

建银国际证券 | 研究部

宏观视野：2019 年四季度宏观展望：通胀上升，宽松受阻

预计全球经济将维持温和扩张。全球看，发达国家稳健的内需和消费部分对冲了工业行业的疲软，预计未来 3-9 个月经济维持正增长（而非陷入衰退）仍是大概率事件。4 季度亚洲和中国贸易将随科技周期复苏预计有所回暖，国内基建和周期性行业在政策支持下亦有所提升，工业生产动能与三季度大体持平。中美两国预计在未来几个月持续谈判以求达成阶段性协议，部分关税或被推迟。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

黄舒

(852) 3911 8012
clairehuang@ccbintl.com

薛莹

(852) 3911 8013
xueying@ccbintl.com

欧美央行继续宽松但措辞鹰派，总宽松幅度或低于市场预期：近几个月来，美欧央行在减息的同时指引偏向鹰派，预计未来数月宽松加码的幅度将小于市场预期。有限的宽松叠加通胀因素将对美国债券收益率构成上行压力。但若贸易战恶化则支持市场的避险情绪和宽松预期。美债长端利率在 1.6-2.0% 范围内波动。

中国大规模刺激的可能性不大，国债收益率预计随通胀继续上升。随着增长放缓，中国政府更加注重管理中长期经济风险，而不是通过短期刺激来支撑增长。在食品通胀上升的背景下，中国央行年内降息可能性不大。国债长期收益率面临进一步上行压力。在地方专项债拨付落地的推动下，预计基建将在年底前出现小幅反弹。

人民币汇率走势主要受贸易谈判进程影响。贸易盈余和资金流入等因素仍支持人民币汇率的基本面。人民币汇率的短期走势取决于贸易战的走势。由于地缘政治风险持续，预计美元将在四季度保持强势，预计人民币兑美元汇率年底在 7.0-7.1 附近，风险则是贸易战的进一步大幅恶化。在全球低利率的环境下，离岸中资美元债估值仍颇具吸引力。

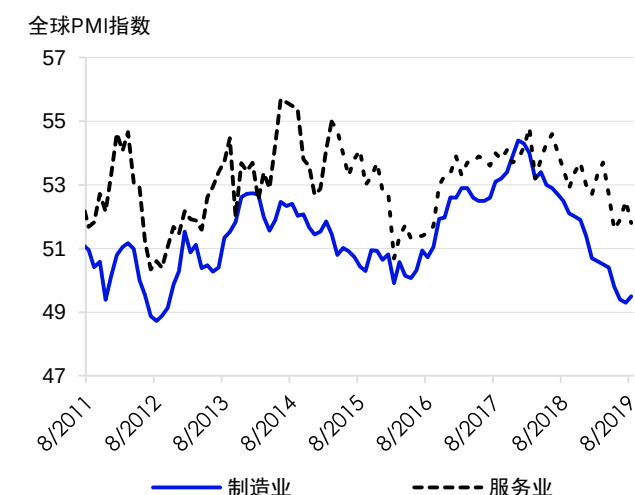
我们的主要预测载于表 1（第 5 页）及表 2（第 11 页）。

尽管贸易战风险高企，全球经济仍将温和扩张

预计全球经济在美国带动下延续温和增长。近一季度的全球走势支持了我们对全球经济软着陆的判断。虽然经济整体增速受工业衰退拖累，但服务业在稳健的就业市场和私人消费的支撑下表现较好（图1）。美国的商业投资增速如预期从高位放缓，但我们的领先经济指标表明，投资还将维持正增长（图2）。长周期来看，发达国家产能利用率仍低于历史平均水平，且金融条件保持宽松，均降低了衰退风险。全球经济软着陆仍是我们的基础情形。

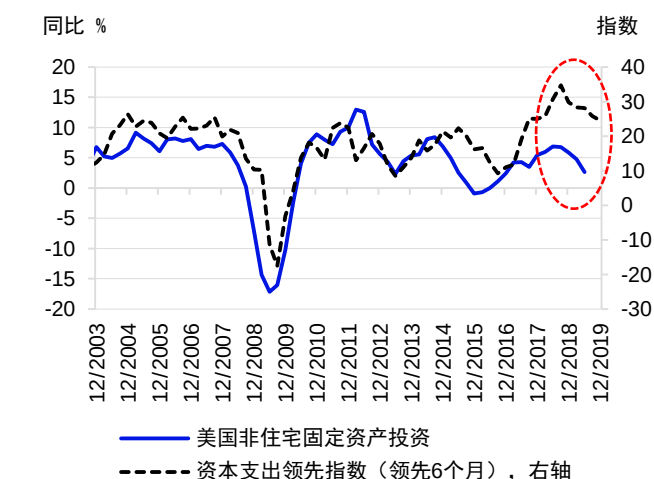
另外，贸易预计在未来六个月内低位企稳并有所反弹，对制造业提供支持。我们的贸易领先指标显示，全球贸易增长将在年底前后出现反弹（图5，第四页）。主要带动因素是半导体行业的产业周期。半导体行业今年上半年负增长，拖累全球贸易。近期数据有所好转：受5G行业上行带动，全球半导体销售已经逐步企稳¹，科技产业链上的亚洲国家科技出口也从年初的急剧下滑中有所复苏，预计未来几个月对全球贸易和工业生产的负面影响将逐步消退。

图 1：全球服务业表现优于制造业



数据来源：Markit IHS、建银国际证券

图 2：美国资本支出料将放缓，但仍维持正增长



数据来源：CEIC、建银国际证券

¹ 美国半导体产业协会——[全球半导体销售额报告](#)（2019年9月3日）

发达国家央行鹰派降息，未来宽松有限

美联储和欧央行三季度如期实施了宽松货币政策，但幅度低于市场对大规模刺激的预期。

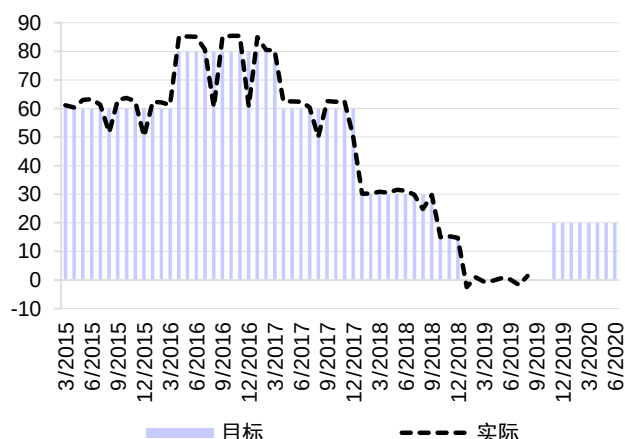
美联储在9月再次下调利率，与预期相符，但点阵图预测显示此后不会有进一步宽松。美联储内部之间的分歧加大，显示未来美联储降息空间有限。欧洲央行9月下调存款利率10个基点，并宣布新一轮量化宽松（每月200亿欧元），资产购买量较前几轮大幅缩水（图3）。

预计美欧货币政策未来几个月进一步宽松。我们预计美联储10月再降息25个基点，之后保持利率不变（图4）。欧央行则可能在2020年一季度将存款利率进一步下调10个基点。目前利率期货市场预期美联储在2020年底之前将再降息三次，降息幅度不及预期则可能带来美债息的反弹。

由于利息已在低位，进一步的货币宽松措施难以带来增长反弹，也不足以抵消政治动荡带来的影响。目前政策焦点向财政领域转移：包括日本、英国和德国在内的主要发达国家已宣布加大财政支持力度，但美国尚无进一步财政刺激的计划出台，全球经济提振有限。

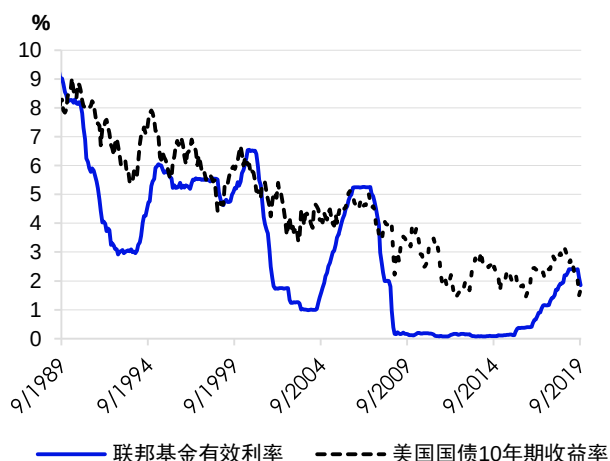
图3：欧央行的量化宽松力度远低于前几轮

欧央行净资产购买（十亿欧元）



数据来源：彭博、建银国际证券

图4：美联储预测显示降息空间有限，降低债券收益率的下跌空间



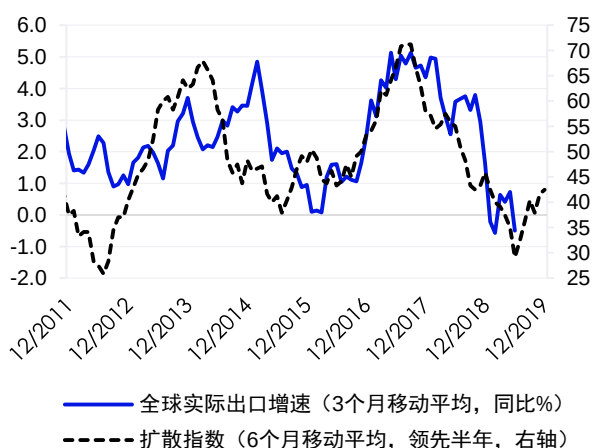
数据来源：彭博、建银国际证券

中美贸易谈判有望达成暂时协议

贸易战谈判有望达成暂时协议。预计美国将在 10 月中对 2500 亿美元中国进口商品的关税税率从 25% 上调至 30%，但拟定于 12 月中对约 1600 亿美元中国进口商品加征的 15% 关税则有望推迟。由于美国明年是大选年，我们的预期是贸易战暂时不会进一步大幅恶化，双方有望达成暂时协议。

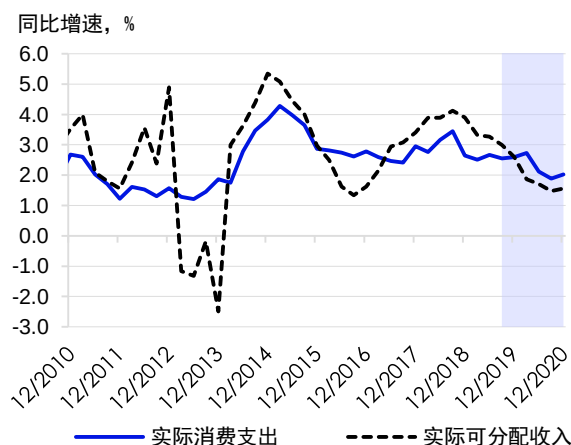
贸易战若继续升级，将削弱美国的消费动能。牛津经济研究院预测 2020 年美国消费增速受收入增长影响将趋缓（图 6）。美国政府若推出更多关税则可能进一步削弱美国的消费动能。迄今为止，美对华商品的大部分关税针对的都是中间品。若 12 月的关税启动，商品清单将扩大到绝大多数最终消费品，对美国家庭可支配收入和消费者信心的负面影响会更为直接²。即便如此，我们认为劳动力市场目前呈现的韧性将继续支持经济维持正增长。不过，在关税范围进一步扩大的风险情形下，出于对消费疲软引发衰退风险的担忧，美联储可能会进一步降息。

图 5：我们的领先指标显示未来 2-3 个季度全球贸易将有所改善



数据来源：CPB、CEIC、建银国际证券

图 6：关税范围扩大将冲击消费



*牛津经济学院预测值为浅蓝色阴影区部分。数据来源：牛津经济研究院、建银国际证券

² 建银国际证券 - [中国经济评论：贸易战再升级，制造业和汇率继续承压](#)，2019 年 8 月 25 日。

美国：通胀抬头，推高债券收益率

美国通胀预计反弹，压缩美联储宽松空间。在工资上涨的支撑下，8月美国核心CPI连续第三个月超预期，同比上升至2.4%，创下金融危机以来的最高水平（图7）。尽管美元走强压低了进口价格，美国国内通胀还继续上升，表明内在通胀压力有所增加。市场预测PCE同比将从今年二季度同比1.6%的平均水平逐步攀升至2020年的2%左右（表1）。另外，地缘政治冲突引起的原油市场供应短缺可能会助长通胀预期（图8）。

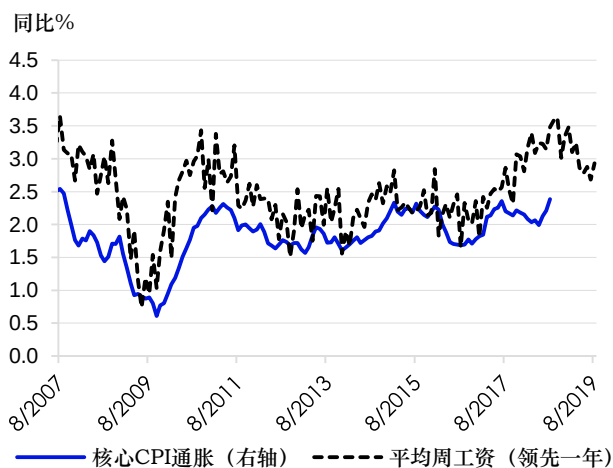
我们预计，通胀逐步上升将推升美长债收益率回到2%左右。但若贸易战恶化，将使长债利率进一步承压，长债利率在1.6-2.0范围波动。

表 1: 美国经济指标预测

	19年 一季度	19年 二季度	19年 三季度	19年 四季度	20年 一季度	20年 二季度	20年 三季度
美国 GDP (年化季环比增长率, %) [†]	3.1	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
美国核心 PCE 通胀 (同比, %) [†]	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0
美国联邦基金目标利率范围 (期末, %)	2.25-2.50	2.25-2.50	1.75-2.00	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75
美国 10 年期国债收益率 (平均值 %)	2.7	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0

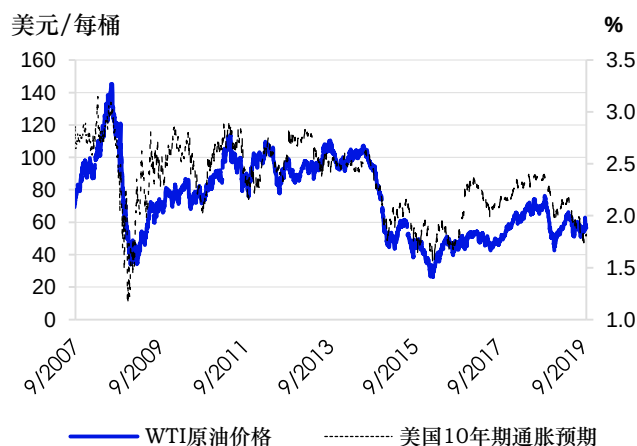
[†]彭博9月13日的市场共识预测。数据来源：彭博、CEIC、建银国际证券预测

图 7: 美国工资压力上升，可能推升核心通胀



数据来源：彭博、建银国际证券

图 8: 对原油市场供应的担忧可能进一步助长通胀预期



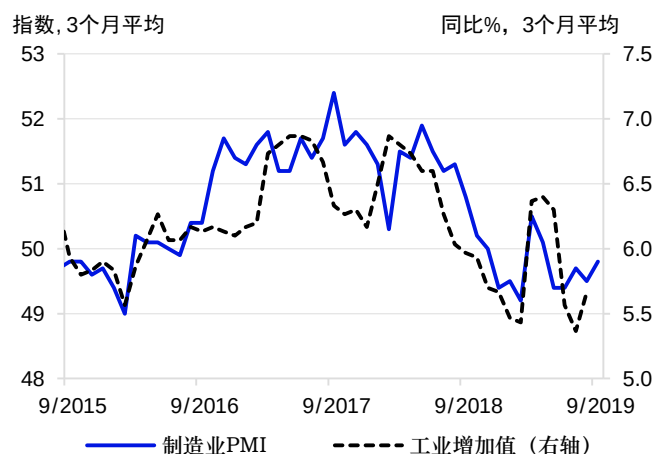
数据来源：彭博、CEIC、建银国际证券

中国：增长持平，通胀上升

三季度前两个月的经济数据下滑幅度超预期，引发市场对中国增长前景的担忧。我们认为放缓在一定程度上受恶劣天气等临时因素影响。制造业PMI和高频生产数据的复苏表明9月增速有望回暖（图9）。虽然制造业仍面临外贸不确定性带来的压力，但国内需求受基建和地产投资带动继续保持坚挺。在全球科技周期改善且内需持稳的背景下，我们预计制造业将在四季度企稳。³

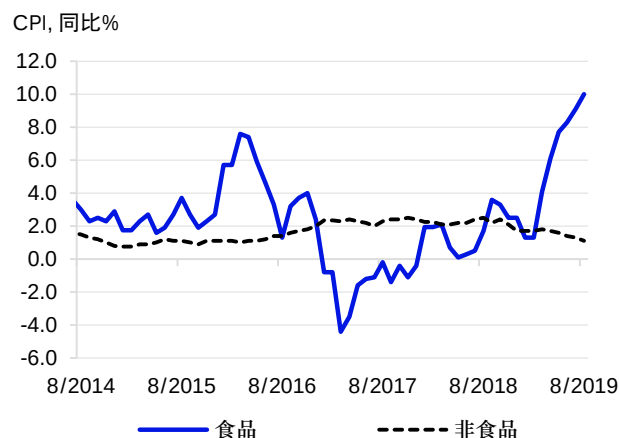
食品通胀的上行风险预计推高国债收益率。猪肉供应的缺口约为800-1000万吨，远超现有的冻肉储备（小于100万吨）。我们估计猪肉价格年内可能进一步上涨20%左右，推动CPI通胀在年末破3%（图10）。通胀上行预计推升10年期中国国债收益率在年底小幅回升至3.2-3.3%，并在2020年一季度保持在稍高水平，二季度预计收益率随通胀压力下降而回落。

图9：9月工业生产增速预计有所提升



数据来源：CEIC、建银国际证券

图10：食品价格上涨，CPI居高不下



数据来源：CEIC、建银国际证券

³ 建银国际证券-中国经济评论：8月制造业弱势延续，2019年9月16日。

中国：短期内预计不会出台大规模的刺激措施

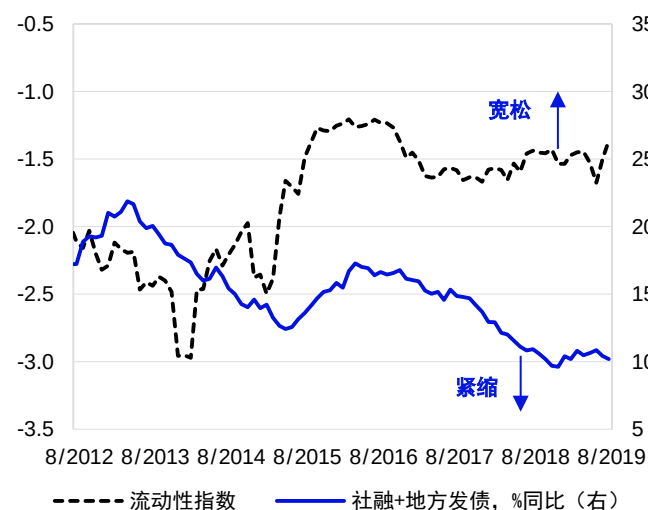
在贸易战持续、经济增速放缓的背景下，国内政策更加注重管理中长期风险，而非通过短期刺激政策来支撑经济增长。收紧地方政府债务和房地产行业的政策取态未见放松，甚至在下半年有所加强。

货币政策方面，尽管中国央行在9月初下调了存款准备金率，但其两度跳过降息窗口，未如市场所愿调降公开市场操作利率。新推出的基准利率LPR（贷款基础利率）则在过去两个月内下行了共11个基点。同时，信贷增长受监管收紧影响已经有所放缓（图11）。财政政策方面，地方控债务的总基调加上财政收入增长放缓，一定程度上限制了地方政府增加支出和投资。虽然下半年以来地方专项债的发行速度受政策利好提振明显加快⁴，但总体财政支出依然偏紧。

我们预计政策将在四季度和明年年初继续保持稳定，不会有大规模的宽松刺激。鉴于整体通胀上行风险较高，我们预计中国央行将在四季度维持中期借贷便利（MLF）利率不变，不过仍有可能全面下调存款准备金率。LPR报价料将进一步走低，但在金融监管相对较紧的情况下，难有大幅的信贷反弹。

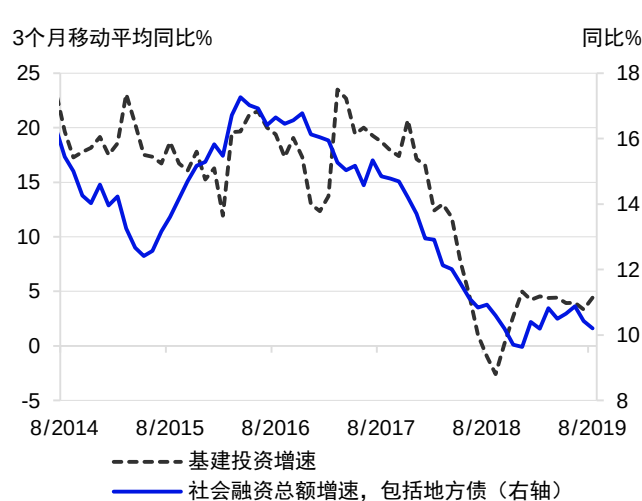
此外，政府有可能会提高本年度地方专项债的发行额度（三季度末基本用尽），预计对基建投资有小幅提振，我们预计基建投资同比增速在四季度和明年年初升至5-8%（图12）。

图 11：松货币+紧信用的政策组合继续



数据来源：CEIC、建银国际证券

图 12：基建投资料将温和反弹



数据来源：CEIC、建银国际证券

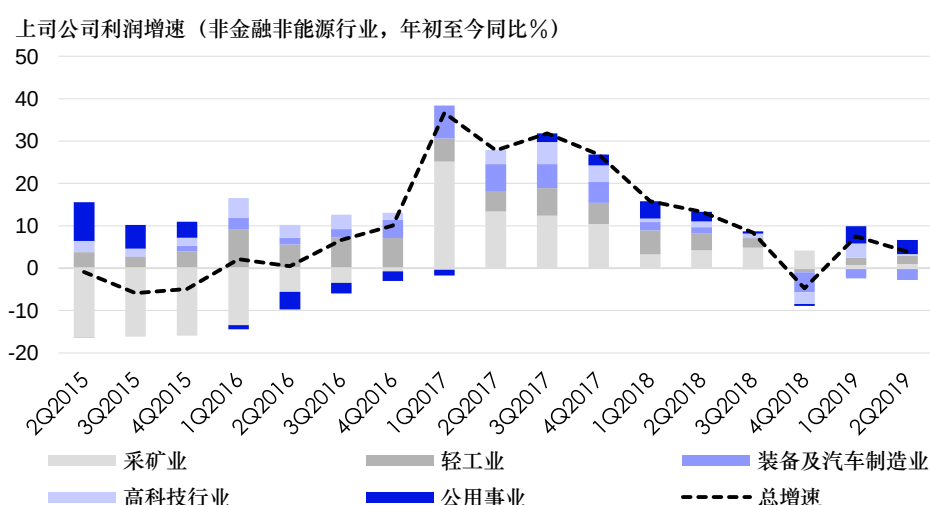
⁴ 建银国际基建行业报告：[More scope for special gov't bonds to rescue growth](#)（2019年6月11日）

中国：减税部分缓解企业盈利压力

科技和汽车行业拖累盈利增速。国内的上市公司利润在二季度维持了正增长，增速较一季度小幅放缓，与我们看好盈利继续复苏的预期一致。分行业数据显示，高科技行业受贸易战影响最大，盈利增速收缩明显。此外，汽车行业盈利仍较疲软（图 13）。

减税增厚了行业利润率，缓解盈利放缓的影响。今年4月推出的减税政策惠及了大多数制造业行业，特别是饮料、黑色金属、制药、工程设备、科技硬件和家用电器。这些行业利润率在二季度的表现好于整体制造业（图 14）。同时，实际利率保持在低水平也有助于降低企业偿债成本。

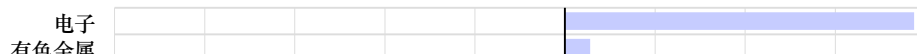
图 13：科技行业利润二季度增速放缓，拖累了整体上市公司利润



数据来源：万得资讯、建银国际证券

图 14：减税红利逐步释放，利好部分行业利润率

利润率变化（百分点，季调）：2Q19 vs 1Q19



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_9731

