

宏观经济研究系列

2019年宏观经济形势市场观点综述

建投研究院 高彦如 研究员

主要观点

- ▶ 临近年底，市场上大量研究机构已对2019年宏观经济形势做出判断，本文为市场主要观点的综述型文章。
- ▶ 2019年，全球经济增速将温和放缓。美国GDP见顶回落但依然可观；欧元区受欧美贸易摩擦、外需回落、内部政局不稳影响，GDP增速减缓；日本经济平稳略有下降。
- ▶ 美国全年加息节奏放缓，预计加息两次，从“快加息+慢缩表”转变为“慢加息+快缩表”。财政政策受内部政局影响，进一步推进新财政扩张计划概率显著下降。特朗普的极端反全球化举措也将得到初步制约。
- ▶ 中美贸易摩擦休战90天，未来三个月的磋商过程将很艰难复杂，甚至可能出现反复，进入“短期压力缓和、长期博弈延续”格局，而且中美之间不仅是贸易战，还是经济、政治、文化、科技、网络、意识形态等领域的全方位综合实力较量。
- ▶ 2019年我国宏观政策将保持宽松的货币政策和更加积极的财政政策，特别是通过加大减税降费力度、提高财政赤字率等方式稳增长。
- ▶ 2019年中国宏观经济走势将继续下行，但有见底企稳的预期，全年增速预计在6.4%左右。
- ▶ 对于2019年大类资产配置，国内建议配置利率债，海外可以配置日元作为避险资产。
- ▶ 行业投资建议（1）高端制造业、核心零部件、5G等新基础设施等；（2）“轻”消费。

目录

一、2019 年全球宏观经济展望	3
二、2019 年美国宏观政策展望	7
三、中美贸易战趋势	8
四、2019 中国宏观政策趋势	14
五、2019 年中国宏观经济展望	18
六、2019 年大类资产配置建议	21
七、2019 年行业投资建议	24

一、2019 年全球宏观经济展望

2018 年的全球金融条件收紧，叠加贸易摩擦加剧、欧洲政治风险显现及新兴市场动荡等风险因素，使得开始于 2017 年的全球复苏共振在 2018 年被打断，全球多个主要经济体的经济增长率开始下滑。

表 1 2017 年 10 月至 2018 年 10 月全球主要经济体经济增长率的变化 (%)

	2017 年 10 月	2018 年 10 月	变化
全球	5.03	3.05	-1.98
发达经济体	3.38	2.17	-1.21
新兴市场国家	6.54	3.82	-2.72
美国	4.06	3.46	-0.6
欧盟	3.63	1.1	-2.53
英国	1.11	0.73	-0.38
日本	1.59	0.65	-0.94
中国	7.39	5.34	-2.05

资料来源：Fulcrumasset，建投研究院

对于 2019 年海外宏观经济走势，各机构一致认为**全球经济增速将温和放缓**。国际货币基金组织（IMF）2018 年 10 月发表的最新《世界经济展望》，2018 年及 2019 年全球经济预计均增长 3.7%，比其 4 月时发表的观点下调 0.2 个百分点。经济合作与发展组织（OECD）在 11 月发表的《经济展望》里将 2019 年全球经济增长预测从 5 月预计的 3.7% 下调至 3.5%。考虑到全球贸易纠纷升温及某些重要市场信贷条件紧缩，WTO 预测 2018 年及 2019 年全球货物贸易量增速将由 2017 年的 4.7% 分别降至 3.9% 及 3.7%。

高盛首席经济学家 Jan Hatzius 团队预测，受美国经济减速和中国经济进一步走软的影响，2019 年全球经济增速可能会从今年的 3.8%

放缓至 3.5%，大多数发达经济体和中国的经济增速均将放缓，但在之后几年中，金融失衡的状况有限，衰退不会那么快到来。

中金公司认为，2019 年全球经济增速同步减速，货币政策收紧节奏也将变缓，但全球金融条件收紧的效果在 2019 年将更加显著地展现，而美国财政刺激效果将逐步消退，因而 2019 年全球总需求整体增速面临放缓压力。因而，基准情形下，预计 2019 年全球经济增长的主基调是动能放缓与趋势收敛。

农银国际也是相同的看法，可以预见全球贸易摩擦升温、新兴市场国家资本大量外流，特别是美国及某些新兴市场及发展中国家的央行继续紧缩货币政策，以及经济和政治政策具有高度不确定性，因此 2019 年全球经济增长或放缓。

表 2 IMF、OECD、高盛对 2018 年 2019 年全球经济增长的预测 (%)

	2018	2019
IMF	3.7	3.7
OECD	3.7	3.5
高盛	3.8	3.5

资料来源：建投研究院

具体来说，各机构对全球主要经济体的判断也基本一致。美国经济将因为减税刺激政策效应的弱化以及利率上行的影响而减弱，实际 GDP 增速将见顶回落，但总体上美国经济仍将保持可观的速度增长。

高盛预测，美国经济目前已接近充分就业，劳动力市场将继续紧缩，核心通胀率将逐渐上升，政策利率也将走高。因此，明年美国经济增速将从今年的 2.9% 降至 2.6%，到 2019 年底，美国经济增速将放

缓至预期趋势增速，即 1.75%。尽管特朗普税改的积极影响或将在 2019 年减退，但美国经济目前很健康，仍然会保持一段时间的增长。

中信证券认为，随着减税刺激政策的效应逐步弱化，预计利率上行趋势对经济的负面冲击开始显现，美国经济内生性增长动能的下行趋势会逐步显现，这一趋势也势必将传导至欧日的外需放缓，进而使得全球经济增速趋于放缓。预计 2019 年美国实际 GDP 增速相对 2018 年下滑 0.5 个百分点，至 2.3%-2.6%；欧元区经济相对 2018 年下降 0.1 个百分点至 1.8%；日本实际 GDP 增速预计维持在 1.1% 左右。

中金公司预计美国 2019 年实际 GDP 增速 2.5%，相比 2018 年的 2.9%（中金估计）放缓，主要考虑到金融条件收紧拖累增大，而财政支撑力度减小；年底失业率下降至 3.2% 左右，远低于 4.5% 左右的自然失业率，工资增长有望加速，推动通胀继续上升。预计欧元区 2019 年实际 GDP 增速 1.8%，相比 2018 年的 1.9%（中金估计）轻微放缓，主要是考虑到财政扩张对增长的贡献将基本抵消金融条件收紧带来的拖累。预计日本 2019 年实际 GDP 增速 0.8%，相比 2018 年的 0.9% 轻微减速，主要考虑到财政收紧对四季度增长造成较大冲击。不过，全球央行收紧速度及幅度，以及风险因素如美国与中国和欧洲之间的贸易摩擦、意大利政治不确定性等可能的变化，将对其预测造成影响。

农银国际认为，2019 年美国经济的增速由 2018 年 2.9%（农银估计）回落至 2.4%。受欧美贸易摩擦、外需回落以及内部政局不稳等因素影

响，预计 2019 年欧元区经济增速或由 2018 年 2.0% 减慢至 1.7%。欧元区内部政治风险仍高企，包括与英国或无法达成脱欧协议，意大利政府的民粹主义升温以及德国领导力的削弱。预期英国经济在 2018 年和 2019 年均增长 1.3%，较 2017 年 1.7% 的增速回落。预计 2018 年及 2019 年日本经济增速或由 2017 年的 1.7% 分别回落至 0.9% 及 0.8%。受累于外需回落及全球贸易保护主义升温、企业投资增长疲弱以及 2019 年 10 月将开始上调的消费税，日本经济增长下行明显。

工银国际认为，2019 年与 2020 年将分别构成本轮美国周期拐点的上、下半程。拐点的上半程将是“减速而不失速”，全年实际增速预计为 2.6%。而由于需求侧刺激效应加速衰减、结构性改革难以续力、外部压力渐次加重的三重影响，欧元区经济将告别 2017-2018 年的美好时光，再次回到相对疲弱的复苏旧态，2019 年欧元区实际经济增速预计将回落至 1.7%。日本外部风险冲击有限、内部政策平滑稳健，因此在全球“危机回潮”的动荡中，2019 年日本经济阶段性地成为平静稳定的不动点，经济增速将略有下降至 1.0%。

表 3 部分机构对 2019 年美欧日英经济增长率的预测 (%)

	美国	欧元区	日本	英国
高盛	2.6			
中信	2.3-2.6	1.8	1.1	
中金	2.5	1.8	0.8	
农银	2.4	1.7	0.8	1.3
工银	2.6	1.7	1.0	

资料来源：建投研究院

二、2019 美国宏观政策展望

美国的宏观政策对全球经济有着至关重要的影响，从货币政策、财政政策、贸易政策三方面来看，各机构判断较为一致。

在货币政策方面，受工资增长加速、贸易摩擦导致关税上升等影响，美国通胀有望上升，但美国房价涨幅放慢、国际油价回落、外部经济体通胀压力不大，因此通胀压力可控，通胀预计稳定。基于风险管理，美联储倾向于慢加息。美联储预计 2019 年将加息 3 次，而国内分析师多数认为 2019 年将放缓加息节奏，全年加息 2 次。农银国际指出，目前美国国债的长短息差已显著收窄，如果美联储频繁加息，美国长短期国债利率或出现倒挂，美国经济势必陷入衰退。华泰证券则从股票市场波动来考虑：倘若美联储加息进程快于市场预期，美股有大幅调整的风险；若联储不加息，美股很可能继续创新高，美国资本市场较难摆脱对特殊时期货币政策的依赖。华泰证券认为，2019 年联储大概率加息两次，股市波动或将反向制约过快加息。工银国际认为至 2019 年年中，美联储政策利率目标区间将大概率触及长期中性水平（3%），加息空间收窄，美联储有望从“快加息+慢缩表”转变为“慢加息+快缩表”，以适度恢复收益率曲线的陡峭化。不过，他们指出，如果贸易摩擦升级严重，轻则美债长端利率的增速超出市场承受力，造成新一轮经济、金融的系统性风险；重则对美国经济和金

融稳定性造成严重冲击，则美联储将被迫暂缓货币政策正常化，美国经济长短期增长均受损，可能走向“滞涨”困局。

受加息影响，机构普遍预计 2019 年美国国债收益率将维持缓慢上行趋势，中金公司估计年底 10 年期国债收益率达到 3.5% 左右。其认为美元不具备继续大幅走强的基础，但可能在风险事件爆发时短时间脉冲式冲高。工银国际认为叠加美国市场的持续振荡，2019 年美元指数预计将易跌难涨，数值中枢有望明显下降。另外，农银国际预计美联储缩表将加快，在 2018 年及 2019 年分别缩减资产负债表 4200 亿美元及 6000 亿美元。

财政政策方面，各机构意见统一，认为由于中期选举中民主党重获众议院多数，因此特朗普政府及共和党进一步推进新的财政扩张计划概率显著下降。

在贸易政策方面，短期来看，在保护主义的反噬下，特朗普的极端反全球化举措得到初步制约。中美关系缓和进入“休战”阶段，未来进一步的回暖值得期待。但是，长期来看，抑制中国的崛起、维护美国引领世界的优势，已成为美国两党的共识。一旦国内矛盾急剧激化，不排除特朗普政府携手民主党、恶化贸易冲突的可能性。

三、中美贸易战趋势

12 月 2 日, 参加 G20 峰会的中国国家主席习近平与美国总统特朗普达成共识, 双方决定, 停止升级关税等贸易限制措施, 包括不再提高现有针对对方的关税税率, 及不对其他商品出台新加征关税措施等。

美方的让步是: 2019 年 1 月 1 日开始, 原先对 2000 亿美元中国商品加征的关税, 1 月 1 日后仍维持在 10%, 而不是此前宣布的 25%。

中方的对价是: 1. 从美国购买尚未商定但数量较大的农业、能源、工业和其他产品, 以减少贸易不平衡, 其中立即开始购买美国农产品; 2. 就强制技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务和农业等领域的结构性改革展开谈判。双方同意努力在未来 90 天内完成谈判, 如果期间双方无法达成协议, 10% 的关税将提高到 25%; 3. 中方愿意批准之前未获批准的高通-恩智浦半导体 (NXP) 交易; 4. 将芬太尼指定为受控物质, 向美国销售芬太尼将受到最高处罚。

此次达成共识后, 各界对中美经贸悲观的看法有所缓和, 事实没有按照悲观论的预测方向去发展。全球股市 12 月 3 日 (星期一) 的普涨是投资者对这一共识重要性的集体投票, 表达了全球投资者对这 90 天休战的短期乐观情绪。

国外机构对此次“休战”, 普遍认为短期利好, 但长期问题很难解决。摩根大通公司认为双方都没有作出认真的让步, 鉴于双方要求的差距还很大, 在工作层面达成协议仍然非常具有挑战性。2018 年年终反弹正在进行, 但 2019 年会比 2018 年更难。法国巴黎银行资产管

理公司认为在可预见的未来贸易局势仍将高度紧张，仍存在过多的负面影响，但短期会出现反弹，而且在这条坎坷的努力达成协议的道路上，肯定有机会之窗。

国内对此次“休战”的看法有分歧也有统一。对于此次达成的共识，国内媒体有欢呼“特朗普怂了”的，也有认为中国“输多赢少”的，但研究机构的主流观点都较为客观。

恒大研究院任泽平认为，中方的对价大于美方的让步，展现了中国改革开放的诚意和决心。美国的让步仅涉及 2000 亿美元商品关税 90 天内不再提高（不涉及美方改变高消费低储蓄模式、改革全球货币体系、解除对中国高技术产品出口管制等），我方主要是扩大进口、推动知识产权保护、非关税壁垒等结构性改革。因此对我国而言，短期看是压力，长期看有利于化压力为动力、凝聚共识、推动改革开放。

不过，环球时报指出，看起来是中国用许多对价换来 90 天的缓和，但美方结构改革的五方面要求中，没有谈及之前它们一直最为反对的“中国制造 2025”计划。说明尽管双方的核心立场都难改变，但两国在寻找围绕高度敏感问题相互妥协的可能性。

对双方达成共识的原因，国内普遍认为是双方的共同需要。8 个多月的贸易战，令双方都付出了代价，贸易战没有赢家，只有双输。从美方看，美国经济高位筑顶，从复苏走向滞胀，美股自 10 月以来暴跌，让美国感到痛并认识到贸易战的代价；中美贸易战导致部分美

国农产品出口困难影响农民收入；美国 10 月货物贸易逆差达到 772 亿美元，再创历史新高；通用汽车 11 月底宣布关闭全球 7 家工厂（其中包括 4 家美国工厂，但不包括中国工厂）的决定，令美国政府倍感压力与失望；与此同时，美国今年第二季度外商直接投资（FDI）跌至负 82 亿美元，为 2015 年初以来的首次。贸易战并未帮美国实现缩小贸易逆差、工作和资金回流等目标，反而进一步加剧了美国经济的风险。此外，中期选举结束后两党分治两院，特朗普短期内需应对来自民主党各方面的压力。前期特朗普政府对各国开征关税、展开对伊朗制裁、在沙特记者事件态度模糊等对外政策已引发国内分歧，中期选举期间特朗普民调支持率为 40% 左右，低于同期历任总统。在美内部矛盾日益激化、形势日趋不稳的情况下，美国政府面对的压力不断提升，急于突破中国，达成对美国有利的协议以求内部安稳。

从中方看，中国经济下行压力加大，供给侧结构性改革尤其是降成本和补短板的任务较重，中国在关键技术领域对美国依赖度高，中国需要稳定的发展环境和持续的战略机遇期。

因此，中美两国元首给不断升级的经贸摩擦踩了刹车，使得中美贸易战进入“休战”状态，为双方磋商解决问题提供了指导，争取了空间，其积极意义是毋庸置疑的。

对于 90 天后结果，市场没有定论。三个月的磋商，时间紧、任务重，双方经贸团队将要开启新一轮的斗智斗勇。多数研究机构认为，

考虑到美国经济团队内部的分歧、美国国内复杂的政治环境，以及美方态度曾经出现反复，这些因素融在一起，可以想象接下来三个月的磋商过程将很艰难复杂，甚至不排除出现反复。任泽平认为，贸易战短期从对抗走向缓和，边打边谈，以“升级—接触试探—再升级—再接触试探—双方妥协”的逻辑演化，打是为了在谈判桌上要个好价钱，斗而不破。中美开启的 90 天谈判可能就结构性改革问题达成协议，但是涉及中方核心利益的发展高科技和产业升级将难以满足美方要求，贸易战打打停停，只会缓和不会结束。需要指出的是，要做好特朗普如 5 月份一样单方面撕毁停战协议的准备。天风证券较为乐观，认为市场对于特朗普就贸易谈判前后不一的言论方向感到担忧，但总体中美双方会向着贸易缓和的方向努力，维持现状不再升级的可能性较大。

对于中长期结果，工银国际的观点具有普遍性：中美经贸关系有望呈现“短期压力缓和、长期博弈延续”的格局。中美进行局部去一体化的可能性较大，但是全面去一体化的概率极小；进行常态化政策博弈的可能性较大，但是开启全面冷战的概率极小。

市场普遍认为对于 2019 年中美贸易战打或停，关键在美方，但对于明年美方的态度，却有着不同的判断。

任泽平认为，2020 年总统大选在 2019 年下半年启动，对华强硬的贸易政策将再度成为候选人赢取选票的策略。特朗普短期需要应对

来自民主党的压力，在内政持续受阻后可能转向外交发力，对华强硬的贸易政策大概率延续。

与之相反的，中国人民大学国际关系学院金灿荣预判，这一轮中美贸易摩擦 2019 年年中结束。因为届时中美为贸易摩擦付出的代价会比较明显，双方都会有强大的政治意愿去解决问题。2018 年年中，政府对供给侧改革政策进行了调整，效果到明年中将显现。而美国总统特朗普为美国经济注入的四份兴奋剂——减税、促进海外资金回流、基础设施建设投资、取消金融管制，使美国经济现在处于“不正常的亢奋状态”，而兴奋剂的药效到了明年年中将消失，伴随金融管制取消而来的风险也将有越来越大的影响。因此，到 2019 年年中，中国经济会比 2018 年好一点，美国会比 2018 年差一点，美国向中国提出的要求因此会变得比较合理。商务部研究员彭波也认为，2019 年年中，美国经济下滑趋势可能更加明显，内部撕裂更加强烈，与其他国家的矛盾也更加激化，特朗普及共和党急于展示成绩、摆脱危机以寻求连任；而中国产业调整开始见效，经济度过最艰难的时刻，并逐步回升，这时形势将对中国更为有利。

对于更长期的时间，市场意见再次统一。即使较乐观的研究人员，也认为中美之间的矛盾和冲突是无法避免的，贸易摩擦不可能完全结束，以后还会经常出现。多数观点认为，**贸易战将会长期化，常态化，打打停停**。以任泽平观点为例，他认为，中美贸易战具有长期性和严

峻性，是打着贸易保护主义旗号的遏制。展现在我们面前的不仅是贸易战，还是经济、政治、文化、科技、网络、意识形态等领域的全方位综合实力较量。美国积累了包括贸易（对华摩擦的五大方面）、货币金融汇率（对日本）、资源战（对欧洲）等在内的多维打击经验和手段。

而关于中国的长期对策，国内各界的观点在几个月的贸易战中得到极大的统一，就是**改革开放，做强自身**。在此次中美贸易战之前，国内存在一些过度膨胀和过度自信的思潮。中美贸易战无异于最好的清醒剂，必须清醒地认识到中国在科技创新、高端制造、金融服务、大学教育、关键核心技术、军事实力等领域跟美国的巨大差距，中国新经济繁荣大部分是基于科技应用但是基础技术研发存在明显短板，我们必须继续保持谦虚学习，必须继续保持韬光养晦，必须坚定不移地推动新一轮改革开放。从这个意义上，此次中美贸易战未必是坏事，转危为机，化压力为动力。

四、2019 中国宏观政策趋势

2019 年，我国宏观政策的实际效果将在很大程度上决定我国经济的走向。如何平衡“去杠杆”和“稳增长”、“内需”和“外需”、“**债务风险**”和“**流动性**”这三大关系，是明年宏观政策的重点。国内研究人员的主流判断是，我国将继续保持宽松的货币政策和更加积极的财政政策。

对于“去杠杆”，中信证券认为 2019 年会更加关注“稳增长”，在贸易战背景下着力“扩内需”，“防债务风险”一定程度让步“流动性”，“三去一降一补”重点转向“一降一补”。

交银国际认为，在公共和私人部门之间增加或转移杠杆的空间仍然存在：1) 家庭房贷支付占可支配收入的比例很高，相当于 2007 年和 2012 年时的水平，但还不至于崩溃；2) 地方政府偿债能力到 2020 年下半年前不会明显恶化，中央政府的资产负债表坚如磐石；3) 民营企业的偿债能力虽然有所下降，但仍大致合理。因此，经济复苏刺激措施的边际效用在递减，但仍将奏效。

不过，招商证券认为，去杠杆将持续到 2019 年年中附近，从 2018 年底到 2019 年中，政策仍将是坚定去杠杆（实体部门债务余额同比增速下行）与稳定宏观杠杆率（实体部门债务余额与名义 GDP 之比基本稳定）并存。

1. 货币政策

2018 年第四季度，我国就业压力逐渐显现，2019 年可能有失业率破 5.5% 的风险，超过对失业率的容忍度。而且在中美贸易摩擦的大背景下，经常账户转负现象可能在 2019 年继续出现，央行外汇占款持续负增长以及官方外汇储备持续下降都可能触及央行的国际收支底线。因此，华泰证券认为 2019 年货币政策，将很大概率由灵活适度转向略宽松，央行依然会选择数量型中介目标作为主要调控对象。

申万宏源预计全年有 200BP 的降准空间。中信证券同样预计货币政策将延续 2018 年下半年政策纠偏态势，继续定向降准，表内融资结构切换，企业贷款尤其短期贷款比例将提升，预期 M2 见底回升，社融增速“前低后稳”。

高盛认为，中国的货币政策将保持宽松，2019 年七天期逆回购利率维持在 2.5%，鉴于已经推出有针对性的行政措施改善民营企业的融资渠道，自上而下的货币传导机制将在 2019 年变得更加有效。

招商证券认为，2019 年上半年中国处在 2016 年开启的信贷刺激的下行期，经济增速面临较大下行压力。制造业投资、地产投资、出口、消费均面临较大下行压力。因此，上半年货币政策将会更加宽松，利率继续下行，构成了“下行式宽松”的局面，若基建投资规模有限，信用传导机制仍不畅，将会演化为“流动性陷阱”。预计全年有 4 次降准的可能性，若明年中国经济能够相对出清（即 GDP 实际增速回落到潜在增长水平附近），则存在降息 1 次的可能性。

2. 财政政策

为应对经济下行压力，研究机构对 2019 年将实行更加积极的财政政策达成共识，并一直认为可能采取加大减税降费力度、提高财政赤字率和地方政府专项债新增额度等稳增长方式。

具体而言，申万宏源认为，2019 年或实施向制造业倾斜的增值税结构性减税等政策。我国在外需拉动模式形成之初，制定了结构性抑

制制造业内需的差异化增值税税率，销售或进口货物增值税（目前为 16%）远高于服务。预计 2019 年这一抑制性政策将得到根本性扭转，16%档增值税税率可能出现 3 个百分点的下调（另外两档下调的迫切性相对较低）。其效果将大部分体现为居民购买力的增加，从而有助于进一步促进居民对工业制成品的消费。制成品消费市场扩大将部分缓解出口冲击，并有望令制造业企业保持较为乐观的投资预期。增值税税率下调可能带来静态政府赤字率扩大 0.7 个百分点左右，其中部分可能由以往财政结余资金弥补，财政预算赤字率可能扩大大约 0.5 个百分点。减税和稳基建或令 19 年预算财政赤字率扩张至 3.3%-3.5%。此外，促进消费品市场的政策亦可能与贸易投资国际合作的深化同时展开，进口关税税率（特别是消费品）亦可能进一步下调。

兴业证券更为乐观，认为潜在的增值税“三并二”等减税方案即将落地，不仅将 16%下调至 13%，10%档也有可能下调到 6%档，形成 13%和 6%两档增值税。从而降低企业税负、减少企业成本，释放红利给企业，重构政府与企业关系。研发支出税前扣除力度加大、鼓励企业走“高质量”创新之路，传统产业与新兴产业关系的重构正在路上。

3. 房地产政策

对于 2019 年楼市的调控政策，中金公司认为，2019 年政策可行的调节方向主要在四个方面：大力增加市场有效供应，包括促进增量与盘活存量；适当放松按揭贷款首付款比例、按揭利率的过度限制，

支持刚需和首改等合理住房需求；适度增加按揭贷款额度；限价措施可继续保留，但改进定价机制与追踪管理的合理性，包括房地产价统筹管理。

至于政策调节的时点，中金公司认为宜早不宜迟。按以往政策放松的时点估计，此轮政策调节应在 2019 年一季度末或二季度初。但考虑到本轮周期被拉长后市场向下的惯性更大，国内宏观经济面临的压力和国际外部环境的不确定性更高，前述政策调整应及时介入。

申万宏源更为谨慎，认为在高杠杆背景下，2017 年起较为严格的去杠杆政策令基建投资增速超预期大幅回落。而 2018 年中货币政策边际放松之后，融资的结构性变化仍显示地方政府对基建投资态度趋于谨慎。因此，预计 2019 年首要是稳基建，基建投资增速将小幅回升。而在地产需求周期性回落背景下，预计松地产仍是最后政策选项，不会优先使用。

五、2019 年中国宏观经济展望

在宏观政策的背景下，对于 2019 年中国宏观经济走势，各机构一致认为将继续下行，但有见底企稳的预期。

高盛认为，中国经济增速在 2018 年有所放缓原因有两点：一是上半年信贷增长大幅放缓，金融环境收紧，减缓内需增长；二是外部环境因素。2019 年，中国经济将会继续放缓，实际 GDP 增速将从今年的 6.6% 降至 6.2%。鉴于政策放松的空间（包括企业减税、增加发债

等更多财政措施)，经济增速的放缓看上去仍属可控。CPI 可能会继续增加，但仍将在央行的容忍范围内。人民币将继续贬值，并将在未来几个月内破 7。

中信证券也认为，在诸多政策措施的助力下，预计 2019 年中国 GDP 增速仍然在 6.5% 左右；投资触底反弹，消费止跌转稳，中美贸易战负面影响将拖累进出口；民企、外企等微观基础得到夯实；猪周期重启，CPI 小幅升温，PPI 同比或小幅下行；盈利增速放缓至个位数。

华泰证券预计，2019 年消费、投资、进出口增速都存在一定下行压力，预计 2019 年 GDP 增速将较 2018 年继续回落到 6.3% 左右，基建仍是稳增长重要工具。在 2019 年年中附近，如果经济下行压力继续加大，有放松一二线地产刚需调控的可能性。CPI 方面，2019 年最大上行风险情形是“猪油共振”，即本轮生猪疫情出现加速扩散、同时国际油价在地缘政治事件带动下出现超预期上行。预计 2019 年经济类滞胀结构将表现的更突出。

招商证券认为，随着中美贸易摩擦的升级和国内结构性改革进入深水区，中国经济前期所积累的风险逐步暴露。内外压力下，国内经济下行压力确实有所增加，或许中国经济将在 L 型的底部经历更长的时间，以等待经济的彻底出清和政策空间的持续修复。而且，外有美联储加息外溢效应制约，内有高宏观杠杆率、高资产价格（房价）以及高环境成本约束，本轮稳增长政策空间有限，政策时滞较长。

招商证券预计明年上半年经济增速将跌至 6.3% 左右，而随着政策转向放松并叠加现阶段稳增长的积极效应逐步释放，预计下半年经济增长将较上半年有所改善，3、4 季度 GDP 增速分别为 6.4 和 6.5%，2019 年全年经济增速约为 6.4% 左右。全年 CPI 同比均值小幅抬升至 2.3%，但 PPI 同比均值将回落至 1.2% 左右。

申万宏源认为，贸易摩擦冲击中国出口，但不应过度悲观。美国已实施的对华征税清单已尽量避免覆盖消费品领域，若进一步扩大征税范围，则将对美国居民消费产生明显冲击，预计概率不大。预计贸易争端对我国出口增速的静态影响小于 2 个百分点。考虑对其他市场出口增长、以及国内消费市场扩大的部分吸收作用，估算美中贸易争端对 2019 年 GDP 增速的总体影响为 -0.4 个百分点以内。预计 2019 年 GDP 增速较 18 年下行 0.3 个百分点至 6.4%。增值税减税或导致 CPI 同比增速略低于 18 年，但企业盈利不会受到负面影响。汇率方面，预计美元指数回落，中国国际收支流出压力可控，人民币兑美元预计稳中小幅升值至 6.7-6.8。

对于 2019 年中国的宏观经济走势，中金公司提供了三种不同政策假设下的宏观走势分析：基准情形下，预计中国的 2019-20 年实际 GDP 增速分别为 6.4% 和 6.3%；乐观情形下，预计中国 2019 年实际 GDP 增速将达到 6.6%；悲观情形下，2019 年中国的实际 GDP 增速可能降

至 6%。决定中国经济走向的两个关键因素是，中美经贸摩擦和国内包括财政政策和货币政策在内的“逆周期调节”的效果。

表 4 部分机构对 2019 年中国经济增长率的预测 (%)

	高盛	中金	中信	申万宏源	招商	华泰
2019 年 GDP 增速	6.2	6.4	6.5	6.4	6.4	6.3

资料来源：建投研究院

六、2019 年大类资产配置建议

对于 2019 年大类资产配置的建議，各机构的观点则存在分歧，仁者见仁、智者见智。

高盛建议投资风险资产，看好中国的股市和企业债。认为，2019 年全球经济仍将以较好节奏保持扩张，风险资产不大可能在未来 12 个月给投资者带来负超额收益。他们依然建议投资风险资产，但需要更加注重资产质量，并开展合适的风险对冲。中国的股市和企业债现在的估值比较合适，如果经济一如决策者预期般稳步增长，这些资产的价格可能上升。

中金公司看法类似，建议配置风险资产，看好日美权益类资产。中金认为，2019 年流动性拐点显现；增长承压、波动增加，但未到全面避险时。基准情形下，中金建议风险>避险；股>大宗>债。流动性收紧和增长趋缓使风险资产压力增加，特别是大宗商品和信用债，但权益类资产仍有配置价值。对于权益类资产，中金建议日>美>欧>新兴，其中日本相对稳定的政治和货币政策环境、向好的盈利趋势和较低的估值，持续的资金流入都使其仍有较高的性价比，美股“小毛病”

增多（盈利增速回落、估值有压力、高仓位及政策变数）、但“大问题”有限（增长稳健且确定性高），因此仍然值得配置。对于国内的大类资产，中金认为政策作用下的增长预期变化影响债股表现节奏，当前债继续强于股，地产、商品可能承压。

特别是房地产市场，中金公司认为，目前房地产市场不论从大周期还是小周期而言均刚刚跨过顶部，进入下行阶段。双周期叠加共振，下行风险值得特别警惕。2019 年全国商品房销售大概率将出现 5 年来首次同比下跌，面积、金额跌幅预计均在 10% 左右。其中，一二线城市将基本平稳，三四线城市将量价齐跌。基本面加速下滑将导致明年房地产开发投资和新开工面积同比增速显著转负，中性情形下跌幅预计分别达到 5% 和 10%。

中信证券观点有所不同，看好非美资产。中信认为，全球流动性趋紧对 2018 年的资产价格冲击非常显著，预计这一负面影响在 2019 年仍会持续。10 年期美债收益率预计未来一年将进一步上行至 3.5% 区间。利率上行带来的资产价格挤泡沫的现象将不可避免。未来可以期望的流动性的相对缓和可能来自美元指数的转弱，这将相对有利于非美资产表现。展望未来，全球经济增长和企业盈利增速很可能开始自高位回落，这将对持续多年上涨的风险资产带来压力。股票资产虽然估值有所回落，但其长期回报率正逐步降低。建议均衡配置资产以分散风险。可超配日元资产，相对更看好欧洲和新兴市场等非美资产。

兴业证券看好中国资产。兴业认为，全球资产配置格局面临重构，中国资产最受益。自金融海啸十年以来，全球资产配置美国，美国经济、美元、美股、美债上行通道行至尾声，全球资本面临再配置，中国区优质资产最具吸引力。

华泰证券看多中国利率债，看好中国下半年一二线地产机会。华泰证券认为，2019 年上半年宏观经济可能出现类滞胀格局，债券配置需要沿着利率下行的基本面布局，因此看多利率债，同时可参与基建类城投。2019 年年中由于经济下行压力的加大，房地产政策可能会有所调整，对刚需的压制会减轻，届时房地产产业链景气度上行，看好下半年一二线地产的机会。目前美股估值仍处于较高位置，一旦美债大幅上行或美国经济呈现见顶信号，美股调整仍将拖累全球股市，我国股市也不例外。因此股票市场的相对收益下半年要好于上半年，重要的催化剂是十九届四中全会。

招商证券建议大类资产配置以防御为主，利率债仍是配置首选，重视黄金的配置价值，避险货币推荐考虑日元。名义 GDP 增速下滑配合货币政策持续降准，市场收益率具备进一步下行的可能性，建议配置利率债。金融危机后，黄金价格的变动主要反映了美国实际利率的走势。当前已经较为接近美联储本轮加息周期的顶点，美国实际利率进一步上升的可能性下降，这有利于黄金价格的回升。2019 年美元冲高回落的可能性高，而英国脱欧、意大利预算赤字率等政治事件

都有可能对欧元和英镑造成较大冲击。因此避险货币日元相对更有吸引力。对于 A 股而言，目前 A 股估值水平跌至历史低位，国际资金从全球配置的角度，可能会减持美国资产，增配新兴市场资产。而且若国内政策在年中转向放松，那么上半年市场会对此提前反应，阶段性的机会存在战术配置的价值。

综合各家机构判断，可以发现，2019 年较为一致的看法是：

1. **看好中国的利率债。**但要注意密切注意美国国债收益率与央行政策，中国利率债的风险来自于中美利差的持续倒挂，若央行政策阶段性转向稳定汇率，那么美债收益率上行的影响将体现为利率冲击。

2. **看好日元。**在全球经济下行的压力下，日本各方面表现稳定，或将迎来持续的资金流入，成为良好的避险资产。

七、2019 年行业投资建议

综合整理各机构行业配置，2019 年行业投资建议：

1. **制造业。**制造业是我国产业升级的重要组织部分，也是贸易摩擦的焦点，重要性被进一步放大。因此，看好以汽车零部件、工程机械和光伏为代表的具备全球竞争力的高端装备制造，以半导体、工业机器人为代表的自主可控设备/核心零部件，以 5G 为代表的新基础设施，以及以新能源车（产业链）、智能家居为代表的新兴消费品制造。

2. **消费行业。**2019 年，减税等稳预期、增收入的政策将提振消费者信心和消费意愿。消费分级不是消费降级，而是不同收入人群的消

费升级，是消费者偏好更加个性化的体现，定位清晰、品牌力和产品力强的公司有望获得长足发展。以轻奢化、休闲化、个性化、便捷化、社交化、品牌化为代表的“轻”消费方向有望高速增长，如美奢、品牌食品、医疗、特色零售、文化娱乐等。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。