



稳增长渐进发力，经济或先降后稳

——2019年宏观经济年度报告

中航证券金融研究所

符旻 证券执业证书号：S0640514070001

电话：010-64818473

邮箱：fuyyjs@avicsec.com

宏观深度报告

2019年1月28日

主要观点：

- **2019年全球经济格局可能从2018年美国一枝独秀的局面变为全球同步回落。**OECD领先指标和制造业PMI显示全球经济复苏已经见顶，主要经济体复苏进程将会转弱。美国国债期限利差对未来经济走势有一定的指示意义，参考历史经验，当出现长短端收益率倒挂后，将大概率出现经济增速放缓，货币政策由加息转向降息，而目前长短端收益率已经十分接近倒挂。从本轮利差波动周期持续时间来看，本轮周期也已处于尾声，2019年有望见到期限利差的拐点，其也对应着后续将出现经济下行以及货币政策的拐点。
- **预计美元指数会有回落，但不会趋势性下行。**美元指数的波动基本由欧元兑美元汇率决定，美国与欧元区的长债利差可以视为美元指数的高频领先指标，随着市场对美国经济和通胀预期的回落，美国长债收益率下行有望带动美欧利差进一步回落，这或将带动美元指数继续走弱。但2019年欧洲经济表现预计并不会比美国更好，2018年美强欧弱的格局会有一些的弱化，但大概率不会反转。因此美元指数预计会较2018年高位有一定回落，但不会出现趋势性的下行，全年可能以94-95为核心波动区间。
- **外部环境对我国的影响喜忧参半。**2019年全球经济复苏放缓，特别是如果美国经济开始走弱，将对我国外贸产生较明显的负面影响，叠加去年抢出口造成的对今年的透支，预计今年出口增速将较去年有明显下滑。相对利好的方面是，美国经济走弱将导致美联储货币政策收紧节奏继续放缓，这令我国所处的全球流动性环境边际改善，使得货币政策调整能够在内外部均衡之间更多倾向于内部均衡，即增加我国货币政策宽松的空间。
- **我国GDP增速的下行存在中长期因素的影响，具有一定的必然性。**从长期来看，经济转型升级是必然的趋势，第三产业占比的逐步提升必将造成经济结构性减速。从中期看，新旧产业的更替过程并非是非平滑进行的，往往会出现青黄不接的空档期或过渡期，这将令中期内经济增速下行压力更加明显。今年以及未来一两年，我国可能仍将处于这一过渡期内，大概率需要承受经济增速下行的阵痛。
- **近两年三次产业结构的调整优化明显放缓。**这与经济下行，第三产业发展环境不佳，以及供给侧改革推动工业部门盈利改善等因素有关。因此，从经济调控角度出发，不但要发力稳增长，经济结构调整的力度也需要加大，这意味着稳增长政策需要摒弃全面刺激手段，更多从结构上发力，重点支持符合经济转型方向的领域。
- **预计2019年地产投资增速大概率走低。**2018年房地产新开工面积增速回升，支持地产投资增速的提升。但领先指标显示2019年新开工增速大概率回落，相应构成地产投资增速的下行压力。2018年地产投资回升主要源于土地购置费增速的大幅提升，土地购置费增速今年也将明显走低，进而地产投资也将面临下行压力。此外，从政策和居民杠杆率情况看，地产投资也很难从销售层面获得回升的动力。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

- **消费动力趋弱，需要政策提振。**2019年，居民杠杆率、收入增速都难有显著改善，而经济转型阶段再叠加外部不确定性，居民对未来经济前景难以形成较为乐观的预期，消费倾向预计也难有提升，消费从内生变化趋势来看，增速大概率会和整体经济同步下行。在出台刺激消费政策的情况下，预计2019年消费下滑形势会较2018年明显减缓，但下滑方向可能难以扭转。
- **2019年我国经济或先降后稳。**2019年出口、消费和投资增速均面临下行压力，需求面将继续走弱。而内需的下行很大程度上源于金融条件的收紧，目前尚未见到金融数据的拐点，2019年上半年内需以及经济增速预计仍会逐步走低。但2019年全年的社融存量增速有望止跌甚至回升，因此下半年可能会见到GDP增速的企稳。全年GDP增速预计约6.2-6.3%。
- **宏观调控政策步入新常态，“稳定是底线，改革是主线”。**目前政策调整的方向已经十分清晰，预计2019年政策主基调仍将以“稳”为主，宏观调控将加大力度稳增长。但宏观调控政策已进入新常态，总体原则可以概括为“稳定是底线，改革是主线”。我们预期2019年经济增长目标会降至6-6.5%，稳增长政策会先从定向的、结构性的、符合改革转型方向的刺激政策着手，如果政策托底效果不佳，再逐步加大刺激力度，放松地产调控、大幅放水等应作为“最后的”手段。
- **货币政策和财政政策需进行良好的配合，以提升政策效果。**银行资金直接形成实体经济融资的传导渠道依然不畅，但商业银行通过支持政府融资来支持政府基建投资和减税降费也相当于支持了实体经济，且效率可能更高，即可将政府作为金融和实体之间的传导渠道，形成财政政策与货币政策的配合。



AVIC

目录

目录	3
图表目录	4
1. 外部环境分析	6
1.1 中美贸易摩擦边际缓和	6
1.2 美联储加息节奏开始放缓	7
1.3 美国经济复苏大概率转弱	8
1.4 美元指数不会趋势性下行	10
1.5 外部环境对我国的影响喜忧参半	13
2. 国内经济展望	14
2.1 中长期因素令经济下行具有必然性	14
2.2 经济结构调整有所放缓	16
2.3 房地产投资增速大概率走低	18
2.4 提振消费要靠政策	20
2.5 需求下滑令上半年 GDP 大概率下滑，但金融条件改善有望令经济下半年企稳	22
3. 国内政策研判	24
3.1 2019 年政策主基调仍将以“稳”为主	24
3.2 宏观调控政策新常态——稳定是底线，改革是主线	25
3.3 货币政策与财政政策的配合模式	27

图表目录

图 1: 2018 年金融市场波动率显著提升.....	6
图 2: 2018 年中美贸易摩擦演进历程.....	7
图 3: 美债收益率及通胀预期下行.....	8
图 4: OECD 指标处于下行趋势.....	9
图 5: 摩根大通全球 PMI 及主要经济体 PMI 已经见顶回落.....	9
图 6: 美国 GDP 增速、长短端国债收益率与利差走势对比.....	9
图 7: 美元指数与美国经济在全球的占比高度相关.....	11
图 8: 欧元兑美元汇率决定了美元指数的走势.....	11
图 9: 美欧 10 年期国债利差对美元指数有一定的领先性.....	11
图 10: 欧债收益率持续下降.....	11
图 11: 欧元区消费者信心指数快速下滑.....	13
图 12: 欧洲经济表现明显差于预期.....	13
图 13: 美国贸易逆差主要来自于中国.....	13
图 14: 我国顺差的绝大部分来自美国.....	13
图 15: 转向高质量发展是必然趋势.....	15
图 16: 各产业的劳动生产率.....	16
图 17: GDP 的波动特征.....	16
图 18: GDP 各次产业占比变化.....	17
图 19: 各次产业固定资产投资增速变化.....	17
图 20: 工业增加值回升主要来自于上游采矿业.....	17
图 21: 工业品价格回升推高工业企业利润增速.....	17
图 22: 国企与其它类型企业利润实际增速出现了明显的背离.....	17
图 23: 2018 年销售走弱, 但投资增速有所回升.....	18
图 24: 房地产开发资金来源中国内贷款和个人按揭贷款增速持续负增长.....	18
图 25: 领先指标显示 2019 年新开工增速大概率回落.....	19
图 26: 土地购置费高增推高 2018 年地产投资增速.....	19
图 27: 土地成交价款增速已经高位回落.....	19
图 28: 居民部门杠杆率持续攀升.....	20
图 29: 住户贷款/住户存款同样显示居民杠杆率走高.....	20
图 30: 2018 年消费增速加速下滑.....	21
图 31: 社零环比水平下台阶.....	21
图 32: 城乡居民收入增速走低.....	21

图 33: 汽车类消费负增长	21
图 34: 制造业利润增速回落令制造业投资回升难持续	23
图 35: GDP-实际利率显示制造业投资或将下滑	23
图 36: 社融存量增速对 GDP 有领先性	24
图 37: 非标融资拖累整体社融存量增速	24
图 38: 中央对经济形势表述的变化	24
图 39: 宏观调控将步入新常态	26
图 40: 中美短端利差处于低位	26
图 41: 中美长端利差处于低位	26



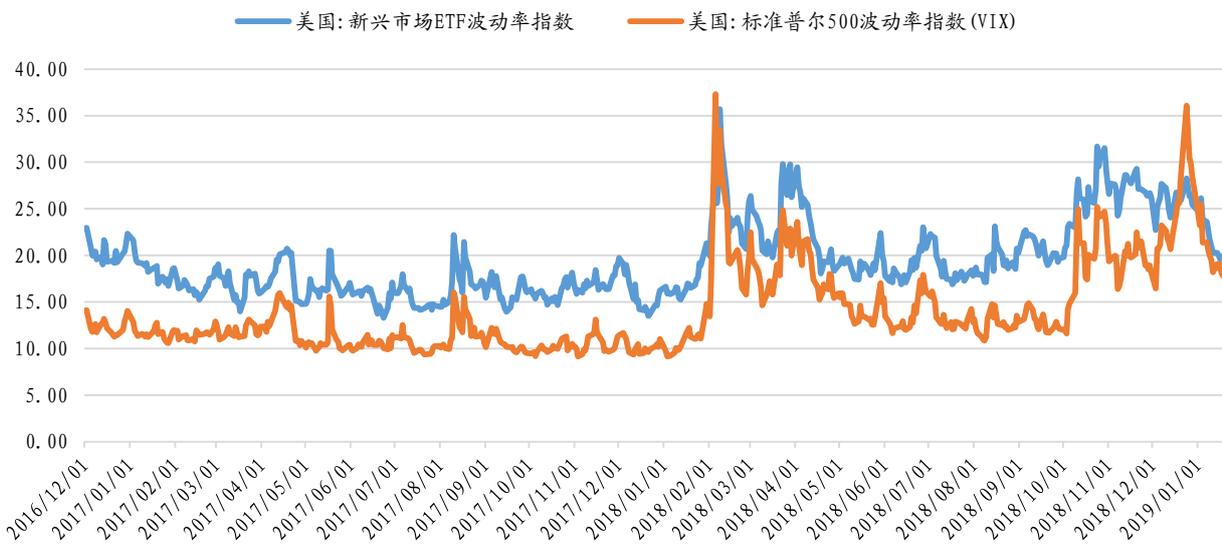
1. 外部环境分析

2018年影响我国经济的外部因素主要有两点：中美贸易摩擦和美联储加息，特别是中美贸易摩擦的爆发属于超预期因素，令市场对我国经济发展前景的信心受到了比较大的冲击。但进入四季度后，上述两个因素都出现了缓和的迹象。展望2019年，外部环境的演化很大程度上与美国经济复苏走势高度相关。

1.1 中美贸易摩擦边际缓和

2018年中美贸易摩擦爆发，两国之间互征关税规模逐步加码，这导致国内市场预期显著走差。同时中美作为全球最大的两个经济体，双方博弈也显著提升了全球经济的不确定性，2018年新兴市场ETF波动率和标准普尔500波动率指数无论是均值还是振幅都较2017年有显著的抬升，意味着2018年是“动荡的一年”。

图 1：2018 年金融市场波动率显著提升



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

但去年12月两国元首会晤达成一定的共识，开启了新一轮中美贸易谈判，贸易局势得到了阶段性的缓和。今年1月9日结束的中美副部长级磋商释放出了一定的积极信号，会后双方均表示谈判取得一定进展，这令后续谈判达成积极成果的概率提升。

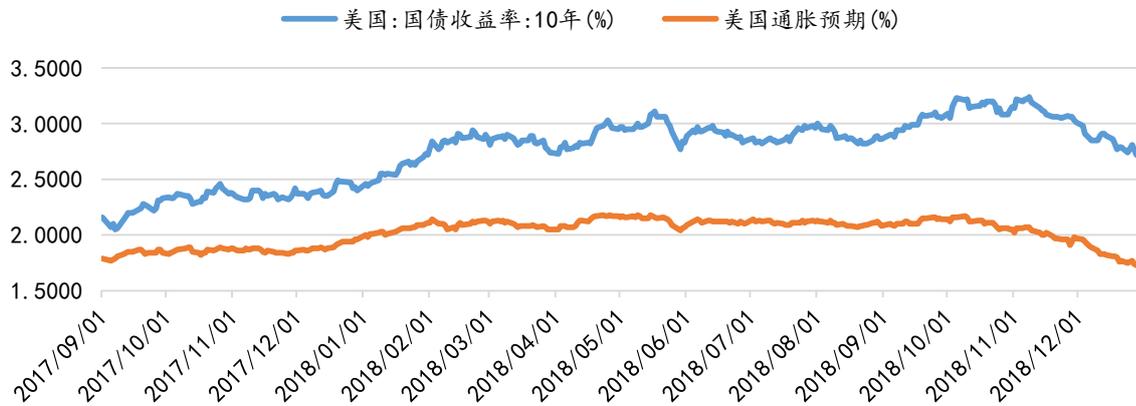
图 2：2018 年中美贸易摩擦演进历程


资料来源：中航证券金融研究所整理

1.2 美联储加息节奏开始放缓

2018 年美联储共加息 4 次，其背景是美国经济强劲复苏，失业率持续走低，通胀水平稳步回升。但目前市场对美国经济前景的预期开始转弱，体现在美债收益率出现较大幅度的回落，以及通胀保值债券反映的通胀预期也有明显下行。同时，美联储也下调了 2019 年的 GDP 和通胀预期，这意味着美联储已经不具备继续快速加息的经济基础。因此在 12 月议息会议上，联储官员将 2019 年的加息次数预估由之前的 3 次下调至 2 次，2020 年依然预计加息 1 次。同时，鲍威尔表示美联储已经抵达中性利率区间预期的底部，而之前 10 月初其表述为当前利率可能距离中性利率“还有很长一段路”，11 月的表述为当前利率“略低于”中性区间，这一变化过程体现了鲍威尔观点的转变，显示美联储很可能已经处于加息周期的尾声。

除了下调 2019 年加息次数预期外，美联储还为未来政策进一步调整预留了充足的空间。12 月会议上，美联储强调政策行动将受到未来数据的指引，未来加息速度或加息至何种目标都不是提前决定的。今年 1 月份，鲍威尔进一步表示美联储时刻准备着调整政策立场。上述表态意味着，如果 2019 年美国经济形势进一步转差，加息次数有可能进一步减少。

图 3: 美债收益率及通胀预期下行


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

1.3 美国经济复苏大概率转弱

在 2018 年 11 月, 美联储主席鲍威尔曾表示, 2019 年美国将面临三大阻力: 全球需求放缓、财政刺激消退, 以及加息对经济的滞后影响。目前看, 这三大阻力正在逐渐变为事实, 令美国经济增长放缓。

多指标显示全球经济复苏已经见顶。OECD 综合领先指标在 2018 年初就已见顶, 此后持续回落, 其中日本领先指标最先见顶, 其后是欧元区, 最后是美国。制造业 PMI 指标基本反映同样的变化趋势, 摩根大通全球制造业 PMI、欧元区制造业 PMI 和日本制造业 PMI 于 2018 年初见顶, 随后进入下行趋势。我国官方制造业 PMI 在 2018 年的高点出现在 5 月份, 此后持续回落, 但从更长时间段看, 近三年的高点出现在 2017 年的 9 月。美国制造业 PMI 在 2018 年一直高位震荡, 表现明显优于其他主要经济体, 但在 12 月出现了大幅的回落, 暗示经济拐点的出现。

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_14352

