

靜水流深 峰迴路轉

2019年中期宏觀經濟與資本市場展望

- 山雨欲來，近喜遠憂。**貿易下滑拖累經濟成為全球性問題。2018年至今貿易摩擦的升級導致全球經濟增速下滑。展望2019年下半年和2020年，衰退式順差難以持續。下一階段淨出口對GDP增速的拉動將大概率下滑。可喜的是，從中國輸美產品分類細項情況看，短期內中國產品在美國市場競爭力仍具韌性。值得憂慮的是，中國產品在美國市場份額下滑可能是持續、長期的過程。考慮到2000億美元清單的稅率上升還未體現在1-4月的數據當中，下一步的影響可能更加嚴重，值得高度關注。
- 靜水流深，或躍在淵。**百年變局之第一年，中國經濟砥礪前行：新興產業態勢良好，國企改革如火如荼，經濟下行風險可控。基準情形下，預計2019年中國GDP增長6.3%。百年變局的衝擊將會在明年凸顯，穩增長壓力較大，但仍有支撐因素：房地產尚有空間，消費穩固向好。當前杠杆空間已十分有限，因此政策需前後平衡：一方面，需要為明年預留空間，下半年不宜大幅發力；另一方面，需求側管理不會重走老路，供給側改革繼續深入才能使經濟“坐看雲起”。
- 鬆緊有度，峰迴路轉。**平衡“穩增長與調結構”依然是宏觀政策的主要目標。財政政策將繼續發力、托底經濟。預計下半年財政可盤活資金3500億元，專項債可撬動基建投資8000億元。貨幣政策靈活適度、相機抉擇，在保持信用穩定的基礎上，持續優化金融供給結構，通過利率並軌等方式，降低企業融資成本。基準情形下，預計全年M2和社融增速分別為8.8%和11%。供給側結構性改革深入推進、破立結合，繼續穩定宏觀杠杆率，夯實新動能等補短板領域，強化金融供給效率。

- 風浪暫歇，重歸微瀾。**權益市場，多空因素交織，短期內或經歷寬幅震盪的過程。中長期來看，A股市場韌性仍在，股市可以看的更積極。固收市場，債券利率仍有下行空間，10年期國債收益率中樞將下行至2.9%-3.3%，建議逢收益率高點配置；信用利差穩中有憂，結構性分化加劇，暫不建議過度下沉評級。海外市場，美元可能以震盪下行為主，人民幣匯率彈性顯著提升。

	GDP	固定資產投資	社會消費品零售	社融	財政實際赤字率	十年期國債	匯率 (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

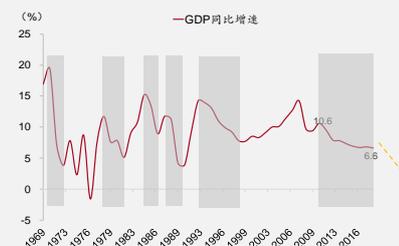
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

譚卓，博士
 (86) 755 8316 7787
 zhuotan@cmbchina.com

成亞曼，博士
 (852) 3900 0868
 angelacheng@cmbi.com.hk

朱肖煒
 (86) 0755-83169193
 alphonsezhu@cmbchina.com

中國實際GDP同比增速及預測



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

相關報告

- 乍暖還寒——2019年5月中國宏觀經濟月報（5月21日）
- 經濟開局平穩，政策相機抉擇——2019年4月宏觀經濟月報（4月23日）
- 經濟開局暫穩，財政積極發力——3月中國宏觀經濟月報（3月22日）
- 2018經濟平穩收官，PPI通縮陰影浮現——1月宏觀經濟月報（1月28日）

請登錄2019年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目錄

一、多事之秋：全球經濟同步放緩	4
(一) 同步放緩趨勢提早確認，政策不確定性拖累前景	4
(二) 美國經濟：放緩跡象增多，衰退憂慮升溫	5
(三) 歐洲經濟：增長引擎失效，政經風險增多	6
(四) 全球央行轉向寬鬆	7
(五) 地緣政治風險加大	7
二、山雨欲來：貿易摩擦的短期和長期衝擊	8
(一) 貿易摩擦對中國經濟的壓力開始顯現	8
(二) 產業鏈細項分析中的喜與憂	9
(三) 未來仍可期待	10
三、靜水流深：中國宏觀經濟的壓力和韌性	12
(一) 百年變局之下，L形存在壓力	12
(二) 內外交困之間，經濟靜水流深	13
1. 新動能涓涓長流	13
2. 老國企改頭換面	13
3. 下半年風險可控	14
(1) 房地產小扣柴扉	16
(2) 基建投資有望接下半年	17
(3) 製造業投資進入弱週期	18
(4) 消費長期穩固向好	18
(三) 需求管理適度，政策節奏平衡	19
1. 政策空間已十分有限	19
2. 政策擺佈重要性彰顯	20
四、峰迴路轉：宏觀政策“穩增長、調結構”	22
(一) 財政政策需更加積極，開源節流蓄勢待發	22
1. 財政政策加速發力，財政收支缺口擴大	22
2. 下半年財政發力的兩個措施：專項債助力基建與盤活存量資金	24
(1) 專項債“新政”有望進一步撬動基建投資	24
(2) 盤活財政存量資金	25
(二) 貨幣政策靈活適度，降低融資成本迫在眉睫	26
(三) 供給側結構性改革煥發活力	28
1. 繼續深化改革應對變局	28
2. 繼續深化國企改革	28
3. 推動高水平對外開放	28

4. 加快金融供給側結構性改革.....	29
(四) 2020年宏觀政策展望.....	29
1. 財政政策提質增效.....	29
2. 貨幣政策靈活適度.....	29
3. 加大國企分紅上繳公共財政的力度.....	30
五、風浪暫歇，重歸微瀾：資本市場的新機會.....	31
(一) 股票市場展望.....	31
1. 工業企業利潤與A股利潤增速發生背離.....	31
2. 股市制度持續完善帶來政策紅利.....	34
3. 關注美股對A股市場的擾動.....	35
(二) 債券市場展望.....	36
1. 無風險利率仍有下行空間，觸底後或有修復.....	36
2. 信用利差穩中有憂，結構分化加劇.....	37
(1) 基本面走弱挑戰整體違約風險，盈利差異繼續導致結構分化.....	37
(2) 銀行體系剛兌信仰打破，對整體信用利差影響趨穩，但會加劇結構分化.....	38
3. 金融風險“揭蓋子”，“防風險”任重道遠.....	38
(三) 海外市場.....	40
1. 降息前景打壓美元.....	40
2. 人民幣匯率彈性顯著提升.....	40
3. 貴金屬中期看漲.....	41

一、多事之秋：全球經濟同步放緩

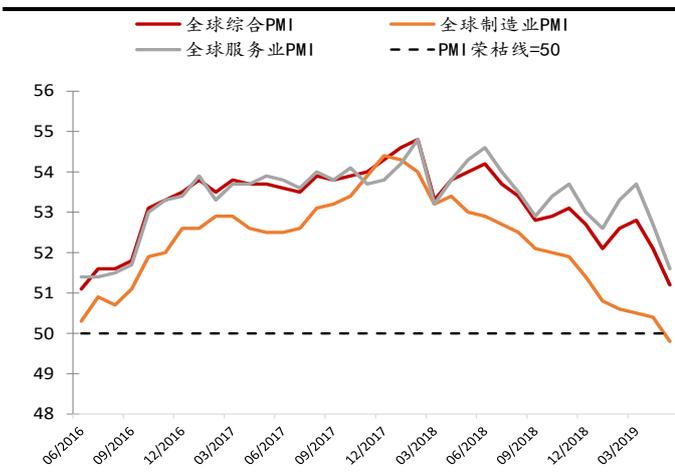
(一) 同步放緩趨勢提早確認，政策不確定性拖累前景

在2018年下半年全球經濟景氣度迅速下滑之後，市場在動盪中進入2019年。今年一季度，美國、中國、歐元區、英國等主要經濟體一掃陰霾，均出現了不同程度的回暖。然而年初的短暫復蘇的基礎並不穩固，當時對貿易談判的樂觀預期疊加短期因素推高GDP增速，卻無法掩蓋增長的結構隱憂，拖累全球經濟的風險也並未消除，經濟政策的不確定性維持在高位。6月初中美貿易糾紛再度升級，加之此前的短期季節因素褪去，導致全球經濟於二季度再次快速下滑，至5月全球綜合PMI指數驟跌至51.2，服務業PMI指數降至51.6，而製造業PMI指數更跌破榮枯線至49.4。

受到貿易緊張局勢和經濟週期下行的雙重拖累，上半年全球貿易增速持續處於負值區間，並正以十年來最快速度下降。G20國家出臺的貿易限制措施在上半年達到歷史高位，各國政府新頒佈的關稅提升、進口禁令等貿易限制措施所涉及的貿易規模迅速擴大，將在下半年進一步影響企業的貿易需求和長期投資計劃，衝擊全球產業鏈，對韓國、香港等亞洲出口導向型經濟體影響更為直接。因此，儘管中美貿易談判的重啟釋放積極信號，但考慮到貿易政策不確定性仍處於高位、電子產品等貨物門類的全球需求收縮，預計下半年全球貿易的前景都不容樂觀，全球出口訂單顯著下滑，製造業和運輸業等產業首當其衝，航空運輸業、特別是貨運業務顯著受損。全球製造業持續低迷，其引發的失業已是許多國家面臨的共同問題。

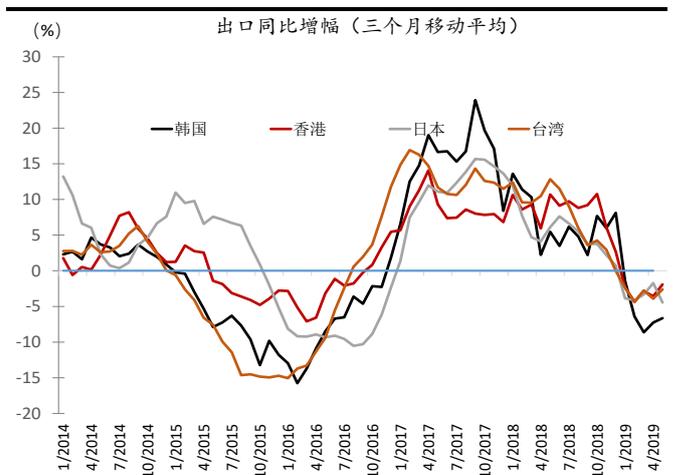
總體來看，在貿易緊張局勢催化下，全球經濟同步放緩的趨勢已提早確認。中美兩國元首在G20會面之後決定重啟談判，避免了貿易摩擦迅速升級的最差情況，而貿易糾紛對於全球經濟的實際影響還取決於此後的談判進展。預計2019年下半年，全球範圍內普遍的增長放緩和低通脹並存現象將持續，驅使全球央行貨幣政策進一步轉向寬鬆，有望抑制經濟過快下滑。儘管如此，全球貿易、商業投資和製造業仍將持續承壓，拖累全球GDP增速由2018年的3.6%放緩至2019年的3.1%左右。

圖 1: 全球 PMI 顯著回落



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2: 亞洲部分出口導向型經濟體面臨巨大挑戰



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

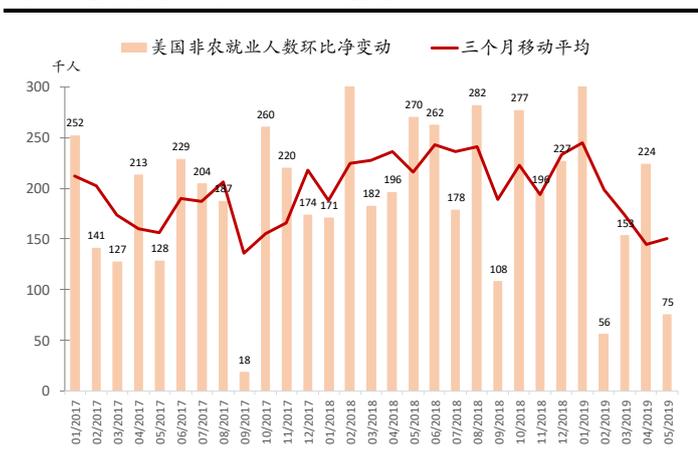
(二) 美國經濟：放緩跡象增多，衰退憂慮升溫

當前，美國本輪的經濟擴張恰滿十年，雖然美國經濟仍維持相對溫和的增長，但動力已經明顯減弱，經濟數據喜憂參半。今年1季度美國實際GDP增長率高達3.1%，但主要是靠波動較大的存貨和淨出口推高，增長勢頭難以持續。生產活動疲態盡顯，製造業PMI指數從去年10月的55.8迅速下降至5月的50.5。就業總體上仍然強勁，失業率處於半世紀以來最低，但從趨勢上看已然開始逐步降溫，平均每月新增非農就業人數已從2018年的22.3萬人下降到2019年上半年的15.1萬人，初請失業金人數亦有上升。消費者信心也有所下降，顯示消費者對經濟前景的樂觀情緒出現動搖。

隨著特朗普稅改和財政刺激政策效果的減退，美國經濟增速將在2019年下半年進一步放緩，逐步趨向其2%左右的平均增速區間。若全球貿易局勢維持現狀，預計2019年全年美國實際GDP將增長約2.2%。

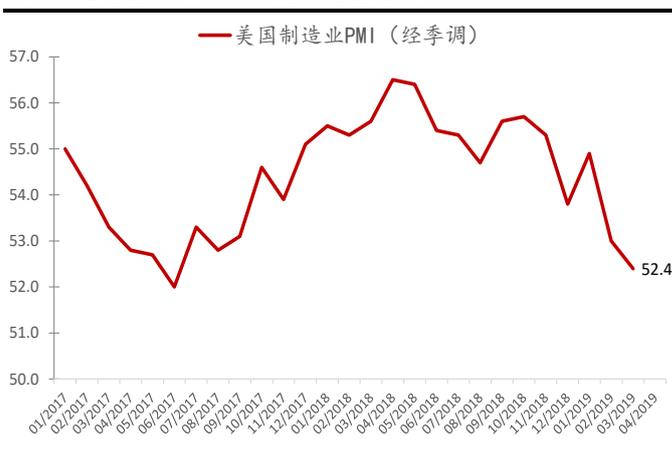
另一方面，對於美國經濟衰退的憂慮隨著美國國債收益率曲線的倒掛與日俱增。10年期美國國債收益率在2019年上半年持續走低，從年初的2.7%左右降至6月底的2.0%左右，3月期和10年期美債收益率持續倒掛。由於美債收益率曲線的全面和持續倒掛對於美國經濟的衰退有較強的預測能力，紐約聯儲對於未來12個月的衰退概率預測已達30%，而歷史上達到該預測值後半年至一年美國經濟往往就會進入衰退。介於美國經濟內生動力趨弱、再疊加全球經濟下行的共振作用，美國經濟在明年出現技術性衰退的概率在不斷升高。當然，由於美國居民杠杆率處於合理區間，金融系統的穩定性也高於從前，爆發全面危機的可能性仍然很低。僅就今年下半年而言，美國經濟進入衰退的幾率很小，更大的風險在於地緣政治和貿易政策。

圖3：美國非農就業人數不及預期



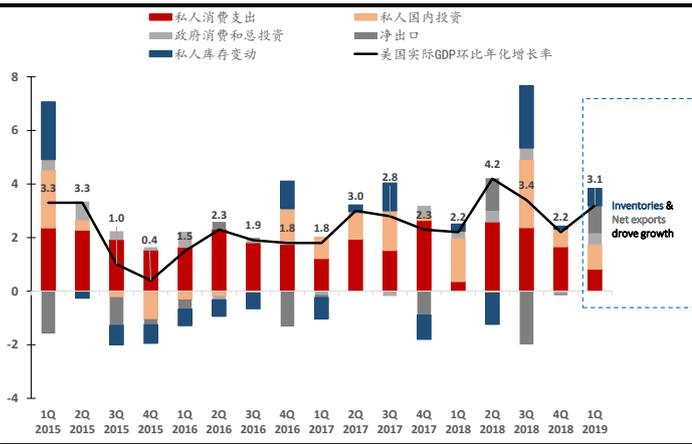
資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖4：美國製造業PMI指數持續下滑



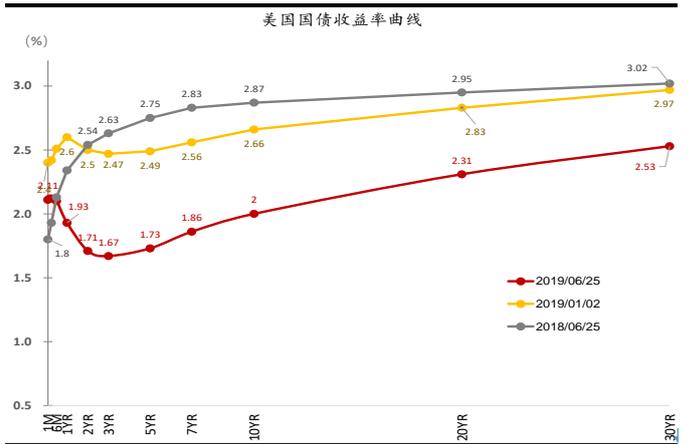
資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 5: 美國一季度 GDP 主要靠淨出口拉動



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 6: 美國國債收益率曲線進一步倒掛

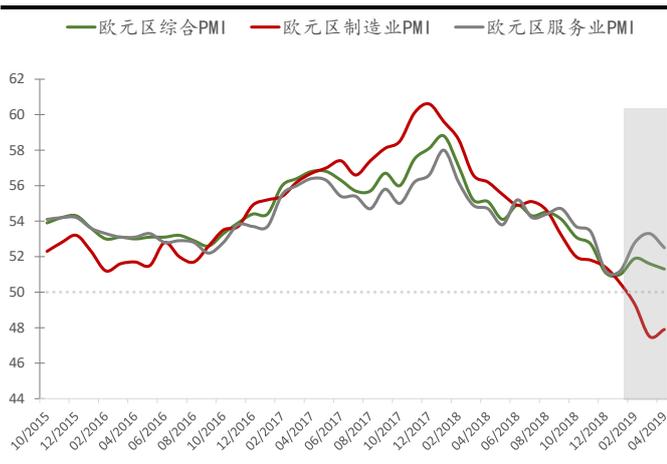


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

(三) 歐洲經濟：增長引擎失效，政經風險增多

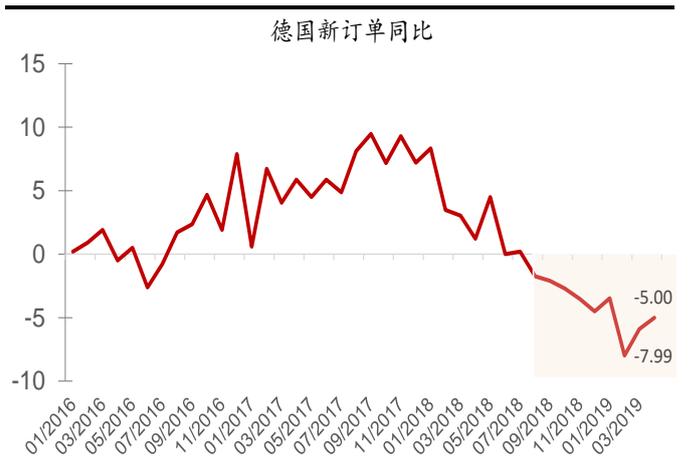
歐元區經濟在上半年逐步企穩，得益於德國經濟小幅回暖以及意大利暫避技術性衰退。作為歐元區最大經濟體和增長引擎，德國經濟在去年第三季度萎縮 0.2%，第四季度環比增長為零，已徘徊在衰退邊緣，今年一季度經濟增速反彈至 0.4%。但前瞻地看，由於出口占德國經濟的比重超過四成，全球貿易爭端和外需下降將給德國的出口和投資活動帶來巨大壓力，預計下半年德國經濟增長將顯著放緩。意大利經濟在去年第三和第四季度持續萎縮，成為 2013 年以來首個出現衰退的歐元區國家，今年一季度 GDP 環比增長 0.2%，暫時結束此前的技術性衰退，但近期意大利又深陷與歐盟關於財政赤字超標的“拉鋸戰”當中，經濟和政治風險都在迅速上升。再加上英國“硬脫歐”的風險上升，經濟信心已受拖累降至三年低點，歐洲經濟將在 2019 年下半年面臨更大挑戰。

圖 7: 歐元區整體經濟短暫企穩，製造業加速下滑



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 8: 德國新訂單持續萎縮



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

(四) 全球央行轉向寬鬆

今年上半年全球央行的政策方向出現了顯著的變化，包括新西蘭、澳大利亞、印度等數十個國家的央行率先降息，全球貨幣政策指數已從年初的+5.72（緊縮）迅速轉為-6.68（寬鬆）。這種迅速轉向的背後是各國央行對於經濟放緩和多重風險的集體憂慮。歐洲和美國的央行也相繼發表了相當鴿派的言論引導市場預期：歐洲央行行長德拉吉6月18日表示，如果經濟前景沒有持續改善，且通脹持續不達目標，歐元區將需要額外的刺激措施，而進一步降低政策利率仍是工具箱的一部分，資產購買計劃還有相當大的發揮空間，財政政策也應該充分發揮作用。美聯儲6月19日發佈6月議息會議聲明，維持聯邦基金利率目標範圍2.25%至2.50%不變，但釋放了強烈的寬鬆信號：移除了“耐心”措辭，指向過去半年“按兵不動”的政策立場即將改變；強調經濟環境的“不確定性”，貿易摩擦和美債收益率曲線倒掛成為重要關注問題，而美聯儲票委當中意見分化，主張降息人數大幅上升至8位。

我們預計下半年會有更多全球主要央行加入降息行列，包括美國、俄羅斯和巴西等。目前為止，貿易爭端對於美國經濟的影響依然溫和，但美聯儲也在密切觀測其對於美國金融市場、消費者信心以及投資氣氛的影響，以隨之調整政策步調。預計美聯儲將於2019年下半年擇機降息一至兩次，每次降息幅度為25個基點，其中三季度降息一次，在此基礎上，美聯儲或於四季度視經濟走勢再降息一次。此外，原定於今年9月結束的“縮表”計劃也可能被提前終止。而美聯儲降息就將正式開啟全球貨幣政策寬鬆週期。當然，美聯儲的貨幣政策仍不足以應對大的下行趨勢，在低利率條件下美聯儲的降息空間已較以往明顯減小。歐洲央行則會維持利率不變最少至2020年中，目前歐洲央行的融資利率為零、邊際借貸利率為0.25%、存款利率為-0.4%。日本央行表示如有必要將採取更多貨幣刺激措施，包括進一步下調目前為-0.1%的利率、降低10年期國債收益率目標、增加資產購買規模等。

(五) 地緣政治風險加大

地緣政治風險正顯著威脅全球經濟發展前景，全球地緣政治風險指數已上升至近20年來最高值。除中美關係、全球貿易緊張局勢、英國“硬脫歐”等風險事件外，海灣地區的緊張局勢也在進一步升級，美國和伊朗之間的緊張關係持續升溫，進一步加大了地緣政治風險對全球經濟環境、特別是能源市場供給的影響。

2019年下半年，全球經濟的脆弱性將迎來多種重大風險的挑戰，全球經濟體系進入加速變革時期，政策制定者必須步步為營，臨淵履薄，避免代價高昂的政策失誤，才可能防止全球經濟走向嚴重低迷，維持經濟平穩健康發展。

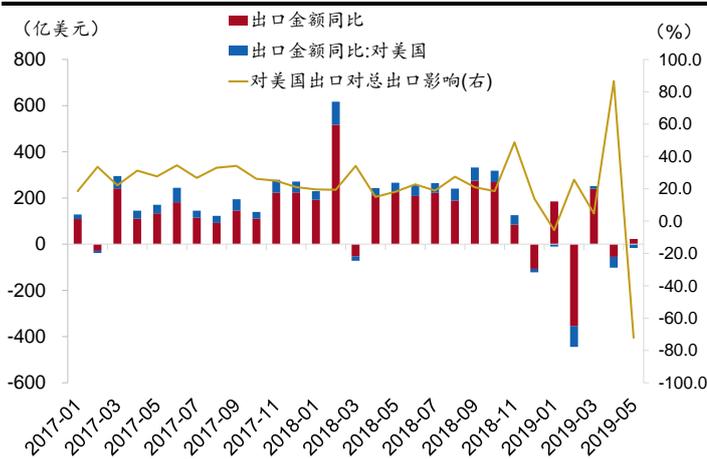
二、山雨欲來：貿易摩擦的短期和長期衝擊

(一) 貿易摩擦對中國經濟的壓力開始顯現

中美貿易摩擦對我國出口的影響在 2018 年 4 季度開始顯現。2018 年下半年，500 億、2000 億美元徵稅清單相繼生效，但在“搶出口”效應下，2018 年 10 月以前對美出口對我國總出口的影響仍為正向。從 2018 年 11 月開始，尤其是 2019 年來，“搶出口”效應逐漸消退，貿易摩擦對我國出口的負面影響大幅上升，2019 年 1-4 月我國對美國出口金額同比下降 9.9%，對我國總出口的影響也由正轉負。同時，美國在我國貿易夥伴中的排名已從第二滑落至第三，位列歐盟和東盟之後。從美國分國別進口情況看，2019 年 1-4 月，中國輸美產品市場份額為 20.1%，比去年同期下降 2.6 個百分點，而墨西哥、越南、韓國、法國、印度等國市場份額合計上升了 3.0 個百分點，成為中國的替代者。

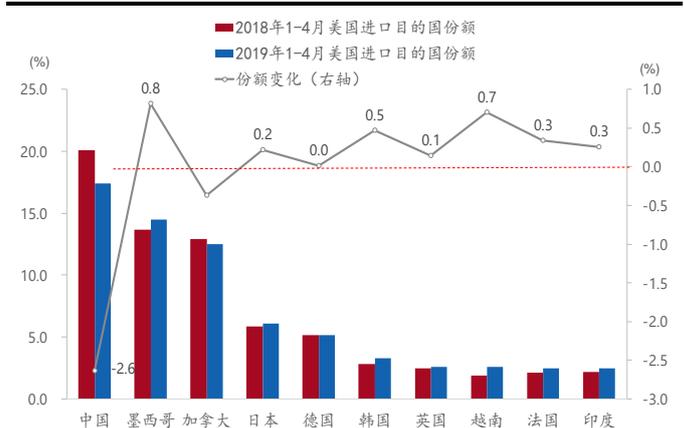
“衰退式順差”不可持續。2019 年上半年，我國經濟增速的第一大穩定力量是淨出口。這是因為在貿易摩擦和原油價格低迷的雙重衝擊下，我國進口增速比出口增速下滑更快，貿易順差呈現“衰退式”增長。2019 年 1 季度，淨出口對 GDP 同比的拉動提高 1 個百分點，但消費支出對 GDP 同比的拉動下滑 0.4 個百分點，資本形成對 GDP 同比的拉動下滑 0.5 個百分點。這一方面是由於 2018 年進口基數較高，另一方面是由於內需相對疲弱導致進口增長放緩。展望 2019 年下半年和 2020 年，進口高基數將不復存在，從淨出口對 GDP 的拉動存在顯著的“蹺蹺板”效應和儲蓄率與投資率的缺口收斂來看，衰退式順差難以持續，因此下一階段淨出口對 GDP 增速的拉動將大概率下滑。

圖 9：貿易摩擦負面影響快速上升



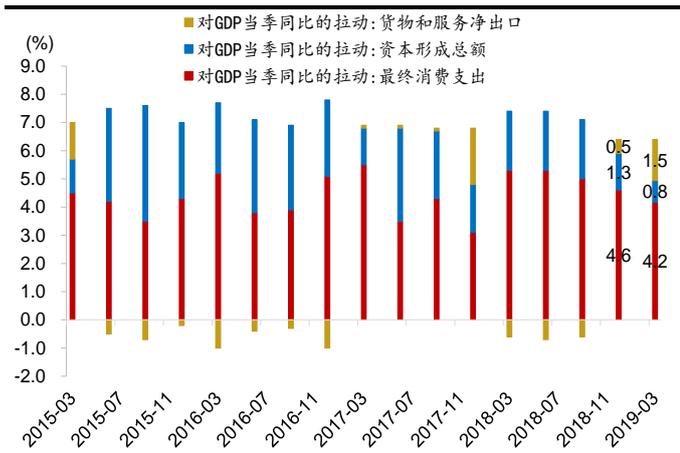
資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 10：中國輸美產品份額下降



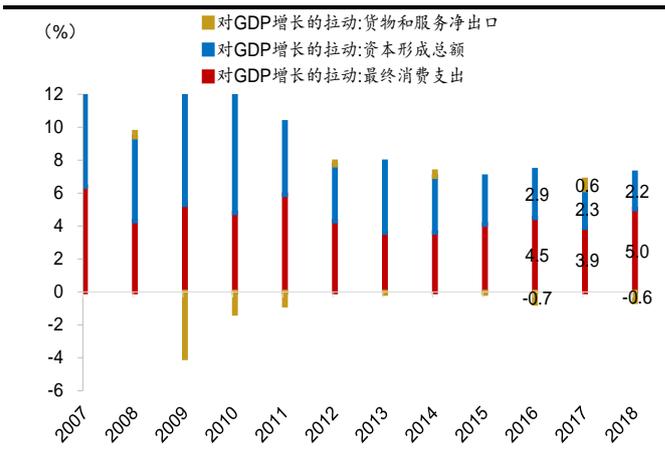
資料來源：BIS、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 11: 衰退式順差難以持續



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 12: 淨出口對 GDP 的拉動具有蹺蹺板效應



資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

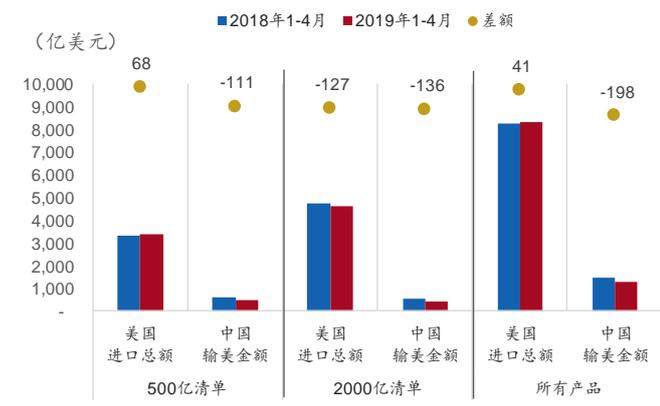
(二) 產業鏈細項分析中的喜與憂

喜: 中國產品在美國市場競爭力仍具韌性。從 HS4 分類細項情況看, 500 億美元清單中國輸美產品可替代性較強, 但 2000 億美元清單中國產品很難被替代。2019 年 1-4 月, 2000 億美元清單中國輸美產品減少 136 億美元, 同期美國此類產品進口減少 127 億美元, 也就是說, 美國從中國減少進口後, 只有很少一部分可以從其他國家找到替代品。我們進一步分析中國輸美主要產品可替代性情況。2019 年 1-4 月, 中國前 11 類產品對美出口 664 億美元, 占中國對美出口的 45.1%, 平均替代率為 46.4%, 其中排名第一的電信產品替代率僅為 35.4%, 另外還有三類產品出口金額實現了正增長, 三類產品出口金額變化不大 (並未下滑)。

從主要競爭國家的份額占比來看, 對我國商品產生明顯“替代效應”的是墨西哥, 500 和 2000 億美元兩類清單商品墨西哥的份額占比分別增加了 2.5 和 1.3 個百分點。而日本、德國、加拿大、馬來西亞、英國、法國、印度等的市場份額也不同程度地有所增加。我們注意到, 無論是 500 億和 2000 億清單總體還是各細分行業, 下降的市場份額, 均不能被上述的美國主要進口國家所替代。基於此我們認為, 短期內全球產業鏈轉出中國的難度較大, 中國仍有一定轉園空間。

憂: 中國產品在美市場份額下滑可能是持續、長期的過程。自從去年 10 月份 2000 億美元清單生效後, 中國輸美產品的市場份額總體上是節節下滑的, 500 億美元、2000 億美元和未徵稅清單均反映了這一趨勢。考慮到 2000 億美元清單的稅率上升還未體現在 1-4 月的數據當中, 下一步的影響可能更加嚴重, 值得高度關注。

圖 13: 2000 億清單中國產品難以替代¹



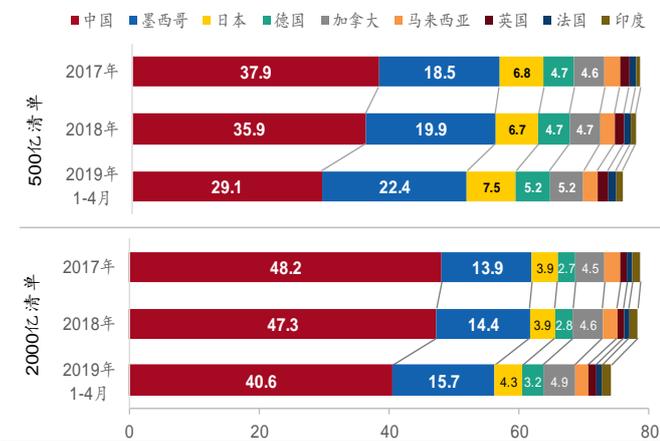
資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 14: 中國主要輸美產品仍具有一定獨特性²

	HS4	2019年1-4月輸美金額 (億美元)	份額	同比增減 (%)	替代率	
1	電信設備	8517	189	12.8%	-24.6%	35.4%
2	自動數據處理機和裝置	8471	130	8.8%	-11.5%	58.1%
3	嬰兒車、玩具遊戲及運動商品	4203	60	4.1%	-8.0%	23.2%
4	電氣機械和設備	8467	52	3.5%	-4.4%	NA(出口微降)
5	辦公設備、數據處理機零部件	8473	21	1.4%	-67.9%	42.5%
6	塑料制品	3918	51	3.5%	12.8%	NA(出口增加)
7	電視接收器	8528	41	2.8%	22.5%	NA(出口增加)
8	家用型電氣及非電氣設備	6301	31	2.1%	0.0%	NA(出口微降)
9	機動車零件和配件	8706	34	2.3%	-8.6%	48.7%
10	紡織服裝商品	6109	29	2.0%	-0.2%	NA(出口微降)
11	基本金屬製造	7315	27	1.8%	1.4%	NA(出口增加)
	總計		664	45.1%		46.4%

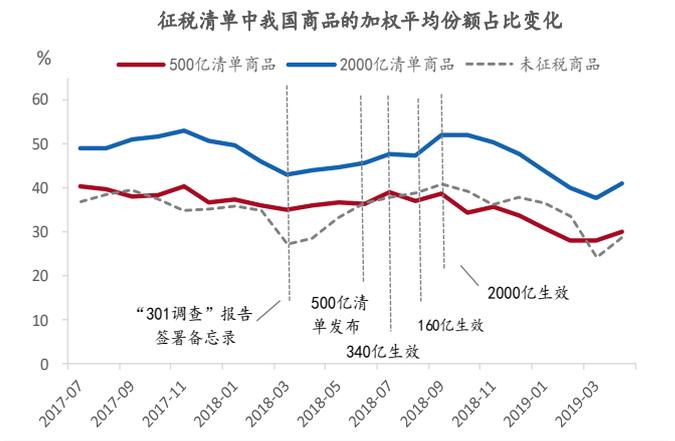
資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15: 徵稅清單中各國產品在美市場份額變化³



資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16: 中國輸美產品市場份額持續下滑



資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

(三) 未來仍可期待

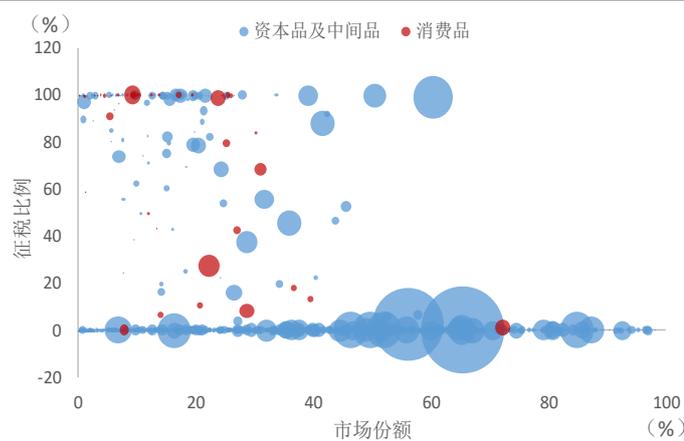
全球價值鏈是數十年全球化市場分工的結果，貿易摩擦的持續蔓延，對美國的影響也將逐漸加大。雖然 2019 年 5 月 13 日，美國宣佈啟動對剩餘約 3000 億美元中國輸美商品加征關稅聽證程序，但正如我們在之前報告（《破解美國徵稅清單背後的密碼》）中分析的，美國的加稅過程是經過精心設計的，最早的 500 億美元清單是針對中國競爭優勢相對不足的產品。並且，在 500 億美元清單中，消費品較少，對美國的物價的影響並不明顯；在 2000 億美元清單中，消費品的占比便開始增加；而在剩餘產品中，消費品的占比將更大，美國通脹上升的壓力也將進一步增加。2019 年 6 月 29 日，中美兩國元首在 G20 大阪峰會上會面，決定重啟貿易談判，美方不對中國商品加征新的關稅，為貿易摩擦緩和注入了新的希望。

¹由於 CEIC 只有 HS4 分類數據，這裡 500 億清單、2000 億清單有重疊，但不影響總體判斷。

²某類產品替代率=其他國家對美出口增加金額/中國輸美減少金額。

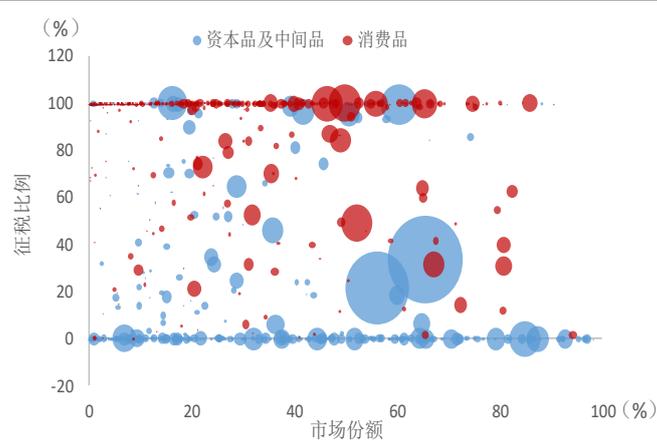
³這一市場份額是根據中國出口各類產品金額加權平均後的數值。

圖 17: 500 億美元徵稅清單中消費品占比較低



資料來源：Comtrade、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 18: 2000 億美元徵稅清單中消費品占比提升



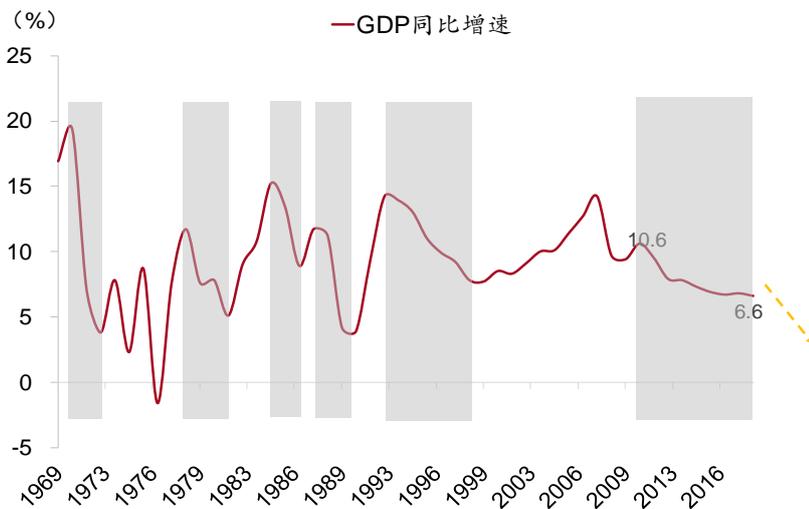
資料來源：Comtrade、招商銀行研究院、招銀國際研究

三、靜水流深：中國宏觀經濟的壓力和韌性

(一) 百年變局之下，L形存在壓力

中國經濟正在經歷百年未有之變局。外部形勢來看，全球經濟同步放緩，地緣政治波雲詭譎，貿易談判風雲突變。橫向比較，美歐增長動力逐步趨弱，中國將是穩定全球經濟增長的重要引擎。內部形勢來看，中國經濟處於改革開放以來最長放緩期。在供給側改革漸入深水區背景下，總供給、總需求、財政金融、外貿出口均面臨著不同壓力，經濟結構調整砥礪前行，GDP增速被“熨平”後再次下探的風險加大。

圖 19: 經濟增速長期被“熨平”後有下探風險



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

經濟增速放緩伴隨著動能轉換，政策空間有所收窄。一方面，基建、房地產等傳統動能大幅增長的歷史落下帷幕，老齡化之門開啟後勞動人口數量減少，經濟向新常態靠攏，經濟數量增長舉步維艱。另一方面，新動能尚在培育階段，居民消費升級動力減弱，逆全球化背景下製造業發展受到衝擊，經濟質量改善效果有限。動能增長往往需要政策驅動，但政策驅動常常伴隨債務推升，當前，中國宏觀杠杆率整體較高，再次大規模加杠杆的空間有限，難走大水漫灌強刺激的老路。

長期與短期平衡下，結構性矛盾突出，經濟L形有向階梯形轉變的壓力。為了避免需求端刺激帶來的債務風險，近年政策主要聚焦於供給端。去產能政策推動後，供給不足導致上游產品價格上漲，杠杆由上游企業傳導給下游企業。去庫存政策推行以後，房地產庫存有效去化，但居民部門杠杆率上行較快，且房企大規模拿地、開工後存在大量“半拉子”工程，庫存仍有再次上行的風險。去杠杆政策推行後，融資難的問題集中於民營企業，民企投資意願不足導致經濟活力下降。過往的政策在解決一個問題時又帶來另外一個問題，看似“山重水複”。因此當前政策需要更加審慎以平衡長短期之間的矛盾，實現穩增長與防風險的雙重目標。

長期本質問題不在需求側，深層次供給側改革才能根治經濟中的弊病。展望未來，短期內傳統動能依舊承擔托底經濟的重任，穩增長大概率推升債務壓力，因此供給側改革仍將繼續。另一方面，供給側改革旨在發展新興產業，提升全要素生產率，為經濟帶來新的增長點，

因此供給側改革仍是解決長期經濟增長動能不足的關鍵。打破剛兌、疏通機制、解決企業融資難融資貴問題、建立競爭中性的市場化機制、充分發揮市場的資源配置功能，才能為經濟注入新活力。

(二) 內外交困之間，經濟靜水流深

1. 新動能涓涓長流

面對未有之變局，除了深化改革開放別無他途。2015年以來的一系列供給側改革措施成效逐漸顯現，隨著改革進入深水區，供需之間的矛盾更加凸顯。但是改革產生陣痛是必然事件，要立足當前，著眼長遠，我們認為未來供給側改革會繼續深入推進，更加定向、精準。年初政府工作報告指出要繼續堅持以供給側結構性改革為主線，增強微觀主體活力，提升產業鏈水平，暢通國民經濟循環，推動經濟高質量發展。

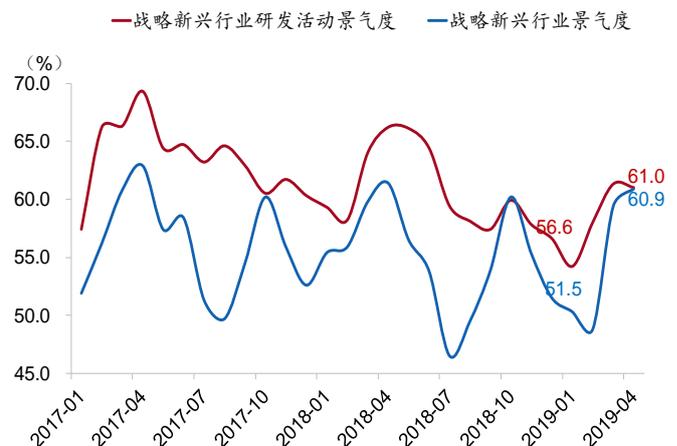
供給側改革繼續深化，新動能發展態勢良好。前5個月我國高新技術產業同比增長8.9%，增速高於規上工業增加值增速2.9個百分點。在逆全球化的背景下，國內工業企業將會加大研發投入，彌補技術劣勢，未來高新技術製造業的增長將對工業生產形成較大拉動。展望下半年，5G商用、人工智能、工業互聯網等行業增加值仍將保持較快增長。

圖 20: 高新技術產業增加值增速較好



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21: 戰略新興行業景氣度較高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 老國企改頭換面

2018年中央經濟工作會議指出，要加快國資國企改革，堅持政企分開，改組成立一批國有資本投資公司。2019年政府報告中指出，要加快國資國企改革，積極穩妥推進混合所有制改革，完善公司治理結構，健全市場化經營機制，建立職業經理人等制度。

國企改革是供給側改革繼續深化的標誌之一。2019年以來，世界一流示範企業項目、國有資本投資運營公司試點改革提速、格力集團股權轉讓、改革國有資本授權經營體制方案、雙百基金成立與雙百企業擴容等一系列事件，標誌著國企改革開始加速。國企改革的加速推進，提高了企業效率，激發了市場活力。

表 1：今年以來國企改革如火如荼開展

事件	內容
世界一流示範企業項目成立	1月25日，國資委宣佈選擇航天科技、中國石油、國家電網、三峽集團、國家能源集團、中國移動、中航集團、中國建築、中車集團、中廣核等10家企業作為創建世界一流示範企業。示範企業要研究制定實施方案，力爭用3年左右時間在部分細分領域和關鍵環節取得實質性突破，在整體上取得顯著成效。
國有資本投資運營公司試點改革提速	3月28日，國務院國資委主任肖亞慶在博龍亞洲論壇2019年年會上表示，央企投資運營公司試點單位上報的方案很快會批復，正在積極推動中。
格力集團股權轉讓	4月8日，格力電器宣佈控股股東格力集團正籌劃轉讓其持有的格力電器總股本15%的股份。股權轉讓後格力集團（珠海市國資委100%控股）持有格力電器股權將降至3.22%，格力電器可能不再是國資控股。
改革國有資本授權經營體制方案	4月28日，國務院印發《改革國有資本授權經營體制方案》，提到政企分開、權責明晰分類授權、放管結合完善機制，對出資人代表機構履職方式、分類開展授權放權、加強企業行權能力建設、完善監督監管體系等方面提出了要求。
雙百基金成立、雙百企業擴容	4月30日，中國國新控股有限責任公司聯合多家中央企業、地方國有企業及社會資本共同發起設立國企改革“雙百行動”發展基金。總規模600億元人民幣，首期規模300億元人民幣，主要出資方有部分中央企業、地方國有企業、國內金融機構和民營企業，主要投資對象為“雙百企業”，主要投資領域包括穩健型和成長性企業，戰略性新興產業，非上市企業股權多元化和混合所有制改革，上市公司並購重組等。國資委副主任翁傑明表示，“雙百企業”最初確定了396家，大致央企一半、地方國企一半。不過隨著近期工作有序推進，希望加入這個團隊的企業越來越多，未來不排除這個隊伍還會有序拓展。

資料來源：招商銀行研究院整理、招銀國際研究

3. 下半年風險可控

在全球經濟增長放緩的背景下，一季度中國經濟增長平穩。伴隨財政政策與貨幣政策的逆週期調節，以及中美貿易談判出現曙光，GDP 同比維持了 6.4% 的增速。但信用擴張導致一季度宏觀槓桿率快速提高，因此政策重心於 4 月開始由穩增長向防風險傾斜。由此，經濟的脆弱性便逐漸暴露。5 月，中美貿易摩擦再起波瀾，包商銀行被接管導致剛兌打破，中小銀行和非銀金融機構融資條件收緊，並一定程度上影響中小企業融資，使得經濟韌性減弱，看似“行至水窮”。具體來說，需求不足導致貿易順差衰退式擴大，貿易摩擦升級拖累生產和就業，並進一步拉低製造業投資意願。扣除假期錯位影響後社零增速趨勢性回落，規範舉債導致基建投資增速下滑。但房地產投資增速保持高位，尤其是建安投資增速向上，是經濟增長中難得的亮點。

展望下半年與明年，經濟增速仍面臨下行壓力，但整體風險可控。預計二季度至四季度GDP實際增速分別為6.2%、6.3%、6.2%，全年經濟增長6.3%，完成政府工作報告中經濟增長的目標概率較大。2020年，衰退式順差的消退將對我國經濟造成衝擊，市場對明年經濟增長存在擔憂。我們認為，明年房地產投資和消費仍具備一定增長空間，成為經濟增長的主要驅動，支撐中國經濟波瀾不驚。

表 2: 宏觀經濟預測表

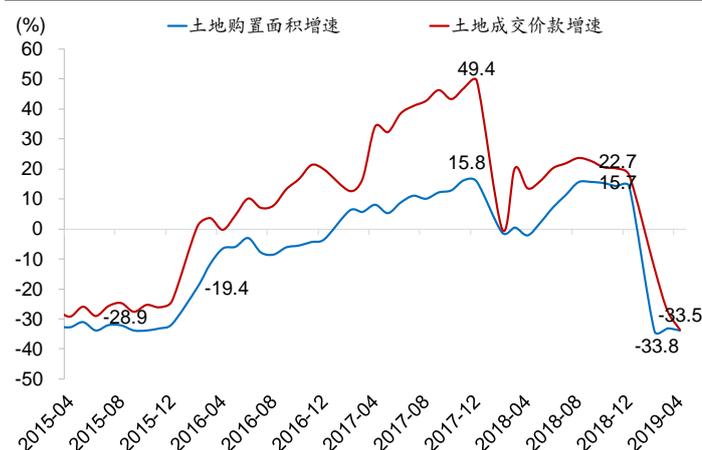
科目	2019 上半年 F	2019 下半年 F			2020F	
		基準情形 (2500 億 25%)	衝擊情形 (全部加征 25%)	樂觀情形 (取消加征關稅)		
實際 GDP	6.3	6.3	6.0	6.4	6.1	
名義 GDP	7.7	7.7	7.6	8.0	8.1	
CPI	2.2	2.3	2.4	2.3	2.5	
PPI	0.4	0.3	-0.1	0.4	0.6	
全社會固定資產投資	5.5	6.2	6.0	5.9	6.5	
基建	3.0	7.6	9.0	7.2	6.0	
製造業	2.3	2.4	1.5	2.9	4.2	
房地產	11.0	7.2	7.7	7.0	10.0	
社會消費品零售總額	7.9	7.8	7.7	7.9	7.8	
出口 (以美元計)	0.4	-0.1	-2.1	1.9	0.2	
進口 (以美元計)	-4.1	-2.8	-3.8	1.0	5.0	
M2	8.5	8.8	9.2	8.6	9.0	
新口徑社融增速	10.7	11.0	11.2	10.7	11.2	
人民幣貸款增速	13.3	13.0	13.2	12.8	13.2	
降准預期	次數	2	1	2	0	2
	幅度 (100bp)	1.0	0.5	0.5-1	0	1.0
利率 (期末)	1 年期基準存款	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
	1 年期基準貸款	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	10 年期國債利率	3.23	2.9-3.3	2.9 以下	3.1-3.5	3.1
平均匯率 (USD/RMB)	6.79	6.75	7	6.45	6.6	
財政實際赤字率	4.5	4.5	4.8	4.2	5.0	
新增地方政 府債 (萬 億)	一般債	0.83	1.18	1.34	1.01	1.5
	專項債	1.35	2.15	2.5	2.0	3

資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

(1) 房地產小扣柴扉

下半年建安施工對房地產投資構成支撐。今年4月中央政治局會議重提“房住不炒”，表明房地產市場調控仍會持續，一城一策、因城施策仍是主基調。隨著棚改貨幣化開始退潮，商品房銷售和房地產投資均受到影響。當前商品房銷售低迷，開發商資金來源有限，債務到期高峰使得償債壓力較大，因此房企拿地謹慎，資金向存量土地開發傾斜。雖然房地產銷售下行，但建安施工維持慣性，最終資本形成有支撐。

圖 22: 房企拿地謹慎導致土地成交大幅下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

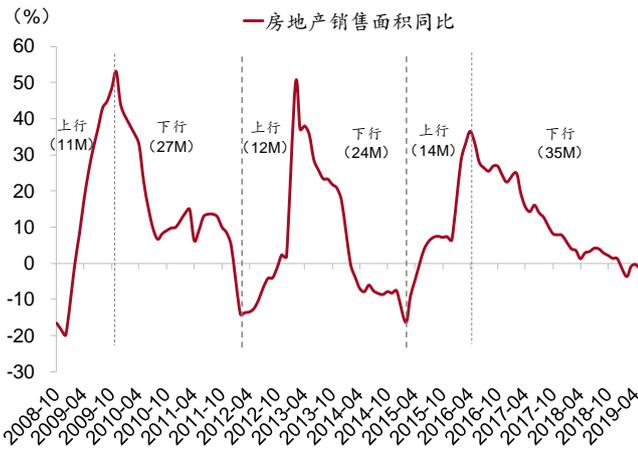
圖 23: 建安設備費對固定資本形成構成支撐



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

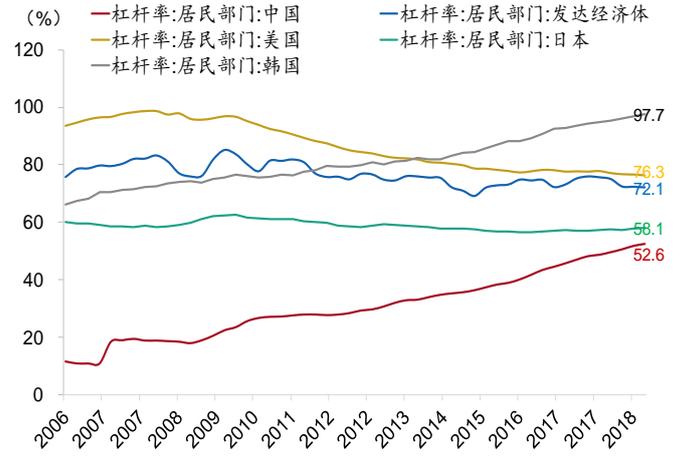
新一輪房地產週期或在醞釀，明年有望啟動。本輪房地產小週期歷時較長，主要原因在於過去幾年房地產市場因城施策的調控政策導致分線城市商品房銷售出現分化。前期居民部門杠桿率快速提高，政策抑制房地產泡沫的決心較強，調控政策長期偏緊。但從居民部門杠桿率絕對水平來看，一季度中國居民部門杠桿率 52.6%，低於發達經濟體 19.5 個百分點，仍然具備上行空間。另一方面，當前我國城鎮化率約 59.6%，較城鎮化目標依然存在較大差距，且落後美國等發達國家的水平。隨著城鎮化的推動，房地產業仍有較大增量市場。因此，房地產投資或成為明年經濟增長的重要引擎。

圖 24: 本輪房地產小週期歷時較長



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25: 居民部門杠杆率的國際比較

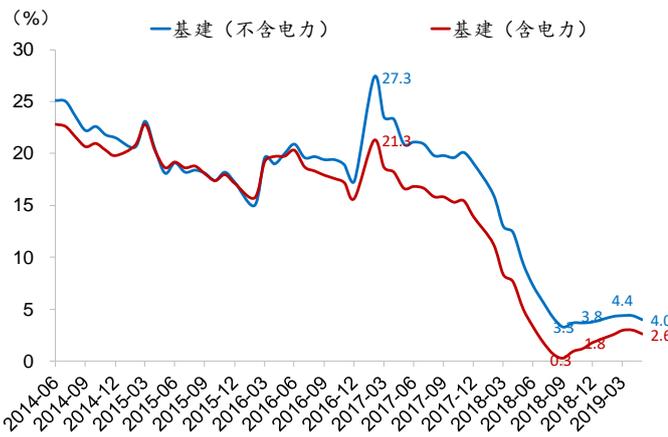


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(2) 基建投資有望接力下半場

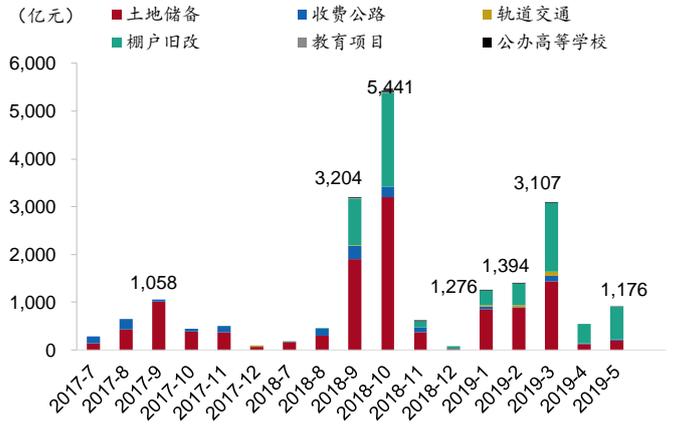
上半年基建投資增速平穩，部分是由於財政節奏前移導致。但受制於減稅降費和政府規範舉債，地方政府資金來源不足，5月基建投資增速回落。6月，中央發佈《關於做好地方政府專項債券發行及項目配套融資工作的通知》，指出專項債可作為重大項目資本金，有望對後續基建投資增速形成較大支撐。根據我們測算，專項債新政有望拉動基建投資增速上行約2個百分點。今年專項債預算額度為2.15萬億元，後續可通過擴容地方政府專項債額度拓寬資金來源，支持重大項目開展。

圖 26: 基建投資增速平穩增長



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27: 專項債發行節奏加快



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(3) 製造業投資進入弱週期

受中美貿易摩擦和外需回落影響，我國製造業企業對後期訂單增長持謹慎態度。同時，企業營收增速逐漸下滑，實際融資成本上升。因此，企業資本開支相對謹慎，民企長期投資意願下降，對製造業投資形成拖累。但減稅降費提振工業品價格，改善工業企業利潤增長，後續將對製造業投資帶來一定支撐。

圖 28: 民間投資意願較低拖累製造業投資增長



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29: 企業實際融資成本上升

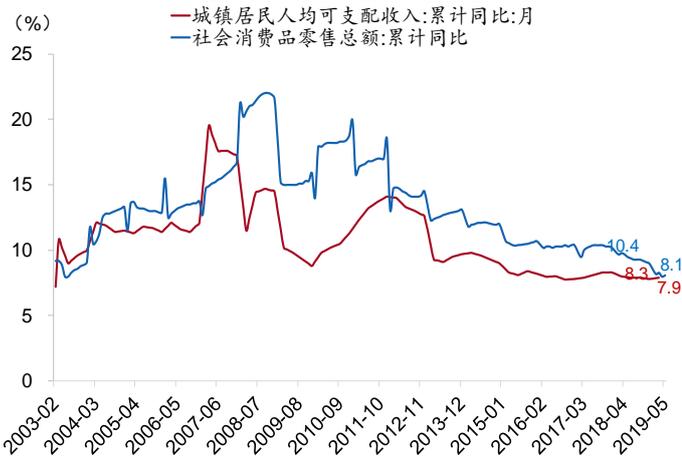


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(4) 消費長期穩固向好

居民消費負重前行。一季度，居民可支配收入增速大於居民人均消費支出增速，指向居民消費意願不足。長期來看，居民消費意願受到居民高杠桿的約束；短期來看，居民消費意願受當前房地產銷售疲弱影響，財富效應難以對消費增長構成拉動。下半年，減稅效應持續釋放以及汽車、家電的消費刺激政策將對居民消費構成部分支撐，但需要關注貿易摩擦升級衝擊就業對消費帶來負面影響。

圖 30: 居民收入增速下行導致社消增速下滑



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

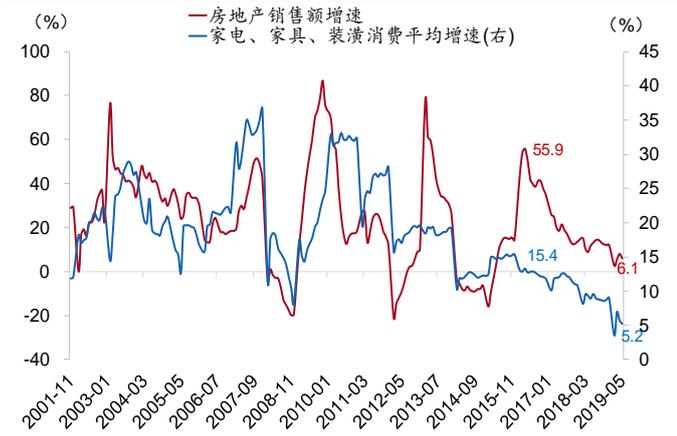
圖 31: 貿易摩擦升級拖累就業



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

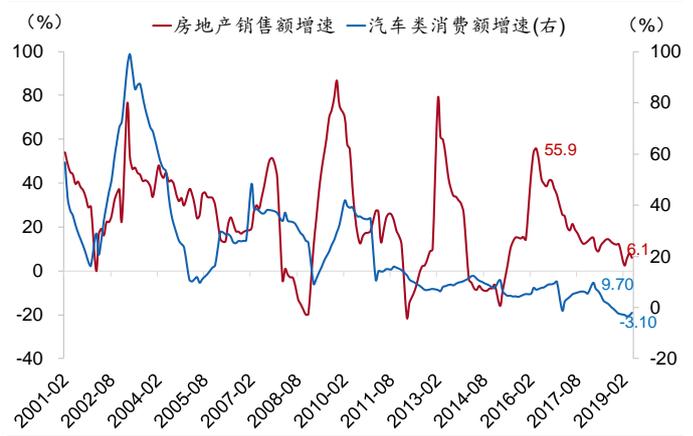
風物長宜放眼量，長期來看消費對經濟增長的驅動會更加明顯。展望 2020 年，新一輪房地產週期有望開啟，受此影響，房地產鏈條中的家電、家具、裝潢等消費或將迎來一定提振。房地產週期啟動後，汽車類消費亦不會悲觀。一方面，國民具有先買房後買車的消費習慣。另一方面，小排量汽車購置稅優惠透支效應減弱、汽車排放新標準“國六”的施行，也將對明年新買、淘汰、置換等購車需求構成較大支撐。總體而言，消費增長的前景值得期待。長期來看，消費作為經濟增長壓艙石的作用會逐步彰顯。

圖 32: 房地產週期與地產類消費高度相關



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33: 房地產週期影響汽車類消費



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(三) 需求管理適度，政策節奏平衡

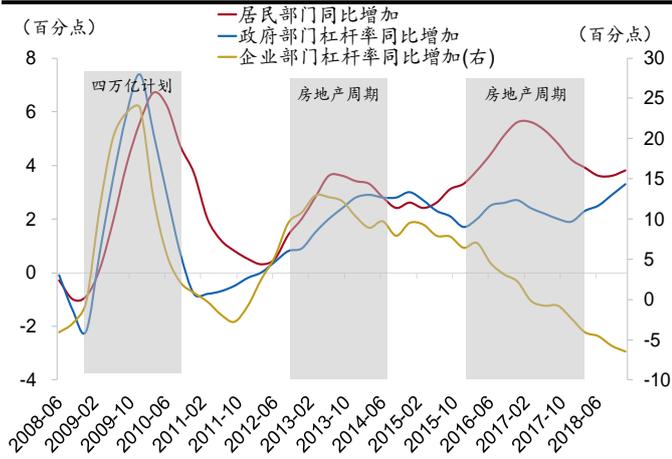
“穩”是掌握百年變局之機遇的基礎。經濟轉型、產業升級、技術進步離不開經濟和社會的穩定。近年供給側改革的部分成效已經顯現，當前處於培育新興產業和高新技術的關鍵時期，人工智能、物聯網、大數據等科創領域需要探索在需求端的應用形態。因此，穩定的經濟發展是促進產業升級轉型的基石，更是掌握百年變局之機遇的關鍵。2018年7月中央政治局會議以來，“穩”的多次提出表明了經濟穩增長的重要性。雖然對經濟數量增長的訴求有所降低，但當 2020 年百年變局的壓力凸顯時，經濟“穩”的地位將更加凸出，對“穩”的訴求將更加強烈。

雖然明年中國經濟可以在需求側的刺激下應對衝擊，但需要立足當前謀劃長遠，需求的刺激應該適度，因此，政策節奏也需要前後平衡。

1. 政策空間已十分有限

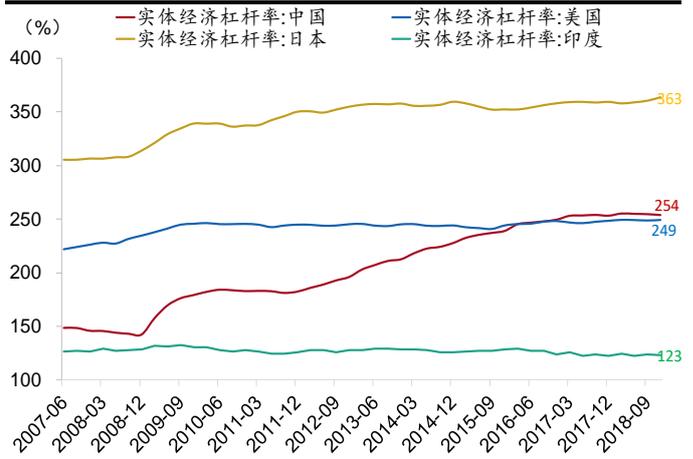
托底政策發力往往會推升杠桿水平。基建投資發力推升政府部門杠桿，房地產發力推升居民部門杠桿，製造業投資擴張推升企業杠桿。次貸危機以後，政策全力托底，政府部門和企業部門杠桿率快速提升並長期積累，至今難以有效化解。2008 年至今的三輪房地產小週期後，居民部門杠桿率快速上行，壓縮居民消費升級空間。2018 年我國宏觀杠桿率高達 254%，橫向比較來看，高於美國、印度等主要經濟體水平。

圖 34: 政策托底使得杠杆率提升



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

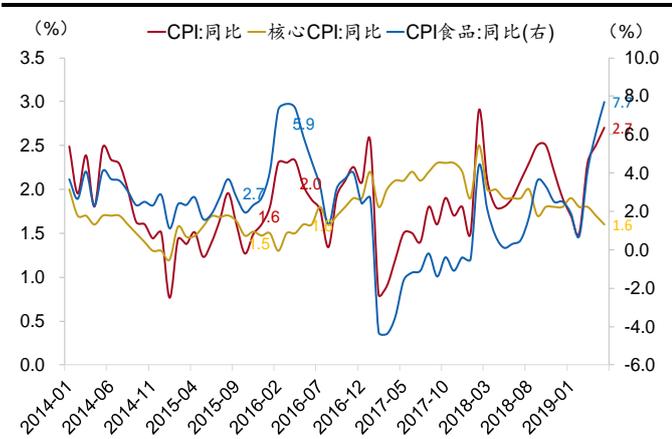
圖 35: 中國宏觀杠杆率相對較高



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

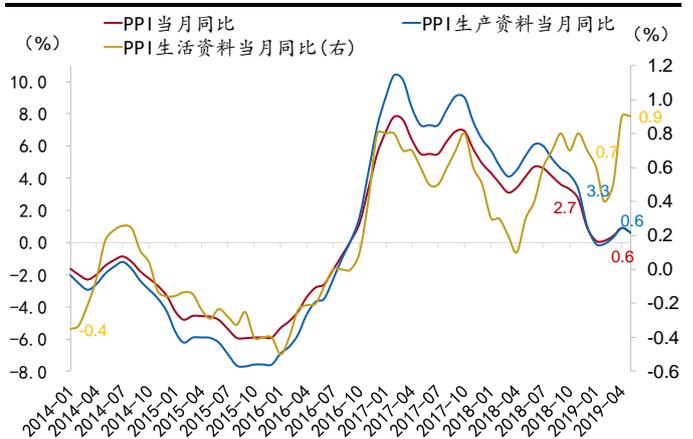
明年通脹小幅上行，政策空間受到擠佔。CPI 方面，雖然供給端對 CPI 產生擾動，但受制於需求較弱，核心 CPI 下半年仍將處於回落態勢。另一方面，下半年發生豬油共振的概率較小，因此整體來看，全年 CPI 難以大幅走高，年內高點難以突破 3.0%。展望 2020 年，如果房地產週期重啟和消費企穩回升，通脹或將小幅上行，但整體仍會處於溫和區間。PPI 方面，下半年中樞將會下行，不排除個別月份同比為負。但需要關注減稅降費、基建施工對 PPI 的提振，以及工業企業盈利修復帶來的投資機會。展望 2020 年，如果消費和投資企穩，PPI 中樞將大概率小幅上行。

圖 36: 上半年核心 CPI 同比下行



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 37: 下半年 PPI 同比處於下行趨勢



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 政策擺佈重要性彰顯

政策節奏需要前後平衡。要利用有限杠杆空間促進穩增長，就需要對政策空間進行擺佈。因此，2019 年下半年不但需要穩增長，也需要為 2020 年的托底蓄勢，不宜過度發力。展望 2020 年，財政政策方面，會施行更大的減稅降費政策，提振企業活力和居民收入增長，並將出臺一系列支持擴大消費的政策，汽車、家電、通訊等消費領域或將迎來新的發展空間。貨幣政策方面，會加大盤活存量的力度，引導資金支持實體經濟，加大對小微、民營企業的支持力度。資本市場方面，融資功能會進一步發展，會繼續擴大開放程度，改善企業融資環境。

就業是底線，但以強刺激保就業難再現。本次 G20 峰會中美雙方同意重啟經貿磋商，若後續貿易形勢好轉，則全年就業壓力不大。若貿易形勢惡化，則製造業壓力較大，但逆週期調節下建築業、服務業將會承接製造業失業人員。當前穩就業是政府工作重中之重，但政府穩就業的重心已經從刺激需求端轉變為改善供給端，例如在解決就業幫扶、下崗職工再培訓、轉崗培訓等方面出臺政策，並出臺高職院校擴招政策提升勞動力綜合素質。

基建發力空間需要削峰填穀。今年下半年政府部門加杠杆幅度應適度，為明年基建發力預留空間。明年可通過擴容地方政府專項債額度並進一步擴大重點項目範圍以支持項目開展。同時 PPP 項目或進一步放寬，吸引社會資本以拓展資金來源。

房地產調控宜持續，為明年發力蓄勢。考慮到明年房地產小週期重啟的可能性，可能使居民杠杆率進一步提升，積累宏觀風險，因此當前房地產市場調控有必要持續進行，為下一輪週期積攢勢能。下半年房地產市場調控仍會持續，一城一策、因城施策仍是主基調。從近期地方房地產和土地政策變化來看，整體有收緊趨勢。

房地產投資或將呈現“雙軌”特徵。一方面，房地產投資會平衡穩增長的訴求。考慮到居民杠杆率的上行空間及城鎮化的推動，未來商品房投資仍具備一定空間。另一方面，房地產調控向“惠民生”傾斜。房地產行業關乎國計民生，政府將會加大投資力度。明年會繼續加大老舊小區改造及安居房、保障房、人才房建設的力度。同時，根據棚改三年規劃，明年仍有約 600 萬套棚戶區改造工程將啟動。

四、峰迴路轉：宏觀政策“穩增長、調結構”

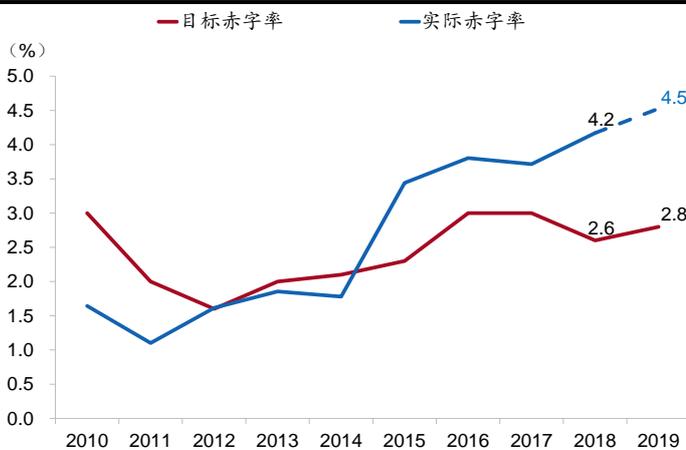
兼顧“穩增長、調結構和防風險”間的平衡，可能是當前宏觀政策追求的主要目標。一方面，財政貨幣政策有望加速發力，穩住總需求，積極的財政政策更加積極，穩健的貨幣政策著力引導實體經濟融資成本下行；另一方面，供給側結構性改革還將持續推進，經濟增長的質量和效率可望進一步提升。面對2019年經濟下行壓力與2020年全面建成小康社會總體目標，宏觀政策需要做好分配與平衡，強化需求體系、供給體系、金融體系三角框架。

（一）財政政策需更加積極，開源節流蓄勢待發

1. 財政政策加速發力，財政收支缺口擴大

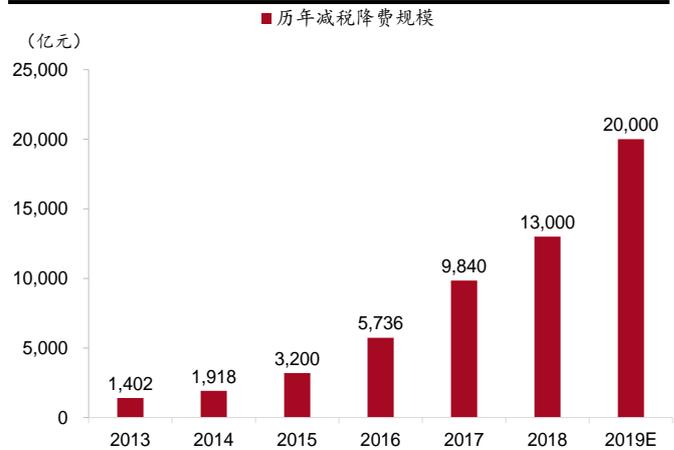
積極的財政政策持續發力。2019年政府工作報告明確提出，將全國一般公共預算的赤字提升至2.76萬億元，目標赤字率⁴從去年的2.6%提升至今年的2.8%，而實際赤字率⁵或由去年的4.2%提升至4.5%；全年將減稅降費近兩萬億元，並安排地方政府專項債券2.15萬億元，為重點項目建設提供資金支持。而且，上半年減稅降費政策也在加快落地之中，增值稅和企業社保費率下調已分別於4月和5月落地，並帶動5月份工業企業利潤出現了小幅回升。財政政策加速發力，體現出政府希望通過更加積極的財政政策，加大財政支出力度，降低經濟主體稅負等方式，實現穩增長的政策意圖。

圖 38: 赤字率水平小幅提高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 39: 減稅降費規模創歷史新高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

財政收入增速大幅放緩。中等口徑財政收入（一般公共預算收入+政府性基金預算收入）增速明顯下滑。受減稅降費和經濟基本面趨弱共同作用影響，1-5月，我國一般公共預算收入累計同比增長3.8%，環比前四個月下降1.5個百分點，增速為2013年以來的次低值。同時，受房地產調控政策持續從緊影響，政府性基金預算收入累計同比下降3.8%，今年以來一直維持負增長態勢。綜合二者後的中等口徑財政收入累計同比增速則下降2%，創2016年以來的最低增速，預計下半年會進一步下探。

⁴ 目標赤字率=[支出總量（全國一般公共預算支出+補充中央預算穩定調節基金）-收入總量（全國一般公共預算收入+全國財政使用結轉結餘及調入資金）]/名義GDP

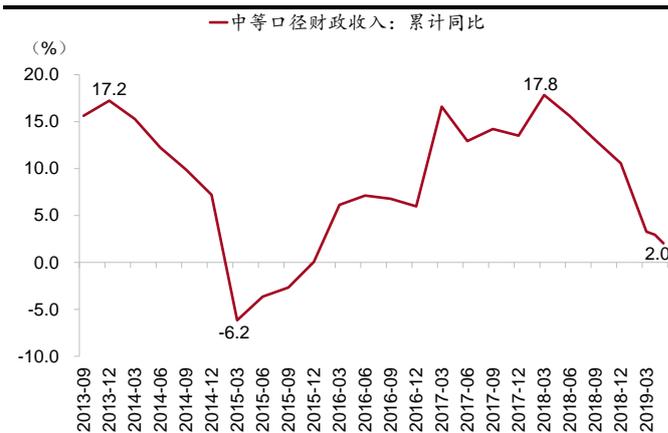
⁵ 實際赤字率=(全國一般公共預算支出-全國一般公共預算收入)/名義GDP

圖 40: 公共預算與政府性基金預算增速維持低位



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

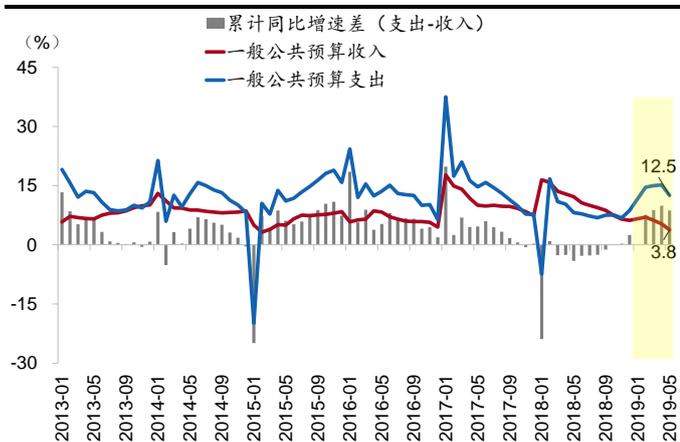
圖 41: 中等口徑財政收入增速下滑明顯



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

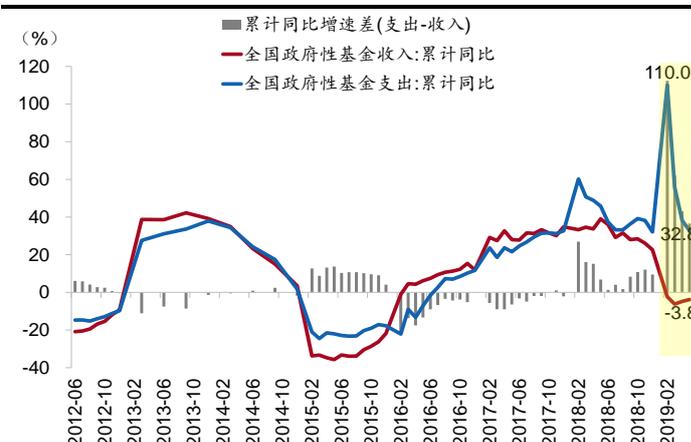
財政收支缺口明顯擴大。受制於財政收入端增收放緩，財政支出端下半年或將面臨支出乏力的境況。1-5月全國一般公共預算支出同比增速為12.5%，環比前四個月下降了2.7個百分點，明顯受到一般公共預算收入，尤其是稅收收入增速下滑的制約。如果未來稅收收入增速繼續下滑，且政府無法從其他渠道籌集資金形成對沖，那麼一般公共預算支出增速預計還會進一步下滑，試圖通過財政的支出端發力拉動經濟就會愈發困難。此外，相較於一般公共預算收支，政府性基金預算在上半年的收支矛盾更為突出，這主要是因為政府性基金支出前置發力，增速達110%的歷史最高值，而隨著收入端增收壓力的加大，預計下半年政府性基金預算支出增速也會加速向收入端收斂。

圖 42: 一般公共預算支出恐後勁不足



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 43: 政府性基金預算支出前置發力特徵明顯

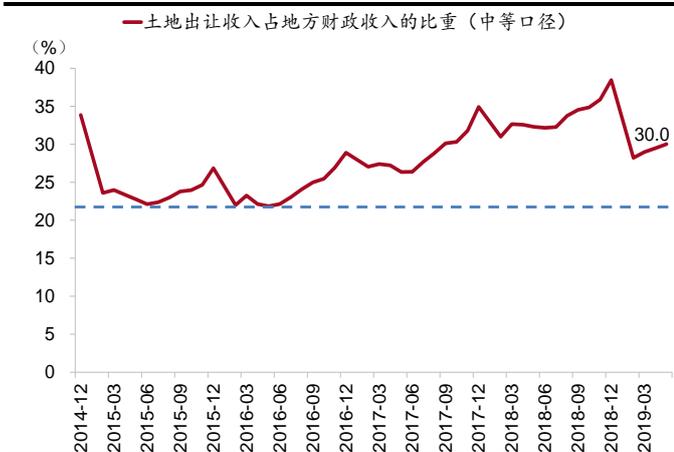


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

地方財政壓力大幅上升。與近五年國有土地出讓收入占地方財政的比重持續提升不同，今年1-5月，受房地產調控政策影響，該項占比已下降至30%，明顯低於過去兩年的平均水平。但5月的國有土地出讓收入增速環比收斂了1.6個百分點，自去年下半年以來的持續下滑態勢似乎有所企穩。這一邊際上的改變或許正好反映了當下地方政府對貫徹房地產調控政策與依賴“土地經濟”的曖昧態度。下半年，不排除國有土地出讓收入增速有進一步下探的可能，但出於平衡地方財政收支壓力的考慮，大概率不會跌破2015年的最低水平。應當看到，在減稅降費的政策背景下，土地出讓收入對地方政府有著格外的重要性，如果房地產調控政

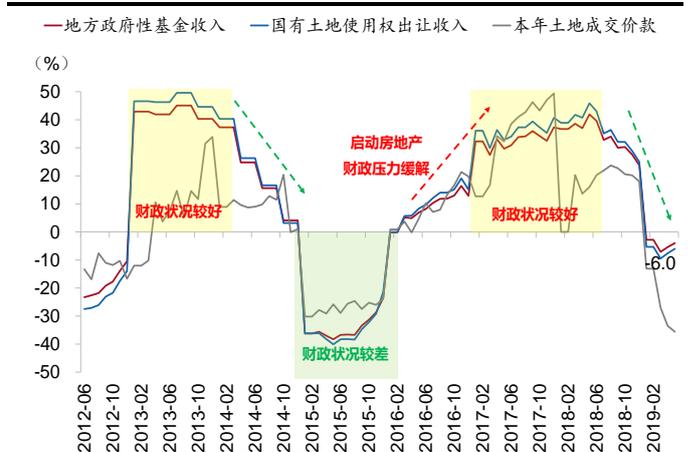
策持續從嚴，可能進一步加大地方政府的財政壓力，促使政府對土地出讓收入增速下滑的忍耐度進一步減弱，房地產調控邊際放鬆的預期也會隨著財政壓力的加大而有所升溫。

圖 44: 國有土地出讓收入占地方財政的比重下滑明顯



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 45: 國有土地出讓收入增速大幅下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

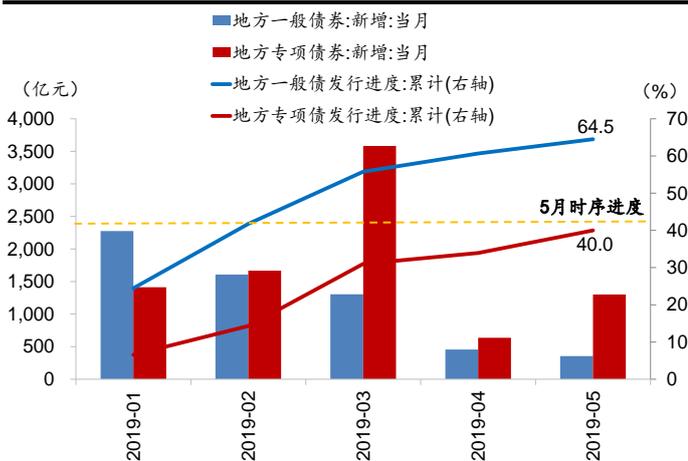
2. 下半年財政發力的兩個措施：專項債助力基建與盤活存量資金

下半年，財政政策在托底經濟增速的同時，還需要為 2020 年“留力”，集中推出所有儲備政策的做法並不可取。

(1) 專項債“新政”有望進一步撬動基建投資

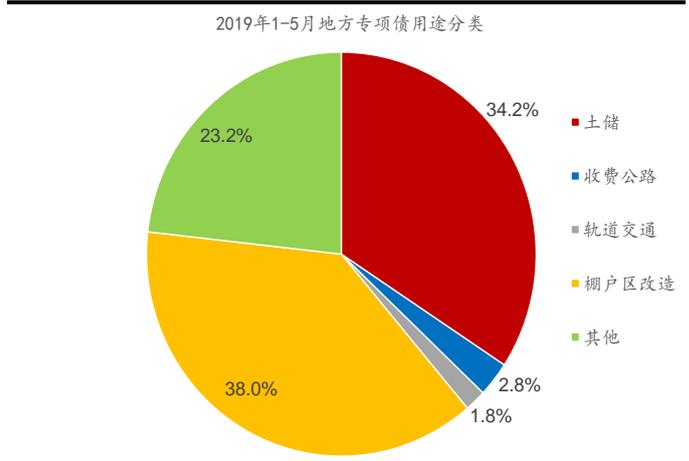
專項債資金可作為資本金或可拉動基建投資 8000 億元。目前，基建 2.6% 的投資增速（含電力）與以往動輒百分之十幾的增速相差較大，基建領域補短板空間較大，下半年基建投資很可能再次成為拉動經濟的主要抓手。6 月 10 日，中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《關於做好地方政府專項債券發行及項目配套融資工作的通知》（以下簡稱《通知》），對地方專項債發行及項目融資做出較為全面的規範，其中“允許將專項債券作為符合條件的重大項目資本金”的新規有可能成為撬動下半年基建投資的一把“金鑰匙”。1-5 月，本年地方專項債 2.15 萬億融資限額中，僅發行了 8598 億元，完成年度預算的 40%，仍有 1.29 萬億元的發行空間。而從前五個月所發行的專項債融資用途分佈來看，土儲和棚改占比超過七成，基建領域占比約 25%，對應金額 3225 億元左右，其中假設有一半的對應項目為重大項目，那麼按照 20%-25% 的資本金比例估算，則可能撬動基建投資 3800-4800 億元，可以額外拉動基建投資 2.2-2.7 個百分點。即便如此，基建投資的回升速度也不足以對沖宏觀經濟需求端的下行壓力，因此還需要其他穩增長政策的配合。

圖 46: 地方專項債發行平穩推進



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 47: 1-5 月基建類專項債發行占比約三成



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

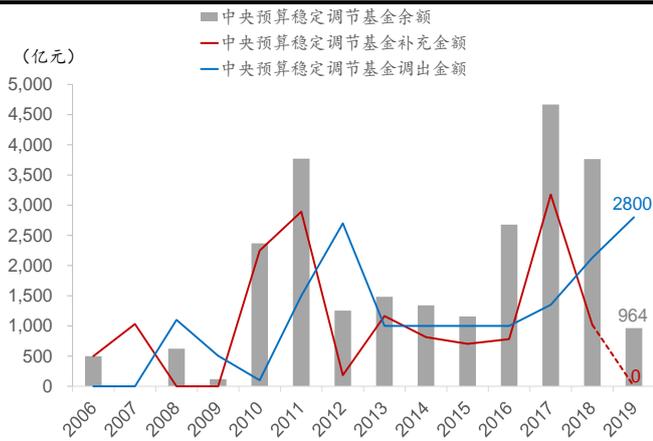
(2) 盤活財政存量資金

各級政府預算穩定調節基金預計尚有餘額 1500 億元左右可供動用。據統計, 2019 年中央財政擬從預算穩定調節基金調出 2800 億元, 並未安排調入資金, 其餘額將下降至 964 億元。按照中央赤字約為地方赤字的 2 倍來計算, 預計地方預算穩定調節基金餘額約為 500 億元, 全國共計約 1500 億元。由於今年下半年財政收入增收壓力加大會對財政支出形成較大制約, 為彌補預算收支缺口, 各級政府都需編制本級預算調整方案, 按法定程序動用預算穩定調節基金。

預備費可動用資金 1450 億元, 但須用於臨時性支出。按照我國《預算法》的規定, 各級一般公共預算應按照本級一般公共預算支出額的 1%-3% 設置預備費, 用於當年預算執行中因賑災、扶貧、重大項目研發等突發事件, 而增加的支出及其他難以預見的開支。目前, 中央預備費總額在 500 億元左右, 地方預備費總額預計在 950 億元左右。但由於其多用於臨時性、被動性的支出, 盤活難度較大。

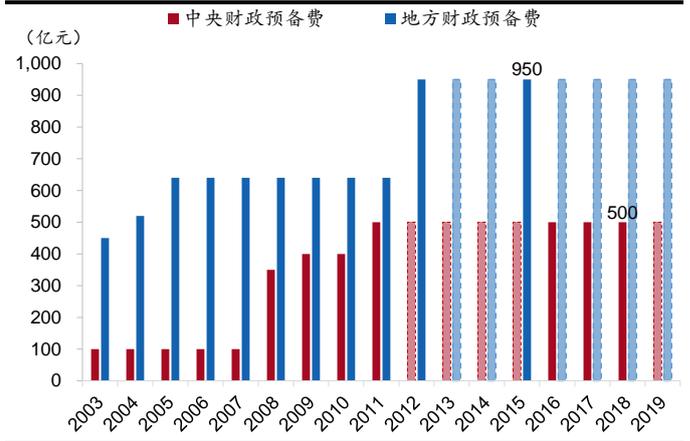
地方政府結轉結餘資金保守估計至少 500 億元。多年來, 對於各級政府每年都不同程度存在的結轉、結餘資金, 財政部會要求加強相關資金的管理。但該兩項資金涉及政府層級較多、涉及項目眾多、清理規範難度較大, 因此統計數據也難以獲取, 保守估計相關資金規模超過 500 億元。可以預計, 如果下半年財政壓力進一步加大, 那麼財政部門很可能繼續發文要求地方政府盤活本級結轉結餘資金, 以使財政存量資金發揮更大的效用。

圖 48: 中央預算穩定調節基金尚有近千億元可動用



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 49: 中央與地方預備費金額約 1500 億元



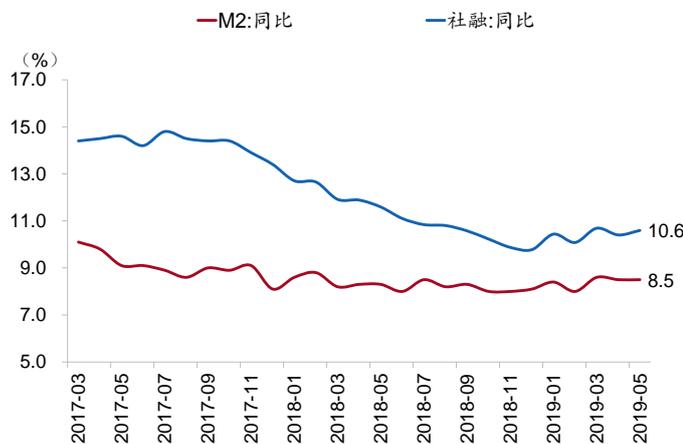
注: 淺色圖為預測數

資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(二) 貨幣政策靈活適度，降低融資成本迫在眉睫

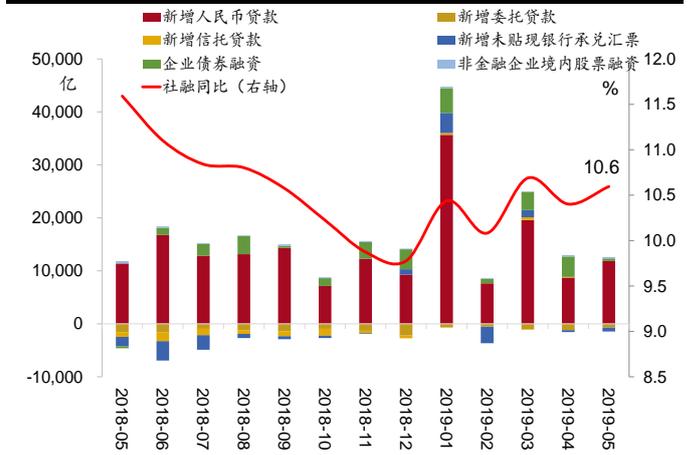
在財政持續發力的情況下，貨幣政策主要工作可能是保持信用供給穩定，並引導融資成本下行。2019年以來，在一系列政策合力推動下，信用供給機制逐步穩定，信用供需矛盾逐漸由供給收縮為主向有效需求不足轉變。5月末，M2、社融增速分別為8.5%和10.6%，較上年末回升了0.4和0.8個百分點，基本扭轉了2018年持續大幅收縮的態勢，但實體經濟有效融資需求並未實質性改善，需要進一步降低融資成本，增強實體經濟有效融資需求。

圖 50: M2 和社融增速企穩回升



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 51: 社融結構持續優化調整

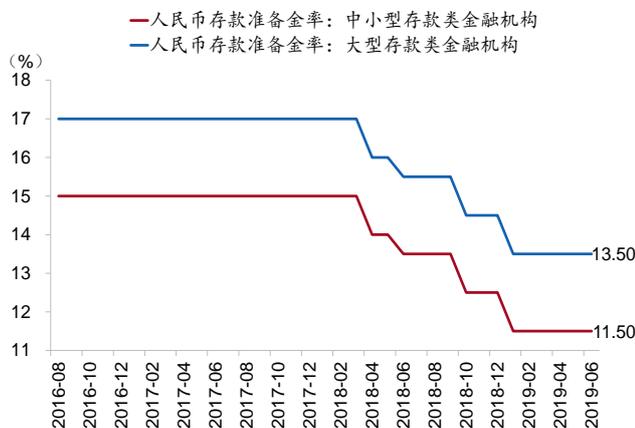


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

信用供給約束已有效緩解。2018年以來，為緩解表外融資供給收縮所帶來的壓力，政策部門通過加大流動性投放、鼓勵金融機構補充資本金等方式，持續增強表內信用供給。5月末，人民幣貸款餘額和企業債券淨融資餘額分別同比增長13.4%和10.9%，較上年同期提高0.8和2.6個百分點。前6個月，央行通過降准、定向降准以及開展MLF、TMLF等方式，累計淨投放中長期流動性達1.58萬億元，有力保障了市場流動性需求。而且，為解決表外回表對金融機構資本金所造成的壓力，政策部門鼓勵金融機構通過發行永續債、優先股等方式補

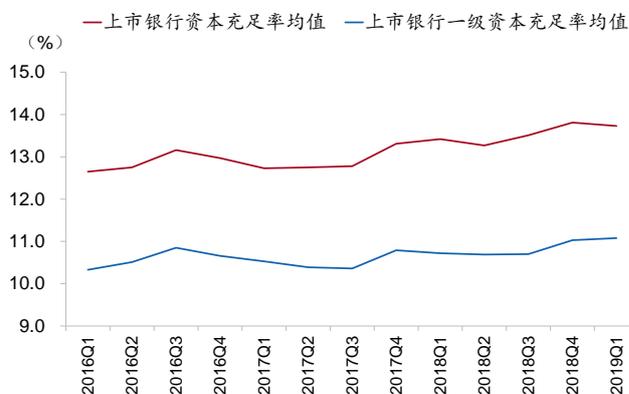
充資本金。初步統計，2019年商業銀行永續債發行計劃達6000億元，工行、中行擬發行優先股1700億元。此外，政策部門還通過民營企業債券融資支持工具（CRMW），調整優化民營、小微企業監管考核標準等方式緩釋信用風險，引導金融機構加大資金供給。

圖 52: 存款準備金率持續下調



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

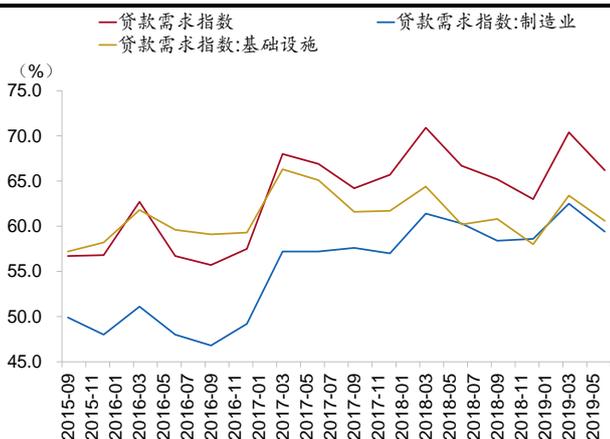
圖 53: 上市銀行資本充足率穩步提升



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

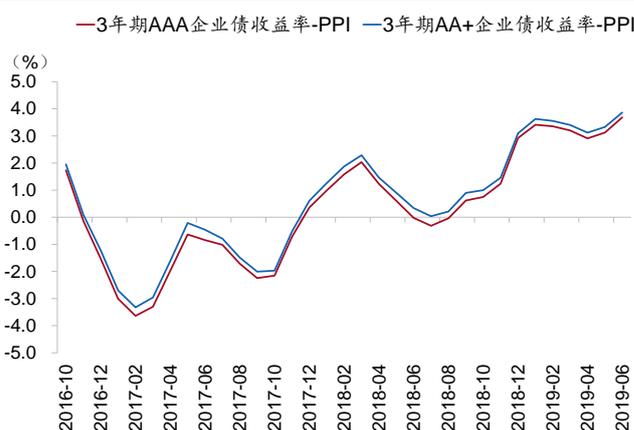
實體經濟有效融資需求仍偏弱。在全球經濟放緩和國內經濟週期性下行階段，企業盈利能力走弱，投融資意願不強。前5個月製造業投資和民間投資分別增長2.7%和5.3%，較上年同期回落2.5和2.8個百分點。受宏觀經濟下行等影響，企業有效融資需求依然偏弱，5月末企業中長期貸款增長11%，較各項貸款增速低1.9個百分點；前五個月新增中長期貸款占各項貸款的38.8%，較上年同期回落了7.4個百分點。央行第二季度銀行家問卷調查報告顯示，貸款需求指數為66.2，較一季度回落4.2個百分點，為2017年以來最低值。

圖 54: 央行銀行家調查的貸款需求指數明顯回落



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

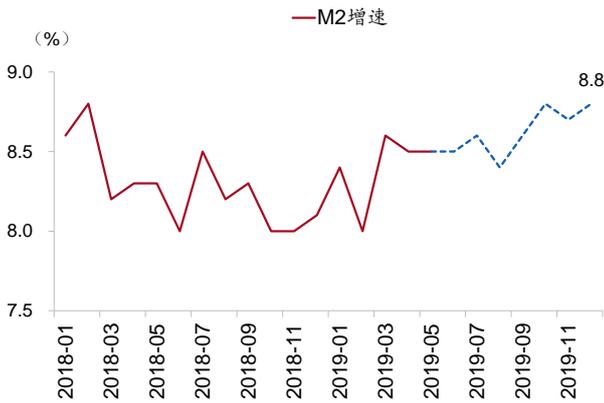
圖 55: 企業實際融資成本有所提高



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

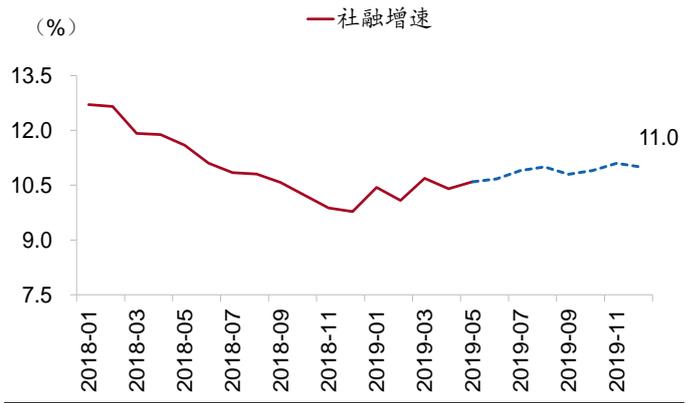
實體經濟融資成本上行壓力有所加大。年初以來，企業名義融資利率出現了一定回落，但由於PPI等價格指數下降更為明顯，企業實際融資成本反而有所提升。5月末，3年期AAA、AA+企業債券收益率與PPI之差較上年末提高0.2和0.24個百分點。由於市場風險偏好仍較弱，信用利差持續收縮的空間較小，疊加經濟下行壓力加大、企業盈利能力走弱，實體經濟融資成本上行壓力可能會進一步加大，並有可能進一步掣肘投融資需求，加大經濟下行壓力。

圖 56: M2 增速預測 (基準情形)



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 57: 社融增速預測 (基準情形)



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

下半年，央行可能會優先推動利率並軌等措施，進一步增強貸款利率的靈活性，逐步引導貸款利率下行。考慮到央行公開市場操作利率已較長時期低於市場利率，央行可能也會擇機“隨行就市”下調逆回購和 MLF 等操作利率。信用方面，在“穩信用”基調下，政策部門可能會根據現實情況，適當調整信用結構，基本實現 M2 和社融與名義 GDP 增速相匹配。基準情形下，預計全年 M2 增長 8.8%，社融增長 11.0%，其中在供給側結構性改革持續推進下，表外融資和股市、債市等直接融資規模或將小幅回升，而貸款增速可能小幅回落至 13.0% 左右；衝擊情形下，“穩增長”意願更強，政策對衝力度可能變大，預計 M2 增長 9.2%，社融增長 11.2%；樂觀情形下，“防風險”的地位較為突出，政策可能會邊際收緊，預計 M2 增長 8.6%，社融增長 10.7%。

(三) 供給側結構性改革煥發活力

1. 繼續深化改革應對變局

一是進一步推動低端產能去化，降低無效供給，提升企業生產經營意願，促進新動能加速崛起；二是採取綜合措施應對貿易摩擦壓力，穩定外需，穩定企業產能利用率；三是採取措施提振內需，尤其是扭轉汽車類消費下滑的勢頭。

2. 繼續深化國企改革

進一步推進國企改革，強化國企公司治理結構、市場化經營機制、職業經理人制度、市場化用人機制等體制機制建設，進一步優化資源配置，增強微觀主體的經濟活力。借鑒國外先進經驗，按照競爭中性原則，加快推動央企專業化重組，穩步擴大國企混改範圍，加強國有資本投資運營，做強、做優、做大國有企業。

3. 推動高水平對外開放

在國際產業分工格局、國際經濟合作與競爭發生變化時，全球的經濟治理體系和規則將發生深刻變化。建立統一開放、競爭有序的市場體系，才能提升中國的競爭優勢。下一階段，中國有望在市場准入、營商環境建設、貿易投資便利化等方面提高開放水平。高質量對外開放，在滿足了居民消費升級需求的同時，也有助於引進吸收先進的服務、管理以及技術，加快國內產業升級步伐。

4. 加快金融供給側結構性改革

長期以來，我國金融體系以間接融資為主導，直接融資發展明顯不足。這種融資體系較好地滿足了傳統增長模式下的投融資需求，但也帶來了杠杆率高企、資源過度集中於房地產、地方平臺等一系列問題。隨著我國經濟逐步由增量擴張轉向結構調整和高質量發展，需要加大直接融資供給，優化金融資源配置，從金融風險釋放、金融體系重構、資金價格體系高效等方面全方位持續推進金融供給側改革。一是以信息披露和註冊制為主要特徵的科創板試點，有助於進一步推動資本市場發展，補齊直接融資發展短板；二是持續加大對民營、小微企業金融供給規模，可以進一步優化我國金融資源分配格局，提高資源配置效率；三是加快推進利率市場化進程，強化金融機構風險定價能力，充分發揮市場在資源配置中的決定性作用。

(四) 2020年宏觀政策展望

總體看，2019年經濟開局良好，在財政政策持續發力、穩健貨幣政策主動作為之下，全年經濟有望繼續保持平穩增長。與之相比，2020年經濟下行壓力可能更加突出，“穩增長”訴求可能更為迫切。財政貨幣政策在確保2019年全年經濟目標的前提下，還需適當為2020年經濟增長蓄力。供給側結構性改革會穩步有序向前推進，繼續保持宏觀杠杆率的相對穩定，加快基建、環保、創新等補短板領域投資，同時繼續加快金融供給側結構性改革，切實降低實體經濟融資成本，增強金融服務實體經濟的質量和效率。

1. 財政政策提質增效

赤字率可望繼續上調。2020年，預計我國目標赤字率水平將上調至3%，實際赤字率水平將提高至5%，同比多增加赤字4000-5000億元。預計明年政府將繼續加大從預算穩定調節基金、政府性基金預算及國有資本經營預算資金調入資金的力度，進一步盤活財政資金存量，以提高目標赤字率。同時，通過發行國債、地方債等方式提高實際赤字率水平。新增專項債額度繼續提高，新增專項債發行限額可能進一步提高至3萬億元。

增值稅改革有望繼續推進。2019年我國將製造業等企業現行16%的稅率降到13%，將交通運輸業、建築業等行業現行10%的稅率降到9%，同時不對6%一檔的稅率做調整，但會對涉及到的相關行業，採取加計扣除的方式，使稅負只減不增。這樣的政策調整能夠減小不同稅檔之間的稅率差，穩妥實現增值稅率三檔並兩檔目標。2020年，預計增值稅改革將繼續向“三檔並兩檔”的總目標推進，製造業稅率預計下調至11%，交通運輸業、建築業等稅率下調至8%，可實現減稅一萬億元左右。

2. 貨幣政策靈活適度

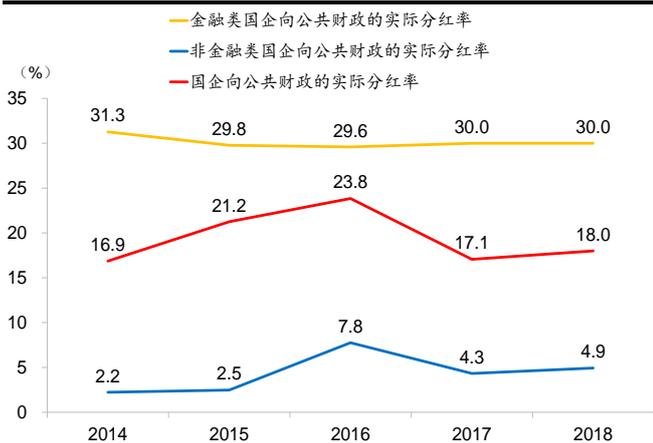
降准、降息預期增強。面對經濟下行壓力，2020年貨幣政策可能會更為積極，繼續通過降准、MLF等措施釋放中長期流動性，保持流動性合理充裕，並適當下調政策利率，進一步降低實體經濟融資成本。全年預計存款準備金率可望下調1-2個百分點，政策利率下調10-20BP左右。考慮到央行正在推進利率並軌，利率傳導效果有望持續增強，下調政策利率有助於降低實體經濟融資成本。

信用供給保持相對穩定。預計全年M2增速為9%左右，社融增速為11.2%左右，與名義GDP增速差較2019年略有擴大。在宏觀杠桿率約束、推動經濟高質量發展的總體要求下，信用無序、高速擴張的可能性也較低。其中，基建、鄉村振興、環保等補短板領域的信用擴張會進一步加快，民營、小微企業的信用供給進一步增強，房地產領域信用擴張或相機調控。

3. 加大國企分紅上繳公共財政的力度

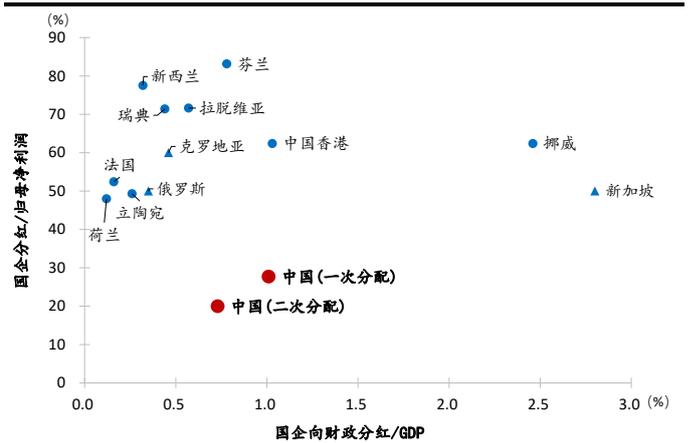
我國國企分紅上繳公共財政的比例總體偏低。其中，金融類國企分紅上繳公共財政的比例總體保持穩定，經測算2014年以來，金融類國企分紅率總體穩定在30%左右。同時，非金融類國企分紅上繳公共財政的比例過低。2018年，非金融類國企向公共財政調入的資金僅為754億元，僅占非金融類國企歸屬國有母公司淨利潤的4.9%，近五年的平均比例為4.3%。比較來看，我國國企分紅上繳財政的比例明顯低於其他國家和地區。根據近五年的數據，綜合計算了國企（金融+非金融）分紅上繳財政的比例。其中，按照一、二次分配機制計算出的分紅比例分別為27.7%和20%（近五年均值），大幅低於芬蘭、新西蘭等國家和地區。此外，一、二次分配⁶金額占GDP的比重分別為1.01%和0.73%（近五年均值），雖然領先於世界許多國家，但仍低於新加坡、挪威等國家和地區。

圖 58: 國企分紅上繳公共財政的比例總體較低



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 59: 我國國企向財政分紅與其他經濟體有較大差距



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

當前形勢下需要進一步提高國企分紅上繳公共財政的比例。一是宏觀經濟下行壓力較大，減稅降費政策的出臺在為市場主體“減負”的同時加大了財政收支平衡的壓力，因此需要進一步拓展財政資金來源。二是我國宏觀杠桿率在世界主要國家中已處於較高水平，通過政府加杠桿為財政“開源”的操作空間有限。三是在減稅降費政策背景下，一般公共預算、政府性基金預算和社會保險基金預算都很可能增收乏力，而國有資本經營預算則很可能從中獲益。四是經過多年的改革發展，國企經營效益已大為改善，尤其是供給側改革以來，國企盈利面明顯好轉，利潤總額大幅增長，這些都為向公共財政上繳利潤創造了良好的條件。下一步，有必要進一步深化國企改革，提高國有企業向廣義財政的分紅（一次分配）比例，儘快改革國有資本經營預算制度（二次分配），疏通國企分紅直接進入公共財政的渠道。

⁶“一次分配”是指國企總體按照金融和非金融的類別，分別將分紅資金繳向一般公共預算與國有資本經營預算這兩個不同的“賬本”。“二次分配”是指在“一次分配”的基礎上，部分國有資本經營預算資金向一般公共預算的調入。

五、風浪暫歇，重歸微瀾：資本市場的新機會

大類資產價格的表現，表面上是由投資者的風險偏好決定，但本質上仍是由基本面變化以及投資者對未來政策的預期驅動的。面對貿易摩擦以及經濟演化的不確定性，當前大類資產配置的難度顯著上升，股債資產牛熊轉換的邏輯正在經受一定考驗，不過總體而言，考慮到宏觀政策的托底對沖，我們傾向於認為，股債資產的性價比正在發生變化，那就是股市的性價比正在上升，債券的性價比正在下降。

債券中期來看仍有一定的交易空間，甚至隨著某階段形勢的惡化，交易空間或許還頗為可觀，但總體處於本輪牛市的尾聲或者熊市的初期階段；股市儘管 2 季度經歷了較大回調，未來也面臨貿易摩擦及企業盈利可能惡化的風險，但我們認為股市對風險的定價已經相對充分，隨著 PPI 回升及政策紅利的釋放，對股市中長期走勢可保持相對積極的態度。

同時，宏觀面中一些結構性的變化，也對大類資產配置帶來了一定影響。包商銀行事件引發的流動性與信用分層，使得投資者開始關注這一事件是否正在永久改變市場的信用結構，而 A 股工業企業盈利與規模以上工業企業盈利走向的背離，也凸顯出明顯的頭部效應。不過我們對這些結構性的變化持樂觀的看法，政策的持續對沖將會逐漸平復流動性與信用分層，A 股工業企業與規模以上工業企業的盈利背離終將按照歷史規律逐步收斂，風浪暫歇，池水將重歸微瀾。

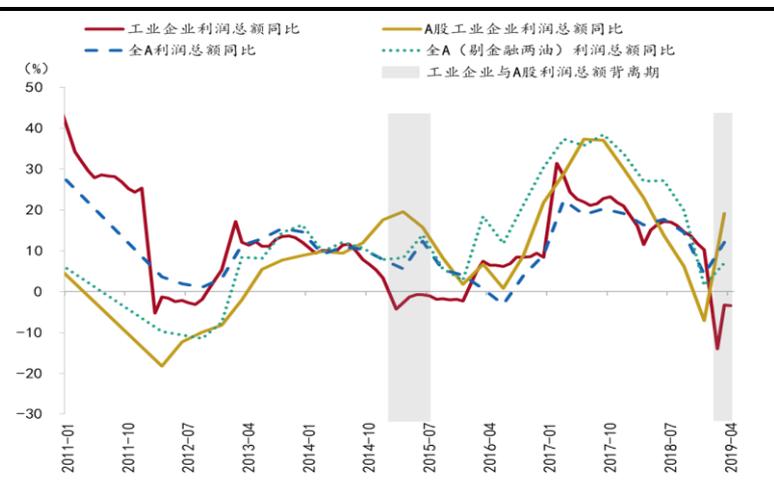
(一) 股票市場展望

1. 工業企業利潤與 A 股利潤增速發生背離

從可比口徑看，2019 年一季度全 A 利潤總額同比 12.06%，而規模以上（以下簡稱規上）工業企業利潤今年以來增速仍然落在負區間，3-5 月累計同比增速分別為-3.30%、-3.40%、-2.30%。

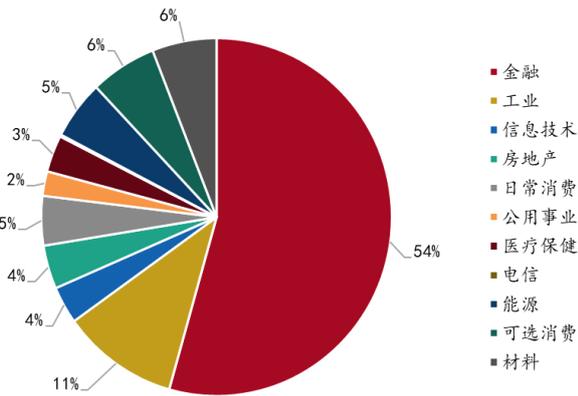
背離現象主要源自 A 股金融板塊、A 股國有工業企業的強勁表現。從 A 股淨利潤結構來看，金融、工業與信息技術板塊對整體 A 股盈利的拉動效果較大，從而推升了整體 A 股淨利潤增速。

圖 60：2019 年 Q1 工業企業與 A 股利潤增速背離



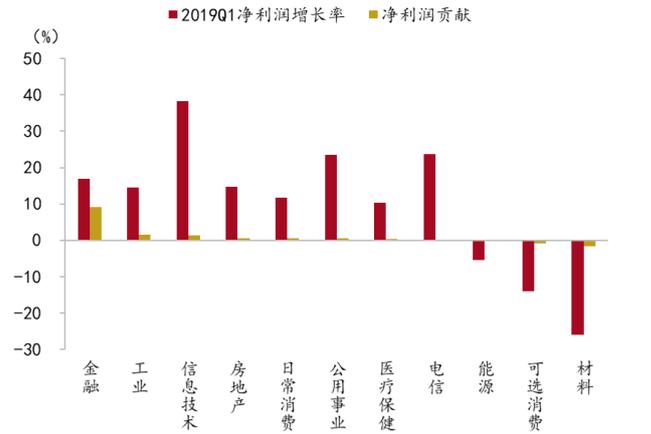
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 61: 全 A 各行業淨利潤占比



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 62: 金融、工業、信息技術利潤貢獻度較高

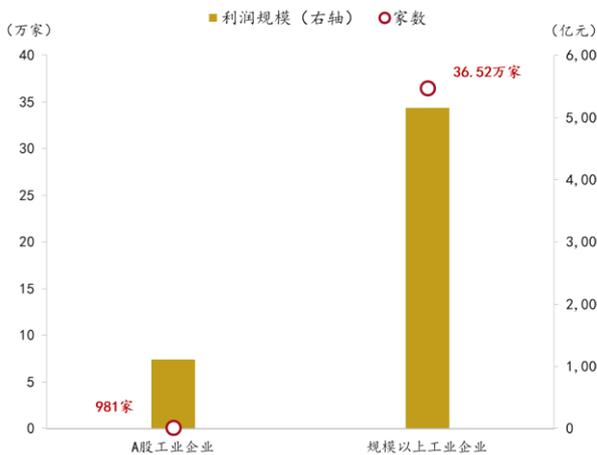


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

顯然，除全 A 利潤增速之外，A 股工業企業利潤增速與規上工業企業利潤增速也出現了背離。從工業企業家數來看，A 股工業企業共 981 家，規上工業企業合計 36.52 萬家。雖然 A 股工業企業家數遠小於規模以上工業企業，但從利潤規模上看，A 股工業企業利潤占比規模以上工業企業利潤約 20%，表現出較為明顯的頭部效應。

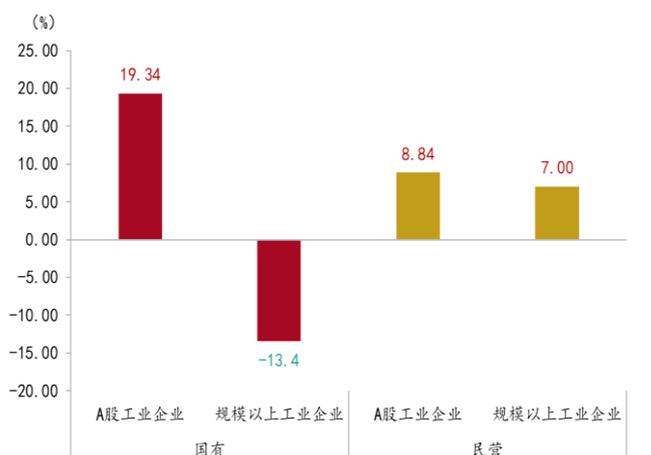
從企業類別上看，國有工業企業（含中央與地方）占比 A 股工業企業利潤最大，為 77%。2019 年一季度 A 股國有工業企業利潤同比增速 19.34%，而同期規上國有工業企業利潤同比增速為 -13.40%。由此可見，A 股國有工業企業今年一季度表現顯著超越規上國有工業企業，正是這兩者的表現背離，導致了整體上市工業公司與規模以上工業企業利潤的差距。

圖 63: A 股工業與規模以上工業企業對比



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 64: 國有工業上市公司表現強勁



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

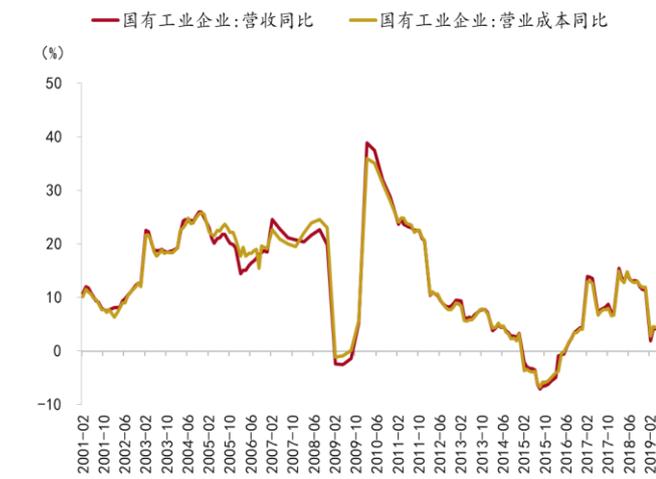
我們認為規上國有工業企業利潤的下滑原因有三，一是去年同期基數較高，二是一季度營業收入下滑，三是管理及財務費用陡增。

具體來看，去年同期規上國有工業企業利潤總額為574.70億，處於近五年以來同期較高水平，因此較高的基數為今年的增長帶來壓力。

從營收角度看，規上國有工業企業營收增速仍較弱，2019Q1 營收同比增速為4.10%，處於近兩年以來低位水平。

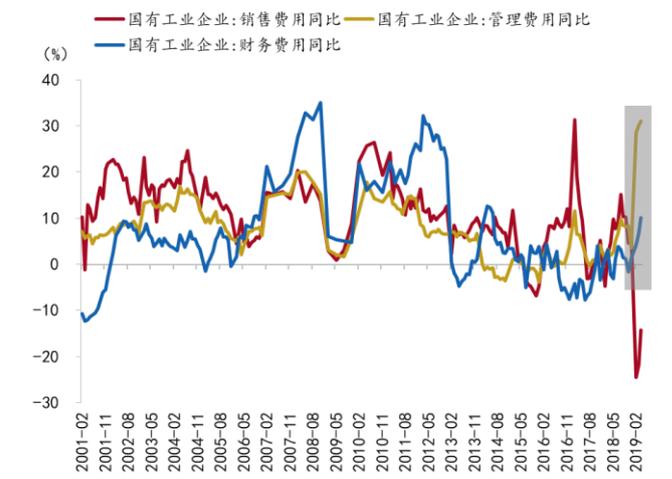
費用方面，雖然營業成本及銷售費用增速放緩，但值得注意的是管理費用大幅抬升，為歷史最高水平。同時財務費用也出現較為顯著的上升，達到近四年以來最高水平。

圖 65: 規上國有工業企業營收增速為近兩年低位



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

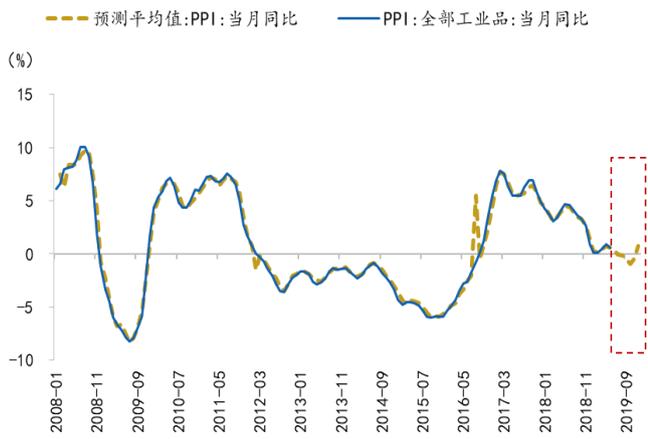
圖 66: 規上國有工業企業管理、財務費用激增



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

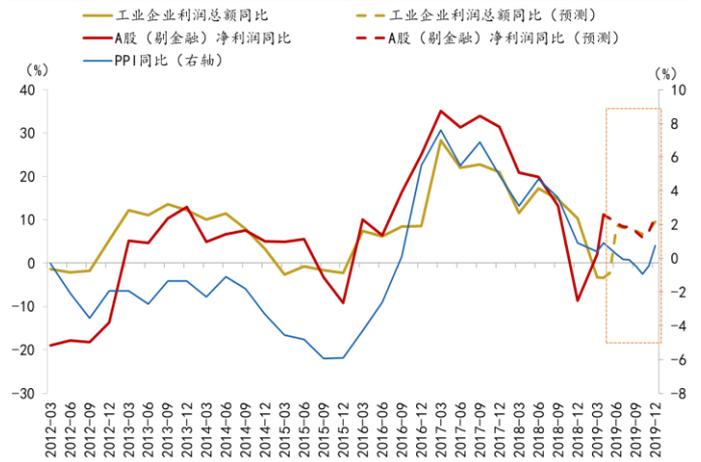
展望下半年，A 股及規模以上工業企業盈利背離有望逐步收斂，並走出震盪回升的格局。從歷史上看，A 股淨利潤與規模以上工業企業利潤趨勢上表現出較強同向性，同時，PPI 與兩者具有較強相關性。因此通過對 PPI 的預測，能側面估算出 A 股與規模以上工業企業盈利未來趨勢。全年來看，PPI 或於三季度回落至負區間，而隨著逆週期調節政策的發力，四季度有望走出通縮區間，指向 A 股企業及規模以上工業企業盈利有望企穩回升。整體來看，A 股及規模以上工業企業盈利的背離將由發散轉為收斂，短期內 A 股及規模以上工業企業利潤在 PPI 的下行壓力下，料將有所回落，而三季度有望見到兩者的企穩回升。

圖 67: PPI 下半年預計將震盪回升



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 68: A 股與規上工業企業盈利的背離將收斂



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 股市制度持續完善帶來政策紅利

隨著資本市場的持續開放，改革帶來的政策紅利將逐步凸顯：

(1) 科創板的機遇。 下半年科創板的開板有望對整體股市產生長遠且積極的影響。短期來看，開板初期由於供求不平衡、新的交易機制市場需逐步適應，市場化定價發生作用或需要一個漸進的過程，因此不排除會出現寬幅震盪的行情。

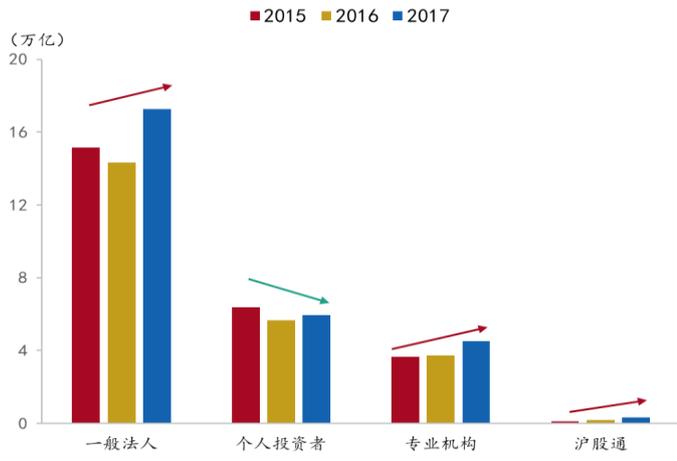
長期來看，科創板的比價效應或將為主板相關板塊及創業板帶來機會。根據科創板相關規定，非盈利企業也能上市，發行價全部採用市場詢價方式，因此定價機制上將變得更為靈活，也更加市場化。在這種比價效應的推動下，A 股相關板塊及創業板的估值或將獲得重估。

(2) 並購重組的放鬆有利於資本市場長期繁榮。 《上市公司重大資產重組管理辦法》迎來修改，擬取消重組上市認定標準中的“淨利潤”指標、進一步縮短“累計首次原則”計算期間、允許符合國家戰略的高新技術產業和戰略性新興產業相關資產在創業板重組上市、恢復重組上市配套融資等。

整體來看，並購重組的放鬆有利於提升上市公司的資產質量、改善企業現金流，對於創業板而言，或將受益於殼資源帶來估值提升，但這並非意味著盲目重組、惡意炒殼的再現，隨著監管力度的持續加大以及違法違規的成本提高，未來財務造假、內幕交易等亂象將得到遏制。

(3) 股市投資者結構有望優化。 如滬倫通、中日互通 ETF、A 股入富、MSCI 擴容等，未來外資有望持續流入，股市投資者結構將得到優化，機構投資者占比逐步提升，這將有利於改善 A 股理性程度。

圖 69: 滬市各投資者持股市值變化



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 70: A 股追漲殺跌現象較為顯著



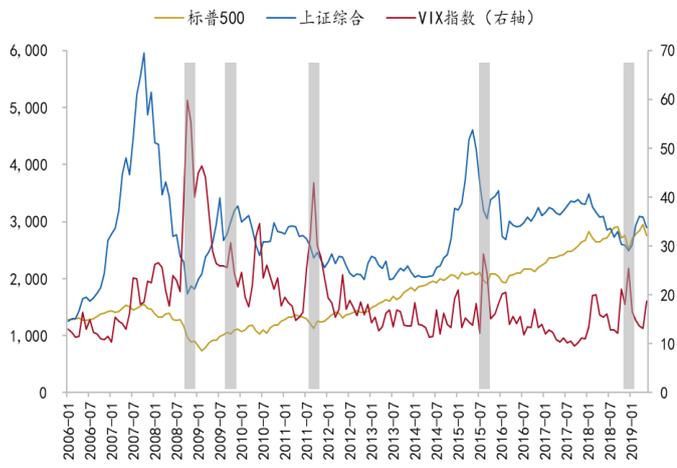
資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. 關注美股對 A 股市場的擾動

從歷史數據來看，美股的波動對 A 股擾動較為顯著。今年 3 月以來 VIX (Volatility Index) 持續上攀，達到今年高位，處近一年以來第三高位，預示著市場對風險的隱憂在逐步積壓。

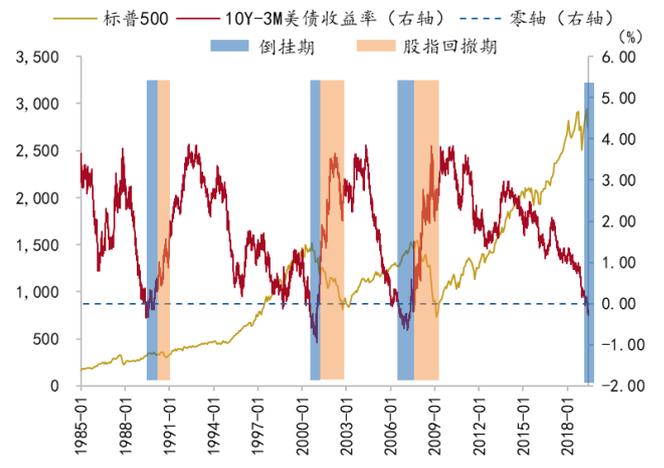
從美債收益率倒掛方面看，需關注倒掛的持續時間與幅度。歷史上一共發生過 3 次 10Y-3M 美債收益率曲線持續 6 個月以上的倒掛現象，而倒掛後 6-12 個月內標普 500 均出現不同程度回撤。

圖 71: 美股的波動對 A 股擾動較為顯著



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 72: 美債收益率曲線倒掛與標普 500



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

展望下半年，股市多空因素交織，短期內或經歷寬幅震盪的過程，科创板的開板、並購重組的逐步放鬆、機構投資者的占比逐步提高有望為股市帶來積極影響，但同時也需要關注企業盈利下行的持續時間。中長期來看，隨著市場對中美貿易摩擦前景的重估、企業盈利有望三季度末得到改善、逆週期調節政策的推進，A 股市場韌性仍在，可以看的更積極。

(二) 債券市場展望

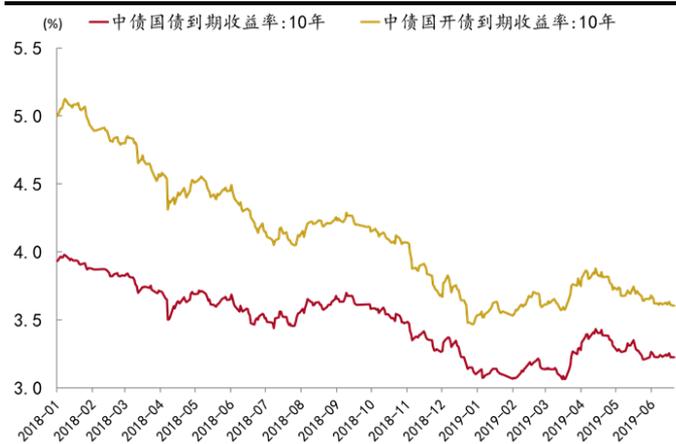
1. 無風險利率仍有下行空間，觸底後或有修復

在傳統的利率分析框架中，經濟增長、通脹水平、貨幣政策是主要影響因子，近年來，隨著政策調控加強宏觀審慎管理，金融監管也逐漸成為影響債市變化的主要因子。基於以上四因子變化，下文對下半年利率走勢做出展望。

去年四季度，四因子呈現“經濟增長回落”+“通脹趨穩”+“寬貨幣”+“緊信用”的組合；今年一季度，經濟增長和信用環境出現積極變化，四因子呈現出“經濟增長趨穩”+“通脹走低”+“寬貨幣”+“寬信用”的組合，無風險利率回升；二季度，經濟和信用環境轉弱，四因子呈現“經濟增長回落”+“通脹回升”+“寬貨幣”+“穩信用”+“防風險”的組合，無風險利率緩慢回落。

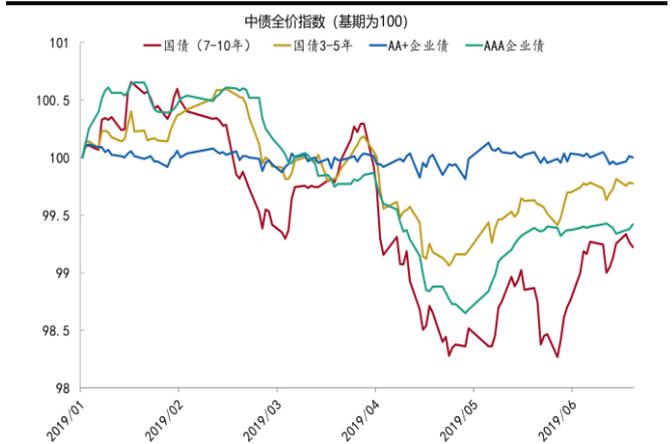
下半年，四因子的變化將會是經濟增長緩慢下探，通脹先下後上，寬貨幣延續，信用環境趨穩，防風險延續。經濟增長穩中回落，三季度經濟面臨考驗，房地產投資即將見頂回落，同時，製造業依然持續下滑，基建投資增速是否能夠有效托底成為關鍵。期間，貨幣政策和財政政策會跟隨發生調整，若逆週期調節力度加大，經濟將逐漸企穩。通脹方面，三季度通脹中樞將有所回落，四季度中樞或小幅上升，整體通脹水平可控。

圖 73: 2019 年 H1 十年國債、國開債表現



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 74: 2019H1 信用債表現好於利率債



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

政策相機抉擇，寬貨幣基調延續，信用趨穩。貨幣政策將繼續在“穩增長”和“防風險”之間保持平衡，考慮到政策調控需要兼顧多重目標，包括保持內外均衡，堅持經濟結構轉型等，下半年政策取向將會是相機抉擇。趨勢上，經濟回落過程中，需要寬貨幣的配合，這一基調暫不會有明顯變化，只是在過程中，可能會出現微調。信用方面，下半年整體以穩為主，節奏上或有反復。

此外，值得注意的是，下半年海外主要經濟體進入降息通道概率逐漸加大，為國內貨幣政策放鬆提供了空間。市場對美聯儲年內降息次數預期已升至 1-2 次，10 年美債利率已下降到 2.0% 左右，中美利差上升至 120bp 左右，處於歷史較高水平，為國內利率下行提供了空間。

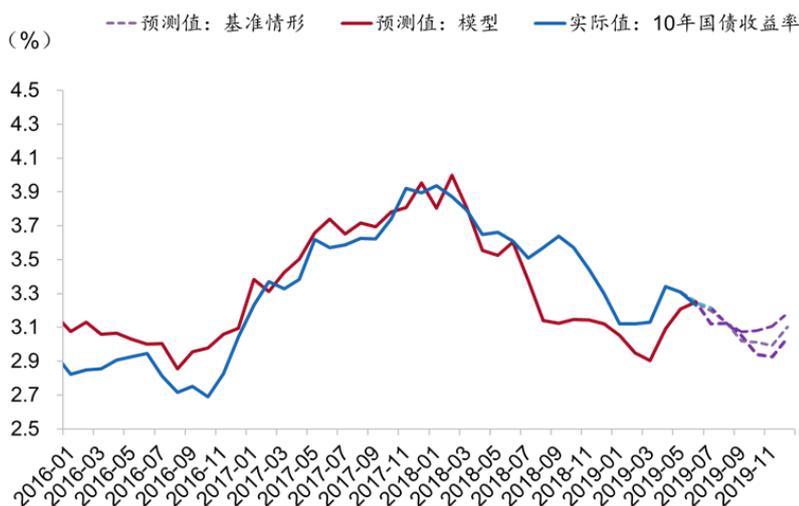
利率債配置策略：

中性條件下，下半年10年期國債收益率在2.9%-3.3%區間運行，中樞水平在3.1%，10年期國債收益率中樞將下行至3.3%-3.7%。若經濟出現較大下行壓力，貨幣政策進一步放鬆，10年期國債利率可能會向下探尋2.9%下方。後期；若經濟能夠趨穩，貨幣政策側重點則會發生調整，屆時利率或將出現反復。

策略上，三季度長端利率有交易空間，但需要注意安全邊際。下半年短端利率有可能回落，曲線整體向下平移。

結合本土泰勒規則模型對利率的測算，我們對2019年10年期國債運行的三個區間給出相應的策略：如果達到3.3%以上，在基本面和貨幣政策出現明顯轉向之前，回調即買入機會，建議逢高配置；如果在2.9%-3.3%中間，屬震盪位置，或長期在區間內運行，向下繼續突破概率較小，需要注意安全邊際；利率向下突破2.9%需要基本面或貨幣政策的強力推動，例如貿易摩擦再度升級或海外流動性放鬆速度超預期等條件。

圖 75: 利率定價模型預測的 2019 年無風險利率均衡水平



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 信用利差穩中有憂，結構分化加劇

下半年，信用利差走勢主要會受到基本面變化和金融監管推進程度的影響。我國信用利差通常受兩大因素驅動，一是企業違約風險，二是債券流動性風險。基於兩大因素，我們認為下半年變化如下：

(1) 基本面走弱挑戰整體違約風險，盈利差異繼續導致結構分化

今年上半年，隨著無風險利率的下行和信用環境的修復，信用利差收窄。下半年，企業風險溢價受基本面影響增大，目前經濟仍在下行階段，企業盈利仍在回落，經營風險仍存。其次，外部不確定性增大，若外部環境進一步惡化，信用利差可能會走闊。

另外，從企業性質上看，國企與非國企盈利差異將繼續影響兩者信用利差分化。上文曾提及 A 股工業企業利潤增速與規上工業企業利潤增速出現背離，國有工業企業盈利表現強勁。透過 A 股數據，我們可以看出國企與非國企之間盈利能力存在較明顯差距，這一現象我們認為下半年仍將持續，國企與非國企之間信用利差也會繼續分化。

(2) 銀行體系剛兌信仰打破，對整體信用利差影響趨穩，但會加劇結構分化

受包商銀行事件影響，銀行體系剛兌信仰打破，同業市場流動性分層的影響傳導至資產端，導致信用債流動性溢價回升。不過考慮到金融監管的推進大概率較為平緩，對整體信用利差影響較為有限，但還需持續觀察後續變化。此外，同業信用利差的分化將傳導至信用債利差上，加劇高低評級信用利差的分化。

綜合而言，下半年信用利差穩中有憂，“穩”在下半年無風險利率的回落有助於對沖債券流動性風險溢價的回升，“憂”在基本面回落仍可能導致整體違約風險上升，金融監管影響還需持續觀察。此外，我們認為信用利差結構分化仍有加劇之勢。從基本面角度出發，國企和非國企信用利差分化持續；從金融監管影響層面出發，高低評級信用利差分化或加劇。

信用債配置策略：

高低評級信用利差分化會延續，高評級信用債享有相對優勢，低等級信用債壓力加大，機會還需信用環境進一步改善的確認。下半年，資金利率或維持相對低位，針對高評級可適度拉長久期增厚收益，建議謹慎下沉評級。

城投債：上半年表現較好，伴隨著政策調整，城投平臺融資環境邊際放鬆，城投債整體風險有所回落。下半年，城投債仍是相對較好的選擇，目前高評級利差處在相對低位，短久期收益不高，可考慮拉長久期，但建議謹慎下沉評級。

地產債：精選優質企業，可挖掘政策有放鬆趨勢地區的房企。

民企債：儘管整體融資環境有所改善，但民企融資並未出現明顯回暖，特別是信用資質差的民企，受益於政策的力度較小。因此，建議對民企債保持謹慎，選擇上以龍頭為主，關注景氣度處在上行通道的行業主體。在個券考量上，需重視企業的穩健經營和現金流，對於低等級信用債，建議謹慎對待。

3. 金融風險“揭蓋子”，“防風險”任重道遠

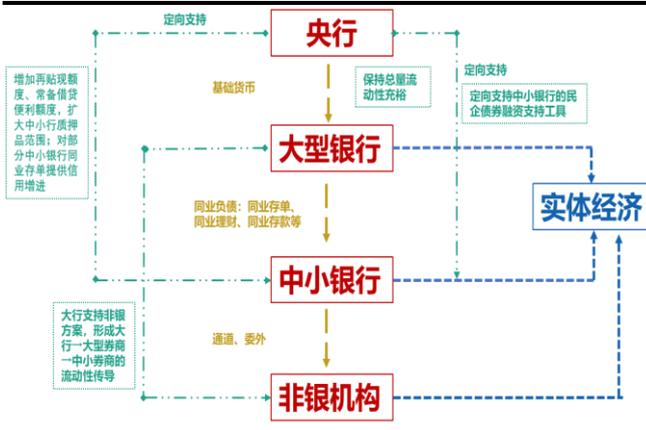
在持續加大“穩增長”的同時，政策部門仍在繼續推動金融防風險工作。包商銀行事件表明了政策部門敢於“揭蓋子”、刺破金融風險的意圖。該事件在暴露出中小銀行體系潛在風險問題的同時，也揭示了金融風險由點及面的傳染性和破壞力，以及政策部門阻斷風險傳染，維護金融體系穩定的決心。

短期看，包商銀行事件具有一定的衝擊性，但影響相對可控。事件發生後，部分中小銀行和非銀機構資金壓力明顯加大，但在政策持續對沖下，金融風險傳染鏈條被有效阻隔，點狀風險暴露並沒有演化成系統性金融風險，對實體經濟融資沒有造成實質性影響。具體來看：

中小銀行通過同業市場融資壓力有所加大。由於長期存在的剛性兌付等問題，投資者在與中小銀行進行資金拆借、票據貼現和同業存單購買等方面較少考慮違約風險。包商銀行事件以後，投資者開始質疑剛兌信仰，收緊與中小銀行的同業和票據業務，壓縮購買同業存單規模，使得中小銀行在同業市場、貨幣市場獲取資金支持的難度驟然增加。

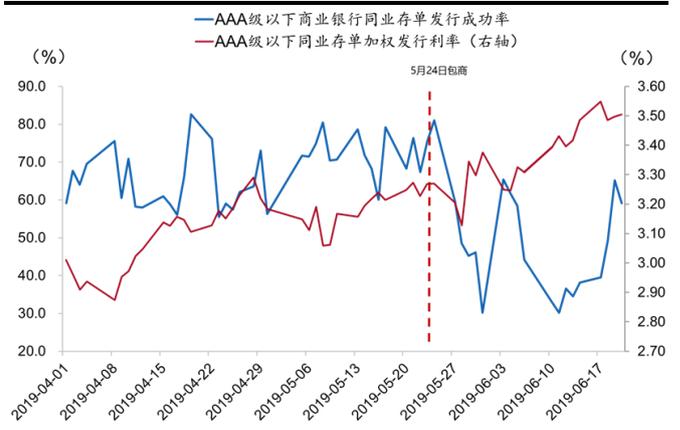
中小銀行流動性短缺逐步向非銀機構傳導，非銀機構流動性壓力上升。由於存在“大型銀行→中小銀行→非銀機構”的流動性分層體系，中小銀行流動性壓力直接導致其降低了對非銀機構的資金融出，部分銀行還加大了委外業務贖回，直接加劇了非銀機構融資壓力。而且，由於非銀機構主要通過質押高等級債券、出售高流動性資產等方式獲取資金，從而加大低等級債券的質押融資壓力，一定程度上降低了市場風險偏好。部分“結構性債券”因評級低、杠杆高，遭受的流動性衝擊更加明顯。隨著年中考核的結束，後續非銀機構的流動性壓力可能會逐步趨於穩定。

圖 76: 包商銀行事件後，央行多渠道穩定流動性



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 77: AAA 以下銀行同業存單發行衝擊明顯



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

由於政策部門針對風險傳染鏈條，適時採取了相應措施阻斷風險傳遞，上述風險尚未對實體經濟融資產生較大衝擊。理論上，中小銀行負債端壓力以及風險偏好降低會在一定程度上約束中小銀行和非銀機構資產擴張，加大中低評級企業融資壓力和實體經濟融資難度。在實際操作中，政策部門在處理包商銀行負債壓力的同時，還通過定向降准、再貼現、公開市場操作、MLF、同業存單信用增進機制等方式加大對中小銀行流動性供給，並適時加大對非銀機構發債、定向融資的支持力度，規範了回購交易規則，避免資本市場恐慌性拋售，合理引導市場預期，穩定市場風險偏好。

中長期看，包商銀行事件指示意義可能更為重要。包商銀行事件是金融供給側結構性改革中的重要內容，可能對金融體系產生以下深遠影響：一是加快引導中小銀行業務回歸本源。包商銀行信用風險產生的原因與其公司治理機制不健全、風險管理不到位等密切關聯。進一步完善中小銀行公司治理機制、強化風險管理和合規經營理念，是金融供給側結構性改革的重要內容，有助於夯實服務小微企業的基礎性力量。二是持續優化金融體系流動性分層體系。隨著存款準備金體系不斷完善以及央行交易對手方可能向中小銀行擴容，傳統流動性分層體系有望向扁平化演變。三是進一步強化金融機構風險定價能力。打破剛性兌付基本成為一種共識。金融機構需要不斷強化風險定價能力，形成合理高效的市場化利率定價體系，才能更好地適應利率市場化的發展。

(三) 海外市場

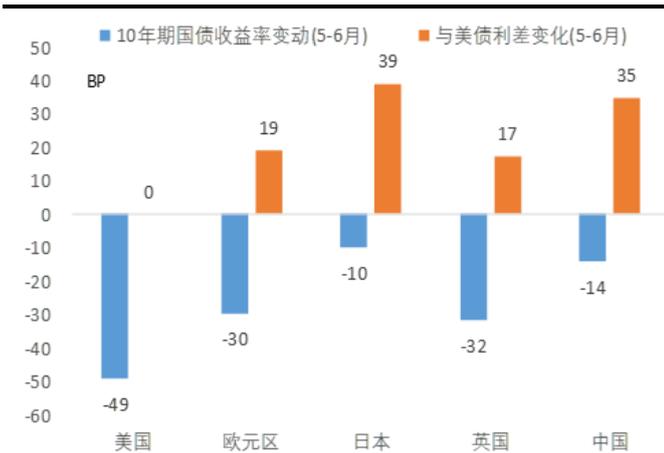
1. 降息前景打壓美元

上半年美元大體上維持強勢，美元指數在 95-99 區間震盪上行。但隨著市場確信美聯儲愈來愈臨近降息窗口，美元的強勢受到一定程度的挑戰，6 月份後開始轉弱，或許正在臨近階段性調整的拐點。

5 月份後，由於全球經濟增長前景轉弱，以及主要央行陸續轉向鴿派，全球主要經濟體的無風險利率均出現下行，但比較起來，由於聯儲降息預期喧囂塵上，且前期美債收益率水平較高，因此美債收益率下行幅度最大，這意味著美元相對其他貨幣的利率優勢在過去兩個月迅速收窄，利差優勢的弱化導致美元指數 6 月後自高點回落，非美貨幣則出現一波反彈。

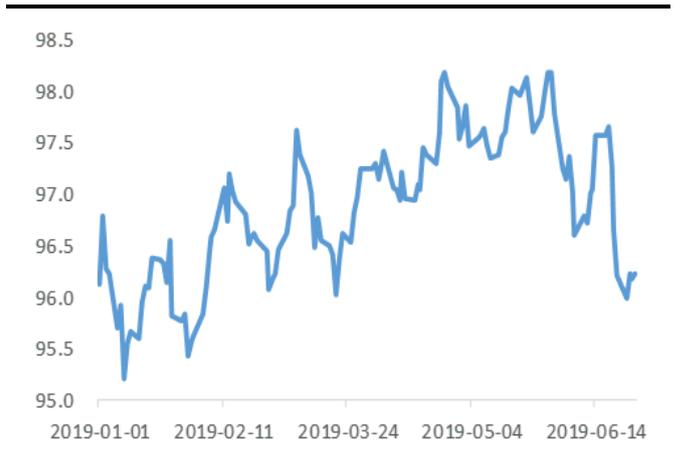
預計在聯儲降息前以及降息初期的一段時間內，經濟轉弱以及聯儲降息預期會始終打壓美元表現，美元可能以震盪下行為主，但若美股出現大跌，或者地緣政治出現意外緊張局面，避險情緒回潮或會對美元構成支撐。

圖 78: 美元利率優勢受到削弱



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 79: 美元指數



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 人民幣匯率彈性顯著提升

人民幣匯率在 5 月份後出現一波急貶，其走勢與年初時的急升恰好相反，反映出中美貿易摩擦的好轉與惡化預期，對人民幣匯率以及客戶交易行為的深刻影響。總體而言，人民幣匯率的彈性較前期有顯著提升。

展望未來走勢，人民幣匯率在相當大程度上仍受到美元指數強弱的影響，若美元由強轉弱拐點的判斷兌現，那麼人民幣匯率的貶值壓力會有所減輕。但中美貿易摩擦前景的不確定性，仍對匯率構成較大困擾，若貿易摩擦再度惡化，或者中美關係出現超預期負面變化，不排除人民幣匯率彈性繼續加大，從而測試 7.0 關口的可能。

圖 80: 人民幣匯率與美元指數



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

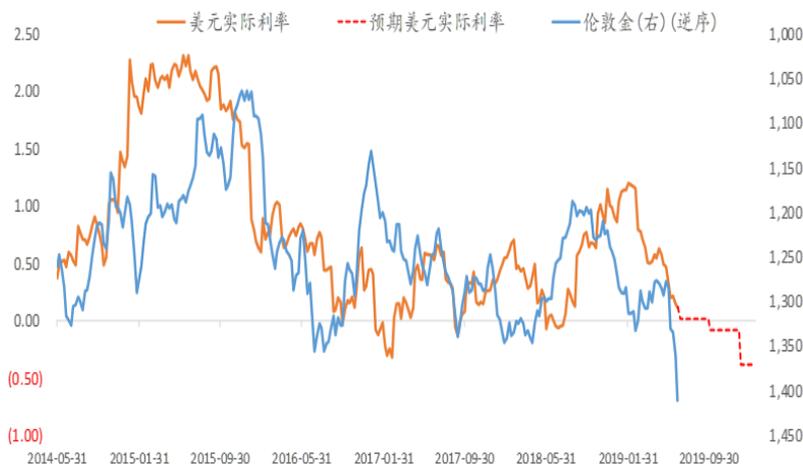
3. 貴金屬中期看漲

黃金價格在 6 月份後強勁上揚，自 1300 美元下方迅速突破 1400 美元。

依據我們的分析框架，美國國債收益率近期快速下行，導致美元實際利率快速下行，是黃金價格爆發的最主要驅動力。展望未來一段時間，由於市場預期美國通脹水平將逐級走高，從 1.9% 升至 2.4%，這意味著如果美債收益率保持在目前水準的話，美元實際利率還將進一步下行，甚至轉為負實際利率，美元實際利率若要大幅走升，除非出現美債利率大幅上行或者通脹大幅下行的情景，然而出現這種情景的可能性極低。

因此，我們有理由繼續看好黃金的中期表現，認為仍有一定的上行空間，中期內或許有衝擊 1500 美元的機會，但也需要提防連續大幅上漲後的回調風險。

圖 81: 黃金價格與美元實際利率



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。