



## 静水流深 峰回路转

# ——2019年中期宏观经济与资本市场展望

■**山雨欲来，近喜远忧。**贸易下滑拖累经济成为全球性问题。2018年至今贸易摩擦的升级导致全球经济增速下滑。展望2019年下半年和2020年，衰退式顺差难以持续。下一阶段净出口对GDP增速的拉动将大概率下滑。可喜的是，从中国输美产品分类细项情况看，短期内中国产品在美国市场竞争力仍具韧性。值得忧虑的是，中国产品在美国市场份额下滑可能是持续、长期的过程。考虑到2000亿美元清单的税率上升还未体现在1-4月的数据当中，下一步的影响可能更加严重，值得高度关注。

■**静水流深，或跃在渊。**百年变局之第一年，中国经济砥砺前行：新兴产业态势良好，国企改革如火如荼，经济下行风险可控。基准情形下，预计2019年中国GDP增长6.3%。百年变局的冲击将会在明年凸显，稳增长压力较大，但仍有支撑因素：房地产尚有空间，消费稳固向好。当前杠杆空间已十分有限，因此政策需前后平衡：一方面，需要为明年预留空间，下半年不宜大幅发力；另一方面，需求侧管理不会重走老路，供给侧改革继续深入才能使经济“坐看云起”。

■**松紧有度，峰回路转。**平衡“稳增长与调结构”依然是宏观政策的主要目标。财政政策将继续发力、托底经济。预计下半年财政可盘活资金3500亿元，专项债可撬动基建投资8000亿元。货币政策灵活适度、相机抉择，在保持信用稳定的基础上，持续优化金融供给结构，通过利率并轨等方式，降低企业融资成本。基准情形下，预计全年M2和社融增速分别为8.8%和11%。供给侧结构性改革深入推进、破立结合，继续稳定宏观杠杆率，夯实新动能等补短板领域，强化金融供给效率。

■**风浪暂歇，重归微澜。**权益市场，多空因素交织，短期内或经历宽幅震荡的过程。中长期来看，A股市场韧性仍在，股市可以看的更积极。固收市场，债券利率仍有下行空间，10年期国债收益率中枢将下行至2.9%-3.3%，建议逢收益率高点配置；信用利差稳中有忧，结构性分化加剧，暂不建议过度下沉评级。海外市场，美元可能以震荡下行为主，人民币汇率弹性显著提升。

	GDP	固定资产投资	社会消费品零售	社融	财政实际赤字率	十年期国债	汇率(USDCNY)
2019H2	6.3	6.2	7.8	11.0	4.5	2.9-3.3	6.75
2020	6.1	5.5	7.8	11.2	5.0	3.1	6.60

资料来源：WIND，招商银行研究院

谭海鸣  
研究院副总经理

刘东亮  
资本市场研究所主管

谭卓  
经济研究所主管

韩剑  
博士后研究员

步泽晨  
宏观研究员

陈得文  
宏观研究员

王炳  
宏观研究员

柏禹含  
资本市场研究员

朱肖炜  
资本市场研究员

感谢招银国际成亚曼博士对本文的贡献。

相关研究报告：

《乱云飞渡仍从容-2019年宏观经济与资本市场展望》

《贸易和金融周期中的中国经济-2018年中期策略报告》

## 目录

一、多事之秋：全球经济同步放缓	1
（一）同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景	1
（二）美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温	2
（三）欧洲经济：增长引擎失效，政经风险增多	3
（四）全球央行转向宽松	4
（五）地缘政治风险加大	5
二、山雨欲来：贸易摩擦的短期和长期冲击	5
（一）贸易摩擦对中国经济的压力开始显现	5
（二）产业链细项分析中的喜与忧	6
（三）未来仍可期待	8
三、静水流深：中国宏观经济的压力和韧性	8
（一）百年变局之下，L形存在压力	8
（二）内外交困之间，经济静水流深	9
1. 新动能涓涓长流	9
2. 老国企改头换面	10
3. 下半年风险可控	11
（三）需求管理适度，政策节奏平衡	15
1. 政策空间已十分有限	16
2. 政策摆布重要性彰显	17
四、峰回路转：宏观政策“稳增长、调结构”	18
（一）财政政策需更加积极，开源节流蓄势待发	18
1. 财政政策加速发力，财政收支缺口扩大	18
2. 下半年财政发力的两个措施：专项债助力基建与盘活存量资金	21
（二）货币政策灵活适度，降低融资成本迫在眉睫	22
（三）供给侧结构性改革焕发活力	25
1. 继续深化改革应对变局	25
2. 继续深化国企改革	25
3. 推动高水平对外开放	25
4. 加快金融供给侧结构性改革	25
（四）2020年宏观政策展望	26
1. 财政政策提质增效	26
2. 货币政策灵活适度	26
3. 加大国企分红上缴公共财政的力度	26
五、风浪暂歇，重归微澜：资本市场的新机会	28
（一）股票市场展望	28
1. 工业企业利润与A股利润增速发生背离	28
2. 股市制度持续完善带来政策红利	31
3. 关注美股对A股市场的扰动	32



(二) 债券市场展望.....	33
1.无风险利率仍有下行空间，触底后或有修复.....	33
2.信用利差稳中有忧，结构分化加剧.....	35
3.金融风险“揭盖子”，“防风险”任重道远.....	36
(三) 海外市场.....	37
1.降息前景打压美元.....	38
2.人民币汇率弹性显著提升.....	38
3.贵金属中期看涨.....	39



## 图目录

图 1: 全球 PMI 显著回落 .....	2
图 2: 亚洲部分出口导向型经济体面临巨大挑战 .....	2
图 3: 美国非农就业人数不及预期 .....	3
图 4: 美国制造业 PMI 指数持续下滑 .....	3
图 5: 美国一季度 GDP 主要靠净出口拉动 .....	3
图 6: 美国国债收益率曲线进一步倒挂 .....	3
图 7: 欧元区整体经济短暂企稳, 制造业加速下滑 .....	4
图 8: 德国新订单持续萎缩 .....	4
图 9: 贸易摩擦负面影响快速上升 .....	6
图 10: 中国输美产品份额下降 .....	6
图 11: 衰退式顺差难以持续 .....	6
图 12: 净出口对 GDP 的拉动具有跷跷板效应 .....	6
图 13: 2000 亿清单中国产品难以替代 .....	7
图 14: 中国主要输美产品仍具有一定独特性 .....	7
图 15: 征税清单中各国产品在美市场份额变化 .....	7
图 16: 中国输美产品市场份额持续下滑 .....	7
图 17: 500 亿美元征税清单中消费品占比较低 .....	8
图 18: 2000 亿美元征税清单中消费品占比提升 .....	8
图 19: 经济增速长期被“熨平”后有下探风险 .....	9
图 20: 高新技术产业增加值增速较好 .....	10
图 21: 战略新兴行业景气度较高 .....	10
图 22: 房企拿地谨慎导致土地成交大幅下滑 .....	13
图 23: 建安设备费对固定资本形成构成支撑 .....	13
图 24: 本轮房地产小周期历时较长 .....	13
图 25: 居民部门杠杆率的国际比较 .....	13
图 26: 基建投资增速平稳增长 .....	14
图 27: 专项债发行节奏加快 .....	14
图 28: 民间投资意愿较低拖累制造业投资增长 .....	14
图 29: 企业实际融资成本上升 .....	14
图 30: 居民收入增速下行导致社消增速下滑 .....	15
图 31: 贸易摩擦升级拖累就业 .....	15
图 32: 房地产周期与地产类消费高度相关 .....	15
图 33: 房地产周期影响汽车类消费 .....	15
图 34: 政策托底使得杠杆率提升 .....	16



图 35: 中国宏观杠杆率相对较高 .....	16
图 36: 上半年核心 CPI 同比下行 .....	17
图 37: 下半年 PPI 同比处于下行趋势 .....	17
图 38: 赤字率水平小幅提高 .....	19
图 39: 减税降费规模创历史新高 .....	19
图 40: 公共预算与政府性基金预算增速维持低位 .....	19
图 41: 中等口径财政收入增速下滑明显 .....	19
图 42: 一般公共预算支出恐后劲不足 .....	20
图 43: 政府性基金预算支出前置发力特征明显 .....	20
图 44: 国有土地出让收入占地方财政的比重下滑明显 .....	20
图 45: 国有土地出让收入增速大幅下滑 .....	20
图 46: 地方专项债发行平稳推进 .....	21
图 47: 1-5 月基建类专项债发行占比约三成 .....	21
图 48: 中央预算稳定调节基金尚有近千亿元可动用 .....	22
图 49: 中央与地方预备费金额约 1500 亿元 .....	22
图 50: M2 和社融增速企稳回升 .....	23
图 51: 社融结构持续优化调整 .....	23
图 52: 存款准备金率持续下调 .....	23
图 53: 上市银行资本充足率稳步提升 .....	23
图 54: 央行银行家调查的贷款需求指数明显回落 .....	24
图 55: 企业实际融资成本有所提高 .....	24
图 56: M2 增速预测 (基准情形) .....	24
图 57: 社融增速预测 (基准情形) .....	24
图 58: 国企分红上缴公共财政的比例总体较低 .....	27
图 59: 我国国企向财政分红与其他经济体有较大差距 .....	27
图 60: 2019 年 Q1 工业企业与 A 股利润增速背离 .....	29
图 61: 全 A 各行业净利润占比 .....	29
图 62: 金融、工业、信息技术利润贡献度较高 .....	29
图 63: A 股工业与规模以上工业企业对比 .....	30
图 64: 国有工业上市公司表现强劲 .....	30
图 65: 规上国有工业企业营收增速为近两年低位 .....	31
图 66: 规上国有工业企业管理、财务费用激增 .....	31
图 67: PPI 下半年预计将震荡回升 .....	31
图 68: A 股与规上工业企业盈利的背离将收敛 .....	31
图 69: 沪市各投资者持股市值变化 .....	32
图 70: A 股追涨杀跌现象较为显著 .....	32



图 71: 美股的波动对 A 股扰动较为显著 .....	33
图 72: 美债收益率曲线倒挂与标普 500 .....	33
图 73: 2019 年 H1 十年国债、国开债表现 .....	34
图 74: 2019H1 信用债表现好于利率债 .....	34
图 75: 利率定价模型预测的 2019 年无风险利率均衡水平 .....	35
图 76: 包商银行事件后, 央行多渠道稳定流动性 .....	37
图 77: AAA 以下银行同业存单发行冲击明显 .....	37
图 78: 美元利率优势受到削弱 .....	38
图 79: 美元指数 .....	38
图 80: 人民币汇率与美元指数 .....	39
图 81: 黄金价格与美元实际利率 .....	40

## 表目录

表 1: 今年以来国企改革如火如荼开展 .....	11
表 2: 宏观经济预测表 .....	12

## 一、多事之秋：全球经济同步放缓

### （一）同步放缓趋势提早确认，政策不确定性拖累前景

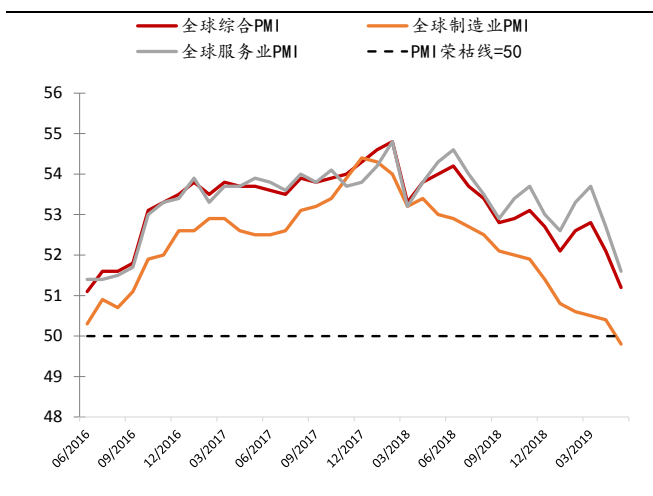
在 2018 年下半年全球经济景气度迅速下滑之后，市场在动荡中进入 2019 年。今年一季度，美国、中国、欧元区、英国等主要经济体一扫阴霾，均出现了不同程度的回暖。然而年初的短暂复苏的基础并不稳固，当时对贸易谈判的乐观预期叠加短期因素推高 GDP 增速，却无法掩盖增长的结构隐忧，拖累全球经济的风险也并未消除，经济政策的不确定性维持在高位。6 月初中美贸易纠纷再度升级，加之此前的短期季节因素褪去，导致全球经济于二季度再次快速下滑，至 5 月全球综合 PMI 指数骤跌至 51.2，服务业 PMI 指数降至 51.6，而制造业 PMI 指数更跌破荣枯线至 49.4。

受到贸易紧张局势和经济周期下行的双重拖累，上半年全球贸易增速持续处于负值区间，并正以十年来最快速度下降。G20 国家出台的贸易限制措施在上半年达到历史高位，各国政府新颁布的关税提升、进口禁令等贸易限制措施所涉及的贸易规模迅速扩大，将在下半年进一步影响企业的贸易需求和长期投资计划，冲击全球产业链，对韩国、香港等亚洲出口导向型经济体影响更为直接。因此，尽管中美贸易谈判的重启释放积极信号，但考虑到贸易政策不确定性仍处于高位、电子产品等货物门类的全球需求收缩，预计下半年全球贸易的前景都不容乐观，全球出口订单显著下滑，制造业和运输业等产业首当其冲，航空运输业、特别是货运业务显著受损。全球制造业持续低迷，其引发的失业已是许多国家面临的共同问题。

总体来看，在贸易紧张局势催化下，全球经济同步放缓的趋势已提早确认。中美两国元首在 G20 会面之后决定重启谈判，避免了贸易摩擦迅速升级的最差情况，而贸易纠纷对于全球经济的实际影响还取决于此后的谈判进展。预计 2019 年下半年，全球范围内普遍的增长放缓和低通胀并存现象将持续，驱使全球央行货币政策进一步转向宽松，有望抑制经济过快下滑。尽管如此，全球贸易、商业投资和制造业仍将持续承压，拖累全球 GDP 增速由 2018 年的 3.6% 放缓至 2019 年的 3.1% 左右。

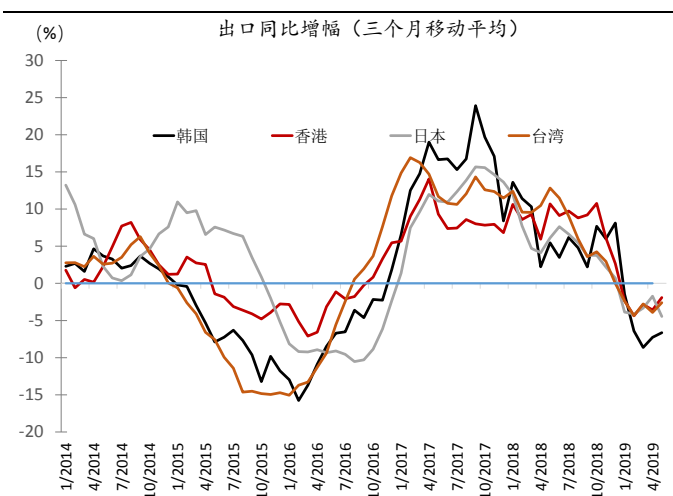


图 1：全球 PMI 显著回落



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：亚洲部分出口导向型经济体面临巨大挑战



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

## （二）美国经济：放缓迹象增多，衰退忧虑升温

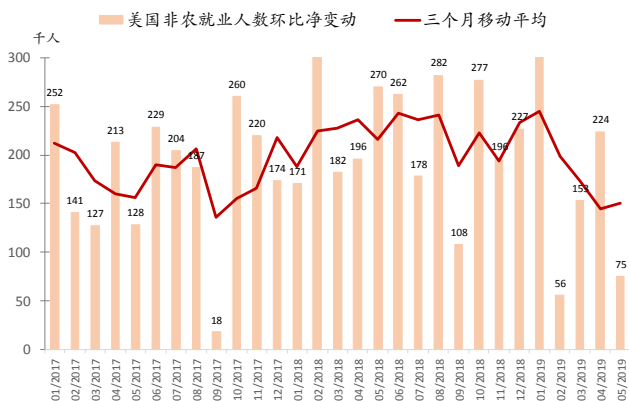
当前，美国本轮的经济扩张恰满十年，虽然美国经济仍维持相对温和的增长，但动力已经明显减弱，经济数据喜忧参半。今年 1 季度美国实际 GDP 增长率高达 3.1%，但主要是靠波动较大的存货和净出口推高，增长势头难以持续。生产活动疲态尽显，制造业 PMI 指数从去年 10 月的 55.8 迅速下降至 5 月的 50.5。就业总体上仍然强劲，失业率处于半世纪以来最低，但从趋势上看已然开始逐步降温，平均每月新增非农就业人数已从 2018 年的 22.3 万人下降到 2019 年上半年的 15.1 万人，初请失业金人数亦有上升。消费者信心也有所下降，显示消费者对经济前景的乐观情绪出现动摇。

随着特朗普税改和财政刺激政策效果的减退，美国经济增速将在 2019 年下半年进一步放缓，逐步趋向其 2% 左右的平均增速区间。若全球贸易局势维持现状，预计 2019 年全年美国实际 GDP 将增长约 2.2%。

另一方面，对于美国经济衰退的忧虑随着美国国债收益率曲线的倒挂与日俱增。10 年期美国国债收益率在 2019 年上半年持续走低，从年初的 2.7% 左右降至 6 月底的 2.0% 左右，3 月期和 10 年期美债收益率持续倒挂。由于美债收益率曲线的全面和持续倒挂对于美国经济的衰退有较强的预测能力，纽约联储对于未来 12 个月的衰退概率预测已达 30%，而历史上达到该预测值后半年至一年美国经济往往就会进入衰退。介于美国经济内生动力趋弱、再叠加全球经济下行的共振作用，美国经济在明年出现技术性衰退的概率在不断升高。当然，由于美国居民杠杆率处于合理区间，金融系统的稳定性也高于从前，爆发全面危机的可能性仍然很低。仅就今年下半年而言，美国经济进入衰退的几率很小，更大的风险在于地缘政治和贸易政策。

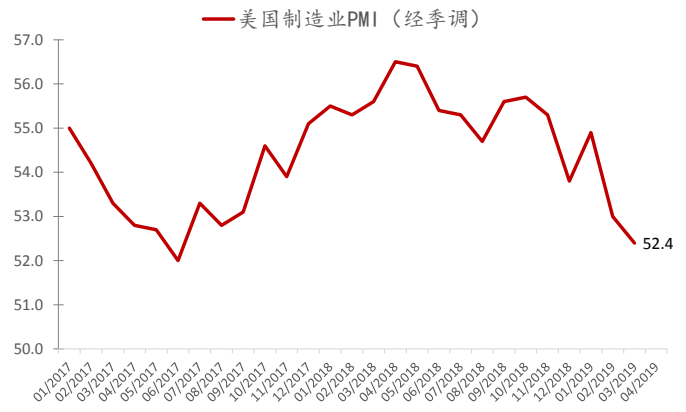


图 3：美国非农就业人数不及预期



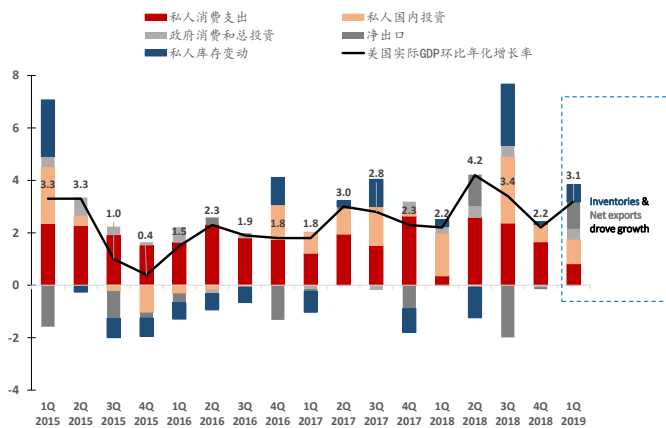
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 4：美国制造业 PMI 指数持续下滑



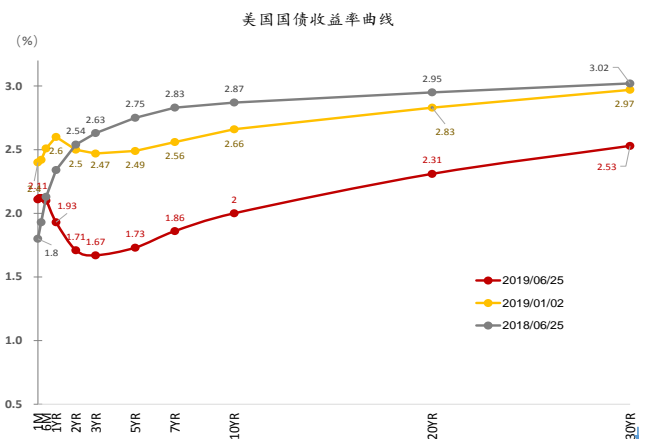
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 5：美国一季度 GDP 主要靠净出口拉动



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6：美国国债收益率曲线进一步倒挂



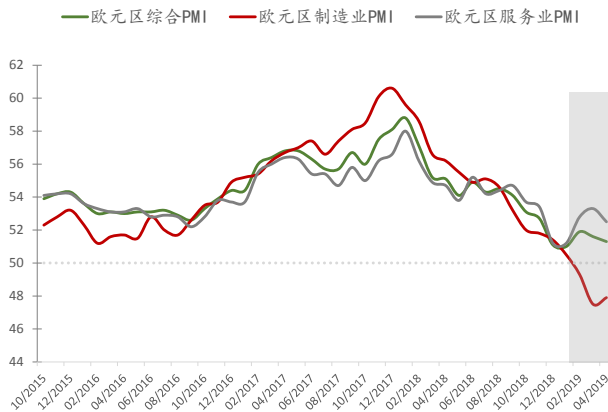
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

### (三) 欧洲经济：增长引擎失效，政经风险增多

欧元区经济在上半年逐步企稳，得益于德国经济小幅回暖以及意大利暂避技术性衰退。作为欧元区最大经济体和增长引擎，德国经济在去年第三季度萎缩 0.2%，第四季度环比增长为零，已徘徊在衰退边缘，今年一季度经济增速反弹至 0.4%。但前瞻地看，由于出口占德国经济的比重超过四成，全球贸易争端和外需下降将给德国的出口和投资活动带来巨大压力，预计下半年德国经济增长将显著放缓。意大利经济在去年第三和第四季度持续萎缩，成为 2013 年以来首个出现衰退的欧元区国家，今年一季度 GDP 环比增长 0.2%，暂时结束此前的技术性衰退，但近期意大利又深陷与欧盟关于财政赤字超标的“拉锯战”当中，经济和政治风险都在迅速上升。再加上英国“硬脱欧”的风险上升，经济信心已受拖累降至三年低点，欧洲经济将在 2019 年下半年面临更大挑战。

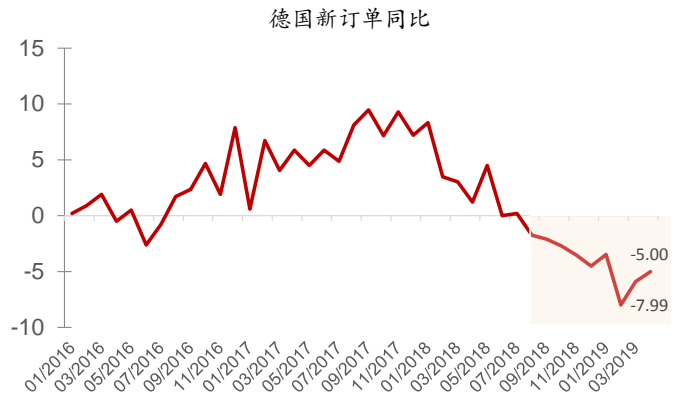


图 7：欧元区整体经济短暂企稳，制造业加速下滑



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 8：德国新订单持续萎缩



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

#### （四）全球央行转向宽松

今年上半年全球央行的政策方向出现了显著的变化，包括新西兰、澳大利亚、印度等数十个国家的央行率先降息，全球货币政策指数已从年初的+5.72（紧缩）迅速转为-6.68（宽松）。这种迅速转向的背后是各国央行对于经济放缓和多重风险的集体忧虑。欧洲和美国的央行也相继发表了相当鸽派的言论引导市场预期：欧洲央行行长德拉吉 6 月 18 日表示，如果经济前景没有持续改善，且通胀持续不达目标，欧元区将需要额外的刺激措施，而进一步降低政策利率仍是工具箱的一部分，资产购买计划还有相当大的发挥空间，财政政策也应该充分发挥作用。美联储 6 月 19 日发布 6 月议息会议声明，维持联邦基金利率目标范围 2.25%至 2.50%不变，但释放了强烈的宽松信号：移除了“耐心”措辞，指向过去半年“按兵不动”的政策立场即将改变；强调经济环境的“不确定性”，贸易摩擦和美债收益率曲线倒挂成为重要关注问题，而美联储票委当中意见分化，主张降息人数大幅上升至 8 位。

我们预计下半年会有更多全球主要央行加入降息行列，包括美国、俄罗斯和巴西等。目前为止，贸易争端对于美国经济的影响依然温和，但美联储也在密切观测其对于美国金融市场、消费者信心以及投资气氛的影响，以随之调整政策步调。预计美联储将于 2019 年下半年择机降息一至两次，每次降息幅度为 25 个基点，其中三季度降息一次，在此基础上，美联储或于四季度视经济走势再降息一次。此外，原定于今年 9 月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。而美联储降息就将正式开启全球货币政策宽松周期。当然，美联储的货币政策仍不足以应对大的下行趋势，在低利率条件下美联储的降息空间已较以往明显减小。欧洲央行则会维持利率不变最少至 2020 年中，目前欧洲央行的融资利率为零、边际借贷利率为 0.25%、存款利率为-0.4%。日本央行表示如有必要将采取更多货币刺激措施，包括进一步下调目前为-0.1%的利率、降低 10 年期国债收益率目标、增加资产购买规模等。

## （五）地缘政治风险加大

地缘政治风险正显著威胁全球经济发展前景，全球地缘政治风险指数已上升至近 20 年来最高值。除中美关系、全球贸易紧张局势、英国“硬脱欧”等风险事件外，海湾地区的紧张局势也在进一步升级，美国和伊朗之间的紧张关系持续升温，进一步加大了地缘政治风险对全球经济环境、特别是能源市场供给的影响。2019 年下半年，全球经济的脆弱性将迎来多种重大风险的挑战，全球经济体系进入加速变革时期，政策制定者必须步步为营，临渊履薄，避免代价高昂的政策失误，才可能防止全球经济走向严重低迷，维持经济平稳健康发展。

## 二、山雨欲来：贸易摩擦的短期和长期冲击

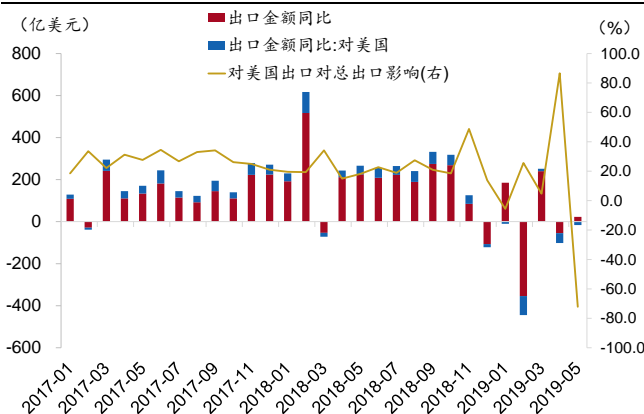
### （一）贸易摩擦对中国经济的压力开始显现

中美贸易摩擦对我国出口的影响在 2018 年 4 季度开始显现。2018 年下半年，500 亿、2000 亿美元征税清单相继生效，但在“抢出口”效应下，2018 年 10 月以前对美出口对我国总出口的影响仍为正向。从 2018 年 11 月开始，尤其是 2019 年来，“抢出口”效应逐渐消退，贸易摩擦对我国出口的负面影响大幅上升，2019 年 1-4 月我国对美国出口金额同比下降 9.9%，对我国总出口的影响也由正转负。同时，美国在我国贸易伙伴中的排名已从第二滑落至第三，位列欧盟和东盟之后。从美国分国别进口情况看，2019 年 1-4 月，中国输美产品市场份额为 20.1%，比去年同期下降 2.6 个百分点，而墨西哥、越南、韩国、法国、印度等国市场份额合计上升了 3.0 个百分点，成为中国的替代者。

“衰退式顺差”不可持续。2019 年上半年，我国经济增速的第一大稳定力量是净出口。这是因为在贸易摩擦和原油价格低迷的双重冲击下，我国进口增速比出口增速下滑更快，贸易顺差呈现“衰退式”增长。2019 年 1 季度，净出口对 GDP 同比的拉动提高 1 个百分点，但消费支出对 GDP 同比的拉动下滑 0.4 个百分点，资本形成对 GDP 同比的拉动下滑 0.5 个百分点。这一方面是由于 2018 年进口基数较高，另一方面是由于内需相对疲弱导致进口增长放缓。展望 2019 年下半年和 2020 年，进口高基数将不复存在，从净出口对 GDP 的拉动存在显著的“跷跷板”效应和储蓄率与投资率的缺口收敛来看，衰退式顺差难以持续，因此下一阶段净出口对 GDP 增速的拉动将大概率下滑。

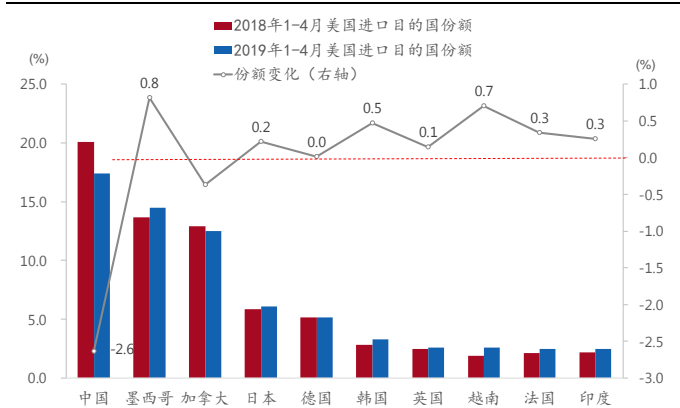


图 9：贸易摩擦负面影响快速上升



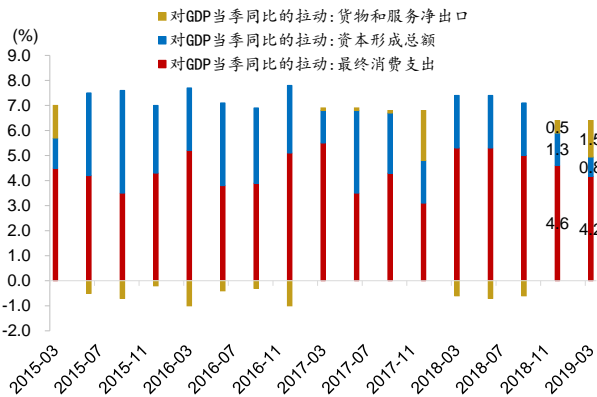
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：中国输美产品份额下降



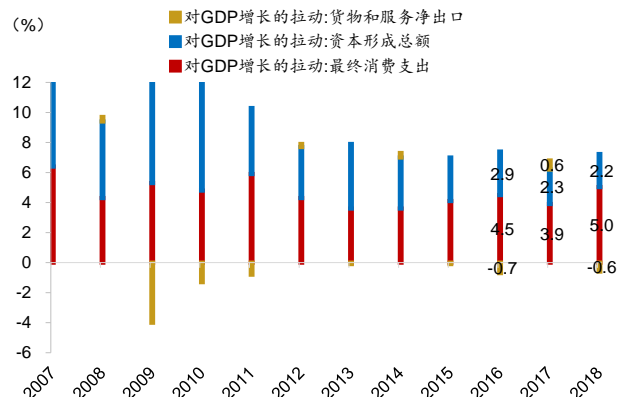
资料来源：BIS、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：衰退式顺差难以持续



资料来源：WIND，招商银行研究院、招银国际研究

图 12：净出口对 GDP 的拉动具有跷跷板效应



资料来源：CEIC，招商银行研究院、招银国际研究

## （二）产业链细项分析中的喜与忧

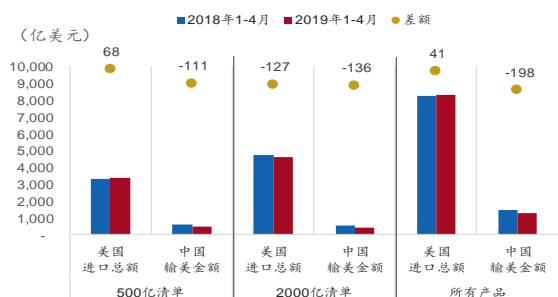
**喜：中国产品在美国市场竞争力仍具韧性。**从 HS4 分类细项情况看，500 亿美元清单中国输美产品可替代性较强，但 2000 亿美元清单中国产品很难被替代。2019 年 1-4 月，2000 亿美元清单中国输美产品减少 136 亿美元，同期美国此类产品进口减少 127 亿美元，也就是说，美国从中国减少进口后，只有很少一部分可以从其他国家找到替代品。我们进一步分析中国输美主要产品可替代性情况。2019 年 1-4 月，中国前 11 类产品对美出口 664 亿美元，占中国对美出口的 45.1%，平均替代率为 46.4%，其中排名第一的电信产品替代率仅为 35.4%，另外还有三类产品出口金额实现了正增长，三类产品出口金额变化不大（并未下滑）。

从主要竞争国家的份额占比来看，对我国商品产生明显“替代效应”的是墨西哥，500 和 2000 亿美元两类清单商品墨西哥的份额占比分别增加了 2.5 和

1.3 个百分点。而日本、德国、加拿大、马来西亚、英国、法国、印度等的市场份额也不同程度地有所增加。我们注意到，无论是 500 亿和 2000 亿清单总体还是各细分行业，下降的市场份额，均不能被上述的美国主要进口国家所替代。基于此我们认为，短期内全球产业链转出中国的难度较大，中国仍有一定转圜空间。

**忧：中国产品在美市场份额下滑可能是持续、长期的过程。**自从去年 10 月份 2000 亿美元清单生效后，中国输美产品的市场份额总体上是节节下滑的，500 亿美元、2000 亿美元和未征税清单均反映了这一趋势。考虑到 2000 亿美元清单的税率上升还未体现在 1-4 月的数据当中，下一步的影响可能更加严重，值得高度关注。

图 13: 2000 亿清单中国产品难以替代<sup>1</sup>



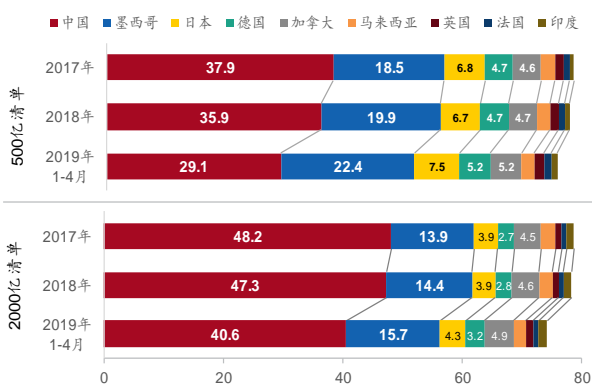
资料来源：CEIC，招商银行研究院、招银国际研究

图 14: 中国主要输美产品仍具有一定独特性<sup>2</sup>

	HS4	2019年1-4月输美金额 (亿美元)	份额	同比增速 (%)	替代率
1	电信设备	189	12.8%	-24.8%	35.4%
2	自动数据处理机和装置	130	8.8%	-11.5%	58.1%
3	婴儿车、玩具游戏及运动商品	60	4.1%	-8.0%	23.2%
4	电气机械和设备	52	3.5%	-4.4%	NA (出口微降)
5	办公设备、数据处理机零部件	21	1.4%	-67.2%	42.5%
6	塑料制品	51	3.5%	12.8%	NA (出口增加)
7	电视接收器	41	2.8%	22.5%	NA (出口增加)
8	家用型电气及非电气设备	31	2.1%	0.0%	NA (出口微降)
9	机动车零件和配件	34	2.3%	-8.6%	48.7%
10	纺织服装商品	29	2.0%	-0.2%	NA (出口微降)
11	基本金属制造	27	1.8%	1.4%	NA (出口增加)
总计		664	45.1%		46.4%

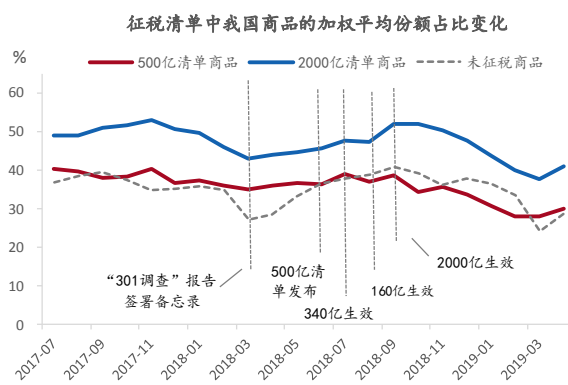
资料来源：CEIC，招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 征税清单中各国产品在美市场份额变化<sup>3</sup>



资料来源：CEIC，招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 中国输美产品市场份额持续下滑



资料来源：CEIC，招商银行研究院、招银国际研究

1 由于 CEIC 只有 HS4 分类数据，这里 500 亿清单、2000 亿清单有重叠，但不影响总体判断。

2 某类产品替代率=其他国家对美出口增加金额/中国输美减少金额。

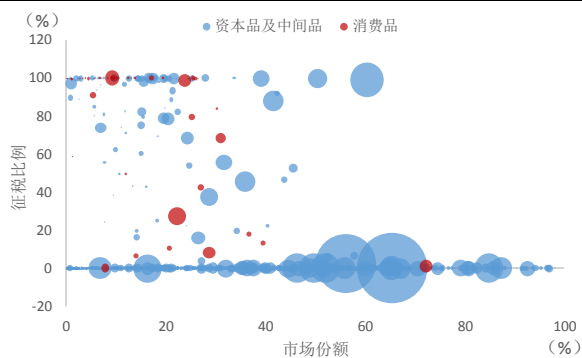
3 这一市场份额是根据中国出口各类产品金额加权平均后的数值。



### （三）未来仍可期待

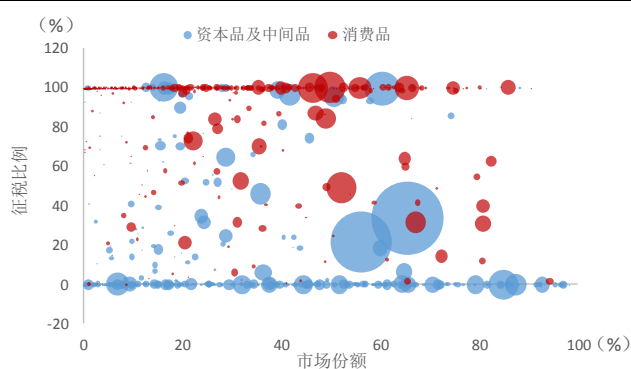
全球价值链是数十年全球化市场分工的结果，贸易摩擦的持续蔓延，对美国的影响也将逐渐加大。虽然2019年5月13日，美国宣布启动对剩余约3000亿美元中国输美商品加征关税听证程序，但正如我们在之前报告（《破解美国征税清单背后的密码》）中分析的，美国的加税过程是经过精心设计的，最早的500亿美元清单是针对中国竞争优势相对不足的产品。并且，在500亿美元清单中，消费品较少，对美国的物价的影响并不明显；在2000亿美元清单中，消费品的占比便开始增加；而在剩余产品中，消费品的占比将更大，美国通胀上升的压力也将进一步增加。2019年6月29日，中美两国元首在G20大阪峰会上会面，决定重启贸易谈判，美方不对中国商品加征新的关税，为贸易摩擦缓和注入了新的希望。

图 17：500 亿美元征税清单中消费品占比较低



资料来源：Comtrade，招商银行研究院、招银国际研究

图 18：2000 亿美元征税清单中消费品占比提升



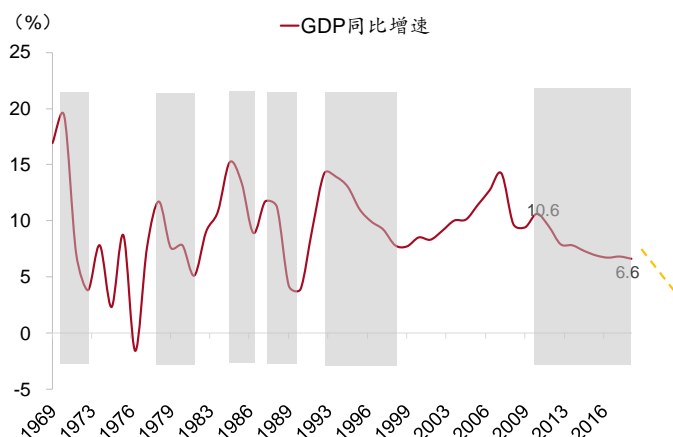
资料来源：Comtrade，招商银行研究院、招银国际研究

## 三、静水流深：中国宏观经济的压力和韧性

### （一）百年变局之下，L 形存在压力

中国经济正在经历百年未有之变局。外部形势来看，全球经济同步放缓，地缘政治风云诡谲，贸易谈判风云突变。横向比较，美欧增长动力逐步趋弱，中国将是稳定全球经济增长的重要引擎。内部形势来看，中国经济处于改革开放以来最长放缓期。在供给侧改革渐入深水区的背景下，总供给、总需求、财政金融、外贸出口均面临着不同压力，经济结构调整砥砺前行，GDP 增速被“熨平”后再次下探的风险加大。

图 19：经济增速长期被“熨平”后有下探风险



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

**经济增速放缓伴随着动能转换，政策空间有所收窄。**一方面，基建、房地产等传统动能大幅增长的历史落下帷幕，老龄化之门开启后劳动人口数量减少，经济向新常态靠拢，经济数量增长举步维艰。另一方面，新动能尚在培育阶段，居民消费升级动力减弱，逆全球化背景下制造业发展受到冲击，经济质量改善效果有限。动能增长往往需要政策驱动，但政策驱动常常伴随债务推升，当前，中国宏观杠杆率整体较高，再次大规模加杠杆的空间有限，难走大水漫灌强刺激的老路。

**长期与短期平衡下，结构性矛盾突出，经济 L 形有向阶梯形转变的压力。**为了避免需求端刺激带来的债务风险，近年政策主要聚焦于供给端。去产能政策推动后，供给不足导致上游产品价格上涨，杠杆由上游企业传导给下游企业。去库存政策推行以后，房地产库存有效去化，但居民部门杠杆率上行较快，且房企大规模拿地、开工后存在大量“半拉子”工程，库存仍有再次上行的风险。去杠杆政策推行后，融资难的问题集中于民营企业，民企投资意愿不足导致经济活力下降。过往的政策在解决一个问题时又带来另外一个问题，看似“山重水复”。因此当前政策需要更加审慎以平衡长短期之间的矛盾，实现稳增长与防风险的双重目标。

**长期本质问题不在需求侧，深层次供给侧改革才能根治经济中的弊病。**展望未来，短期内传统动能依旧承担托底经济的重任，稳增长大概率推升债务压力，因此供给侧改革仍将继续。另一方面，供给侧改革旨在发展新兴产业，提升全要素生产率，为经济带来新的增长点，因此供给侧改革仍是解决长期经济增长动能不足的关键。打破刚兑、疏通机制、解决企业融资难融资贵问题、建立竞争中性的市场化机制、充分发挥市场的资源配置功能，才能为经济注入新活力。

## （二）内外交困之间，经济静水流深

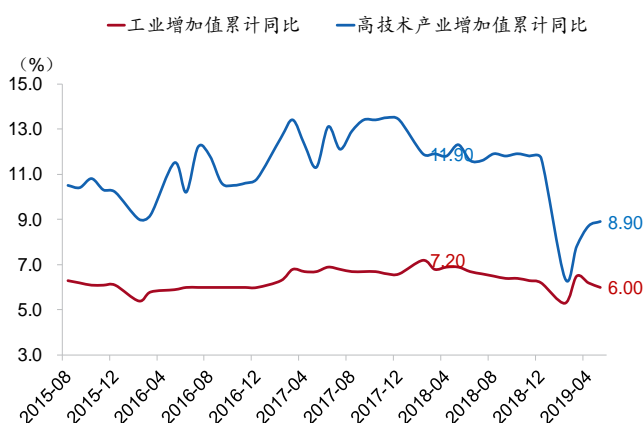
### 1. 新动能涓涓长流



面对未有之变局，除了深化改革开放别无他途。2015 年以来的一系列供给侧改革措施成效逐渐显现，随着改革进入深水区，供需之间的矛盾更加凸显。但是改革产生阵痛是必然事件，要立足当前，着眼长远，我们认为未来供给侧改革会继续深入推进，更加定向、精准。年初政府工作报告指出要继续坚持以供给侧结构性改革为主线，增强微观主体活力，提升产业链水平，畅通国民经济循环，推动经济高质量发展。

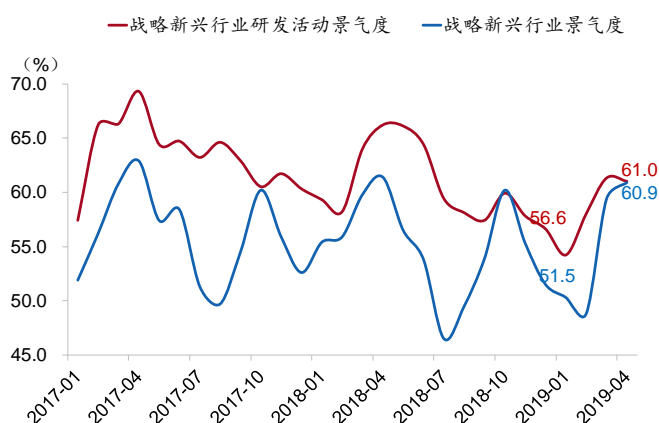
**供给侧改革继续深化，新动能发展态势良好。**前 5 个月我国高新技术产业同比增长 8.9%，增速高于规上工业增加值增速 2.9 个百分点。在逆全球化的背景下，国内工业企业将会加大研发投入，弥补技术劣势，未来高新技术制造业的增长将对工业生产形成较大拉动。展望下半年，5G 商用、人工智能、工业互联网等行业增加值仍将保持较快增长。

图 20：高新技术产业增加值增速较好



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 21：战略新兴行业景气度较高



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 老国企改头换面

2018 年中央经济工作会议指出，要加快国资国企改革，坚持政企分开，改组成立一批国有资本投资公司。2019 年政府报告中指出，要加快国资国企改革，积极稳妥推进混合所有制改革，完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。

国企改革是供给侧改革继续深化的标志之一。2019 年以来，世界一流示范企业项目、国有资本投资运营公司试点改革提速、格力集团股权转让、改革国有资本授权经营体制方案、双百基金成立与双百企业扩容等一系列事件，标志着国企改革开始加速。国企改革的加速推进，提高了企业效率，激发了市场活力。

**表 1：今年以来国企改革如火如荼开展**

事件	内容
世界一流示范企业项目成立	1 月 25 日，国资委宣布选择航天科技、中国石油、国家电网、三峡集团、国家能源集团、中国移动、中航集团、中国建筑、中车集团、中广核等 10 家企业作为创建世界一流示范企业。示范企业要研究制定实施方案，力争用 3 年左右时间在部分细分领域和关键环节取得实质性突破，在整体上取得显著成效。
国有资本投资运营公司试点改革提速	3 月 28 日，国务院国资委主任肖亚庆在博鳌亚洲论坛 2019 年年会上表示，央企投资运营公司试点单位上报的方案很快会批复，正在积极推动中。
格力集团股权转让	4 月 8 日，格力电器宣布控股股东格力集团正筹划转让其持有的格力电器总股本 15% 的股份。股权转让后格力集团（珠海市国资委 100% 控股）持有格力电器股权将降至 3.22%，格力电器可能不再是国资控股。
改革国有资本授权经营体制方案	4 月 28 日，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，提到政企分开政资分开、权责明晰分类授权、放管结合完善机制，对出资人代表机构履职方式、分类开展授权放权、加强企业行权能力建设、完善监督管理体系等方面提出了要求。
双百基金成立、双百企业扩容	4 月 30 日，中国国新控股有限责任公司联合多家中央企业、地方国有企业及社会资本共同发起设立国企改革“双百行动”发展基金。总规模 600 亿元人民币，首期规模 300 亿元人民币，主要出资方有部分中央企业、地方国有企业、国内金融机构和民营企业，主要投资对象为“双百企业”，主要投资领域包括稳健型和成长性企业，战略性新兴产业，非上市企业股权多元化和混合所有制改革，上市公司并购重组等。国资委副主任翁杰明表示，“双百企业”最初确定了 396 家，大致央企一半、地方国企一半。不过随着近期工作有序推进，希望加入这个团队的企业越来越多，未来不排除这个队伍还会有序拓展。

资料来源：招商银行研究院整理、招银国际研究

### 3. 下半年风险可控

在全球经济增长放缓的背景下，一季度中国经济增长平稳。伴随财政政策与货币政策的逆周期调节，以及中美贸易谈判出现曙光，GDP 同比维持了 6.4% 的增速。但信用扩张导致一季度宏观杠杆率快速提高，因此政策重心于 4 月开始由稳增长向防风险倾斜。由此，经济的脆弱性便逐渐暴露。5 月，中美贸易摩擦再起波澜，包商银行被接管导致刚兑打破，中小银行和非银金融机构融资条件收紧，并一定程度上影响中小企业融资，使得经济韧性减弱，看似“行至水穷”。具体来说，需求不足导致贸易顺差衰退式扩大，贸易摩擦升级拖累生产和就业，并进一步拉低制造业投资意愿。扣除假期错位影响后社零增速趋势性回落，规范举债导致基建投资增速下滑。但房地产投资增速保持高位，尤其是建安投资增速向上，是经济增长中难得的亮点。

展望下半年与明年，经济增速仍面临下行压力，但整体风险可控。预计二季度至四季度 GDP 实际增速分别为 6.2%、6.3%、6.2%，全年经济增长 6.3%，

完成政府工作报告中经济增长的目标概率较大。2020 年，衰退式顺差的消退将对我国经济造成冲击，市场对明年经济增长存在担忧。我们认为，明年房地产投资和消费仍具备一定增长空间，成为经济增长的主要驱动，支撑中国经济波澜不惊。

**表 2：宏观经济预测表**

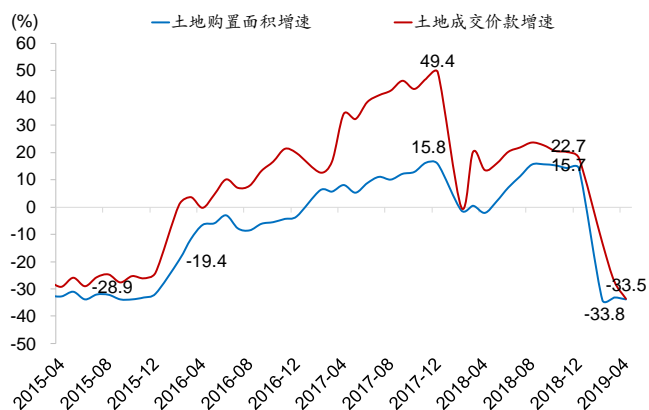
科目	2019 上半年 F	2019 下半年 F			2020F	
		基准情形 (2500 亿 25%)	冲击情形 (全部加征 25%)	乐观情形 (取消加征关税)		
实际 GDP	6.3	6.3	6.0	6.4	6.1	
名义 GDP	7.7	7.7	7.6	8.0	8.1	
CPI	2.2	2.3	2.4	2.3	2.5	
PPI	0.4	0.3	-0.1	0.4	0.6	
全社会固定资产投资	5.5	6.2	6.0	5.9	6.5	
基建	3.0	7.6	9.0	7.2	6.0	
制造业	2.3	2.4	1.5	2.9	4.2	
房地产	11.0	7.2	7.7	7.0	10.0	
社会消费品零售总额	7.9	7.8	7.7	7.9	7.8	
出口 (以美元计)	0.4	-0.1	-2.1	1.9	0.2	
进口 (以美元计)	-4.1	-2.8	-3.8	1.0	5.0	
M2	8.5	8.8	9.2	8.6	9.0	
新口径社融增速	10.7	11.0	11.2	10.7	11.2	
人民币贷款增速	13.3	13.0	13.2	12.8	13.2	
降准预期	次数	2	1	2	2	
	幅度 (100bp)	1.0	0.5	0.5-1	1.0	
利率 (期末)	1 年期基准存款	1.50	1.50	1.50	1.50	
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35	4.35	
	10 年期国债利率	3.23	2.9-3.3	2.9 以下	3.1-3.5	3.1
平均汇率 (USD/RMB)	6.79	6.75	7	6.45	6.6	
财政实际赤字率	4.5	4.5	4.8	4.2	5.0	
新增地方政府 债 (万亿)	一般债	0.83	1.18	1.34	1.01	1.5
	专项债	1.35	2.15	2.5	2.0	3

资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

### (1) 房地产小扣柴扉

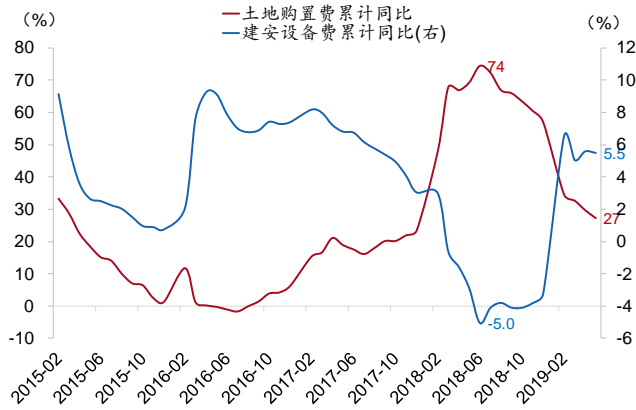
下半年建安施工对房地产投资构成支撑。今年 4 月中央政治局会议重提“房住不炒”，表明房地产市场调控仍会持续，一城一策、因城施策仍是主基调。随着棚改货币化开始退潮，商品房销售和房地产投资均受到影响。当前商品房销售低迷，开发商资金来源有限，债务到期高峰使得偿债压力较大，因此房企拿地谨慎，资金向存量土地开发倾斜。虽然房地产销售下行，但建安施工维持惯性，最终资本形成有支撑。

图 22：房企拿地谨慎导致土地成交大幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

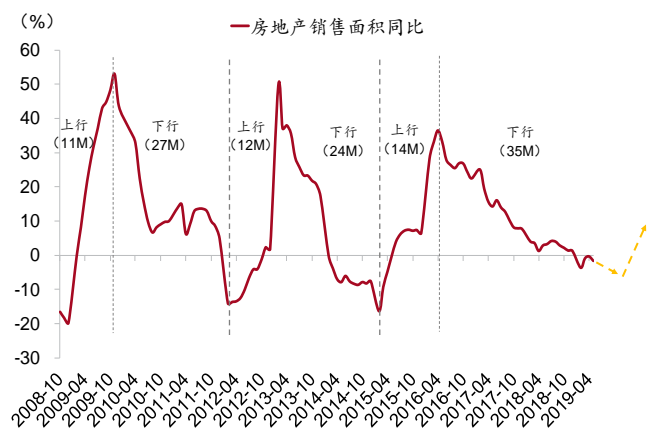
图 23：建安设备费对固定资本形成构成支撑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

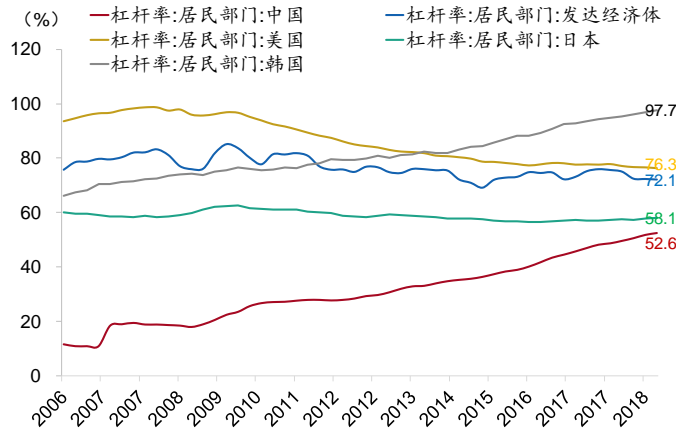
**新一轮房地产周期或在酝酿，明年有望启动。**本轮房地产小周期历时较长，主要原因在于过去几年房地产市场因城施策的调控政策导致分线城市商品房销售出现分化。前期居民部门杠杆率快速提高，政策抑制房地产泡沫的决心较强，调控政策长期偏紧。但从居民部门杠杆率绝对水平来看，一季度中国居民部门杠杆率 52.6%，低于发达经济体 19.5 个百分点，仍然具备上行空间。另一方面，当前我国城镇化率约 59.6%，较城镇化目标依然存在较大差距，且落后美国等发达国家的水平。随着城镇化的推动，房地产业仍有较大增量市场。因此，房地产投资或成为明年经济增长的重要引擎。

图 24：本轮房地产小周期历时较长



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 25：居民部门杠杆率的国际比较



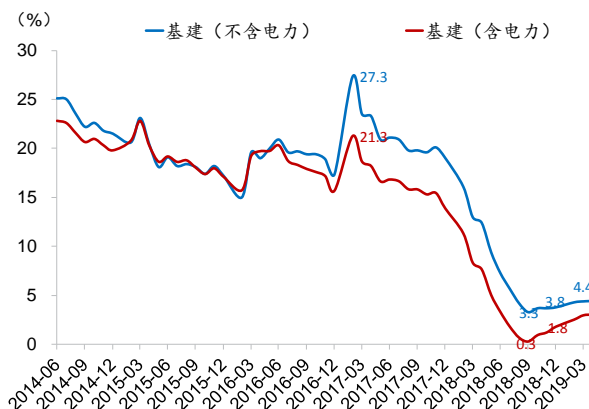
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## (2) 基建投资有望接力下半场

上半年基建投资增速平稳，部分是由于财政节奏前移导致。但受制于减税降费和政府规范举债，地方政府资金来源不足，5 月基建投资增速回落。6 月，中央发布《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》，指出专项债可作为重大项目资本金，有望对后续基建投资增速形成较大支撑。根据我们测算，专项债新政有望拉动基建投资增速上行约 2 个百分点。今年专项债

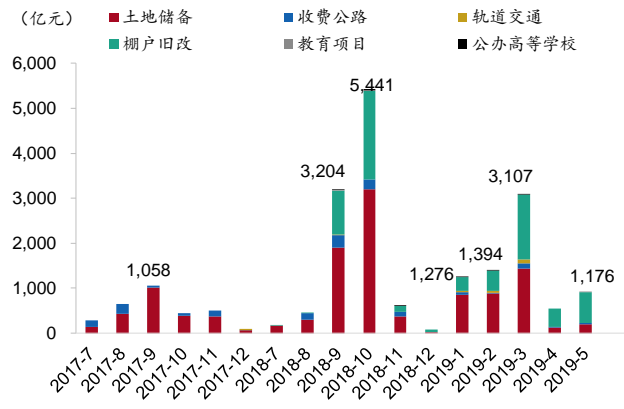
预算额度为 2.15 万亿元，后续可通过扩容地方政府专项债额度拓宽资金来源，支持重大项目开展。

图 26: 基建投资增速平稳增长



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 27: 专项债发行节奏加快

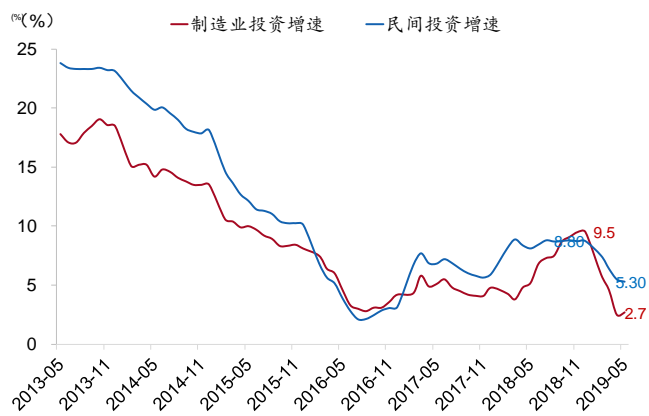


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

### (3) 制造业投资进入弱周期

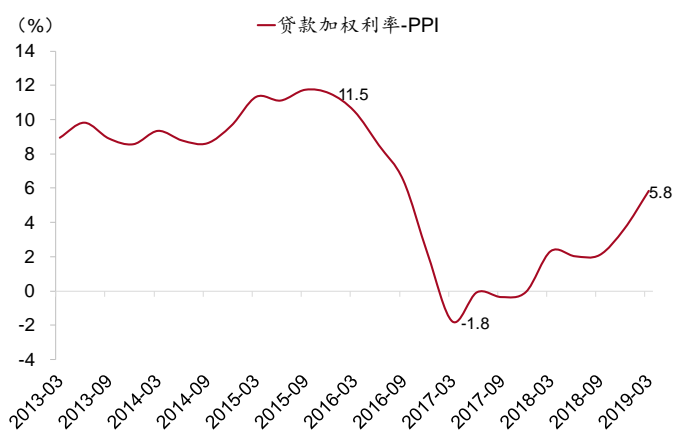
受中美贸易摩擦和外需回落影响，我国制造业企业对后期订单增长持谨慎态度。同时，企业营收增速逐渐下滑，实际融资成本上升。因此，企业资本开支相对谨慎，民企长期投资意愿下降，对制造业投资形成拖累。但减税降费提振工业品价格，改善工业企业利润增长，后续将对制造业投资带来一定支撑。

图 28: 民间投资意愿较低拖累制造业投资增长



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 企业实际融资成本上升



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

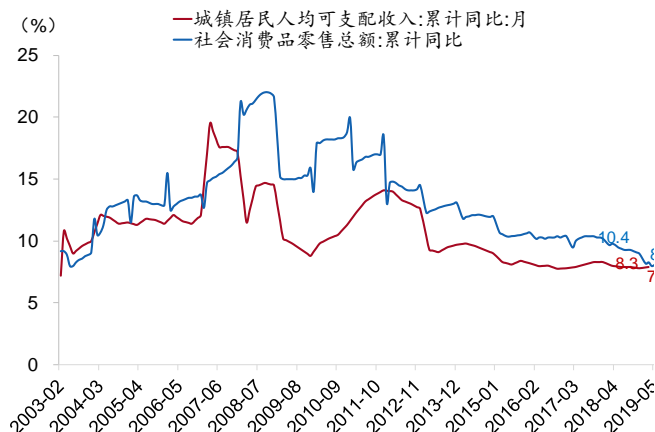
### (4) 消费长期稳固向好

居民消费负重前行。一季度，居民可支配收入增速大于居民人均消费支出增速，指向居民消费意愿不足。长期来看，居民消费意愿受到居民高杠杆的约束；短期来看，居民消费意愿受当前房地产销售疲弱影响，财富效应难以对消费增长构成拉动。下半年，减税效应持续释放以及汽车、家电的消费刺激政策



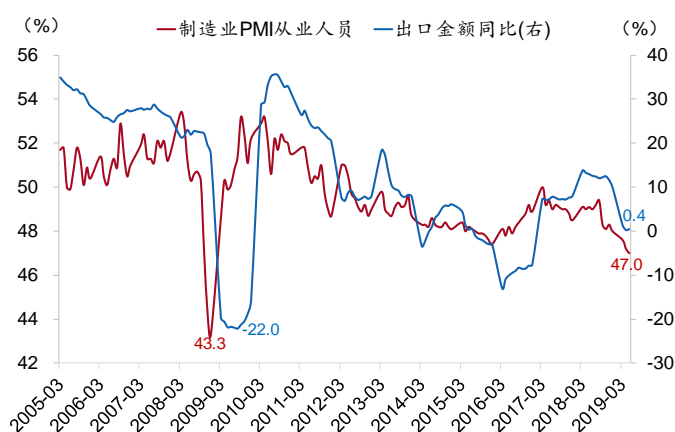
将对居民消费构成部分支撑，但需要关注贸易摩擦升级冲击就业对消费带来负面影响。

图 30: 居民收入增速下行导致社消增速下滑



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

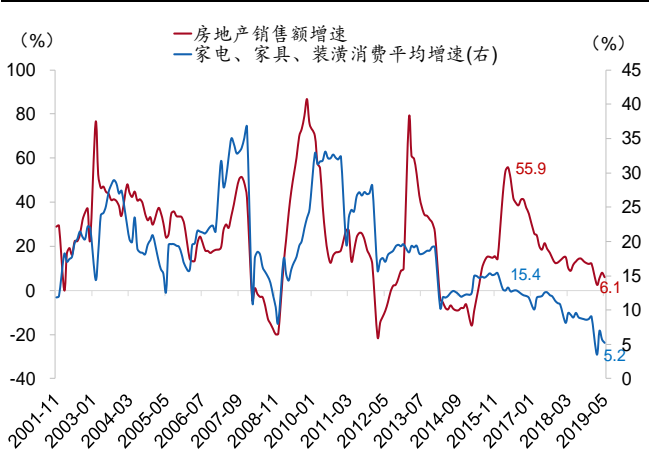
图 31: 贸易摩擦升级拖累就业



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

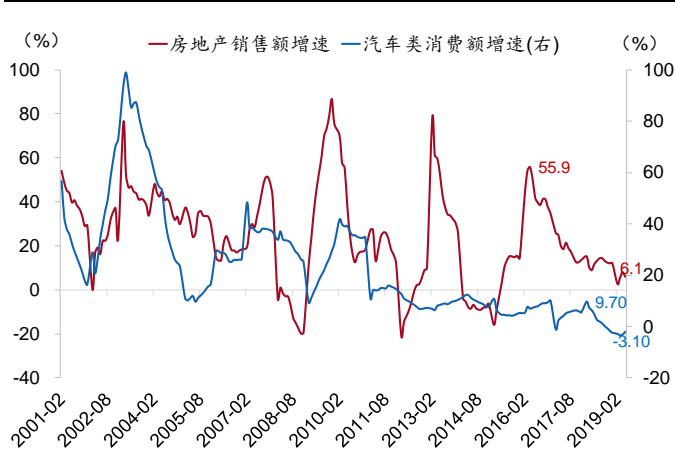
风物长宜放眼量，长期来看消费对经济增长的驱动会更加明显。展望 2020 年，新一轮房地产周期有望开启，受此影响，房地产链条中的家电、家具、装潢等消费或将迎来一定提振。房地产周期启动后，汽车类消费亦不会悲观。一方面，国民具有先买房后买车的消费习惯。另一方面，小排量汽车购置税优惠透支效应减弱、汽车排放新标准“国六”的施行，也将对明年新买、淘汰、置换等购车需求构成较大支撑。总体而言，消费增长的前景值得期待。长期来看，消费作为经济增长压舱石的作用会逐步彰显。

图 32: 房地产周期与地产类消费高度相关



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 33: 房地产周期影响汽车类消费



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

### (三) 需求管理适度，政策节奏平衡

“稳”是掌握百年变局之机遇的基础。经济转型、产业升级、技术进步离不开经济和社会的稳定。近年供给侧改革的部分成效已经显现，当前处于培育新

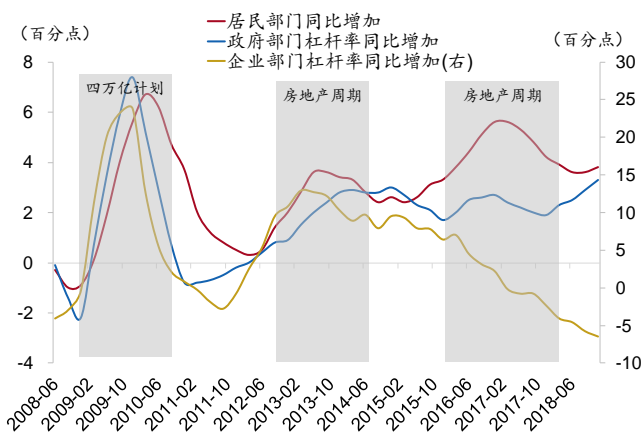
兴产业和高新技术的关键时期，人工智能、物联网、大数据等科创领域需要探索在需求端的应用形态。因此，稳定的经济发展是促进产业升级转型的基石，更是掌握百年变局之机遇的关键。2018年7月中央政治局会议以来，“稳”的多次提出表明了经济稳增长的重要性。虽然对经济数量增长的诉求有所降低，但当2020年百年变局的压力凸显时，经济“稳”的地位将更加凸出，对“稳”的诉求将更加强烈。

虽然明年中国经济可以在需求侧的刺激下应对冲击，但需要立足当前谋划长远，需求的刺激应该适度，因此，政策节奏也需要前后平衡。

### 1.政策空间已十分有限

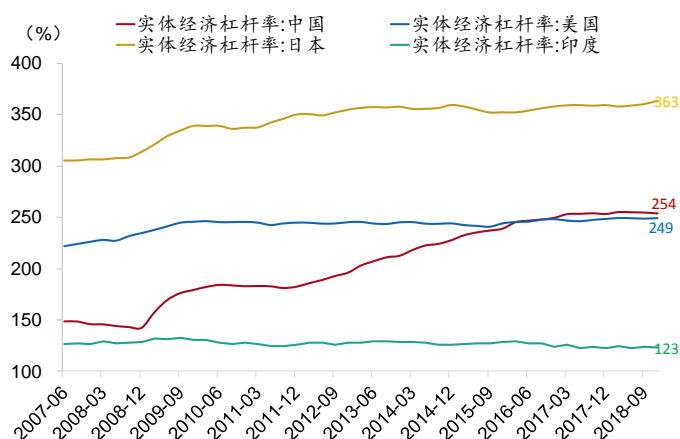
托底政策发力往往会推升杠杆水平。基建投资发力推升政府部门杠杆，房地产发力推升居民部门杠杆，制造业投资扩张推升企业杠杆。次贷危机以后，政策全力托底，政府部门和企业部门杠杆率快速提升并长期积累，至今难以有效化解。2008年至今的三轮房地产小周期后，居民部门杠杆率快速上行，压缩居民消费升级空间。2018年我国宏观杠杆率高达254%，横向比较来看，高于美国、印度等主要经济体水平。

图 34：政策托底使得杠杆率提升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

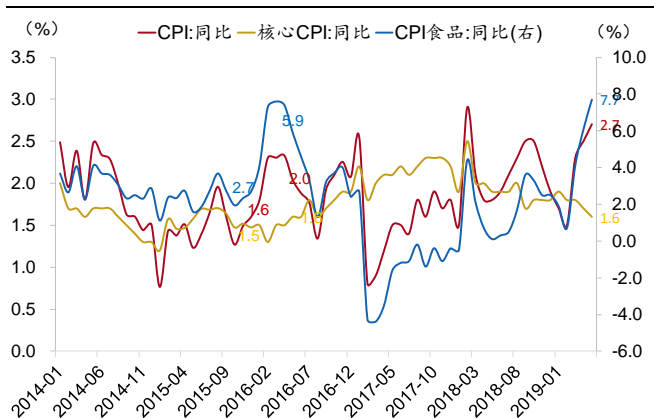
图 35：中国宏观杠杆率相对较高



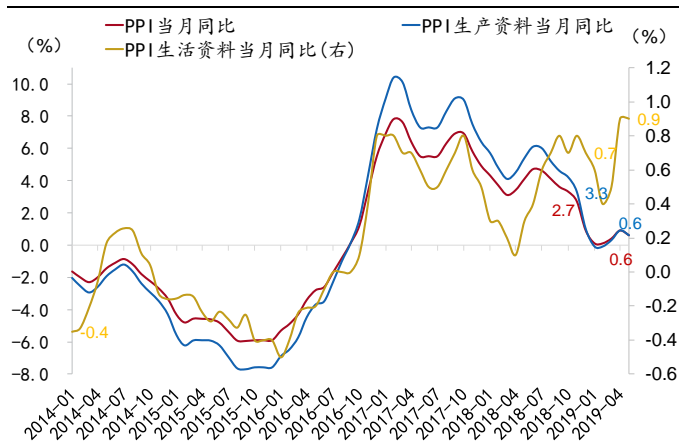
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

明年通胀小幅上行，政策空间受到挤占。CPI 方面，虽然供给端对 CPI 产生扰动，但受制于需求较弱，核心 CPI 下半年仍将处于回落态势。另一方面，下半年发生猪油共振的概率较小，因此整体来看，全年 CPI 难以大幅走高，年内高点难以突破 3.0%。展望 2020 年，如果房地产周期重启和消费企稳回升，通胀或将小幅上行，但整体仍会处于温和区间。PPI 方面，下半年中枢将会下行，不排除个别月份同比为负。但需要关注减税降费、基建施工对 PPI 的提振，以及工业企业盈利修复带来的投资机会。展望 2020 年，如果消费和投资企稳，PPI 中枢将大概率小幅上行。



**图 36: 上半年核心 CPI 同比下行**


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

**图 37: 下半年 PPI 同比处于下行趋势**


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 政策摆布重要性彰显

**政策节奏需要前后平衡。**要利用有限杠杆空间促进稳增长,就需要对政策空间进行摆布。因此,2019年下半年不但需要稳增长,也需要为2020年的托底蓄势,不宜过度发力。展望2020年,财政政策方面,会施行更大的减税降费政策,提振企业活力和居民收入增长,并将出台一系列支持扩大消费的政策,汽车、家电、通讯等消费领域或将迎来新的发展空间。货币政策方面,会加大盘活存量的力度,引导资金支持实体经济,加大对小微、民营企业的支持力度。资本市场方面,融资功能会进一步发展,会继续扩大开放程度,改善企业融资环境。

**就业是底线,但以强刺激保就业难再现。**本次G20峰会中美双方同意重启经贸磋商,若后续贸易形势好转,则全年就业压力不大。若贸易形势恶化,则制造业压力较大,但逆周期调节下建筑业、服务业将会承接制造业失业人员。当前稳就业是政府工作重中之重,但政府稳就业的重心已经从刺激需求端转变为改善供给端,例如在解决就业帮扶、下岗职工再培训、转岗培训等方面出台政策,并出台高职院校扩招政策提升劳动力综合素质。

**基建发力空间需要削峰填谷。**今年下半年政府部门加杠杆幅度应适度,为明年基建发力预留空间。明年可通过扩容地方政府专项债额度并进一步扩大重点项目范围以支持项目开展。同时PPP项目或进一步放宽,吸引社会资本以拓展资金来源。

**房地产调控宜持续,为明年发力蓄势。**考虑到明年房地产小周期重启的可能性,可能使居民杠杆率进一步提升,积累宏观风险,因此当前房地产市场调控有必要持续进行,为下一轮周期积攒势能。下半年房地产市场调控仍会持续,一城一策、因城施策仍是主基调。从近期地方房地产和土地政策变化来看,整体有收紧趋势。

房地产投资或将呈现“双轨”特征。一方面，房地产投资会平衡稳增长的诉求。考虑到居民杠杆率的上行空间及城镇化的推动，未来商品房投资仍具有一定空间。另一方面，房地产调控向“惠民生”倾斜。房地产行业关乎国计民生，政府将会加大投资力度。明年会继续加大老旧小区改造及安居房、保障房、人才房建设的力度。同时，根据棚改三年规划，明年仍有约 600 万套棚户区改造工程将启动。

## 四、峰回路转：宏观政策“稳增长、调结构”

兼顾“稳增长、调结构和防风险”间的平衡，可能是当前宏观政策追求的主要目标。一方面，财政货币政策有望加速发力，稳住总需求，积极的财政政策更加积极，稳健的货币政策着力引导实体经济融资成本下行；另一方面，供给侧结构性改革还将持续推进，经济增长的质量和效率可望进一步提升。面对 2019 年经济下行压力与 2020 年全面建成小康社会总体目标，宏观政策需要做好分配与平衡，强化需求体系、供给体系、金融体系三角框架。

### （一）财政政策需更加积极，开源节流蓄势待发

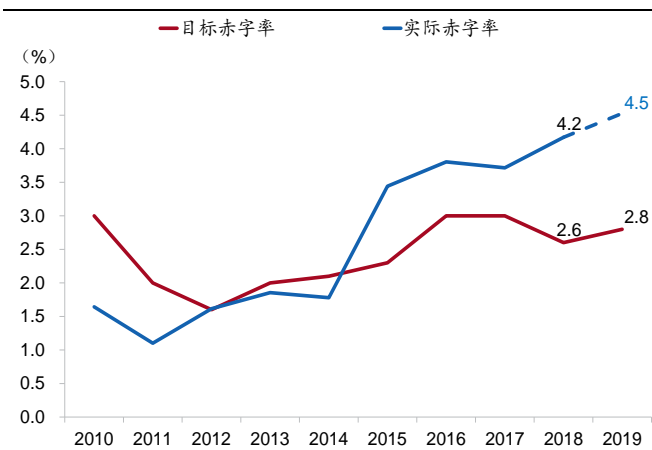
#### 1. 财政政策加速发力，财政收支缺口扩大

积极的财政政策持续发力。2019 年政府工作报告明确提出，将全国一般公共预算的赤字提升至 2.76 万亿元，目标赤字率<sup>4</sup>从去年的 2.6% 提升至今年的 2.8%，而实际赤字率<sup>5</sup>或由去年的 4.2% 提升至 4.5%；全年将减税降费近两万亿元，并安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，为重点项目建设提供资金支持。而且，上半年减税降费政策也在加快落地之中，增值税和企业社保费率下调已分别于 4 月和 5 月落地，并带动 5 月份工业企业利润出现了小幅回升。财政政策加速发力，体现出政府希望通过更加积极的财政政策，加大财政支出力度，降低经济主体税负等方式，实现稳增长的政策意图。

<sup>4</sup> 目标赤字率 = [支出总量（全国一般公共预算支出 + 补充中央预算稳定调节基金） - 收入总量（全国一般公共预算收入 + 全国财政使用结转结余及调入资金）] / 名义 GDP

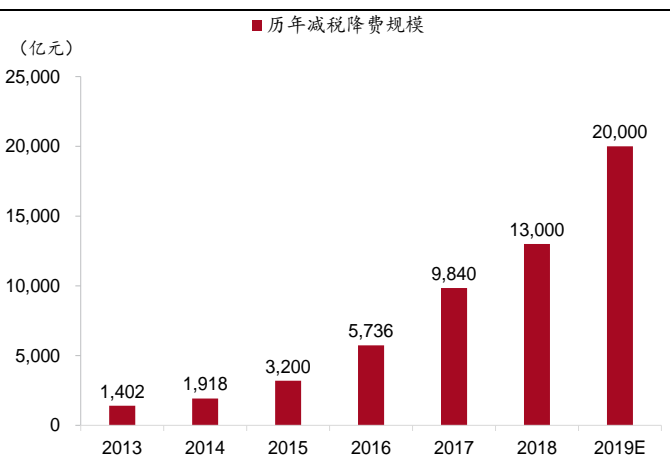
<sup>5</sup> 实际赤字率 = （全国一般公共预算支出 - 全国一般公共预算收入） / 名义 GDP

图 38：赤字率水平小幅提高



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

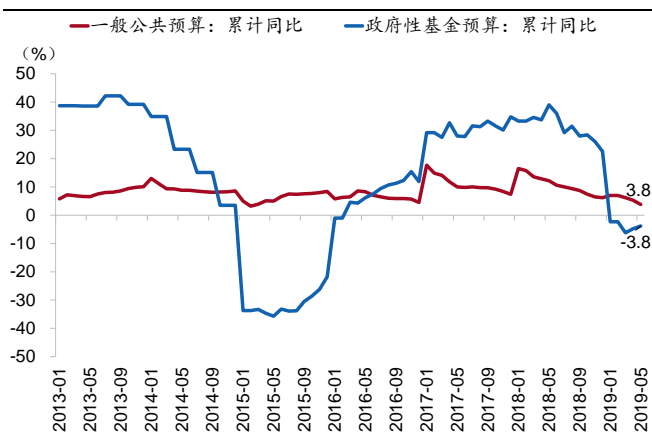
图 39：减税降费规模创历史新高



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

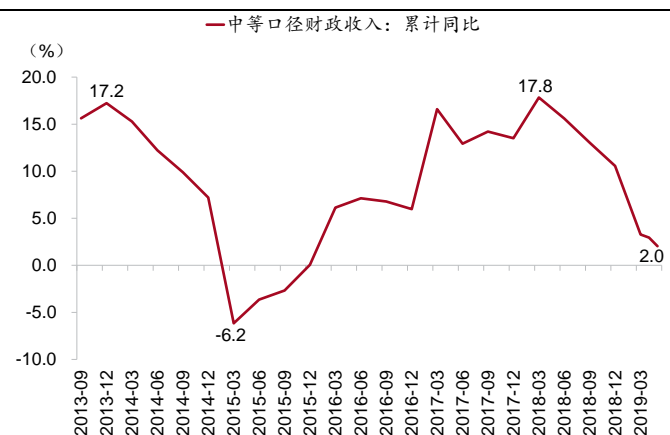
财政收入增速大幅放缓。中等口径财政收入（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）增速明显下滑。受减税降费和经济基本面趋弱共同作用影响，1-5月，我国一般公共预算收入累计同比增长 3.8%，环比前四个月下降 1.5 个百分点，增速为 2013 年以来的次低值。同时，受房地产调控政策持续从紧影响，政府性基金预算收入累计同比下降 3.8%，今年以来一直维持负增长态势。综合二者后的中等口径财政收入累计同比增速则下降 2%，创 2016 年以来的最低增速，预计下半年会进一步下探。

图 40：公共预算与政府性基金预算增速维持低位



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 41：中等口径财政收入增速下滑明显

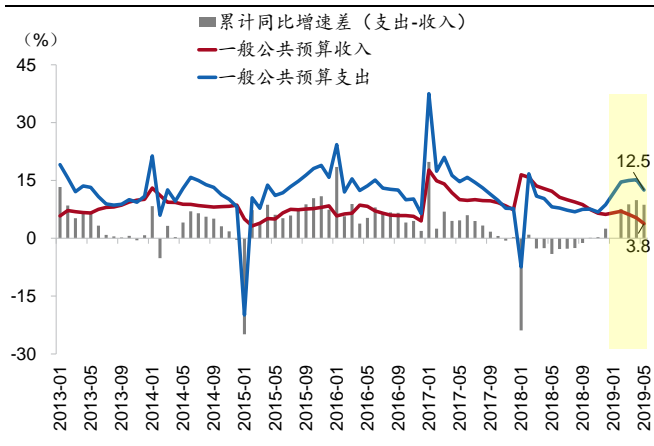


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

财政收支缺口明显扩大。受制于财政收入端增收放缓，财政支出端下半年或将面临支出乏力的境况。1-5 月全国一般公共预算支出同比增速为 12.5%，环比前四个月下降了 2.7 个百分点，明显受到一般公共预算收入，尤其是税收收入增速下滑的制约。如果未来税收收入增速继续下滑，且政府无法从其他渠道筹集资金形成对冲，那么一般公共预算支出增速预计还会进一步下滑，试图通过财政的支出端发力拉动经济就会愈发困难。此外，相较于一般公共预算收支，政府性基金预算在上半年的收支矛盾更为突出，这主要是因为政府性基金支出

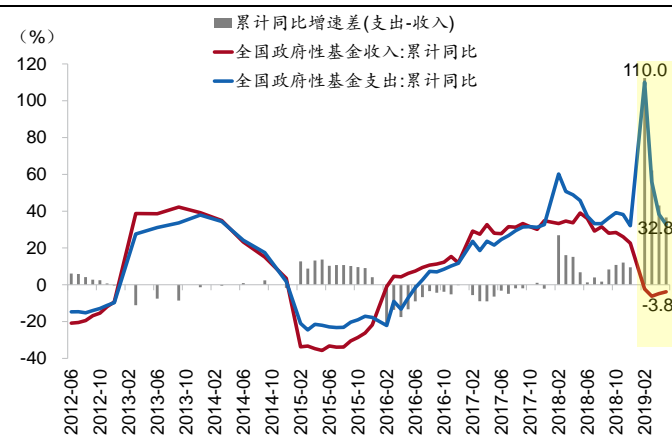
前置发力，增速达 110%的历史最高值，而随着收入端增收压力的加大，预计下半年政府性基金预算支出增速也会加速向收入端收敛。

图 42：一般公共预算支出恐后劲不足



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

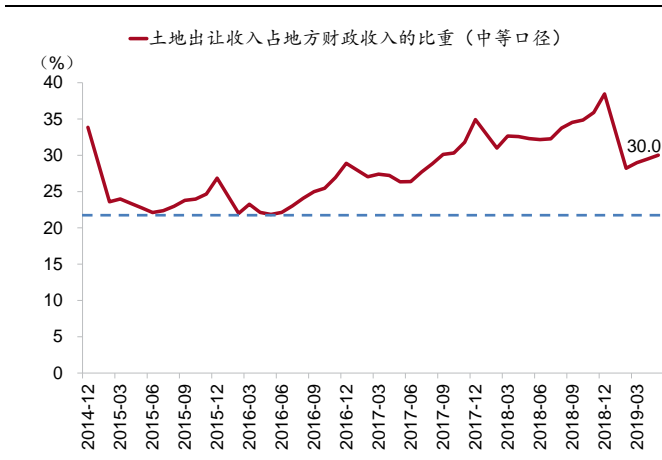
图 43：政府性基金预算支出前置发力特征明显



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

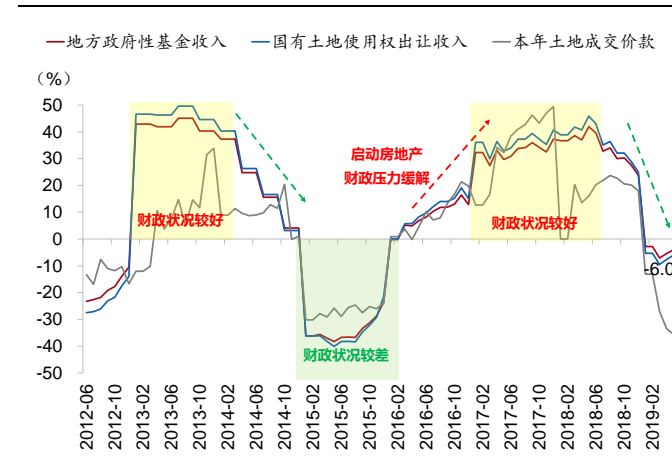
**地方财政压力大幅上升。**与近五年国有土地出让收入占地方财政的比重持续提升不同，今年 1-5 月，受房地产调控政策影响，该项占比已下降至 30%，明显低于过去两年的平均水平。但 5 月的国有土地出让收入增速环比收窄了 1.6 个百分点，自去年下半年以来的持续下滑态势似乎有所企稳。这一边际上的改变或许正好反映了当下地方政府对贯彻房地产调控政策与依赖“土地经济”的暧昧态度。下半年，不排除国有土地出让收入增速有进一步下探的可能，但出于平衡地方财政收支压力的考虑，大概率不会跌破 2015 年的最低水平。应当看到，在减税降费的政策背景下，土地出让收入对地方政府有着格外的重要性，如果房地产调控政策持续从严，可能进一步加大地方政府的财政压力，促使政府对土地出让收入增速下滑的忍耐度进一步减弱，房地产调控边际放松的预期也会随着财政压力的加大而有所升温。

图 44：国有土地出让收入占地方财政的比重下滑明显



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 45：国有土地出让收入增速大幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

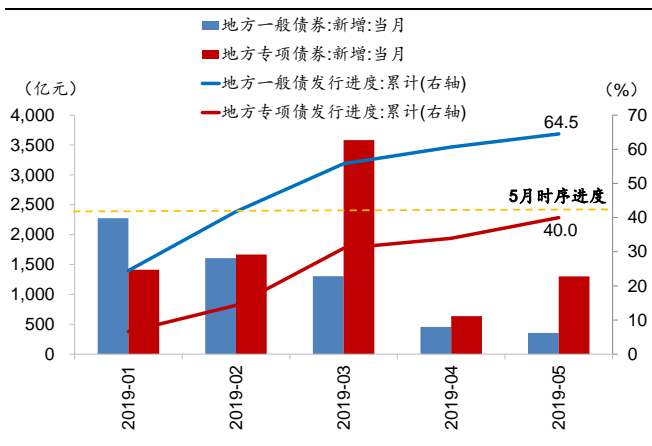
## 2.下半年财政发力的两个措施：专项债助力基建与盘活存量资金

下半年，财政政策在托底经济增速的同时，还需要为 2020 年“留力”，集中推出所有储备政策的做法并不可取。

### (1) 专项债“新政”有望进一步撬动基建投资

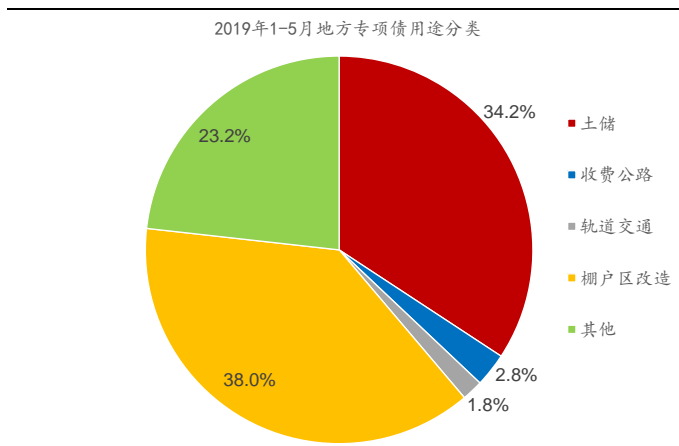
专项债资金可作为资本金或可拉动基建投资 8000 亿元。目前，基建 2.6% 的投资增速（含电力）与以往动辄百分之十几的增速相差较大，基建领域补短板空间较大，下半年基建投资很可能再次成为拉动经济的主要抓手。6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称《通知》），对地方专项债发行及项目融资做出较为全面的规范，其中“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”的新规有可能成为撬动下半年基建投资的一把“金钥匙”。1-5 月，本年地方专项债 2.15 万亿融资限额中，仅发行了 8598 亿元，完成年度预算的 40%，仍有 1.29 万亿元的发行空间。而从前五个月所发行的专项债融资用途分布来看，土储和棚改占比超过七成，基建领域占比约 25%，对应金额 3225 亿元左右，其中假设有一半的对应项目为重大项目，那么按照 20%-25%的资本金比例估算，则可能撬动基建投资 3800-4800 亿元，可以额外拉动基建投资 2.2-2.7 个百分点。即便如此，基建投资的回升速度也不足以对冲宏观经济需求端的下行压力，因此还需要其他稳增长政策的配合。

图 46：地方专项债发行平稳推进



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 47：1-5 月基建类专项债发行占比约三成



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

### (2) 盘活财政存量资金

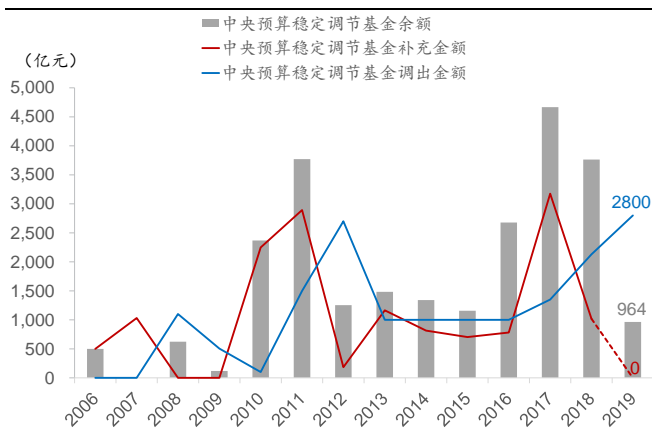
各级政府预算稳定调节基金预计尚有余额 1500 亿元左右可供动用。据统计，2019 年中央财政拟从预算稳定调节基金调出 2800 亿元，并未安排调入资金，其余额将下降至 964 亿元。按照中央赤字约为地方赤字的 2 倍来计算，预计地方预算稳定调节基金余额约为 500 亿元，全国共计约 1500 亿元。由于今年下半年财政收入增收压力加大会对财政支出形成较大制约，为弥补预算收支缺口，各级政府都需编制本级预算调整方案，按法定程序动用预算稳定调节基金。



预备费可动用资金 1450 亿元，但须用于临时性支出。按照我国《预算法》的规定，各级一般公共预算应按照本级一般公共预算支出额的 1%-3% 设置预备费，用于当年预算执行中因赈灾、扶贫、重大项目研发等突发事件，而增加的支出及其他难以预见的开支。目前，中央预备费总额在 500 亿元左右，地方预备费总额预计在 950 亿元左右。但由于其多用于临时性、被动性的支出，盘活难度较大。

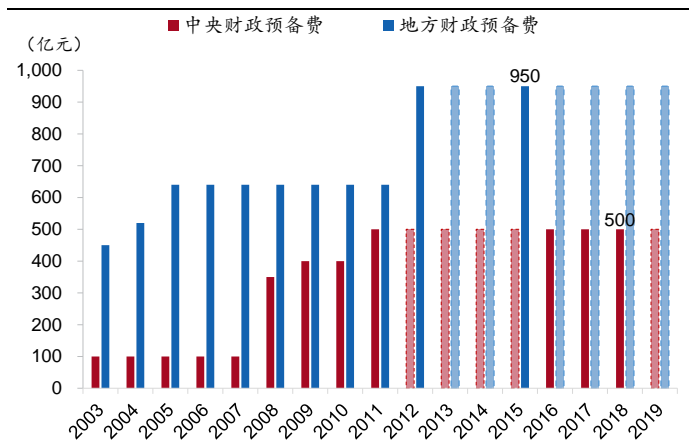
地方政府结转结余资金保守估计至少 500 亿元。多年来，对于各级政府每年都不同程度存在的结转、结余资金，财政部会要求加强相关资金的管理。但这两项资金涉及政府层级较多、涉及项目众多、清理规范难度较大，因此统计数据也难以获取，保守估计相关资金规模超过 500 亿元。可以预计，如果下半年财政压力进一步加大，那么财政部门很可能继续发文要求地方政府盘活本级结转结余资金，以使财政存量资金发挥更大的效用。

图 48：中央预算稳定调节基金尚有近千亿元可动用



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 49：中央与地方预备费金额约 1500 亿元



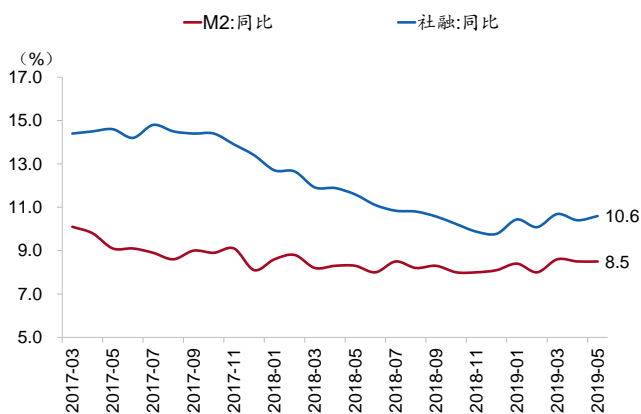
注：浅色图为预测数

资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## （二）货币政策灵活适度，降低融资成本迫在眉睫

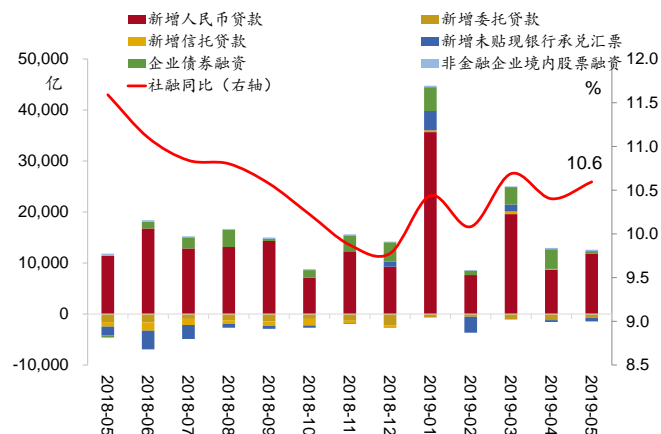
在财政持续发力的情况下，货币政策主要工作可能是保持信用供给稳定，并引导融资成本下行。2019 年以来，在一系列政策合力推动下，信用供给机制逐步稳定，信用供需矛盾逐渐由供给收缩为主向有效需求不足转变。5 月末，M2、社融增速分别为 8.5% 和 10.6%，较上年末回升了 0.4 和 0.8 个百分点，基本扭转了 2018 年持续大幅收缩的态势，但实体经济有效融资需求并未实质性改善，需要进一步降低融资成本，增强实体经济有效融资需求。

图 50: M2 和社融增速企稳回升



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

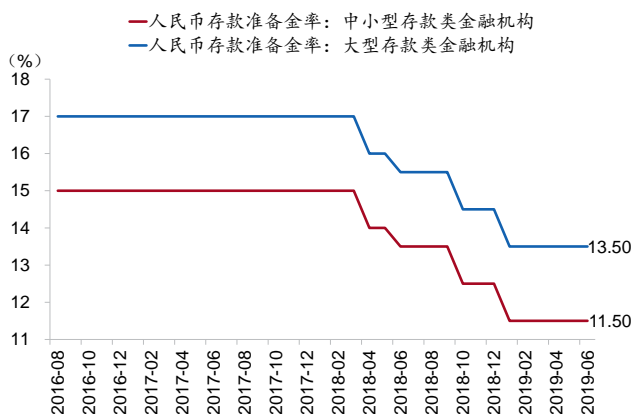
图 51: 社融结构持续优化调整



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

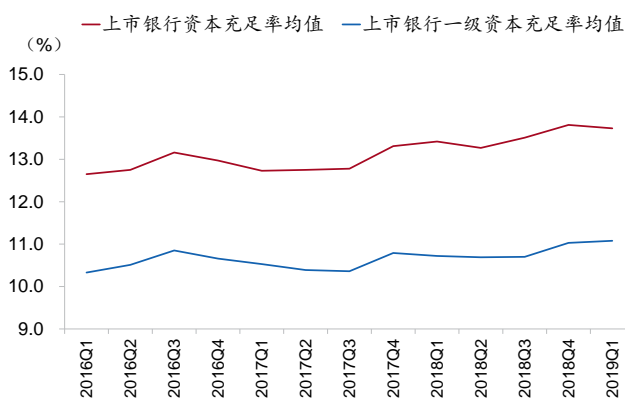
**信用供给约束已有效缓解。**2018 年以来,为缓解表外融资供给收缩所带来的压力,政策部门通过加大流动性投放、鼓励金融机构补充资本金等方式,持续增强表内信用供给。5 月末,人民币贷款余额和企业债券净融资余额分别同比增长 13.4%和 10.9%,较上年同期提高 0.8 和 2.6 个百分点。前 6 个月,央行通过降准、定向降准以及开展 MLF、TMLF 等方式,累计净投放中长期流动性达 1.58 万亿元,有力保障了市场流动性需求。而且,为解决表外回表对金融机构资本金所造成的压力,政策部门鼓励金融机构通过发行永续债、优先股等方式补充资本金。初步统计,2019 年商业银行永续债发行计划达 6000 亿元,工行、中行拟发行优先股 1700 亿元。此外,政策部门还通过民营企业债券融资支持工具(CRMW),调整优化民营、小微企业监管考核标准等方式缓释信用风险,引导金融机构加大资金供给。

图 52: 存款准备金率持续下调



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 53: 上市银行资本充足率稳步提升



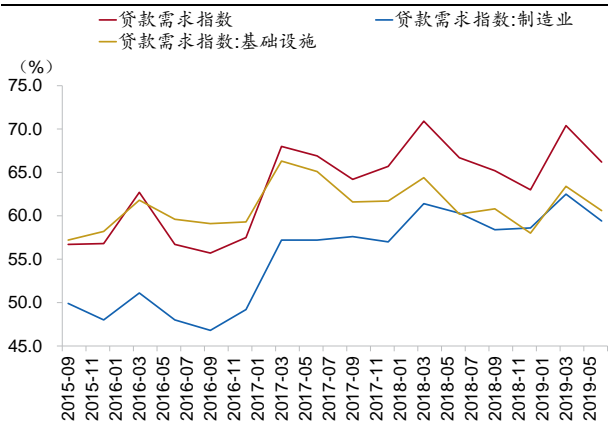
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

**实体经济有效融资需求仍偏弱。**在全球经济放缓和国内经济周期性下行阶段,企业盈利能力走弱,投融资意愿不强。前 5 个月制造业投资和民间投资分别



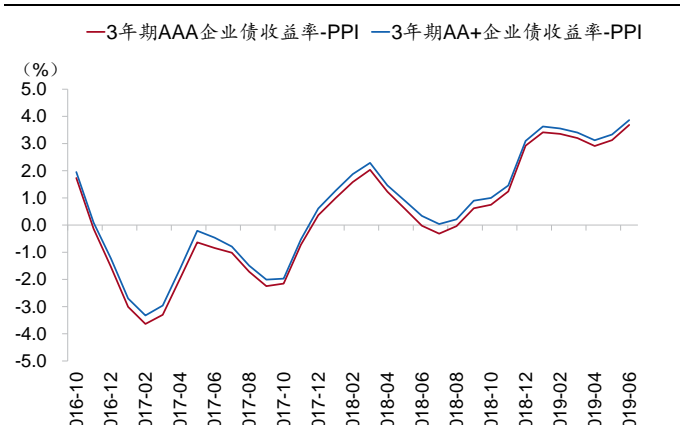
增长 2.7%和 5.3%，较上年同期回落 2.5 和 2.8 个百分点。受宏观经济下行等影响，企业有效融资需求依然偏弱，5 月末企业中长期贷款增长 11%，较各项贷款增速低 1.9 个百分点；前五个月新增中长期贷款占各项贷款的 38.8%，较上年同期回落了 7.4 个百分点。央行第二季度银行家问卷调查报告显示，贷款需求指数为 66.2，较一季度回落 4.2 个百分点，为 2017 年以来最低值。

**图 54：央行银行家调查的贷款需求指数明显回落**



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

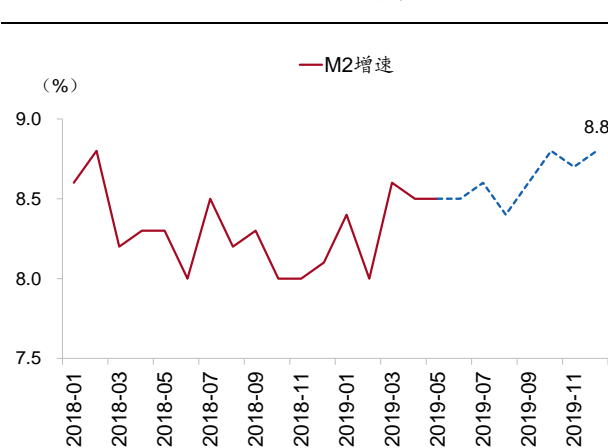
**图 55：企业实际融资成本有所提高**



资料来源：中国人民银行、招商银行研究院、招银国际研究

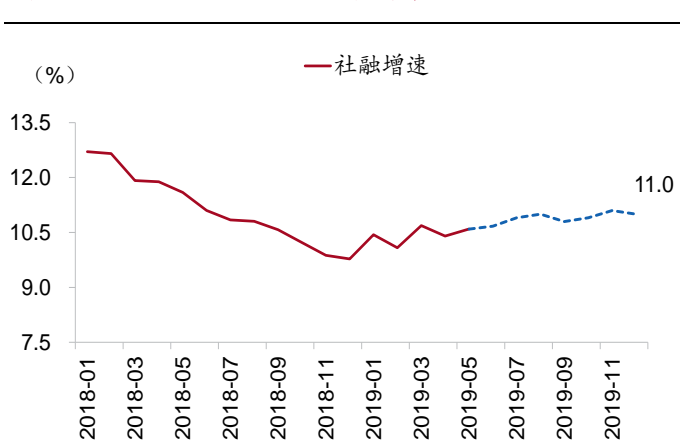
实体经济融资成本上行压力有所加大。年初以来，企业名义融资利率出现了一定回落，但由于 PPI 等价格指数下降更为明显，企业实际融资成本反而有所提升。5 月末，3 年期 AAA、AA+ 企业债券收益率与 PPI 之差较上年末提高 0.2 和 0.24 个百分点。由于市场风险偏好仍较弱，信用利差持续收缩的空间较小，叠加经济下行压力加大、企业盈利能力走弱，实体经济融资成本上行压力可能会进一步加大，并有可能进一步掣肘投融资需求，加大经济下行压力。

**图 56：M2 增速预测（基准情形）**



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

**图 57：社融增速预测（基准情形）**



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

下半年，央行可能会优先推动利率并轨等措施，进一步增强贷款利率的灵活性，逐步引导贷款利率下行。考虑到央行公开市场操作利率已较长时间低于市场利率，央行可能也会择机“随行就市”下调逆回购和 MLF 等操作利率。信用方面，在“稳信用”基调下，政策部门可能会根据现实情况，适当调整信用结构，

基本实现 M2 和社融与名义 GDP 增速相匹配。基准情形下，预计全年 M2 增长 8.8%，社融增长 11.0%，其中在供给侧结构性改革持续推进下，表外融资和股市、债市等直接融资规模或将小幅回升，而贷款增速可能小幅回落至 13.0% 左右；冲击情形下，“稳增长”意愿更强，政策对冲力度可能变大，预计 M2 增长 9.2%，社融增长 11.2%；乐观情形下，“防风险”的地位较为突出，政策可能会边际收紧，预计 M2 增长 8.6%，社融增长 10.7%。

### （三）供给侧结构性改革焕发活力

#### 1. 继续深化改革应对变局

一是进一步推动低端产能去化，降低无效供给，提升企业生产经营意愿，促进新动能加速崛起；二是采取综合措施应对贸易摩擦压力，稳定外需，稳定企业产能利用率；三是采取措施提振内需，尤其是扭转汽车类消费下滑的势头。

#### 2. 继续深化国企改革

进一步推进国企改革，强化国企公司治理结构、市场化经营机制、职业经理人制度、市场化用人机制等体制机制建设，进一步优化资源配置，增强微观主体的经济活力。借鉴国外先进经验，按照竞争中性原则，加快推动央企专业化重组，稳步扩大国企混改范围，加强国有资本投资运营，做强、做优、做大国有企业。

#### 3. 推动高水平对外开放

在国际产业分工格局、国际经济合作与竞争发生变化时，全球的经济治理体系和规则将发生深刻变化。建立统一开放、竞争有序的市场体系，才能提升中国的竞争优势。下一阶段，中国有望在市场准入、营商环境建设、贸易投资便利化等方面提高开放水平。高质量对外开放，在满足了居民消费升级需求的同时，也有助于引进吸收先进的服务、管理以及技术，加快国内产业升级步伐。

#### 4. 加快金融供给侧结构性改革

长期以来，我国金融体系以间接融资为主导，直接融资发展明显不足。这种融资体系较好地满足了传统增长模式下的投融资需求，但也带来了杠杆率高企、资源过度集中于房地产、地方平台等一系列问题。随着我国经济逐步由增量扩张转向结构调整和高质量发展，需要加大直接融资供给，优化金融资源配置，从金融风险释放、金融体系重构、资金价格体系高效等方面全方位持续推进金融供给侧改革。一是以信息披露和注册制为主要特征的科创板试点，有助于进一步推动资本市场发展，补齐直接融资发展短板；二是持续加大对民营、小微企业金融供给规模，可以进一步优化我国金融资源配置格局，提高资源配置效率；三是加快推进利率市场化进程，强化金融机构风险定价能力，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

## （四）2020 年宏观政策展望

总体看，2019 年经济开局良好，在财政政策持续发力、稳健货币政策主动作为之下，全年经济有望继续保持平稳增长。与之相比，2020 年经济下行压力可能更加突出，“稳增长”诉求可能更为迫切。财政货币政策在确保 2019 年全年经济目标的前提下，还需适当为 2020 年经济增长蓄力。供给侧结构性改革会稳步有序向前推进，继续保持宏观杠杆率的相对稳定，加快基建、环保、创新等补短板领域投资，同时继续加快金融供给侧结构性改革，切实降低实体经济融资成本，增强金融服务实体经济的质量和效率。

### 1. 财政政策提质增效

赤字率可望继续上调。2020 年，预计我国目标赤字率水平将上调至 3%，实际赤字率水平将提高至 5%，同比多增加赤字 4000-5000 亿元。预计明年政府将继续加大从预算稳定调节基金、政府性基金预算及国有资本经营预算资金调入资金的力度，进一步盘活财政资金存量，以提高目标赤字率。同时，通过发行国债、地方债等方式提高实际赤字率水平。新增专项债额度继续提高，新增专项债发行限额可能进一步提高至 3 万亿元。

增值税改革有望继续推进。2019 年我国将制造业等企业现行 16% 的税率降到 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降到 9%，同时不对 6% 一档的税率做调整，但会对涉及到的相关行业，采取加计扣除的方式，使税负只减不增。这样的政策调整能够减小不同税档之间的税率差，稳妥实现增值税率三档并两档目标。2020 年，预计增值税改革将继续向“三档并两档”的总目标推进，制造业税率预计下调至 11%，交通运输业、建筑业等税率下调至 8%，可实现减税一万亿元左右。

### 2. 货币政策灵活适度

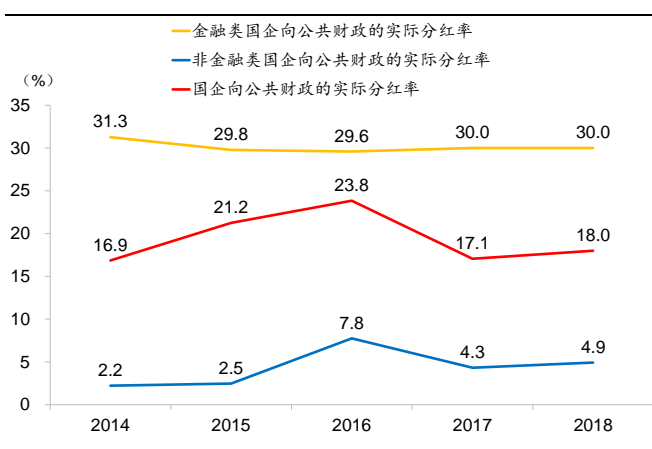
降准、降息预期增强。面对经济下行压力，2020 年货币政策可能会更为积极，继续通过降准、MLF 等措施释放中长期流动性，保持流动性合理充裕，并适当下调政策利率，进一步降低实体经济融资成本。全年预计存款准备金率可望下调 1-2 个百分点，政策利率下调 10-20BP 左右。考虑到央行正在推进利率并轨，利率传导效果有望持续增强，下调政策利率有助于降低实体经济融资成本。

信用供给保持相对稳定。预计全年 M2 增速为 9% 左右，社融增速为 11.2% 左右，与名义 GDP 增速差较 2019 年略有扩大。在宏观杠杆率约束、推动经济高质量发展的总体要求下，信用无序、高速扩张的可能性也较低。其中，基建、乡村振兴、环保等补短板领域的信用扩张会进一步加快，民营、小微企业的信用供给进一步增强，房地产领域信用扩张或相机调控。

### 3. 加大国企分红上缴公共财政的力度

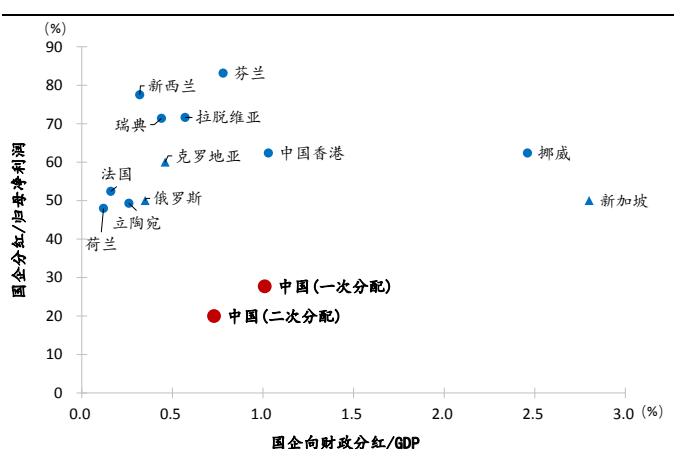
我国国企分红上缴公共财政的比例总体偏低。其中，金融类国企分红上缴公共财政的比例总体保持稳定，经测算 2014 年以来，金融类国企分红率总体稳定在 30% 左右。同时，非金融类国企分红上缴公共财政的比例过低。2018 年，非金融类国企向公共财政调入的资金仅为 754 亿元，仅占非金融类国企归属国有母公司净利润的 4.9%，近五年的平均比例为 4.3%。比较来看，我国国企分红上缴财政的比例明显低于其他国家和地区。根据近五年的数据，综合计算了国企（金融+非金融）分红上缴财政的比例。其中，按照一、二次分配机制计算出的分红比例分别为 27.7% 和 20%（近五年均值），大幅低于芬兰、新西兰等国家和地区。此外，一、二次分配<sup>6</sup>金额占 GDP 的比重分别为 1.01% 和 0.73%（近五年均值），虽然领先于世界许多国家，但仍低于新加坡、挪威等国家和地区。

图 58：国企分红上缴公共财政的比例总体较低



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 59：我国国企向财政分红与其他经济体有较大差距



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

当前形势下需要进一步提高国企分红上缴公共财政的比例。一是宏观经济下行压力较大，减税降费政策的出台在为市场主体“减负”的同时加大了财政收支平衡的压力，因此需要进一步拓展财政资金来源。二是我国宏观杠杆率在世界主要国家中已处于较高水平，通过政府加杠杆为财政“开源”的操作空间有限。三是在减税降费政策背景下，一般公共预算、政府性基金预算和社会保险基金预算都很可能增收乏力，而国有资本经营预算则很可能从中获益。四是经过多年的改革发展，国企经营效益已大为改善，尤其是供给侧改革以来，国企盈利面明显好转，利润总额大幅增长，这些都为向公共财政上缴利润创造了良好的条件。下一步，有必要进一步深化国企改革，提高国有企业向广义财政的分红（一次分配）比例，尽快改革国有资本经营预算制度（二次分配），疏通国企分红直接进入公共财政的渠道。

<sup>6</sup> “一次分配”是指国企总体按照金融和非金融的类别，分别将分红资金缴向一般公共预算与国有资本经营预算这两个不同的“账本”。“二次分配”是指在“一次分配”的基础上，部分国有资本经营预算资金向一般公共预算的调入。

## 五、风浪暂歇，重归微澜：资本市场的新机会

大类资产价格的表现，表面上是由投资者的风险偏好决定，但本质上仍是由基本面变化以及投资者对未来政策的预期驱动的。面对贸易摩擦以及经济演化的不确定性，当前大类资产配置的难度显著上升，股债资产牛熊转换的逻辑正在经受一定考验，不过总体而言，考虑到宏观政策的托底对冲，我们倾向于认为，股债资产的性价比正在发生变化，那就是股市的性价比正在上升，债券的性价比正在下降。

债券中期来看仍有一定的交易空间，甚至随着某阶段形势的恶化，交易空间或许还颇为可观，但总体处于本轮牛市的尾声或者熊市的初期阶段；股市尽管 2 季度经历了较大回调，未来也面临贸易摩擦及企业盈利可能恶化的风险，但我们认为股市对风险的定价已经相对充分，随着 PPI 回升及政策红利的释放，对股市中长期走势可保持相对积极的态度。

同时，宏观面中一些结构性的变化，也对大类资产配置带来了一定影响。包商银行事件引发的流动性与信用分层，使得投资者开始关注这一事件是否在永久改变市场的信用结构，而 A 股工业企业盈利与规模以上工业企业盈利走向的背离，也凸显出明显的头部效应。不过我们对这些结构性的变化持乐观的看法，政策的持续对冲将会逐渐平复流动性与信用分层，A 股工业企业与规模以上工业企业的盈利背离终将按照历史规律逐步收敛，风浪暂歇，池水将重归微澜。

### （一）股票市场展望

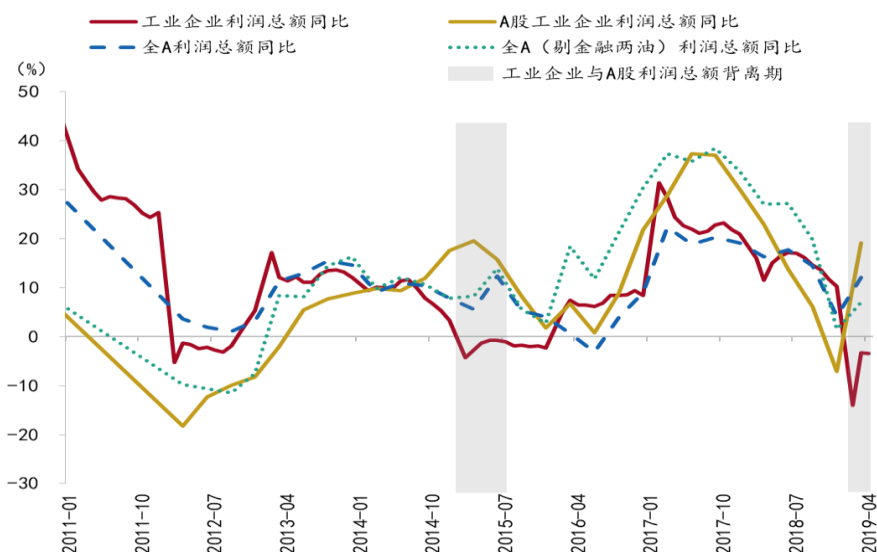
#### 1. 工业企业利润与 A 股利润增速发生背离

从可比口径看，2019 年一季度全 A 利润总额同比 12.06%，而规模以上（以下简称规上）工业企业利润今年以来增速仍然落在负区间，3-5 月累计同比增速分别为-3.30%、-3.40%、-2.30%。

背离现象主要源自 A 股金融板块、A 股国有工业企业的强劲表现。从 A 股净利润结构来看，金融、工业与信息技术板块对整体 A 股盈利的拉动效果较大，从而推升了整体 A 股净利润增速。

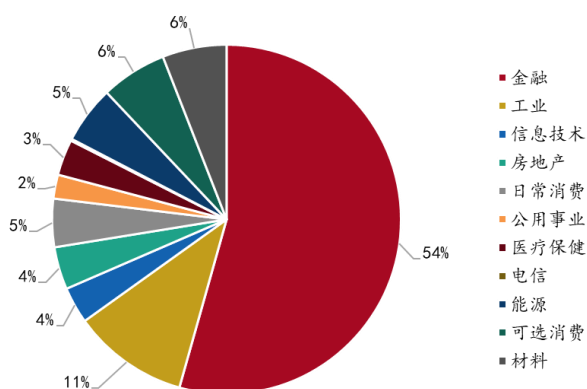


图 60: 2019 年 Q1 工业企业与 A 股利润增速背离



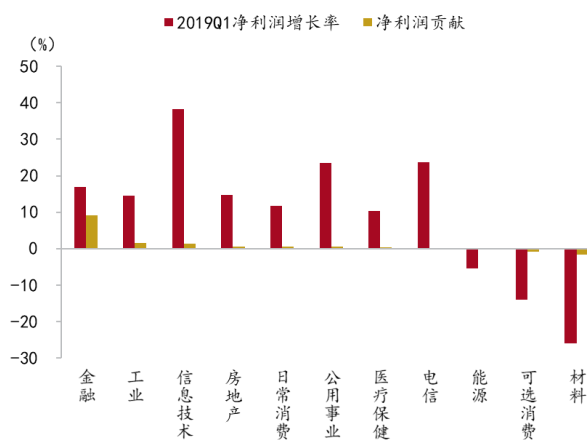
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 61: 全 A 各行业净利润占比



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 62: 金融、工业、信息技术利润贡献度较高



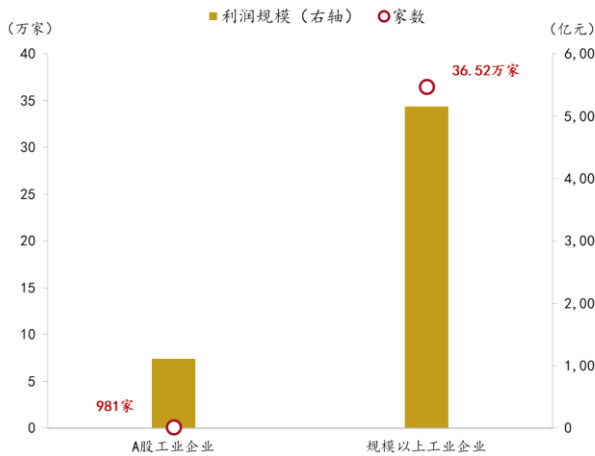
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

显然，除全 A 利润增速之外，A 股工业企业利润增速与规上工业企业利润增速也出现了背离。从工业企业家数来看，A 股工业企业共 981 家，规上工业企业合计 36.52 万家。虽然 A 股工业企业家数远小于规模以上工业企业，但从利润规模上看，A 股工业企业利润占比规模以上工业企业利润约 20%，表现出较为明显的头部效应。

从企业类别上看，国有工业企业（含中央与地方）占比 A 股工业企业利润最大，为 77%。2019 年一季度 A 股国有工业企业利润同比增速 19.34%，而同期规上国有工业企业利润同比增速为-13.40%。由此可见，A 股国有工业企业今

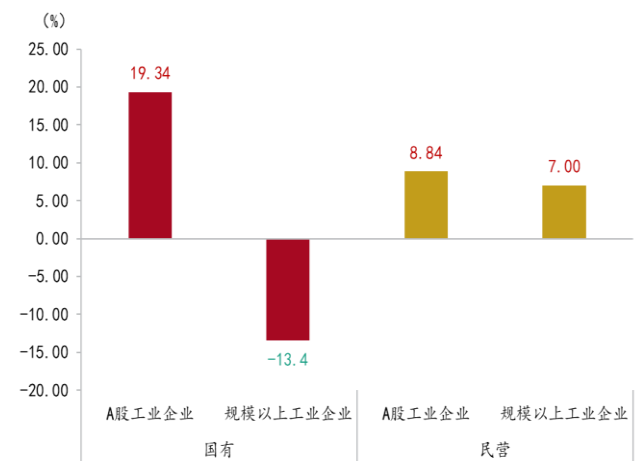
年一季度表现显著超越规上国有工业企业，正是这两者的表现背离，导致了整体上市工业公司与规模以上工业企业利润的差距。

图 63：A 股工业与规模以上工业企业对比



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 64：国有工业上市公司表现强劲



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

我们认为规上国有工业企业利润的下滑原因有三，一是去年同期基数较高，二是一季度营业收入下滑，三是管理及财务费用陡增。

具体来看，去年同期规上国有工业企业利润总额为 574.70 亿，处于近五年以来同期较高水平，因此较高的基数为今年的增长带来压力。

从营收角度看，规上国有工业企业营收增速仍较弱，2019Q1 营收同比增速为 4.10%，处于近两年以来低位水平。

费用方面，虽然营业成本及销售费用增速放缓，但值得注意的是管理费用大幅抬升，为历史最高水平。同时财务费用也出现较为显著的上升，达到近四年以来最高水平。

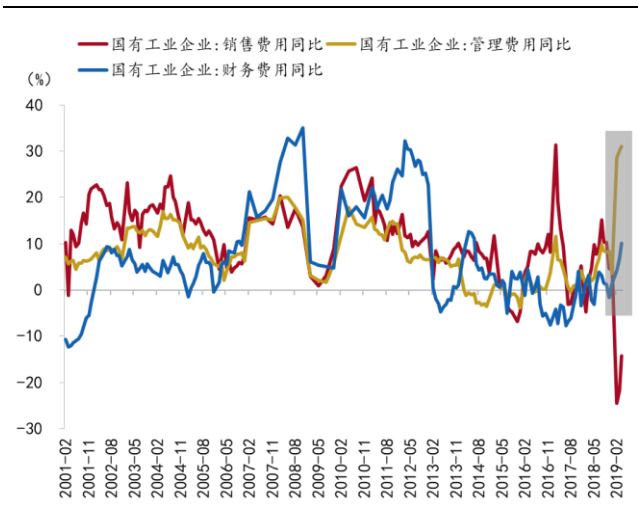


图 65: 规上国有工业企业营收增速为近两年低位



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

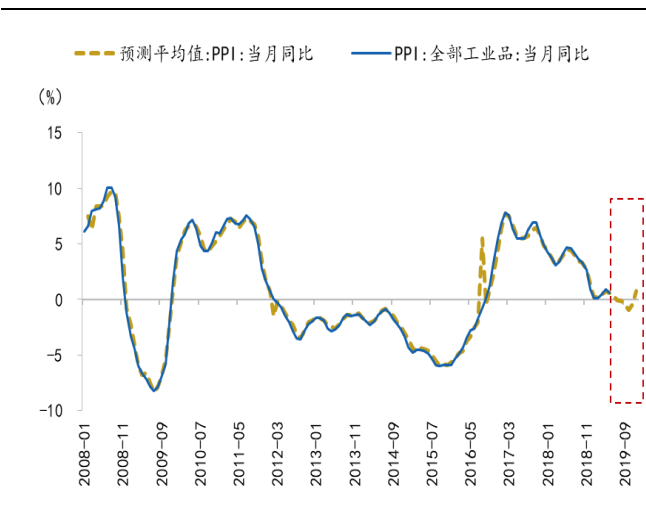
图 66: 规上国有工业企业管理、财务费用激增



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

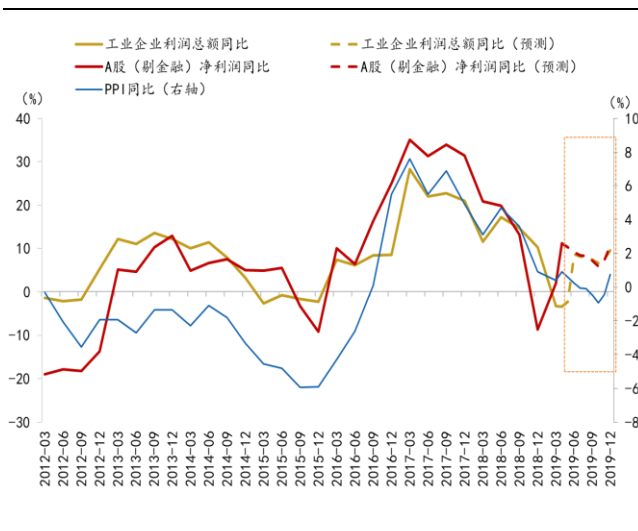
展望下半年, A 股及规模以上工业企业盈利背离有望逐步收敛, 并走出震荡回升的格局。从历史上看, A 股净利润与规模以上工业企业利润趋势上表现出较强同向性, 同时, PPI 与两者具有较强相关性。因此通过对 PPI 的预测, 能侧面估算出 A 股与规模以上工业企业盈利未来趋势。全年来看, PPI 或于三季度回落至负区间, 而随着逆周期调节政策的发力, 四季度有望走出通缩区间, 指向 A 股企业及规模以上工业企业盈利有望企稳回升。整体来看, A 股及规模以上工业企业盈利的背离将由发散转为收敛, 短期内 A 股及规模以上工业企业利润在 PPI 的下行压力下, 料将有所回落, 而三季度有望见到两者的企稳回升。

图 67: PPI 下半年预计将震荡回升



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 68: A 股与规上工业企业盈利的背离将收敛



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 股市制度持续完善带来政策红利

随着资本市场的持续开放，改革带来的政策红利将逐步凸显：

**(1) 科创板的机遇。**下半年科创板的开板有望对整体股市产生长远且积极的影响。短期来看，开板初期由于供求不平衡、新的交易机制市场需逐步适应，市场化定价发生作用或需要一个渐进的过程，因此不排除会出现宽幅震荡的行情。

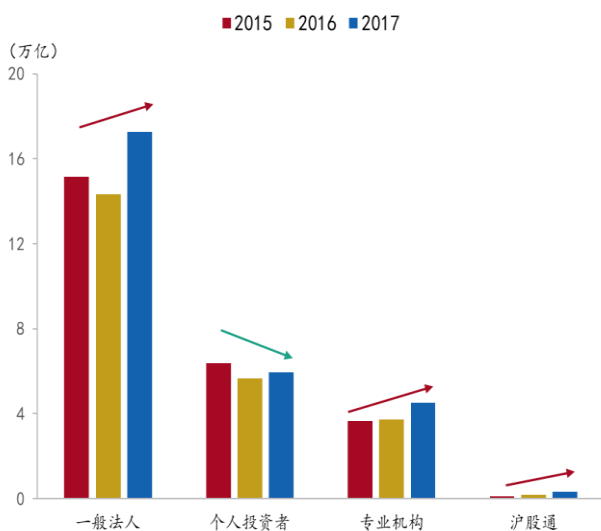
长期来看，科创板的比价效应或将为主板相关板块及创业板带来机会。根据科创板相关规定，非盈利企业也能上市，发行价全部采用市场询价方式，因此定价机制上将变得更为灵活，也更加市场化。在这种比价效应的推动下，A股相关板块及创业板的估值或将获得重估。

**(2) 并购重组的放松有利于资本市场长期繁荣。**《上市公司重大资产重组管理办法》迎来修改，拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、进一步缩短“累计首次原则”计算期间、允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市、恢复重组上市配套融资等。

整体来看，并购重组的放松有利于提升上市公司的资产质量、改善企业现金流，对于创业板而言，或将受益于壳资源带来估值提升，但这并非意味着盲目重组、恶意炒壳的再现，随着监管力度的持续加大以及违法违规的成本提高，未来财务造假、内幕交易等乱象将得到遏制。

**(3) 股市投资者结构有望优化。**如沪伦通、中日互通 ETF、A股入富、MSCI 扩容等，未来外资有望持续流入，股市投资者结构将得到优化，机构投资者占比逐步提升，这将有利于改善 A 股理性程度。

图 69：沪市各投资者持股市值变化



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 70：A 股追涨杀跌现象较为显著



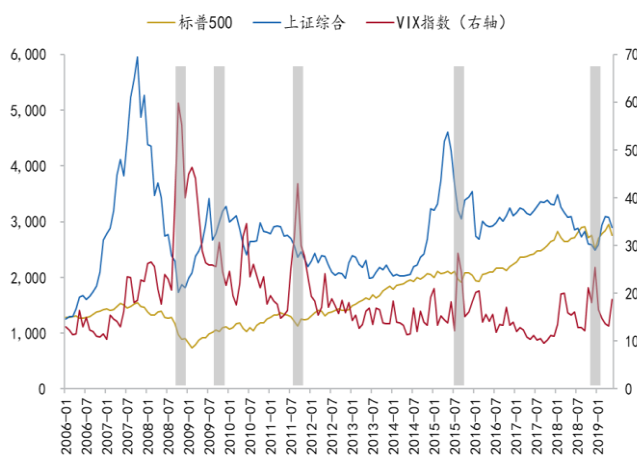
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

### 3. 关注美股对 A 股市场的扰动

从历史数据来看，美股的波动对 A 股扰动较为显著。今年 3 月以来 VIX（Volatility Index）持续上攀，达到今年高位，处近一年以来第三高位，预示着市场对风险的隐忧在逐步积压。

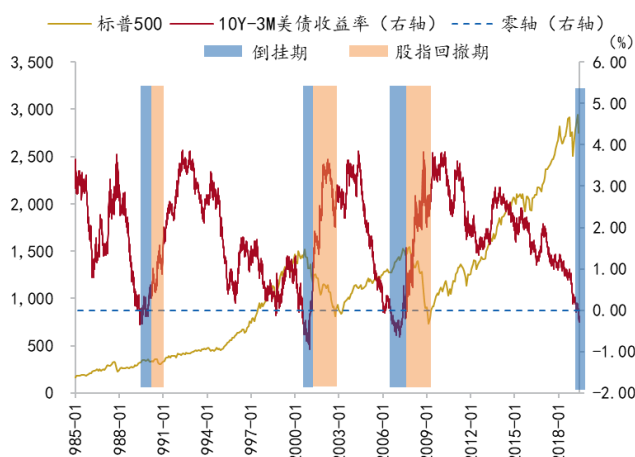
从美债收益率倒挂方面看，需关注倒挂的持续时间与幅度。历史上一共发生过 3 次 10Y-3M 美债收益率曲线持续 6 个月以上的倒挂现象，而倒挂后 6-12 个月内标普 500 均出现不同程度回撤。

图 71：美股的波动对 A 股扰动较为显著



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 72：美债收益率曲线倒挂与标普 500



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

展望下半年，股市多空因素交织，短期内或经历宽幅震荡的过程，科创板的开板、并购重组的逐步放松、机构投资者的占比逐步提高有望为股市带来积极影响，但同时也需要关注企业盈利下行的持续时间。中长期来看，随着市场对中美贸易摩擦前景的重估、企业盈利有望三季度末得到改善、逆周期调节政策的推进，A 股市场韧性仍在，可以看的更积极。

## （二）债券市场展望

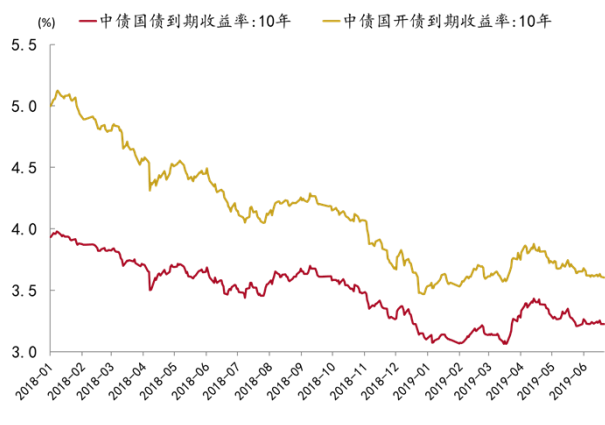
### 1. 无风险利率仍有下行空间，触底后或有修复

在传统的利率分析框架中，经济增长、通胀水平、货币政策是主要影响因素，近年来，随着政策调控加强宏观审慎管理，金融监管也逐渐成为影响债市变化的主要因子。基于以上四因子变化，下文对下半年利率走势做出展望。

去年四季度，四因子呈现“经济增长回落”+“通胀趋稳”+“宽货币”+“紧信用”的组合；今年一季度，经济增长和信用环境出现积极变化，四因子呈现出“经济增长趋稳”+“通胀走低”+“宽货币”+“宽信用”的组合，无风险利率回升；二季度，经济和信用环境转弱，四因子呈现“经济增长回落”+“通胀回升”+“宽货币”+“稳信用”+“防风险”的组合，无风险利率缓慢回落。

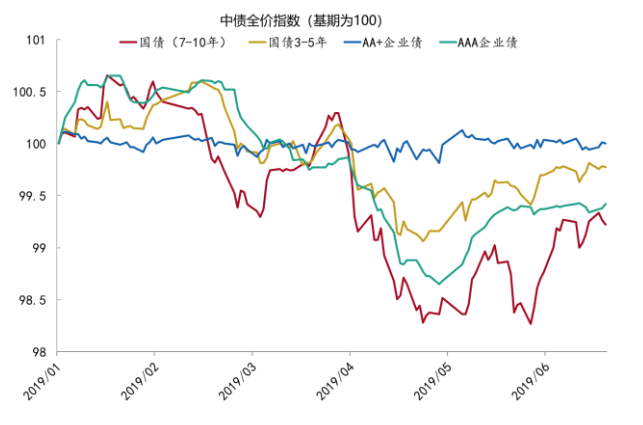
下半年，四因子的变化将会是经济增长缓慢下探，通胀先下后上，宽货币延续，信用环境趋稳，防风险延续。经济增长稳中回落，三季度经济面临考验，房地产投资即将见顶回落，同时，制造业依然持续下滑，基建投资增速是否能够有效托底成为关键。期间，货币政策和财政政策会跟随发生调整，若逆周期调节力度加大，经济将逐渐企稳。通胀方面，三季度通胀中枢将有所回落，四季度中枢或小幅上升，整体通胀水平可控。

图 73：2019 年 H1 十年国债、国开债表现



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 74：2019H1 信用债表现好于利率债



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

政策相机抉择，宽货币基调延续，信用趋稳。货币政策将继续在“稳增长”和“防风险”之间保持平衡，考虑到政策调控需要兼顾多重目标，包括保持内外均衡，坚持经济结构转型等，下半年政策取向将会是相机抉择。趋势上，经济回落过程中，需要宽货币的配合，这一基调暂不会有明显变化，只是在过程中，可能会出现微调。信用方面，下半年整体以稳为主，节奏上或有反复。

此外，值得注意的是，下半年海外主要经济体进入降息通道概率逐渐加大，为国内货币政策放松提供了空间。市场对美联储年内降息次数预期已升至 1-2 次，10 年美债利率已下降到 2.0% 左右，中美利差上升至 120bp 左右，处于历史较高水平，为国内利率下行提供了空间。

### 利率债配置策略：

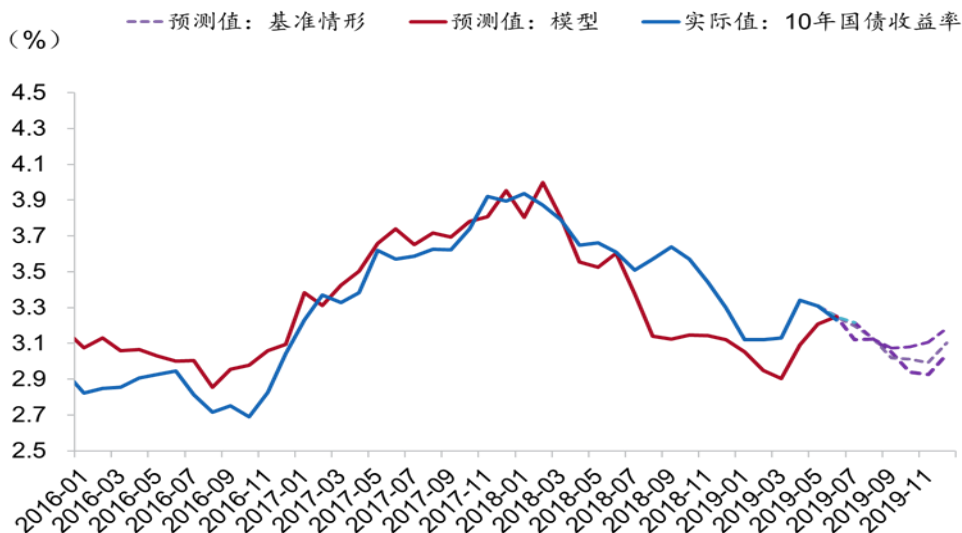
中性条件下，下半年 10 年期国债收益率在 2.9%-3.3% 区间运行，中枢水平在 3.1%，10 年期国开债收益率中枢将下行至 3.3%-3.7%。若经济出现较大下行压力，货币政策进一步放松，10 年期国债利率可能会向下探寻 2.9% 下方。后期：若经济能够趋稳，货币政策侧重点则会发生调整，届时利率或将出现反复。

策略上，三季度长端利率有交易空间，但需要注意安全边际。下半年短端利率有可能回落，曲线整体向下平移。

结合本土泰勒规则模型对利率的测算，我们对 2019 年 10 年期国债运行的三个区间给出相应的策略：如果达到 3.3% 以上，在基本面和货币政策出现明显转向之前，回调即买入机会，建议逢高配置；如果在 2.9%-3.3% 中间，属于震荡位置，或长期在区间内运行，向下继续突破概率较小，需要注意安全边际；

利率向下突破 2.9%需要基本面或货币政策的强力推动，例如贸易摩擦再度升级或海外流动性放松速度超预期等条件。

**图 75：利率定价模型预测的 2019 年无风险利率均衡水平**



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 2.信用利差稳中有忧，结构分化加剧

下半年，信用利差走势主要会受到基本面变化和金融监管推进程度的影响。我国信用利差通常受两大因素驱动，一是企业违约风险，二是债券流动性风险。基于两大因素，我们认为下半年变化如下：

### (1) 基本面走弱挑战整体违约风险，盈利差异继续导致结构分化

今年上半年，随着无风险利率的下行和信用环境的修复，信用利差收窄。下半年，企业风险溢价受基本面影响增大，目前经济仍在下行阶段，企业盈利仍在回落，经营风险仍存。其次，外部不确定性增大，若外部环境进一步恶化，信用利差可能会走阔。

另外，从企业性质上看，国企与非国企盈利差异将继续影响两者信用利差分化。上文曾提及 A 股工业企业利润增速与规上工业企业利润增速出现背离，国有工业企业盈利表现强劲。透过 A 股数据，我们可以看出国企与非国企之间盈利能力存在较明显差距，这一现象我们认为下半年仍将持续，国企与非国企之间信用利差也会继续分化。

### (2) 银行体系刚兑信仰打破，对整体信用利差影响趋稳，但会加剧结构分化

受包商银行事件影响，银行体系刚兑信仰打破，同业市场流动性分层的影响传导至资产端，导致信用债流动性溢价回升。不过考虑到金融监管的推进大



概率较为平缓，对整体信用利差影响较为有限，但还需持续观察后续变化。此外，同业信用利差的分化将传导至信用债利差上，加剧高低评级信用利差的分化。

综合而言，下半年信用利差稳中有忧，“稳”在下半年无风险利率的回落有助于对冲债券流动性风险溢价的回升，“忧”在基本面回落仍可能导致整体违约风险上升，金融监管影响还需持续观察。此外，我们认为信用利差结构分化仍有加剧之势。从基本面角度出发，国企和非国企信用利差分化持续；从金融监管影响层面出发，高低评级信用利差分化或加剧。

#### 信用债配置策略：

高低评级信用利差分化会延续，高评级信用债享有相对优势，低等级信用债压力加大，机会还需信用环境进一步改善的确认。下半年，资金利率或维持相对低位，针对高评级可适度拉长久期增厚收益，建议谨慎下沉评级。

**城投债：**上半年表现较好，伴随着政策调整，城投平台融资环境边际放松，城投债整体风险有所回落。下半年，城投债仍是相对较好的选择，目前高评级利差处在相对低位，短久期收益不高，可考虑拉长久期，但建议谨慎下沉评级。

**地产债：**精选优质企业，可挖掘政策有放松趋势地区的房企。

**民企债：**尽管整体融资环境有所改善，但民企融资并未出现明显回暖，特别是信用资质差的民企，受益于政策的力度较小。因此，建议对民企债保持谨慎，选择上以龙头为主，关注景气度处在上行通道的行业主体。在个券考量上，需重视企业的稳健经营和现金流，对于低等级信用债，建议谨慎对待。

### 3.金融风险“揭盖子”，“防风险”任重道远

在持续加大“稳增长”的同时，政策部门仍在继续推动金融防风险工作。包商银行事件表明了政策部门敢于“揭盖子”、刺破金融风险的意图。该事件在暴露出中小银行体系潜在风险问题的同时，也揭示了金融风险由点及面的传染性和破坏力，以及政策部门阻断风险传染，维护金融体系稳定的决心。

**短期看，包商银行事件具有一定的冲击性，但影响相对可控。**事件发生后，部分中小银行和非银机构资金压力明显加大，但在政策持续对冲下，金融风险传染链条被有效阻隔，点状风险暴露并没有演化成系统性金融风险，对实体经济融资没有造成实质性影响。具体来看：

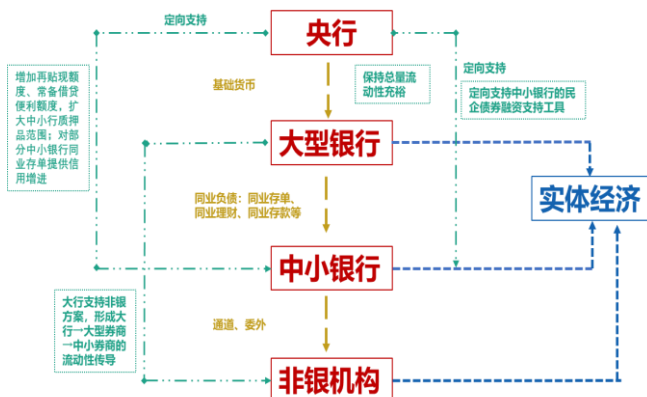
**中小银行通过同业市场融资压力有所加大。**由于长期存在的刚性兑付等问题，投资者在与中小银行进行资金拆借、票据贴现和同业存单购买等方面较少考虑违约风险。包商银行事件以后，投资者开始质疑刚兑信仰，收紧与中小银行的同业和票据业务，压缩购买同业存单规模，使得中小银行在同业市场、货币市场获取资金支持的难度骤然增加。

**中小银行流动性短缺逐步向非银机构传导，非银机构流动性压力上升。**由于存在“大型银行→中小银行→非银机构”的流动性分层体系，中小银行流动性压



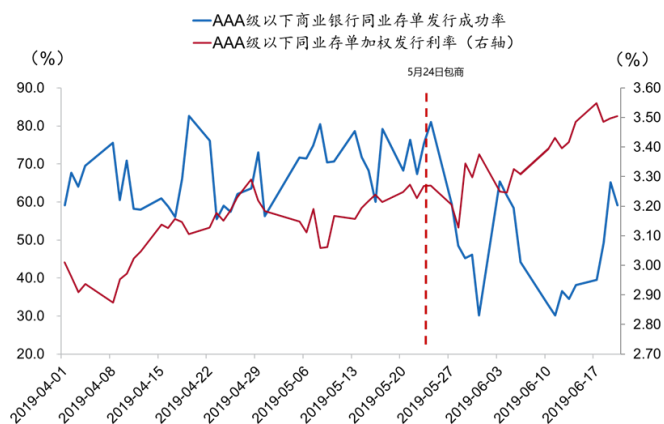
力直接导致其降低了对非银机构的资金融出，部分银行还加大了委外业务赎回，直接加剧了非银机构融资压力。而且，由于非银机构主要通过质押高等级债券、出售高流动性资产等方式获取资金，从而加大低等级债券的质押融资压力，一定程度上降低了市场风险偏好。部分“结构性债券”因评级低、杠杆高，遭受的流动性冲击更加明显。随着年中考核的结束，后续非银机构的流动性压力可能会逐步趋于稳定。

图 76：包商银行事件后，央行多渠道稳定流动性



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 77：AAA 以下银行同业存单发行冲击明显



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

由于政策部门针对风险传染链条，适时采取了相应措施阻断风险传递，上述风险尚未对实体经济融资产生较大冲击。理论上，中小银行负债端压力以及风险偏好降低会在一定程度上约束中小银行和非银机构资产扩张，加大中低评级企业融资压力和实体经济融资难度。在实际操作中，政策部门在处理包商银行负债压力的同时，还通过定向降准、再贴现、公开市场操作、MLF、同业存单信用增进机制等方式加大对中小银行流动性供给，并适时加大对非银机构发债、定向融资的支持力度，规范了回购交易规则，避免资本市场恐慌性抛售，合理引导市场预期，稳定市场风险偏好。

中长期看，包商银行事件指示意义可能更为重要。包商银行事件是金融供给侧结构性改革中的重要内容，可能对金融体系产生以下深远影响：一是加快引导中小银行业务回归本源。包商银行信用风险产生的原因与其公司治理机制不健全、风险管理不到位等密切相关。进一步完善中小银行公司治理机制、强化风险管理和合规经营理念，是金融供给侧结构性改革的重要内容，有助于夯实服务小微企业的基础性力量。二是持续优化金融体系流动性分层体系。随着存款准备金体系不断完善以及央行交易对手方可能向中小银行扩容，传统流动性分层体系有望向扁平化演变。三是进一步强化金融机构风险定价能力。打破刚性兑付基本成为一种共识。金融机构需要不断强化风险定价能力，形成合理高效的市场化利率定价体系，才能更好地适应利率市场化的发展。

### （三）海外市场

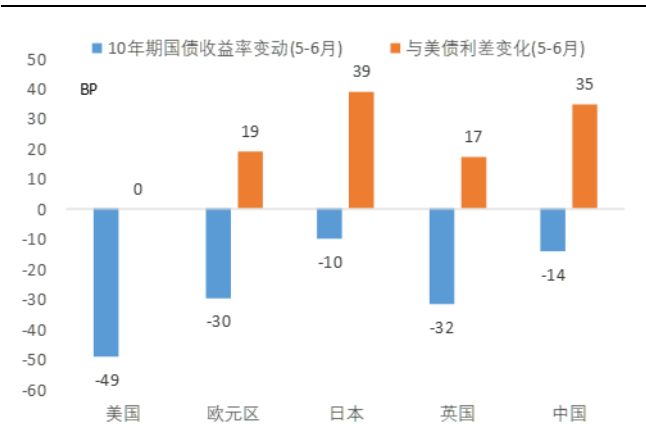
## 1. 降息前景打压美元

上半年美元大体上维持强势，美元指数在 95-99 区间震荡上行。但随着市场确信美联储愈来愈临近降息窗口，美元的强势受到一定程度的挑战，6 月份后开始转弱，或许正在临近阶段性调整的拐点。

5 月份后，由于全球经济增长前景转弱，以及主要央行陆续转向鸽派，全球主要经济体的无风险利率均出现下行，但比较起来，由于联储降息预期喧嚣尘上，且前期美债收益率水平较高，因此美债收益率下行幅度最大，这意味着美元相对其他货币的利率优势在过去两个月迅速收窄，利差优势的弱化导致美元指数 6 月后自高点回落，非美货币则出现一波反弹。

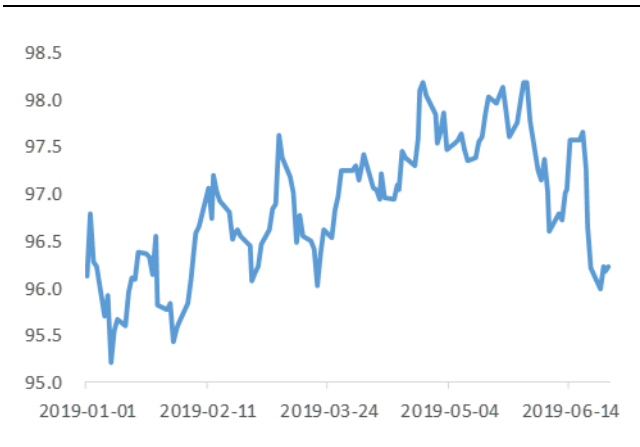
预计在联储降息前以及降息初期的一段时间内，经济转弱以及联储降息预期会始终打压美元表现，美元可能以震荡下行为主，但若美股出现大跌，或者地缘政治出现意外紧张局面，避险情绪回潮或会对美元构成支撑。

图 78：美元利率优势受到削弱



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 79：美元指数



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 人民币汇率弹性显著提升

人民币汇率在 5 月份后出现一波急贬，其走势与年初时的急升恰好相反，反映出中美贸易摩擦的好转与恶化预期，对人民币汇率以及客户交易行为的深刻影响。总体而言，人民币汇率的弹性较前期有显著提升。

展望未来走势，人民币汇率在相当大程度上仍受到美元指数强弱的影响，若美元由强转弱拐点的判断兑现，那么人民币汇率的贬值压力会有所减轻。但中美贸易摩擦前景的不确定性，仍对汇率构成较大困扰，若贸易摩擦再度恶化，或者中美关系出现超预期负面变化，不排除人民币汇率弹性继续加大，从而测试 7.0 关口的可能。

图 80：人民币汇率与美元指数



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

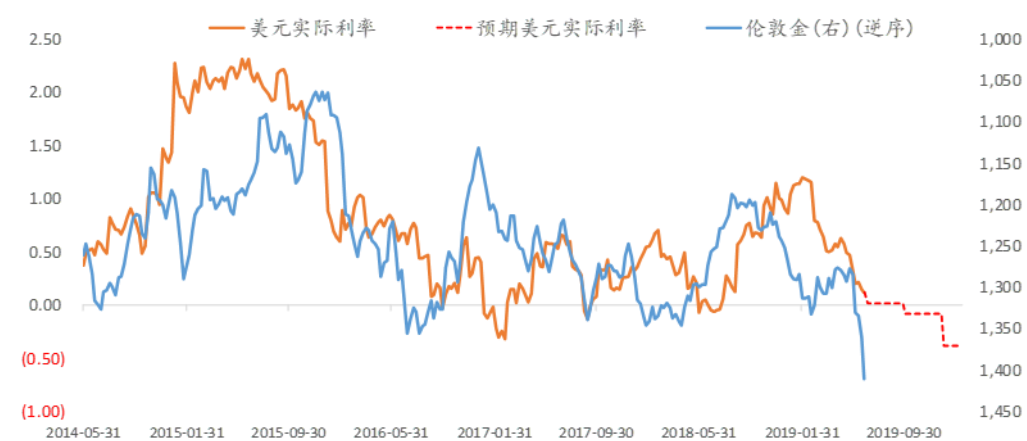
### 3. 贵金属中期看涨

黄金价格在 6 月份后强劲上扬，自 1300 美元下方迅速突破 1400 美元。

依据我们的分析框架，美国国债收益率近期快速下行，导致美元实际利率快速下行，是黄金价格爆发的最主要驱动力。展望未来一段时间，由于市场预期美国通胀水平将逐级走高，从 1.9% 升至 2.4%，这意味着如果美债收益率保持在目前水准的话，美元实际利率还将进一步下行，甚至转为负实际利率，美元实际利率若要大幅走升，除非出现美债利率大幅上行或者通胀大幅下行的情景，然而出现这种情景的可能性极低。

因此，我们有理由继续看好黄金的中期表现，认为仍有一定的上行空间，中期内或许有冲击 1500 美元的机会，但也需要提防连续大幅上涨后的回调风险。

图 81：黄金价格与美元实际利率



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，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。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**招商银行版权所有，保留一切权利。**

## 招商银行研究院

地址深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇