

证券研究报告 / 宏观专题报告

2019 年四季度宏观经济及资产配置展望

报告摘要：

海外方面，全球经济持续疲弱。美国经济退而未衰，制造业 PMI 连续 5 个月回落，就业数据仍然强劲，表明经济仍有一定支撑。欧洲 2 月以来制造业 PMI 指数一直位于荣枯线之下，预计欧洲经济在短期内还将延续疲软态势。日英经济同样不佳。全球货币宽松已纷纷兑现，年初至今已经有超过 30 个经济体实行了降息，全球央行还可能诉诸于量化宽松等其他货币政策工具进一步释放流动性。美联储面临被特朗普与市场预期双重绑架，未来货币宽松趋势不变，但节奏存在不确定性。欧日货币宽松既无空间且效果存疑。为寻求连任特朗普需要协议，即便是局部协议，短期内美元仍然强劲，四季度人民币汇率风险较低。

国内方面，受猪价上涨的推动，预计年底 CPI 破 3 概率较大。货币政策将保持稳健，LPR 报价仍有可能下行，10 月中美谈判进展顺利削弱了启用 MLF 并调降利率的可能性。

我们预计四季度经济较三季度持平概率较高，经济支柱力量仍然呈现此消彼长。我们判断受专项债滞后及低基数效应影响，房地产销售短期保持韧性，中期仍偏弱，投资继续缓慢下降，但年内不太可能低于 8%。受尚未使用的专项债投入以及有可能将明年额度提前发行的影响，基建增速持续平缓小幅回升，幅度不会太大。制造业投资预计低位波动，今年以来贸易摩擦对制造业投资带来的冲击超过基本面变化，10 月中美谈判传递利好消息，但关税压力减缓并不大。汽车、石油相关消费两大部分增速可能回升，四季度社零增速有望企稳回升。出口预计仍然偏弱但可能好于预期。

未来需要关注将于 10 月召开的十九届四中全会与 12 月中央经济工作会议。此外，我们还需关注一些政策的后续实施与进展。首先是专项债额度的发行，其次是促进消费政策的进展情况，最后我们需要关注 7 月底政治局会议提出的稳定制造业投资何时见诸行动。

综上，我们认为四季度利率债存在调整风险，应谨慎。我们对四季度股市持谨慎乐观态度，黄金仍具配置价值。

风险提示：中美贸易摩擦向金融领域拓展，全球贸易摩擦悬而未决，英国硬脱欧风险仍存，欧元区有出险危机的可能性。国内四季度经济低于预期，中美目前谈判再次生变。



相关报告

《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》
(20190903)

《被弹劾的特朗普将更急于达成中美协议——海外宏观周度观察（2019 年第 37 周）》
(20190915)

《工业通缩与贸易摩擦加大经济下行压力，9 月 LPR 利率降低概率增加——8 月经济数据点评》(20190917)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shen f@nesc.cn

目 录

1. 全球经济持续走弱	5
1.1. 美国经济退而未衰	5
1.1.1. 美国经济增长领先指标回落	5
1.1.2. 就业总体仍强劲	6
1.2. 欧洲经济延续疲软态势	7
1.3. 日英经济前景不佳	8
2. 全球货币宽松纷纷兑现，部分经济体未来空间有限	9
2.1. 全球货币政策转向宽松多已兑现	9
2.2. 美联储继续被市场和特朗普双面绑架	10
2.2.1. 特朗普将进一步对美联储施压	10
2.2.2. 市场押注 10 月再次降息	13
2.3. 欧日宽松无空间且效果存疑	15
3. 中美局部协议有望，美元指数短期坚挺，人民币汇率风险较低	16
3.1. 为寻求连任，特朗普有达成协议的诉求	16
3.1.1. 美股动荡不安	17
3.1.2. 票仓需要安抚	17
3.2. 美元指数短期坚挺	18
3.3. 四季度中国的汇率风险较低	18
4. 四季度海外风险因素	19
4.1. 中美摩擦升级至金融领域	19
4.2. 全球经贸摩擦悬而未决，部分经济体存在经济危机可能性	20
4.3. 英国无协议脱欧可能性仍存	21
5. 国内下半年 CPI 破 3 概率较大，猪价是主要推动力	22
5.1. 猪价预计将在下半年持续上升	22
5.2. 年末 CPI 破 3% 概率较大	22
6. 国内经济支柱力量此消彼长	23
6.1. 货币政策保持稳健，LPR 报价仍有可能下行	23
6.2. 投资：地产下，基建升，制造业低位波动	24
6.2.1. 预计房地产销售短期有韧性，投资缓慢下行	24
6.2.2. 预计基建增速持续平缓小幅回升	26
6.2.3. 预计四季度制造业投资仍弱势	27
6.3. 消费：四季度有望企稳回升	28
6.4. 出口：弱势但仍可能好于预期	30
7. 会议政策展望及四季度资产配置建议	31

7.1. 会议、政策展望.....	31
7.2. 总结及 Q4 资产配置建议.....	33

图 1: PMI 指数领先 GDP.....	5
图 2: ISM PMI 指数连续 5 个月回落.....	5
图 3: 消费与 GDP 同比走势相一致.....	6
图 4: 8 月零售销售增速下滑.....	6
图 5: 耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标.....	6
图 6: 近几个月来耐用品订单增速急剧下滑.....	6
图 7: 美国 9 月非农就业回升.....	7
图 8: 美国 9 月就业总体强劲.....	7
图 9: 欧洲经济增长呈下行趋势.....	7
图 10: 2 月以来制造业 PMI 一直低于荣枯线.....	8
图 11: 2018 年以来投资者信心持续下滑.....	8
图 12: 日本 9 月制造业 PMI 仍低于荣枯线.....	8
图 13: 日本今年进出口压力较大.....	8
图 14: 英国 GDP 增速下滑.....	9
图 15: 英国 PMI 呈下滑态势.....	9
图 16: 历届美国总统任期与失业率表现.....	11
图 17: 历届美国总统任期与股市表现.....	11
图 18: 特朗普的经济表现支持率.....	12
图 19: 降息传导到失业率需要 2 年左右.....	13
图 20: 降息传导到 PMI 大约需要 13-14 个月.....	13
图 21: 美国核心 PCE 连续回升.....	14
图 22: 美联储 9 月点阵图显示年内再无降息.....	14
图 23: 历史上的经济周期与失业率.....	15
图 24: 美联储 10 月降息预期为 75.4%.....	15
图 25: 美联储年内降息预期为 83.4%.....	15
图 26: 日央行持续扩表.....	16
图 27: 欧央行持续扩表.....	16
图 28: 低利率期间欧日经济并未展现好转趋势.....	16
图 29: 2016 年以来美国股指走势.....	17
图 30: 近几个月来美股波动明显.....	17
图 31: 美元指数短期坚挺.....	18
图 32: 今年日韩出口同比始终为负.....	18
图 33: 中国经济边际上基本持平.....	19
图 34: 中国汇率风险较低.....	19
图 35: 美国经济增长下滑概率较大.....	19
图 36: 美国货物贸易顺差 H1 变化.....	20
图 37: 美国对一些国家的贸易差额.....	20
图 38: 欧盟是中国重要的进出口贸易伙伴.....	21
图 39: 生猪与母猪存栏量大幅下跌.....	22
图 40: 预期猪价仍将持续上升.....	22
图 41: CPI 同比预测: 减税中性情景.....	23

图 42: PPI 同比预测.....	23
图 43: 我国市场利率波动幅度有限.....	24
图 44: 人民币利率仍有小幅下调空间.....	24
图 45: 中美利差扩大, 中国调整空间较多.....	24
图 46: 30 大中城市与全国房地产销售数据背离.....	25
图 47: 今年 PSL 增长回落.....	25
图 48: 棚改专项债.....	25
图 49: 销售传导投资经验变化.....	26
图 50: 房屋新开工、竣工与施工面积.....	26
图 51: 土地购置投资大幅下降.....	26
图 52: 计划投资增速仍然较快.....	26
图 53: 土储、棚改专项债净融资.....	26
图 54: 公路、轨道、水资源专项债净融资.....	26
图 55: 制造业投资下滑快于产能利用率.....	27
图 56: 制造业投资下滑快于国内订单需求.....	27
图 57: 制造业投资下滑快于企业家信心指数.....	27
图 58: 我国产能指数同比估计与 GDP 同比增速.....	27
图 59: 12 行业投资完成额同比增速.....	28
图 60: 12 行业利润总额同比增速.....	28
图 61: 非耐用消费增速与居民可支配收入趋势接近.....	28
图 62: 耐用消费增长具有明显周期性.....	28
图 63: 耐用消费增长滞后 M1 增速半年左右.....	29
图 64: 石油制品类消费受油价影响明显.....	29
图 65: 石油汽车外零售增速回升.....	29
图 66: 油价预计回升, 推动石油零售上涨.....	29
图 67: 四季度汽车消费基数大幅下降, 推动汽车消费同比上升.....	29
图 68: 中美欧日制造业出口金额增速与全球趋势一致.....	30
图 69: 中国制造业 PMI 下滑.....	30
图 70: 美欧日制造业 PMI 震荡下探.....	30
图 71: 实际出口情况下滑, 但好于预期.....	31
图 72: 实际进口回落, 但仍好于预期.....	31
图 73: 今年前 8 月出口退税同比增加.....	31
图 74: 东南亚转口贸易增速反弹.....	31
表 1: 年内已有超过 30 个经济体降息.....	9
表 2: 历届美国总统首届任期经济表现.....	11
表 3: 历史上的美国总统弹劾始末.....	12
表 4: 重大会议及政策: 历届三中及四中全会主题.....	32

1. 全球经济持续走弱

1.1. 美国经济退而未衰

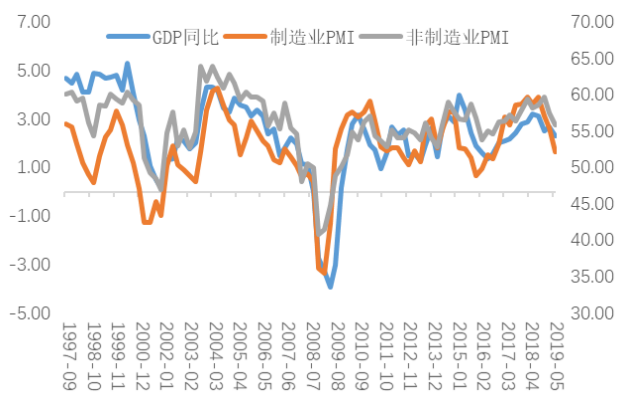
1.1.1. 美国经济增长领先指标回落

我们主要选取 PMI、消费和耐用品订单三个指标作为美国经济增长的领先指标。

如下图所示，PMI 指数大约领先 GDP 同比 1 个季度。美国 ISM 制造业 PMI 指数 9 月录得 47.8，连续 5 个月回落且连续两个月低于荣枯线，并创下 2009 年 6 月以来最低水平，显示美国制造业萎缩加剧。美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 同样创下历史新低，终值为 52.6，预期 55，前值 56.4，表明美国经济的最重要部门增长放缓，加剧了市场对美国经济衰退的担忧。

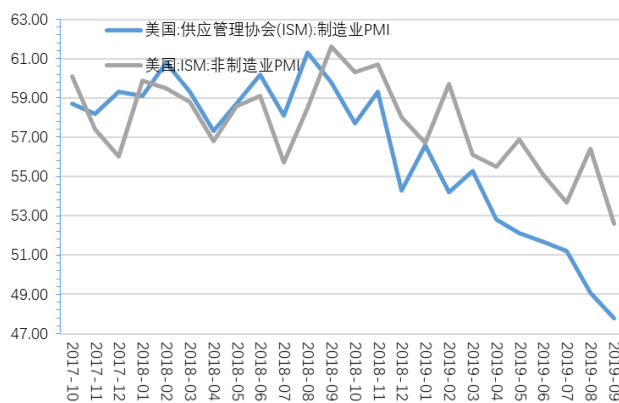
消费是美国 GDP 最主要的组成部分，占比 70% 左右，从历史经验来看，消费与 GDP 走势也保持高度一致。美国三季度零售销售增速较高，但仍显著低于去年水平。8 月份零售销售增速环比为 0.36%，较上月的 0.79% 下滑明显。耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标，近几个月来耐用品订单增速急剧下滑，4 月份耐用品订单同比下降 1.4%，为 2017 年 1 月以来的首次转负，此后除 7 月外，各月同比均为负，8 月同比下降 3.67%。上述领先指标在近期均呈现回落态势，美国经济前景不容乐观。

图 1: PMI 指数领先 GDP



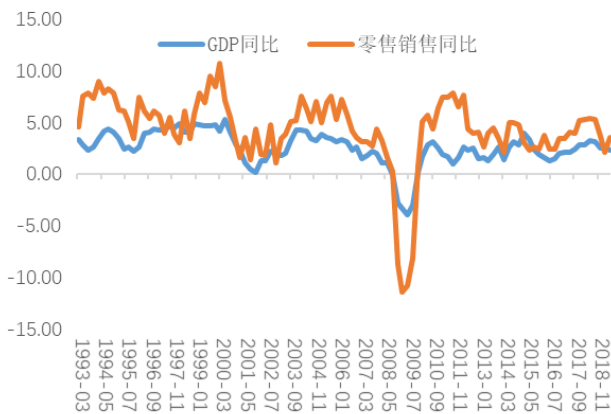
数据来源：东北证券，Wind

图 2: ISM PMI 指数连续 5 个月回落



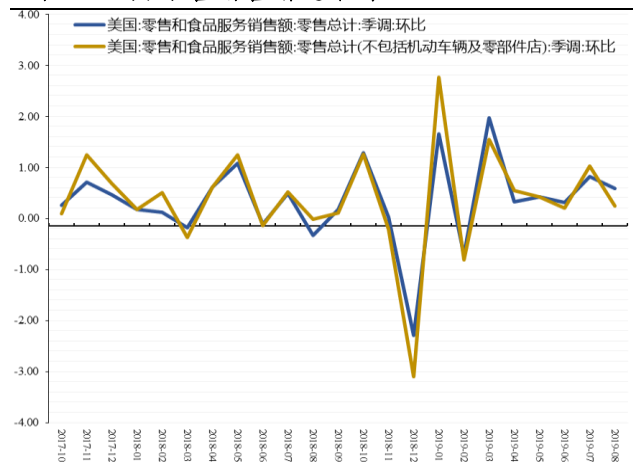
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 消费与 GDP 同比走势相一致



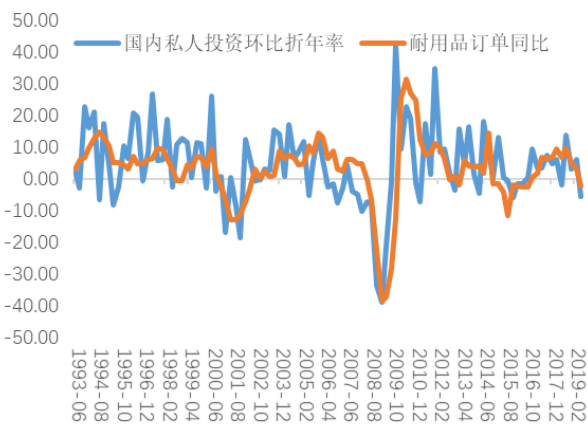
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 8 月零售销售增速下滑



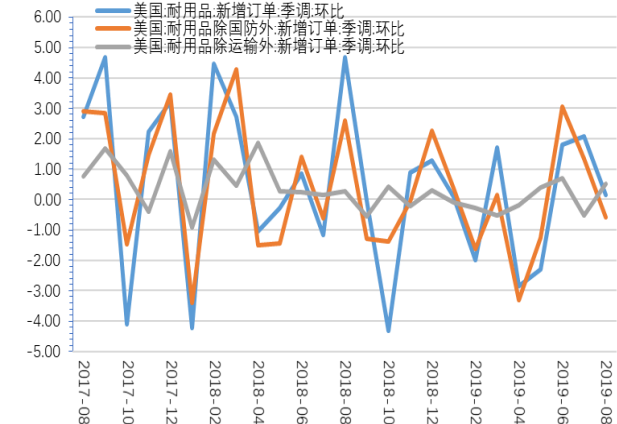
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 近几个月来耐用品订单增速急剧下滑



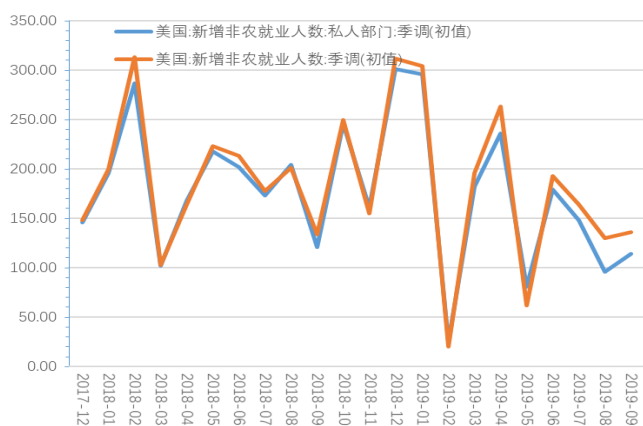
数据来源: 东北证券, Wind

1.1.2. 就业总体仍强劲

就业是经济的最大保障, 美国近期就业数据仍然强劲, 表明经济仍有一定支撑。美国 9 月非农就业数据好于预期, 季调后非农就业人口新增 13.6 万人, 预期增 14.5 万人, 前值增 13 万人; 9 月美国失业率录得 3.5% 的历史低位, 劳动参与率保持 63%。美国初请失业金人数数据同样好于预期, 至 10 月 5 日当周初请失业金人数为 21 万人, 预期 21.9 万人。结合前文表现疲弱的领先性指标, 我们认为美国经济目前处于退而未衰的状况。

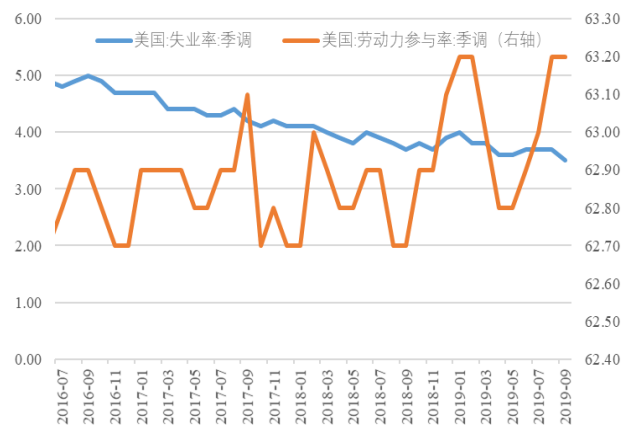
但是, 未来经济预期并不好, 因为历史经验看, 失业率往往反应相对滞后, 而前文所述的指标反应更快。也就是说, 美国经济暂时还没有大问题, 但展望并不乐观。

图 7: 美国 9 月非农就业回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 美国 9 月就业总体强劲



数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 欧洲经济延续疲软态势

欧洲经济增长于 2017 年下半年触顶，GDP 增速达到 2.8%，随后 2018 年开始下行趋势。今年一季度欧元区 GDP 同比录得 1.2%，与 2018 年第四季度持平，二季度继续下降至 1.1%。

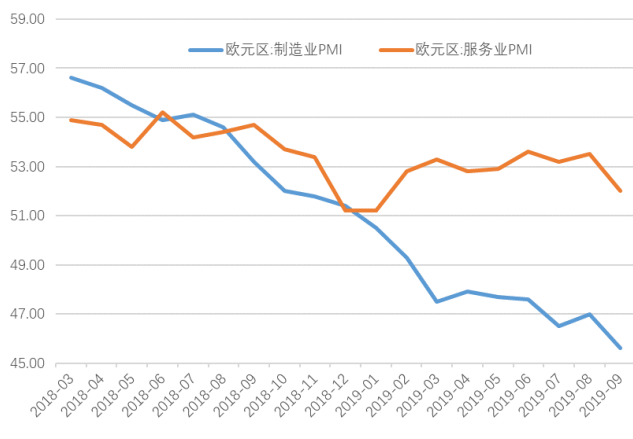
2 月以来欧元区制造业 PMI 指数一直位于临界值之下，截至 9 月下降至 45.7，服务业 PMI 指数下降至 51.6。欧元区 Sentix 投资者信心指数自 2018 年以来持续下滑，10 月录得 -16.8，创 2013 年 4 月以来新低。全球经济下行抑制欧洲出口，同时英国脱欧的不确定性也在压制市场和企业的情绪，我们预计欧洲经济在短期内还将延续疲软态势。

图 9: 欧洲经济增长呈下行趋势



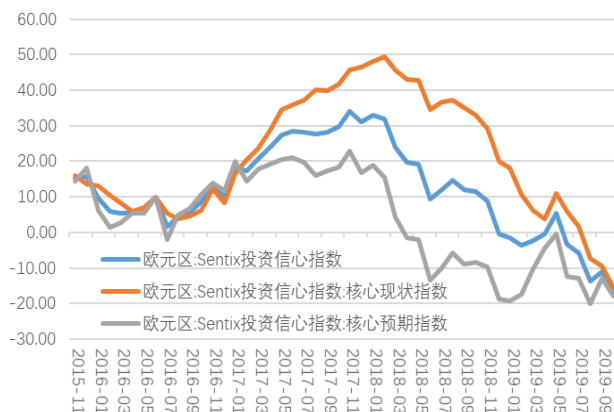
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 2 月以来制造业 PMI 一直低于荣枯线



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 2018 年以来投资者信心持续下滑



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 日英经济前景不佳

日本 9 月制造业 PMI 指数为 48.9, 仍在荣枯线以下。在全球经济走弱与贸易保护主义加剧的背景下, 今年日本进出口也承受较大压力。尽管 10 月美日将签署贸易协议, 取消大米、电子产品等方面的贸易限制, 但是日本大约将对 72 亿美元产品的关税实施撤销或削减, 且美国将维持征收日本汽车 2.5% 的关税, 总体而言该协议对日本进出口状况改善的贡献有限。

受全球贸易紧张局势加剧及英国“无协议脱欧”可能性上升等影响, 英国央行将 2019 年 GDP 增速预测由 1.5% 下调至 1.3%, 2020 年下调至 1.3%。英国制造业 PMI 指数也直线下滑。制造业 PMI 自今年 3 月达到顶点后呈下滑态势, 9 月录得 48.3, 连续五个月低于荣枯线。服务业是英国的主导产业, 服务业 PMI 连续 2 个月下滑, 9 月份意外跌至 49.5, 陷入萎缩区域, 引发市场对英国经济陷入衰退边缘的担忧。

图 12: 日本 9 月制造业 PMI 仍低于荣枯线



图 13: 日本今年进出口压力较大



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_9680

