



宏观经济季度报告

Macroeconomic Quarterly Report

2019Q2

平安证券研究所 宏观研究团队 2019年4月1日

张明 陈骁 魏伟 杨璇 薛威 郭子睿

请务必阅读正文后免责条款

增长预期全球降 中国稳 增量配置外避险内风险

摘要

2019 年二季度，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：全球经济同步下行，货币政策协同趋松。2019 年全球经济将由分化转为同步下行，全球各大央行货币政策重新趋于宽松。美国经济高位回落，但失速下行概率不大，美联储由鹰转鸽；欧元区内忧外患，恐持续走弱，英国经济面临脱欧前景的不确定性，可能给英国与欧元区带来额外冲击；日本经济将震荡走弱，新兴市场将继续分化。综合来看，全球经济下行趋势难阻。

趋势二：全球地缘政治格局的不确定性加剧。美国战略收缩与两党博弈带来了美国对外控制力减弱，引发了包括中东地区、朝鲜半岛、拉丁美洲地缘政治局势的升温；英国脱欧陷入僵局，加剧了欧洲地缘政治的不确定性。另外，美国国内两党博弈升级、法国黄马甲运动、欧洲议会选举与可能进行的德国大选更是增加了发达国家内部的政治不确定性。

趋势三：国内经济预期改善，宏观政策温和发力。短期中国经济仍然存在下行压力，但回落幅度有限；随着稳增长逆周期调控政策效应逐步显现，中国经济增长速度有望在年内二三季度企稳。预计 2019 年 GDP 增速呈现“前低后高”的态势，全年增速在 6.2-6.3%左右。

趋势四：A 股中期向好，短期波动加剧。A 股市场 2019 年初以来的大幅上涨主要源于：投资者风险偏好提升、经济预期改善、资本市场改革提振信心；但背后的隐忧在于：A 股盈利增速仍处下行周期、产业资本大幅减持、垃圾股炒作。随着后续宏观经济与上市公司经营数据的公布，市场行情将更关注基本面；这也意味着市场将由普涨转为个股分化，对于业绩超预期的蓝筹和有基本面支撑的成长股更具有投资价值。

上述四大趋势有望导致如下结果：一是总体来看，中国的风险资产表现好于全球，因此全球资产配置应着力配置避险产品，而中国的资产配置可以适当向股权与高等级信用债倾斜；二是从中国国内来看，宏观经济基本面下半年将会好于上半年，这可能造成下半年股市好于债市，大宗商品走势下半年优于上半年，而债市下半年不如上半年。换言之，从第二季度起，国内资产配置也可以更多由避险资产适度转为风险资产。

目录

1. 引言	5
2. 趋势一：全球经济同步下行，货币政策协同趋松	6
2.1 近三年全球经济形势迥异，从复苏逐渐步入下行	6
专栏 1：美国长短期国债收益率倒挂，这次会不一样吗？	7
2.2 美国经济高位缓慢下行，欧洲经济形势相对较差	10
3. 趋势二：地缘政治不确定性加剧	13
3.1 美国对外控制力减弱致全球地缘局势升温	13
3.2 英国无协议脱欧概率提升	14
4. 趋势三：国内经济预期改善，宏观政策温和发力	16
4.1 顺差收窄消费低迷，短期下行压力仍存	16
4.2 短期下行幅度有限，经济预期改善	18
5. 趋势四：A 股中期向好，短期波动加剧	20
5.1 中国股市年初上涨源于预期修复	20
5.2 中国股市本轮急涨行情背后的隐忧	21
专栏 2 粤港澳大湾区及其投资机遇	22
6. 结论：二季度宏观形势与大类资产配置	25
6.1 国内大类资产配置	25
6.2 海外大类资产配置	25

图表目录

图表 1. 全球经济内生动力持续趋弱，贸易在全球 GDP 中占比下降	7
图表 2. 三个月与十年美国国债收益率倒挂后，经济危机往往随之而来.....	8
图表 3. 政府高杠杆与股市高估值可能成为压制美国经济的两大重要因素	10
图表 4. 欧元区在主要经济体中表现弱势	11
图表 5. 日本出口受到明显冲击.....	12
图表 6. 部分新兴经济体的外资依赖度较高	12
图表 7. 全球不确定性指数大幅攀升	13
图表 8. 霍尔木兹海峡是海湾国家海上石油输出要塞.....	13
图表 9. 英国脱欧大事记	15
图表 10. 三大因素将导致 2019 年出口增速不容乐观.....	16
图表 11. 城镇和农村家电保有量对比.....	17
图表 12. 固定资产投资仍然存在下行压力	18
图表 13. 金融数据反弹，信用环境逐渐改善	19
图表 14. 2019 年积极财政政策力度较大.....	19
图表 15. 科创板设立大事记	20
图表 16. 2019 年初 A 股市场的急涨行情下存在几点隐忧.....	22
图表 17. 粤港澳大湾区不同阶段的投资机会	24

1. 引言

2019 年二季度，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：全球经济同步下行，货币政策协同趋松。2017 年全球经济协同复苏，2018 年全球经济出现明显分化，美国经济一枝独秀，非美经济体复苏趋弱。进入 2019 年后，美国经济出现高位回落迹象，全球经济由分化转为同步下行。美联储由鹰转鸽，全球各大央行货币政策重新趋于宽松。展望未来，美国经济将自高位缓慢回落，失速下行概率不大；欧元区经济在内忧外患的冲击下恐持续走弱，英国经济面临脱欧前景的不确定性，这可能会给英国与欧元区带来额外的冲击；日本经济在低通胀叠加极度宽松政策环境下受全球经济下行冲击将震荡走弱。新兴市场将继续分化，内需空间大小与外资依赖度程度将成为新兴市场能否抵抗全球经济下行冲击的关键指标。综合来看，全球经济下行趋势难阻。

趋势二：全球地缘政治格局的不确定性加剧。美国战略收缩与两党博弈带来了美国对外控制力减弱，引发了包括中东地区、朝鲜半岛、拉丁美洲地缘政治局势的升温；英国脱欧陷入僵局，4 月 12 日前需向欧盟表明如何解决脱欧问题，加剧了欧洲地缘政治的不确定性。另外，美国国内两党博弈升级、法国黄马甲运动、欧洲议会选举与可能进行的德国大选更是增加了发达国家内部的政治不确定性。

趋势三：国内经济预期改善，宏观政策温和发力。从需求端来看，中国贸易顺差受制于外需疲软和关税影响渐显可能显著收窄，消费受制于居民可支配收入增速的放缓和居民杠杆率的高企可能继续低迷，固定资产投资缓慢爬升，但下行风险较大，短期经济下行压力仍在。2019 年政府工作报告将全年经济增长目标定为 6-6.5%，将经济增速设为更有弹性的区间目标制意味着中央政府对宏观经济增速下行幅度的容忍度有所提高，也说明政府不会让经济运行滑出合理的区间，这有助于稳定市场预期。随着稳增长政策效应的逐步显现，短期下行幅度料将有限。一方面，基建的反弹有助于对冲经济下滑幅度。制造业投资增速和民间资本投资增速受益于增值税率超预期下调有望得到提振。另一方面，1-2 月社融存量增速出现企稳迹象，说明货币政策从“宽货币”向“宽信用”的传导效果也逐渐体现。我们认为中国经济增长速度有望在年内二三季度出现企稳迹象，预计 2019 年 GDP 增速会呈现

“前低后高”的态势，全年大概在 6.2-6.3%左右。

趋势四：A 股中期向好，短期波动加剧。受流动性宽松的预期，全球投资者的风险偏好上升，2019 年以来全球主要经济体的股票市场出现普涨，其中中国 A 股市场表现最为亮眼。我们认为导致上证 A 股自 2019 年以来大幅上涨的理由主要包括：第一，受全球流动性宽松的预期和中美贸易摩擦短期有望达成协议，国内投资者风险偏好上升。第二，短期经济虽然存在下行压力，但下行幅度有限，市场对经济的预期逐渐改善。第三，资本市场的改革举措提振市场信心。第四，在 2018 年年底，股债性价比已经处于历史较高水平，股票市场具有配置价值。在 2019 年 A 股急涨的行情中，从各细分龙头到低股价、小市值公司均录得较大涨幅。在快速上涨的背后，我们也可以窥见几点隐忧：第一，当前 A 股盈利增速仍处在下行周期，A 股的齐涨缺乏基本面的支撑。第二，在当前 A 股上涨过程中产业资本大幅减持。第三，本轮股市的上涨伴随着垃圾股的炒作。我们认为在本轮市场普涨的行情中，更多的是受风险偏好提振和估值修复的驱动。随着 2018 年年报和 2019 年一季报的陆续披露，市场行情将更多的关注基本面，由预期转向基本面的验证，这也意味着市场将由普涨转为个股分化，对于业绩超预期的蓝筹和有基本面支撑的成长股更具有投资价值。

海外大类资产配置上，避险资产走势将整体优于股票与大宗，债券以美国与除马来西亚、土耳其与印尼外的亚洲新兴市场国债与高等级信用债为优；股票主要关注以除马来西亚、土耳其与印尼外的亚洲大多新兴经济体股市；汇市关注具有避险属性的日元与瑞郎；大宗二季度看多黄金等贵金属，看平原油，看空工业金属。

国内大类资产配置上，2019 年整体看好股票市场，但短期波动将加大，业绩超预期的蓝筹和有基本面支撑的成长股更具投资价值；考虑经济的逐渐企稳，下半年 A 股的上涨将更加稳健。10 年期国债收益率进一步下行的空间有限，利率债上半年表现好于下半年；高等级信用债的投资价值值得挖掘。一线城市和热门二线城市的房地产调控大概率不会大幅放松，房价处于高位盘整态势；三四线城市房地产价格存在较大的调整压力。

2. 趋势一：全球经济同步下行，货币政策协同趋松

进入 2019 年后，全球经济转为同步下行，货币政策趋向协同宽松；欧元区经济下行趋势明显，美国经济也有高位回落的态势，全球经济整体形势不容乐观。

2.1 近三年全球经济形势迥异，从复苏逐渐步入下行

自 2008 年全球金融危机爆发后，全球各大央行采取的量化宽松政策终于使全球经济在 2017 年开始出现协同复苏景象，长达近十年的量宽也有即将退出历史舞台的迹象。但好景不长，2018 年全球经济重新出现分化，美国经济虽然延续增长，且受税改提振甚至一度有过热风险，但属于一枝独秀；同时期的欧元区、英国、日本等非美经济体均出现了景气持续回落的现象，温和下行态势明显。进入 2019 年以来，不仅欧元区、英国、日本等非美经济体经济下行趋势未能扭转，而且美国经济也开始出现触顶回落的迹象，全球经济转为同步下行。

2017-2019 这三年全球经济形势迥异，走过了“**协同复苏一出现分化一同步回落**”的过程，这说明 2017 年全球经济协同复苏并非源自经济内生动力恢复，更多是依赖全球各大央行宽松政策的刺激，所以在宽松政策逐步退出或即将退出时，全球经济出现分化并开始回落。考虑到美国经济在常态加息过程中仍维持了相对强劲的增长，所以在全球经济内生增长动力持续偏弱的背景下，美国经济内生增长动力相对较强，而目前经济陷于困境的欧元区经济内生增长动力相对较弱。

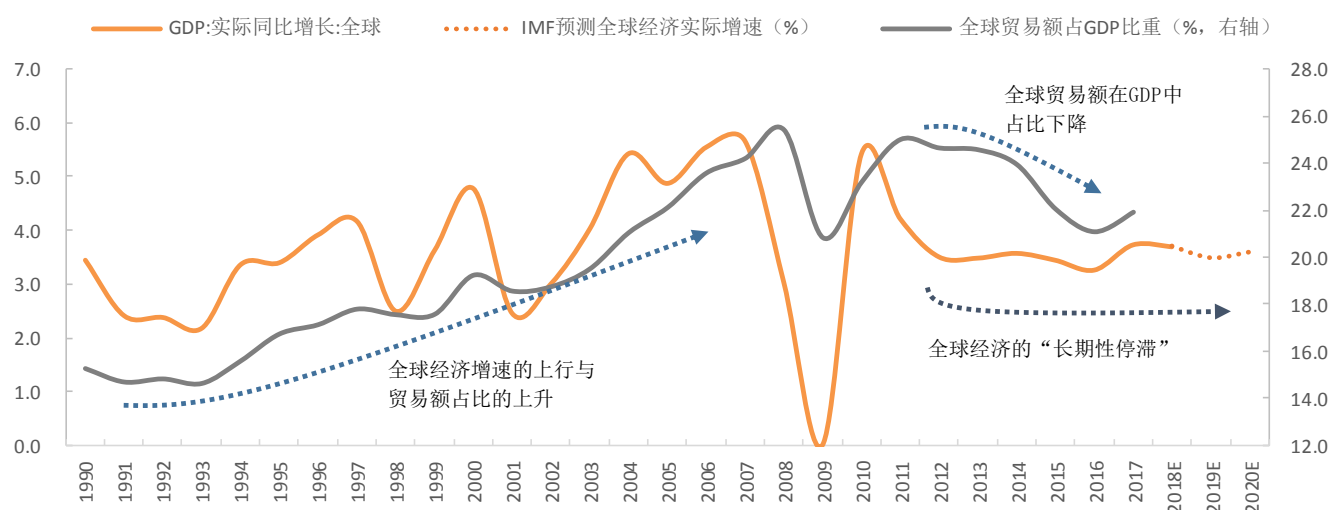
从全球经济内生增长动力的角度看，经济全球化与贸易自由化是 20 世纪 90 年代至 21 世纪初全球经济持续增长的源动力，在这个过程中，贸易与投资的自由化给供应链布局的

全球化带来了动力与支撑，而供应链布局的全球化则使得各经济体的比较优势得以充分发挥，加上 IT 与互联网技术在该阶段的逐步发展与成熟，全球经济的生产率在这个过程中震荡提升。但是随着经济全球化与贸易自由化的继续推进以及供应链的全球化布局进一步深入，其带来的负面冲击也愈发显著，国家之间、一国各阶层民众之间的贫富分化日趋严重，2007 年次贷危机及其蔓延引发的 2008 年全球金融危机则使得上述负面冲击更加显性化，这导致经济全球化与贸易自由化遇到了更大的阻力。从数据图表上也可以看出，全球贸易额占 GDP 比重在 2008 年后开始震荡回落，这直接导致了全球经济内生增长动力的衰减，学界对全球经济的描述也越来越多的使用“长期性停滞”一词。伴随着全球经济内生动力的逐渐衰减，贸易保护主义、民族主义、民粹主义也开始有抬头的迹象，且其具有极强的传染能力和自我强化功能，这进一步阻碍了经济全球化与贸易自由化的进程。

展望未来，在贸易保护主义、民族主义、民粹主义仍在发酵的背景下，经济全球化与贸易自由化受到的阻碍难以减轻，全球贸易增速可能低于全球经济增速。加上第四次工业革命尚处孕育期，全球经济内生增长动力趋弱大概率仍将延续。考虑到近期 3 个月与 10 年期美债收益率出现倒挂，而近四十年该指标预示经济危机的作用从未失效，所以我们需要对未来 1-2 年全球经济可能面临的经济金融危机保持警惕。

在全球经济下行压力增大的背景下，全球各大央行货币政策将由 2018 年的分化重新走向趋于宽松。其中美联储年内将暂停加息，并在 9 月末停止缩表；欧央行重启定向长期再融资操作（TLTRO）；其余央行纷纷实施宽松的货币政策。汇率方面，美元指数受美国经济高位回落的压制与欧元区经济下行带来的支撑将维持在 96 左右盘整，欧元兑美元整体趋弱，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趋弱，贸易在全球 GDP 中占比下降



资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

专栏 1: 美国长短期国债收益率倒挂，这次会不一样吗？

2019年3月22日，3月期和10年期美债收益率出现倒挂。由于该利率倒挂现象在过去四十年对经济金融危机有极强的预示性，所以引发了市场对未来可能爆发经济金融危机的担忧。同时，市场上也出现了一些不同的声音。我们的观点是历史虽然不会简单重复，但历史规律仍然值得敬畏与警惕。

1、历史的轮回：经济危机到来前的“魅影”——利率倒挂

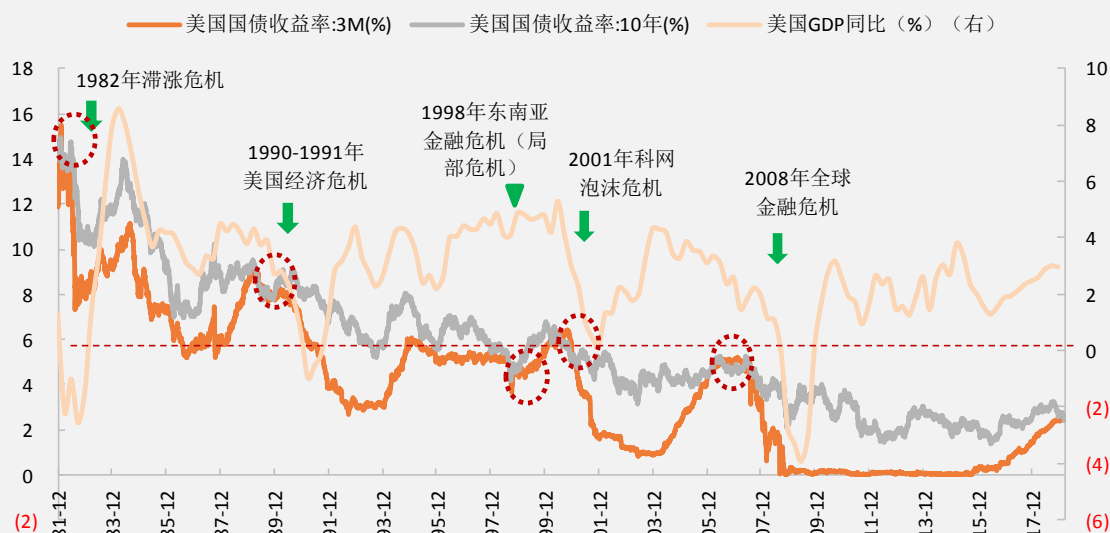
从1980年至今约40年时间里，美国3月期和10年期国债收益率共出现了6次。除本次外，其余发生时间分别在1982年2月、1989年3月-12月、1998年9月-10月、2000年4月-2001年2月，2006年1月-2007年8月，全球性或区域性重大经济金融危机无一例外地在之后不久发生，对应的经济金融危机分别为1982年滞胀危机、1990-1991年美国金融危机、1998年东南亚金融危机、2001年科网泡沫破裂引发的经济金融危机以及2007年次贷危机引发的2008年全球性经济金融危机。2019年3月22日再次出现该现象引发了市场对未来可能再次陷入经济金融危机的担忧与恐慌，当日，包括美股在内的全球风险资产也大幅下滑，黄金等避险资产价格有所上扬。

从历史经验可以发现，自牙买加体系确立之后，美国本土爆发的经济金融危机往往会蔓延到全球，而非美国本土爆发的经济金融危机更多被限制在局部，蔓延的广度与影响的深度较前者均有一定差距。这与美元霸权及其带来的美联储在货币政策上的独立性，而非美经济体则面临三元悖论有关。从利率倒挂的时长与随后的经济金融危机的影响程度可以得出3个月与10年期美债收益率倒挂持续时间或频繁出现时段越长，随后到来的经济金融危机的蔓延广度与冲击强度往往会越大，而利率倒挂结束的时点往往就是经济金融危机爆发并加速蔓延的时候。

从驱动因素看，长端收益率主要受市场对未来经济的预期变化驱动：若经济预期向好，长债收益率会有所上行；反之，市场对未来经济前景担忧加深，长债收益率则会下行。短端收益率则主要受流动性松紧程度影响，往往与美联储执行的货币政策关联紧密：若美联储采取加息或缩表等紧缩性货币政策，短端利率受流动性趋紧冲击而有所上行；反之，美联储采取降息或扩表等宽松货币政策，短端利率在流动性趋宽松的背景下则会下探。也存在其他情况，当社

会对美元的流动性偏好加强时，即使美联储货币政策维持不变，市场的流动性也会趋紧，这会导致短端利率上行。所以，长短期国债收益率倒挂的现象本身就意味着市场对未来经济的担忧在加深，中长期贷款对于资金的吸引力在下降，而流动性偏好在加强，长短期国债利率倒挂作为经济金融危机的预警是有逻辑支撑的，近四十年的历史经验也表明长短期美债利率倒挂的预警作用尚未出现错误。3月期和10年期美债收益率倒挂就像历史轮回中经济金融危机的“魅影”，往往在经济危机到来之前先行出现。

图表2. 三个月与十年美国国债收益率倒挂后，经济危机往往随之而来



资料来源：Wind，平安证券研究所

2、这一次会是例外？有可能，但仍需警惕

既然利率倒挂是历史轮回中经济金融危机的“魅影”，从逻辑上看，也就可以得出利率倒挂是经济危机爆发的必要条件，但不一定是充分条件的结论。所以还是存在这一次是例外的可能性。市场上对此有诸多解释，我们从中选取了两种代表性论点——缩表论与量宽论，并分别进行评述。

部分市场人士认为，3月21日美联储释放超预期的暂停缩表言论是引发利率倒挂的直接原因——由于美联储决定从5月开始放缓缩表并在9月末停止缩表，导致在长期流动性趋宽的同时，短期流动性仍偏紧，这就带来短端利率相

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_13397

