

全球经济放缓已成共识，悲观之中期待意外惊喜

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 2019 年中国经济仍有下行压力，全年或呈现前低后高的走势。美国经济接近周期顶部、增速边际放缓，日本经济再次陷入萎缩，欧元区经济有望回暖，新兴经济体面临滞涨挑战。
- ◆ 2019 年房地产投资稳中有降，但整体并不悲观；稳增长政策逐步落实，基建投资有望企稳；经济结构调整稳步推进，制造业投资保持快速增长。减税政策扩大内需，消费保持平稳增长；中美停止加征新关税，出口下行压力将大大减轻。
- ◆ 2019 年货币政策保持松紧适度，适时预调微调，基调略偏宽松。CPI 保持温和增长，PPI 延续回落，通胀压力整体可控。人民币贬值压力充分释放，货币政策一大掣肘因素消除，定向降准或将继续实施，再贷款再贴现利率有望下调。
- ◆ 积极的财政政策将更加积极，为调结构和扩内需提供支持。减税降费规模进一步扩大，财政赤字率或将上调，地方专项债发行规模有望扩大，基础设施补短板力度继续加大。
- ◆ 2019 年我国经济仍有下行压力，整体或呈现前低后高的走势。股指有望迎来阶段性反弹，估值的修复主要依赖风险偏好的回升和无风险利率的下降，预计中证 500 指数表现将好于上证 50。
- ◆ 我们判断 2019 年经济增速将在上半年再度放缓，国债收益率仍有一定的下行空间，做多利率债、高等级信用债具有较高的安全边界。
- ◆ 欧美经济预期差及货币政策分化将逐渐收窄，美元指数趋于走势的可能性较大，黄金具备投资价值。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

静待 G20 峰会落地，短期或面临方向性选择（周报）

G20 峰会召开在即，等待回调后的低吸机会（周报）

稳增长效果初步显现，短期反弹有望延续（周报）

外围风险事件相继落地，反弹或将随时开启（周报）

基本面因素总体偏多，股指有望展开修复性反弹（月报）

外围市场波动放大，股指短期维持底部震荡（周报）

政策维稳力度加大，超跌反弹或将展开（周报）

恐慌情绪有所消退，超跌反弹将逐渐开启（周报）

第一部分 2019 年中国宏观经济展望

一、中国 2018 年宏观经济回顾

2018 年国际经济形势复杂多变，贸易保护主义抬头，全球经济增速放缓。中国 GDP 从一季度的 6.8% 降至第三季度的 6.5%，前三季度 GDP 平均增长 6.7%，经济增速呈现降中趋稳的走势，预计全年能够实现 6.5% 的增长目标。

从拉动经济增长的三驾马车来看，投资增速明显放缓，是拖累经济增长的主要原因。2018 年 1-9 月固定资产投资同比增长 5.4%，较 1-2 月份下滑 2.5 个百分点，明显低于去年同期的 7.5%。其中 1-9 月房地产投资同比增长 9.9%，低于 1-3 月份 0.5 个百分点，但较去年同期加快 1.8 个百分点，房地产投资整体好于预期。1-9 月基建投资同比增长 3.3%，连续 7 个月下滑，低于去年同期 12.5 个百分点，是拖累固定资产投资放缓的主要原因。1-9 月制造业投资同比增长 8.7%，连续 6 个月回升，高于 1-2 月份的 4.3% 和去年同期的 4.2%，制造业投资呈现企稳回升的态势。

进出口保持平稳增长，贸易顺差进一步收窄。中国 1-9 月进口同比增长 20%，高于去年同期 2.5 个百分点。出口同比增长 12.2%，高于去年同期 5 个百分点。前三季度实现贸易顺差 2213.85 亿美元，较去年同期大幅收窄 23.76%，2016 年以来贸易顺差呈现阶梯式的下滑。今年 3 月以来，中美贸易摩擦持续升级，美国对华进口商品加征关税由 500 亿美元扩大至 2000 亿美元。受贸易战的影响，我国出口面临的下行压力逐渐加大，将在一定程度上对经济增长形成拖累。

消费保持平稳增长，对经济增长的贡献不断上升。2018 年中国 9 月社会消费品零售总额同比增长 9.2%，连续两个月回升，创 4 月以来新高。1-9 月社会消费品零售总额同比增长 9.3%，低于去年同期的 10.4%。2015 年以来，消费品零售一直保持 10% 左右的增速，今年上半年消费对经济增长的贡献率为 78.5%，同比提高 14.2 个百分点，成为经济增长的主要拉动力。

二、2019 年经济仍有下行压力，但不会出现“硬着陆”

国际经济形势错综复杂，贸易保护主义抬头，欧美等发达经济体陆续退出宽松政策，新兴市场风险加剧。中美贸易关系尚未出现实质性的缓和，2019 年我国经济仍有下行压力，但宏观调控政策将继续实施，经济不会出现“硬着陆”。

（一）投资增速降幅收窄，仍将承担稳增长的重任

2018 年前三季度，受基建投资持续下滑的影响，固定资产投资增速大幅回落，是拖累经济增速放缓的主要原因。展望 2019 年，随着基础设施补短板项目的加快落实，基建投资有望企稳。供给侧结构性改革继续深化，中国制造 2025 战略规划有序推进，制造业投资将继续回升。租售并举的住房制度进一步完善，房地产投资稳中有降，但整体并不悲观。

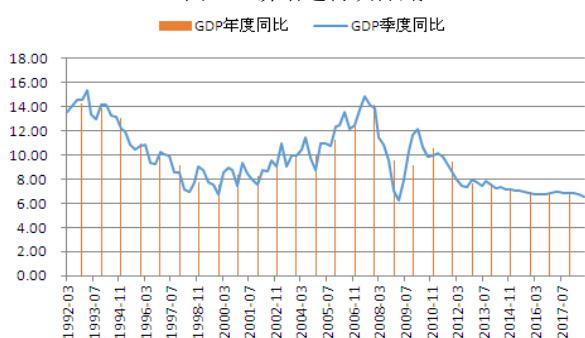
1. 房地产投资稳中有降，但整体并不悲观

2016年9月份开始，房地产调控政策由宽松转向收紧，“房住不炒”的政策理念逐渐深入人心。在房地产调控政策的影响下，一二线城市房价过快上涨的势头得到遏制，房地产投资由过热向温和增长阶段过渡。房地产投资增速从2016年初开始回升，2018年呈现高位回落的态势。

今年3月份以来，房地产投资增速逐渐放缓，主要受部分项目在年初集中投放以及房地产贷款审批趋严等因素的影响。2018年1-10月房地产投资同比增长9.7%，低于1-3月份的10.4%，但高于去年同期1.9个百分点，房地产投资整体好于预期。租售并举的住房保障体系不断完善，经济适用房、廉租房、公租房等租赁住房项目建设加快，今年上海推出了“只租不售”的住房模式，租赁住房建设是房地产投资的重要组成部分，不计入商品房销售，但对房地产投资形成重要支撑。

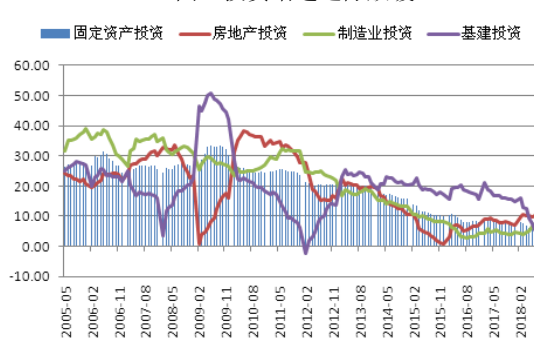
2018年6月，棚改项目的合同审批权限收归国开行总行的消息，引发市场对棚改项目暂停的担忧。但国开行澄清并未暂停所有项目，进行中的项目依然继续执行，货币化安置比例降低，将以实物安置为主。国家统计局公布的数据显示，截至2017年7月底，全国住宅库存创33个月新低，去化周期回到2012年水平，表明房地产去库存任务基本完成。为抑制房地产市场投机，防止出现新一轮的库存积压，2019年楼市调控政策将保持不变。预计2019年房地产投资将呈现稳中有降、降中趋稳的走势，全年增速维持在7%-10%左右。

图1. 经济增速再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 投资增速边际放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 基础设施补短板项目加快落实，基建投资有望企稳

受城市轨道交通项目审批条件提高，以及上半年财政支出和地方专项债发行放缓等因素的影响，2018年前三季度，基础设施建设投资增速持续下滑，是导致固定资产投资放缓的主要原因。2018年1-10月基建投资同比增长3.7%（前值3.3%），为年内首次回升，较1-2月份大幅下降12.4个百分点，创2012年5月以来新低。

三季度以来，积极的财政政策加码发力，地方专项债发行进度明显加快，财政部催促地方政府在今年10月底前完成1.35万亿元地方政府专项债券发行。最新数据显示，今年8、9月份共发行专项债4106亿元和7389亿元。截止2018年9月底，新增地方专项债已完成全年计划的85%，剩余额度主要集中在10月份发行。

2018年11月初，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确铁路、公

路和水运、机场等等九大领域补短板的重点任务。意见指出，分配地方政府专项债券规模时，在充分考虑债务水平基础上，还要考虑在建项目和补短板重大项目资金需求，以及国家重大建设项目库项目储备情况。允许有条件的地方在专项债券发行完成前，对预算已安排的专项债券资金项目通过先行调度库款的办法，加快项目建设进度，债券发行后及时归垫。

作为稳增长的重要手段，基建投资在今年前三季度出现断崖式下滑，超出市场预期。但随着基础设施补短板项目的加快落实，基建投资有望在今年四季度企稳。

3. 供给侧结构性改革深入推进，制造业投资持续回升

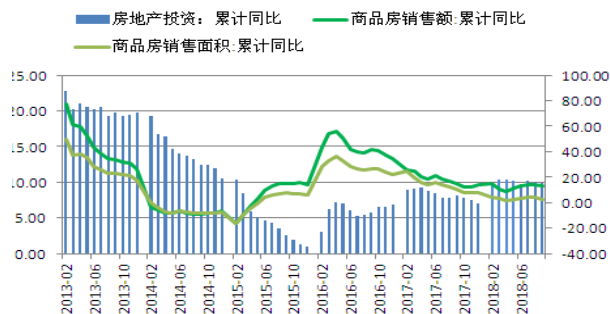
2018 年 1-10 月制造业投资同比增长 9.1%，连续 7 个月回升，较去年同期加快 5 个百分点，创 2015 年 8 月以来新高。在中国制造 2025 战略规划指引下，高端和装备制造业发展加快，人工智能、高铁、工程机械等制造技术达到世界先进水平，我国正在由制造业大国向制造业强国转变。

国家发改委公布的数据显示，今年 1-7 月份，全国退出煤炭产能 8000 万吨左右，完成全年任务 1.5 亿吨的 50% 以上；压减粗钢产能 2470 万吨，完成全年任务 3000 万吨的 80% 以上，去产能推动钢铁、煤炭、煤电等行业产能利用率明显提升，供求关系显著改善，企业效率持续向好。上半年，钢铁、煤炭、电力行业规模以上企业利润率分别增长 93.4%、18.4% 和 28.1%。

2016 年以来，随着供给侧结构性改革的深入推进，僵尸企业和落后产能逐渐被淘汰和清理，行业集中度进一步提升，企业生产效率明显提高，盈利逐渐好转，资产负债表持续修复，杠杆率得到有效控制。2017 年以来，我国规模以上工业企业利润增速边际回落，但同比仍保持两位数增长。2018 年 1-10 月规模以上工业企业利润同比增长 13.6%，低于 1-2 月份的 16.1%，较去年同期放缓 9.7 个百分点。

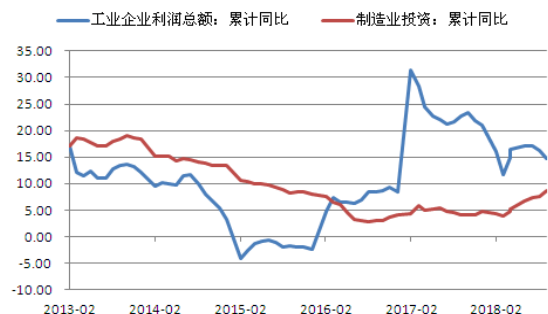
国际清算银行公布的最新数据显示，截至 2017 年末，我国非金融企业部门杠杆率为 160.3%（前值 166.4%），已连续 6 个季度环比下降。国家统计局公布的数据显示，2018 年 6 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.6%，同比降低 0.4 个百分点，企业杠杆率边际下降。

图 3. 房地产投资稳中有降



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. 工业企业利润增速边际回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（二）消费保持平稳增长，对经济增长的贡献不断上升

2018 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较去年同期放缓 1.1 个百分点，创 2004 年以来新

低。2015 年以来，社会消费品零售总额始终保持 10% 左右的增速，对经济增长的贡献不断上升。国家统计局公布的数据显示，今年上半年消费对经济增长的贡献率为 78.5%，同比提高 14.2 个百分点，成为经济增长的主要拉动力，表明中国经济结构调整正在稳步推进。

消费增长很大程度上取决于居民可支配收入的增长，而居民收入的增长又与国民经济发展密切相关。2010 年以来中国经济增速缓慢下行，社会消费零售增速也呈现相应的下降趋势，但消费增速仍高于 GDP 增速。图 5 中数据显示，GDP 当季同比从 2010 年一季度的 12.2% 降至 2018 年第三季度的 6.5%，人均社会消费品零售总额累计同比从 2011 年 1 月份的 19.9% 降至 2018 年 10 月份的 9.2%。

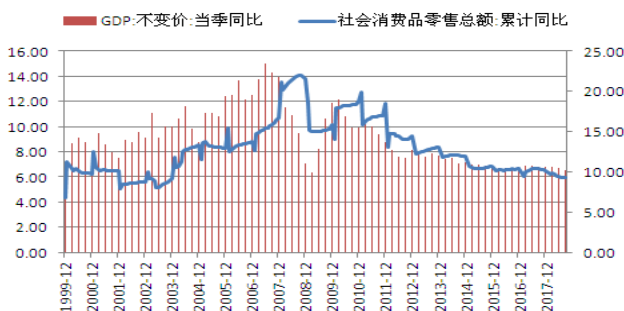
2018 年 1-9 月城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%，较去年同期下降 0.4 个百分点。人均消费性支出同比增长 6.5%，较去年同期加快 0.3 个百分点。总体来看，人均消费性支出增速明显低于人均可支配收入增速，表明未来我国消费增长仍有较大潜力。今年以来，国务院关税税则委员会连续四次降低相关产品关税，涉及药品、汽车、日用消费品、工业品，我国关税总水平由上年的 9.8% 降至 7.5%。关税总水平显著下降，有利于降低居民生活成本、提高生活质量，从而扩大居民消费支出。

个人所得税改革正式落地，减税的三大举措包括：个税起征点由 3500 元上调至 5000 元，扩大 3%、10%、20% 三档低税率的级距，新增了女教育支出、继续教育支出、大病医疗支出、住房贷款利息和住房租金等与人民群众生活密切相关的专项附加扣除。2018 年 10 月 1 日起执行 5000 元个税起征点并使用新税率表，2019 年 1 月 1 日起全面实施新税制。个人所得税改革，对于提高居民可支配收入和缩小收入差距具有重要作用，有利于增加居民消费支出，扩大内需。

2018 年 1-10 月新增居民中长期贷款 42030 亿元，比去年同期减少 3680 亿元，住户部门中长期贷款已连续两年下降，表明房地产信贷调控政策效果陆续显现。2016 年以来居民加杠杆购房在一定程度上推高了房价，同时也抑制了其他方面的消费需求。但随着房地产调控政策的持续收紧，投机性需求将逐步得到遏制，房价也将逐渐回归平稳，有利于改善居民生活水平，从而拉动其他领域的消费增长。

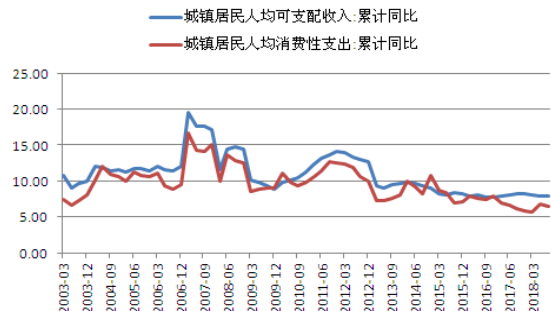
综上，关税总水平下调，以及个人所得税改革逐步落实，有利于提高居民可支配收入，增加消费支出。预计 2019 年社会消费品零售总额仍将保持平稳增长，全年增速维持在 10% 左右。

图 5. 消费与经济增长高度正相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 城镇居民可支配收入与消费支出



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（三）出口存在下行压力，稳外贸政策有望继续实施

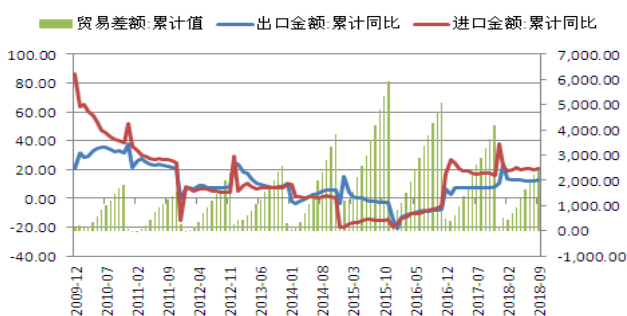
按美元计价，2018年1-10月进口同比增长20.3%，高于去年同期的17.41%。出口同比增长12.6%，较去年同期加快5.46个百分点。1-10月份实现贸易顺差2542.02亿美元，较去年同期大幅收窄22.33%。2016年以来，贸易顺差呈现阶梯式的下滑，属于典型的“衰退式顺差”。但我国外贸依存度已从2006年的64%降至2017年的33%，低于世界平均水平42%，经常项目顺差占GDP的比例也从2007年的约10%下降到去年的1.3%。表明我国经济结构转型正在有序进行，经济增长由主要靠外需，向主要依靠内需拉动转变。

2018年3月22日，美国宣布对华500亿美元进口商品加征25%关税以来，中美贸易摩擦持续升级，全球贸易形势日益严峻。9月18日，美国宣布对华2000亿美元进口商品加征10%的关税，自9月24日起开始实施，2019年1月1日起将税率上调至25%。特朗普接受采访时表示，若中国继续反击，将准备对来自中国的所有5000亿美元进口商品征收关税。今年前三季度，我国出口保持平稳增长，暂未受到贸易战的影响，主要原因是贸易商选择在新一轮关税实施前抢先出口，此外人民币汇率贬值也在一定程度上提振了出口。但关税负面影响的扩大，2019年我国出口将面临下行压力，将在一定程度上拖累经济增长。

中美贸易战背景下，为应对出口下行风险，国务院已出台多项稳外贸的举措。如降低进口增值税率，降低药品、汽车及其零部件、日用消费品等进口关税，有效促进了进口增长。进一步扩大开放，打造世界一流的营商环境，加强知识产权保护，增加外商在中国投资的信心。加大出口退税的力度，从降低出口成本方面鼓励出口。加强与“一带一路”沿线国家经贸合作与交流，实现出口多元化发展。

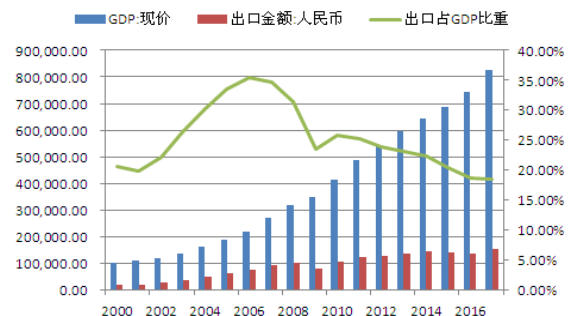
综上，2019年我国出口将面临下行压力，但稳外贸政策将继续实施，能够保证出口运行在合理区间，不会出现失速风险，预计全年增长8%左右。

图7.贸易顺差阶梯式下滑



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图8.外贸依存度下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、CPI 保持温和增长，PPI 延续回落态势

2018年以来，CPI整体保持温和上涨，平均涨幅较去年同期有所扩大。2018年10月CPI同比上涨2.5%，较去年同期提高0.6个百分点。今年1-10月份CPI平均增长2.14%，高于去年同期0.63个百分点。在CPI的主要构成中，猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果等食品所占权重较大，因此食品价格波动将对CPI造成显著影响。今年台风、暴雨等自然灾害较去年偏多，蔬菜、水果等农产品受灾严重，一段时间内出现供应短缺，蔬菜、水果价格大幅上涨，是拉高CPI的主要原因。

中国农业部公布的数据显示,2018年10月农产批发价格200指数同比109.10,菜篮子批发价格200指数同比110.60,分别高于去年同期1.9和10.1个百分点。2017年1-10月份,鸡蛋平均批发价格为7.64元/公斤,高于去年同期的6.58元/公斤,同比上涨14%。28种重点监测蔬菜平均批发价格为3.84元/公斤,高于去年同期的3.78元/公斤,同比上涨2%。猪肉平均批发价格为19.94元/公斤,低于去年同期的21.37元/公斤,同比下降7%。总体来看,2018年1-10月份鸡蛋、蔬菜、水果等食品价格明显高于去年同期,是导致CPI偏高的主要原因。

2018年10月PPI同比上涨3.3%,较去年同期下降3.6个百分点。1-10月PPI平均涨幅3.9%,低于去年同期2.6个百分点。2017年2月份以来,PPI呈现逐渐下滑的态势,主要受有色、黑色金属冶炼等工业价格涨幅回落的影响。随着去产能政策进入尾声,工业品价格上涨难以持续,预计2018年PPI将延续回落态势,全年平均涨幅在3%左右。

(一) 粮食产量保持稳定,猪肉价格稳中有升

去年我国粮食总产量66160.72万吨,较2016年增加110.72万吨。其中小麦产量13433.19万吨,增加106.34万吨,连续十四年丰产;稻谷产量21267.59万吨,增加158.17万吨;玉米产量25907.07万吨,减少454.24万吨。受农业供给侧改革和夏季异常天气影响,今年上半年粮食产量较去年有所下降。国家统计局公布的数据显示,全国夏粮总产量2774亿斤,比上年减少61亿斤,下降2.2%。但今年秋粮生产基本稳定,全年粮食产量有望保持在12000亿斤以上。总体来看,我国粮食产量保持基本稳定,粮食价格不会出现大幅波动,对CPI的影响整体有限。

生猪市场供应充足,猪肉价格稳中有降。截止2018年9月底,我国生猪出栏量49579万头,较去年同期增加1355万头,受环保治理因素影响,一些地区散养、限养,导致生猪提前出栏。9月底全国生猪存栏量为32501万头,较去年同期减少2490万头;能繁母猪存栏量3136万头,较去年同期减少361万头,生猪存栏量和能繁母猪存栏量分别创2008年以来新低。2018年猪肉平均批发价从1月份的21元/公斤降至4月份的16元/公斤,进而又升至10月份的19元/公斤,整体呈现稳中有升的态势。虽然环保因素导致生猪存栏量下降,但猪肉进口量同比增加,能够保证猪肉充足供应,预计2019年猪肉价格难以出现大幅上涨,对CPI的影响整体可控。

(二) 原油价格重心上移,但不具备持续上涨的基础

2018年前三季度,美国退出伊核协议,对伊朗实施制裁,导致中东地缘政治局势紧张,引发市场对原油供应趋紧的担忧,此外美国原油库存持续下降。在以上因素的影响下,国际原油价格维持上涨格局,美原油从2月份的58美元/桶,一路上行至9月份的77美元/桶,期间累计上涨33%。进入10月份,随着原油需求旺季的结束,美国原油库存开始回升,叠加OPEC及非OPEC国家增产效应的累积,国际原油价格77美元/桶的高位大幅下滑,最低跌11月初的54美元/桶,期间累计跌幅接近30%,回吐了年内所有涨幅。

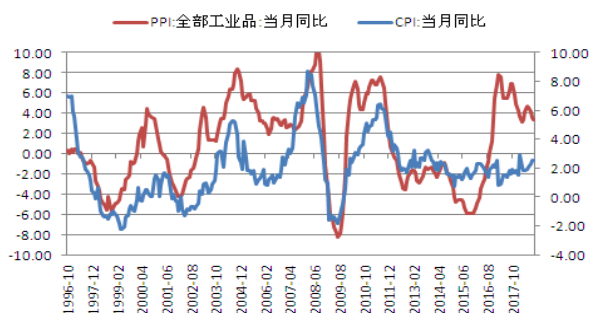
2018年11月初公布的OPEC月报显示,10月原油产量增加12.7万桶/日至3290万桶/日,预计原油需求下降速度加快,但伊朗原油产出减少。2019年原油市场供应过剩情况将加剧,因非OPEC供应增速快于全球需求增速。美国能源信息署(EIA)公布的短期能源展望报告显示,预计2019年美国原油产量为1206万

桶/日，上月报告预期为 1176 万桶/日。需求方面，EIA 将 2018 年全球原油需求增速预期维持在 152 万桶/日不变，但将 2019 年全球原油需求增速预期下调 5 万桶/日至 144 万桶/日。原油价格方面，EIA 预计 2019 年 WTI 原油价格为 64.85 美元/桶，上月预期为 69.56 美元/桶。

展望 2019 年，国际贸易形势复杂多变，给经济前景带来诸多不确定性，国际货币基金组织下调了欧元区、日本等发达经济体经济增长预期，以及印度、巴西等新兴市场国家经济增长预期。从需求端来看，我们认为全球经济增速放缓背景下，原油不具备持续上行的基础。供给端主要受 OPEC 国家减产或增产计划，以及美国页岩油产量及原油库存的影响。12 月 7 日，OPEC 会议就联合减产协议达成一致，决定自 2019 年 1 月起减产 120 万桶/日，全球需求减弱背景下，油市将进入再平衡阶段。根据历史季节性规律，美国原油库存阶段性回升将持续至 2019 年 3-4 月份。综上，我们认为 2019 年美原油价格难以突破 70 美元/桶，整体维持在 50-70 美元/桶的可能性较大。

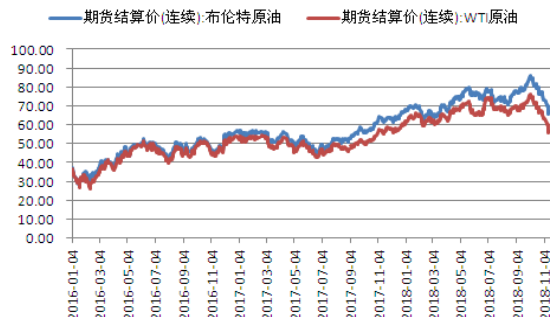
从影响 CPI 的主要因素来看，猪肉和原油价格可能阶段性上涨，但通胀压力整体可控，预计全年 CPI 同比上涨 2.5% 左右，不会显著高于 3% 的目标水平。

图 9. CPI 温和增长、PPI 高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 原油价格重心上升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

四、货币政策保持稳健中性，基调略偏宽松

2018 年 3 月，美国依据“301 调查”宣布对华 500 亿美元进口商品加征关税，中美贸易摩擦由此开始，我国经济面临结构调整和外部冲击带来的双重压力。今年 4 月中央政治局会议指出，全球经济形势错综复杂，要求保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。中央政治局会议对我国面临的经济形势作出新的论断，工作的重心开始向稳增长方面倾斜，货币政策基调由偏紧转向略偏宽松。

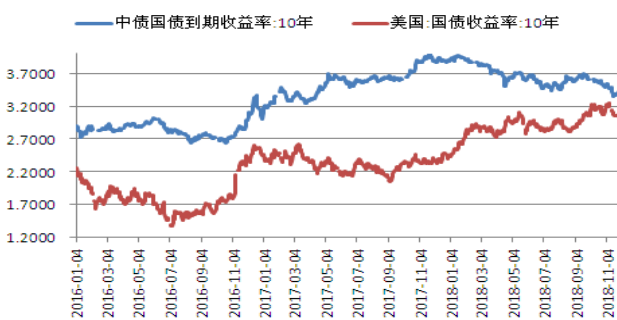
央行三季度货币政策执行报告指出，下一阶段要实施好稳健中性的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强政策的前瞻性、灵活性和针对性，处理好稳增长、调结构和防风险的平衡。此外还要求保持货币信贷和社会融资规模合理增长，用好定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具，扩大中期借贷便利合格担保品范围，加大对小微企业等重点领域和薄弱环节的金融支持。

中美贸易战及国内经济结构调整双重背景下，我国经济仍将面临下行压力，2019年货币政策将保持稳健中性，基调略偏宽松，定向降准将继续实施，再贷款、再贴现利率有望下调。

（一）基准利率保持不变，再贷款、再贴现利率有望下调

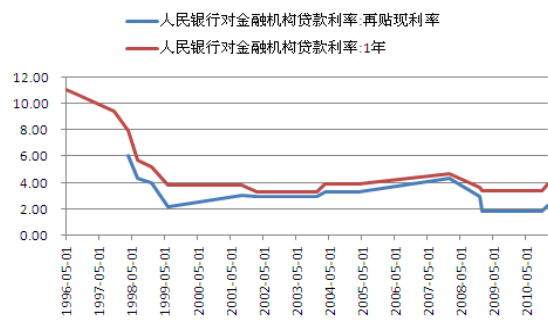
国际贸易形势复杂多变，全球经济增速下滑，外需增长放缓，我国经济下行压力加大。中央政治局会议和国常会多次强调，加大金融对小微企业的融资支持，降低实体经济融资成本。支持小微企业发展有利于保障就业、改善民生、扩大内需，是经济补短板 and 稳增长的重要手段，因此降低小微企业融资成本势在必行。我们认为在保持基准利率不变的同时，降低再贷款再贴现利率，能够保证不大水漫灌的前提下，实现定向调控、精准调控，有利于结构性降低实体经济融资成本。

图 11. 中美国债利差开始扩大



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 12. 再贷款再贴现利率有望下调



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

人民币贬值压力充分释放，货币政策掣肘因素消除。2018年4月以来，美元指数持续走强，人民币兑美元汇率呈现单边下跌的走势。今年4月至11月，离岸人民币汇率从6.25一路跌向6.98，创近两年新低，贬值幅度达11.68%。下半年以来，央行上调外汇风险准备金，并重启逆回购调节因子，以维稳人民币汇率。我们认为随着特朗普减税效应的边际减弱，以及联邦基金利率中枢的上移，美国经济扩张的动能将边际放缓，经济增速接近周期顶部的可能性在增加，2019年美元指数重回弱勢运行是大概率事件。此外，10年期美债收益率达到3.24%的七年新高后逐渐回落，中美利差边际收窄。综上，人民币贬值压力已得到充分释放，贬值预期将逐渐扭转，货币政策定向宽松的一大掣肘因素有望消除。

（二）流动性保持合理充裕，定向降准将继续实施

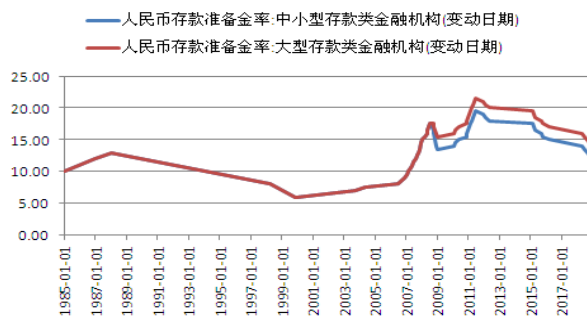
央行三季度货币政策执行报告，要求把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，在多目标中把握好综合平衡，根据形势变化及时动态预调微调。今年央行已实施了四次降准，截止10月15日，大型金融机构存款准备金率降至14.5%，中小型金融机构存款准备金率降至12.5%，创2007年10月以来新低。

从资金成本的角度来看，一年期MLF利率为3.3%，而存款准备金利率只有1.62%，明显低于MLF利率，因此降准能够为银行提供长期稳定的廉价资金，有利于降低企业融资成本。今年以来，央行已实施了四次降准，目的是为银行提供长期稳定的低成本资金，降低企业融资成本，促进经济平稳健康发展。中美贸易战背景下，我国经济短期存在下行压力，为保持经济平稳发展，未来定向降准有望继续实施。

综上，在防范化解重大风险和应对经济下行压力双重背景下，2019年货币政策将保持松紧适度，相机预调微调。未来央行将继续使用MLF、SLF、PSL、SLO等货币政策工具来调节流动性，定向降准将继续实

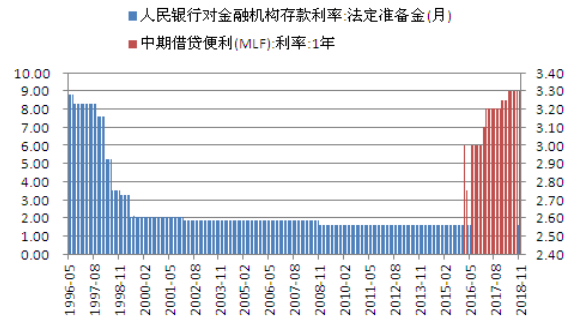
施，再贷款再贴现利率有望下调。

图 13. 存款准备金率阶梯式下调



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 存款准备金及 MLF 利率



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

五、积极的财政政策更加积极，为调结构和扩内需提供支持

2018 年 1-10 月全国一般公共预算收入 161558 亿元，同比增长 7.4%，低于去年同期 1.8 个百分点。全国一般公共预算支出 175320 亿元，同比增长 7.6%，较去年同期放缓 2.2 个百分点。今年下半年财政收入同比下降，反映减税降费政策得到全面落实，预计全年减税降费规模将超过 1.3 万亿元，积极的财政政策效应正在不断显现。

国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。财政部最新公布的数据显示，截至 2018 年三季度，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目管理库累计项目数 8289 个、投资额 12.3 万亿元，PPP 在全国各地继续平稳推进。

（一）减税降费规模继续扩大，财政赤字率有望上调

财政部部长刘昆在《学习时报》上发表署名文章指出，今年年初既定的各项减税降费政策已出台实施，加上年中出台的促进实体经济发展的系列措施，预计全年减负 1.3 万亿元以上。财政部门将着眼增强发展后劲，强化“放水养鱼”意识，研究实施更大规模的减税和更为明显的降费，更好促进实体经济健康发展。

国内经济结构调整和中美贸易摩擦背景下，2019 年我国经济下行压力加大，作为稳增长的重要手段，积极的财政政策将更加积极，减税降费规模有望进一步扩大，具体措施包括提高享受减半征收企业所得税优惠政策的小型微利企业年应纳税所得额上限，以及提高小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限等。

2018 年政府工作报告提出，今年财政赤字率按 2.6% 安排，较上年度预算下调 0.4 个百分点。截止 2018 年第三季度，我国实现 GDP 总额 650898.8 亿元，财政赤字为 17458.13 亿元，财政赤字率 2.68%，与政府工作报告目标基本持平。今年财政赤字率的下调，为明年宏观调控留下更多政策空间。预计 2019 年财政赤字

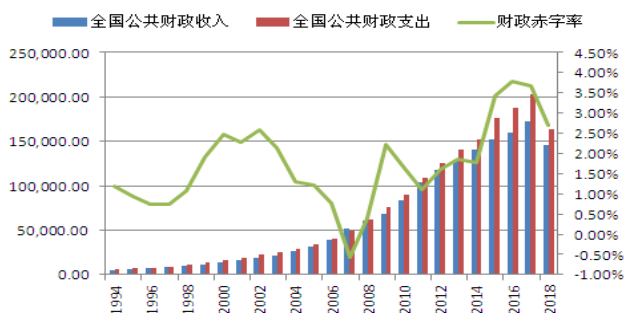
率有望小幅上调，为进一步减税降费留足空间。

（二）地方专项债和政策性金融债发行加快

今年 9 月份，央行将地方政府专项债纳入社会融资规模统计，主要原因是该项融资主要对接公路建设、棚改等基建项目，属于向实体经济提供资金范围，意味着地方专项债已进入宏观调控的范围。在地方政府隐性债务受到严格控制的情况下，未来对接基建项目的新增地方专项债的规模将延续快速增长的势头，控制地方债务系统性风险，除了“堵偏门”之外还要“开正门”。2018 年政府工作报告安排地方专项债 1.35 万亿元，明显高于 2017 年度的 8000 亿元，预计 2019 年还将继续增加，基础设施补短板的力度将进一步加大。

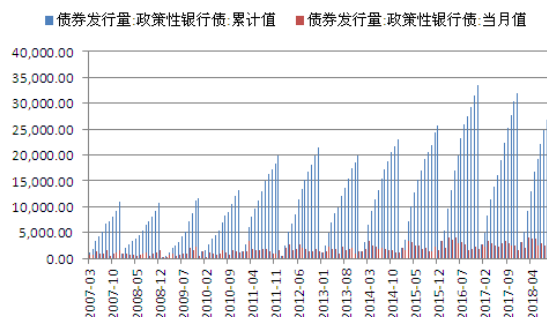
除了地方债之外，政策性金融债发行也是财政发力的重要渠道之一。专项金融债自 2015 推出以来，呈现大幅增长的态势。2018 年 1-10 月份政策性银行累计发债 28956.38 亿元，较上年同期增加 1252.98 亿元，处于历史同期第二高位。政策性银行通过发行金融债券筹集资金，设立专项投资基金，用于支持 PPP 项目、棚户区改造以及其他城投项目，发挥“第二财政部”的作用。预计 2018 年政策性金融债的发行规模仍将延续扩张态势。

图 15. 财政赤字率有望上调



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 政策性金融债发行规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 2019年国际经济形势分析和政策展望

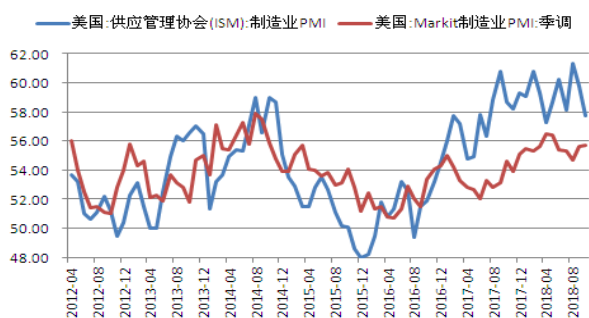
2018年国际形势复杂多变，贸易保护主义抬头，全球经济同步复苏的势头未能得到良好延续，各经济体之间出现明显分化。美国经济一枝独秀，欧元区经济复苏放缓，日本经济未见明显改善，新兴市场国家经济下滑，资本市场风险加剧。

一、美国经济增速接近周期顶部，加息周期进入尾声

2018年前三季度，美国经济可谓一枝独秀，二季度GDP环比增长4.2%，创2014年9月以来新高，一三季度GDP分别增长2.2%和3.5%，均高于近三年同期水平，预计全年经济增速将超过3%。主要原因是，特朗普减税政策在年初全面实施，企业所得税大幅下降，刺激有扩张需求的企业增加资本开支，拉动美国经济在二季度加速增长。但进入2019年，随着税改效应的边际减弱，美国经济增长将逐渐放缓，今年经济增速到达周期顶部是大概率事件。

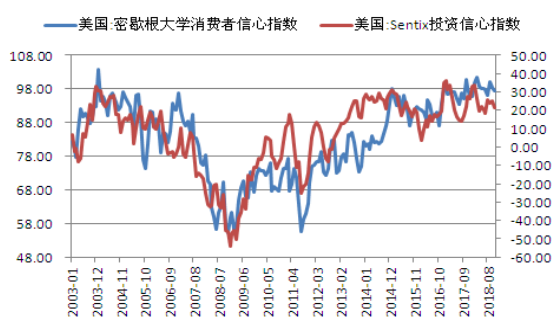
从领先指标来看，美国10月Markit制造业PMI录得55.7（前值55.6），连续两个月回升。但10月ISM制造业PMI降至57.7（前值59.8），连续两个月下滑，创4月以来新低。数据显示美国经济仍在扩张区间，但四季度出现放缓的迹象。美国11月密歇根大学消费者信心指数降至97.5，连续两个月回落，创1月以来新低。消费者预期和现况指数分别降至88.1和112.3，也呈现逐渐放缓的态势。11月Sentix投资者信心指数为24.1，较前值25.3大幅回落，创7月以来新低。数据表明，美国消费者和投资者对经济增长的信心下降，未来或削减消费支出。

图 17. 美国制造业 PMI 边际放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 18. 消费者信心指数高位回落

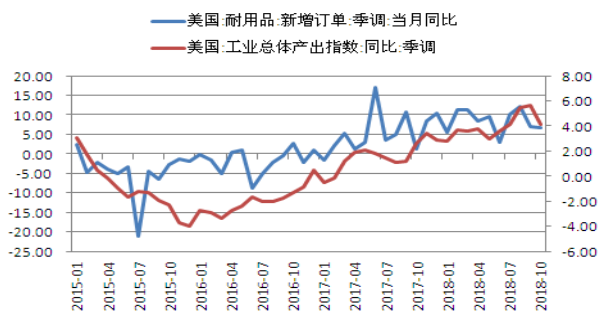


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

从同步指标来看，美国10月耐用品订单环比下降4.4%（前值0.7%），同比增长6.7%（前值7%），连续两个月下滑，增速创5月以来新低。10月工业产出环比增长0.1%（前值0.15%），同比增长4.1%（前值5.6%），分别创5月以来新低。美国9月新屋销售环比下降5.5%（前值-3%），连续两个月下滑，10月营建许可环比下降0.55%（前值1.68%）。美国9月20座大中城市房价指数同比降至5.2%（前值5.5%），连续6个月下滑。房地产数据显示，美国楼市量价齐跌的现象仍在延续，贷款利率持续攀升，成本上升对购房需求形成抑制。从国内外贸易来看，美国10月零售销售同比增长5.9%（前值2.5%），但仍为年内较低水平。

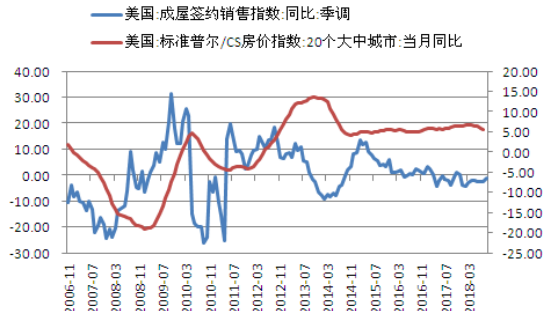
美国 9 月进口同比 11.4%，增速创 2012 年以来新高，出口同比增长 7.2%，较 4 月大幅回落 4.1 个百分点。贸易逆差同比扩大至 21.7%，为 3 月以来新高。表明美国贸易逆差并未因贸易战而显著收窄，反而存在进一步扩大的趋势。

图 19. 美国耐用品订单和工业产出



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

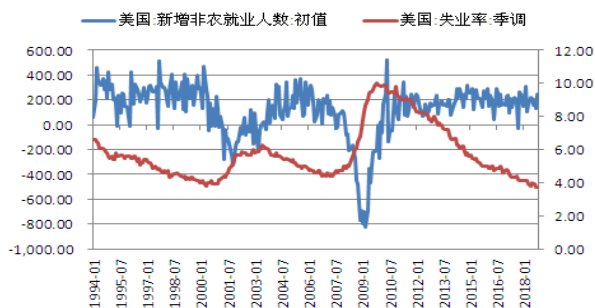
图 20. 房地产市场量价齐跌



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

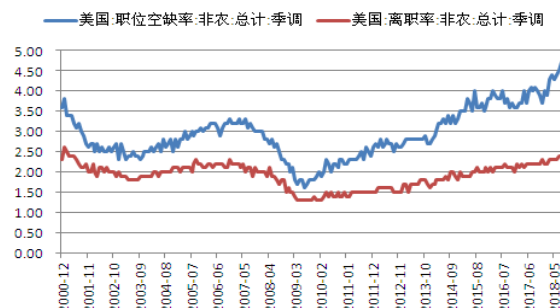
美国就业保持强劲增长，劳动力市场持续收紧。美国 10 月新增非农就业 25 万，创 2 月以来新高。失业率降至 3.7%，创 1970 年以来的新低，当周初请失业金人数连续 4 年低于 30 万。10 月非农职位空缺达到 700.9 万，离职率为 2.4%，创近 20 年新高。平均每小时工资同比增长 3.1%（前值 2.8%），薪资增速为年内较高水平。数据表明美国劳动力市场需求强劲，甚至出现用工荒的现象，员工为追求更高的薪资，选择自愿失业另谋岗位。预计 2019 年美国就业仍将保持稳健增长，失业率有望进一步下降。

图 21. 美国非农就业和失业率



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

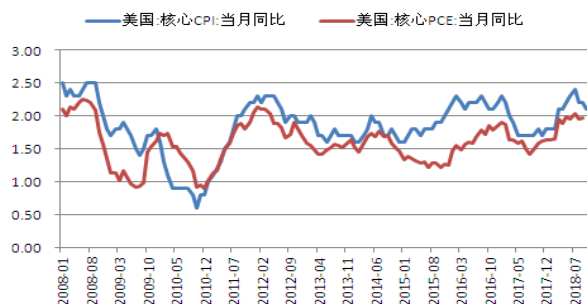
图 22. 非农职位空缺和离职率



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

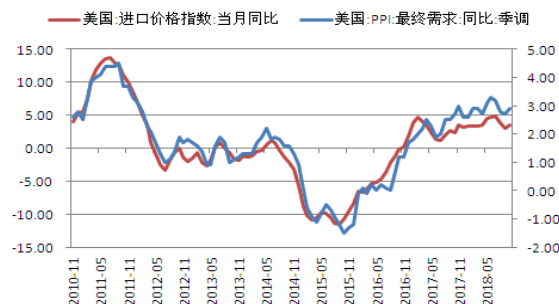
通胀保持温和增长，但并未出现加速上升的迹象。美国 10 月 CPI 同比上涨 2.5%，核心 CPI 同比上涨 2.1%，连续 8 个月高于 2% 的目标水平。9 月核心 PCE 物价指数年率为 2%，今年 3 月以来一直维持在 2% 的目标附近。美国 10 月 PPI 环比上涨 0.6%，同比上涨 2.9%（前值 2.8%），连续两个月回升。10 月进口物价指数年率为 3.5%（前值 3.1%），出口物价指数年率为 3.1%（前值 2.7%），整体维持在年内较高水平。特朗普减税政策为企业节约了大量的现金流，促使企业为员工加薪，员工薪资增长刺激了消费支出，并提升通胀预期。此外，美国发起贸易战、提高钢铝关税导致进口成本增加，原油价格上涨，也在一定程度上推升了通胀。美国贸易政策存在较大不确定性，是通胀上行的一大潜在因素。

图 23. 美国核心通胀温和增长



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 24. 美国 PPI 和进口物价指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

综上所述，我们认为受特朗普减税政策的刺激，2018 年美国经济增长加速，但随着税改效应的边际减弱，2019 年经济增速将边际放缓，周期顶部出现的可能性较大。经济增长放缓但仍维持扩张，预计就业继续保持强劲增长，失业率有望进一步下降。原油价格不具备持续上行的基础，通胀将保持温和增长，整体维持在 2% 的目标附近，风险在于贸易战进一步扩大。

2015 年 12 月美联储开启首次加息，截止 2018 年 9 月，已完成八次加息，美国联邦基金利率从 0-0.25% 上调至 2%-2.25%。根据点阵图显示，2018 年将加息四次，意味着年底联邦基金利率将达到 2.25%-2.5%，距离 3% 的中性利率还有 50 个基点。关键在于，达到中性利率水平之后，美联储是否还会继续加息。我们从美联储主席鲍威尔和副主席克拉里达的讲话中，能够得到一些线索。

美联储主席鲍威尔在达拉斯联储会议上提出美国经济面临的三大潜在挑战，海外需求放缓，国内财政刺激效应消退，以及美联储加息所产生的滞后影响。美联储副主席克拉里达在讲话中表示，“近三年的加息使短期利率接近中性水平，这是考虑未来货币政策路径时的一个关键因素。随着经济状况良好，将重点转移到更依赖数据是合适的。”

从美联储两位重磅人物的讲话中，我们可以得出：美国联邦基金利率达到 3% 的中性水平之后，是否继续加息将取决于经济数据，而影响美国经济增长的潜在因素已经开始显现。根据我们的分析，随着美国联邦基金利率的提高，以及特朗普减税效应的边际减弱，2019 年美国经济增长边际放缓是大概率事件。通胀稳定在 2% 的目标附近，尚未出现加速上行的迹象，按照当前的加息路径，加息周期最早将在明年结束。

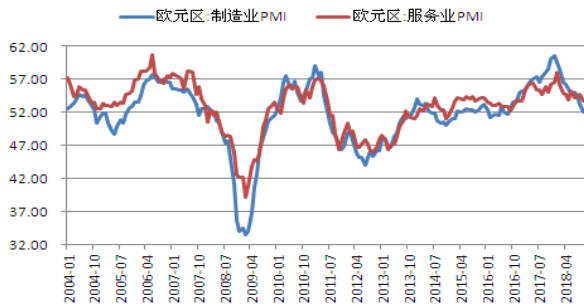
二、欧元区经济增长放缓，净资产购买将在年底结束

2018 年前三季度，欧元区 GDP 同比增速为 2.5%、2.1% 和 1.7%，连续三个季度下滑。今年以来，欧元区经济增长明显放缓，主要受美国贸易政策、意大利政治局势、英国脱欧等因素的影响。欧元区货币政策由欧洲央行统一制定，但财政政策的制定并不是由欧盟决定，也是制约欧元区经济增长的一个潜在因素。但随着英国脱欧协议的敲定，意大利预算案的修正并通过，以及美国减税外溢效应的消退，预计 2019 年欧元区经济将有所回暖。

从领先指标来看，欧元区 10 月制造业 PMI 降至 52（前值 53.2），较 1 月份的 59.6 大幅下滑，创 2016

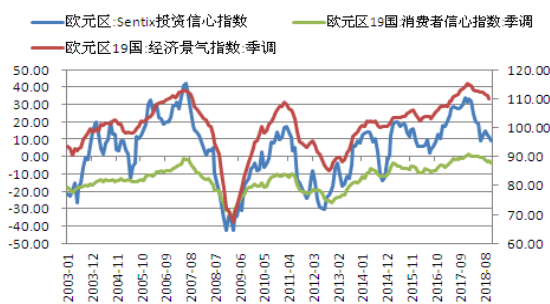
年 9 月以来新低。10 月服务业 PMI 录得 53.7（前值 54.7），较 1 月份放缓 4.3 个百分点，创 2017 年 2 月以来新低。欧元区 10 月经济景气指数降至 109.8（前值 110.9），连续 10 个月下滑，创 2017 年 6 月以来新低。11 月消费者信心指数录得-3.9%（前值-2.7%），创 2017 年 4 月以来新低。Sentix 投资者信心指数降至 8.8（前值 11.4），连续三个月下滑，创 2016 年 11 月以来新低。数据显示，经济先行指标已回到 2017 年以前的水平，尚未出现企稳的迹象。

图 25. 欧元区制造业及服务业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

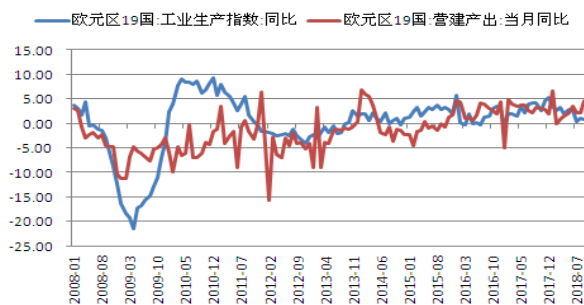
图 26. 欧元区经济景气指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

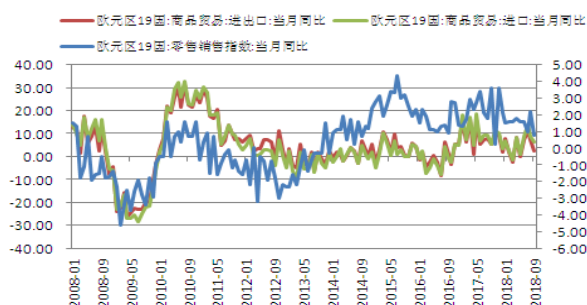
从同步指标来看，欧元区 9 月工业产出同比增长 0.9%（前值 1.1%），较 1 月份的 3.6%大幅下滑，低于去年同期的 2.7%。欧元区 9 月营建支出同比增长 4.6%（前值 2.2%），为年内次高水平。二季度房价指数同比 4.3%（前值 4.5%），处于近 10 年较高水平。从内外贸易来看，欧元区 9 月零售销售同比增长 0.8%（前值 2.2%），创 2017 年 10 月以来新低。9 月进口同比增长 6.4%（前值 8.7%），出口同比下降 0.9%（前值 5.7%），进出口连续两个月下滑。前三季度实现贸易顺差 1430.53 亿欧元，较上年同期减少 261.49 亿欧元，连续两年下降。数据表明欧元区房地产市场表现强劲，但内外需增长明显放缓，经济下行压力依然较大。

图 27. 欧元区工业产出和营建许可



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

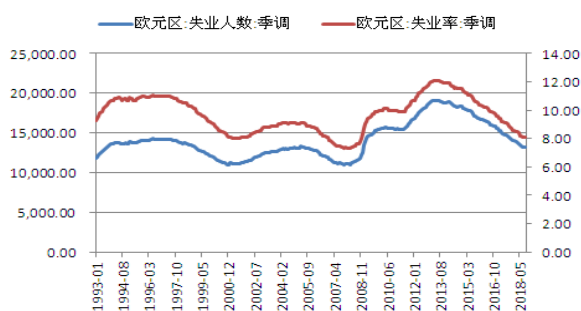
图 28. 欧元区零售销售及进出口



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

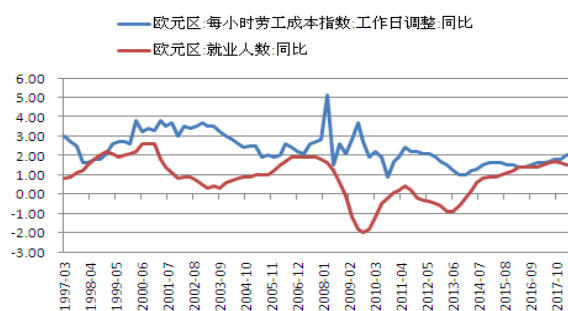
就业市场持续走强，失业率维持在十年低位。欧元区 9 月失业率降至 8.1%，创 2009 年以来新低。截止二季度，欧元区工资成本指数同比 2.1%（前值 2%），连续两个月上升，创 2012 年 9 月以来新高。表明欧元区劳动力市场已实现充分就业，薪资保持温和增长，有利于通胀朝着目标方向迈进。

图 29. 欧元区失业率



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

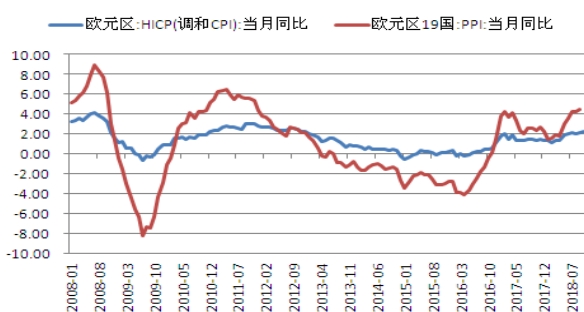
图 30. 欧元区工资成本指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

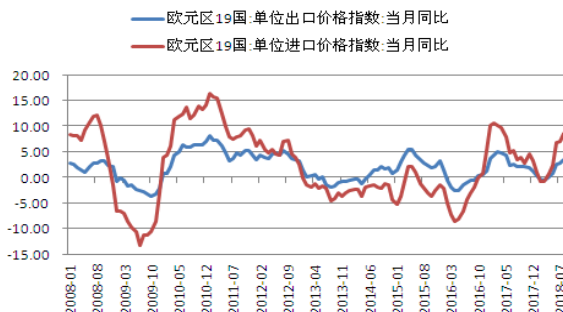
通胀加快回升，并稳定在 2% 的目标附近。欧元区 10 月 CPI 同比上涨 2.2%（前值 2.1%），连续两个月上升，创 2013 年以来新高。核心 CPI 同比上涨 1.1%（前值 0.9%），为 2017 年 9 月以来最高水平。欧元区 9 月 PPI 同比上涨 4.5%，连续 5 个月增长，创 2012 年以来最大增幅。8 月进口物价指数同比 8.6%（前值 7%），出口物价指数同比 3.5%（前值 2.8%），连续 5 个月增长，分别创 2017 年 5 月以来新高。2018 年以来，受能源价格上涨的影响，欧元区通胀加速回升，未来将稳定在 2% 的目标水平附近。

图 31. 欧元区 CPI 和 PPI



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 32. 欧元区进出口物价指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

综上，2018 年欧元区经济增速持续放缓，但劳动力市场依旧保持强劲，失业率维持在近十年低位，通胀接近并稳定在 2% 的目标附近。进入 2019 年，随着欧元贬值效应的累积，出口将在一定程度上得到提振，薪资增长继续对消费形成支撑，欧元区经济有望企稳反弹，通胀保持温和增长。

欧洲央行行长德拉基在欧洲议会经济与货币事务委员会例行听证会上表示，9 月以来欧元区的经济数据弱于预期，与保护主义、新兴市场脆弱性和金融市场波动性有关的风险仍较突出，但内部需求的潜在驱动因素仍然存在。造成欧元区经济放缓的部分因素可能是“暂时的”，若未来经济数据符合中期通胀前景，将于 12 月底结束 QE。

我们认为 08 年金融危机以来，全球货币宽松已持续数年之久，经济复苏的程度不一，美国经济一枝独秀，增速在今年三季度创下四年新高，随着联邦基金利率的提高，未来边际放缓是大概率事件。今年欧元

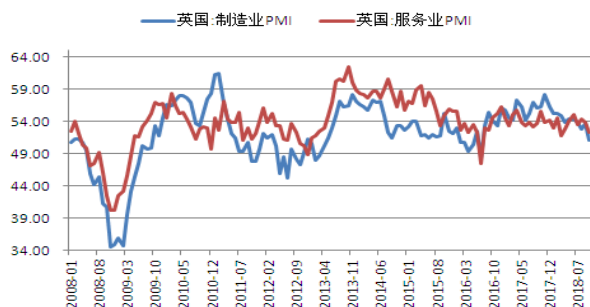
区经济增长放缓，主要受美国贸易政策、英国脱欧以及意大利债务问题等因素的影响，但随着英国脱欧协议的敲定和意大利预算案的修改并通过，影响欧元区经济的不确定性因素将大大降低，企业投资信心有望恢复。欧洲央行货币政策正常化的路径不会改变，预计年底将结束净资产购买，2019年9月开始首次加息。

三、英国脱欧拖累经济增长，央行维持缓慢加息

2014年以来，英国经济增速呈现阶梯式的下滑。2018年英国第三季度GDP同比增长1.5%，虽然连续两个季度回升，但仍低于2012年以来的同期水平。2016年以来，脱欧对英国经济的影响逐渐显现，主要表现为货币贬值、通胀上升、经济放缓。

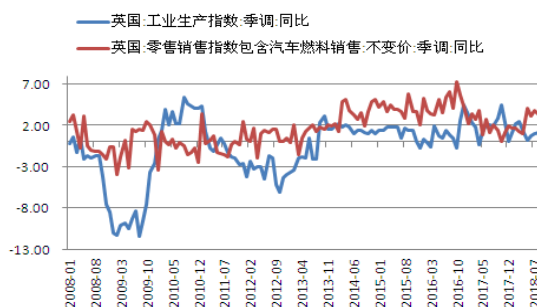
领先指标显示，英国10月制造业PMI降至51.1（前值51.1），创2016年8月以来新低。服务业PMI为52.2（前值53.9），连续两个月下滑，创今年3月以来新低。英国10月GFK消费者信心指数降至-10，连续两个月回落，创8月以来新低。从同步指标来看，英国9月工业产出同比零增长，为2017年5月以来最低。10月零售销售环比增长2.2%（前值3.3%），连续三个月下滑，增速创4月以来新低。截止第三季度，英国商品出口同比增长0.21%（前值-1.59%），增速为年内次低。服务出口同比增长1.32%（前值3.73%），创2016年6月以来新低。在英国经济的构成中，服务业占据主导地位，脱欧将导致部分服务业转移到海外，对英国经济增长形成拖累。

图 33. 英国制造业及服务业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 34. 英国零售销售和工业产出



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

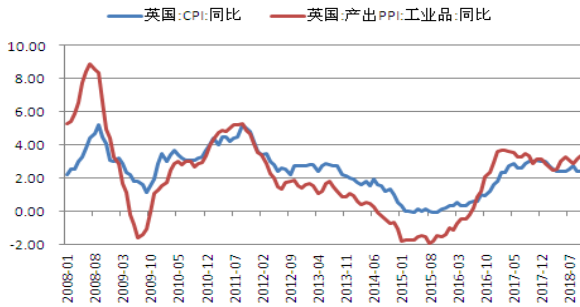
2017年11月以来，英国通胀呈现逐渐回落的态势，主要受消费支出放缓的影响。具体数据显示，2018年英国10月CPI同比增长2.4%，低于去年同期0.6个百分点，但仍高于2%的目标。核心CPI同比增长1.9%，较去年同期下降0.8个百分点。PPI同比增长3.3%（前值3.2%），连续两个月回升，创2017年10月以来新高。

劳动力市场实现充分就业，薪资保持温和增长。英国9月近三个月平均就业人数为3240.9万，就业率录得61%，维持在近10年高位。失业率降至4.1%，创2005年以来新低。职位空缺率上升至2.7%，为2001年以来最高水平。9月平均周薪同比增长2.8%（前值3.1%），增速为近十年较高水平。

综上，受脱欧的影响，英国经济增长逐渐放缓，通胀趋于回落，就业保持强劲增长。根据脱欧时间表，英国将在2019年3月正式脱离欧盟。从脱欧进程来看，截止11月底，脱欧协议草案已获得英国内阁和欧

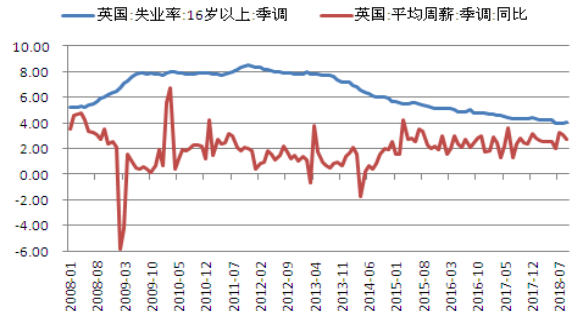
盟成员国批准，下一步将提交英国议会审议。鉴于英国首相特蕾莎梅只在议会中占据微弱多数优势，使得投票结束存在较大不确定性。

图 35. 英国 CPI 和 PPI 同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 36. 英国零售销售和工业产出



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

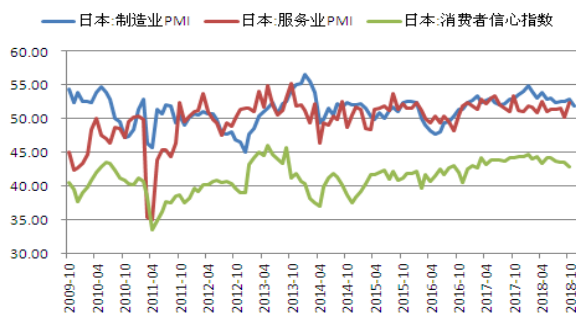
英国央行公布的金融稳定报告和压力测试结果显示，无序脱欧或将造成英国房价下跌 30%，GDP 下跌 8%，英镑下跌 25%，预计到 2023 年底 GDP 损失的范围在 1.25%-10.5%。英国央行行长卡尼在新闻发布会上表示，“无序脱欧不太可能发生，但已经准备好应对任何脱欧结果。无序脱欧会严重影响供给，完全不同于其他发达经济体遭受的冲击，利率将取决于供给、需求和汇率”。

从脱欧压力测试结果来看，无序脱欧将会导致英国经济严重下滑、货币贬值，以及其他无法预测的风险，短期将给英国带来无法承受的压力，此外欧盟也将受到拖累，我们预计双方将尽一切可能避免无序脱欧。若最终能达成协议，英国经济将免受巨大的负面冲击，英国央行下一步的行动将是加息，英镑将升值。

四、日本经济再次陷入萎缩，货币政策将在长期内保持不变

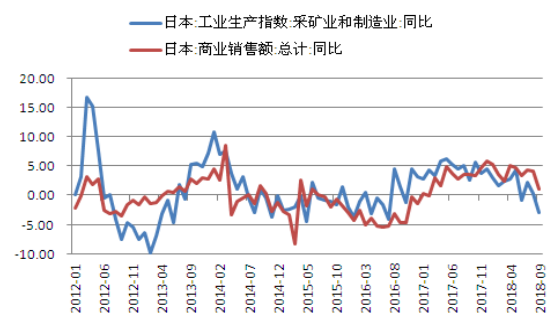
2015 年以来，日本经济在 2017 年短暂回升后继续下滑。2018 年日本第三季度 GDP 同比零增长，连续四个季度下滑，创 2013 年 6 月以来新低。全球经济增长放缓背景下，日本经济再次陷入萎缩。

图 37. 日本制造业及服务业 PMI



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 38. 日本商业销售和工业产出



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

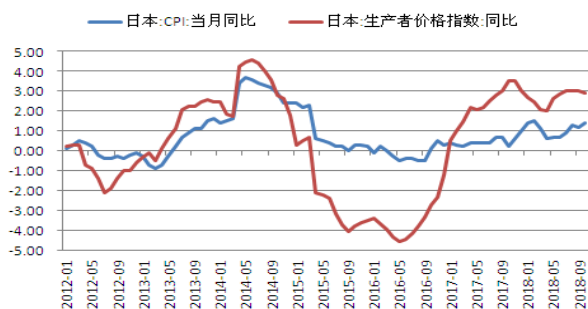
从先行指标来看，日本 11 月制造业 PMI 降至 51.8（前值 52.9），创 2017 年以来新低。10 月消费者信心指数降至 42.9（前值 43.5），为 2017 年 3 月以来最低。11 月 Sentix 投资者信心指数为 13.5（前值 17.9），较去年同期的 27.3 大幅回落。9 月景气动向指数录得 103.9（前值 104.5），为 2016 年 12 月以来最低水平。

同步指标显示，日本9月工业产出同比下降2.9%（前值0.2%），连续两个月下滑，创2016年8月以来最大降幅。9月商业销售额同比增长0.9%（前值4.2%），连续两个月放缓，并创2017年3月以来新低。日本10月出口同比增长5.3%（前值1.9%），较去年同期下降9.9个百分点。进口同比增长17%（前值9%），增速创年内新高，较去年同期加快1.6个百分点。1-10月实现贸易顺差-3905.4亿日元，贸易帐较去年同期的24458.5亿日元大幅下滑。

通胀缓慢回升，但仍低于2%的目标。日本10月CPI同比上涨1.4%（前值1.2%），为年内次高水平，高于去年同期1.2个百分点。核心CPI同比上涨1%，高于去年同期0.2个百分点。PPI同比上涨2.9%（前值3%），年初以来维持在近四年较高水平。

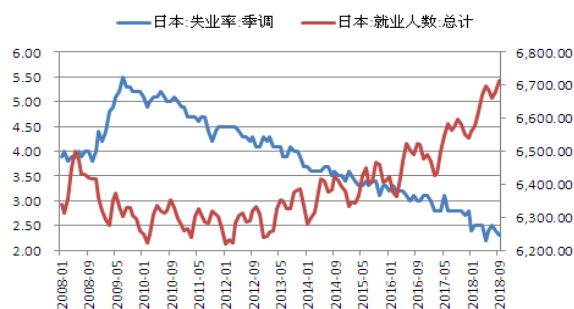
日本9月就业人数为6715万，连续两个月增长，创2002年以来新高。失业率降至2.3%（前值2.4%），创5月以来新低，维持在近24年低位。

图 39. 日本 CPI 及 PPI 同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 40. 日本就业人数及失业率



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

日本央行10月31日会议宣布维持政策利率-0.1%不变，维持10年期国债收益率目标0%不变，货币政策声明指出，海外经济发展包括贸易保护主义给经济前景带来风险，低利率给金融机构获利带来的持续下行压力可能造成金融体系动荡。相较于经济和就业市场的改善，物价以及通胀预期的改善速度仍然缓慢。

综上，受全球经济增长放缓的影响，2018年日本经济再一次陷入萎缩，通胀缓慢回升，但仍低于2%的长期目标，劳动力市场保持强劲。我们认为在通胀达到2%的目标之前，日本央行将维持宽松的货币政策立场不变。

五、新兴经济体增长显著下滑，金融市场脆弱性加剧

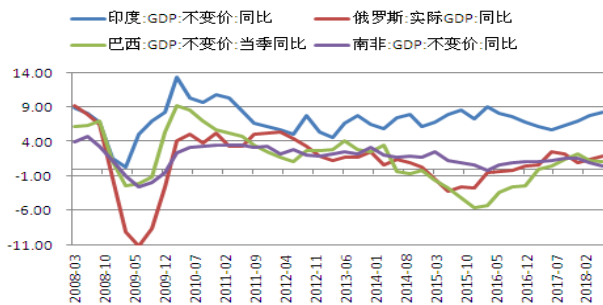
今年二季度以来，随着美元持续走强，新兴市场货币剧烈贬值，土耳其里拉、墨西哥比索贬值幅度创历史之最，国内风险资产惨遭抛售，新兴市场脆弱性进一步加剧。在美联储货币政策不断收紧的背景下，随着美元利率的上升，面临巨额美元债务的国家偿债压力将进一步加大，一旦国际收支恶化，金融市场的脆弱性将开始显现。

经济增长方面，2018年印度第二季度GDP同比增长8.2%（前值7.7%），连续四个季度回升，创2016年6月以来新高；俄罗斯第二季度GDP同比增长1.9%（前值1.3%），较去年同期下滑0.6个百分点；巴西

第二季度 GDP 同比增长 1.03%（前值 1.21%），连续两个季度回落，但较去年同期加快 0.6 个百分点；南非第二季度 GDP 同比增长 0.39%（前值 0.82%），连续三个季度下滑，低于去年同期 0.8 个百分点。从具有代表性的以上几个国家来看，除了印度经济保持增长外，其他三个国家经济均出现不同程度的下滑。

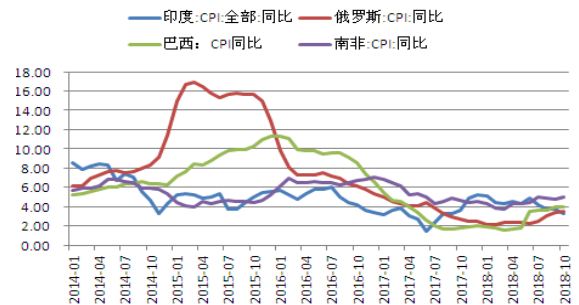
通胀方面，2018 年印度 10 月 CPI 同比上涨 3.3%（前值 3.7%），较今年 1 月份下降 1.8 个百分点；俄罗斯 10 月 CPI 同比上涨 3.5%（前值 3.4%），连续四个月上升，创 2017 年 7 月以来新高；巴西 10 月 CPI 同比上涨 4%（前值 3.9%），连续五个月上涨，创 2017 年 3 月以来新高；南非 10 月 CPI 同比上涨 5%（前值 4.8%），为 2017 年 7 月以来次高水平。2018 年以来，除印度通胀趋于下降外，其他几个国家通胀均在上升。

图 41. 新兴经济体 GDP 增速



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

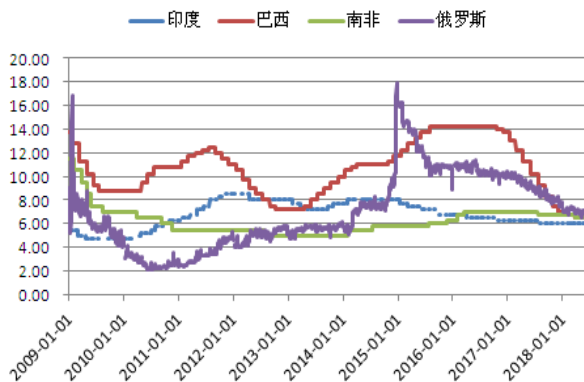
图 42. 新兴市场国家 CPI



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

货币政策方面，今年 6 月印度央行开启 2015 年以来的首次加息，分别于 6 月和 8 月上调回购利率各 25 个基点至 6.5%；2018 年 9 月俄罗斯央行上调基准利率 25 个基点至 7.5%，为 2014 年以来的首次加息；2015 年 7 月至 2018 年 3 月，巴西央行连续 12 次降息，将基准利率从 14.25% 下调至 6.5%，下一步的行动可能是加息；2018 年 11 月南非央行将基准回购利率从 6.5% 上调至 6.75%，为两年来首次加息。下半年以来，除巴西维持基准利率不变外，其他几个国家均已开始加息。

图 43. 新兴市场国家基准利率



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 44. 新兴市场国家汇率



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

综上，国际贸易形势复杂多变，全球经济增长放缓背景下，新兴市场国家经济明显下滑，通胀居高不下，货币贬值压力加大。在此情形下，新兴经济体不得不通过加息的方式，来应对通胀上升、货币贬值和资本外流。

六、总结

美国经济自 2009 年开始复苏，至今已持续了 9 年，为历史第二长增长记录。2017 年底特朗普税改通过，成为美国历史上最大规模的减税计划，并于 2018 年全面实施。受减税政策的刺激，美国二季度经济增速创下四年新高，并于三季度开始回落。进入 2019 年，随着特朗普税改效应的边际减弱，以及贸易战影响的扩大，美国经济增长将逐渐放缓，通胀保持温和增长，经济出现滞涨的可能性在增加。欧洲方面，随着英国脱欧协议的落地和意大利预算案的修正并通过，影响欧元区经济的不确定性因素将大大降低，企业投资信心有望恢复。因此，我们判断 2019 年美国经济增长放缓、欧元区经济回暖的可能性较大，欧美经济增长的预期差将边际收窄。美联储加息周期接近尾声，而欧洲央行货币正常化仍在初期阶段，明年秋季将开始加息，欧美货币政策分化也将逐渐收窄。

第三部分 资产配置建议

国外方面，展望 2019 年，美国经济增长将边际放缓，欧元区及英国经济有望回暖，日本及新兴市场经济仍将面临下行风险，全球经济增速将整体性放缓，通胀趋于回升，经济出现滞涨的可能性在增加。

国内方面，经济结构调整和中美贸易摩擦背景下，2019 年我国经济仍有下行压力，稳增长将成为经济工作的重心。随着宏观政策的持续加码，经济增速有望在下半年回升，全年将呈现前低后高的走势，经济悲观预期将逐渐被修正。

（一）股指

从基本面来看，股指作为股票价格的加权平均数，估值自然由股票的价值所决定。根据股利贴现模型，股票的内在价值主要由股利和期望收益率决定，因此影响股指估值的主要因素包括企业盈利、无风险利率及风险偏好三个方面，分子端由企业利润构成，而无风险利率和风险偏好构成分母端。

（1）企业盈利除了受经济周期、行业周期等外部因素的影响外，还受企业财务状况、经营战略等自身因素的影响，但股指反映的是整个股票市场，因此经济周期将是影响分子端的主要因素。2017 年全球经济同步复苏，中国经济超预期回升，工业企业利润保持快速增长。股指走出慢牛行情，上证 50、沪深 300 指数表现好于中证 500，结构性特征明显，估值提升主要受分子端的驱动。但 2018 年全球经济增长放缓，我国经济超预期下滑，企业利润增长放缓，三大股指呈现单边下跌的走势，估值缩水也是受分子端的驱动。进入 2019 年，我国经济仍将面临下行压力，但随着稳增长政策的落实，经济有望在下半年回暖，分子端对股指的拖累将边际减弱。

（2）2019 年货币政策将保持松紧适度，适时预调微调。为缓解小微企业融资难、融资贵的困境，定向

降准将继续实施，再贷款再贴现利率有望下调。无风险利率仍有下降空间，分母端将对股指的估值形成正向的促进作用，尤其对代表中小企业的中证 500 指数形成利好。

(3) 2018 年国际经济形势错综复杂，贸易保护主义抬头，中美贸易摩擦持续抑制风险偏好，也是股指下跌的一个重要原因。中美两国元首在 G20 峰会上就停止加征新关税达成一致，中方愿意根据国内市场和人民的需要扩大进口，包括从美国购买适销对路的商品，逐步缓解贸易不平衡的问题，双方朝着取消所有加征关税的方向加紧磋商。中美之间停止互相加征新关税，意味着影响中国经济的一大不确定性因素暂时消除，有利于提升风险偏好。

除了外部因素，我国资本市场制度还不健全，内幕交易、清仓式减持、虚假重组等违法违规行为依然存在，严重侵害了中小投资者的利益，也是抑制风险偏好的重要因素。长期来看，新股发行审核制度存在缺陷，注册制改革势在必行。2018 年 11 月习近平主席在中国首届进博会上发表主旨演讲时明确表示，“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。”2019 年科创板有望在上交所成立，注册制改革稳步推进，有利于提升风险偏好。

综上，2019 年我国经济仍有下行压力，整体或呈现前低后高的走势，分子端对对股指估值的拖累边际减弱。股指有望迎来超跌反弹，估值的修复主要依赖风险偏好的回升和无风险利率的下降，预计中证 500 指数表现将好于上证 50。

(二) 债券

2018 年债市走出慢牛行情，主要受经济增速放缓和货币政策宽松预期的推动。今年以来，央行已实施了四次降准，资本面保持宽松，驱动长端利率下降。10 年期国债收益率从 1 月份的 3.9% 降至 11 月份的 3.4%，5 年期国债收益率从 3.8% 降至 3.1%，期间分别下行 50 和 70 个基点。

全球经济增长放缓背景下，2019 年我国经济仍有下行压力，稳增长将成为经济工作的重心，货币政策继续保持稳健，基调略偏宽松。在缓解小微企业融资难、融资贵方面，存款准备金率仍有一定的下调空间，定向降准将会继续实施，再贷款再贴现利率有望下调。

综上，我们判断 2019 年经济增速将在上半年再度放缓，国债收益率仍有一定的下行空间，做多利率债、高等级信用债具有较高的安全边界。

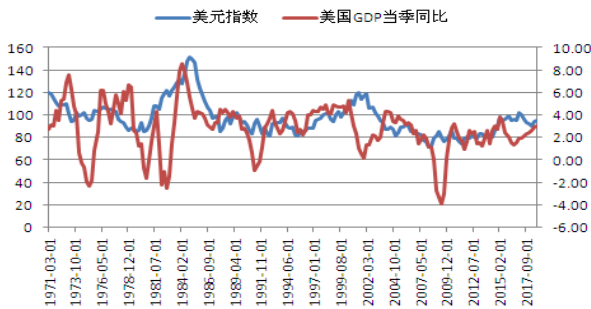
(三) 黄金

黄金兼具商品、货币和金融三大属性，具有保值和避险的功能，是大类资产配置中非常重要的一个品种。布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元正式脱钩，长期以来，二者之间形成一种此消彼长的关系，美元汇率的变化将直接影响到黄金的价格。黄金作为一种无息资产，价格长期受到实际利率水平的影响，两者之间存在显著的负相关关系。长期来看，黄金的价格主要由美元周期和利率周期决定。

(1) 美国经济增长放缓，美元指数将进入下行周期。从历史经验和规律来看，美元指数与美国经济增速高度正相关。美国经济的每一轮复苏都伴随着强势美元周期。08 年金融危机后，美联储开启三轮量化宽松，并将联邦基金利率降至 0-0.25%，美国经济从 2009 年开始复苏，迄今已持续 10 年之久，创历史第二长

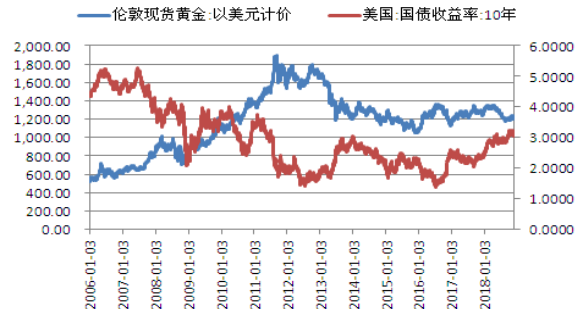
增长记录。美元指数从2011年进入上升周期，比美国经济复苏滞后两年。进入2019年，随着特朗普减税效应的边际减弱，以及美国联邦基金利率上升负面效应的累积，美国经济增长将逐渐放缓，美元指数边际走弱是大概率事件。

图 45. 美国经济增速和美元指数高度正相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 46. 国际金价与美债收益率高度负相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

(2) 美联储加息周期接近尾声，实际利率边际下降。美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话称，“预计经济将持续并稳定增长，没有预设政策路径，利率略低于中性。中性利率的评估、就业最大化等问题仍是不确定的”。美联储主席鲍威尔讲话暗示，美国联邦基金利率已接近中性水平，与其10月3日的讲话“当前可能距离中性利率还有一段长路”大相径庭。我们认为美联储主席鲍威尔对于中性利率的态度发生转变，是货币政策委员会经过充分讨论后的结果，与美联储副主席克拉里达的观点相一致。年底美国联邦基金利率将达到2.5%，距离3%的中性利率还有50个基点，意味着2019年再加息两次将达到中性利率。之后是否继续加息，要视经济数据而定，随着特朗普税改效应的边际减弱，以及利率上升的负面影响逐渐累积，美国经济增长边际放缓是大概率事件，美联储加息周期最早将在明年结束。美国10年期国债收益率在11月到达3.24%，创七年新高，随着美联储加息周期进入尾声，2019年美国国债收益率将趋于回落，实际利率边际下降的可能性较大，对金价长期利好。

综上，欧美等发达经济体陆续退出宽松政策，美联储加息周期接近尾声，欧洲央行于年底结束净资产购买，将在2019年秋季开始加息。随着特朗普税改效应的边际减弱，以及利率上升对经济负面影响的累积，美国经济增长逐渐放缓，实际利率边际下降是大概率事件。在英国实现有序脱欧，意大利预算案得到妥善解决后，欧元区经济有望回暖。欧美经济预期差及货币政策分化将逐渐收窄，美元指数趋于走势的可能性较大，黄金具备投资价值。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号