

## 2019 年下半年宏观经济展望和大类资产配置

### 宏观经济/股指

#### 内容提要:

- ◆ 2019 年全球经济下行压力加大，下半年宏观政策仍需加强逆周期调节，随着减税降费政策的逐步落实，以及地方专项债发行进度的加快，经济增速有望回暖。美国经济仍将延续周期性放缓的趋势，欧元区经济信心的恢复取决于脱欧进展，日本经济颓势不改，新兴市场国家经济加速下滑。
- ◆ 2019 年下半年固定资产投资将逐渐企稳，房地产投资增速有望维持高位运行，基建投资加码发力，制造业投资将企稳回升；扩内需政策将继续实施，消费将保持平稳增长；中美贸易摩擦升级，出口面临下行压力。
- ◆ 货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节，通胀压力整体可控，不足以对货币政策形成掣肘。但短期内再度宽松的预期下降，全面降准的可能性较小，无风险利率下降的空间受限。
- ◆ 积极的财政政策将加力提效，下半年减税降费政策效果将进一步显现，地方专项债发行进度将会加快，充分发挥基建投资托底的作用。
- ◆ 一季度股指估值的修复主要由无风险利率下降和风险偏好回升推动，下半年随着减税降费政策的全面落实，企业盈利有望边际改善，股指将进入由企业利润增长推动的第二阶段上涨。
- ◆ 2019 年全球新一轮货币宽松开启，美联储加息周期结束，下半年降息的预期上升，实际利率边际下降。美国经济增长周期性放缓，美元指数进入下行周期，黄金创六年新高，牛市上涨或已开启。
- ◆ 受经济预期和货币政策取向的双重制约，国债期货单边上涨的趋势或将告一段落，下半年进入宽幅震荡的可能性较大。

#### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

#### 近期报告回顾

期待企业盈利边际改善，博弈 6 月多头行情(股指 6 月报)

基本面缺乏新的利好支撑，震荡调整或是主基调（股指 5 月报）

一季度经济存在继续探底的可能，股指 4 月或进入调整阶段（股指 4 月报）

经济预期将接受考验，春季反弹或将接近尾声(股指 3 月报)

基本面因素总体偏多，春季反弹有望延续（股指 2 月报）

全球经济放缓已成共识，悲观之中期待意外惊喜（年报）

## 第一部分 国内宏观经济形势回顾和展望

### 一、上半年宏观经济回顾

2019年伊始，全球经济增长放缓背景下，我国经济下行压力加大，宏观政策强化逆周期调节。年初迎年来年内首次全面降准，财政政策加力提效，减税降费规模进一步扩大，基础设施补短板力度加强。随着逆周期调节政策的加码，一季度经济开局良好，稳增长效果初步显现。第一季度GDP同比增长6.4%，高于预期的6.3%。但进入二季度，下游需求季节性回落，叠加中美贸易摩擦再次升级，美国对华2000亿美元输美商品关税由10%上调至25%，出口面临下行压力，预计二季度GDP增速将持平或略低于6.4%。

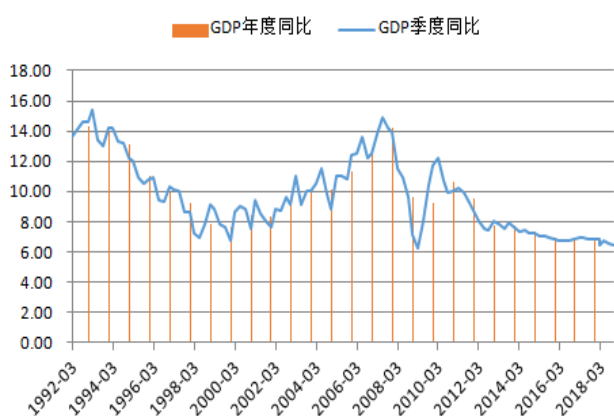
### 二、下半年经济形势展望

进入三季度，地方专项债发行进度将会加快，随着新一轮基建项目的集中落地，基建投资将显著回升，充分发挥经济托底的作用。此外，随着减税降费政策效应的逐步显现，企业盈利有望边际改善，从而拉动下游消费需求，对经济增长形成正向的促进作用，经济增速有望在下半年回暖。

#### （一）固定资产投资逐渐企稳

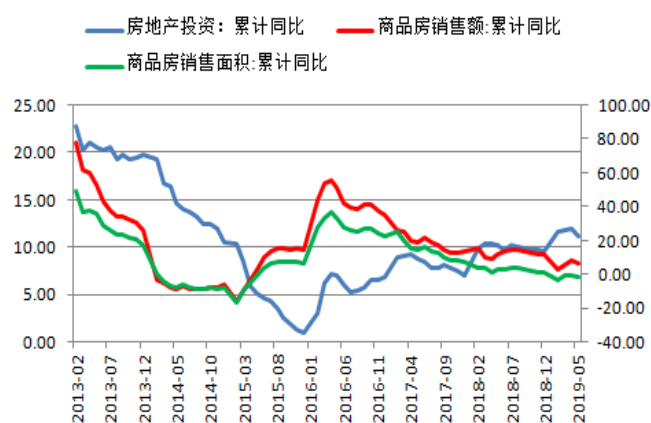
年初以来，房地产销售回暖背景下，房企销售回款周期缩短，自筹资金到位情况持续好转，开工积极性明显提高，是拉动房地产投资快速增长的主要原因。因去年堆积的地产项目在今年加快施工，预计下半年地产投资增速将维持高位运行，可持续性取决于房屋竣工的进度。国务院发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，下半年地方专项债发行进度将会加快，将带动基建投资显著回升。随着减税降费政策的逐步落实，企业盈利有望边际改善，有助于制造业投资企稳。

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. 房地产投资一枝独秀



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

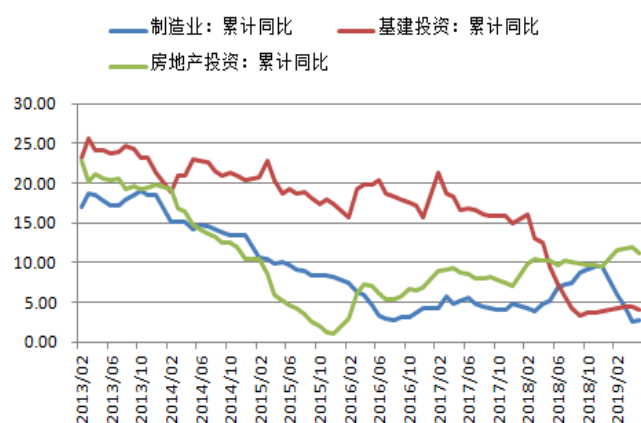
#### （1）房地产投资将维持高位运行

在房地产调控政策方面，2019年4月中央政治局会议重申“房住不炒”，强调“落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，首次将地方政府责任加入到房地产市场调控中。今年以来，房地产销售有

所好转，1-5月商品房销售额同比增长6.1%（前值8.1%），销售面积同比下降1.6%（前值-0.3%），销售增速由快速下降到逐渐企稳的过程。房地产销售回暖加快了房企销售回款，此外房地产开发贷款等资金来源显著改善，1-5月房地产开发贷款同比增长5.5%（前值3.7%），连续4个月回升，增速创2018年以来新高。

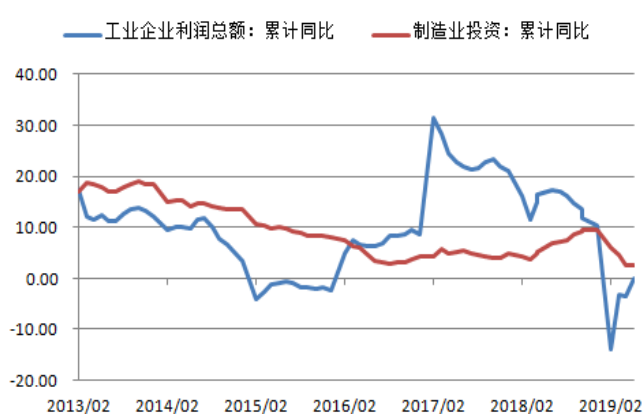
房地产销售回暖背景下，房企开工积极性明显提高，2019年1-5月房地产投资同比增长11.2%（前值11.9%），增速连续4个月维持在10%以上。1-5月新屋开工面积同比增长10.5%（前值13.1%），房屋施工面积同比增长8.8%，创2015年2月以来新高。2018年9月以来，房地产土地购置面积持续回落，1-5月土地购置面积同比下降33.2%，连续4个月负增长。新屋开工面积和施工面积同步回升，而土地购置面积和待开发土地发面积增速持续下滑，表明去年堆积的地产项目在今年加快施工，房地产投资有望维持高位运行，可持续性取决于房屋竣工的进度。

图3. 基建投资加码发力



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. 制造业投资企稳回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## （2）基建投资加码发力

2018年中央经济工作会议明确指出，积极的财政政策要加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，加大基础设施等领域补短板力度。2019年政府工作报告提出，今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。截止2019年5月底，全国新增地方政府债券累计发行14596亿元，其中地方政府专项债累计发行8598亿元，占全年发行额度的40%，剩余部分将于9月底前发行完毕，意味着进入三季度，地方专项债发行进度将会加快。

据相关统计，2019年1-5月，我国基建审批项目累计达到43012个，较去年同期增长8.88%，涉及城际铁路、城市轨道交通、机场等基础实施建设。基建项目投资额累计达到57001.06亿元，较去年同期增长23.79%。2019年1-5月基础设施投资（不含电力）同比增长4%，较1-4月回落0.4个百分点，预计下半年随着地方专项债发行进度的加快，以及新一轮基建项目的落地，基建投资将继续回升，整体保持中高速增长。

## （3）制造业投资有望企稳回升

2019年1-5月制造业投资同比增长2.7%（前值2.5%），结束三连降。1-5月工业增加值同比增长6%（前值6.2%），连续两个月回落，主要受下游需求季节性放缓的影响。2017年以来，工业企业利润同比增速持续放缓，1-4月规模以上工业企业利润同比下降3.4%（前值-3.3%），连续三个月负增长，但降幅逐渐收窄。考虑到企业增值税和社保费率下调分别于4、5月份实施，宏观政策传导存在滞后性，企业盈利或在下半年边际改善，有助于

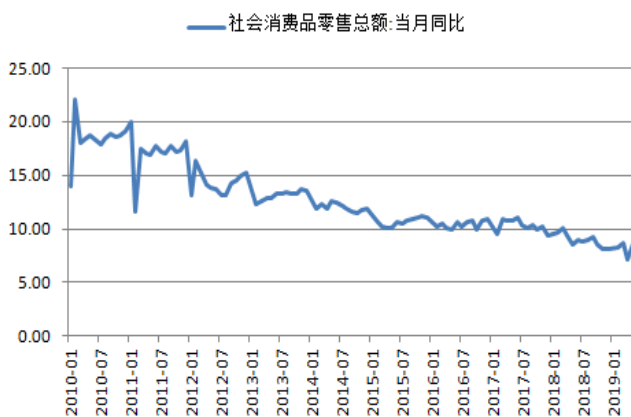
制造业投资企稳。

## （二）扩内需政策持续发力，消费整体保持平稳增长

中国 5 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，较上月加快 1.4 个百分点，1-5 月份社会消费品零售总额达到 16.1 万亿元，同比增长 8.1%（前值 8%），社零增速呈现止跌回升的迹象，主要受五一假期旅游消费和网上零售增长的提振。分类来看，汽车销售继续下滑，家电销售增速回暖。中汽协公布的数据显示，2019 年 5 月我国乘用车销量同比下降 17.4%（前值-17.7%），连续 11 个月负增长。5 月份家电和音响器材类销售同比增长 5.8%，较上月的 3.2% 小幅加快。随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019 年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。

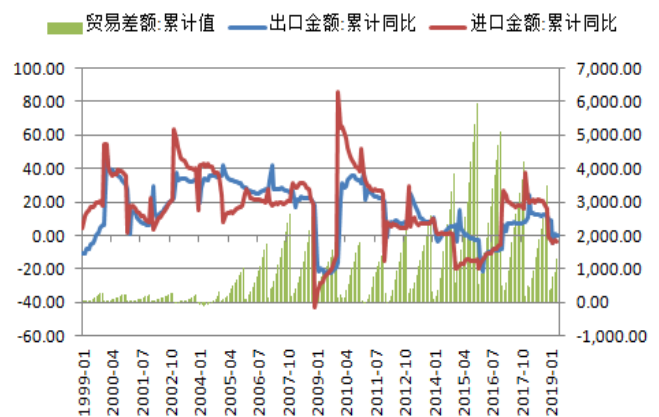
在增加居民收入方面，新个税法已从去年 10 月份开始实施，并在年初增加子女教育、大病医疗等专项扣除，预计全年可为居民减税 3000 亿。此外，企业增值税税率和社保费率下调分别在 4、5 月份实施，全年可为企业减轻税费负担 2 万亿，有利于稳定就业和扩大消费。以在促进消费升级方面，发改委出台《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费 促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）》，目前正在征求意见中，《实施方案》将促进汽车消费放在首要位置，包括有序推进老旧汽车报废更新、持续优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代等六个方面。随着减税降费、汽车家电下乡等政策的全面落实，消费有望企稳回升，整体保持平稳增长。

图 5. 消费保持平稳增长



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 出口存在下行压力



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## （三）中美贸易摩擦升级，出口面临下行压力

2019 年 5 月 9 日，中美第十一轮经贸磋商期间，美国单方面宣布对华 2000 亿美元输美商品关税由 10% 上调至 25%，并威胁对其他 3250 亿美元商品加征 25% 关税。作为回应，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。中美贸易摩擦升级背景下，我国对美国进出口均出现不同程度的下降，出口的降幅明显小于进口。按美元计价，中国 5 月出口同比增长 1.1%（前值-2.7%），进口同比下降 8.5%，增速创 2016 年 8 月以来新低。5 月份实现贸易顺差 416.5 亿美元，较上月的 138.4 亿美元明显扩大。

从 1-5 月数据来看，我国对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体，对美国进出口均出现下降，进口降幅明显高于出口。表明美国对华发动贸易战，并没有使贸易逆差收



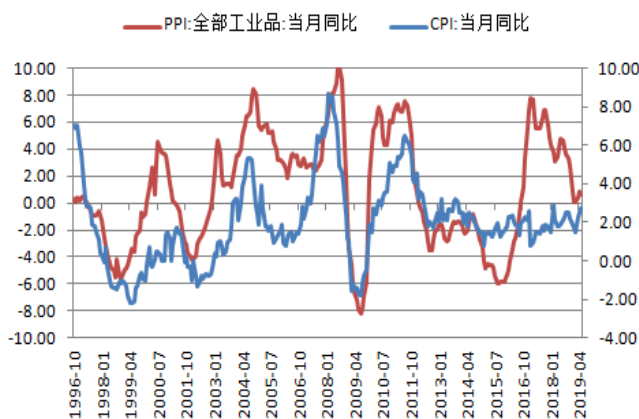
窄，反而进一步拉大。2016 年以来我国贸易顺差呈现阶梯式下降趋势，表明随着经济结构的转型升级，外贸依存度逐渐下降。

#### （四）通胀压力整体可控，货币政策保持松紧适度

中国 5 月 CPI 同比上涨 2.7%（前值 2.5%），涨幅连续 4 个月扩大，创 2018 年 3 月以来新高，猪肉、鸡蛋、水果等食品价格上涨是推升 CPI 的主要原因。PPI 同比上涨 0.6%（前值 0.9%），主要受石油和天然气开采、黑色金属冶炼等价格涨幅回落的影响。进入三季度，随着夏季蔬菜、水果供应旺季的到来，预计 CPI 涨幅将趋于回落，通胀压力整体可控，不足以对货币政策形成掣肘。

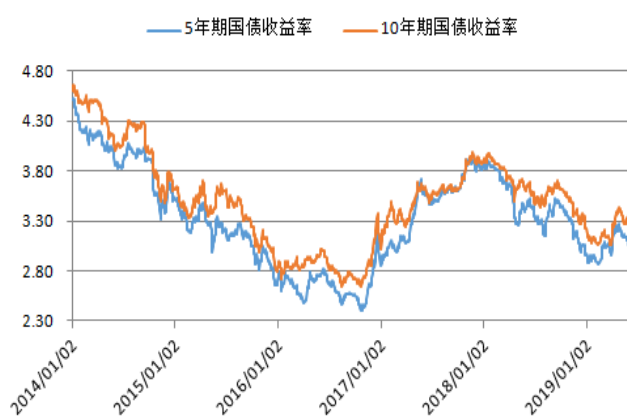
央行一季度货币政策执行报告指出，稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，注重保持货币信贷合理增长。未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。与去年四季度相比，今年一季度货币政策执行报告重提“坚持结构性去杠杆”，“把好货币供给总闸门”，强调广义货币（M2）增速与国内生产总值（GDP）名义增速要匹配，适时适度实施逆周期调节取代了“加大逆周期调节的力度”，这一表述与中央政治局会议精神一脉相承。表明在经济形势初步好转的情况下，要把前期出台的政策落实好，避免出现“大水漫灌”，下半年货币政策再度宽松的预期下降，全面降准的可能性微乎其微，定向调控是主要手段。

图 7. 通胀压力整体可控



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 无风险利率下行空间受限



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

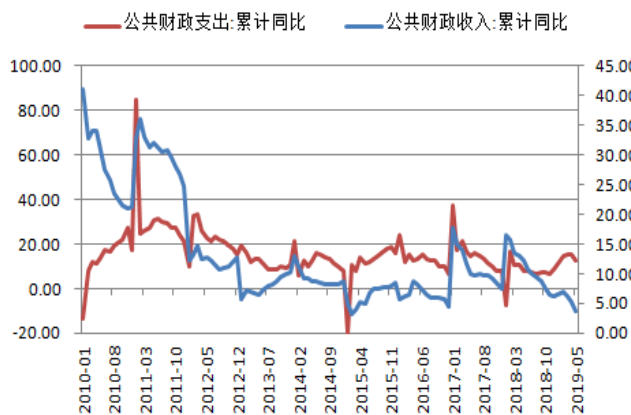
#### （五）积极的财政政策加力提效

2019 年政府工作报告明确指出，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税，明显降低企业社保缴费负担。有效发挥地方政府债券作用，合理扩大有效投资，加大加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度。

受减税降费政策效应的影响，今年前 5 个月，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%（前值 5.3%），连续两个月回落，低于去年同期 8.4 个百分点。全国一般公共预算支出 93023 亿元，同比增长 12.5%（前值 15.2%），高于去年同期 4.4 个百分点。今年 1-5 月财政收入同比去年大幅下降，其中个人所得税收入同比下降 30.7%（前值-30.9%），明显低于去年同期的 20.6%。增值税收入同比增长 6.8%（前值 12.4%），较去年同期下降 12.1 个百

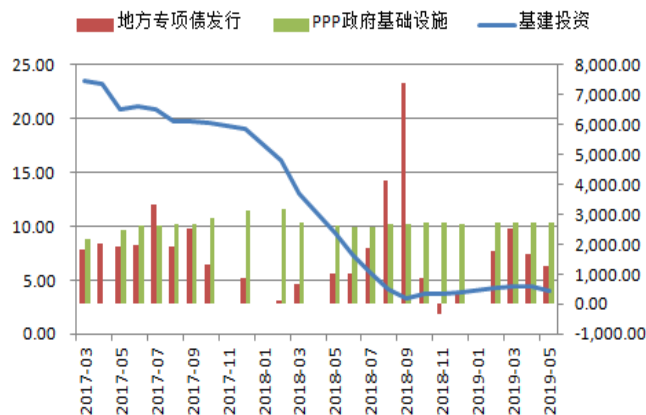
分点。上半年财政支出力度明显加大，1-5月交通运输支出同比增长32.7%，连续4个月保持两位数增长。鉴于企业增值税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，下半年减税降费政策效果将进一步显现。此外，地方专项债发行进度将会加快，充分发挥基建投资托底的作用。

图9. 财政支出力度加大



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图10. 地方专项债发行进度加快



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第二部分 国际经济形势分析和政策展望

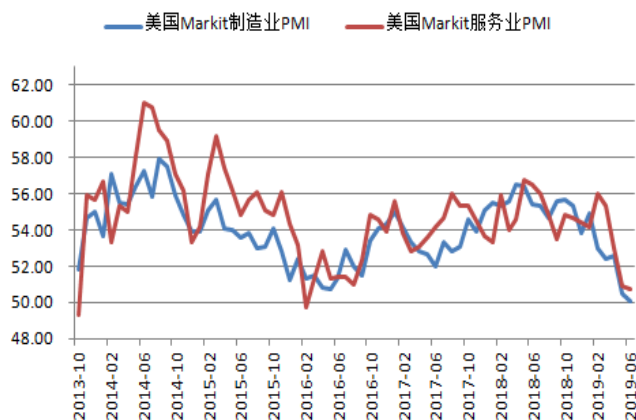
2019年以来，全球经济仍在减速，美国经济增速从去年二季度4.2%的高位开始回落，欧元区经济连续四个季度下滑，日本经济颓势不改，印度、巴西等新兴经济体也呈现不同程度的放缓。上半年全球已有15家央行宣布降息，其中包括新西兰和澳大利亚两个发达国家，表明新一轮货币宽松正在悄然开启。

2019年5月9日，中美第十一轮高级别经贸磋商期间，美国宣布对华2000亿美元输美商品关税由10%提高至25%，并威胁对其他3250亿美元商品加征关税。作为回应，国务院关税税则委员会5月13日决定对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。美国单方面宣布对华加征关税，导致中美贸易摩擦再次升级，国际贸易形势的不确定性，进一步加大了全球经济下行压力。

### （一）美国经济增长周期性放缓，美联储年内降息的预期上升

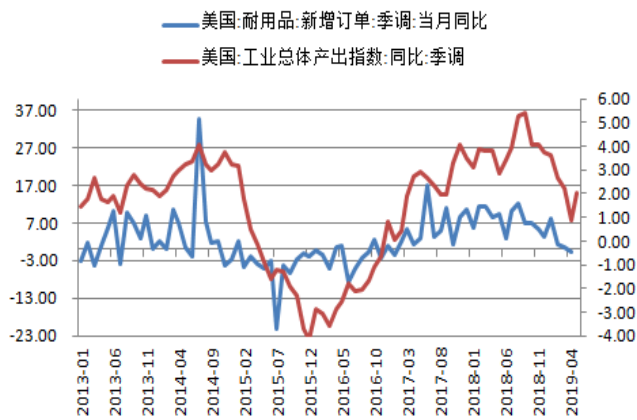
2019年美国第一季度实际GDP环比增长3.2%，较去年四季度加快1个百分点，但仍低于去年二季度的4.2%和三季度的3.4%。从先行指标来看，美国5月Markit制造业PMI降至50.5（前值52.6），创2012年以来新低，服务业PMI录得50.9（前值53），为2016年3月以来最低。ISM制造业PMI降至52.1（前值52.8），创2016年10月以来新低。同步指标显示，美国4月耐用品订单同比下降0.6%（前值0.4%），连续3个月下滑，4月工业产出同比增长0.9%（前值2.3%），连续6个月下降，增速创2017年2月以来最低。对外贸易方面，美国4月进口同比增长0.2%（前值2.4%），出口同比下降1%（前值0.7%），进出口增速分别创2016年10月以来新低。从1-5月份数据来看，美国一季度经济超预期回升，主要受库存积压和贸易逆差收窄的提振，但影响难以持续。5月制造业PMI逼近枯荣线，耐用品订单和工业产出同步放缓，暗示美国二季度经济再次回落是大概率事件。

图 11. 美国制造业 PMI 逼近枯荣线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 12. 美国耐用品订单和工业产出下滑

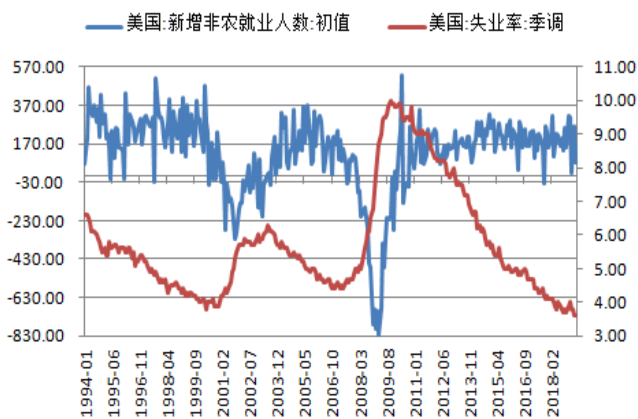


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

美国 5 月新增 ADP 就业人数 2.7 万 (前值 27.1), 新增非农就业 7.5 万人 (前值 26.3), 失业率维持在 3.6% 的历史低位, 数据表明虽然美国 5 月新增就业有所下降, 但劳动力市场依然强劲。部分地区出现用工荒的现象, 员工为了追求更高的工资选择自愿失业、另谋职业, 是失业率持续走低的一个原因。5 月平均小时工资环比增长 0.3%, 连续 4 个月持平, 小时工资年率为 3.1% (前值 3.2%), 表明薪资保持温和增长, 并未出现明显的上行压力。

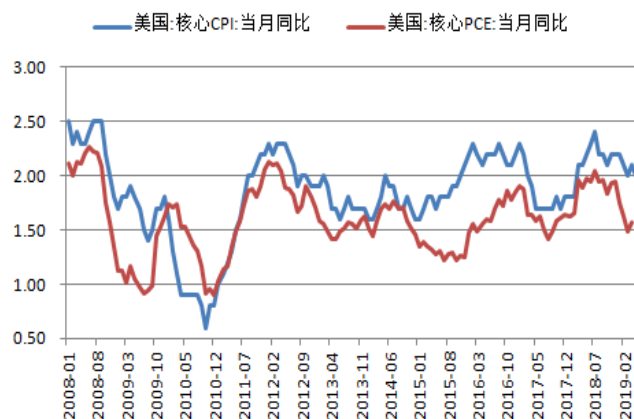
美国 5 月 CPI 同比上涨 2% (前值 1.9%), 核心 CPI 同比上涨 2.1% (前值 2%), 整体维持在 2% 的目标附近。5 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.6% (前值 1.5%), 依然低于美联储 2% 的目标, 表明消费者支出增长放缓, 通胀不存在显著走高的基础。

图 13. 美国劳动力市场保持强劲



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 14. 美国核心通胀下降



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

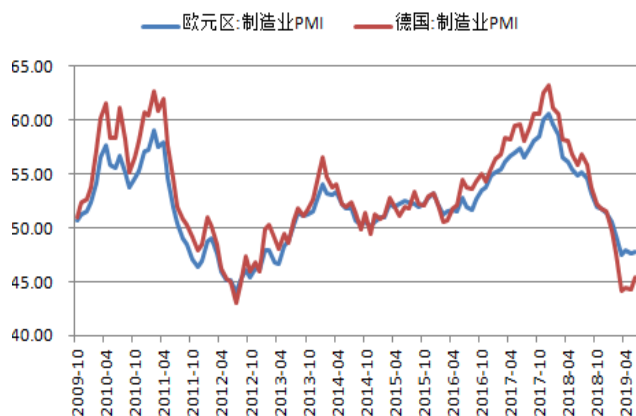
随着特朗普减税效应的边际减弱, 以及利率上升对经济负面影响的累积, 美国经济增速在去年四季度达到 4.2% 的高位后逐渐回落。年初以来, 美联储货币政策明显转向鸽派, 3 月会议暂停加息, 5 月开始放缓缩表, 6 月货币政策声明作出重大调整, 删除了“耐心”一词, 美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示, 经济前景模糊, 通胀回升的步伐放缓, 金融市场的风险情绪恶化, 点阵图首次发出降息信号, 如有必要, 准备好运用工具来支持

经济扩张。我们认为美国经济增长放缓背景下，美联储货币政策作出调整，目的是保持经济更加持久的增长，避免经济过早进入衰退，但这并不能改变美国经济周期性放缓的趋势，预计美国2019年GDP将由去年的2.9%降至2%-2.5%。

## （二）欧元区经济继续下滑，欧央行加息预期推迟

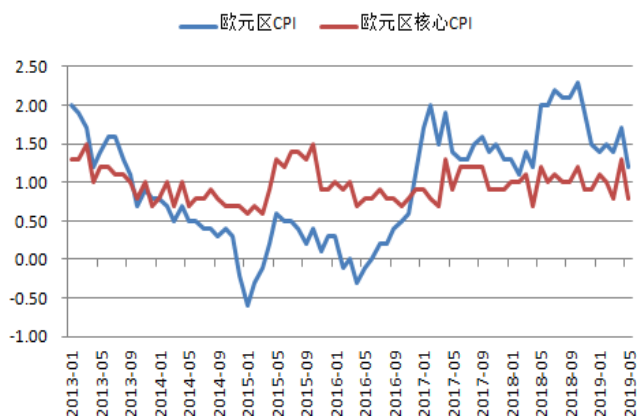
2019年欧元区第一季度GDP同比增长1.2%，与去年四季度持平，此前已连续4个季度下滑。从前瞻性指标来看，欧元区5月制造业PMI降至47.7（前值47.9），连续4个月低于扩张区间，经济景气指数小幅回升至105.1（前值103.9），但仍为2016年10月以来次低水平。同步指标显示，欧元区3月工业产出同比下降0.6%，6月制造业产能利用率降至82.6%（前值83.2%），连续三个季度回落，表明欧元区闲置产能进一步增加，经济扩张动能放缓。欧元区4月零售销售同比增长1.5%（前值2%），连续两个月下滑，创年内新低。对外贸易方面，欧元区3月进口同比增长6%（前值5.2%），连续3个月回升，创去年11月以来新高。3月出口同比增长3.1%（前值6.2%），实现贸易顺差225.3亿欧元，连续两个月扩大。从1-5月份数据来看，欧元区经济依然没有走出低迷，英国脱欧一再推迟，严重影响了商业投资信心，是拖累欧元区经济增长的一大潜在因素。

图 15. 欧元区制造业 PMI 低于扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 欧元区通胀疲软



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

欧元区4月失业率降至7.6%（前值7.7%），创2008年9月以来新低，表明欧元区劳动力市场持续走强，已恢复到金融危机前的水平，达到充分就业的状态，长期有利于支持消费增长。

欧元区5月CPI同比上涨1.2%（前值1.7%），核心CPI同比上涨0.8%（前值1.3%），为去年5月以来最低。欧洲央行6月会议将2019年通胀预期由1.2%上调至1.3%，央行行长德拉基在新闻发布会上称，潜在通胀仍然维持缓和，未来几个月内通胀可能下行，紧俏的劳动力市场中劳动力成本压力加强，潜在通胀预计在中期内上升。

综上所述，我们认为欧元区经济尚未摆脱下行趋势，欧洲央行6月货币政策声明再次修改前瞻性指引，将维持关键利率不变的时间由2019年底推迟到2020年上半年。欧洲央行行长德拉基在辛特拉年会上致开幕词时表示，未来几个季度经济指标暗示疲软状况将持续，如果前景没有改善，将需要额外的刺激措施，更多次的降息是央行的工具之一，QE具有很大的空间。意味着在经济没有走出低迷和通胀没有达标之前，欧洲央行仍将维持利率不变，必要时或将重启净资产购买。

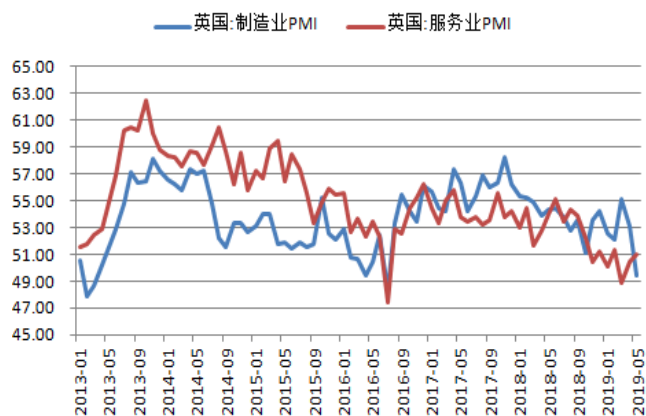


### （三）英国经济受脱欧困扰，短期内加息或降息均有可能

2019年英国第一季度GDP同比增长1.8%（前值1.4%），创2017年四季度以来新高，主要受企业提前囤货、加紧发货等商业活动的提振（英国原定于3月29日脱离欧盟），脱欧期限推迟后，预计经济将在二季度回落。从先行指标来看，英国5月制造业PMI降至49.4（前值53.1），连续两个月下滑，为2016年8月以来首次跌破扩张区间，服务业PMI小幅回升至51（前值50.4），但仍为近几年较低水平。同步指标显示，英国5月工业产出同比下降1.07%（前值1.26%），为2013年9月以来最低，制造业产出同比下降0.78%（2.61%），增速创年内新低。英国4月零售销售同比增长5.2%，较上月放缓1.5个百分点。对外贸易方面，英国3月进口同比增长16.8%（前值1%），出口同比增长2.9%（前值-0.3%），主要受贸易商提前进口或出口的影响，随着脱欧期限的推迟，进出口趋于回落的可能性较大。从1-5月经济数据来看，英国一季度经济超预期回升，主要受暂时性因素的影响，脱欧的不确定性持续影响企业投资信心，是威胁英国经济增长的主要风险。

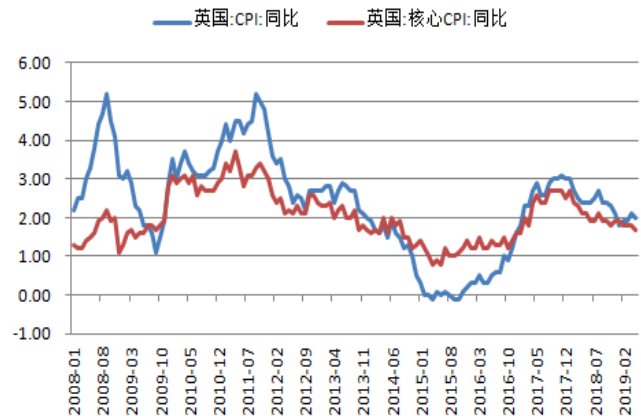
英国4月失业率降至3.8%，为2008年以来最低，平均周薪同比增长3.3%（前值2.7%），薪资增速稳步上升。数据表明英国劳动力市场保持强劲，经济增速放缓尚未对就业造成影响。

图 17. 英国制造业 PMI 跌破枯荣线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 18. 英国通胀持续回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

英国5月CPI同比上涨2%，较上月回落0.1个百分点，核心CPI同比降至1.7%（前值1.8%），创2017年2月以来新低。PPI同比上涨1.9%（前值2.1%），连续三个月下滑。英国央行6月货币政策声明暗示，通胀将在今年晚些时候跌至2%目标以下。

综上所述，受脱欧不确定性的影响，英国商业投资信心明显下降，经济短期内难以恢复。英国央行6月会议以9:0的比例一致同意维持利率和资产购买规模不变，货币政策声明称由于贸易紧张形势加剧、无协定脱欧风险增加，经济增长面临的下行风险增加，下调第二季度GDP增速预期至0%。今年晚些时候，CPI可能跌至2%目标以下。如果脱欧进展顺利，将来的任何加息都是渐进的且有限的。

### （四）日本经济延续疲软态势，货币政策将长期保持宽松

2019年日本第一季度GDP同比增长1%，连续两个季度回升，但仍为近三年较低增速。从前瞻性指标来看，

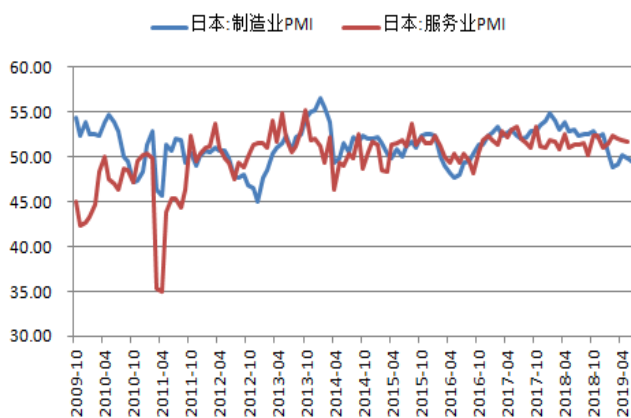
日本6月制造业PMI降至49.5(前值49.8),连续两个月下滑,除1月和4月以外,制造业活动均处于收缩状态。5月服务业PMI降至51.7(前值51.8),连续3个月放缓,5月消费者信心指数录得39.5(前值40),连续8个月下滑,创2015年2月以来新低。投资者信心指数降至2.2(前值9),为2017年以来次低水平。同步指标显示,日本4月工业产出指数降至100.6(前值110.9),产能利用率指数同比下降0.49%(前值-4.5%),连续5个月负增长。4月商业零售额同比增长0.5%(前值1%),创2017年11月以来新低,4月家庭消费支出同比增长1.3%(前值2.1%),为去年12月以来新低。对外贸易方面,日本5月出口同比下降9.6%(前值-3.8%),连续两个月下滑,增速创2016年9月以来新低。进口同比下降3.2%(前值5.7%),为2016年12月以来次低增速。从1-5月数据来看,日本经济仍未摆脱长期疲软的态势,人口老龄化、社会创新能力不足是制约日本经济发展的长期因素。

就业方面,截止2019年4月,日本就业人数为6708万人,连续3个月增加。按年龄划分,45-54岁之间就业人数1558万,在人口年龄结构中占比最大。4月失业率小幅上升至2.6%(前值2.5%),但仍位于2008年以来较低水平。表明日本劳动力市场保持强劲,已达到充分就业的状态,但人口年龄偏大。

通胀方面,日本3月CPI同比上涨0.7%(前值0.9%),核心CPI同比上涨0.8(前值0.9%),远低于2%的长期通胀目标,这将决定日本央行将在长期内维持利率不变,以促使通胀目标达成。

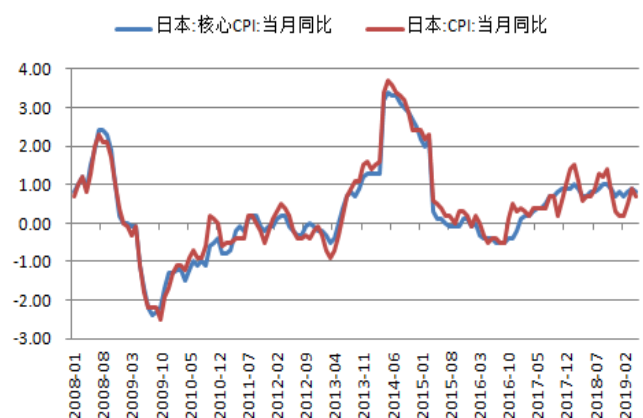
日本央行6月会议维持短期利率目标和资产购买规模不变,央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示,海外经济体带来的风险是显著的,将耐心地坚持当前强有力的宽松政策,降息、资产购买、货币基础都是宽松选项,如果经济失去动能,将毫不犹豫考虑实施更多宽松政策。这是继欧央行和美联储之后,又一家主要央行释放宽松预期。

图 19. 日本制造业 PMI 跌破扩张区间



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 20. 日本通胀依旧低迷

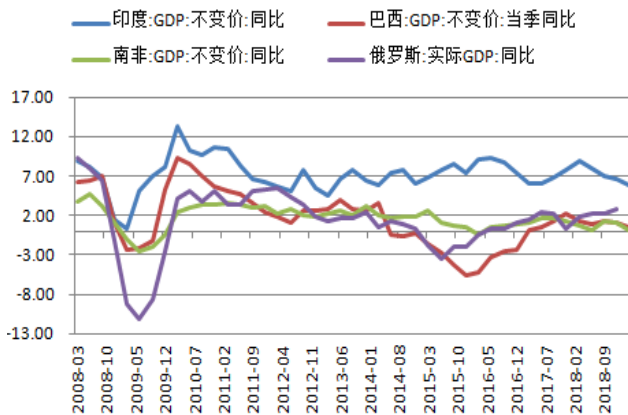


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

### (五) 新兴市场国家经济加速下滑, 货币政策进入新一轮宽松

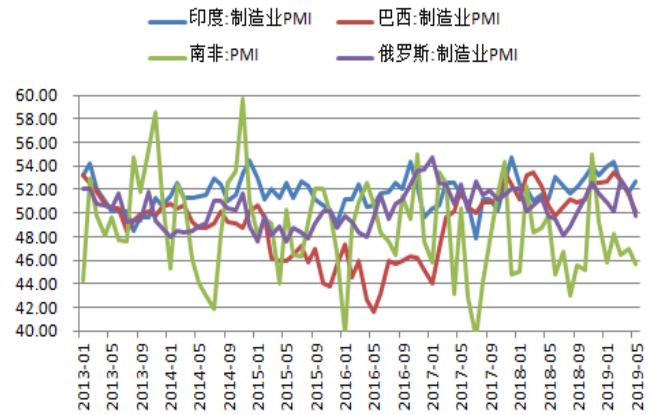
2018 年以来,国际贸易形势严峻,全球经济增长放缓背景下,印度、巴西等新兴市场国家经济增速均呈现不同程度的下滑。2019 年印度第一季度 GDP 同比增长 5.8%(前值 6.6%),连续 4 个季度下滑,创 2014 年二季度以来新低。巴西第一季度 GDP 同比增长 4.2%(前值 4.4%),连续两个季度回落。南非第一季度 GDP 同比增长 0.04%(前值 1.1%),连续两个季度放缓,创 2016 年二季度以来新低。俄罗斯第一季度经济增速季率为 0.5%(前值 2.7%),创 2018 年以来新低。

图 21. 新兴市场国家经济增速下滑



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 22. 新兴经济体制造业 PMI 放缓



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

为应对经济增长放缓,今年以来新兴市场国家纷纷加入降息的行列。2019年2月11日,印度央行宣布下调回购利率25个基点至6.25%,打响了降息的第一枪,此后于4月8日和6月10日分别降息25个基点,并在6月会议上将货币政策立场由中性调整为宽松。俄罗斯央行6月17日将关键利率下调25个基点至7.5%,为2018年4月以来首次降息。俄罗斯央行行长表示,通胀放缓与预期相符,可能在今年夏季或9月份出现通缩,下一次会议或将继续降息,今年可能降息两次。截止今年6月底,以上几个新兴经济体中,只有巴西和南非维持基准利率不变。

### 第三部分 资产配置建议

国外方面,展望下半年,国际贸易紧张局势、英国脱欧等不确定性因素,将给全球经济带来下行风险。美国经济增长的周期性高点已过,下半年经济将继续回落,美联储或开启2008年以来的首次降息。欧元区经济下行压力加大,货币政策进一步宽松的预期上升。日本经济颓势不改,货币政策将在长期内保持宽松。印度、巴西等新兴经济均呈现不同程度的放缓,2019年以来,全球已有14家央行宣布降息,货币政策新一轮宽松正在悄然开启。

国内方面,进三季度,随着减税降费政策的全面落实,企业盈利或将边际改善,从而拉动下游消费需求。此外,地方专项债发行进度将进一步加快,基建投资有望显著回升,继续发挥经济托底的作用。预计下半年,经济增速有望企稳。

#### (一) 股指

根据DDM估值模型,股指内在的价值主要由企业盈利、无风险利率和风险偏好(风险溢价)三个因素决定,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。长期来看,企业盈利主要由经济周期和行业周期决定,无风险利率主要受央行货币政策的影响,而风险偏好取决于经济、政治、金融环境、风险事件等综合因素。

2019年伊始,宏观政策持续强化逆周期调节,财政政策加码发力,实施更大规模的减税降费和加大基础设

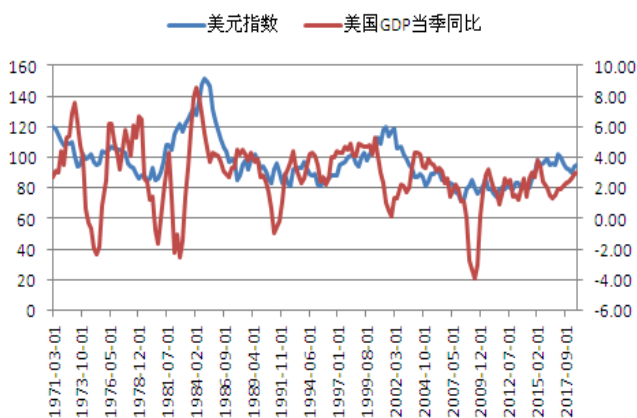
施补短板是主要方向。货币政策边际宽松，年初迎来首次全面降准，资金面宽松推动无风险利率下行，10年期国债收益率从3.2%降至3.0%附近。在稳增长政策的推动下，市场对经济下行的悲观预期逐步扭转。此外，中美贸易摩擦阶段性缓和，美联储货币政策转向鸽派，全球货币政策宽松的预期上升，以上因素促进了风险偏好修复。今年一季度，受经济悲观预期修复、无风险利率下降和风险偏好回升的推动，股指开启春季反弹行情。

进入下半年，货币政策再度宽松的预期下降，全面降准的可能性较小，无风险利率下降的空间受限，对股指估值的影响边际减弱。考虑到企业增值税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，企业盈利或在二季度之后边际改善，股指有望进入由企业盈利改善推动的第二阶段上涨。

## （二）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。

图 23. 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 24. 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

### （1）美国经济增速周期性放缓，美元指数进入下行周期

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。2008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，创历史最长记录。美元指数从2011年进入上升周期，比美国经济复苏滞后两年。美国经济增速在2018年二季度达到4.2%的高位后开始回落，之后的两个季度分别降至3.4%和2.2%。我们认为特朗普财政刺激效应正在减弱，联邦基金利率上升对经济的抑制作用日益凸显，美国经济增长周期性放缓的趋势不改，美元指数边际走弱是大概率事件。

### （2）美联储6月会议首次释放降息预期，实际利率边际下降

货币政策声明公布后，美国联邦基金利率期货显示，美联储7月降息25个基点的概率为68.8%，降息50个基点的概率为31.2%；9月降息25个基点的概率为14.8%，降息50个基点和75个基点的概率分别为60.7%和24.5%。美国长期国债收益率综合反应了未来经济增长的预期、通胀预期以及货币政策的预期，2019年以来，美国10年



期国债收益率从年初的 2.7% 降至 6 月底的 2%，期间累计下行 70 个基点，且与短期收益率出现倒挂，被视为经济进入衰退前的征兆。在美国经济增长预期放缓，通胀预期减弱，以及美联储货币政策进入降息周期的背景下，长端利率边际下降是大概率事件，对黄金长期利好。

### （三）债券

年初宏观政策加大逆周期调节，在减税降费、降准等稳增长政策的推动下，经济悲观预期逐渐修复，一季度经济开局良好，稳增长效果初步显现。随着经济预期的好转，二季度以来，货币政策进入观察期，边际宽松的预期下降，国债收益率呈现小幅回升的态势，10 年期国债收益率从 3 月末的 3.06% 上升至 6 月末的 3.25%。

进入下半年，随着减税降费政策效应的逐步显现，以及地方专项债发行进度的加快，经济增速有望回暖。央行货币政策将保持松紧适度，鉴于我国存款准备金率已显著低于国际平均水平，略高于发达国家，未来降准的空间较前几年明显收窄，无风险利率下行空间受限，预计国债整体维持震荡的可能性较大。

**特别声明**

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，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研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，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。

**公司机构****公司总部**

全国客服热线：400-111-1855  
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**

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

**成都分公司**

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

**深圳分公司**

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

**上海分公司**

电话：021-61017395  
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2103室

**南京分公司**

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

**徐州营业部**

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

**南京营业部**

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

**南通营业部**

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

**苏州营业部**

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

**北京东四十条营业部**

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

**杭州营业部**

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

**广州营业部**

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

**成都高新营业部**

电话：028-68850216  
邮编：610041  
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：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#