头豹 LeadLeo

400-072-5588

头豹研究院 | 宏观经济系列深度研究

2019 年
第四季度宏观经济观察以及资产配置建议

行业走势图



宏观经济团队

张顺 分析师

邮箱：cs@leadleo.com

相关热点报告

- 宏观经济系列深度研究——2020 年中国第二季度经济观察概览
- 宏观政策系列分析概览——2019 年中国金融产业政策分析概览
- 宏观政策系列分析概览——2019 年中国新材料产业政策分析概览
- 宏观政策系列分析概览——2019 年中国消费及零售产业政策分析概览

报告摘要

2019 年，海外经济下滑，美国、日本、欧洲等发达经济体经济增长速度都呈现一定程度下行趋势。中国经济的“三架马车”（投资、消费以及贸易）对中国经济的动力减弱：（1）受房地产开发投资下行低迷的拖累，固定资产投资增长放缓；(2) 政府一系列刺激消费的政策效果尚未显现，2019 年第三季度居民消费依旧下滑；(3) 受中美贸易摩擦影响，中国贸易持续下行。在整体经济下行的背景下，全球范围内的经济体纷纷降息。中国在 2019 年前三季度一直采用稳健宽松货币政策，而在第四季度，受通货膨胀的影响，央行在第四季度会采用谨慎货币政策。

热点一：黄金等避险资产投资价值凸显

全球各国黄金总储备量数量上升，意味着各政府对近一年全球经济下行以及宏观经济不确定性的担忧。降息潮时代到来，叠加英国脱欧风口，促使黄金等无国籍避险资产投资价值凸显。

热点二：A 股市场窄幅震荡

2019 年第四季度，中国经济下行压力不减。美国、新西兰以及澳大利亚等发达国家纷纷降息。各国间贸易摩擦持续，全球经济不确定性较高，预计 A 股在第四季度会有窄幅震荡。

热点三：债券市场在当前点位附近博弈

一年期国债收益率从 2018 年开始呈现大幅下行趋势，到 2019 年 4 月份，央行一季度例会明确表示稳健的货币政策要松紧适度，把控好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，因此 2019 年第二季度一年期国债收益率缓慢上行，在第三季度保持平稳。而受通货膨胀的约束，央行难以再次降息，预计第四季度收益率将在当前点位附近博弈。

目录

1 方法论 6

1.1 方法论 6

1.2 名词解释 7

2 2019 年第四季度海外宏观经济展望 8

2.1 2019 年上半年美国经济回暖，第四季度经济下行压力大 8

2.2 日本制造业收缩，私人消费将在 2019 年第四季度下滑 11

2.3 2019 年欧洲经济持续下滑 12

3 2019 年第四季度中国宏观经济展望 15

3.1 中国基建投资小幅上升，上升幅度低于市场预期 15

3.2 中国房地产投资缓慢下行，房地产销售趋于好转 19

3.3 政策大力支撑居民消费，但效果仍未显现 20

3.4 中国净出口增速下滑，但好于预期 21

4 全球货币政策继续宽松 24

4.1 美国 2019 年连续 2 次降息后降息空间小 24

4.2 中国货币政策保持稳健 26

4.2.1 中国 2019 年前三季度货币政策特征 26

4.2.2 中国 2019 年第四季度货币政策展望 26

5 三类资产配置建议 31

5.1 黄金市场.....31

5.2 股票市场.....31

5.3 债券市场.....32

图表目录

图 2-1 美国 PMI 与 GDP 走势一致，2000 年 1 月-2019 年 4 月 9

图 2-2 美国 PMI 指标，2014 年 1 月-2019 年 9 月 10

图 2-3 美国失业率以及劳动力参与率，2015 年 1 月-2019 年 9 月 10

图 2-4 日本制造业以及服务业 PMI，2014 年 1 月-2019 年 9 月 11

图 2-5 日本私人消费在日本 GDP 中占比，2014 年 3 月-2019 年 6 月 12

图 2-6 欧元区制造业和服务业 PMI，2014 年 1 月-2019 年 9 月 13

图 2-7 德国服务业以及制造业 PMI，2014 年 5 月-2019 年 9 月 13

图 3-1 中国固定资产、房地产、以及基建投资累计增长，2018 年 1 月-2019 年 9 月 15

图 3-2 中国不同基建项目资本金占比 16

图 3-3 中国财政收入与财政支出，2017 年 1 月至 2019 年 8 月 17

图 3-4 中国房地产投资相关重大事件，2019 年 Q3 19

图 3-5 商品住宅销售面积以及销售额增长速度，2017 年 10 月-2019 年 9 月 20

图 3-6 中国居民人均消费以及可支配收入，2016 年 Q4-2019 年 Q3 21

图 3-7 中国居民杠杆率，2014 年 3 月-2019 年 6 月 21

图 3-8 中国出口各国家或地区金额同比增长率，2019 年 1-9 月 23

图 3-9 各国家或地区对于中国出口的拉动率，2019 年 1-9 月 23

图 4-1 全球降息情况，2019 年 1 月-10 月 24

图 4-2 美国联邦基准利率，1982 年 9 月至 2019 年 9 月 25

图 4-3 猪肉上涨拉动中国 CPI，2018 年 1 月-2019 年 9 月 27

图 4-4 猪肉供给缺口扩大，2012 年 4 月-2019 年 9 月 29

图 5-1 各国黄金储备量，2009 年 3 月-2019 年 6 月 31

图 5-2 上证指数走势，2009 年 1 月 1 日-2019 年 10 月 22 日.....32

图 5-3 中国一年期国债收益率，2015 年 1 月-2019 年 10 月 33

1 方法论

方法论

头豹研究院布局中国市场，深入研究 10 大行业，54 个垂直行业的市场变化以及全球宏观经济走势，已经积累了近 50 万行业研究样本，完成近 10,000 多个独立的研究咨询项目。

- ✓ 研究院依托中国活跃的经济环境，从宏观经济等领域着手，研究内容覆盖美国、欧元区、日本以及中国等主要经济体，总结各国过去的经济特征并展望各国未来经济走势。通过对中国内外宏观经济走势的预测，提出相应的资产配置建议。

- ✓ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述中国经济的现状，前瞻性地预测中国经济未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现中国经济的过去，现在和未来。

- ✓ 研究院密切关注全球宏观经济最新走势，报告内容及数据会随着全球局势的变化、各国的政策法规的颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。

- ✓ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析经济走向，为每一份报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

- ✓ 头豹研究院本次研究于 2019 年 10 月完成。

名词解释

- **GDP：**国内生产总值，指按市场价格计算的一个国家（或地区）所有常驻单位在一定时期内生产活动的最终成果，是衡量国家经济状况的最佳指标之一。
- **PMI 指数**：Purchasing Managers' Index，采购经理指数，通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，能够反映经济的变化趋势。
- **企业家信心指数**：反映企业家对宏观经济环境的感受与信心，预测经济发展的变动趋势的指标。
- **荣枯线：**采购经理指数（PMI）和企业家信心指数的临界值，可反映宏观经济运行的景气状况、发展变化趋势和企业家对宏观经济的看法与信心。
- **IMF:** International Monetary Fund，国际货币基金组织。
- **杠杆率：**资产负债表中的总资产和银行资本（所有者权益）的比率。杠杆率是一个衡量公司负债风险的指标，从侧面反映出公司的还款能力。
- **刚性泡沫**：受到政策等非经济因素支撑的经济泡沫。
- **逆回购：**资金融出方将资金融给资金融入方，收取有价证券作为质押，并在未来收回本息，解除有价证券质押的交易行为。
- **CPI：**Consumer Price Index，居民消费价格指数，是一个反映居民家庭一般所购买的消费品和服务项目价格水平变动情况的宏观经济指标。
- **bp:** Basis Point，基点，债券和票据利率改变量的度量单位，1 个基点等于 0.01%。
- **项目资本金：**指在建设项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对于建设项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；投资者可按其出资的比例依法享有所有者权益，也可转让其出资及其相应权益，但不得以任何方式抽回。
- **MLF：**Medium-term Lending Facility，中期借贷便利。

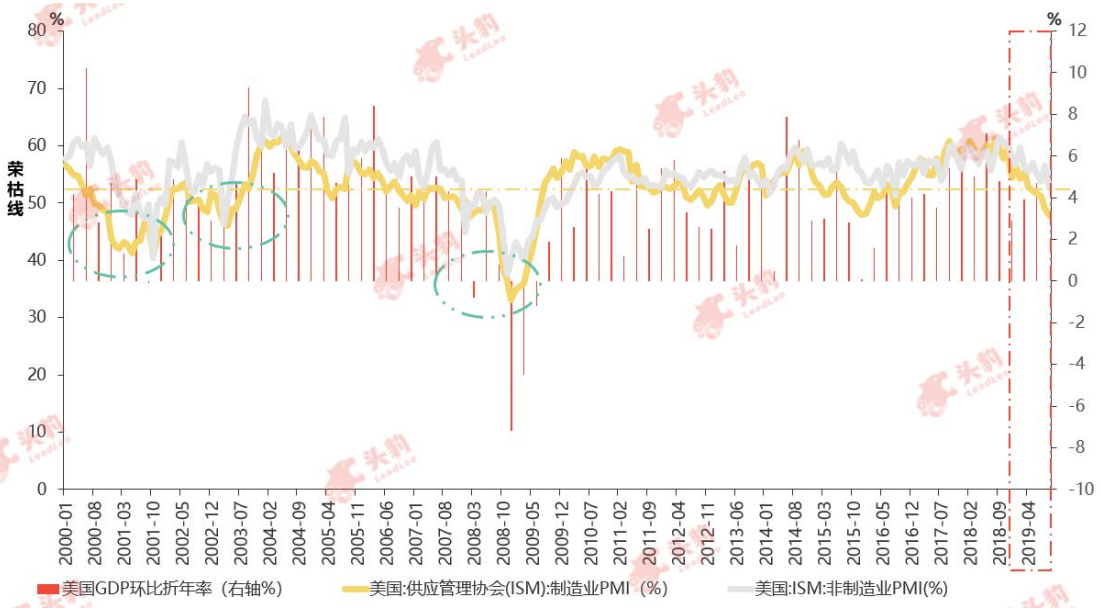


2019 年第四季度海外宏观经济展望

2019 年上半年美国经济回暖，第四季度经济下行压力大

2019 年上半年美国经济水平有所回升，GDP 环比增速从 2018 年 12 月的 2.9%上升到 2019 年 6 月的 4.7%。但从 PMI 指数来看，美国经济在第四季度下行压力大。PMI 指数是领先指标，与 GDP 走势基本一致。从历史数据来看，当 PMI 指数下降到波谷时，美国经济将出现严重的衰退，例如 2001 年美国的互联网泡沫爆发以及 2008 年的金融危机，PMI 指数都下降到波谷。美国制造业与非制造业 PMI 指数在 2019 年持续下滑，预示着美国经济在第四季度依然存在下行压力。

图 0-1 美国 PMI 与 GDP 走势一致，2000 年 1 月-2019 年 4 月

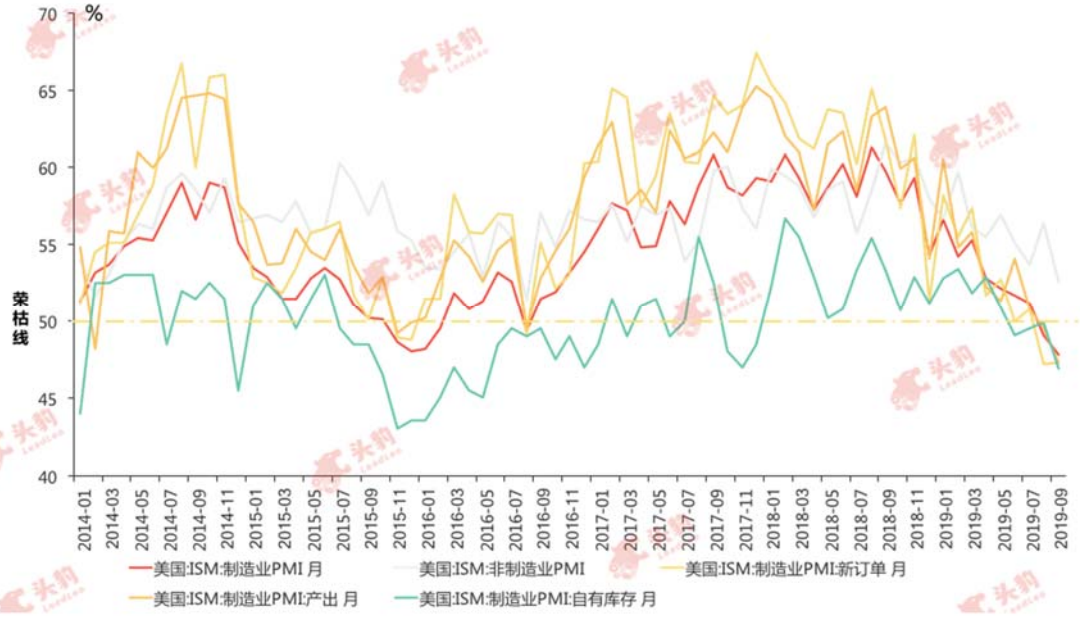


来源：美国供应管理协会(ISM)，头豹研究院编辑整理

2019 年，美国制造业 PMI 指数连续下跌，8、9 月制造业 PMI 低于荣枯线，其中 9 月制造业 PMI 指数创下 2009 年 6 月以来最低水平，仅有 47.8%，显示美国制造业萎缩加剧，同时预示美国 2019 年第四季度经济存在大概率下滑可能。美国商务部数据显示，美国制造业出货量、新增订单和存库量在 9 月份均出现收缩。美国制造业持续下滑主要有两个原因：（1）美国中低端企业向发展中国家迁移（如印度、越南等），导致美国实体经济空心化严重；（2）以中国为首的发展中国家在制造业上有绝对的成本优势，对全球发达国家的制造业造成巨大冲击。

美国非制造业 PMI 从 2019 年 1 月 56.7%下降到 9 月的 52.6%，虽然保持在荣枯线以上，但非制造业 PMI 也呈现下滑态势，加剧了美国 2019 年第四季度经济下滑的可能性。

图 0-2 美国 PMI 指标，2014 年 1 月-2019 年 9 月

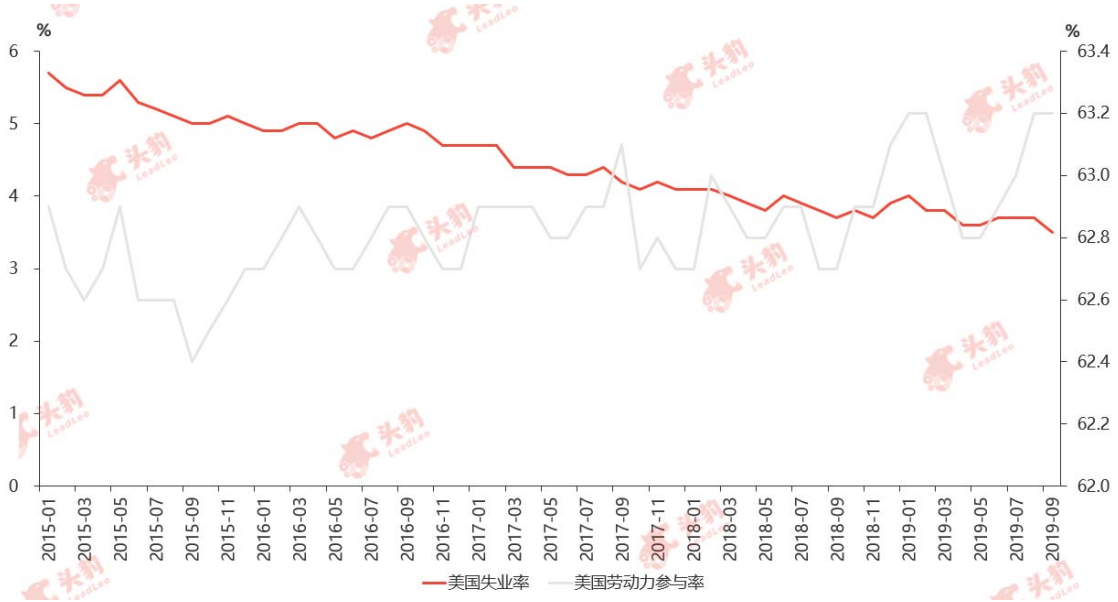


来源：美国供应管理协会(ISM)，头豹研究院编辑整理

（2）美国劳动力市场环境良好，支撑经济发展

就业是国家经济的核心保障，美国的失业率自 2019 年 6 月连续 3 个月保持 3.7%后，在 9 月再次下降，降至历史低位 3.5%。2019 年 9 月份美国的劳动参与率达到近年最高的 62.3%。各项就业率指标显示美国劳动力市场处在健康状态，为美国得经济做强有力的支撑。

图 0-3 美国失业率以及劳动力参与率，2015 年 1 月-2019 年 9 月



来源：美国劳工部，头豹研究院编辑整理

从美国的制造业与非制造业 PMI 指数来看，美国经济在第四季度下行压力大，但在良

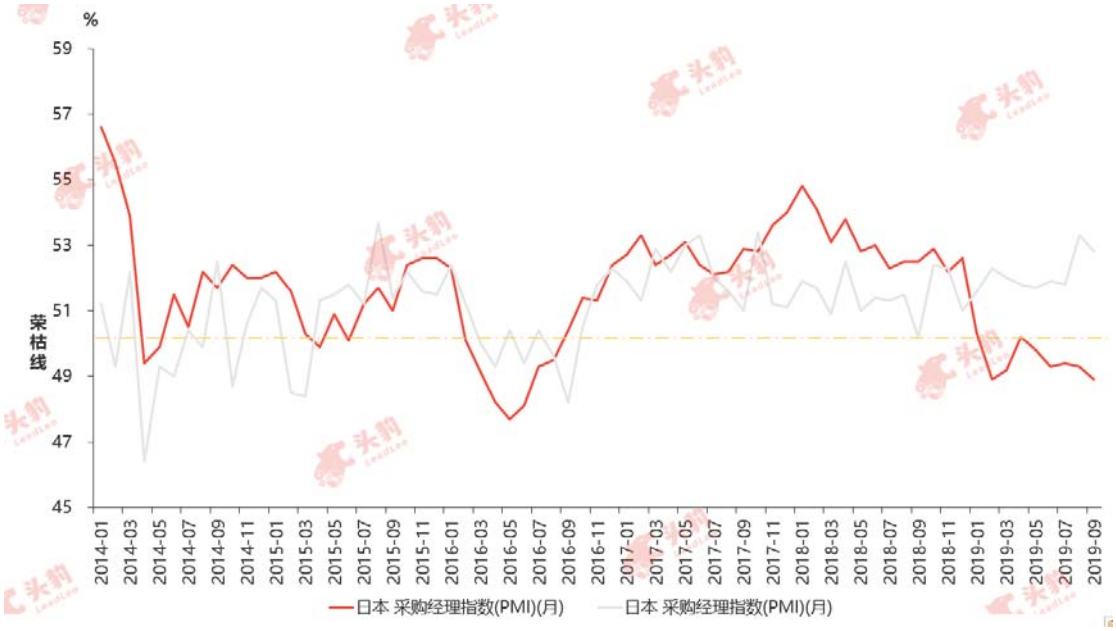
好的就业市场指标下，并未形成类似 2001 年互联网泡沫爆发时或 2008 年金融危机时的经济衰退风险。

日本制造业收缩，私人消费将在 2019 年第四季度下滑

（1）日本制造业 PMI 指数下滑至荣枯线以下，显示日本制造业收缩

2019 年 9 月，日本制造业 PMI 指数下降到 48.9%，已连续 5 个月位于荣枯线之下。日本制造业收缩原因与美国制造业相似，日本作为发达经济体，在制造业领域难以与中国为首的发展中国家抗衡。日本服务业 PMI 指数自 2019 年初以来一直在 52.1%上下波动，且位置均位于荣枯线以上，显示日本服务业相对健康。

图 0-4 日本制造业以及服务业 PMI，2014 年 1 月-2019 年 9 月

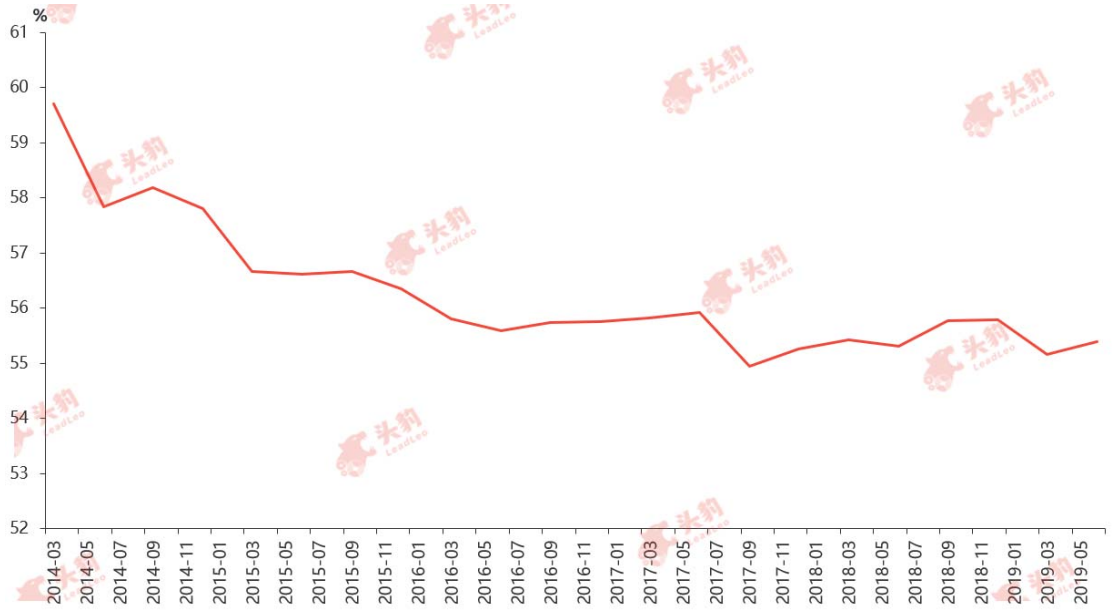


来源：Wind，豹研究院编辑整理

（2）日本政府提升消费税率

2019 年 10 月 1 日起消费税率从 8%提升到 10%。从结构上看，日本经济当前主要依赖私人消费的支撑，私人消费在日本 GDP 中占比持在 50%以上。日本政府提高消费税将拉升日本商品价格，导致日本居民的购买力以及消费欲望降低，影响日本整体经济。

图 0-5 日本私人消费在日本 GDP 中占比，2014 年 3 月-2019 年 6 月



来源：日本内阁府，头豹研究院编辑整理

日本消费税率的提升亦会对日本经济及社会带来积极的影响。日本政府通过提升税收主要达到两个目的：

① 目前日本未偿还国债占 GPD 比例超过 200%，占比过高，因此日本政府需通过提升税收收入偿还国债，减小债务危机发生的可能性。

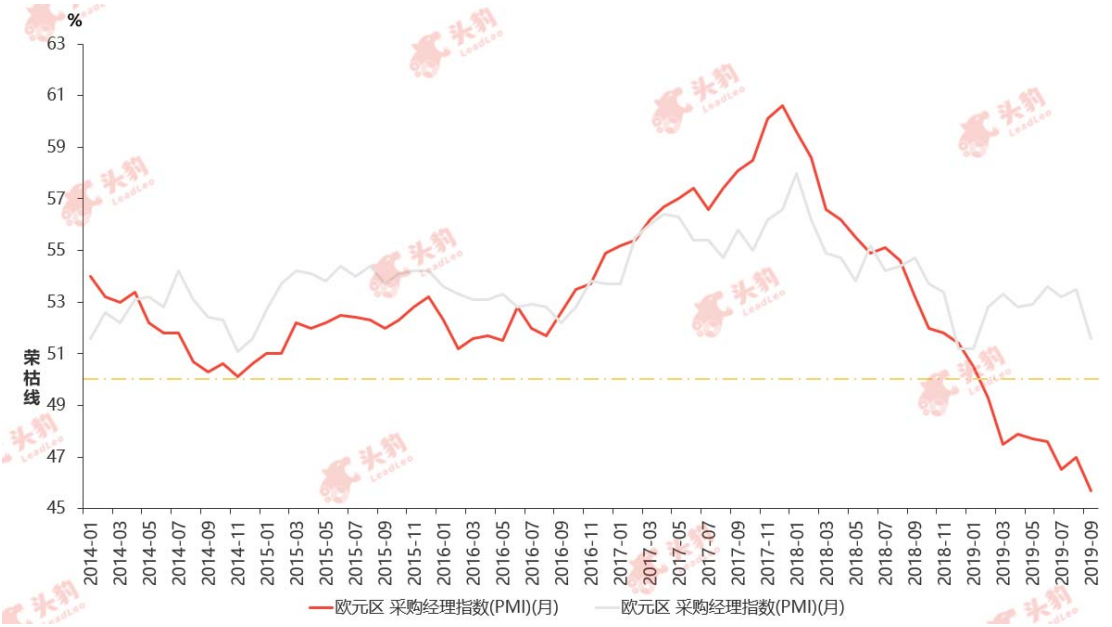
② 日本政府需通过提升税收解决一些社会实际问题，例如日本政府为提高国民生育率，实施免费教育。目前日本已实施幼儿园学费免除，并表示明年会实施高等教育学费免除，而实施免费教育的前提是日本政府能够保证充足的税收。

2019 年欧洲经济持续下滑

（1）欧洲制造业收缩加剧，服务业增长出现放缓

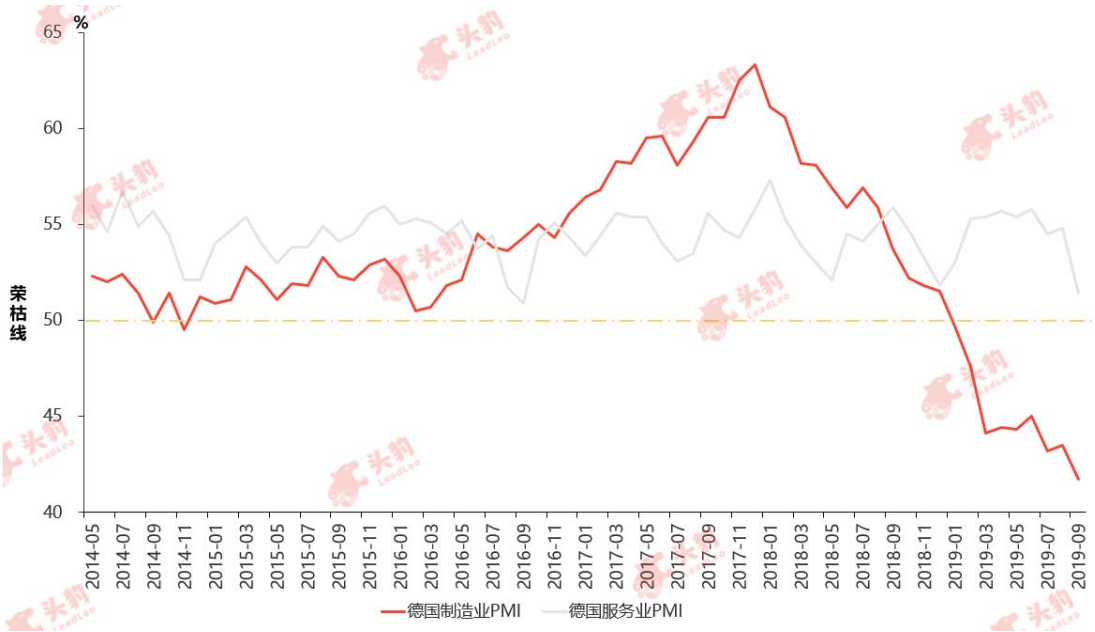
2019 年 9 月，欧元区制造业 PMI 为 45.7%，位于全球主要经济体中的低水平。欧元区新订单指数下滑至 43.1%，为 7 年来最低水平，表明产出下行压力大。欧元区经济表现不佳主要受德国经济严重下滑影响。2019 年 9 月，德国制造业 PMI 仅为 41.4%，远低于全球主要经济体的制造业 PMI。此外，2018 年起，欧元区服务业 PMI 也平稳下滑，2019 年 9 月欧元区服务业 PMI 下滑至 52.0%。

图 0-6 欧元区制造业和服务业 PMI，2014 年 1 月-2019 年 9 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

图 0-7 德国服务业以及制造业 PMI，2014 年 5 月-2019 年 9 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

（2）英国脱欧强硬，将对欧美经济产生负面影响

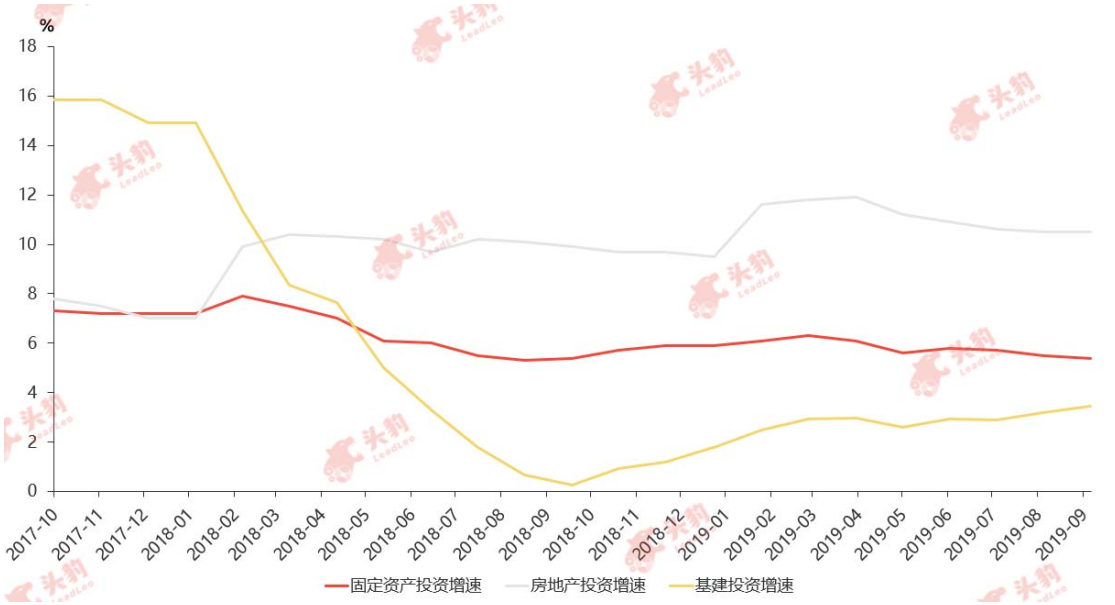
英国无协议脱欧可能会造成一系列的影响。英国脱欧意味着英国和欧盟之间的贸易将依照世界贸易组织规则交付关税，这将提高双方贸易的关税水平和贸易壁垒，不利于双方贸易往来。据 IMF 预测，假若英国最终走入无协议无缓冲脱欧的“失序状态”，在冲击的第一年内会对英国以及欧盟产生一系列的负面影响，例如英镑很可能会下跌 25%，GDP 增速预计下

降 10.5%，房地产价格将骤跌 30%，而英国失业率也将上升到 7.5%。对欧盟而言，英国如果采取无协议脱欧，欧盟 GDP 约下降 1.5%，欧元也将大幅贬值。

2 2019 年第四季度中国宏观经济展望

中国国家统计局数据显示，2019 年前三季度中国国内生产总值累计同比增长 6.2%，分季度看，第一季度同比增长 6.4%，第二季度同比增长 6.2%，第三季度同比增长 6.0%，从 2019 年单季度来看，中国经济增速呈现下行趋势。而拉动中国经济的“三架马车”（投资、消费以及进出口）拉动力在 2019 年均表现出不足：（1）固定资产投资缓慢下滑，主要受房地产开发投资下行低迷的拖累，虽然基建投资增速有所提升，但并没有达到市场预期（见图 2-1）；（2）尽管消费受政策的大力支撑，但由于居民可支配收入上升放缓，杠杆率居高不下，依靠消费带动的经济增长效应尚未显现；（3）出口方面受全球经济低迷以及贸易摩擦的影响，中国净出口对中国经济增长的贡献度减弱。2019 年第三季度，服务与货物净出口对中国 GDP 贡献度仅为 17.9%，较 2019 年第一季度降低 5.2%。

图 2-1 中国固定资产、房地产、以及基建投资累计增长，2018 年 1 月-2019 年 9 月



来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

中国基建投资小幅上升，上升幅度低于市场预期

2019 年 9 月，基建投资同比增速为 3.4%，仅比 8 月份的同比增速加快 0.2%。基建投资增速上行主要受益于 2019 年的政策利好。2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务

院办公厅联合对外发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，表示允许专项债在符合一定条件的情况下，作为项目资本金使用。政府推出该政策主要为了解决基建发力难的问题。基建发力不足主要因为项目资本金不足。基建项目资本金在基建项目总投入的占比分布在 20%-40%之间，占比较大，而在未颁发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》前，企业不可通过专项债融资的金额弥补资本金缺口，需通过其他渠道募集资金，如 PPP（民间资本金）以及非标产品（信托、委托、未贴现银行呈兑汇票），募集资金难度增大，资本金无法落实导致项目难以启动。此外，投资作为拉动中国经济“三架马车”之一，政府推动基建投资也间接带动中国经济发展。

图 2-2 中国不同基建项目资本金占比

主要项目	资本金占比
轨交	20%
航运	25%
公路	20%
铁路	20%
机场	25%
保障房及商品房	20%
钢铁	40%
供电	20%
煤炭	30%

来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

虽然政府自 2019 年下半年一直加大对基建的投资支持，但收效甚微。从资金渠道来看，基建投资很大一部分来源于国家财政，民间资本较少。然而 2019 年 1-8 月中国财政收入累计同比增长仅为 3.2%，处在历史最低位。中国财政收入收紧受 2019 年年初减税降费影响较大，税收收入增速降幅扩大至 4.4%，因此后续的财政支出安排压力较大，对基建方面的支持力度较小。此外，在多家金融机构拥有超过 5 年期货以及国债研究经验的专家认为，新

专项债机制在基建投资上的显现会滞后 9 至 15 个月，主要因为从债券融资到基建投资周期较长，具体分为三个阶段：

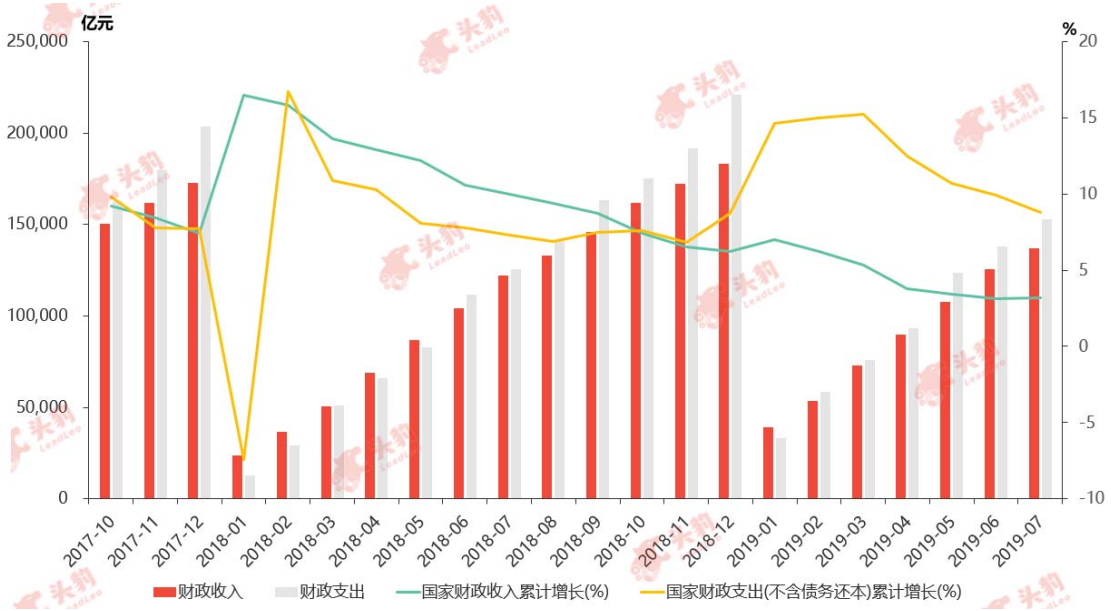
（1） 地方政府单位审批专项债，通常耗时 3-4 个月。

（2） 证券公司对债券的承揽、承作以及承销，通常在 3.5 个月至 4.5 个月之间。

（3） 专项债所融资的金额也需分批投到基建上去，耗时较长，通常需 3-4 个月。

由于滞后效应，新的专项债机制对 2019 年基建投资影响不大，预计在 2020 年基建投资才开始受益于新的专项债的发行以及使用机制。

图 2-3 中国财政收入与财政支出，2017 年 1 月至 2019 年 8 月



来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理


innovation map 创新地图
推广
前哨 2020 科技特训营
掌握创新武器 抓住科技红利
Insights into Tech and the Future
直播时间
每周四20:00-21:00
全年50次直播课程
+私享群互动
随报随听
王煜全
海银资本创始合伙人
得到《全球创新260讲》主理人
扫码报名
微信咨询：InnovationmapSM
电话咨询：157-1284-6605

中国房地产投资缓慢下行，房地产销售趋于好转

（1）房地产投资

房地产投资累计增长率呈现缓慢下滑趋势，增长率从 2019 年 2 月份的 11.6%下降到 9 月份的 10.5%。房地产资增速放缓主要受 2019 年融资政策收紧影响。2019 年 4 月政治局会议重提“房住不炒”，“长效调控机制“等要求。5 月份银保监会在“23 号文”中明确指示将收紧房地产融资，并规范开发商拿地、居民买房的融资行为。7 月份地产融资政策进一步收紧。政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

图 2-4 中国房地产投资相关重大事件，2019 年 Q3

事件	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查通知》	2019-08	银保监会	启动针对北京、南京、苏州、深圳、宁波等32个前期房价过热城市的房地产贷款业务专项检查
中央政治局会议	2019-07	中央政治局	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
全国银行金融机构信贷结构调整优化	2019-07	人民银行	严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理
《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	2019-07	发改委	要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债券
对信托公司进行约谈警示	2019-07	银保监会	针对近期部分房地产信托业务增数过快、增量过大的信托公司，要求严格落实“房住不炒”的总要本,严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求,将房地信托业务规模和增量控制在合理水平
郭树清陆家嘴论坛讲话	2019-06	银保监会	必须正视一些地方房地产金融化的问题。一些房地产融资过度，挤占了信贷资源，导灶资金使用效率进一步低，也助长了房地产投资投机行为

来源：头豹研究院编辑整理

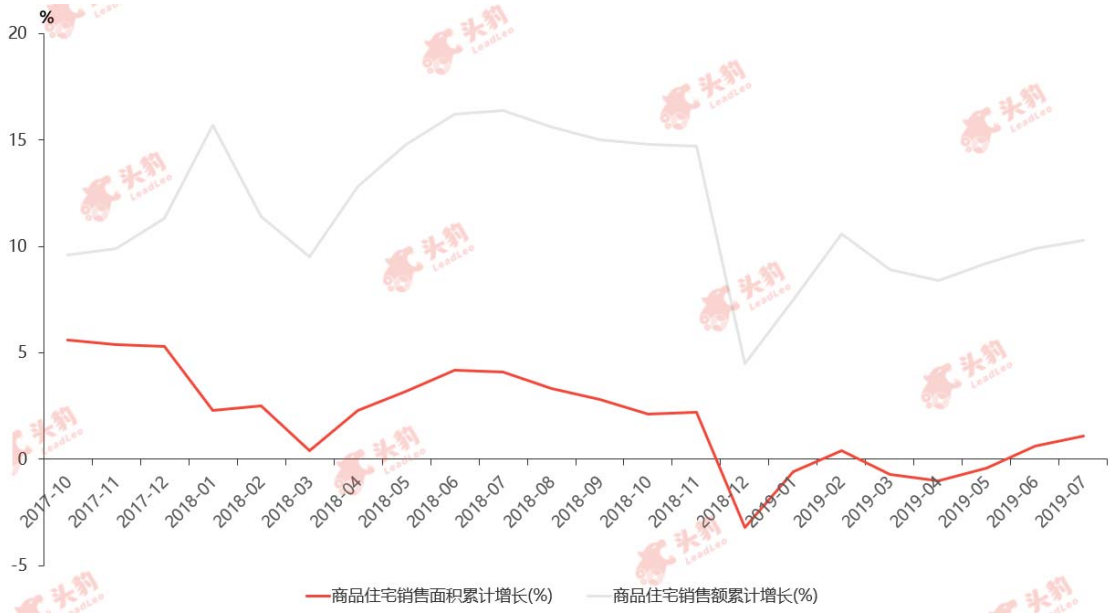
房地产投资可拆分为四个部分：建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资以及其他费用投资（主要为土地购置费）。从比重来看，建筑工程投资在房地产投资中占比最重，超过 50%。房地产投资中第二大投资为其他费用投资，在房地产投资中占比在 20%-40%之间。安装工程投资及设备工器具投资在房地产投资中占比相对较小，不足 10%。在融资收紧的政策下，房地产投资能保持超过 10%的增速是受益于建筑工程投资的高增长。2018 年建筑工程的投资增速持续为负，而在 2019 年上半年增长率维持在 9%左右，拉动房地产投资上升 5.3%。安装工程投资创近年新低，同比降幅扩大到 24.2%，拖累地产投资

近 2%。

（2）房地产销售

受益于相对稳健的销售回款，房地产投资在融资收紧的环境中保持韧性。在 2019 年 5 月份政策全面收紧的情况下，商品住宅销售面积以及销售额度的上升超过市场预期，给予投资端一定的安抚，使房地产投资在融资收紧的情况下回落小于市场预期。

图 2-5 商品住宅销售面积以及销售额增长速度，2017 年 10 月-2019 年 9 月



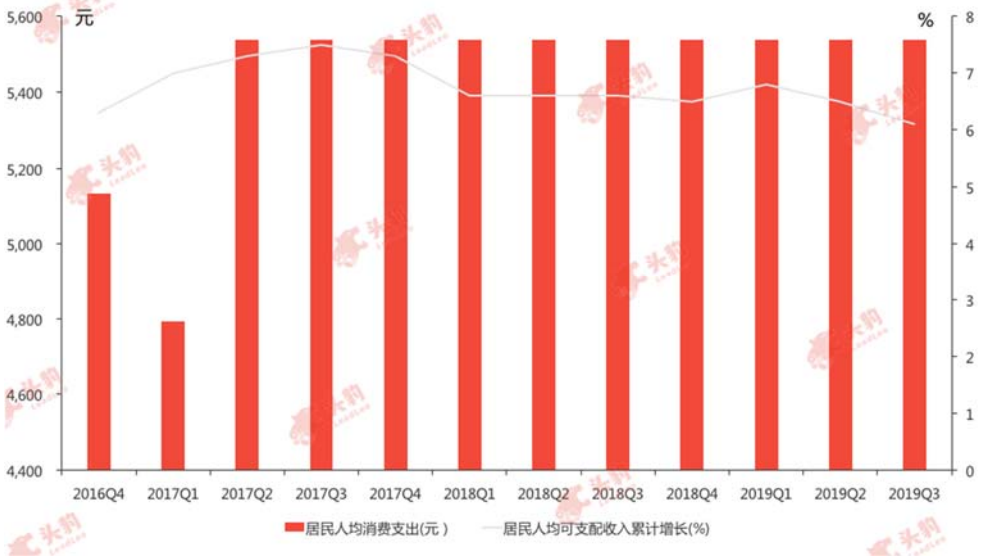
来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

政策大力支撑居民消费，但效果仍未显现

2019年，尽管中国政府通过减税等一系列政策刺激居民消费，但2019年居民人均消费仍呈现下降趋势，从第一季度的5,538元下降到第三季度的5,134元，由此可见一系列刺激消费的政策并没有达到刺激居民消费带动中国经济的作用，主要原因为两点：

（1）中国国家统计局发布的数据显示，2019年上半年，中国居民人均可支配收入为15,294元人民币，较上年同期名义增长8.8%，扣除价格因素，实际增长6.5%，仅小幅超出GDP增速。在中国政府政策的支持下，居民可支配收入上升依旧缓慢，居民购买力并未得到明显提升，拉动消费作用限。

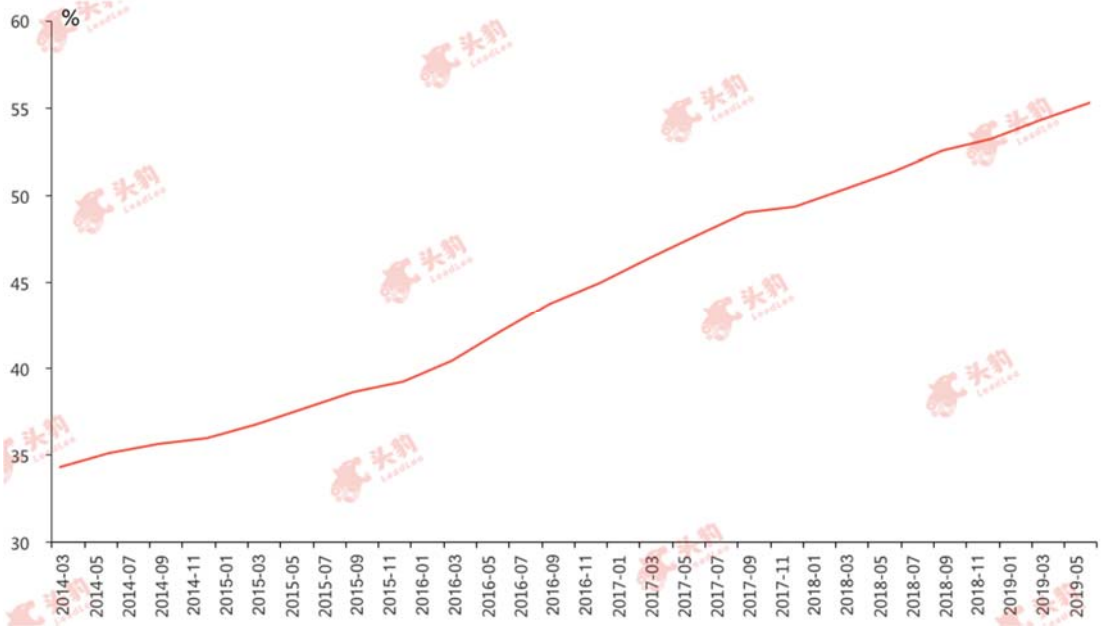
图 2-6 中国居民人均消费以及可支配收入，2016 年 Q4-2019 年 Q3



来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

（2）随着房价的不断上涨，居民购房支出和租房开支占收入的比例逐步攀高。居民购买住房的首付款会加剧居民储蓄存款的消耗和提高居民的杠杆率，因此购房支出以及租房支出对居民消费的挤占效应愈发显著。

图 2-7 中国居民杠杆率，2014 年 3 月-2019 年 6 月



来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

[redacted]中国净出口增速下滑，但好于预期

2019 年 9 月中国出口额度同比下降 3.2%。贸易作为拉动中国经济的第三架“马车”，

在 2019 年第三季度对中国经济的拉动力明显减弱：

（1） 从出口国家角度分析，9 月份中国的主要出口国家及地区中，欧盟、美国、东盟依旧占据前三位。中国在欧盟、美国以及东盟的出口额在中国总出口体量的占比分别为 17.2%，16.7%，以及 13.8%。受中美贸易摩擦的影响，中国对美国的出口额逐月下降。美国是中国第二大贸易伙伴（欧盟是中国第一大贸易伙伴），中国对美国的出口额收缩对中国整体贸易影响较大。

（2） 从增速角度分析，9 月中国对多个经济体出口增速下滑。其中对美出口同比增速由 8 月的-16.0%下降至 9 月的-21.9%，降幅进一步扩大。对欧盟出口同比增速由 8 月的 3.2%下降至 9 月的 0.1%。对东盟出口增速由 8 月的 11.3%下降至 9 月的 9.7%。除此之外，9 月中国对日本、韩国、印度、南非出口增速均有回落。从 PMI 数据来看，主要发达国家 PMI 持续走低预示全球经济下行，导致各国对从中国进口商品及服务的贸易需求降低：①美国制造业 PMI 仅有 47.8%，创下 2009 年 6 月以来历史最低，叠加中美贸易摩擦，导致中国对美国的出口额大幅回落；②欧盟 9 月 PMI 跌破荣库线，创下 2012 年以来新低；③日本至 2019 年 4 月起，连续 5 个月制造业 PMI 指数跌破荣枯线；④南非 9 月制造业 PMI 为 41.6%远低于其他国家。

（3） 从拉动率角度看，9 月东盟对中国出口拉动率保持第一，数值达 1.36%。整体上看，发展中国家对中国的拉动率 (1.44%) 高于发达国家对中国的出口拉动率 (-4.05%)。

图 2-8 中国出口各国家或地区金额同比增长率，2019 年 1-9 月

经济体分类	经济体	2019年9月出口金额(亿元)	2019年9月(%)	2019年8月(%)	2019年7月(%)	2019年6月(%)	2019年5月(%)	2019年4月(%)	2019年3月(%)	2019年2月(%)	2019年1月(%)
发达国家	美国	364.71	-21.98	-15.95	-6.46	-7.57	-4.16	-13.09	3.70	-39.69	-2.77
	欧盟	374.92	0.12	3.17	6.53	-3.02	6.08	6.48	23.74	-22.95	14.49
	日本	128.55	-4.96	1.53	-4.07	2.37	0.47	-16.33	9.61	-24.59	5.64
中间经济体	中国香港	253.74	-12.64	-7.16	-15.68	-8.23	-3.09	-5.04	-0.94	-26.46	2.55
	中国台湾	48.72	14.16	24.60	19.86	5.02	12.83	4.68	25.22	-7.33	14.06
	韩国	86.50	-5.12	1.97	9.24	2.96	1.80	-7.63	6.71	-21.01	14.03
新兴经济体	印度	64.40	-6.97	-0.77	7.04	-5.54	-4.52	-9.07	7.97	-27.08	10.27
	巴西	29.38	6.67	11.30	16.65	-17.14	-27.09	10.95	14.42	-26.63	11.23
	南非	14.93	-1.95	-0.81	19.53	-12.03	4.14	-0.97	20.83	-34.98	13.78
	东盟	300.73	9.73	11.25	15.64	12.92	3.54	0.71	24.75	-34.64	11.50

来源：头豹研究院编辑整理

图 2-9 各国家或地区对于中国出口的拉动率，2019 年 1-9 月

经济体分类	经济体	2019年9月(%)	2019年8月(%)	2019年7月(%)	2019年6月(%)	2019年5月(%)	2019年4月(%)	2019年3月(%)	2019年2月(%)	2019年1月(%)
发达国家	美国	-3.80	-2.80	-1.19	-1.37	-0.67	-2.10	-0.62	-7.58	-0.50
	欧盟	0.02	0.55	1.09	-0.50	1.06	1.08	4.56	-3.79	2.46
	日本	-0.27	0.08	-0.23	0.13	0.02	-1.05	0.67	-1.42	0.33
中间经济体	中国香港	-1.39	-0.74	-1.72	-0.91	-0.35	-0.61	-0.09	-2.85	0.31
	中国台湾	0.31	0.53	0.41	0.11	0.28	0.11	0.51	-0.16	0.29
	韩国	-0.20	0.08	0.42	0.14	0.09	-0.36	0.34	-0.85	0.67
新兴经济体	印度	-0.23	-0.02	0.22	-0.17	-0.12	-0.27	0.26	-0.83	0.30
	巴西	0.09	0.17	0.21	-0.24	-0.37	0.14	0.20	-0.35	0.14
	南非	-0.01	-0.01	0.12	-0.08	0.03	-0.01	0.14	-0.24	0.08
	东盟	1.36	1.55	2.19	1.79	0.51	0.11	3.16	-4.20	1.53

来源：头豹研究院编辑整理

3 全球货币政策继续宽松

受全球大规模贸易摩擦的影响，全球经济下行，各大经济主体纷纷采用宽松货币政策，降息潮席卷全球。2019 年已有超过 30 个经济体实行降息，其中印度降息次数达 5 次之多，美国、新西兰、澳大利亚等发达经济体亦分别降息两次。

图 3-1 全球降息情况，2019 年 1 月-10 月

日期	经济体	降息幅度	日期	经济体	降息幅度
1月28日	加纳	100bp	8月1日	阿联酋	25bp
2月7日	印度	25bp	8月1日	沙特阿拉伯	25bp
2月14日	埃及	100bp	8月1日	巴林	25bp
2月26日	吉尔吉斯斯坦	25bp	8月1日	中国香港	25bp
3月13日	格鲁吉亚	25bp	8月4日	约旦	25bp
3月19日	牙买加	25bp	8月7日	新西兰	50bp
3月22日	巴拉圭	25bp	8月7日	印度	35bp
3月26日	尼日利亚	50bp	8月7日	泰国	25bp
4月4日	印度	25bp	8月8日	塞尔维亚	25bp
4月15日	哈萨克斯坦	25bp	8月8日	菲律宾	25bp
4月25日	乌克兰	50bp	8月9日	秘鲁	25bp
4月26日	阿塞拜疆	25bp	8月15日	墨西哥	25bp
5月7日	马来西亚	25bp	8月22日	印尼	25bp
5月8日	新西兰	25bp	8月23日	埃及	150bp
5月9日	菲律宾	25bp	9月4日	智利	50bp
5月22日	冰岛	50bp	9月12日	欧元区	10bp
5月31日	斯里兰卡	50bp	9月12日	土耳其	325bp
6月4日	澳大利亚	25bp	9月16日	乌克兰	50bp
6月6日	印度	25bp	9月19日	美国	25bp
6月10日	智利	50bp	9月19日	巴西	50bp
6月14日	俄罗斯	25bp	9月19日	沙特	25bp
7月2日	澳大利亚	25bp	9月19日	约旦	25bp
7月18日	韩国	25bp	9月19日	阿联酋	25bp
7月18日	印尼	25bp	9月19日	印尼	25bp
7月18日	乌克兰	50bp	9月19日	中国香港	25bp
7月18日	南非	25bp	9月19日	中国澳门	25bp
7月25日	土耳其	425bp	9月26日	菲律宾	25bp
7月26日	俄罗斯	25bp	9月27日	墨西哥	25bp
8月1日	美国	25bp	10月4日	印度	25bp
8月1日	巴西	50bp			

来源：头豹研究院编辑整理

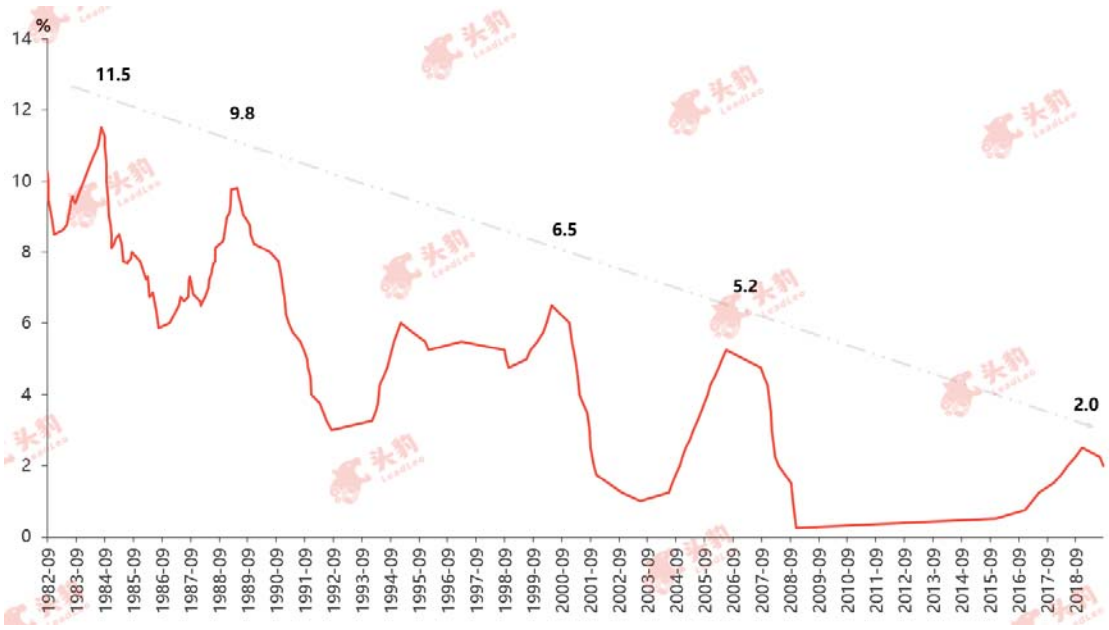
美国 2019 年连续 2 次降息后降息空间小

美联储于 7 月 31 日和 9 月 18 日先后将联邦基准利率下调 25bp，联邦基准利率最终被下调至 2%。回顾美国降息的历史，降息虽可在一定程度上刺激经济增长，但同时亦会给

经济带来负面作用。2008 年金融危机后，主要经济体纷纷实施激进的货币政策，主要通过两大手段：（1）迅速将利率压至最低；（2）开启“直升机撒钱”模式，向金融机构和企业大规模注入流动性。美国政府通过压低利率以及增强流动性的方法修复了美国的经济，但也给美国经济带来了诸多后遗症：①长期的低利率推高了资产价格，带来刚性的资产价格泡沫；②金融机构因低利率而加大杠杆，从而累计系统风险。

美国 2019 年下半年的降息与 2008 年的降息有诸多不同：（1）美国上一轮大的降息周期从 2007 年 9 月开始，联邦基金目标利率从 5.25%降到 0.25%，降息幅度为 500bp。美国这一轮降息始于 2019 年 7 月，联邦基金目标利率经过两轮的降息后维持在 2.0%，意味着美国在 2019 年第四季度可用的调息空间剩余 200bp，美国这一轮的降息空间远远不及上一轮调息的降幅；（2）2019 年美国经济虽然有所下滑，但远未及 2008 年严重。失业率是衡量美国经济复苏到衰退周期的最佳指标，2008 年美国经济危机，失业率暴涨到 5.8%，而美国 2019 年失业率整体仍然在低位，仅 3.7%，因此美国目前经济衰而未退。连续多次降息必要性不强，美国政府的降息手段应留待更困难时期。从美国降息的空间以及美国经济的情况综合考虑，美国在第四季度进行第三次降息的概率不大。

图 3-2 美国联邦基准利率，1982 年 9 月至 2019 年 9 月



来源：美联储，头豹研究院编辑整



中国货币政策保持稳健

3.2.1 中国 2019 年前三季度货币政策特征

中国 2019 年前三季度货币政策可以划分为四个阶段：（1）1-3 月份，2019 年 1 月中国人民银行下调金融机构存款准备金率 1%，使银行间市场流动性增强。货币政策保持稳健偏宽松姿态；（2）4-5 月份，中国人民银行一季度货币政策执行报告重提把控好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时用续作 MLF 和逆回购代替市场预期的降准，货币政策有所收紧；（3）6-7 月，银行间流动性分层的问题凸显，为解决流动性问题，央行公开市场操作力度再次加大，并通过续作 MLF、增加再贴现额度等操作对冲流动性风险；（4）7-9 月，受中美贸易摩擦影响，人民币兑换美元汇率突破 7 的关口，贬值压力增大。中国人民银行完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，以深化利率市场化改革，提高利率传统效率，推动降低实体经济融资成本。

3.2.2 中国 2019 年第四季度货币政策展望

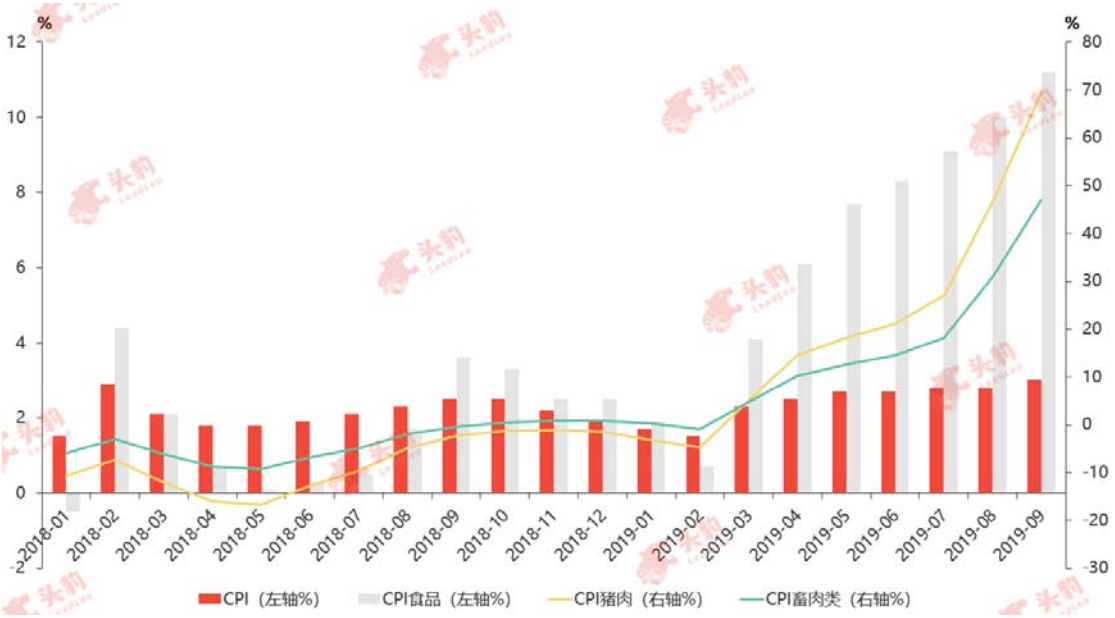
由于受通货膨胀约束以及 LPR 改革影响，央行在第四季度继续加码货币政策的可行性

小，但面对全球大规模贸易摩擦和国内经济下行压力增加，央行亦不会收紧货币政策，因此在第四季度，中国的货币政策将以稳健为主。

（1）第四季度货币政策受通货膨胀约束较大

2019 年前三季度，CPI 同比增长率在 1-2 月显著下降后，一直呈现震荡高攀的态势，7-8 月 CPI 同比增长率保持在 2.8%的高位。在 CPI 位居高位的时段，如果央行继续采用宽松货币政策，降准降息，则会导致通货膨胀失控，违背货币政策控制通货膨胀的初衷。

图 3-3 猪肉上涨拉动中国 CPI，2018 年 1 月-2019 年 9 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

中国 CPI 上涨主要受猪肉价格大幅上升影响。本轮猪价上涨受到三重因素影响：①2019 年猪肉供给端缺口持续扩大导致猪肉价格大幅上涨。能繁母猪存栏同比增速至 2013 年由正转负，意味着猪肉供给端持续下降。根据市场规律，在供给端持续下降时，商品价格会上升。2018 年猪肉 CPI 增长率由负转正，而猪肉供给端依旧在下降，因而猪肉价格在 2019 年上涨是受供给端出现缺口的影响；②在非洲猪瘟及各地环保政策对养猪产业限制的影响下，中国生猪与母猪的存栏量大幅下降，截至 2019 年 9 月，生猪与母猪的存栏量同比降幅约 40%，

降幅为历史最高，加快了猪肉上涨速度。

图 3-4 猪肉供给缺口扩大，2012 年 4 月-2019 年 9 月



来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

（2）LPR 改革有望降低实体经济融资利率

央行可通过宽松货币政策降低企业融资利率，以更好的支持实体经济发展。而新改革的LPR制度有望压低实体贷款利率。目前市场普遍认为新的LPR制度是央行采取的新的“降息”手段。

2019年8月17日，为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，降低实体经济融资成本，中国人民银行将完善贷款市场LPR形成机制。传统LPR的报价主要参考贷款基准利率，无法反映市场利率的变动，使反映货币政策变化的银行间市场利率难以传导至贷款利率，这也是中国企业整体融资成本加高的重要原因之一。而新改革的LPR机制的报价方式在1年期利率基础上加点，加点幅度主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。新LPR机制强化了银行贷款利率与货币市场利率间的联动，并改变了商业银行贷款定价的基础利率：由“贷款基准利率+不同企业的信用风险”转为“1年期MLF利率+加点+不同企业的信用风险”。但实体融资利率能否显著下行，还受不同商业银行自身的流动性成本和银行对企业信用风险溢价评估影响。LPR 改革后，央行短期内更倾向于通过降低风险溢价压缩商业银行

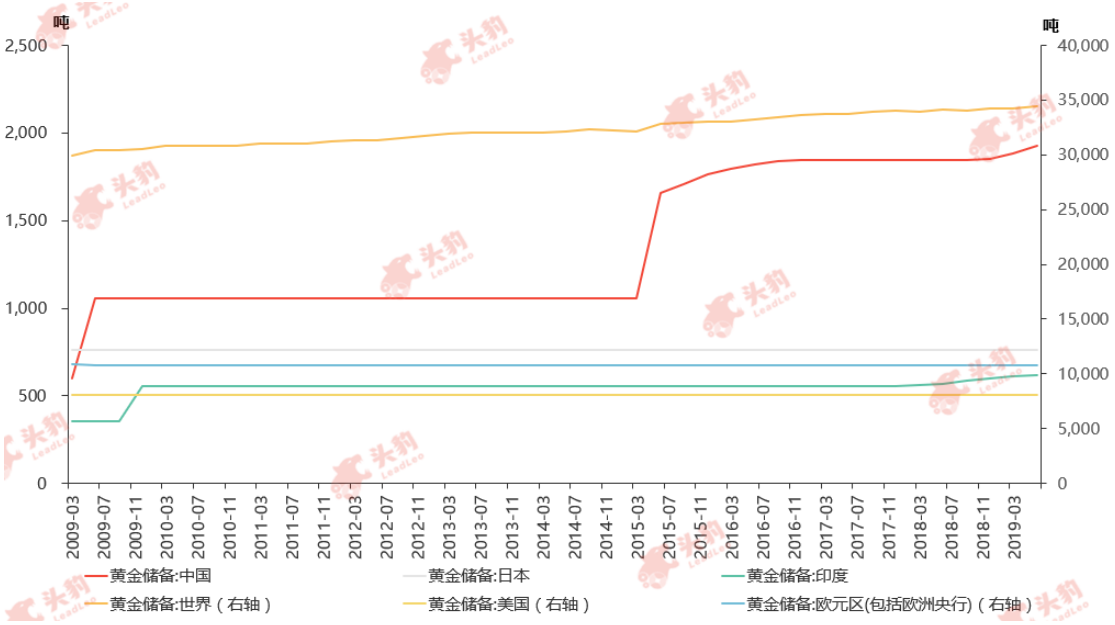
的加点幅度，推动融资利率下行。央行在第四季度是否进一步压低政策利率，需待实体贷款利率的具体表现而决定，若实体融资利率并未出现明显降低，央行或许通过调降MLF以引导LPR利率的下行。

4 三类资产配置建议

黄金市场

2019年前三季度，世界各国政府的黄金总储备量持续上涨。截至2019年6月，全球主要经济体共计持有34,407.6吨黄金。黄金作为全球的硬通货币，各国可以通过黄金平衡国际收支水平，防止汇率下跌或暴涨。全球黄金储备量上行显示着政府对近一年全球经济下行以及宏观经济不确定性的担忧。中国已连续10个月增持黄金储备，9月末黄金储备为1,936.5吨，较8月末增加9.96吨。美国、日本持有黄金储备稳定不变。印度2018年以后逐渐增持黄金。全球经济持续下行，降息潮和负利率时代到来，叠加英国脱欧的风口，推动黄金的无国籍避险资产投资价值凸显。

图 4-1 各国黄金储备量，2009 年 3 月-2019 年 6 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

股票市场

受中国人民银行在 2019 年 1 月份降息影响，A 股市场在前四个月呈现一波小牛市。4 月份后，上证指数大幅下滑，在 3,200 点上下波动。而第四季度，央行依旧采取稳健货币政策的可能性较大，既不放宽也不收紧，因此四季度 A 股很难达成一蹴而就的上涨趋势。

图 4-2 上证指数走势，2009 年 1 月 1 日-2019 年 10 月 22 日



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

债券市场

中国第四季度经济增长持续缓慢，相比前三季度，第四季度经济增长幅度不会有大波动。一年期国债收益率从 2018 年开始呈现大幅下行趋势，到 2019 年 4 月份，央行一季度例会明确表示稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，因此 2019 年第二季度一年期国债收益率缓慢上行，并在第三季度保持平稳。而受通货膨胀的约束，央行难以再次降息，预计第四季度利率将在当前点位附近博弈，建议投资者谨慎投资 2019 年第四季度的债券市场。

图 4-3 中国一年期国债收益率，2015 年 1 月-2019 年 10 月



头豹研究院简介

- 头豹研究院是中国大陆地区首家 B2B 模式人工智能技术的互联网商业咨询平台，已形成集行业研究、政企咨询、产业规划、会展会议行业服务等业务为一体的一站式行业服务体系，整合多方资源，致力于为用户提供最专业、最完整、最省时的行业和企业数据库服务，帮助用户实现知识共建，产权共享
- 公司致力于以优质商业资源共享为基础，利用大数据、区块链和人工智能等技术，围绕产业焦点、热点问题，基于丰富案例和海量数据，通过开放合作的研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



四大核心服务：

企业服务

为企业提供**定制化报告**服务、**管理咨询**、**战略**调整等服务

云研究院服务

提供行业分析师**外派驻场**服务，平台数据库、报告库及内部研究团队提供技术支持服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、**奖项**评选、行业**白皮书**等服务

园区规划、产业规划

地方**产业规划**，**园区**企业孵化服务

报告阅读渠道

头豹科技创新网 —— www.leadleo.com PC端阅读全行业、千本研报



头豹小程序 —— 微信小程序搜索“头豹”、手机扫右侧二维码阅读研报


图说


表说


专家说


数说

详情请咨询

客服电话

400-072-5588

上海

王先生： 13611634866
李女士： 13061967127

南京

杨先生： 13120628075
唐先生： 18014813521

深圳

李先生： 18916233114
李女士： 18049912451