



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：张时阳
电话：020-22827808
邮箱：zsy@gzjqh.com
证书编码：F3035455

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2019 年度宏观策略年报

摘要：

- 2018 年宏观经济面临了诸多变化和挑战，经济增速从 2017 全年的 6.9% 下行到 2018 年三季度 6.5%。回顾这一年的经济形势和市场走势，整体经济继续回落，通胀抬升，步入类滞胀。随着 3 月份中美贸易摩擦的开启，2018 年的全球市场整体承压更大，对于国内市场投资者来说，上半年要应对的不确定性可能主要来自于投资增速的变动、贸易摩擦、通胀及其预期管控政策，以及宏观审慎金融调控背景下去杠杆等监管政策的实施力度和节奏。
- 展望 2019 年，全球乃至国内经济滑坡的持续时间和程度将远远超出大众的想象，资产价格也将出现趋势性行情。受到各大央行缩减资产负债表，并叠加经济减速后对需求的影响，至少在上半年，股票和大宗商品市场仍然会保持低迷由于需求减少，社会融资增速将缓于银行资产增速。

目录

一、2018 年回顾：“进步”或“退步”，全球经济的十字路口.....	2
（一）国内：消费仍需政策驱动，中美贸易摩擦影响浮现.....	2
（二）全球宏观：改善程度或许没想象中那么好.....	3
二、2019 年展望：经济下行在所难免，稳字当头方可长久.....	4
（一）中国：稳字当先，寻求突破.....	4
1. 房地产开发投资将大幅下滑.....	5
2. 基建投资有望托底经济.....	6
3. 制造业投资仍具韧性.....	6
4. 2019 年消费增速将有所企稳.....	7
5. 外部不确定性增强，贸易拖累恐延续.....	7
6. 通胀总体温温和，工业品价格同比回落将加快.....	8
7. 政策导向和应对方案.....	9
（二）、全球：美日欧扩张动力趋缓 外部压力有望弱化.....	10
三、货币政策与财政政策助力托底，经济形势稳步前行.....	12
四、后市展望.....	14
五、风险提示.....	14

一、2018 年回顾：“进步”或“退步”，全球经济的十字路口

（一）国内：消费仍需政策驱动，中美贸易摩擦影响浮现

虽然 2018 年消费趋势性走弱，但在经济放缓的背景下，消费年内对经济增长仍有良好贡献，对 GDP 的贡献高于前值。净出口受汇率贬值影响，对 GDP 贡献度转负，但其占比较低，对经济增长的影响有限。按美元计算，18 年前 11 个月贸易进出口总值 4.24 万亿美元，增长 14.8%。其中进口 1.97 万亿美元，增长 18.4%；出口 2.27 万亿美元，增长 11.8%；贸易顺差 2995.7 亿元，收窄 18.1%。总体来看，加征关税预期影响 18 年出口增速超预期，但 11 月进出口增速出现断崖式回落，当月出口从 15.6% 下滑至 5.4%，远低于市场预期。可见，抢出口效应在逐步减弱，2019 年加征关税对出口的影响或逐步加强，加上人民币汇率贬值预期，预计净出口对经济的贡献将持续负增长。社会消费品 2018 年增速逐步放缓，11 月社会消费品累计同比增长 9.1%，网上商品和服务零售额增速为 24.1% 较去年同期均有明显缩窄，但实物商品网销占总消费的比重进一步上升至 18.2% 网上零售增速缩窄对物流方面也有所影响，涉及两大类细分行业，一是交通运输、仓储和邮政业，二是批发和零售业，这两项在前三个季度对 GDP 的总贡献为 14.8%，比去年同期减少 1.4%。对比居民人均消费支出，发现 18 年居民人均消费全年增速是扩大的，与社会消费品出现了分化。此外，2019 年 1 月 1 日正式实施个人所得税减免政策，市场估计个税抵扣范围 1000 亿左右。历史角度来看，以往个税起征点上调均在一定程度上促进城镇居民消费支出，未来需密切关注减税降费相关政策。

图 1：国内 GDP 增速变化

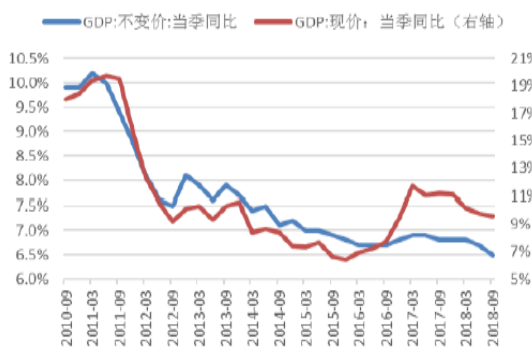
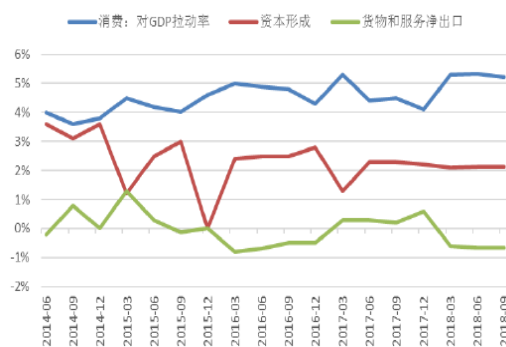


图 2：消费对 GDP 的拉动率



数据来源：Wind，广金期货

图 3：国内 PMI 指数变化

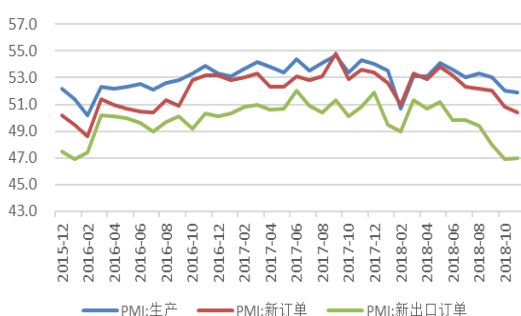
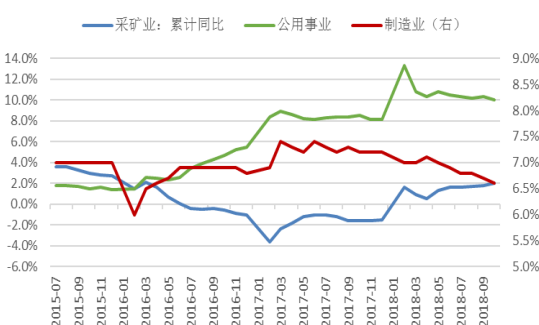


图 4：国内制造业对比变化



数据来源：Wind，广金期货

（二）全球宏观：改善程度或许没想象中那么好

2018 年三大发达经济体货币政策有所分化，美联储稳健缩表，加息四次共计 125bp，目标利率区间升至 2.25%-2.50%。欧洲央行在 12 月宣布确定结束 QE，暂保持现有利率水平不变至二季度末。日本央行短期无法达到政策目标，因此坚持宽松政策。从整体看，三大行资产负债表总量已经开始收紧。

美国加息周期过半，美联储 12 月经济预测显示，联邦基准利率离中长期目标 2.8% 已不远，从当前水平大致还有两次加息空间。回溯数据，加息周期和降息周期之间并没有太长的间隔期。加息周期中短端利率上升较快，因此国债收益率长短期利差会收窄，在加息尾声甚至利差会出现倒挂。而伴随着利差倒挂，流动性成本的抬升，资本市场会面临重估。2000 年、2006 年加息结束以后，利差倒挂均持续了一年左右的时间，在此之后道指均出现了深度回调。本轮加息幅度非常谨慎，从 2015 年第一次加息至今，累计幅度只有以往加息周期的一半。这就意味着未来对于经济周期的调节，货币政策空间会明显收窄。

目前美国实际增长率以及失业率明显优于长期均衡水平，这种状态的背后财政政策的支撑作用非常明显。在 3% 的强劲经济增速中，政府支出贡献近 13%，两年来赤字率的回升也与此相对应。值得注意的是，税改的拉动或在 2019 年进入尾声，根据国会预算办公室的测算，财政净支出对于名义 GDP 的拉动将在 2020 年转负。三季度以来，微观层面经济也有冲高回落迹象，住房市场指数继续走弱，美银高收益 BB 级企业债息差迅速攀升。

图 5：美国 GDP 变化：同比 (%)

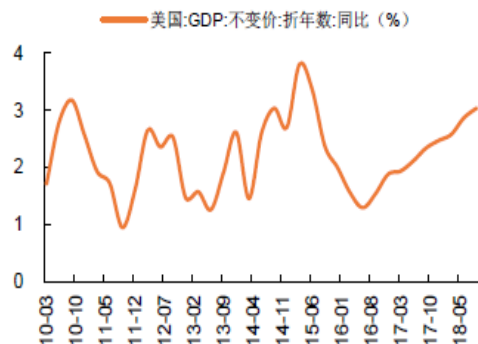
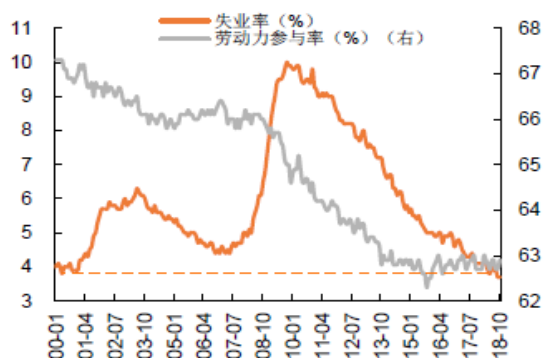


图 6：美国失业率对比 (%)



数据来源：Wind，广金期货

图 7：美国新增非农就业人数 (千人)

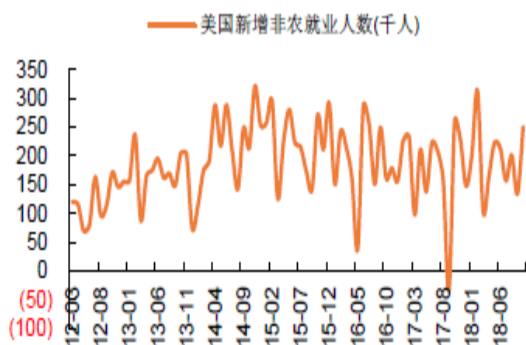


图 8：美国工人时薪同比变化 (%)



数据来源：Wind，广金期货

欧元区 2018 年保持复苏，消费和就业市场相对稳健，但是增长动力有所减弱，工业生产和进出口没有延续 2017 年的态势。意大利债务预算，法国抗议活动，英国脱欧等事件对投资者信心形成冲击。数据显示欧元区成员国制造业和服务业活动在四季度明显放缓，意大利、法国 PMI 数据先后进入萎缩区间。近期德国政府下调了 2018 年经济增长预期至 1.5%-1.6% 区间，低于前值。欧洲央行在此背景下结束量化宽松，但低利率环境料保持 6 个月甚至更长时间。

图 9：欧元区 GDP 变化

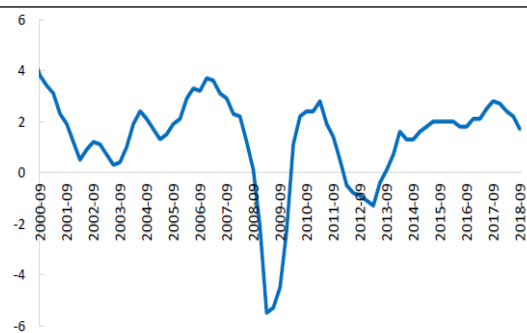
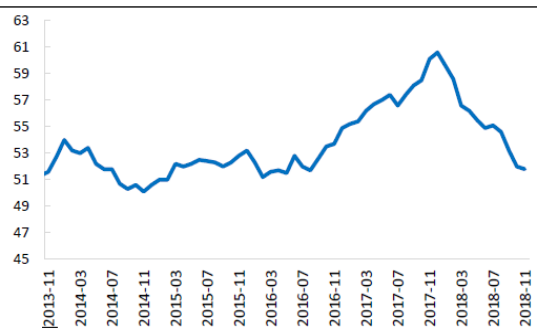


图 10：欧元区 PMI 每月同比 (%)



数据来源：Wind，广金期货

二、2019 年展望：经济下行在所难免，稳字当头方可长久

(一) 中国：稳字当先，寻求突破

今年上半年，我国经济总体保持较强韧性，三季度以来，中美贸易摩擦叠加国内主动化解金融风险影响逐步显现，经济增速下行有所加快。从结构来看，工业生产延续缓慢回落，增速处于历史低位水平，制造业总体偏弱但结构优化持续推进，在稳增长政策逐步发力后，近期部分老动能生产略有回升；第三产业内，新动能增速依旧强于老动能，但受需求总体走弱拖累，除信息软件服务行业大幅提升外，其他行业增速均不同程度弱于去年同期水平。总体来看，经济结构转型优化趋势仍在延续，但受内外需求偏弱拖累，经济增速仍面临一定的回落压力。

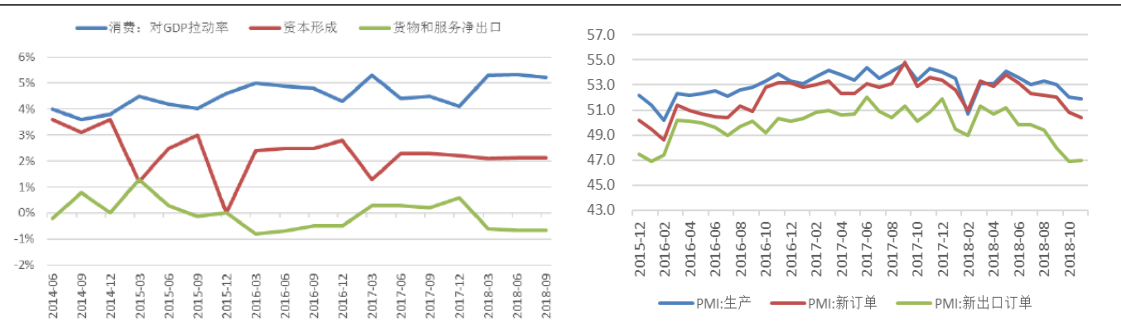
展望 2019 年，上半年经济总体面临较大下行压力，而下半年随基数走低或将逐步企稳。从三驾马车来看，贸易端，全球经济放缓叠加中美贸易摩擦阴云未解，净出口对经济的拖累作用或进一步显现。消费端，汽车、地产依旧承压，个税改革推进对冲居民杠杆压力，消费有望逐步企稳。投资端，政策依旧压制，地产投资下行压力恐进一步显现；制造业投资受经济总体承压和基数抬升影响，稳中有降；基建投资补短板、稳经济的补位作用将再度归位，为提升实体经济活力、韧性和创新力赢取必要的转圜时间。总体来看，我国经济总体处于动能转换期，尽管外部环境不确定性增强，但改革红利的进一步释放、推进国内经济向高质量发展的顺利迈进才是未来经济走向的决定力量所在。预计 2019 全年 GDP 增速将能保持在 6.2% 以上，且随国企改革、金融改革和减税降费等制度红利的渐次落地，我国经济活力和经济动能必将再度释放。

2018 年前 10 个月，在中美之间的贸易博弈愈演愈烈的情况下，我国出口仍保持较快增长，主要原因是：一方面，尽管全球不同经济体经济增长出现分化，欧盟、日本经济增速有所放缓，部分新兴经济体受汇率等风险影响面临很大冲击，

但是整体来看，全球经济增速仍保持平稳扩张态势。外需的相对强劲，使得今年我国出口增速实现较快增长。另一方面，为了避免贸易保护主义抬头带来的关税增加，我国出口企业纷纷“抢跑”，从近期数据来看，对香港、东南亚等新兴市场的出口增加也说明，企业为了出口进行了阵地转移等提前布局的行为。然而，正如我们之前分析中表明的，2019 年全球经济增速的放缓已经不可逆，外需下降不利于我国出口贸易增长，贸易商“抢跑”行为之后的负效应也将对出口产生负面影响。事实上，从先行指标上来看，PMI 新出口订单已经持续下滑，从最新的 11 月数据来看，我国进、出口增速均大幅下滑，且跌破了近两年来的震荡区间。我们预计明年一季度出口增速将有明显下滑，拖累经济增长。

图 11：消费、进出口对 GDP 的拉动率 (%)

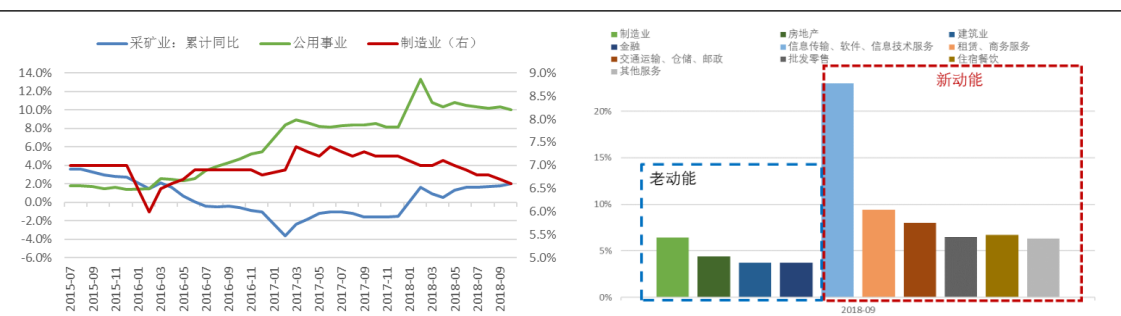
图 12：PMI 生产、新订单指数



数据来源：Wind，广金期货

图 13：制造业生产回落

图 14：经济增长结构性变化对比



数据来源：Wind，广金期货

1. 房地产开发投资将大幅下滑

受土地购置费高企影响，2018 年前 11 个月房地产投资增速为 9.7%，高于 2017 年全年的 7%。但考虑到当前住宅销售面积累积同比已降至 2.1%，今年房地产投资或将大幅下滑。历史经验看，住宅销售下滑将会拖累未来一年的房地产开发投资增长。例如，2014 年住宅销售增长由 2013 年的 17.5% 下滑至 -9.1%，2015 年房地产开发投资增速由前一年的 10.5% 随即收窄至 1%。从金融条件对房地产销售的影响来看，尽管银行间市场利率已经大幅下行，但当前金融机构加权平均利率仍维持在 5.94% 的高位，居民中长期贷款利率仍然偏高，对居民购房需求形成了抑制。棚改政策的调整也将抑制三、四线城市住宅销售。随着部分城市房地产库存成功去化，今年棚改政策或许将由过去倚重货币化安置转为实物安置，一定程度上将压制三、四线城市的购房需求。考虑到当前中央的房地产调控的政策仍以稳字为重，避免大起大落，在销售有所放缓的情况下，未来因城施策或将继续推行。预计今年房地产开发投资在上半年有较大下滑后下半年将会有所企稳，

全年增长 3.5%。

图 15: 房屋销售面积增速放缓

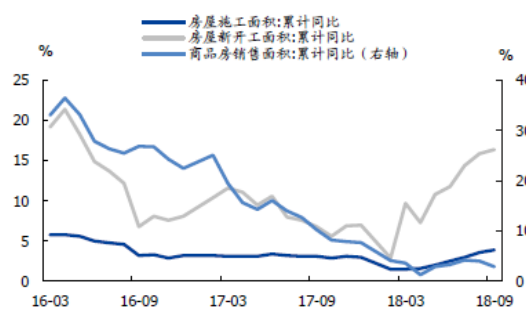
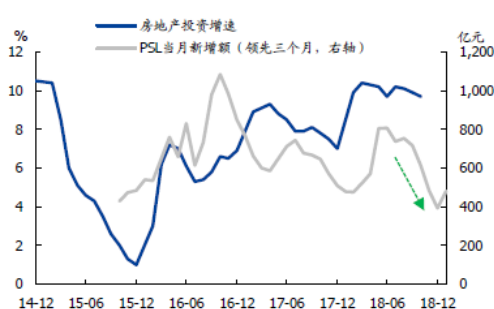


图 16: 房地产投资增速 (%)



数据来源: Wind, 广金期货

2. 基建投资有望托底经济

在外需放缓以及房地产投资下滑的情况下，稳增长需要依靠基建发力。去年基建投资大幅下滑主要受到了财政整顿以及金融监管的影响。地方官员在“终身追责”的从严管理下对基建投资项目趋于谨慎。从资金来源角度看，金融机构表外融资对基建投资的支持力度在金融监管下大幅收紧，今年基建发力或许要更多的倚靠新增专项债等融资方式。积极财政政策将更加积极，预计 2019 年赤字率将由去年 2.6% 提高至 3%，财政发力也将保障基建投资恢复较快增长。预计基建投资有望从 2018 年 3.9% 提升至 2019 年 10%。

图 17: 基建及制造业增速回暖

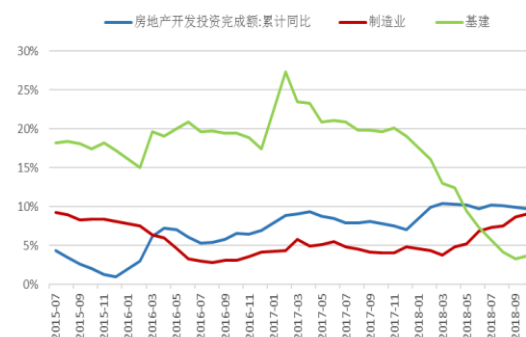
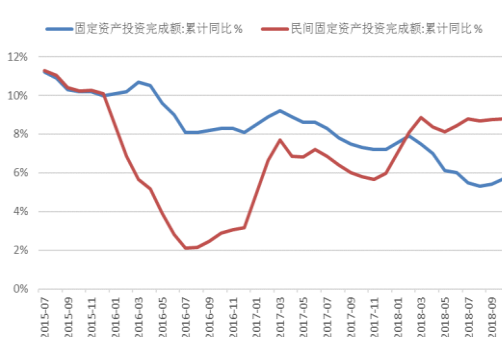


图 18: 固定资产投资持续回落



数据来源: Wind, 广金期货

3. 制造业投资仍具韧性

2017 年的制造业投资在经历了年初的短暂低迷后，二季度开始加速回升，截至 2018 年 11 月，制造业投资累计同比升至 9.5%，达到 2015 年中以来最高点。这一方面来自前期供给侧改革带来的利润增速大幅回升对投资的滞后影响，另一方面，今年供给侧压制有所放松，对相关行业投资行为起到松绑作用，二者共同助力于制造业投资增速的持续回升。

展望 2019 年，钢铁、煤炭等行业去产能目标接近完成，供改政策有望进一步“松绑”。供给侧改革放松的趋势预计将继续延续，在工业产能利用率持续处于高位的情况下，制造业投资具有一定的韧性，但考虑到需求和利润整体下行，制造业投资上行空间有限。

4. 2019 年消费增速将有所企稳

2018 年 1-11 月社会消费品零售总额同比增长 9.1%，比去年同期回落 1.2 个百分点，回落较快。其中，汽车消费增速大幅回落。1-11 月限额以上汽车类消费同比增长-1.6%，比 2017 年低 7.2 个百分点。

从最新的消费数据来看，必选消费产品增速稳中有降，可选消费涨少跌多。其中，汽车消费降幅有所收窄仍是重要拖累，地产链也是涨少跌多，装潢微幅回升，家具、家电有所回落，网上商品销售增速也再度下滑。尽管 11 月电商促销可能引致消费后移，但餐饮收入增速回落明显依旧反映了消费总体走弱的态势。总体来看，2016 年以来居民加杠杆后对消费的挤出效应持续显现。展望未来，我们认为尽管必须消费增速有所回落，但其支撑作用仍可倚重，2018 年人均可支配收入总体保持平稳，考虑到必选消费的韧性较强，预计必选消费还将维持在相对较高的增速水平。可选方面，通讯器材等消费产品随 5G 时代临近或将延续较高增速，汽车产业链在前期政策补贴刺激消退后的负面冲击逐步缓解，2019 年增速或稳中略有回升，而地产相关的家电家具建材消费或将随地产销售回落存进一步下行可能。我国经济的转型升级必将诉诸于增强消费对经济发展的基础性作用，在发展中保障和改善民生水平将成为消费提升的新动力，考虑到未来个税起征点调增以及多项抵扣政策的改革红利释放的影响，叠加基数走低效应，我们预计 2019 全年社零增速或将维持在 9% 左右。

图 19：居民可支配收入增速（%）

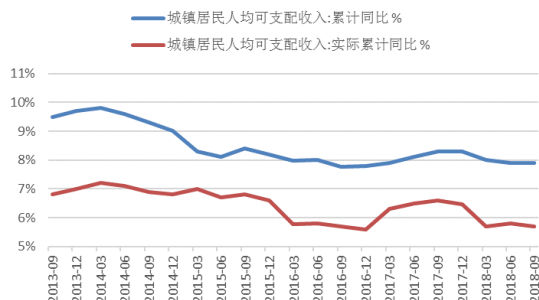
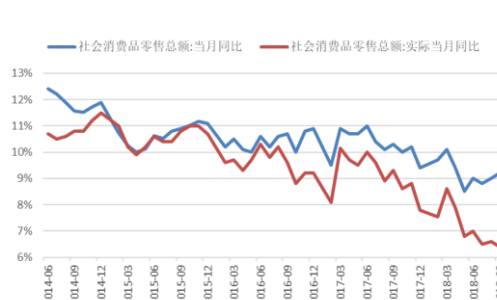


图 20：社会消费零售对比



数据来源：Wind，广金期货

图 21：汽车、建材分类品种消费对比

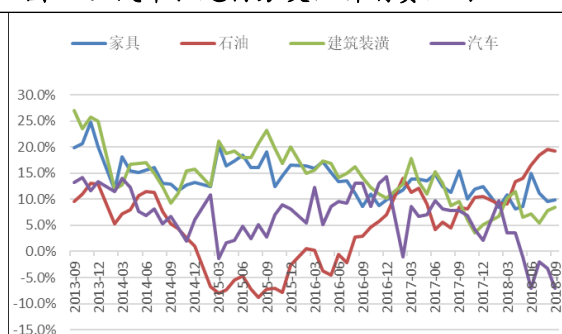


图 22：网络与饮食消费增速放缓



数据来源：Wind，广金期货

5. 外部不确定性增强，贸易拖累恐延续

从以美元计价的出口数据来看，2018 年我国出口增速略强于上年同期水平，中美第一轮贸易摩擦落地后，三季度出口增速不降反增，应与国内出口退税政策

对冲、贸易出口抢跑、人民币汇率贬值影响等多重因素有关，这些短期支撑因素消退后出口将逐步转弱。展望 2019，出口增速或将面临多方面的压力，随 IMF 下调全球经济增速，外需总体将有所放缓，尽管 G20 峰会使中美贸易摩擦迎来 90 天的缓和期，但前期三批相关商品关税落地的负面影响或逐步显现。进一步考虑到中美两方在高端制造业竞争与产权保护方面的矛盾难以化解，中美贸易摩擦在很大程度上将维持阶段性反复的总体格局，从全年看，中美经贸摩擦仍存再度升级风险，还需持续跟踪，预计 2019 年出口增速将面临较大的回落压力。进口方面，2018 年增速总体保持震荡抬升的走势，从国别看，对欧盟、日本、巴西等国进口同比增速有所提高，对美进口增速降幅有所扩大，或表明中美贸易摩擦负面影响在进口端已有所体现，贸易替代有逐步显现的迹象。展望 2019，随大力发展服务贸易、推进自由贸易试验区建设，以及进口关税总水平的进一步下调，中国扩大进口、以扩大开放促进改革的意图得到体现，预计经济韧性较强和进口

图 23：进出口同比 (%)

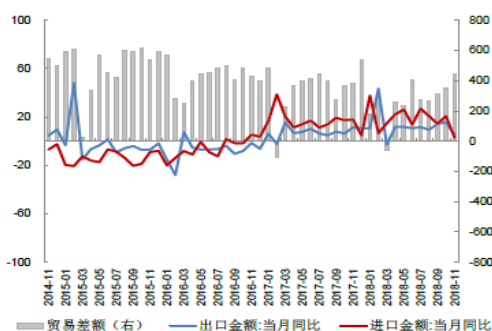
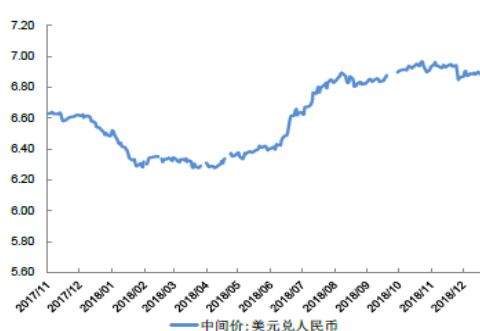


图 24：人民币汇率变化



数据来源：Wind，广金期货

6. 通胀总体温温和，工业品价格同比回落将加快

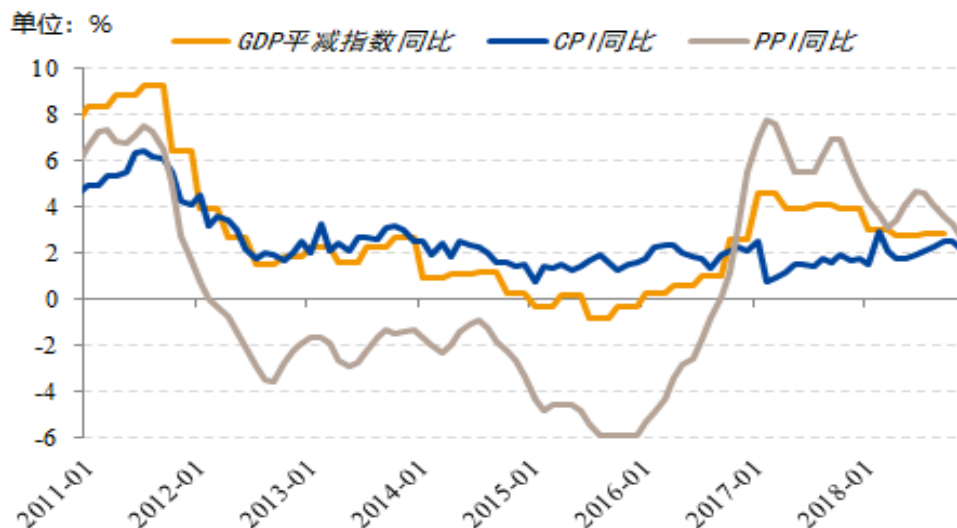
以目前经济形势加以中性推测，2019 年国内的通胀水平总体依旧温和，CPI 同比增速的中枢水平仅略有抬升，而 PPI 同比增速将较 2018 年明显回落。这一变化将重构产业链上中下游盈利分配的格局，利好下游行业盈利水平的修复。我们首先对 2017 年 CPI 和 PPI 的翘尾因素进行预测。数据显示，2019 年 CPI 翘尾因素年内平均值大约为 1.05%，较 2018 年提升 0.17 个百分点，整体有所抬升，变动趋势与 2017 年相似；与 CPI 翘尾略有抬升相反，PPI 的翘尾回落较为明显，2019 年 PPI 翘尾因素的年内平均值大约为 1.0%，较 2018 年 2.82% 的年内均值回落 1.82 个百分点，其变动趋势则与 2018 年略有错位。

新涨价因素方面，随落后产能淘汰渐入尾声和企业对环保要求的主动调整，预计 2019 年供给侧改革和环保限产对上游大宗商品价格的推升日显乏力，加之全球经济增速总体趋缓，供需两端综合影响下，国内大宗商品价格将出现较为明显的回落。国际原油价格方面，考虑 OPEC 生产成本、限产协议力度有限、美国输油管道对供给提升的影响，预计 2019 年布伦特原油价格维持在 60-70 美金区间。综合测算，PPI 新涨价因素将显著弱于本年水平，2019 年 PPI 累计同比增速由今年的 3.7% 回落至 1.3% 左右。

CPI 方面，2018 年冬季极寒天气对蔬菜价格的扰动应难以再现，尽管非洲猪瘟或将抬升猪肉价格，但饮食习惯的逐步转换和规模化养殖对成本的有效控制

将在很大程度上压制猪价抬升的空间，叠加全球经济走势趋缓下国际原油价格恐难以再度攀升至 80 美元，预计 2019 全年 CPI 同比增速将维持在 2.3% 附近，年中高点将出现在二季度，全年总体呈现前期走高后期回落的态势，即使猪肉价格和气象灾害再度冲击，全年通胀水平依然总体可控。

图 25: CPI、PPI 同比变化 (%)



数据来源: Wind, 广金期货

7. 政策导向和应对方案

2019 年中国经济面临着经济增速与通胀双双回落的压力，在内需不足、外需受限的状况下，未来政策面因素将占主导作用。如何有效应对经济形势的变化，中央经济工作会议精神具有重要的指示意义。从经济工作会议表述看，决策层对经济下行和外部不稳定性担忧继续上升，表示“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”，较今年 7 月经济运行稳中有变的判断来说，对形势严峻程度的判断明显上升。会议的重点：

(一)、强化逆周期调节，稳定总需求。本次会议将“逆周期调节”及“稳定总需求”放在首位，先于供给侧结构性改革，充分体现政策以稳为主的总基调。财政政策方面，预计明年减税（增值税为主）降费（社保费率调降为主）累计将超今年总体水平，预计在 1.3 万亿以上。货币政策预调微调，预计将会出现向稳增长切换的过程，逐渐由灵活适度转向稳健略宽松。预计明年政策调控方向将着力发展制造业投资，基建和地产等传统动能作为储备政策。

(二)、稳健的货币政策要松紧适度，实施更大规模的减税降费。会议对货币政策的总基调为“松紧适度”，去掉“中性”，同时强调要“改善货币政策传导机制”、“解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。我们认为货币政策未来的宽松仍然可期，整体流动性的合理充沛依然必要，本次会议未提及汇率，内外平衡如果出现矛盾，货币政策或以内为主。财政政策重点强调“加力提效，实施大规模减税和降费”。明年在大规模的减税开启情况下，同时加大专项债的发行额度，财政赤字会有所提升。

(三)、构建房地产市场健康发展长效机制。

会议指出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。此外，12月23日，《中华人民共和国土地管理法》、《中华人民共和国城市房地产管理法》修正案（草案）提交十三届全国人大常委会第七次会议审议。土地管理法修正案草案中，删去了现行土地管理法关于从事非农业建设使用土地的，必须使用国有土地或者征为所有的原集体土地的规定；对土地利用总体规划确定为工业、商业等经营性用途，并经依法登记的集体建设用地，允许土地所有权人通过出让、出租等方式交由单位或者个人使用。从最新规定来看，扩大了商业用地的供给，有利于降低要素价格、稳定房地产市场。我们认为，如果2019年经济下行压力继续加大，单靠基建较难达到托底经济的效果，地产政策也许会根据形势有所微调。但房地产政策全面放松以刺激各类需求释放的可能性不大，仅仅可能出现针对部分城市刚需的局部放松

（二）、全球：美日欧扩张动力趋缓 外部压力有望弱化

就2018年10月份IMF发布的全球经济概览显示，2019年主要发达经济体的增长水平平均较2018年有所回落，其中美国、欧元区和日本的GDP增速分别为2.5%、1.9%和0.9%，较2018年预测值分别下降0.4、0.1和0.2个百分点，这将令其货币紧缩的程度有所弱化。

就美国而言，在共和党失去对众议院的掌控后，特朗普不得不在国内政策的执行上遇到更多来自于民主党的掣肘，无论是减税还是基建投资都将因此而步履维艰，这无疑将弱化美国经济的扩张前景。11月30日发布的议息会议纪要虽然依旧坚定了市场对12月的加息预期，但是纪要中对未来经济增长放缓的担忧有所提升，而且强调货币政策将更加依赖于数据，即通胀和就业的情况。结合美联储主席鲍威尔有关“美联储基准利率仍略低于中性利率”的表述，预计美联储的加息步伐有望放缓。芝商所数据显示，目前市场预计2019年美联储的加息次数将仅为2次，且第二次的加息概率普遍低于此前预期。

图 26：美国制造业 PMI 变化

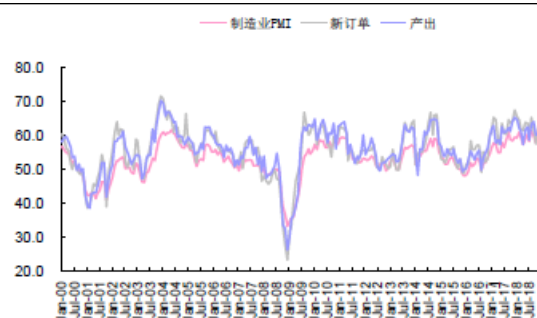
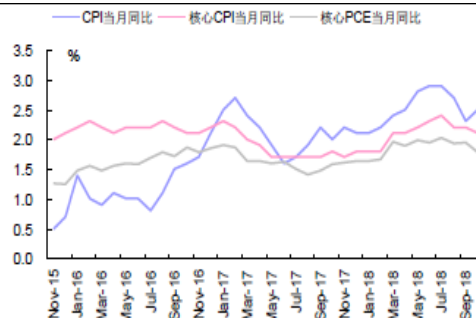


图 27：美国 CPI 同比变化 (%)



数据来源：Wind，广金期货

图 28：美国失业率持续走低

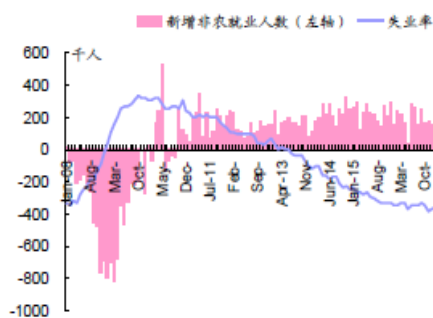
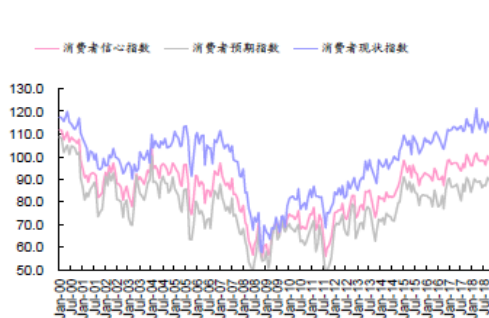


图 29：美国消费者信心指数维持高位



数据来源：Wind，广金期货

欧元区方面，区内经济的扩张动能仍在衰减，制造业 PMI 指数继续回落的同时，三季度区内 GDP 同环比增速继续回落且低于预期，面对低位运行的核心通胀，欧央行在宽松退出上的步伐必然依旧审慎，其在 10 月份议息会议上指出“将至少在 2019 年夏季结束前维持利率不变”。

图 30：欧元区制造业 PMI 指数

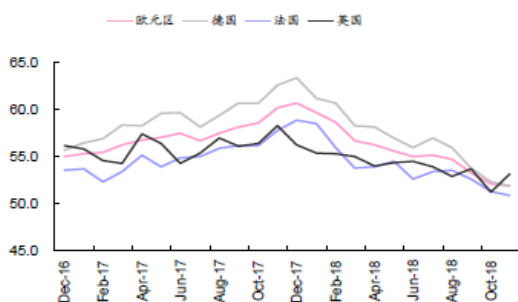
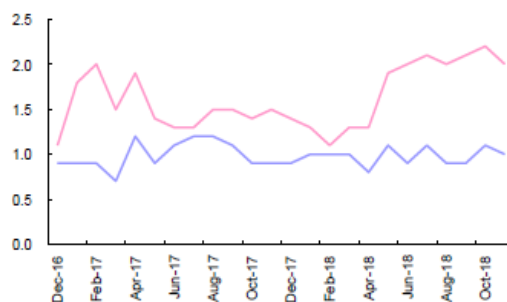


图 31：欧元区 CPI 同比变化率 (%)



数据来源：Wind，广金期货

日本方面，制造业 PMI 指数仍在缓慢回落，尽管其核心 CPI 同比持续走高，但是绝对值仍位于较低水平，而且考虑到明年即将再度上调的消费税，日本经济所将面临需求收紧的潜在冲击，于是日本在宽松退出上的步伐同样难以加快。

图 32：日本制造业 PMI 指数

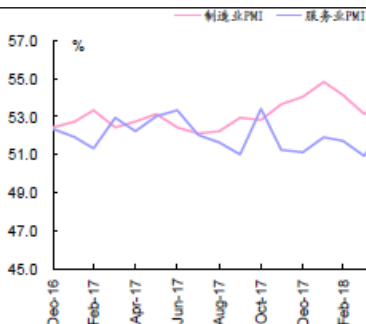
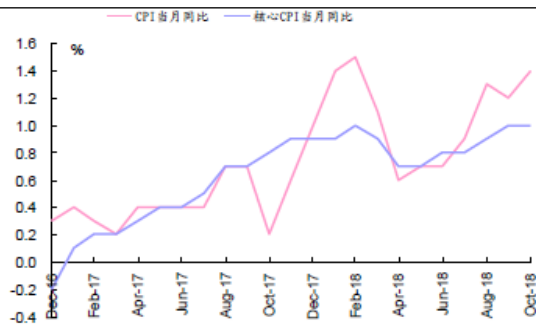


图 33：日本 CPI 同比变化率 (%)



数据来源：Wind，广金期货

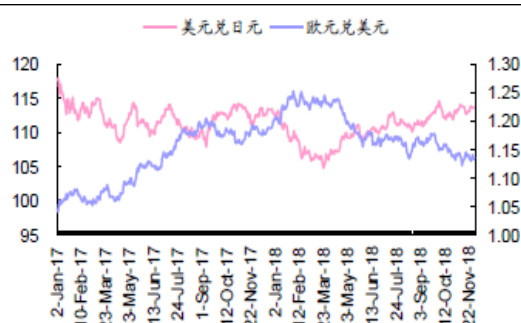
于是，一方面美国经济将继续保持相对优势，另一方面，即便美国的加息步伐有所放缓，其相对于继续维持低利率的欧元区来说也依旧拥有优势，受此影响强势美元将得以延续。美元加息步伐的放缓将有利于缓解人民币的贬值压力，进而弱化国内资本外流冲动，然而这是站在中期视角内的判断；就短期而言，首当

其冲的是美联储将于 12 月再度加息几成事实，且 2019 年仍有较大概率两次上调基准利率，于是人民币贬值压力和资本外流的冲动尚不会发生扭转，目前的改善仅仅是边际上或前瞻性的。于是，未来的一到两个季度内人民币对美元汇率仍将维持弱势，且资本外流的压力不会扭转，面对于此，央行仍将继续承担货币供给的补给者，这就要求我们将央行的货币调控行为和货币环境加以区分，不能简单地将央行投放力度的增减作为流动性判别的指针，货币市场利率的波动才是更为直接的观测标尺。

图 34：美元指数持续走高



图 35：美元兑日元和欧元均保持强势



数据来源：Wind，广金期货

三、货币政策与财政政策助力托底，经济形势稳步前行

2018 年初预算内财政赤字率政策目标从 3%下调至 2.6%，为 2012 年以来首次下调，但实际预算资金规模与 17 年持平；18 年两会计划地方专项债券 1.35 万亿元，地方专项债额度较 17 年的 8000 万亿元有明显扩大。此外，两会期间还设定了减税降费目标 1.1 万亿元，不仅高于 17 年 5500 亿元目标，且超过 17 年实际完成额 1.02 万亿元。二季度期间，财政收入增加但财政支出下降，导致财政收支形成缺口，加上基建投资显著下行，经济增速开始放缓，对此，财政政策也做出一定调整。7 月 23 日，国务院常务会议中提出积极的财政政策要更加积极，并表示“聚焦减税降费”、“加快地方专项债券发行和使用进度”。7 月 31 日的政治局会议上也强调了财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。这意味着，财政政策的积极定位在不断增强。18 年下半年，积极的财政政策持续致力于加快地方专项债券的发行与加大减税力度。

图 36：公共财政收入与支出出现负增长

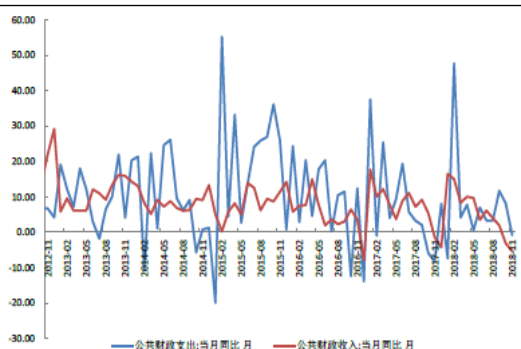


图 37：预算内财政赤字率下调



数据来源：Wind，广金期货

从广义的财政收入来看，积极的财政政策的空间来自四个方面：公共财政收入、政府性基金收入、社保基金收入以及国有资本运营收入，其中国有资本运营收入的规模不大，在此不展开考虑。社保基金收入是日常所说的“五险一金”，适当降低缴纳比例可以提高企业和居民的可支配收入，从而达到“减税”的效果，但五险一金中，养老保险的比例最大，而就目前人口老龄化的趋势，养老负担加重的背景下，社保基金收入调整的空间非常有限。因此就目前来看，积极的主要途径来自公共财政收入与政府性基金收入。其中政府性基金收入主要来自国有土地出让收入，而就当前楼市景气度来看，政府性基金收入增速易降难升。就此来看，2019 年财政政策积极的空间主要来自公共财政收入，“减税降费”仍是主线，一方面通过降低小微、民营企业税负，支持实体企业发展；另一方面，通过减轻居民个税负担，改善当前信用环境，促进民营投资以及个人消费，从而支撑经济基本面。回顾 18 年货币环境，在去杠杆和严监管的影响下，社会融资规模缩窄，M2 增速整体疲弱，并创下历史新低，M1 同比增速也持续显著下滑，创下低点，央行从前期坚定的去杠杆转变为稳杠杆，年内一共实现 4 次降准。社融规模的缩水反映了实体融资需求不振，一方面是信贷增幅的大幅降低，另一方面是非标融资的持续萎缩。总的来看，18 年需求低迷叠加信用收缩，货币政策保持稳健宽松，货币增速持续低位运行。

在四季度货币政策例会中有三处重大变化：第一，稳健货币政策“保持中性”改成“松紧适度”，这与最新的中央经济工作会议的定调保持一致，可见，未来货币政策大概率会进一步宽松，预计 19 年降准有较大操作空间，同时降息的概率也在增加。第二，删掉了“内需对经济拉动不断上升”、“管好货币供给总闸门”以及“把握好结构性去杠杆力度和节奏”等表述，这说明未来的货币供给会有所改善，货币政策的调控会更加灵活，以确保经济稳增长。第三，提出“推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环”，这表明货币政策将立足于宏观调控与金融调控的统一布局，更加关注微观传导机制疏通和资产价格波动，从而促进国民经济整体良性循环。

展望 2019 年，货币政策大概率将进一步宽松，加大逆周期调节力度确保经济稳增长，关注三角良性循环并统一布局，提升金融服务实体经济的能力。在积极的财政政策与稳健的货币政策合力托底的条件下，料未来信用环境将有所改善；随着地方专项债券的扩大以及企业债券的增长，社会融资规模有望好于 2018 年，货币增速或见底企稳。

图 39：地方政府专项债券规模收窄

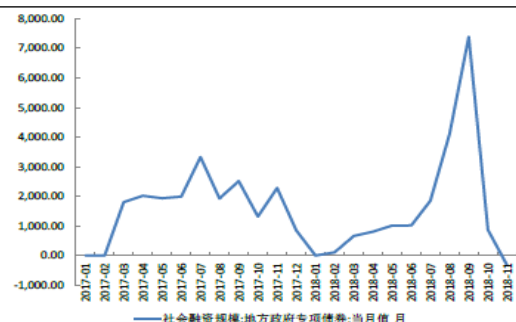
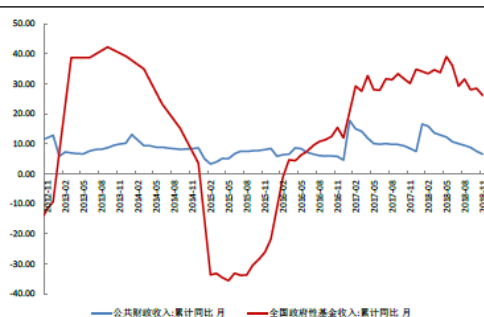


图 40：政府性基金收入下降



数据来源：Wind，广金期货

四、后市展望

2019 年，在对经济悲观的预期下，对于市场来说，物价上行压力减小，需求下滑，不利于商品的涨价，特别是农产品的涨价。分具体资产类型看，我们认为：宏观上看农产品震荡，对于豆粕、豆油、棉花、玉米类等有进口放开可能的品种更是利空。对于工业品来说，目前在经济形势未有重大转好，市场定价机制可能成为未来改革方向的背景下，看空依然是主方向，但节奏上中美贸易谈判进程和经济托底政策预期的影响，易出现反复。国债期货继续看多，宽松政策大概率继续，在美国加息可能提前结束的背景下，利率将维持低位，国债期货有望继续上行。股市不确定性较高，一季度或继续震荡夯实底部，全年或有重要转折出现。2018 年股市在经历急速下跌后，迎来了政策呵护，但流动性问题以及股票发行仍是股市当前必须面对的现实困境。总之，市场必须有更多的耐心去确认盈利预期转折点以及资金流入转折点，因此，信心和耐心同样重要。当下，较高的宏观杠杆率总量仍然制约着流动性的大幅扩张，虽然金融监管的变化和支持民营以及创新型企业的政策在积累，但是金融系统防风险的总基调预示着 2014-15 年鼓励金融创新阶段的流动性宽松环境难再现。基于这种判断，在股市经历 2018 年大幅下行后，我们可以期待 2019 年是由“危”向“机”的转变年。但是就宏观流动性的总量约束来看，高贝塔的反弹或难出现，市场更多地是具备了阿尔法行情回归的土壤。因此，全年来看，阿尔法行情回归的逻辑基础坚实。黄金依然看多，目前全球经济还存在诸多不确定性，风险事件还没有释放完毕，比如未来美股下跌的程度、原油下跌带来的影响。然而 19 年的经济形势大概率处于通缩状态，黄金抗通胀的功能无法释放，因而对于黄金的走势我们中长期看多，但受制于通缩压力或震荡上行。

五、风险提示

- 中美贸易摩擦持续发酵。
- 欧洲政治危机扩大及英国脱欧进程。
- 中东、亚太等敏感地区爆发地缘危机。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司分支机构

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com



广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层 (528305)

电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58762272

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-85231387

成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室

电话：028-61320595

深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A

电话：0755-82549070

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市竞秀区复兴中路 3108 号康泰国际 15 层 1 区 1509 号

电话：0531-58766302

福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市靖江中路 336 号朗成大时代 4 号楼 2301

电话：0576-85932178