

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

2019 年下半年全球宏观经济展望——

全球经济临重重考验 政策转折正步步临近

本期摘要：

区域	经济展望	政策展望	风险因子
中国：稳增长政策延续，消费投资或有新亮点	基建和汽车消费或成下半年亮点，对冲下行风险，经济整体呈现 Q3 高 Q4 低的走势。购置税减免透支汽车消费的影响开始减弱，预计下半年汽车消费将有所回升。房地产施工回补将支撑地产投资，而政策对基建及投资存在二次支撑。	宽松政策将延续。持续上升的通胀和承压的经济令货币政策进退维谷，下半年看到加息或者降息这类“大招”的概率较低，预计政府会继续运用定向宽松工具投放流动性。而减税降费政策仍需传导时间。	1. 上行因子：更大力度的减税降费政策出台，包括但不限于个税、企业税及关税的调降；贸易关系出现显著缓和。 2. 下行因子：专项债额度提前耗尽，且无后续政策补充，制约基建的投放；贸易摩擦加剧；农产品价格快速上升，通胀破三，倒逼加息。
美国：经济不确定性增加，美联储首次降息概率上升	下半年经济增速放缓概率加大。对部分产油国的制裁恐会进一步干扰油价，对美国国内经济产生更多负面效应。而与中国等国家的贸易摩擦恐更是弊大于利的做法。不过，因上半年基本面情况尚可，下半年爆发全面的危机可能性不大。	多信号表明美联储在下半年进行首次降息的概率在上升。一旦确认，是开启新一轮的降息周期还是对经济的适度调节有待进一步考证。目前来看，美国经济并不至于急速恶化，因此下半年多次降息的可能性相对较小。	1. 上行因子：贸易问题偃旗息鼓，全球需求回升；美国基建计划快速落地。 2. 下行因子：贸易摩擦加剧，经济制裁更甚，对全球范围内的需求造成更大的打击；通胀急速上升，为抑制通胀美联储再度加息，令信贷及流动性进一步承压。
欧元区：政治局势波澜不断仍是经济复苏掣肘因素	下半年经济大概率延续疲软之势。制造业景气指数已连续长时间位于萎缩区间内，并在短时间内看不到实质上升的可能。下半年欧洲多国的大选拉开大幕，对于经济及金融市场又会制造更多的风险。	上半年两度调整预期指引，将低利率保持到至少明年上半年。但 TLTRO-III 的利率将比主要再融资利率高 10 个基点，令政策不至太过鸽派。下半年行动将取决于经济数据表现，技术上有可能重启量化宽松或定向宽松。	1. 上行因子：和美国之间的贸易谈判进展顺利，外需回升。 2. 下行因子：英国新首相主导硬脱欧，欧盟制裁令意大利经济停滞或衰退。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观组：

研究员
尹丹
0755-23991697
yindan@citcifs.com
从业资格号 F0276368
投资咨询号 Z0011352

研究员
蔡劭立
0755-82537903
caishaoli@citcifs.com
从业资格号 F3010006
投资咨询号 Z0012616

联系人
罗奂劼
021-60812979
luohuanjie@citcifs.com
从业资格号 F3016675

目 录

一、综述：基于信贷周期对主要经济体的展望	4
二、中国：稳增长政策延续，消费投资或有新亮点	5
2.1 经济展望：稳增长政策发力，对冲下行风险	5
2.1.1 专项债转资本金将对基建形成二次提振	6
2.1.2 施工回补稳定地产投资	8
2.1.3 制造业受贸易摩擦拖累	10
2.1.4 多因素助力消费企稳	11
2.2 政策展望：通胀可控，宽松政策延续	12
2.2.1 通胀：猪瘟疫情加剧供需不平衡	12
2.2.2 货币政策：宽松倾向下半年将延续	13
2.2.3 财政政策：减税降费需要观察期	15
三、海外经济：下半年下行风险恐加大，美联储政策正酝酿转折	16
3.1 上半年回顾：美国经济一枝独秀，欧洲经济步履蹒跚	16
3.1.1 美国经济一枝独秀	16
3.1.2 欧洲经济步履蹒跚	19
3.2 下半年危机四伏	20
3.2.1 美国：福兮祸之所依	20
3.2.2 欧洲：家家有本难念的经	28

图表目录

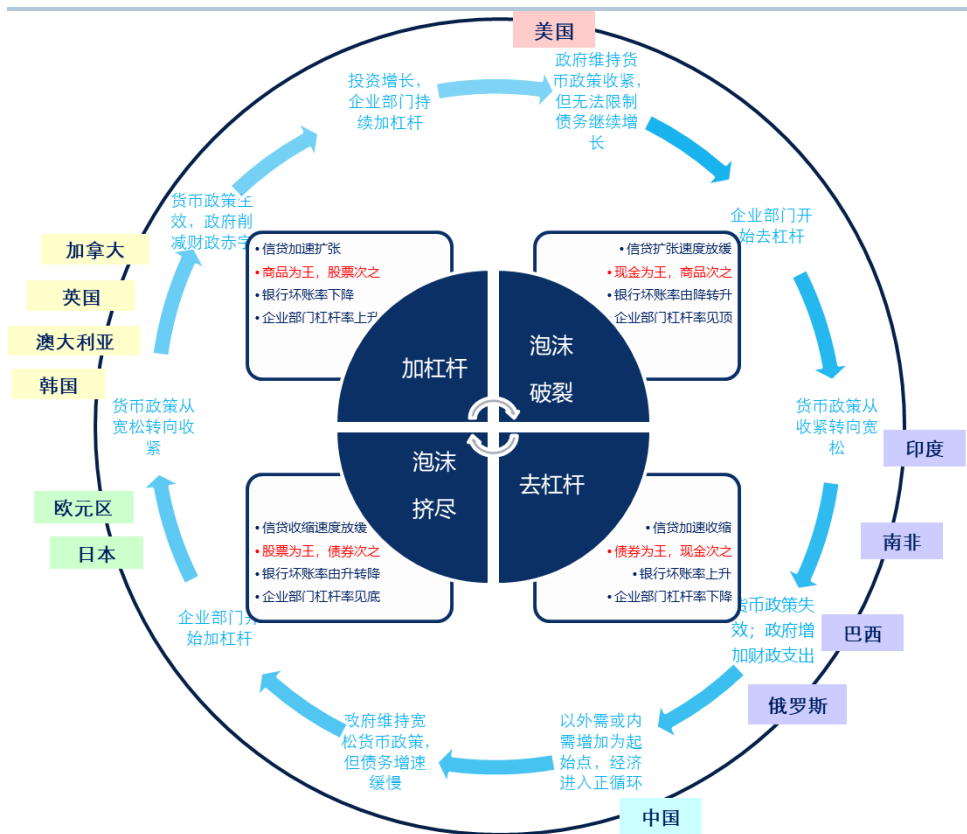
图 1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置	4
图 2：上半年地方专项债的发行结构占比	6
图 3：预计 2019 年基建投入资金增长 13.7%	7
图 4：国家预算内资金相对稳定	7
图 5：国内贷款近几年相对稳定	7
图 6：基建投资累计同比的季节性	8
图 7：地方债+专项债发行的季节性	8
图 8：近期各线城市房价指数有所回升	8
图 9：土地购置费在整体投资占比仍高	8
图 10：因城制宜：以苏州的房价调控措施为例	9
图 11：近期各线城市房价指数有所回升	9
图 12：近年竣工面积持续低于期房销售面积	9
图 13：工业增加值和出口金额增速高度相关（剔除春节因素）	10
图 14：2018 年后限额以上企业出口交货值进一步下降	10
图 15：制造业设备投资增速跌至负数	10
图 16：工业企业产成品库存保持低位	10
图 17：2018 年社会零售销售结构	11
图 18：对比历史的汽车购置税优惠演变	12
图 19：房地产施工的回补也会刺激房地产的相关消费	12
图 20：猪瘟疫区是的猪价持续抬升	13
图 21：仔猪利润高企说明市场补栏需求较大	13
图 22：央行公开市场操作净投放量	14

图 23:地方债的到期量和偿还量	14
图 24:定向工具的到期量和偿还量	14
图 25:同业存单的到期量和偿还量	14
图 26:历年通胀突破 3%后, 央行往往也进入加息阶段	14
图 27:税改对经济存在多种可能的传导路径	15
图 28:改善型消费提振不明显	15
图 29:制造业再投资意愿较低	15
图 30:美国 5 年季度 GDP 变化	17
图 31:美国 5 年失业率变化	17
图 32:美国 5 年季度 GDP 构成情况	18
图 33:美国 ISM 制造业 PMI	18
图 34:美国 ISM 制造业 PMI 季节性表现	18
图 35:欧盟及前三大经济体经济同比增速对比	19
图 36:欧元区及主要成员国制造业 PMI	20
图 37:一战结束后的贸易战开后通胀显著上升	22
图 38:贸易战最终将美国经济拖入大萧条	22
图 39:日美贸易战升级引发恶性通胀	23
图 40:金融市场遭灾之后, 美国经济亦受沉重打击	23
图 41:中美贸易关系的三条不同路径	24
图 42:通胀表现不及预期	25
图 43:企业扩张意愿开始退潮	25
图 44:就业数据出现松动	25
图 45:10y-2y 和 10y-3m 美债收益率倒挂不断加深	25
表 1: 下半年主要经济数据预测	5
表 2: 2019 年自筹资金测算	7
表 3: 当前“三档两优”的存款准备金制度	13
表 4: 2019 年上半年美国实施经济制裁一览	21
表 5: 油价上涨产生的后续影响	22
表 6: 贸易摩擦加剧对美国经济以及金融市场的影响	23
表 7: 美联储 2019 年议息会议利率调整概率跟踪	26
表 8: 1980 年至今美联储 4 轮较大降息	26
表 9: 美联储首次降息对美国股票市场的影响	27
表 10:美联储首次降息对 1 年期美国国债收益率的影响	27
表 11:美联储首次降息对 10 年期美国国债收益率的影响	27
表 12:美联储首次降息对美元指数的影响	27
表 13:美联储首次降息对大宗商品的影响	28

一、综述：基于信贷周期对主要经济体的展望

信贷周期，是指社会整体在内生和外生的机制、因素的合力下所形成的信贷收缩和信贷扩张的循环往复的现象。将整个信贷周期分为“加杠杆-泡沫破裂-去杠杆-泡沫挤出”四个阶段，分别可对应经济周期理论中“复苏-繁荣-衰退-萧条”四个经济阶段。在四个阶段中，公共部门和私营部门的表现也呈现出周期性的特征。基于各经济体在信贷周期中所处的位置，我们就可以对该经济体未来的运行形势以及可能出台的相应政策加以预判。

图1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置



资料来源：中信期货研究部

从我们关注的三大经济体来看，**中国稳增长政策延续，消费投资或有新亮点。**基建对冲经济下行，宽松政策延续但空间受限。面对中美贸易前景不明朗，政府稳增长力度预计有所加大，专项债充当资本金的政策出台预示着基建将再度扛起稳增长的重任；地产投资受到施工回补的支撑；贸易摩擦使得制造业持续承压；整体消费稳中有升。通胀风险可控，但也对宽松政策空间形成制约。

美国经济增长会低于上半年，放缓至3%以下。（1）美国政府受限于财政赤字和“分裂”的国会，推出财政刺激政策将面临阻力。（2）关税摩擦成为影响个人和企业预期的最主要原因，其负面效应已经开始在个人消费支出和企业用工方面逐渐体现。（3）除贸易摩擦带来的外部压力之外，美国企业杠杆高企则是其内部威胁，实际利率处于过去10年以来的高位，将对债务负担严重和现金流薄弱的企业带来巨大资金威胁。尽管上半年美国经济表现尚可，但危机的阴影已经越来越明显。

欧洲政局波澜不断是今年上半年其经济增长的掣肘因素，下半年还将继续阻碍经济发展的进程。欧洲整体失业率相比欧债危机时已经降至低位，内部经济基础相对欧债危机时期显然更加牢固，但是从地缘政治的角度来说，欧洲面临内忧外

患的局面：从内部而言，德法两国自顾不暇，对欧洲的政治和经济的火车头效应减弱，英国首相之位空悬，尘埃落定之后对英国脱欧谈判的影响尚未可知，意大利预算问题或将引发欧盟对其制裁；从外部而言，美国在贸易方面正四处点火，欧美贸易谈判也尚未明朗化。

三大经济体在政策上的鸽派倾向将比上半年更加明显。中国会尽量避免使用总量政策，而是采取少吃多餐的方式进行预调微调；欧洲则会采取按兵不动的态度，维持当前的低利率至明年上半年，并对更多宽松政策保持开放态度；来自经济和金融市场的多个信号表明，美国的加息概率已经扭转成为降息概率，如果下半年开启首次降息的窗口，对全球金融市场的边际效用相比中国和欧洲央行更甚：全球实际利率上行的势头将会受到抑制，对利率最为敏感的债券市场将会获得利好，美元指数也会出现较大的下行压力。但是实体经济各个部门大概率不会因美联储首次加息而立刻进入加杠杆，反而会因美联储的行为坐实美国经济转弱的预期，去杠杆的步伐反而会有所加快，经济下行的压力将延续，反过来迫使美联储变得更加鸽派。

二、中国：稳增长政策延续，消费投资或有新亮点

2.1 经济展望：稳增长政策发力，对冲下行风险

下半年基建有望再度对冲经济下行，宽松政策延续但空间受限。面对中美贸易前景不明朗，政府稳增长力度预计有所加大，专项债充当资本金的政策出台预示着基建将再度扛起稳增长的重任；地产投资受到施工回补的支撑；贸易摩擦使得制造业持续承压；整体消费稳中有升。通胀风险可控，但也对宽松政策空间形成制约，政府需要进一步观察减税降费政策的效果，下半年再出台全面减税降费政策的概率较低，预计将通过其他政策对此加以补足。

表1：下半年主要经济数据预测(单位：%)

经济分项	2019Q4 (F)			2019Q3 (F)			2019Q2			2019Q1		
	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月 (F)	5月	4月	3月	2月	1月
规模以上工业增加值	3.8	3.8	4	4.8	5	6	7	5	5.4	8.5	3.4	6.8
社会消费品零售总额	10	9.8	9.4	9.5	9.4	9.2	9	8.6	8.0	8.3	8.2	--
基建投资(不含电力)	10	11	12	10	7	8	5	4.0	4.4	4.4	4.3	--
房地产投资	10	12	12.5	12.8	12.4	12.2	12.0	11.2	11.9	11.8	11.6	--
制造业投资	3.2	2.8	3.0	3.4	2.8	2.4	2.5	2.7	2.5	4.6	5.9	--
进口	4	3.5	3	2.2	1.0	-1	-2	-3.7	-2.5	-4.7	-3.0	-1.4
出口	-5	-5	-4	-1.5	-0.5	2	3	0.4	0.2	1.3	-4.6	9.3
CPI	2.3	2.5	2.7	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7
M2	8.2	7.8	8	8.7	8.7	8.5	9	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4
GDP 增速	6.3			6.4			6.3			6.4		

资料来源：Wind 中信期货研究部

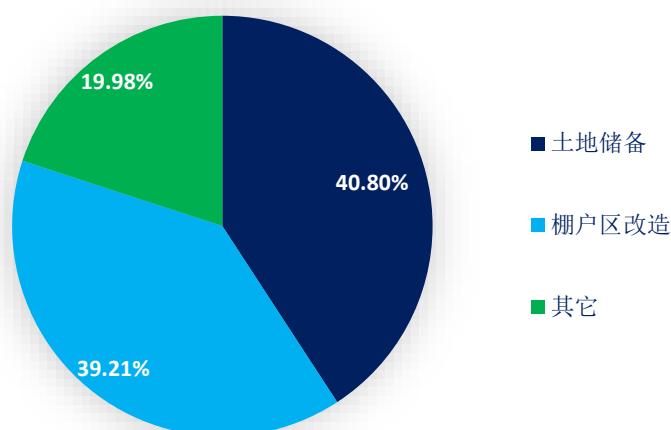
2.1.1 专项债转资本金将对基建形成二次提振

2019年6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。其中有两大重要限制：1、要求项目要有营利性，而且营利不能仅限于政府的盈利，需要符合“专项债+社会融资”模式的特征；2、要符合政府“重大项目”要求，如重大战略的地方项目，十三五规划的项目等。**截至5月底政府债券发行量达到1.93万亿，占全年债务限额的63%，债务限额的提前使用也使得政府出台专项债相关政策，为基建保驾护航。**

2019年地方专项债额度发行目标为2.15万亿，截至6月12日地方政府累计发行额度为9779亿，剩余1.17万亿的额度。结合基建分项专项债占比为20%，那么专项债中可用于基建部分资金约2344亿，假设专项债中用于基建资金有一半归属重大项目，那么可增加资本金约1172亿，根据目前基建项目资本金要求20%-25%，4-5倍杠杆下，**本次调整可拉动4688-5860亿元，折合拉高基建投资增速2.7%-3.4%。**

图2：上半年地方专项债的发行结构占比

单位：%

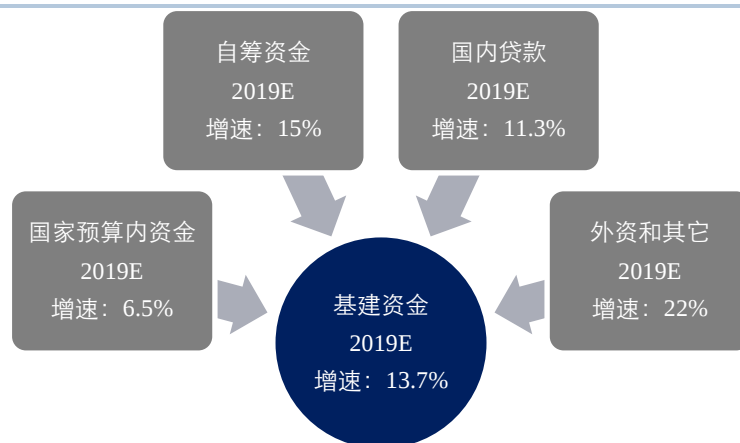


资料来源：Wind 中信期货研究部

通过资金来源测算，预计2019年全年基建增速为13.7%。固定资产投资的资金来源分为五大部分，分别是国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金。2019年政府财政支出目标为23万亿，增长6.5%，因此推测国家预算内资金增长6.5%，国内贷款和其他资金受当前政府调控影响，预计增速将延续此前承压的态势，同样取最近1年的平均增速分别为11.3%、22.2%。对于占比达60%的自筹资金，在2019年半年报中我们通过对自筹资金构成分项的具体剖析，测算出自筹资金增速为13.7%。

需要提到的是，三季报对于二季报测算最大的不同点在于将采用的平均增速从近三年转为近一年，原因是对于基建来说近三年均处于下跌趋势，取3年平均存在高估增速的可能。

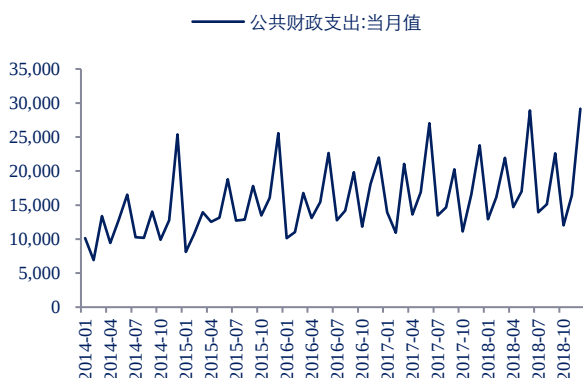
图3: 预计2019年基建¹投入资金增长13.7%



资料来源：中信期货研究部

图4: 国家预算内资金相对稳定

单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图5: 国内贷款近几年相对稳定

单位：亿元

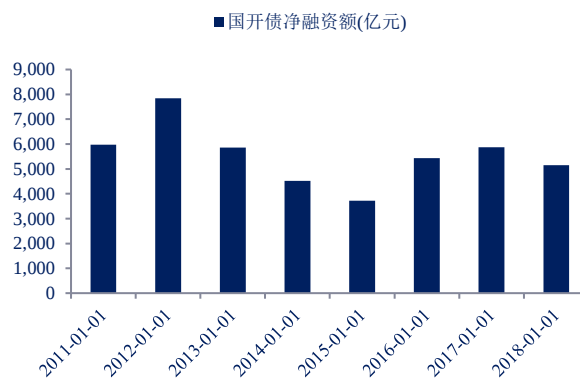


表2: 2019 年自筹资金测算

自筹资金测算							
时间	指标	地方政府新增专项债	PPP 基建行业 ² 投资额	地方政府性基金支出	新增委托信托	城投债净融资额	铁道债净融资额
2018	金额 (亿元)	13,877	69,870	77,473	-22,968	6,597	1,150
	同比 (%)	39%	-3%	33%	-176%	16%	-20%
2019E	金额 (亿元)	21,500	76,857	77,000	-16,078	7,323	1,530
	同比 (%)	55%	10%	0%	-30%	11%	33%

资料来源：财政部 发改委 Wind 中信期货研究部

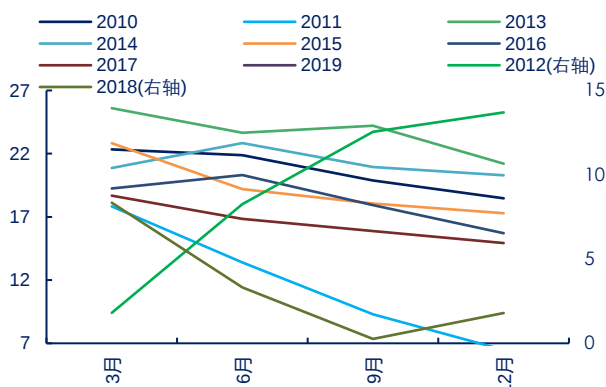
受基建施工条件和财政效应的影响，基建投资呈现一、二季度逐渐走高，三、四季度逐渐走低的季节性。首先基建主要是室外工程，温带国家冬季气温及天气大多不适宜室外作业，其次政府财政年往往在开年时冲量、在年末则易受预算限制，可以通过地方债+地方专项债的发行量管窥一二，因此基建投资呈现一、二季度逐渐走高，三、四季度逐渐走低的季节性。

¹ 基建投向的行业包括：电力燃气水的生产供应、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业

² PPP 基建行业包括：能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护

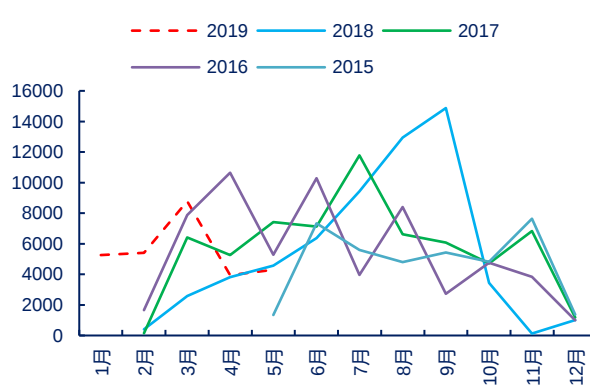
受低基数效应的影响,基建投资从当前的增速上升至13.7%的测算目标并不困难。统计局最后一次公布基建投资完成额为2017年全年额度录得17.3万亿,而根据后续统计局公布的基建投资分项增速可推算得2018年全年的基建投资完成额为17.78万亿,若2019年要实现13.7%的基建投资增速,则要求全年增长2.43万亿。通过测算,今年全年专项债额度为2.15万亿,20%的基建项目占比,假设其中一半为重大项目可充当资本金,按4倍杠杆计算,累计可拉动1.075万亿的基建投资,另外政府今年的棚改目标几近腰斩也就意味着今年基建项目在专项债占比大概率会超出20%,结合地方政府本身的财政支出,今年基建实现2.43万亿的增量并不困难。

图6: 基建投资累计同比的季节性 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图7: 地方债+专项债发行的季节性 单位: 亿元



2.1.2 施工回补稳定地产投资

随着去年下半年开始的一系列稳增长政策的落实和传导,各地的房价和土地成交价出现再度抬升的苗头。对此,从今年4月份开始,中央和各部委多次强调楼市的调控方向,强调“住房不炒”,引发市场对地产新一轮调控的担忧。4月19日,住建部对房价、地价波动较大的6个城市进行了预警提示,5月18日再对4个城市进行了预警。此外,苏州两次从房价和地价的角度加大房地产市场调控。但我们认为,地产政策再度进入全国普遍收紧的概率较低。

图8: 近期各线城市房价指数有所回升 单位: %

—— 70个大中城市新建商品住宅价格:环比:上涨城市数

图9: 土地购置费在整体投资占比仍高 单位: %

—— 土地购置费占整体投资比例

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_11960

