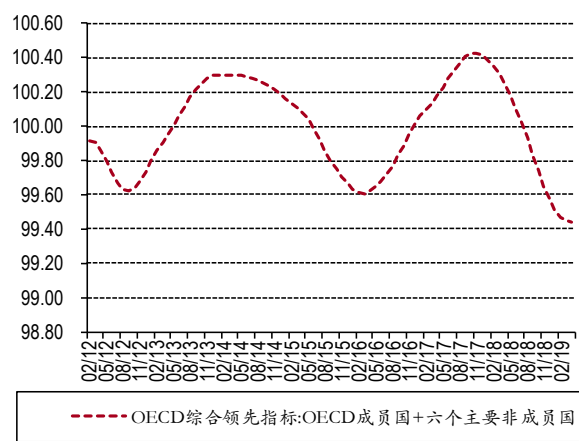
2019年上半年，全球经济增长依然乏力，5月全球制造业PMI为49.8，自2012年12月以来首次落入收缩区间，4月OECD综合领先指标（OECD成员国+六个主要非成员国）继续回落至99.44，连续17个月下行。IMF、世界银行等国际组织多次下调2019年全球经济增速。

图表 1. 5月全球制造业 PMI 降至收缩区间



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. OECD 综合领先指标持续回落



资料来源：万得，中银国际证券

全球经济增长的乏力很大程度上依然来自全球贸易秩序重构导致的全球贸易增长乏力。4月初，WTO将2019年全球贸易增长预期自3.7%下调至2.6%。目前IMF预测2019年全球货物和服务贸易实际增长3.4%，世界银行预测2019年全球贸易实际增长2.6%。

全球经济增长的乏力直接导致了全球央行态度再度转向宽松。而全球央行态度的变化也令部分国际组织对全球增长更具信心。4月，IMF指出，2019年下半年至2020年全球经济增速将部分上升，原因在于美联储以及其他央行的立场更加耐心。近期G20峰会公报也预计2019年晚些时候到2020年全球经济将会温和回升。但我们认为，除非全球贸易冲突带来的不确定性有所减退，否则全球经济增长难以出现明显改善。当然，全球央行的再度宽松能够在一定程度上支撑经济增长，不至于使得全球经济再度陷入衰退。

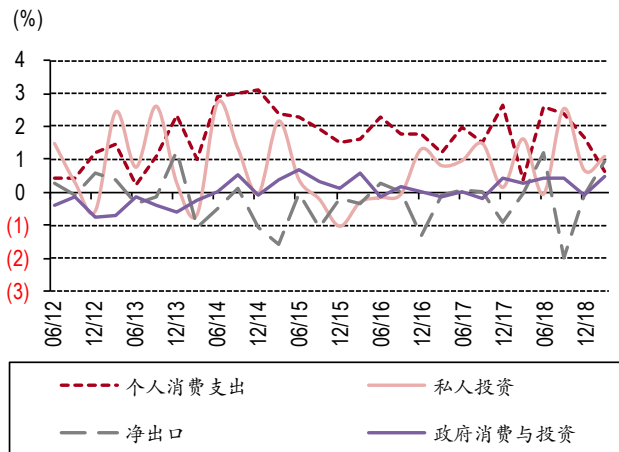
6月末G20峰会上，中美两国元首会晤传递了积极的信号，预计将使得全球贸易形势有所缓和。我们继续关注全球最大的两个经济体之间的贸易谈判结果对全球经济的影响。

### 美国：下半年增长见顶

2019年以来，美国经济整体维持强势，但疲态逐渐显露。一季度美国GDP不变价环比折年率增长3.1%，其中个人消费支出贡献仅为0.62个百分点，连续3个季度回落。美国5月ISM制造业PMI为52.1，虽仍在扩张区间，但创2016年10月份以来新低；6月Markit制造业PMI初值为50.1，刷新2009年9月以来新低，距落入收缩区间仅一步之遥。

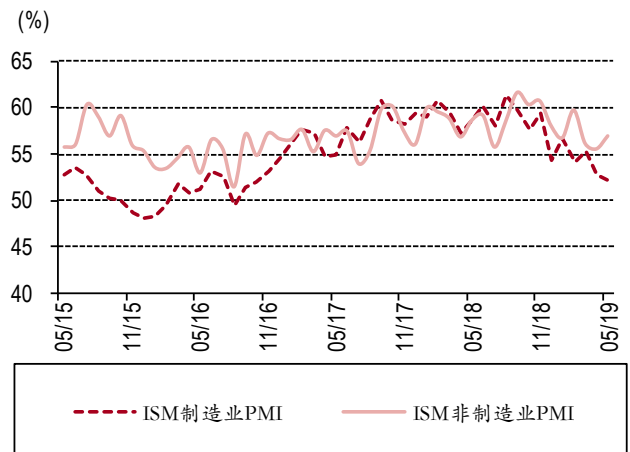
我们认为，美国经济增长在下半年将逐步见顶。原因一方面来自由于人口结构等原因导致的消费支出走弱，另一方面来自特朗普税改政策的效果逐渐减弱。此外，美国贸易政策的变化对美国经济的负面影响也在逐渐暴露。中美贸易冲突自2018年绵延至今，此外，美国对欧洲、日本、墨西哥、土耳其和印度等国也开始了不同程度的贸易冲突。这种在贸易领域“多线作战”固然有助于特朗普在2020年新一届总统大选中争取选票，但对美国经济则更多造成不利影响。2018年以来，美国的商品贸易逆差整体处于扩大状态。

图表 3. 美国一季度消费支出对 GDP 贡献下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 美国制造业 PMI 持续回落



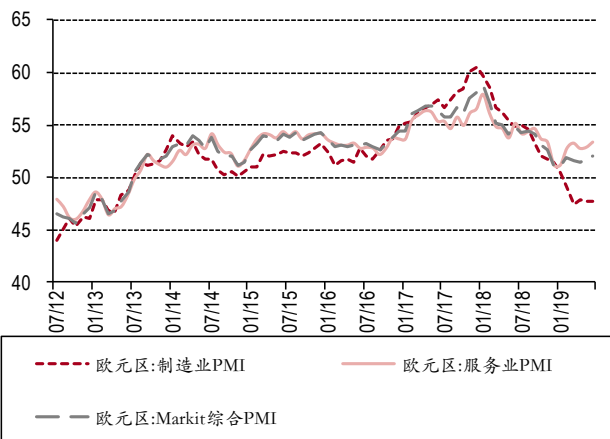
资料来源：万得，中银国际证券

2018 年 12 月 3 日，3 年期、5 年期美债收益率出现倒挂。截至 2019 年 5 月 31 日，10 年期美债收益率下跌至 2.14%，3 个月美债收益率下跌至 2.35%，倒挂幅度进一步拉大。美债收益率长、短端的倒挂显示了投资者对美国前景的看空。历史来看，出现倒挂后最快 1 年内，美国经济增速将会见顶下降。

### 欧洲：经济增长依旧低迷

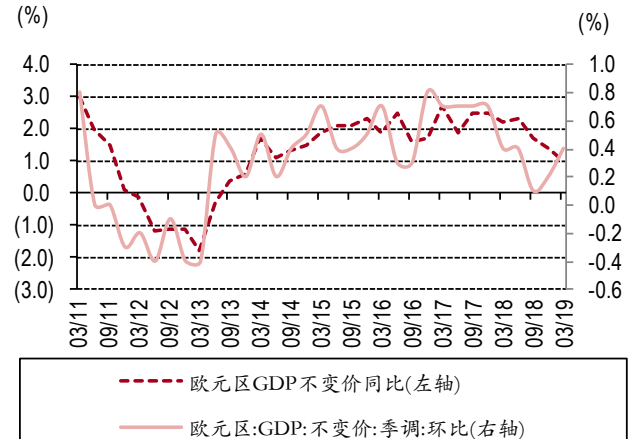
2019 年上半年，欧元区经济再度显示弱势。欧元区制造业 PMI 自 2 月落入收缩区间后持续下行，5 月仅为 47.7，6 月初值为 47.8。相应的，一季度欧元区 GDP 增速下降至 1%。

图表 5. 欧元区制造业 PMI 持续位于收缩区间



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 欧元区 GDP 增速下行



资料来源：万得，中银国际证券

欧元区经济增速的放缓，首先来自全球贸易冲突导致的贸易增长趋缓。欧元区的复苏中，出口扮演了重要角色，但中美贸易冲突和美欧贸易摩擦拖累欧元经济区出口。其次，英国脱欧的不确定性和民粹主义的再次兴起均对欧元区经济发展形成冲击。此外，意大利财政危机也是欧洲经济的隐忧。尽管意大利同意将 2019 年的财政赤字率从 2.4% 降至 2.04%，避免了欧盟对意大利启动惩戒程序。但意大利经济增长堪忧，赤字经济的收缩将会导致财政投入的下降，并且意大利税赋也并不充裕，因此导致的经济扩张放缓将会影响欧元区增长，造成对欧元区整体经济增长的拖累。就 2019 年下半年而言，如果全球经济增长仍无起色，尤其是美国经济见顶，则欧元区的经济前景依然低迷。

## 全球新一轮宽松即将来临

全球经济增长乏力使得全球央行再度转向宽松之路。

### 美联储明确货币政策转向

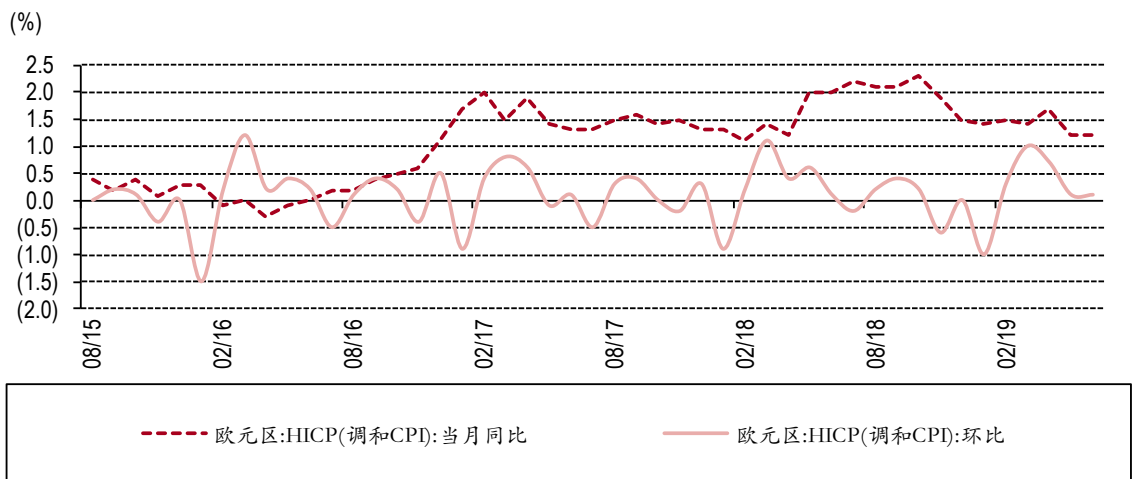
在6月会议上，美联储在政策声明中删除“耐心”一词，暗示货币政策变化将可能较快发生。同时，点阵图显示，美联储维持2019年底联邦基金利率预期中值不变，将2020年底联邦基金利率中值预期自2.6%降至2.1%，隐含2020年底降息两次，明确给出了未来降息的可能性。不过，美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会指出，美联储的首要目标是维持经济扩张，降息将取决于数据和未来风险。

市场目前预期美联储7月降息25BP。但是，从美国PMI等数据看，虽已出现疲态，但美国经济仍在扩张中，并未呈现出衰退迹象。G20峰会上，中美元首的会晤也显示出中美贸易冲突短期呈现出缓和迹象，全球风险情绪有望好转。因此，如果美联储从经济数据出发，短期内降息可能性不大，我们预计随着美国经济在下半年逐渐呈现出走弱迹象，首次降息大概率在9月。如果6月美国经济数据未出现大幅走弱而美联储在7月降息，我们认为，这显示了美联储的独立性明显下降，此后则需更多关注白宫对美国货币政策的態度。

### 欧央行维持鸽派

2018年欧元区CPI增长在2%左右浮动，2018年11月开始跌破2%，2019年6月欧元区CPI同比仅为1.2%。在经济复苏放缓、通胀疲弱背景下，欧洲央行预计将维持当前利率水平至少直到2020年上半年。6月18日，欧洲央行行长德拉吉表示，更多次的降息是央行的工具之一；QE具有很大的空间；如果前景没有改善，需要额外的刺激措施。我们预计欧洲央行整体将会持续保持现有状态。未来ECB将会有各种工具，包括降息、定向贷款和TLTRO-III，或视经济情况适时推出。

图表7. 欧元区通胀低迷



资料来源：万得，中银国际证券

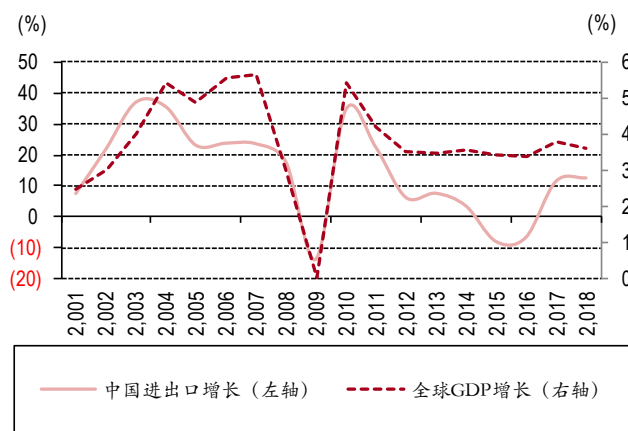
## 下半年国内经济增长展望：偏弱的需求、上行的通胀

### 衰退型顺差导致净出口贡献提升

2019 年全球经济延续下行趋势，外需的疲弱对出口造成压力。此外，2018 年在全球经济增速回落的背景下，中国进出口总额增速提升，显示的确存在贸易抢跑效应。目前看，全球经济仍未见到复苏信号，尽管中美贸易冲突短期有所缓和，但不确定性依然存在。我们对下半年的出口依然持谨慎态度。

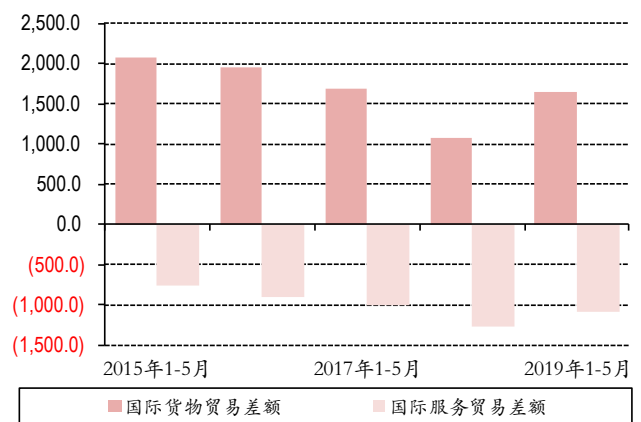
另一方面，在出口增速回落的同时，由于国内需求走弱，进口增速回落更为明显。因此，贸易顺差反而有所扩大。从前 5 月数据看，国际收支口径的货物贸易顺差为 1640.2 亿美元，服务贸易逆差为 1100.2 亿美元，货物与服务贸易合计为顺差 540 亿美元；而 2018 年同期为逆差 205.2 亿美元。

图表 8. 2018 年贸易抢跑效应的确存在



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9.1—5 月货物与服务贸易顺差扩大



资料来源：万得，中银国际证券

在顺差扩大的背景下，净出口对 GDP 的贡献有所提升。2019 年一季度，净出口对 GDP 的贡献达到 1.5 个百分点，而 2018 年全年净出口贡献为-0.6 个百分点。

图表 10. 净出口对 GDP 贡献上升



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\\_11673](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11673)

