

# 凄风淅沥飞严霜，苍鹰上击翻曙光

——宏观经济 2019 年年度策略报告

东海期货 2019 年年度策略报告 | 宏观策略篇

研究所 宏观策略组

贾利军

从业资格证号：F0256916  
投资分析证号：Z0000671  
联系电话：021-68757181  
邮箱：[jialj@qh168.com.cn](mailto:jialj@qh168.com.cn)

刘洋洋 联系人

联系电话：021-68757089

## 投资要点

- 2018 年经济运行主要指标大概实现，但两大经济问题凸显：去杠杆背景下，基建投资大幅回落，实体融资需求疲弱；中美贸易争端加大外需面临回落的压力。
- 2019 年，需求端继续向下的趋势较为明确，房地产接替基建投资下行，制造业投资高增长难以持续，投资增速整体承压；消费仍受制于居民杠杆高位，但受益于减税和汽车拖累的减弱，走势或将趋稳；受全球经济动能放缓和中美贸易争端等因素的拖累，进出口将承压。整体来看，需求端在融资和消费疲弱的凄风中，再加地产投资回落和外需放缓的严霜，预计 2019 年实际 GDP 全年增速在 6.3%左右。
- 在生产端，供给侧改革步入下半场，去产能任务阶段性完成，受制于需求端压力的增加，或将更关注降低企业的成本。在政策方面，2019 年“稳增长稳就业”的诉求增加，宏观调控政策或如苍鹰般敏锐，着力于扩大内需、改善融资环境和减税降费，为经济增长带来曙光。
- 在通胀方面，2019 年 CPI 中枢上移，但受需求端疲弱的拖累涨幅无忧；由于环保限产力度较往年趋松及基数效应，PPI 或将继续下行，货币政策预计稳中偏松，降准仍有空间，市场利率仍存在一定的下行空间。
- 在大类资产配置方面，预计 2019 年融资收缩带来的需求下行压力和中美贸易争端仍将主导资产价格的走势，另需关注信贷传导机制的疏通和供给侧结构性改革政策的微调。在大宗商品方面，利空聚积，工业品或震荡下跌；在股市方面，仍将处于筑底阶段，虽政策底已至，但市场底仍需底部区域运行较长时间，全年上证综指运行区间大概率在 2300 点到 3000 点；在债市方面，长期利好持续，支撑利率和高等级债券资产走势。
- **风险提示：**国内外经济下行超预期、中美贸易争端超预期加剧、金融监管力度超预期、市场流动性环境急剧恶化。

## 一、经济基本面：下行压力加大，稳增长政策加码

2018年经济运行主要指标大概实现，但两大经济问题凸显：去杠杆背景下，基建投资大幅回落，实体融资需求疲弱；中美贸易争端加大外需面临回落的压力。步入2019年，受内外需求疲弱的影响，经济增速或再下一个台阶。“稳增长稳就业”的诉求增加，宏观调控政策将着力于扩大内需、改善融资环境和减税降费。

2018年前三季度，国内生产总值当季同比增速不断下行，第三季度录得6.5%，比2017年全年经济增速回落0.4个百分点，经济下行压力逐步显现。一方面，在前期去杠杆环境下，货币和财政政策双双收紧，监管政策不断加码，导致社融和信贷大幅收缩，对经济总需求产生较大的负面影响；另一方面，2018年下半年以来，中美贸易争端不断升级，预计对外需的负面影响将逐步显现。前三季度消费拉动经济增长5.2个百分点，贡献率达到78%，比去年同期大幅上升，经济下行周期消费的稳定器作用更加明显；投资拉动经济增长2.1个百分点，贡献率31.8%，贡献率有所下降；进出口对经济的拉动作用再次转负，拖累经济增长0.7个百分点。

图 1：GDP 增速当季同比

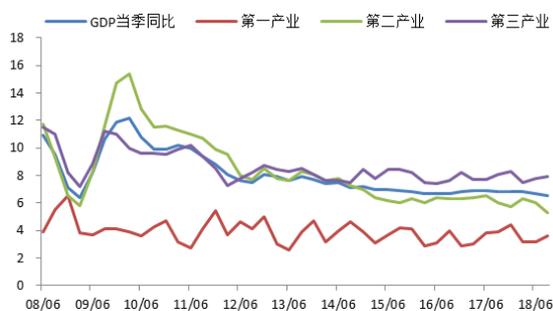
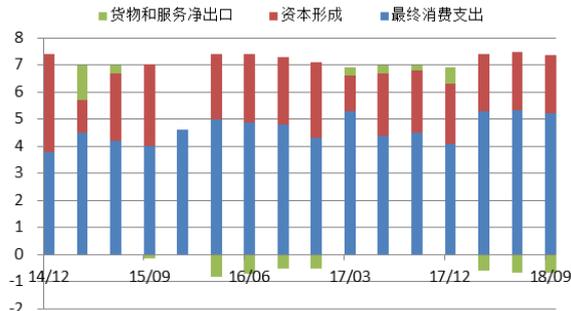


图 2：三大需求对 GDP 累计同比的拉动



资料来源：Wind，东海期货

### 1. 消费：政策扩大内需，消费弱势趋稳

2018年消费增速明显下行，前10个月同比增长9.2%，大幅低于去年同期水平，比去年全年下降1个百分点。由于通胀小幅上行扣除价格因素，消费实际增速下滑幅度大于名义增速，前10个月实际增长7.3%，比去年全年下降1.82个百分点，降幅扩大。

图 3：社会消费零售总额同比

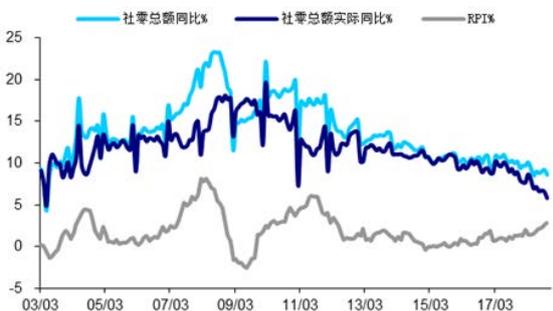
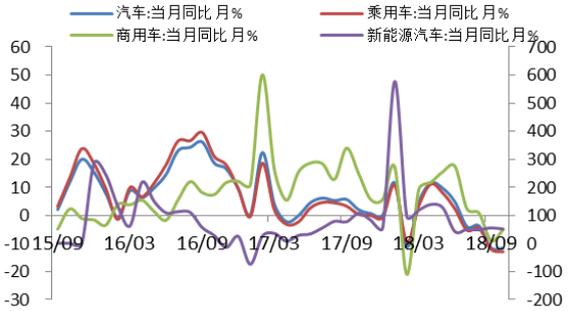


图 4：汽车消费放缓明显



资料来源：Wind，东海期货

从细项数据来看，2018年1-10月汽车消费同比增速-0.6%，由于车辆购置税优惠政策的逐步退出和前期的消费透支，全年汽车消费增速大幅下行，对整体消费的拖累作用较为明显。1-10月基础日用品消费基本平稳，粮油食品消费增速较去年同期水平微降0.7个百分点至9.5%；日用品类消费增速大幅

上行4.7个百分点至13%；服装鞋帽消费增速回升至8.4%。受房地产市场调控作用的逐步显现，商品房成交面积增速持续下行，地产后产业链商品消费均出现不同程度的下滑，1-10月家具类、家用电器类、建筑及装潢材料类消费增速较去年同期分别下降2.8个百分点、1.7个百分点和3.9个百分点至10.1%、7.8%和7.9%。2018年下半年，油价出现较大幅度的上涨，支撑石油制品名义消费增速保持较高水平，1-10月增速为14.6%，大幅高于去年同期水平。综合来看，目前我国居民消费结构中，生存资料类消费增速较为平稳，而消费升级类商品增速出现下滑。

图 5：分类零售额累计同比

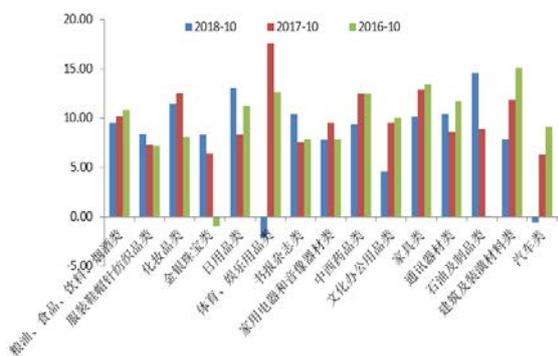


图 6：全国居民人均可支配收入（季度）



资料来源：Wind，东海期货

目前来看，消费具有较明显的顺周期性但本身波动较小，伴随着2019年上半年经济继续探底，预计消费增速将持续承压。首先，伴随着房地产市场调控政策的持续，商品房成交面积增速仍将保持在低位，持续利空未来地产后产业链商品消费，例如建筑装潢材料、家具、家电等居住类消费的增长。其次，由于前期居民大幅加杠杆，导致居民负债规模扩张，叠加消费贷监管趋严，对消费的挤压效应显现。再次，随着房价出现波动，和棚改货币化安置比率的边际弱化，居民的财富效应下降将在一定程度上抑制消费，预计2019年消费增速将持续承压。

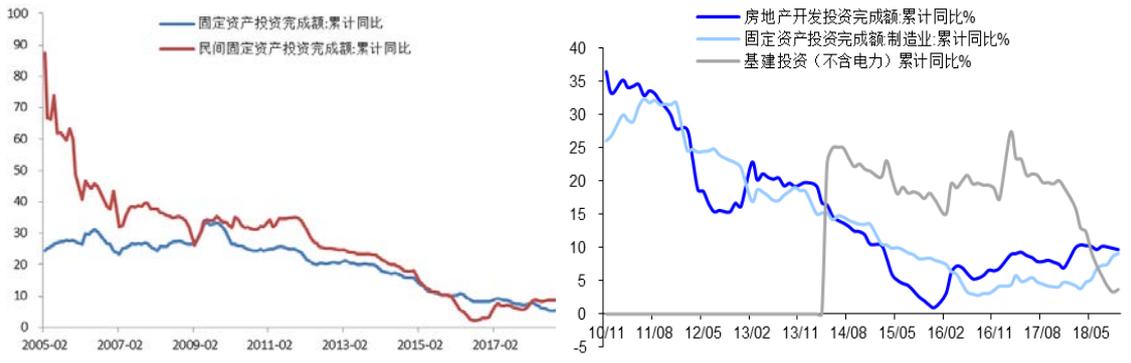
在经济下行消费承压的背景下，政策将逐渐加码促消费稳内需。9月20日国务院发布《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》。文件表示，未来促消费的政策将“从供需两端发力，切实增强消费对经济发展的基础性作用”。10月20日，财政部和税务总局出台个税抵扣细则征求意见稿，各收入阶层人群均将享受不同程度的个税负担减轻，有助于刺激消费，同时也利于降低居民部的杠杆率。步入2019年，个税改革将进一步实施，以及继续出台鼓励消费的各项政策，有助于消费增速的企稳。

## 2. 投资：基建稳地产降

2018年投资增速大幅下行，前10个月累计同比增长5.7%，增速比去年全年回落1.5个百分点，成为拖累经济增速下行的原因之一。前三季度，资本形成拉动GDP增长2.1个百分点，比去年全年下降0.1个百分点。2016年民间固定资产投资创历史新低，并且持续在低位运行，2018年主要受到基建投资大幅下行的拖累。下面分别来看固定资产投资的三大支柱房地产投资、制造业投资和基础设施建设投资对2019年固定资产投资增速的影响。

图 7：全国固定资产投资数据

图 8：固定资产投资分项数据



资料来源：Wind，东海期货

## 2.1 房地产投资：因城施策，关注调控政策力度

2017年全年是“史上最严”楼市调控年，2018年延续地产严监管的基调，对全国商品房销售造成明显的负面影响。2018年全国商品房销售面积前10个月累计同比增长2.2%，增速比去年全年回落5.5个百分点，比去年同期水平回落6个百分点。在房地产限购限价与低库存的组合下，“地产周期”弹性下降，虽然房地产销售明显回落，但2018年房地产投资增速先升后降，1-10月房地产开发投资完成额累计同比增速9.7%，仍高于去年水平。

从短周期来看，目前国内房地产市场具有一个较为明显的3年左右的周期现象：第一个阶段，房地产销售回升，带动房地产价格上行以及投资回暖；第二个阶段，房地产销售过热，各地出台限购政策抑制，销售高位筑顶；第三个阶段，房地产销售回落，拖累房地产价格及投资回落。目前国内房地产市场正处在第三个阶段，受“史上最严”楼市调控政策抑制，2018年地产销售面积累计增速延续回落趋势。从其他先行数据方面来看，多数出现下行迹象，1-10月房屋新开工面积回落较1-9月回落0.1个百分点至16.3%，但整体增速较2017年水平大幅提升；1-10月本年购置累计土地面积较前值下行0.4个百分点至15.3%。前期地产投资的重要支撑土地购置费已于近两月明显放缓，预示后期地产投资将延续下行态势。同时，房地产投资涉及较长的产业链，上至煤焦矿、中至钢铁水泥、下至塑料玻璃等房产后市场都有牵连。而一般情况下，房地产相关产业链的投资增速滞后房地产开发投资增速的2个季度左右。因此，房地产投资增速的下行或对2019年固定资产投资造成负面影响。

值得注意的是，在房地产监管高压的背景下，2018年11月政治局会议上并未提及房地产。结合目前对经济稳增长的诉求，因城施策，房产调控政策或将微调，有助于房地产投资增速的平稳下行。

图 9：房地产销售数据

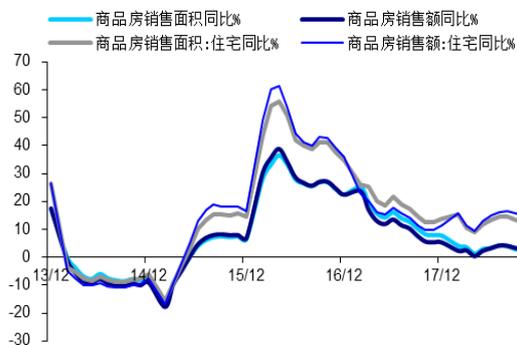
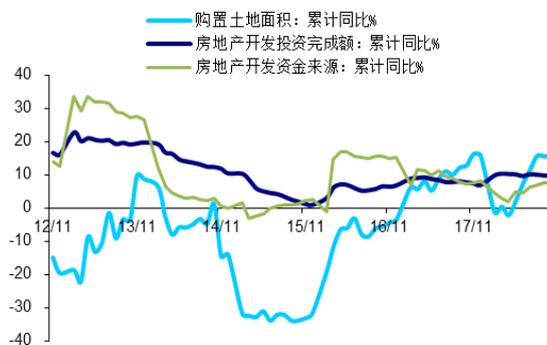


图 10：房地产投资数据



资料来源：Wind，东海期货

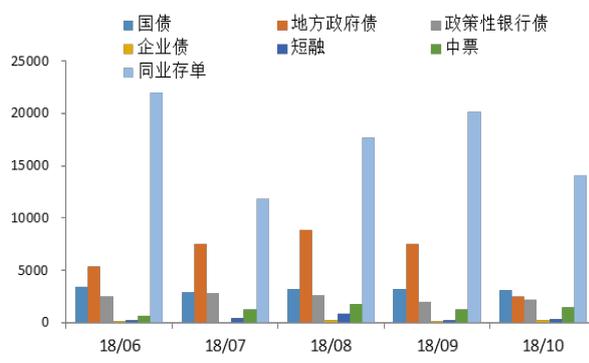
## 2.2 基础设施投资：财政政策更加积极

2018年基础设施投资（不含电力）累计同比增速大幅回落，对经济的拖累效果明显。1-10月基础设施投资（不含电力）同比增长3.7%，比去年全年水平回落15.3%。一方面，由于金融去杠杆和防控地方政府债务风险，政府融资来源大幅下降；另一方面，PPP项目审核进一步规范，项目质量要求更高。截止2018年9月末，全国PPP综合信息平台项目平台入库项目12470个，总投资额17.25万亿元，比去年末相比，在项目数和总投资额方面均有减少，但落地率大幅提高。

图 11：公共财政收入下行



图 12：地方新增债券发行高峰



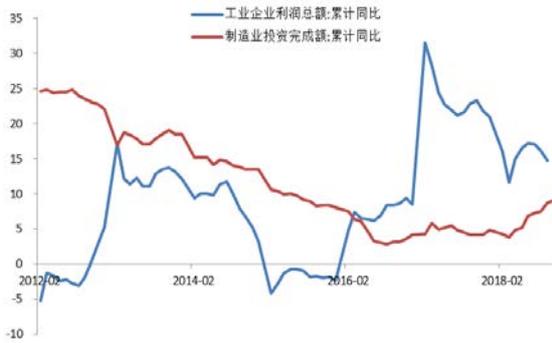
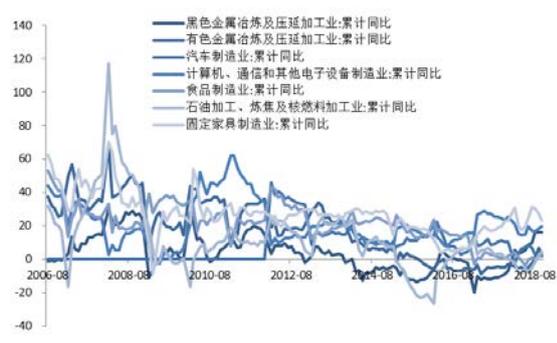
资料来源：Wind，东海期货

2018年下半年政策逐渐向积极财政和宽信用的方向转变，7月23日的国务院常务会议指出，积极财政政策要更加积极；聚焦减税降费。加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。7月31日的政治局会议指出，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，加大基础设施领域补短板的力度。10月31日国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》，聚焦关键领域和薄弱环节，将加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求。在一系列政策的带动下，地方政府专项债发行节奏明显加快，8、9月份地方债的净融资总量为1.63亿，比去年8、9月净发行量同比大幅增加0.41万亿和0.39万亿。发改委审批项目速度提升，10月密集批复千亿元基建项目。直至10月份，基建投资累计同比增速企稳回升至3.7%，较1-9月上漲0.4个百分点，为今年4月以来首次转正。

2019年基建投资或将企稳反弹，但不具备大幅上行的基础，预计全年增速在7%左右。一方面，2018年公共财政收入当月同比增速下行，在政府广义收入上存在一定约束，实际财政赤字率可能再次回升；另一方面，地方债务监管和金融监管并没有实质性的放松，资金压力仍然较为明显。

## 2.3 制造业投资

2018年以来，制造业投资的走势与房地产和基建投资走势完全不同，出现了较大幅度的回升。1-10月制造业投资累计同比增速9.1%，比去年全年水平回升4.3个百分点。在2018年制造业投资结构当中，各产业对整体投资增速的拉动作用出现分化。2017年受供给侧改革去产能的持续推进，黑色、有色金属类整体投资基数较低，2018年下半年环保限产政策边际趋松，带动投资增速明显回升；受全年汽车消费增速大幅下行的拖累，汽车制造业投资累计增速大幅放缓；由于房地产监管高压持续，2018年以来对全国商品房销售造成明显的负面影响，家具制造业累计投资升至高位后出现下行；受国内需求疲弱和中美贸易争端的影响，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备及计算机、通信和其他电子设备等高新制造业投资出现一定幅度的下滑。

**图 13：工业企业利润增长**

**图 14：制造业投资结构数据**


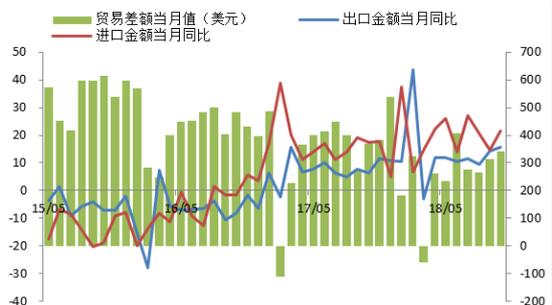
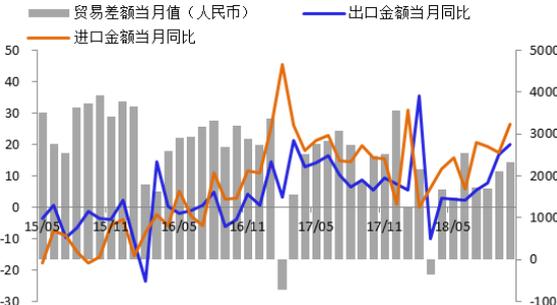
资料来源：Wind，东海期货

步入2019年，预计制造业投资的高增速难以持续。一方面，在需求端疲弱的背景下，工业品价格将回落明显，去产能和环保限产带动工业品价格上涨、工业企业利润修复的逻辑将减弱，对制造业支撑将回落；另一方面，随着中美贸易争端的演进，关税的落地后贸易摩擦不确定性降低，外贸“抢跑效应”也将消退。结合当前企业中长期贷款疲弱，虽然宽信用和定向政策助力解决中小企业融资难的问题，但银行出于对风险的控制以及贷款额度的限制，流动性主要停留在银行间，宽信用对实体经济并未形成预期的支撑，制造业投资高增速或难持续。在政策上，明年制造业或将迎来增值税降税等利好政策。

综上所述，我们认为在房地产投资增速的下行压力将进一步释放，制造业投资高增速难持续，在积极财政政策和宽信用的刺激下，基建投资增速边际回暖但力度有限，预计2019年固定资产投资或在整体上保持稳中趋降的态势。

### 3. 外贸：负面影响逐步显现

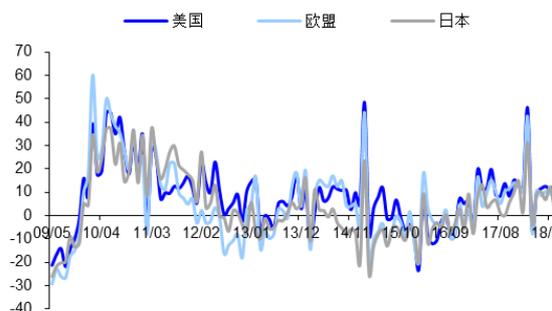
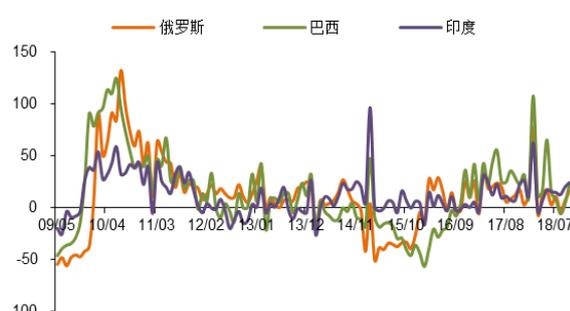
2018年全球经济由同步复苏逐渐走向分化，叠加中美贸易争端逐步升级，外贸环境逐步恶化。但依赖于“贸易抢跑”因素的存在，我国外贸表现出较强的韧性，关税的影响滞后。2018年1-10月，我国进出口总值3.8万亿美元的商品，比去年全年增速上涨4.66个百分点。其中，出口约2万亿美元，同比增速12.6%；进口约1.8万亿美元，同比增速20.3%；贸易顺差2542亿人民币，比去年同期减少顺差730亿美元。

**图 15：进出口贸易数据（以美元计）**

**图 16：进出口贸易数据（以人民币计）**


资料来源：Wind，东海期货

2019年外贸的负面影响或将逐步显现，一方面，全球经济复苏或将持续放缓，加大外贸压力。2018年9月全球制造业 PMI 指数下降至52.2，创2016年以来的最低。IMF 预计2019年全球经济增速从2018年的3.73%降低为3.65%，其中发达经济体从2.36%降低为2.13%，新兴经济体增速稳定在4.68%。另一方面，关税的滞后影响将在2019年逐步显现。贸易摩擦是今年预期之外的最大变量，7月份以来美国已经对

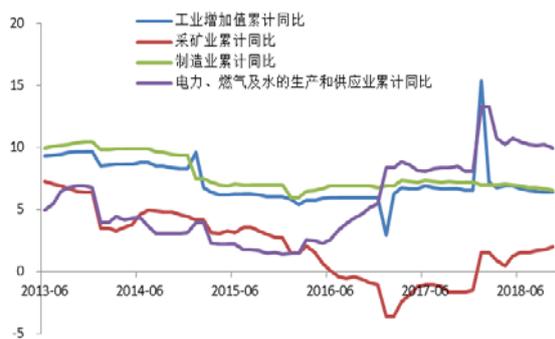
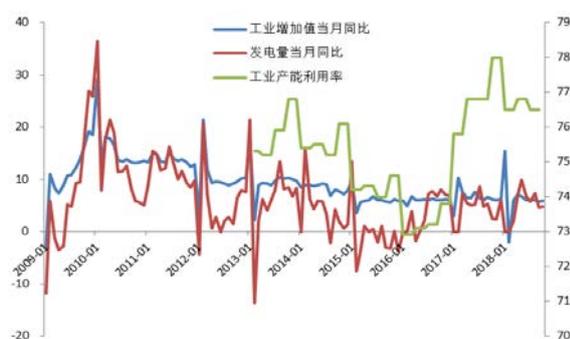
方2500亿出口美国的商品加征关税。但贸易争端对经济基本面的实质性影响在年内还未显现，在“贸易抢跑”因素和全球经济复苏的支撑下出口增速表现较好。在G20峰会上，中美元首达成协议贸易争端暂缓升级，但后续走势仍存很大不确定性。即使中美贸易争端有所缓和，但中国加大自美进口是必要选择，净出口对经济的拉动作用将减弱。同时考虑到“贸易抢跑”因素的透支影响，2019年出口增速预计出现下滑。

**图 17：对发达经济体出口增速**

**图 18：对新兴市场出口增速**


资料来源：Wind，东海期货

#### 4. 工业增加值中枢进一步回落

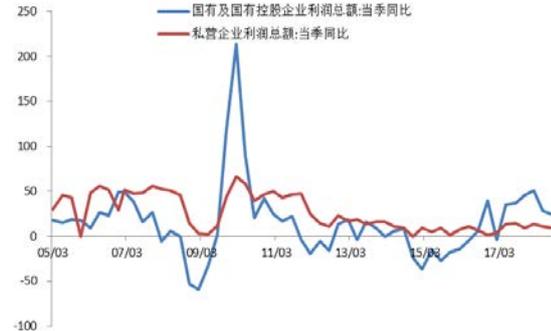
2018年工业增加值小幅下滑，1-10月规模以上工业增加值累计同比增速6.4%，比去年同期水平回落0.3个百分点。分行业来看，年初以来通用设备、电气机械、运输设备、汽车制造业生产数据下滑明显；经过2017年严格去产能之后，今年环保限产目标有所宽松，取消“一刀切”限产等，限产行业供给端的收缩压力弱于去年，下半年采矿业增加值出现上行。但受需求端整体疲弱的拖累，预计2019年工业增加值中枢将进一步回落。

**图 19：制造业增加值增速回落**

**图 20：规模以上工业增加值回落**


资料来源：Wind，东海期货

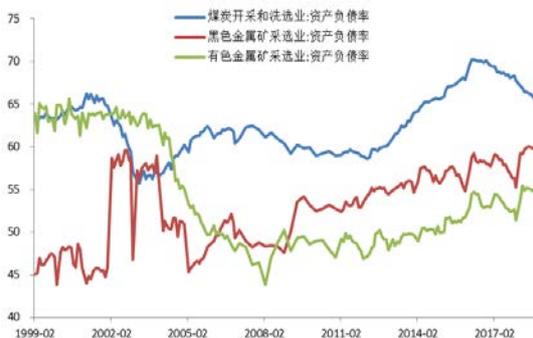
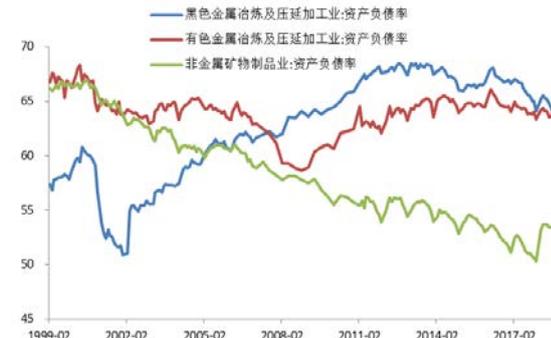
1-10月工业企业利润总额累计同比增长13.6%，较去年同期水平大幅下降9.7个百分点。工业企业利润的大幅下滑主要可以从量和价两方面进行解释，在量方面，1-10月工业增加值累计增速6.4%，比去年同期小幅回落0.3个百分点；在价格方面，1-10月PPI累计增速3.9%，比去年同期水平大幅回落2.6个百分点，是工业企业利润下行的主要原因。从结构来看，国企利润增速远高于民企，1-10月国企利润累计同比增长20.6%，远高于民营企业的9.3%。同时，1-10月上游行业利润增速为56.7%，下游行业的利润增速仅有3%，上游行业贡献了新增利润中绝大部分。目前来看，PPI增速仍处于下行趋势，涨价效应趋弱，2019年工业企业利润增速继续承压。但上游行业对下游行业例如的挤压效应将部分缓解，企业利润分配格局将有所改善。

**图 21：工业企业利润大幅下滑**

**图 22：国企利润同比增速高于民企**


资料来源：Wind，东海期货

2016年初，国务院提出了钢铁、煤炭行业的去产能计划。2017年供给侧结构性改革加快推进，更加注重去产能和环保，“三去一降一补”取得重要进展。上游采掘业和部分中游制造业的资产负债率逐步修复，且进展快于预期，产能过剩行业供求关系发生变化。考虑到过去两年去产能相关工作效果显著，未来供给端的收缩力度预计将边际减弱。根据2018年9月印发的《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》等文件的有关要求，采暖季限产时间为2018年10月1日至2019年3月31日，但今年环保限产严禁采取“一刀切”方式，不再统一划定限产比例，由各地自主决定，因城施策、因企施策。

**图 23：上游采掘业资产负债率**

**图 24：部分中游制造业资产负债率**


资料来源：Wind，东海期货

步入2019年，影响生产端的主要因素有两方面：1. 需求端的拉动将继续减弱，2018年投资增速下行，消费增速大体平稳，出口增速或将继续改善，但不抵投资端的下滑，需求端大概率将有所走弱，对生产端的支持力度有所减弱；2. 政策因素带来的供给端收缩边际放缓，从今年下半年陆续发布的文件来看，环保限产政策边际趋松。同时考虑到上游行业对中下游行业利润的挤压，以及民营企业融资难等问题的叠加，2019年将步入供给侧改革的下半场，或将更关注降低企业的成本。

表1:2018年下半年政府聚焦减税降费

政策	发布时间	发布机构
进一步缓解小微企业融资难融资贵	2018年6月20日	国务院常务会议
积极财政政策要更加积极；聚焦减税降费	2018年7月23日	国务院
财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，加大基础设施领域补短板的力度	2018年7月31日	政治局会议
《关于进一步做好信贷工作，提升服务实体经济质效的通知》	2018年8月18日	银保监会
印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》	2018年10月11日	国务院
个税抵扣细则征求意见稿出台	2018年10月20日	财政部、税务总局
决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难。	2018年10月22日	国务院常务会议

资料来源：Wind，东海期货研究所整理

目前，随着房地产市场库存的去化，居民杠杆已经加至高位，进一步刺激的空间有限；在企业杠杆方面，近两年企业杠杆略降，但仍是全球最高水平，2019年居民和企业或将绵连被动去杠杆的压力。2019年在刺激内需释放的基础上，政府加杠杆或将成为政策主线，一是通过减税降费，降低企业成本，改善制造业盈利情况；二是有望上调专项债额度，加强对地方财政和基建投资的支持。但考虑到地方隐性债务的制约，预计扩张的财政政策只能延缓经济下行速度，难以改变经济下行的方向。

## 二、2019年通胀预期及货币政策

### 1. 2019年 CPI 中枢上移 PPI 下行

2018年 CPI 中枢小幅上行，1-10月 CPI 累计同比增速为2.1%，较去年同期上涨0.59个百分点；1-10月核心 CPI 累计同比增速2%，较去年同期水平下降0.1个百分点。在8月后主要受到短期扰动因素的影响，食品价格出现显著上涨。其中鲜菜受天气影响较大，台风等极端天气以及季节性因素影响导致鲜菜价格暂时上涨；受猪瘟疫情的影响猪肉价格明显上行，导致8、9月以来的环比上涨季节性。另外，房租的上涨也有一定的推动作用，主要集中在二线城市，但由于其权重占比较低，所以影响有限。年内导致 CPI 上行的短期扰动因素逐步消退，步入2019年，中美贸易争端、猪周期再起对国内通胀的压力将逐步显现以及全球原油价格高位带来输入型通胀预期。但受国内需求端疲弱的拖累，货币、融资增速低位徘徊，并不支持通胀的大幅上行。

图 25: CPI 同比增速上行

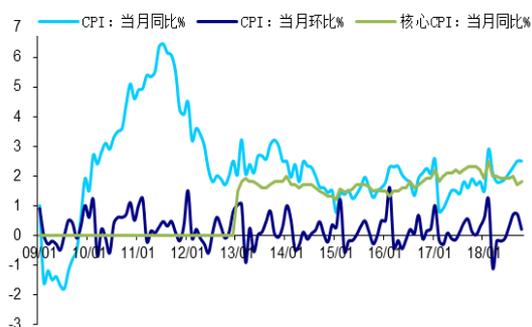
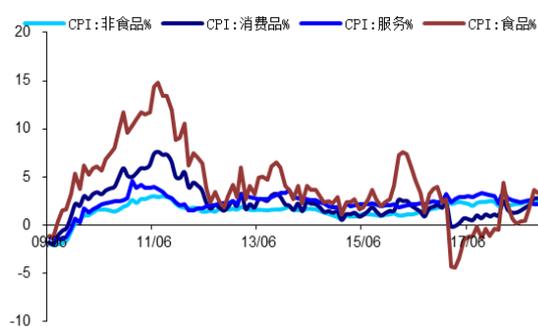


图 26: 食品价格修复



资料来源：Wind，东海期货

在2016年9月 PPI 同比增幅转正，结束了长达54个月的负增长后，2017年 PPI 增速持续保持在高位水平，2018年 PPI 走势逐步下行。2018年1-10月 PPI 累计同比增速3.9%，较去年同期大幅下降2.6个百分点，其中1-10月生产资料 PPI 累计同比增速下降3.5个百分点至5.1%；1-10月生活资料 PPI 累计

同比增速下降0.3个百分点至0.4%。PPI 的下降主要是受生产资料 PPI 下降引起，生活资料 PPI 变化相对较小。

步入2019年，预计 PPI 走势将延续下行趋势。首先，受制于下游需求端疲弱，即使在扩张性财政政策的支撑下基建投资低位企稳，但对经济的作用是托而非举，预计对大宗商品的需求力度仍弱；其次，环保限产力度较往年趋松，供给端的收缩力度或将边际减弱，将减弱工业品价格上涨的动力；再次，2018年 PPI 增速仍处于相对高位，具有一定的高基数效应，且预计翘尾因素对 PPI 的支撑作用减弱，预计2019年 PPI 中枢将继续下行。

图 27：PPI 同比增速下行

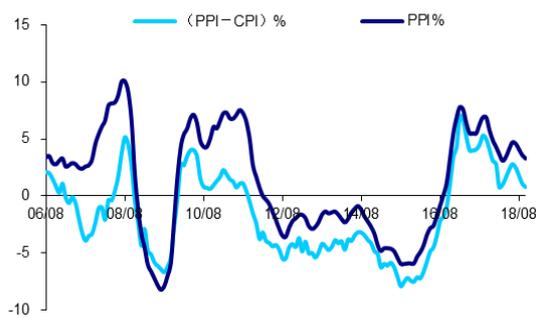
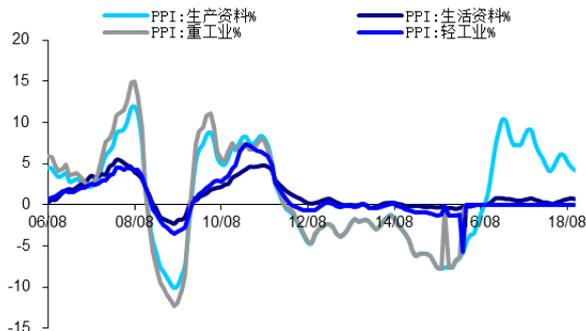


图 28：生产资料价格明显回落



资料来源：Wind，东海期货

## 2. 货币政策稳中偏松

2018年初，为应对资本泡沫和高杠杆等问题，货币政策中性偏紧主要以“防风险”和“降杠杆”为主要目标。在金融降杠杆的大背景下，信贷增长疲弱。截止2018年10月，社会融资规模存量同比增速录得10.23%，较往年同期大幅下行4.17个百分点；在新增信贷方面，企业一般贷款疲弱，或对未来经济预期较为悲观；房地产严监管下，居民进一步加杠杆的能力受限，未来或仍将缓慢下行。

图 29：信贷疲弱

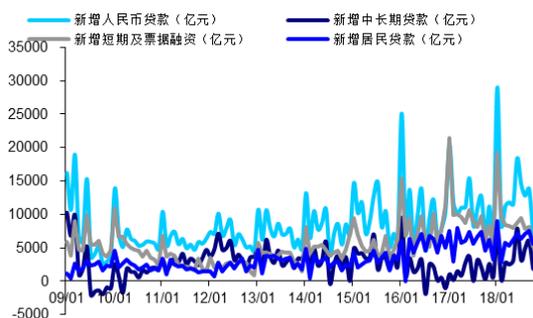


图 30：M2 增速持续回落



资料来源：Wind，东海期货

在紧信用环境下，融资需求大幅萎缩，经济下行压力显现，叠加外部环境的变化，2018年下半年货币政策操作发生了明显的变化，目前年内已经完成4次降准操作，并加大金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度。

表2:2018央行主要货币政策操作

2018年1月25日	普惠金融定向降准, 释放长期流动性约 4500 亿元
2018年3月22日	7 天期逆回购上调 5BP 至 2.55%
2018年4月16日	14 天期逆回购上调 5BP 至 2.7%
2018年4月17日	一年期 MLF 利率上调 5BP 至 3.3%
2018年4月25日	定向降准, 置换 9000 亿元资金, 释放增量资金 4000 亿元
2018年5月28日	1 月期逆回购上调 5BP 至 2.85%
2018年6月1日	MLF 担保品扩容
2018年6月24日	定向降准 0.5 个百分点
2018年7月18日	窗口指导增配低评级债券
2018年10月15日	降准 1 个百分点, 置换 MLF4500 亿元, 并释放出增量资金 7500 亿元
2018年10月22日	再增加 1500 亿元再贷款和再贴现额度

资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

在7.20资管新规细则松绑非标后, 7.23国常会、7.31政治局会议和央行《二季度货币政策执行报告》相继表明货币政策边际趋松、去杠杆的节奏和力度有所调整。边际上改善了商业银行的负债压力, 但出于对实体信用风险的担忧, 银行发放贷款的难度加大, 信贷扩张更多流向票据贴现, 资金更多存留于银行体系, 并未进入到实体经济。在流动性总体充裕但货币政策传导不畅的情况下, 票据融资成本大幅下行, 而实体贷款利率反而上行。

图 31: 票据融资成本回落

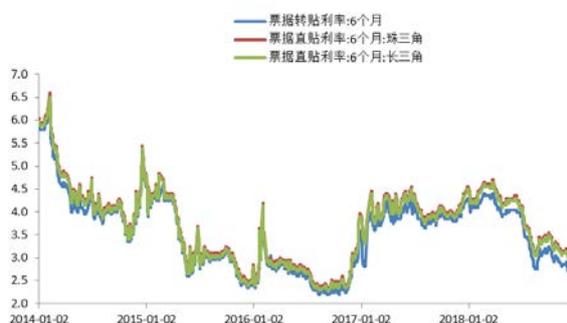


图 32: 贷款利率有所上升



资料来源: Wind, 东海期货

目前来看, 2019年在经济下行压力加大的背景下, 货币政策会稳中偏松, 降准仍有空间。同时, 经历前期降杠杆, 目前我国宏观杠杆率走稳, 金融风险下降, 叠加目前融资需求低迷, 不排除央行会通过降息来降低融资成本, 刺激投资和消费。整体来看, 2019年市场利率仍存在一定的下行空间。

### 三、2019年大类资产配置

2019年, 需求端继续向下的趋势较为明确, 房地产接替基建投资下行, 制造业投资高增长难以持续, 投资增速整体承压; 消费仍受制于居民杠杆高位, 但受益于减税和汽车拖累的减弱, 走势或将趋稳; 受全球经济动能放缓和中美贸易争端等因素的拖累, 进出口将承压。整体来看, 需求端在融资和消费疲弱的凄风中, 再加地产投资回落和外需放缓的严霜, 预计2019年实际 GDP 全年增速在6.3%左右。在生产端供给侧改革步入下半场, 去产能任务阶段性完成, 或将更关注降低企业的成本。在政策方面, 2019年“稳增长稳就业”的诉求增加, 宏观调控政策或如苍鹰般有力敏锐, 着力于扩大内需、改善融资环境和减税降费, 为经济增长带来曙光。货币政策预计稳中偏松, 降准仍有空间, 市场利率仍存在一定的下行空间。预计2019年融资收缩带来的需求下行压力和中美贸易争端仍将主导资产价格的走势,

另需关注信贷传导机制的疏通和供给侧结构性改革政策的微调。

### 1. 商品：利空聚积，工业品震荡下跌

2018年三季度以来，受累于需求端的疲弱，工业品产业链终端需求出现下降，叠加中美贸易争端的冲击，工业品价格出现大幅回调。

2019年影响商品的利空因素主要有以下三方面：1. 国内需求端下行趋势较为明确，房地产拖累逐步显现，基建增速低位反弹但托而不举，预计对工业品需求弱于传统周期；2. 国内供给侧改革和环保限产的力度边际趋弱，供给端对价格支撑的贡献下降；3. 全球复苏动能趋缓，民主党重掌众议院基建政策或将难产，欧洲经济复苏遇阻，叠加贸易争端短期难以解决，将削弱对工业品（黑色、化工和有色）的需求。综合判断，我们认为工业品需求端难增，供给端难减，2019年工业品将步入震荡下跌行情。在农产品方面，对通胀反应更加灵敏，2019年通胀中枢预计抬升，农产品表现或将好于工业品。在贵金属方面，美元加息预期减弱将缓解对黄金走势的压制，且全球经济减速避险情绪将推升黄金需求，预计黄金价格表现将优于2018年。

### 2. 股票：仍将处于筑底阶段

我们认为 2019 年 A 股市场仍将处于筑底阶段，政策底已至，但市场底仍需在底部区域运行较长时间，全年上证综指运行区间大概率在 2300 点到 3000 点。

- 1) 受国内经济的拖累，上市公司盈利增速的下行将是 2019 年市场的重要关注点。在全球经济趋于同步放缓，内外需下行的背景下，上市公司的盈利增速在短期内将延续下行；
- 2) 目前市场整体及很多行业估值已经很低；且相较于 2018 年，2019 年市场无风险收益率将下行，将有利于市场估值的提升；
- 3) 中美贸易争端、去杠杆等因素在 2019 年对风险溢价的冲击或将边际减弱，但需警惕美国权益市场的大幅下跌，可能带来全球资本市场的波动，或将大幅提升 A 股市场的风险溢价水平；

综合来看，2019年 A 股下行因素主要受制于国内经济下行速度、金融降杠杆力度及中美贸易争端的走势等因素，而上行的动力之风则依赖政策托底的力度、减税降费的力度等因素。

### 3. 债市：长期利好持续

2018年下半年经济需求侧出现下行，金融降杠杆任务阶段性完成货币政策微调，而宽信用，带来了债券牛市。步入2019年，在地产向下+出口趋弱+通胀温和+货币宽松的组合下，对利率和高等级债券资产构成利好，10年期国债收益率或将降至3%-3.3%。可能的风险点在于，化解地方政府隐性债务的力度超预期，三四线棚改货币化安置比例超预期，地产投资韧性仍强。

**免责声明：**

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

**联系方式：**

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)