



宏观经济季度报告

Macroeconomic Quarterly Report

2019年10月11日

2019Q4

平安证券研究所 宏观研究团队

张明 陈骁 魏伟 薛威 郭子睿

全球经济同步下行，中国政策审慎宽松

摘要

2019 年四季度，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：全球经济下行中趋于收敛，货币政策宽松周期延续。四季度全球经济大概率仍将延续下行，其中，美国经济增速加速回落，欧洲经济的内忧外患仍将继续，日本经济受外贸及消费税率提升影响大概率加速下行；新兴经济体整体继续承压，工业国经济疲软也将逐渐导致资源国出口乏力。

趋势二：全球范围不确定性显著升温。全球经济政治局势不确定性加剧。发达经济体内部社会分化与政党博弈的升级，引发了包括英国首相约翰逊上台后强硬脱欧表态、美国总统特朗普遭弹劾等政治事件；全球范围内贸易摩擦蔓延升级，地缘政治局势显著升温，加剧了全球经贸局势的动荡。

趋势三：国内经济下行压力仍存，工业库存周期筑底。中国宏观四季度仍然面临总需求回落的压力：投资受房地产与制造业低迷的拖累，消费的政策刺激效应尚未显现，净出口对经济的贡献将减弱。本轮工业企业的去库存可能正在逐渐接近尾声，库存周期可能进入一个较长的筑底阶段。预计四季度经济增长将呈现温和向下的态势，三、四季度 GDP 增速分别为 6.1%、5.9%，全年 GDP 增速 6.2%。

趋势四：货币政策延续宽松的方向与审慎的节奏。在全球经济普遍回落及中国经济下行压力较大的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变，利率处于趋势性下行的通道；但四季度货币政策可能由于多方掣肘而较为谨慎，不会采取较大规模的宽松操作，而年内利率水平走低的空间也较为有限。

海外大类资产配置上，在四季度全球经济下行趋势大概率仍将持续的背景下，海外大类资产配置寻求避险仍是大势所趋。整体来看，海外债券市场表现料整体好于海外股市，高评级债券与政府债券优于低评级债券，大型蓝筹股优于中小盘成长股，日元、瑞郎等有避险属性的货币将强于欧元及大多新兴市场货币。大宗商品四季度表现预计为：黄金等贵金属>农产品>有色金属/动力煤>原油>黑色金属。

国内大类资产配置上，下半年股债市场都将受益于宽松周期开启带来的无风险利率下行。A 股成长板块在经济转型和资本市场改革背景下具备较大确定性，且资本市场改革红利与外部资金流入也是支撑市场的两大积极因素。利率债将受益于名义经济增速的回落和货币政策宽松周期的开启，预计 10Y 国债收益率将趋于下行，年内波动区间在 2.8%-3.1%左右，高等级信用债也具备较好的投资机会。房地产市场延续前三季度分化格局，市场对房地产整体价格的预期在显著降温。人民币兑美元汇率四季度走势将较为平稳，但若中美贸易摩擦再次恶化，人民币兑美元汇率可能再度贬值。

目录

1. 引言	6
2. 趋势一：全球经济下行中趋于收敛，货币政策宽松周期延续	7
2.1 全球主要经济体增速持续回落，各经济体之间出现收敛迹象	7
专栏 1：全球负利率时代的背景、原因、展望与资产配置建议	8
2.2 美国经济恐加速下行，欧洲经济或弱势企稳	11
3. 趋势二：全球范围不确定性显著升温	15
3.1 英国脱欧立场强硬，美国两党博弈升级	15
3.2 贸易摩擦蔓延升级，中东地缘局势升温	15
专栏 2：黄金价格的顶部来临了吗？	16
4. 趋势三：国内经济下行压力仍存，工业库存周期筑底	19
4.1 总需求延续弱势，关注两个矛盾	19
4.2 工业或有韧性，库存周期筑底	23
专栏 3：工业行业结构性特征与投资机遇	24
4.3 消费品通胀空间有限，工业品通缩压力增大	27
5. 趋势四：货币政策延续宽松的方向与审慎的节奏	31
5.1 外围：主要经济体货币政策空间正在压缩	31
5.2 国内：“珍惜正常货币政策的空间”	32
专栏 4：LPR 改革——利率并轨改革取得突破，融资成本分化仍将延续	35
6. 结论：四季度宏观形势与大类资产配置	38
6.1 国内大类资产配置	38

6.2 海外大类资产配置	39
6.3 风险提示	40

图表目录

图表 1. 全球经济在整体下行中逐渐走向收敛.....	7
图表 2. 欧日六国实施负利率的过程.....	8
图表 3. 不同经济体实行负利率的可能性与空间大小.....	10
图表 4. 美国景气下行但消费与政府支出具韧性.....	12
图表 5. 欧元区在主要经济体中表现弱势.....	13
图表 6. 日本经济当前依赖私人消费的支撑.....	13
图表 7. 新兴市场实际 GDP 季度同比整体走弱.....	14
图表 8. 全球不确定性指数震荡上行至历史高位.....	15
图表 9. 美国主导的贸易摩擦引发金融市场动荡.....	16
图表 10. 金价与美国实际利率水平走势反向特征明.....	17
图表 11. 金价与美元指数走势反向规律在中长期更加显著.....	17
图表 12. 近 50 年美元指数经历了三轮“先下后上”的长周期.....	18
图表 13. 预计三、四季度 GDP 增速继续温和回落.....	19
图表 14. 四季度固定资产投资增速关注房地产与基建投资的对冲.....	20
图表 15. 消费增速四季度有望弱企稳，关注汽车消费改善力度.....	21
图表 16. 贸易部门进出口均弱势，贸易顺差进一步收窄.....	22
图表 17. 工业企业库存周期进入筑底阶段.....	24
图表 18. 各行业工业增加值增速趋势.....	25
图表 19. 各行业工业企业利润增速趋势.....	25
图表 20. 工业企业生产与利润的自发变动关系.....	26
图表 21. 各行业增加值增速与利润增速变动的分布情况.....	26
图表 22. 猪价本轮涨幅突破前高，四季度通胀仍有压力.....	28
图表 23. PPI 同比仍有通缩压力.....	29
图表 24. 中长期看，本轮 CPI 涨势已经接近尾声.....	30
图表 25. 主要发达经济体货币政策空间正在被压缩.....	31
图表 26. 2019 年前三季度货币政策的操作较为稳健.....	32
图表 27. 2019 年央行重要货币政策梳理.....	33
图表 28. 我国长期以来存在的利率双轨制，使市场利率难以传导至贷款利率.....	35
图表 29. 我国长期以来存在的利率双轨制，使市场利率难以传导至贷款利率.....	36
图表 30. LPR 报价改革结果：疏通利率传导机制；改变商业银行资产配置结构.....	37
图表 31. 2019 年初至今 A 股市场大幅波动.....	38
图表 32. 10 年期国债收益率四季度存在下行空间（%）.....	38
图表 33. 各线城市房价增速分化：一线稳，二三线降（%）.....	39
图表 34. 人民币汇率 8 月初大幅贬值破 7.....	39
图表 35. 年初以来新兴市场股市较发达市场明显分化(%).....	40
图表 36. 美国 10 年期国债收益率有望触底反弹.....	40
图表 37. 美元指数四季度将自高位小幅回落.....	40

1. 引言

2019 年四季度，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：全球经济下行中趋于收敛，货币政策宽松周期延续。2019 年三季度，全球经济下行趋势加强，美国经济下行走势渐趋明显。美联储实施宽松政策，全球经济进入货币政策宽松周期；美国经济加速回落，欧元区经济延续弱势，中国经济温和下行，全球经济下行中趋于收敛，整体形势依然严峻。四季度全球经济大概率仍将延续下行，其中，2019 年四季度美国经济增速加速回落；欧洲经济面临的内忧外患仍将延续；在全球经济整体下行以及消费税率提升的背景下，日本经济在四季度大概率将加速下行；新兴经济体整体仍将继续承压，工业国经济疲软也将逐渐导致资源国出口乏力，进而整个新兴经济体均面临增长乏力的困境。

趋势二：全球范围不确定性显著升温。全球政治局势不确定性加剧。发达经济体内部社会分化与政党博弈的升级，引发了包括英国首相约翰逊上台后强硬脱欧表态、美国总统特朗普遭弹劾等政治事件；全球范围内贸易摩擦蔓延升级，地缘政治局势显著升温，加剧了全球经贸局势的动荡。

趋势三：国内经济下行压力仍存，工业库存周期筑底。2019 年前三季度，中国宏观经济运行呈现平稳下行的态势；四季度经济仍然面临总需求回落的压力：投资受房地产与制造业低迷的拖累，基建投资改善幅度低于预期；消费的政策刺激效应尚未显现；出口受全球经济下行和贸易摩擦负面影响的拖累，净出口对经济的贡献将减弱。经济的下行压力叠加政策的审慎对冲，我们认为四季度经济增长将呈现温和向下的态势，预计三、四季度 GDP 增速分别为 6.1%和 5.9%，全年 GDP 增速 6.2%。此外，从库存周期的时间长度、底部水平及利润增速表现来看，本轮工业企业的去库存可能正在逐渐接近尾声，库存周期进入筑底阶段；但考虑到当前全球经济增长的下行、贸易摩擦的现状，以及国内总需求的疲弱态势，本轮库存周期在底部震荡的时间可能被拉长。

趋势四：货币政策延续宽松的方向与审慎的节奏。货币政策是四季度资本市场重点关注的宏观逆周期调控政策之一。从外围来看，全球经济增速趋于回落，各国央行相继开启货币宽松进程，降息潮席卷全球；从国内来看，宏观经济仍然

面临不小的下行压力，投资勉力维稳、消费尚难提振、外贸前景堪忧，总需求整体疲弱的情况下，仍然需要逆周期调控政策发挥托底经济增长的作用。外围宽松潮与国内经济压力都使得资本市场对中国央行进一步加大宽松的预期显著抬头。在全球经济普遍回落及中国经济下行压力较大的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变，利率处于趋势性下行的通道；但就短期操作而言，四季度货币政策可能由于多方掣肘而较为谨慎，不会采取较大规模的宽松操作，而年内利率水平走低的空间也较为有限。

海外大类资产配置上，在四季度全球经济下行趋势大概率仍将持续的背景下，海外大类资产配置寻求避险仍是大势所趋。整体来看，海外债券市场表现料整体好于海外股市，高评级债券与政府债券优于低评级债券，大型蓝筹股优于中小盘成长股，日元、瑞郎等有避险属性的货币将强于欧元及大多新兴市场货币。大宗商品四季度表现预计为：黄金等贵金属>农产品>有色金属/动力煤>原油>黑色金属。

国内大类资产配置上，下半年股债市场都将受益于宽松周期开启带来的无风险利率下行。股票市场对总量经济回落已有充分预期，且资本市场改革红利与外部资金流入也是支撑市场的两大积极因素，A 股成长板块在经济转型和资本市场改革背景下具备较大确定性。债券市场同样趋势向好，利率债将受益于名义经济增速的回落和货币政策宽松周期的开启，预计 10Y 国债收益率将趋于下行，年内波动区间在 2.8%-3.1%左右，高等级信用债也具备较好的投资机会。房地产市场延续前三季度分化格局，三四线房价继续下行，二线楼市增速温和走低，一线楼市保持平稳；市场对房地产整体价格的预期在显著降温。人民币兑美元汇率四季度走势将较为平稳，但若中美贸易磋商未取得进展或摩擦再次恶化，人民币兑美元汇率可能再度大幅贬值。

2. 趋势一：全球经济下行中趋于收敛，货币政策宽松周期延续

2019 年三季度，全球经济下行趋势加强，美国经济下行走势渐趋明显；美欧央行实施宽松政策，全球开启货币政策宽松周期。四季度全球经济大概率仍将延续下行：美国经济加速走低，欧元区经济延续弱势，中国经济温和回落，全球经济在下行中趋于收敛，整体形势依然严峻。

2.1 全球主要经济体增速持续回落，各经济体之间出现收敛迹象

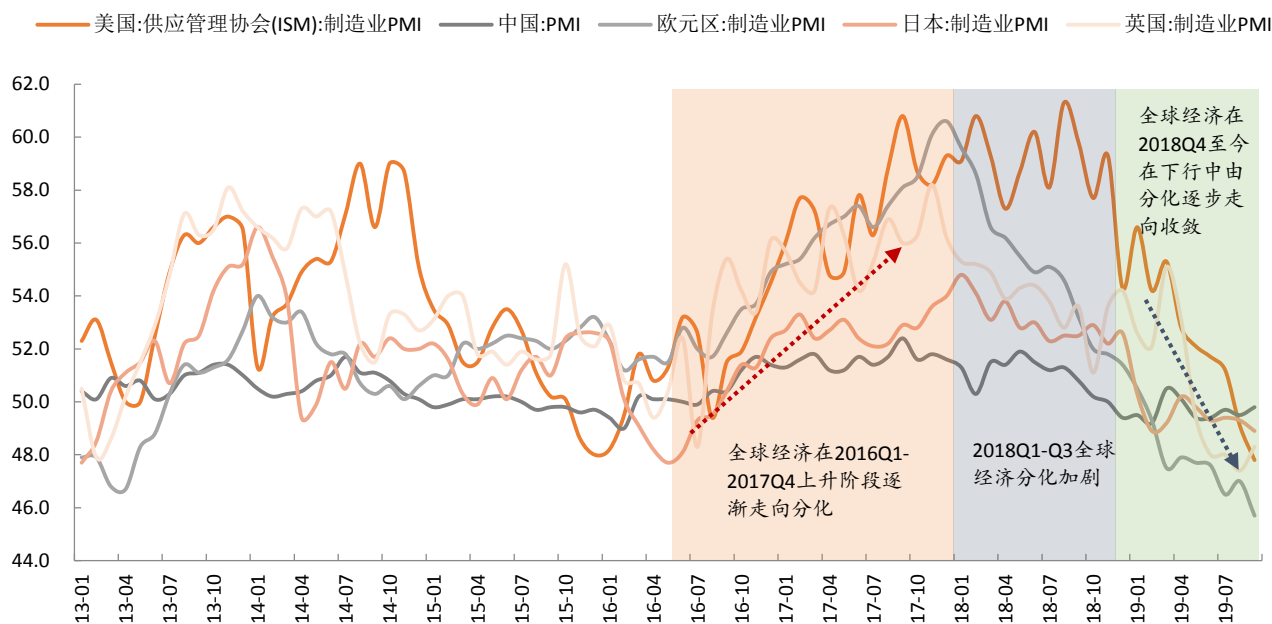
2018 年初至 2019 年中，全球主要经济体呈现出回落中分化加剧的格局。其中美国经济相对偏强运行，欧元区、日本、中国等其他主要经济体增速均有所回落。进入 2019 年第三季度，全球增长动能继续弱化，OECD（经合组织）进一步将 2019 年全球经济增速预期自 3.2% 下调至 2.9%，将 2020 年全球经济增速预期自 3.4% 下调至 3.0%，创 2008 年金融危机以来最低水平。值得注意的是，此前一直相对强劲的美国经济在消费趋弱、投资疲软的背景下前景堪忧，四季度下行压力可能进一步加大。而欧元区、日本、中国等其他主要经济体也并未出现明确的企稳信号，弱势震荡仍是主旋律。综合来

看，2019 年四季度全球经济将在下行中趋于收敛，全球贸易、短期资本流动与风险资产价格仍将继续承压。

美国经济自 2018 年初至 2019 年中能够维持相对强势的原因在于前半期投资受税改刺激走强与后半期强韧性带来的消费高企。但是三季度以来，美国经济投资端延续疲弱，消费端也出现回落迹象，这将加大美国经济的下行压力。同时，欧元区经济仍然弱势，且内部分化加剧。其中，法国经济的消费与投资端均出现边际向好的信号，但德国经济仍然非常疲弱，意大利等边缘国经济也延续弱势。日本经济在出口拖累下有所承压；中国经济仍有温和回落趋势。全球经济在下行中有趋于收敛的迹象。

在全球经济体增速集体下行的背景下，全球各大央行纷纷开启了货币政策的宽松周期。其中美联储于三季度连续两次降息 25 个基点；欧央行也在三季度开启了降息周期并重启了量化宽松；其余央行也纷纷采取宽松货币政策。未来一段时间，在经济下行压力渐增的背景下，全球央行货币宽松的趋势仍将延续。汇率方面，美元指数受美国经济回落加速与全球经济收敛的压制，其波动中枢在四季度将从当前 98-99 的区间回落到 96-97，欧元兑美元底部震荡，日元、瑞郎等避险货币走势可能仍然较强。

图表1. 全球经济在整体下行中逐渐走向收敛



资料来源：Wind，平安证券研究所

专栏 1：全球负利率时代的背景、原因、展望与资产配置建议

随着全球经济再度转为下行，各大央行纷纷开启货币宽松政策，越来越多的经济体开始出现负利率，甚至机构喊出“负利率时代”已经到来。由于国内市场利率水平相对较高，所以对于“负利率”，大多投资者还是感到比较陌生。

理论上讲，作为货币时间价值体现的利率应该是高于 0 的，否则货币的时间价值就为负，可以得出货币在一段时间后会失去全部价值的谬论。但是实际上我们所说的“负利率”并不一定是指作为货币时间价值体现的无风险利率，由于现代货币体系非常复杂，利率体系也相当繁复，所以我们有必要将“负利率”进行以下划分：1、央行货币政策对标的利率为负；2、银行的存贷款利率为负；3、市场的无风险利率为负。

对于第一种情形，央行货币政策对标的利率一般是指央行给商业银行付出的超额准备金利率或隔夜存款利率，这也被称为利率走廊的下限。一般情况下，一国出现“负利率”，首先就是央行货币政策对标的利率转负，进而刺激商业银行对外释放贷款。之后，才会通过商业银行体系降低银行间市场与银行的存贷款利率。

对于第二种情形，银行的存（贷）款利率为负一般情况下也并不是说储户存在银行账户的钱（或客户向银行贷款的债务）会随着存（贷）款时限的拉长而降低（减免）。就存款而言，出现“负利率”一般会是在银行向储户支付极低的利息，同时向储户征收一定金额的年费或管理费，从而导致储户承受实际意义上的负利率；对贷款而言，出现“负利率”一般会是在购房时的按揭贷款时，政府为了刺激当地房地产市场，通过商业银行体系向购房者发布利好政策，导致购房者每月支付的按揭贷款本息和小于每月应承担的贷款本金。

对于第三种情形，市场的无风险利率一般是指政府发行国债的到期收益率或国库券发行利率。无风险利率为负通常出现在市场对经济前景极度悲观的情况之下。由于市场对未来经济走势极度悲观，所以投资者不愿意将资金投向任何有风险的资产，政府发行的无风险的国债或国库券就成为了仅有的少数可投资标的之一，债券发行数量毕竟有限，当市场需求超过国债供给水平一定程度之后，债券价格会高于国债票面价值与到期支付利息之和，这就会导致市场的无风险利率出现“负利率”。

当前出现的“负利率”浪潮指的多是第一种与第三种情形。第一种“负利率”的典型代表就是欧元区与日本，还有丹麦、瑞典、瑞士、匈牙利等经济体，而第三种“负利率”的代表则为欧洲诸国与日本。

根据高绪阳（2019）的研究成果，在此轮“负利率”浪潮之前，仅有六个经济体出现负利率，先后为瑞典、丹麦、欧元区、瑞士、日本与匈牙利。其中，瑞典、欧元区、日本的负利率是经济持续低迷造成的，而丹麦、瑞士则是抑制本币升值进而通过调控降低市场利率造成的，匈牙利则是两者兼而有之。

图表2. 欧日六国实施负利率的过程

国家	负利率出现时点	欧洲五国与日本实施负利率的过程一览	负利率实施原因
----	---------	-------------------	---------

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_9740

