

大变局下中国经济的涅槃之旅

——2019年宏观经济走势展望

李湛 博士

中山证券首席经济学家、研究所所长

目录

章节	内容
第一部分	内外环境格局剧变的逻辑
第二部分	宏观经济整体走势分析
第三部分	资本市场走势展望
第四部分	宏观经济政策和风险展望
第五部分	简要小结

第一部分

内外环境格局剧变的逻辑

1. 内外环境格局剧变的逻辑：“大象难以藏身树后”

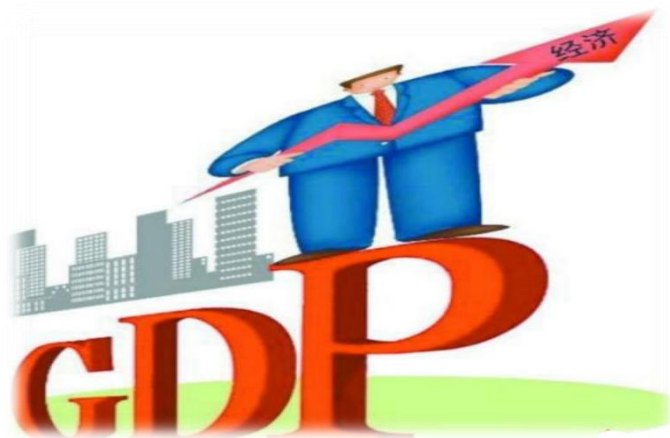
- 以中美贸易冲突为标志，中国经济开始直面外部国际环境的剧变，中国经济可能已经步入到外部国际环境明显不友善的新阶段；
- 当前以美国为代表的在位守成既得利益大国对新晋追赶大国的战略打压，将构成未来很长一段时间里中国的外部环境剧变的大背景；
- 如何看待中美冲突之下未来中国经济发展前景，需要客观认识近十年中国经济增长的逻辑、2018年以来内外环境新变化、美国对华政策转变的逻辑、中国经济转型面临的新挑战等因素。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

01

中国出口导向驱动经济增长的模式，在2008年美国次贷危机以后遭受重创。政府开始接过增长接力棒，进一步依赖土地财政增加基建支出，使得中国经济表现引人注目。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

02

中国已从当年的‘纺织品、鞋子、玩具’等劳动密集型行业逐渐向‘汽车、高铁、大飞机、通信设备’等高端制造业链条升级，在人工智能与互联网产业等领域，呈中美双巨头竞争态势。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

03

以巨大的美元外汇储备推动“一带一路”（西方国家认为国际秩序主导权遭受挑战）、人民币国际化（从中国市场经济效率、金融市场深度、法治完善程度等来看，人民币尚无法承担主要国际货币角色，间接支撑的重要因素是中国持有的巨额美元外汇储备）、新兴产业扶持（比如光伏、新能源等产业）。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

04

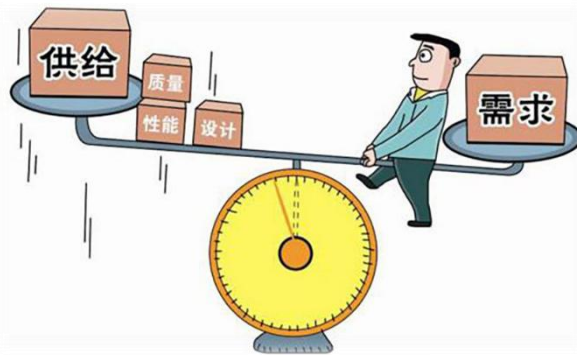
国内整体上误以为西方社会治理制度体系是低效、无共识内耗型的无解死结，转而逐渐强调自身体制的优越性、强化自身制度体系并逐渐让西方感到压力。西方国家在遏制中国方面达成惊人一致。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

05

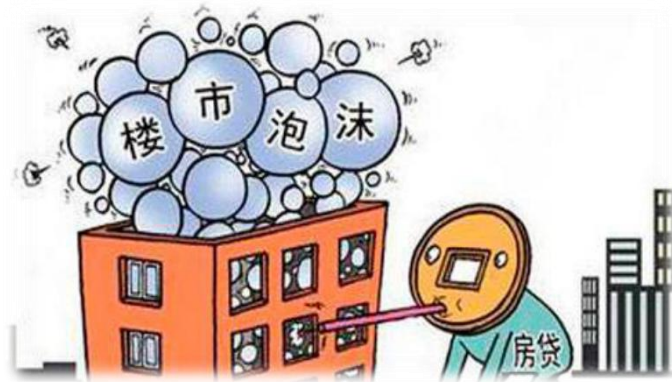
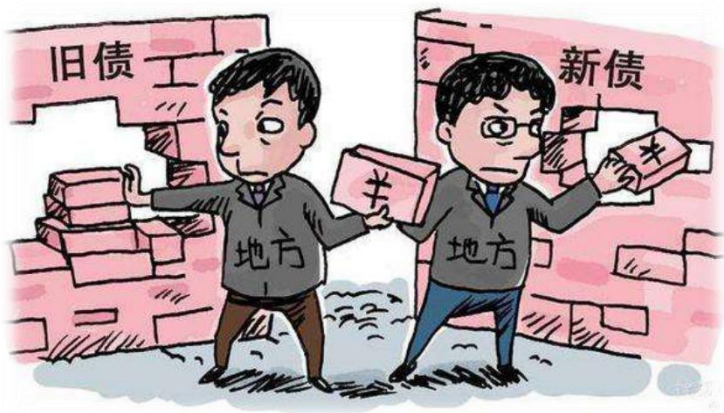
中国经济在危机期间表现引人注目，但也造成了明显的结构性后遗症。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

06

观察近10年以来政府解决经济结构问题的大逻辑，尽量避免对结构性问题（国企高杠杆、地方政府债务、房地产泡沫）做快速出清处置，以做大经济体量的方式来逐渐消化存量的结构性问题，并通过加快对外投资和技术引进，在国际产业链分工层面依靠内外合力推动国内企业部门技术进步，据此完成新旧动能转换。



1.1 近十年中国经济增长的逻辑

07

决策层逐渐统一认识，在中国制造2025（2015年3月）、供给侧结构性改革（2016年1月）、房地产调控（2016年9月）、金融乱象治理（2017年7月）等方面达成共识，决心摆脱传统的经济增长模式；

2017年10月确立“防范化解系统性金融风险、污染防治、脱贫攻坚”等三大攻坚战，旨在解决债务急剧膨胀导致的金融风险、粗放经济模式导致的环境可持续问题，以及底层贫困民众的获得感问题。



1.2 2018年以来内外环境新变化

01

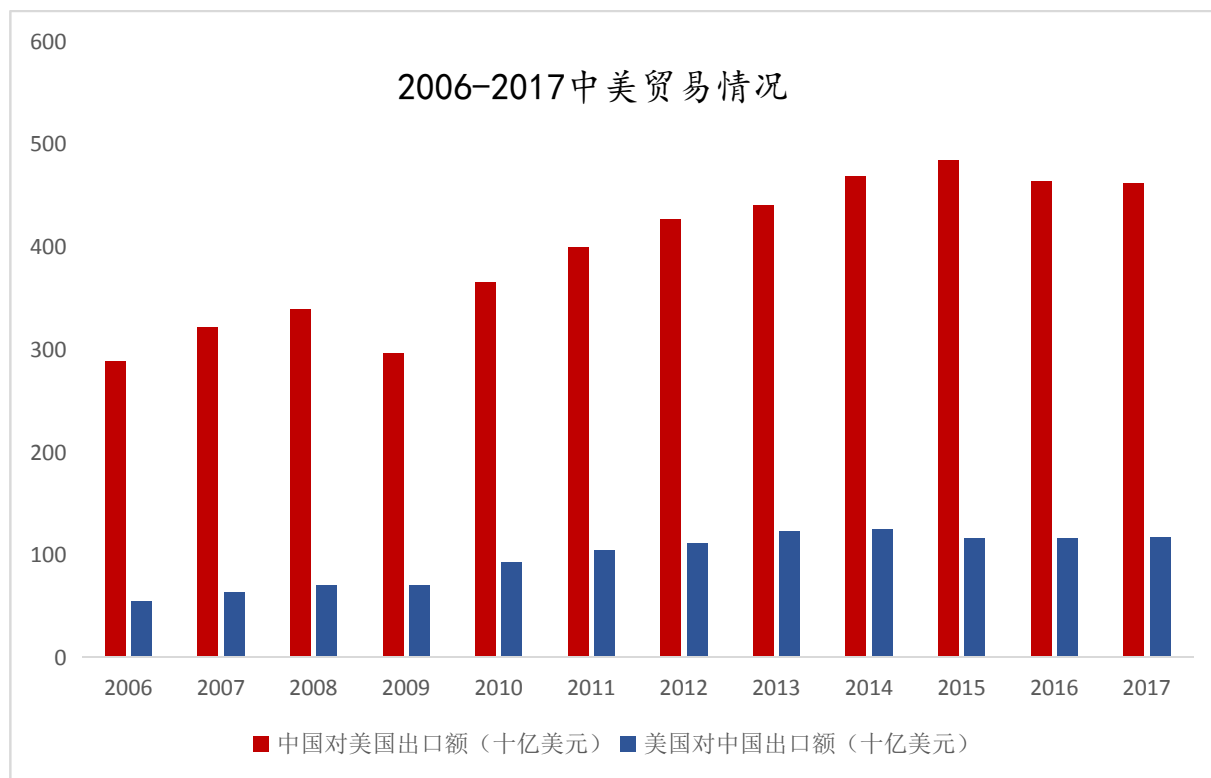
中国准备集中全力打好三大攻坚战、实现经济转型“关键一跃”的重要时期，以美国为代表的在位守成既得利益大国对中国进行战略打压。



1.2 2018年以来内外环境新变化

02

美国在贸易问题上发难，并已在政治、经济、外交等多维度显示出明确要遏制中国的倾向。美国政府决策层可能很清楚美国的巨额贸易逆差无法避免，他们真正在意的可能是中国对其高端产业的竞争压力，以及中国依靠对美的巨大顺差对其造成诸多潜在威胁。

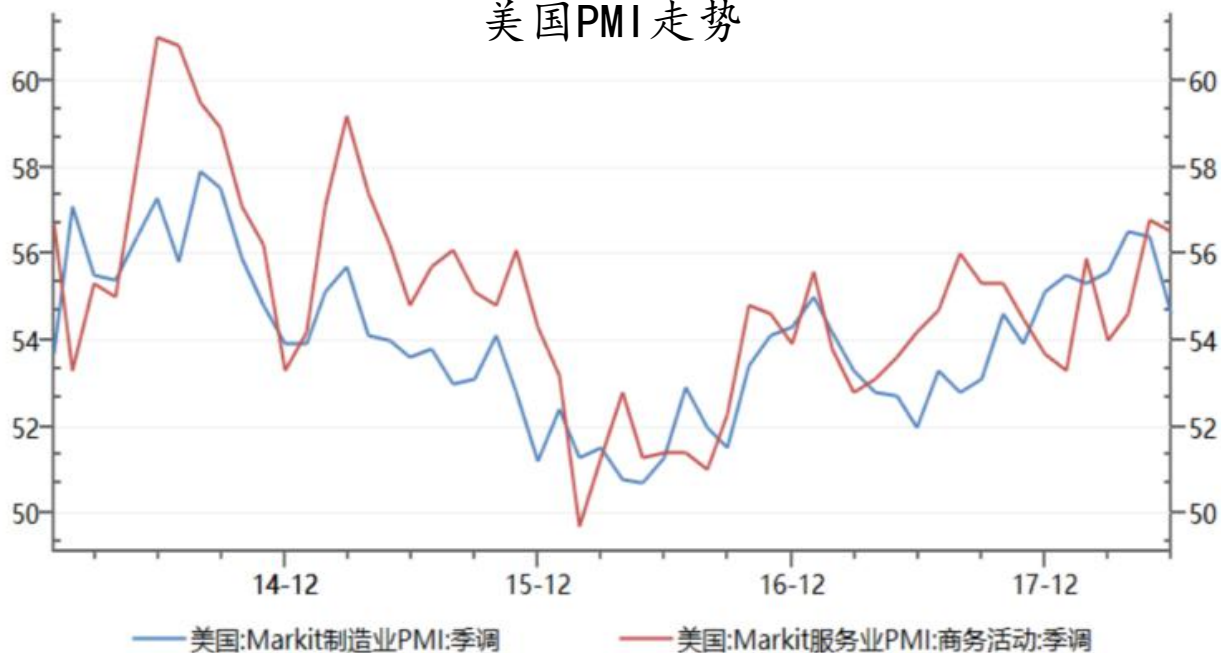


1.2 2018年以来内外环境新变化

03

美国经济基本面的强劲，构成特朗普政府对外尤其是对华强硬的
最大支撑力量。正从经济、政治和军事对中国进行多个维度的施压。

美国PMI走势



1.2 2018年以来内外环境新变化

03

中国经济短期陷入比较被动的状态：主要政策目标持续在“推进前期确定的金融风险问题化解”与“缓解即将到来的重大外部冲击”之间反复权衡切换；中国经济与资本市场的不确定性陡增；各经济主体对未来的预期经历过一个焦虑&紊乱的时期。



1.2 2018年以来内外环境新变化

04

内外格局剧变的更深远影响：在核心产业关键技术领域，引进外部技术加以消化吸收的方式被极大抑制。这可能意味着维持结构失衡现状、完成新旧动能转换的时间线将被迫拉长，前期的政策意图实现难度和潜在代价都将大幅增加。极端情形下，中国经济转型的时间窗口甚至十分有限。



1.2 2018年以来内外环境新变化

05

可借助的外部技术力量快速消失，依靠国内力量实现关键技术进步，需引导资金投入实体、鼓励企业家从事技术创新。这要求投资到有风险的实体经济的回报率要显著高于无风险资产的投资收益，这与当前政府在土地财政成瘾时试图维稳房价、允许居民乃至企业家以杠杆资金投入房地产获得几乎无风险的回报率是有内在矛盾的。

06

未来极可能出现的情景是，中国经济成功转型与房地产价格的持续高位运行难以同时存在，决策层可能不得不做出决断。



1.3 中国经济转型面临的挑战

中美摩擦的短期影响

- **经济端：**下行压力，主要来自总需求端、未来增速和市场对未来预期的调整；
- **政策端：**短期政策被动调整，“应对短期冲击” VS “解决中长期结构问题”。

中美摩擦的长期影响

- 明显影响中国结构性问题的解决进度；
- 如果对美贸易顺差大幅削减，将冲击进口部门和外汇储备安全，维持国内扭曲结构的难度将加大；
- 投资审查和对华出口技术的管制，在很大程度上影响中国的技术进步速度，并对中国的产业结构转型造成深远影响。

1.3 中国经济转型面临的挑战

01

但中国经济前景并不一定是悲观的路径：一方面，经济体量、市场规模、工业体系和产业链相对完整，短期内有较好抗压能力；另一方面，中美贸易关系持续紧张，美联储加息，美元指数走强等综合影响之下，部分国家或地区已经明显承压，国际经济有可能表现为四种耐力比拼赛情形；同时，中国承压对发达国家的“反弹效应”引起其国内民众的不满，可能带来积极变化。



第二部分

宏观经济整体走势分析

2.1 外部环境整体预判

2019年的外部环境可能是后金融危机以来罕见的复杂之年，风险因素主要来源于如下三条主线：

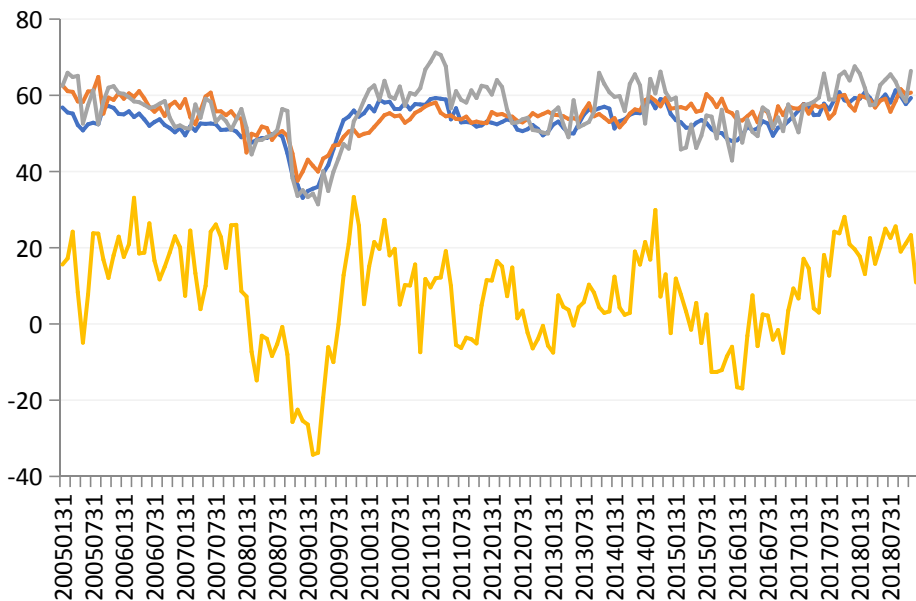
- ◆ 第一条主线需要重点关注美联储加息能走多远，以及在其引领之下的全球流动性紧缩趋势导致的不确定性；
- ◆ 第二条主线是中美关系紧张预计将持续存在，大国博弈可能引致国际市场环境恶化；
- ◆ 第三条主线是潜在的一系列地缘政治事件，值得密切关注。

2.1 主要发达国家的经济走势

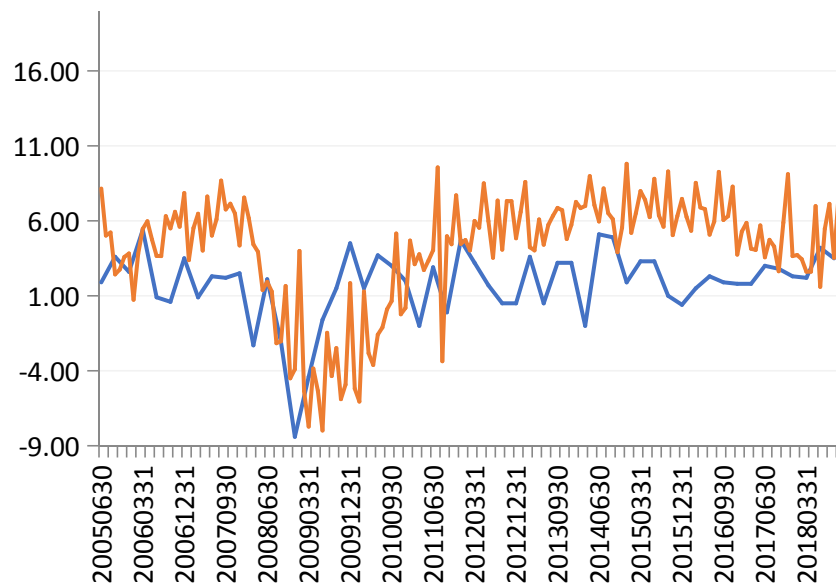
美国宏观经济数据位于历史高位

01

美国经济一枝独秀，今年前三季度美国GDP增长3%，为2014年以来最大增幅。同时失业率跌至1969年以来最低水平，而消费者信心、采购经理人指数等最新指标均处于历史经济周期的高位。



— ISM:制造业 — ISM:服务业 — 芝加哥PMI — 纽约PMI



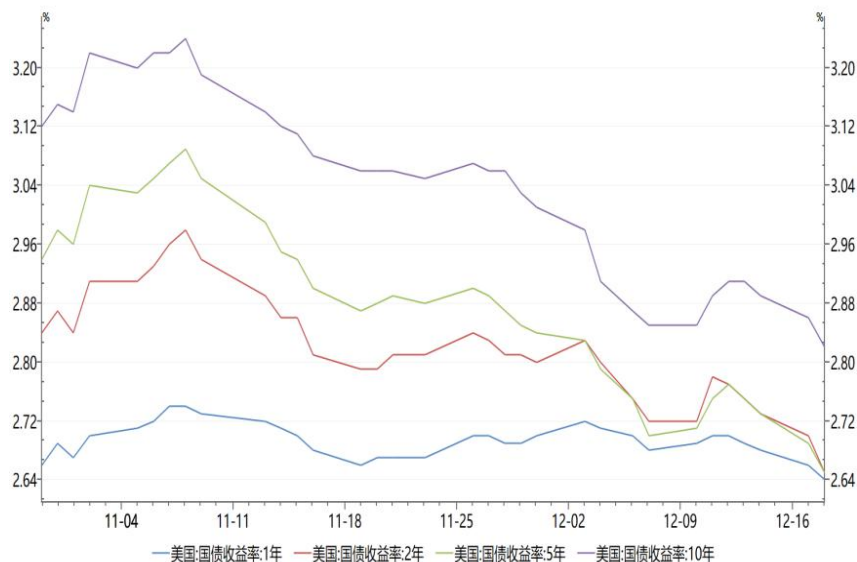
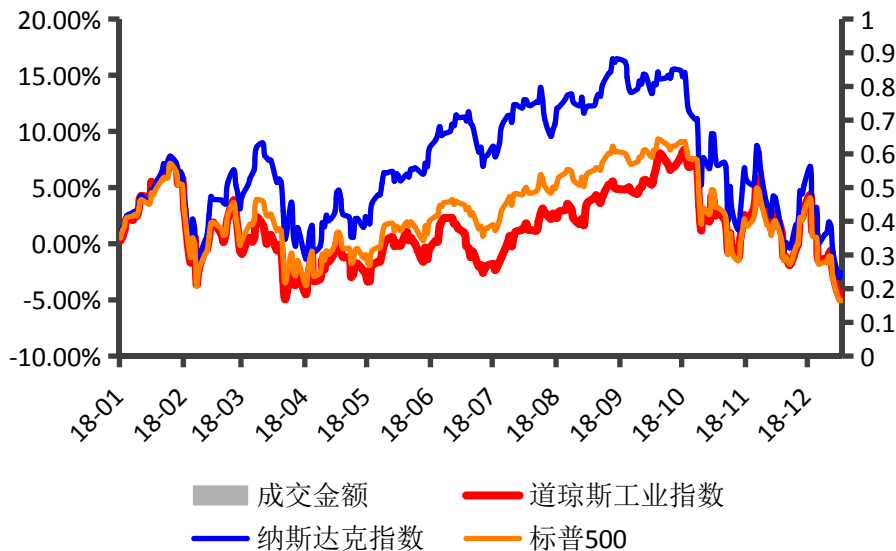
— GDP环比折年率(%) — 消费信贷总计(%)

2.1 主要发达国家的经济走势

美国金融市场的预警信号

02

但是我们应该注意到这其中很大的原因在于减税方案1.0以及联邦支出增加的刺激作用。而美国股市的下挫、两年期与五年期国债利率倒挂以及大宗商品价格的下降这些都是经济增长放缓或者衰退的前置特征。

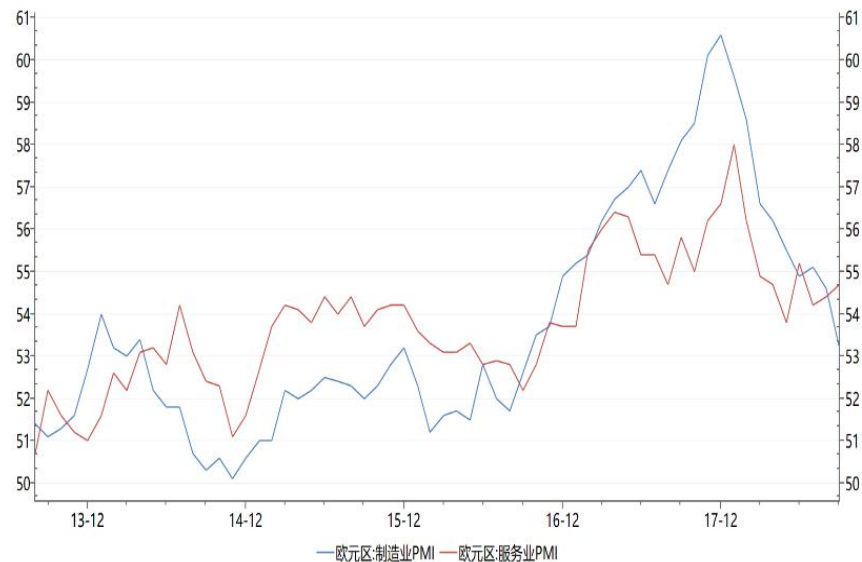
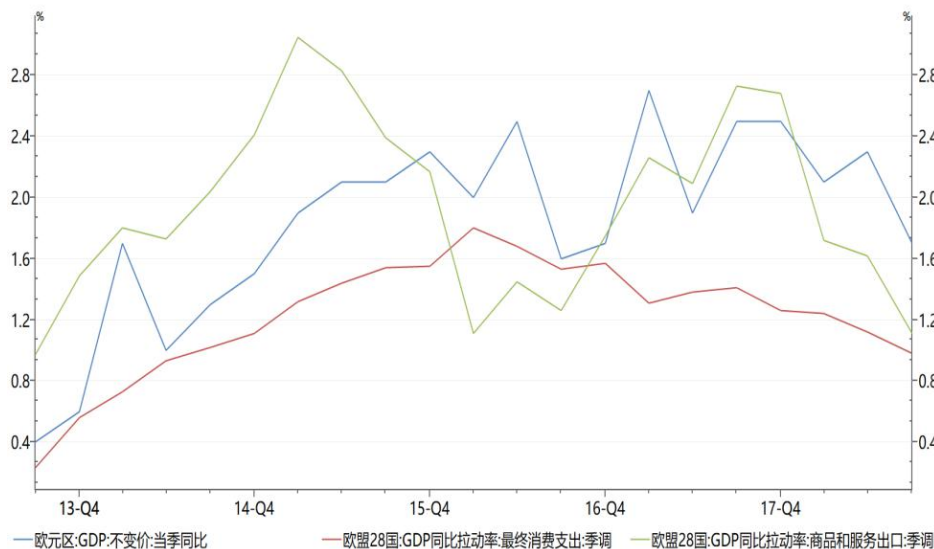


2.1 主要发达国家的经济走势

欧元区经济今年下半年以来明显放缓

03

欧洲央行从2015年开始实行量化宽松货币政策，2016年-17年欧元区的经济复苏的开始出现回暖迹象，但是今年以来欧元区经济增速受到全球需求放缓、中美贸易摩擦、全球贸易保护主义的重新兴起而明显放缓，同时其未来还面临着来自特朗普的汽车关税威胁、英国脱欧、意大利债务危机的以及作为核心的德国法国民族主义日益兴起对政治和社会的不确定性影响。

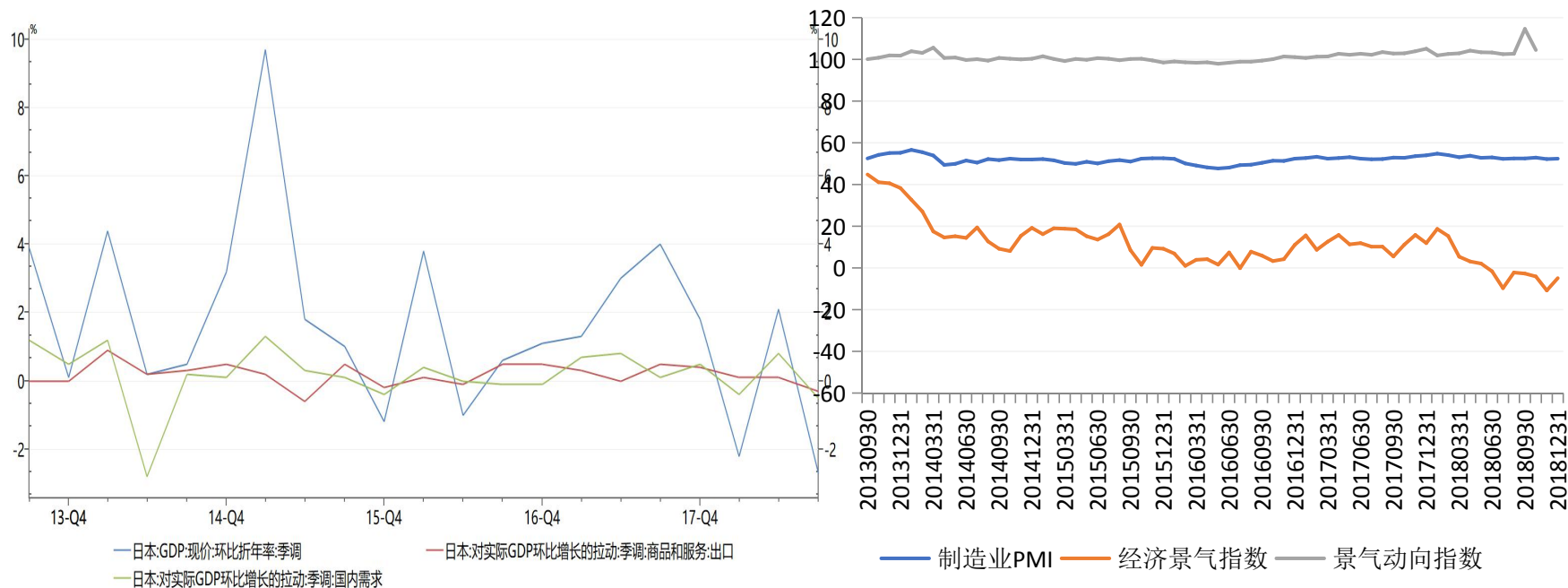


2.1 主要发达国家的经济走势

日本经济趋向疲软

04

日本第三季度GDP萎缩1.2%，大幅弱于二季度。国内需求放缓、台风和地震等自然灾害频发，以及日益趋紧的全球贸易环境造成外需减弱，是造成日本三季度GDP负增长的主因。欧元区以及日本的经济减速无疑将恶化投资者的风险偏好。



2.1 主要发达国家的经济走势预判

01

主要发达国家的经济整体尚好。美国正处于周期的繁荣顶点，欧洲和日本的₁增长后劲已现疲态。

02

从对中国的影响来看，主要发达国家的经济向好构成中国出口增速相对稳定的基础，但中美贸易冲突可能对出口部门造成重大负向冲击。

03

由于美国经济与其他发达经济体、多数新兴市场经济体之间的经济周期分化，需关注美元加息对全球经济的影响。主要通过资本流动、股市波动和美元指数三种方式影响全球经济。

2.2 2019年中国经济整体预判

01

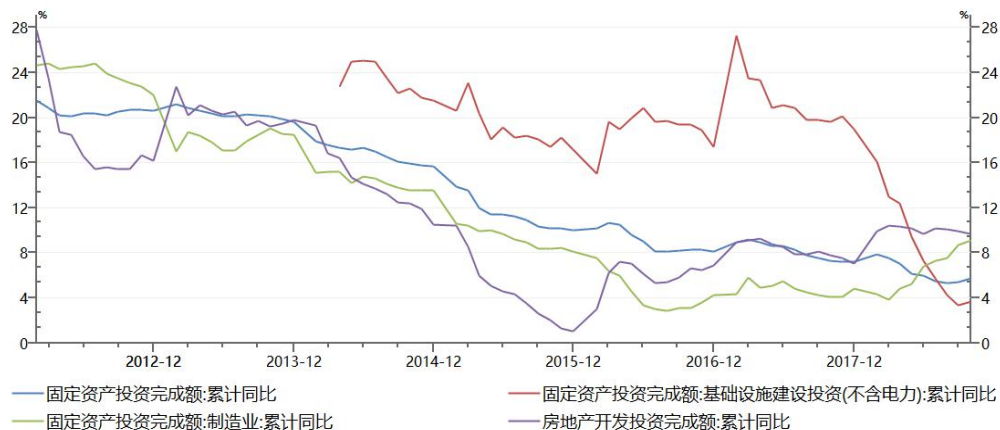
由于中美贸易摩擦，全球经济不确定性增加，中国经济增长的三架马车投资、消费、出口的增长动力不足，市场对明年宏观经济普遍偏悲观。

02

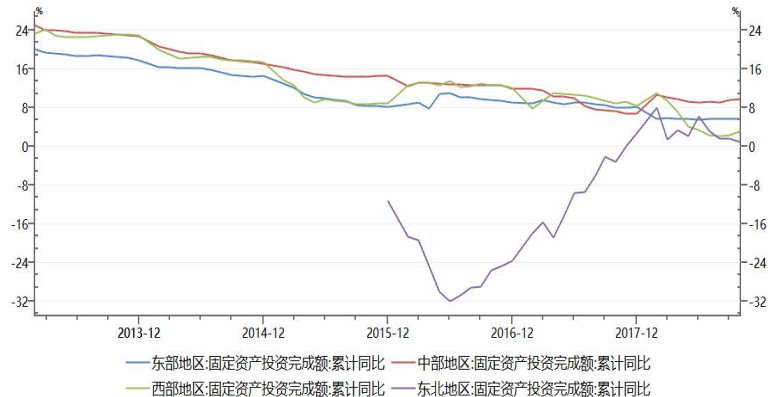
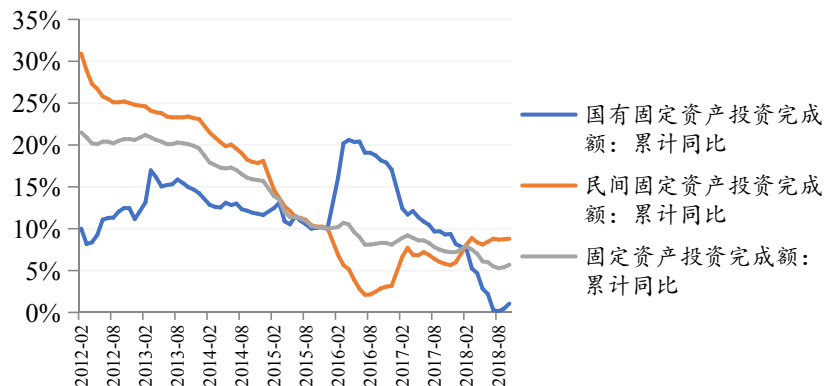
我们预计2019年经济增速仍将下行，下行幅度与改革进度呈反比。一方面是由外部环境对出口不利的影 响；另一方面，金融防风险基调下，投资对经济的支撑作用有限；同时，消费端的趋势性下滑可能继续保持。随后经济能否企稳，外部环境很重要，但根本在于国内重大改革的进展。

2.2 2019年中国经济整体预判-固定资产投资分析

2018年投资增速受到基建投资大幅下降影响出现一定程度下滑，但9月以后由于基建投入加大有所企稳。



行业分项数据、企业性质分项数据和地区分项数据均出现不同程度分化趋势；
政策调整是导致分项数据出现分化的主因



2.2 2019年中国经济整体预判-固定资产投资分析

2019年走势判断

固定资产投资增速：相较于2018年涨幅回落幅度会有所缩小，大概率在5%-6%之间

基建投资增速：相比2018年应该是小幅上升，大概率在6%-7%之间

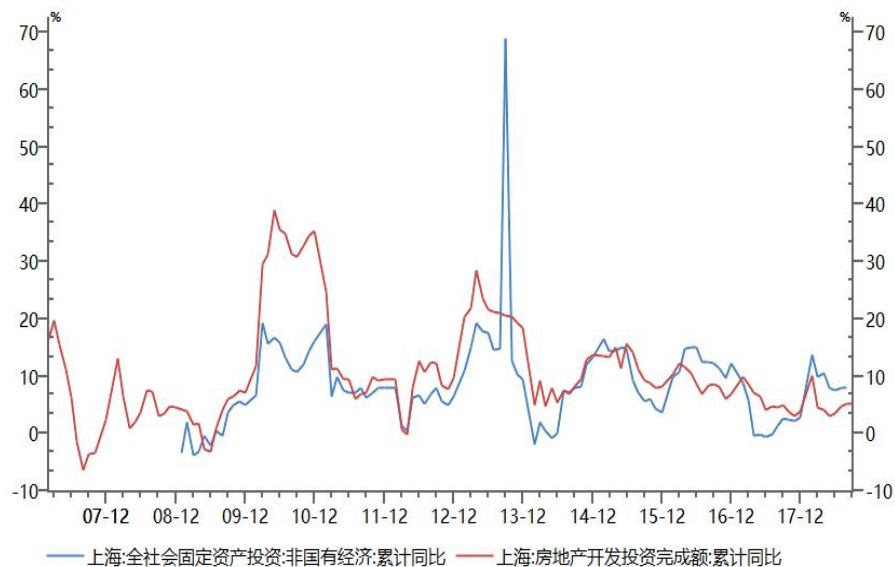
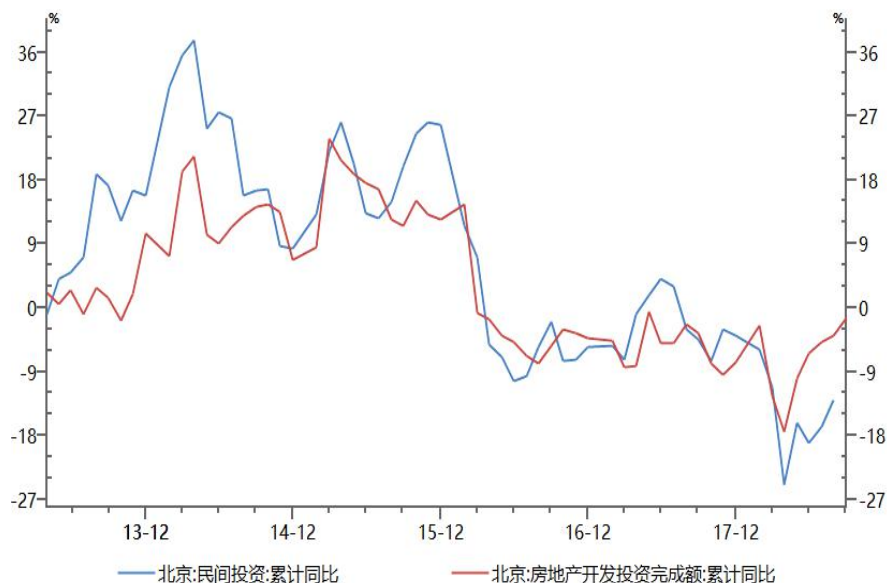
制造业投资增速：考虑到美国加征关税的影响会在2019年表现出来、受全球经济增长放缓影响外需可能整体下降、国内居民杠杆率较高导致内需也不足，制造业投资增幅可能会出现小幅下滑，大概率在7%-8%之间

房地产投资增速：现阶段更重要的是维持房价稳定的同时不出现大幅度的急跌。我们认为2019年房地产投资增速会有小幅下降，大概率在6%-7%之间

2.2 2019年中国经济整体预判-民间投资分析

考察京沪、江苏、浙江和广东5个省市的民间投资结构，有以下四个特点：

01 北京和浙江民间投资增速的变动可能与房地产投资增速的变动高度相关；

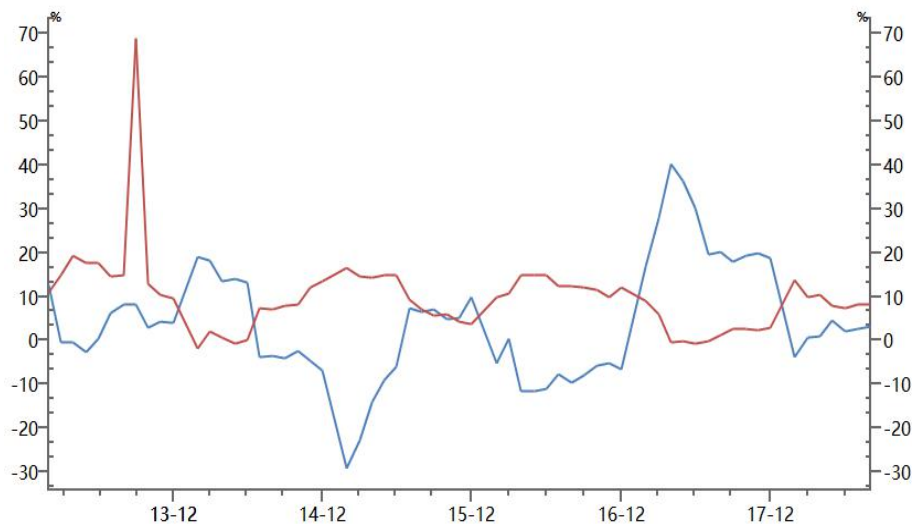


2.2 2019年中国经济整体预判-民间投资分析

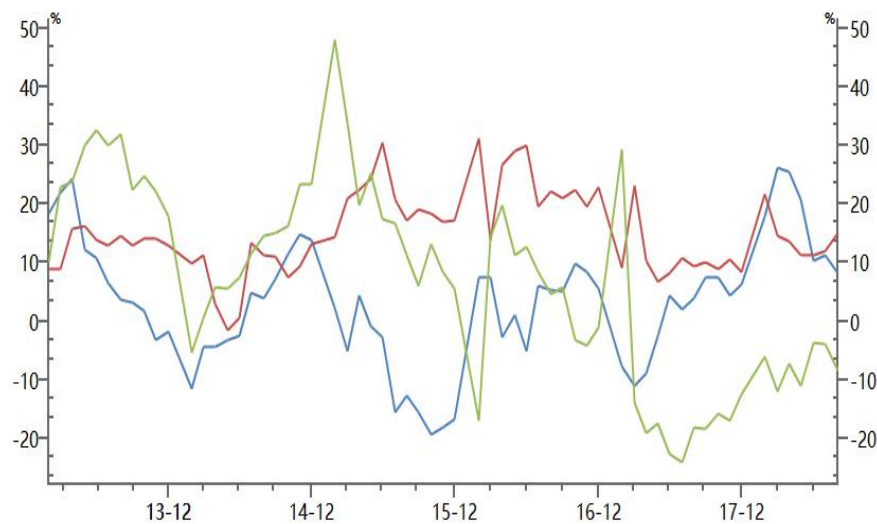
考察京沪、江苏、浙江和广东5个省市的民间投资结构，有以下四个特点：

02

上海民间投资增速在2018年上半年明显超过国有资本投资，且主要以私营经济部门为投资主力，但在沪的外商和港澳台企业部门投资增速持续乏力，这对于上海未来的经济是喜是忧，有待进一步观察；



— 上海:全社会固定资产投资:国有经济:累计同比 — 上海:全社会固定资产投资:非国有经济:累计同比

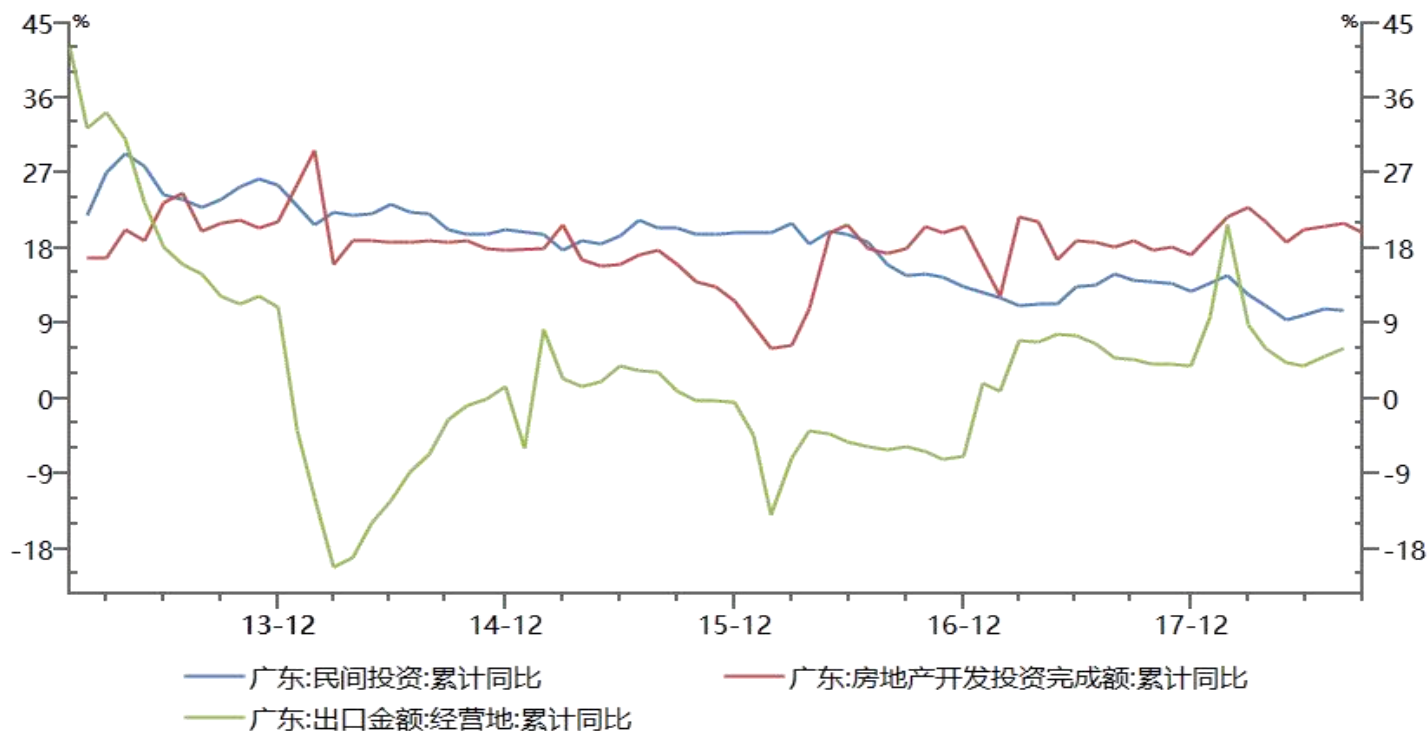


— 上海:全社会固定资产投资:非国有经济:私营经济:累计同比
— 上海:全社会固定资产投资:股份制经济:累计同比
— 上海:全社会固定资产投资:外商及港澳台投资:累计同比

2.2 2019年中国经济整体预判-民间投资分析

考察京沪、江苏、浙江和广东5个省市的民间投资结构，有以下四个特点：

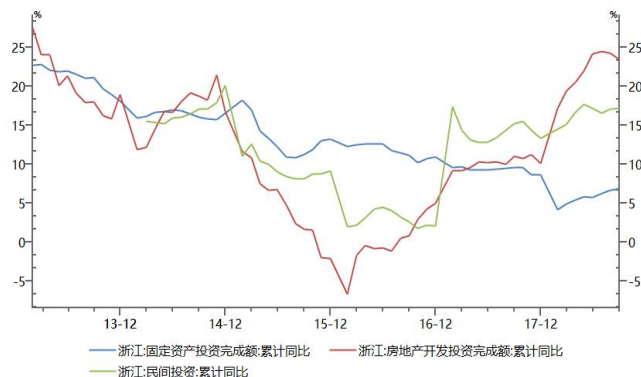
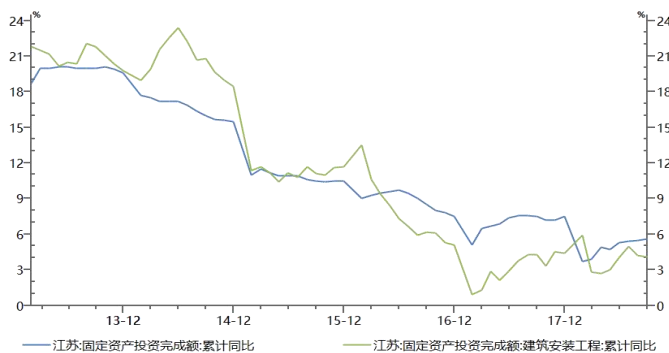
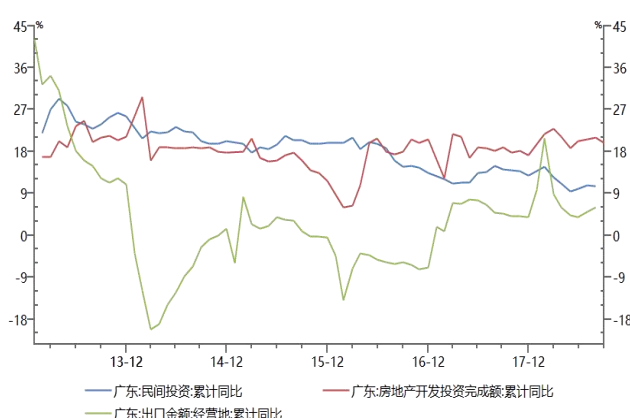
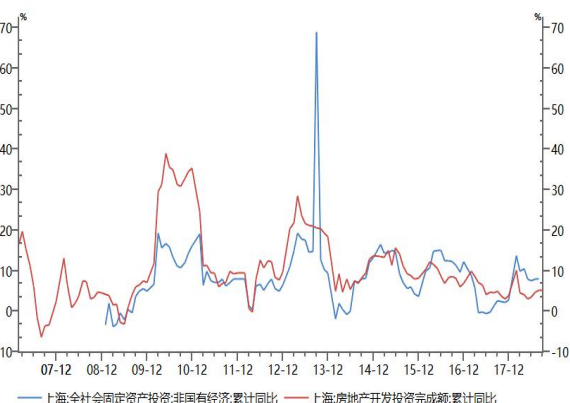
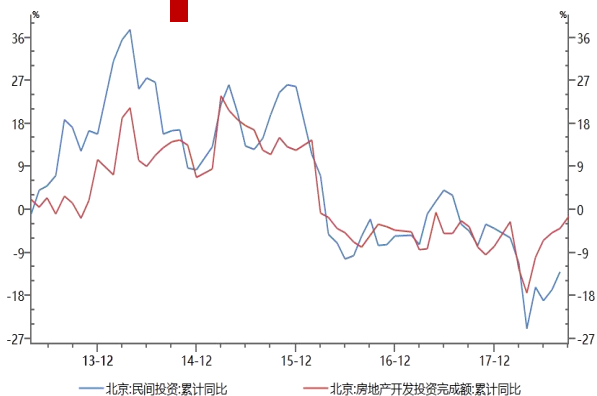
03 | 外贸依赖度较高的广东可能受中美贸易冲突的影响，近期的出口大量下降，民间投资也出现明显下降；



2.2 2019年中国经济整体预判-民间投资分析

考察京沪、江苏、浙江和广东5个省市的民间投资结构，有以下四个特点：

04 | 2018年上半年的民间投资增速加快可能与房地产投资增速增加有比较密切的关系。



2.2 2019年中国经济整体预判-消费

以社消零售总额增速为代表的变量表明，2019年的消费项可能持续承压。内在原因：内外扰动下对未来增长预期修正、负债支出变谨慎、房地产财富效应弱化等。



前十月国内手机市场出货量同比下降15.3%



数据来源: 财新数据 CICC 注: 数据截至2018年10月

下载财新APP



原始数据: 中国信息通信研究院

看更多

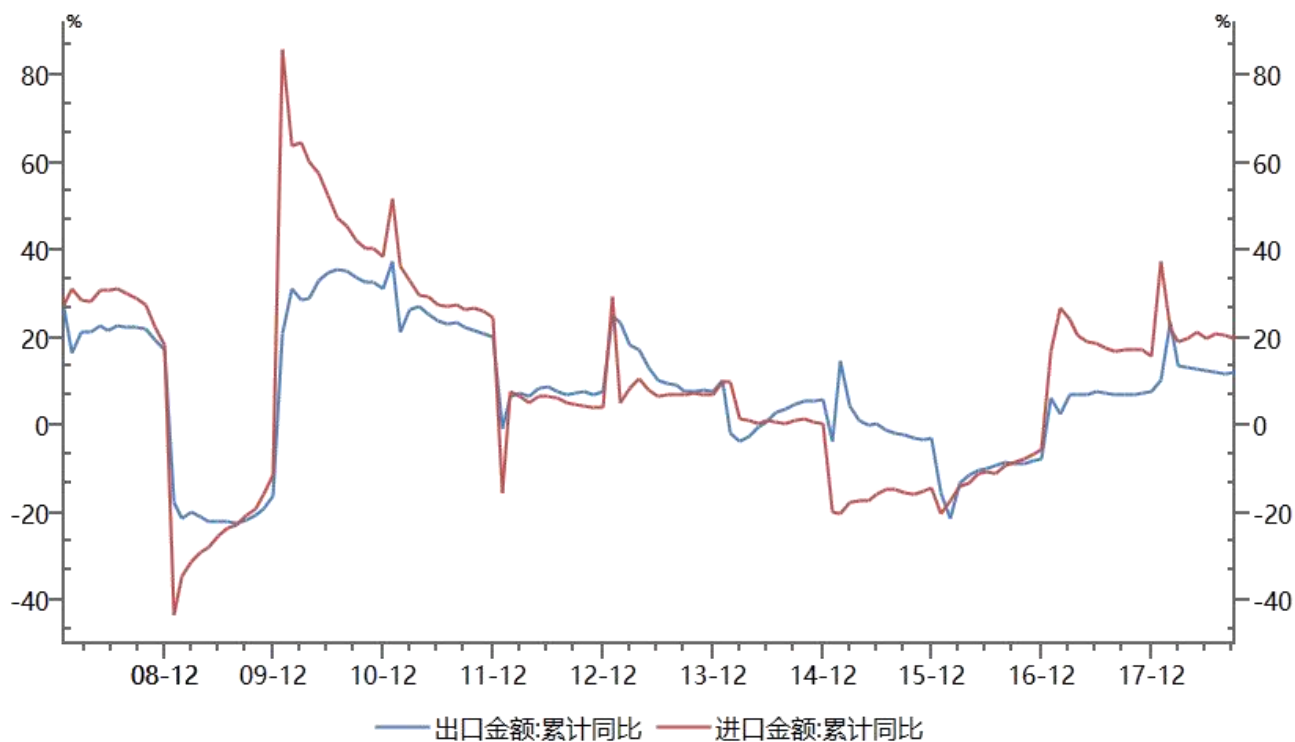
乘用车月度销量



2.2 2019年中国经济整体预判-出口

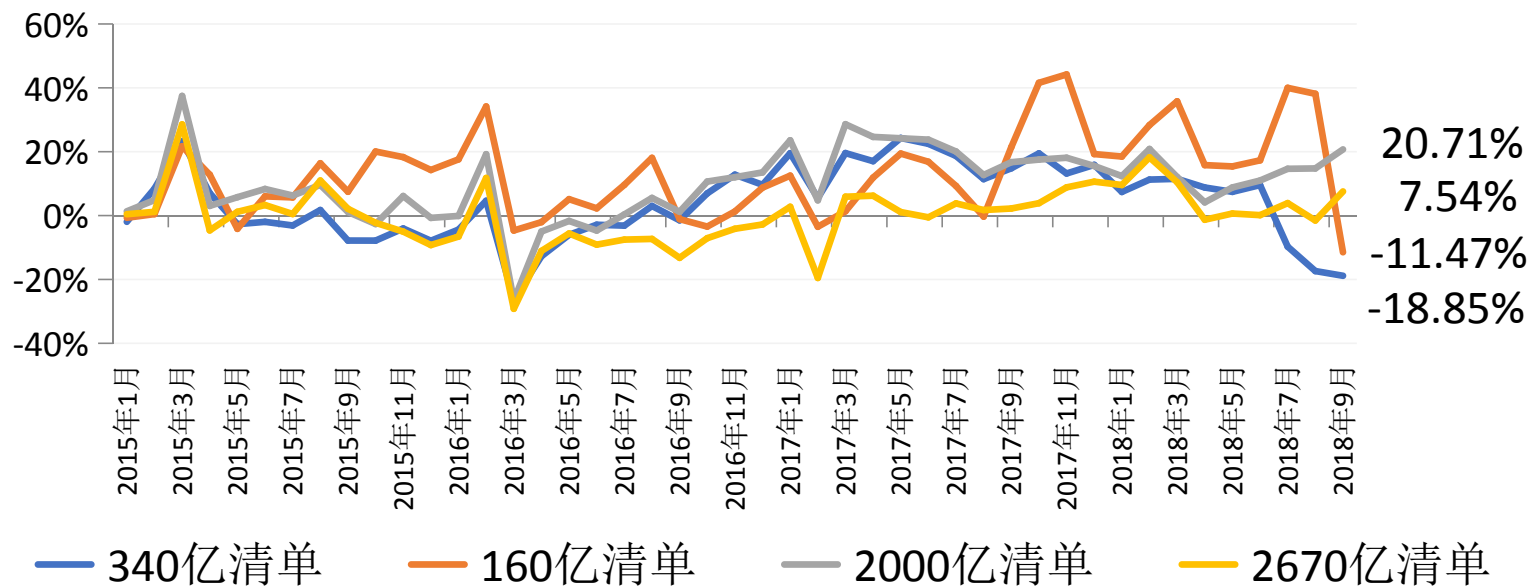
从增速来看，由于主要出口国家地区的经济整体强劲，中国的进出口增速较去年同期都明显站上新高，且当前的进出口增速都尚稳。

中国出口增速的波动



2.2 2019年中国经济整体预判-出口

从美国对中国加征关税清单商品的进口增速来看，340亿美元清单、160亿美元清单和2000亿美元清单商品的价格需求弹性有较大的差别，加征关税对500亿美元清单商品的影响最大，2000亿美元商品加征关税的影响在9月的数据上还未完全显现，不过抢出口现象明显。



2.2 2019年中国经济整体预判-出口

2019年中美贸易制裁可能出现六种情形，我们按照影响程度的从轻到重分别进行了测算。假设其他条件不变的前提下，下表列出了这六种情形相对应的2019年中国出口变化、2019年中国进口变化、对2019年中国出口增速的影响、对2019年中国进口增速的影响、2019年净出口变化以及对2019年GDP增速的影响。

不同制裁方案的直接影响测算

情形类型	2019年年 前中方是 否妥协	美国制裁方案	中国出口 变化(亿 美元)	中国进口 变化(亿 美元)	对出口增 速的影响	对进口 增速的 影响	净出口变 化(亿美 元)	对GDP 增速的 影响
情形一	是	500亿美元25%+2000亿美元10%	-498.33	无	-1.96%	无	-498.33	-0.38%
情形二	否	500亿美元25%+2000亿美元25%	-1053.33	无	-4.13%	无	-1053.33	-0.81%
情形三	否	500亿美元25%+2000亿美元25%+2670亿美元10%	-1250.11	无	-4.91%	无	-1250.11	-0.96%
情形四	否	500亿美元25%+2000亿美元25%+2670亿美元25%	-1581.99	无	-6.21%	无	-1581.99	-1.21%
情形五	否	500亿美元25%+2000亿美元25%+2670亿美元25%+对华技术出口限制	-1581.99	-2529.33	-6.21%	-11.40%	947.34	0.72%
情形六	否	500亿美元25%+2000亿美元25%+2670亿美元25%+对华技术出口限制+联合其他国家 对华制裁	-5829.45	-2529.33	-22.87%	-11.40%	-3300.11	-2.52%

资料来源：自行整理。

2.2 2019年中国经济整体预判-出口

2019年走势判断

2019年中国的出口增速下滑、贸易顺差减少基本上是确定性事件。

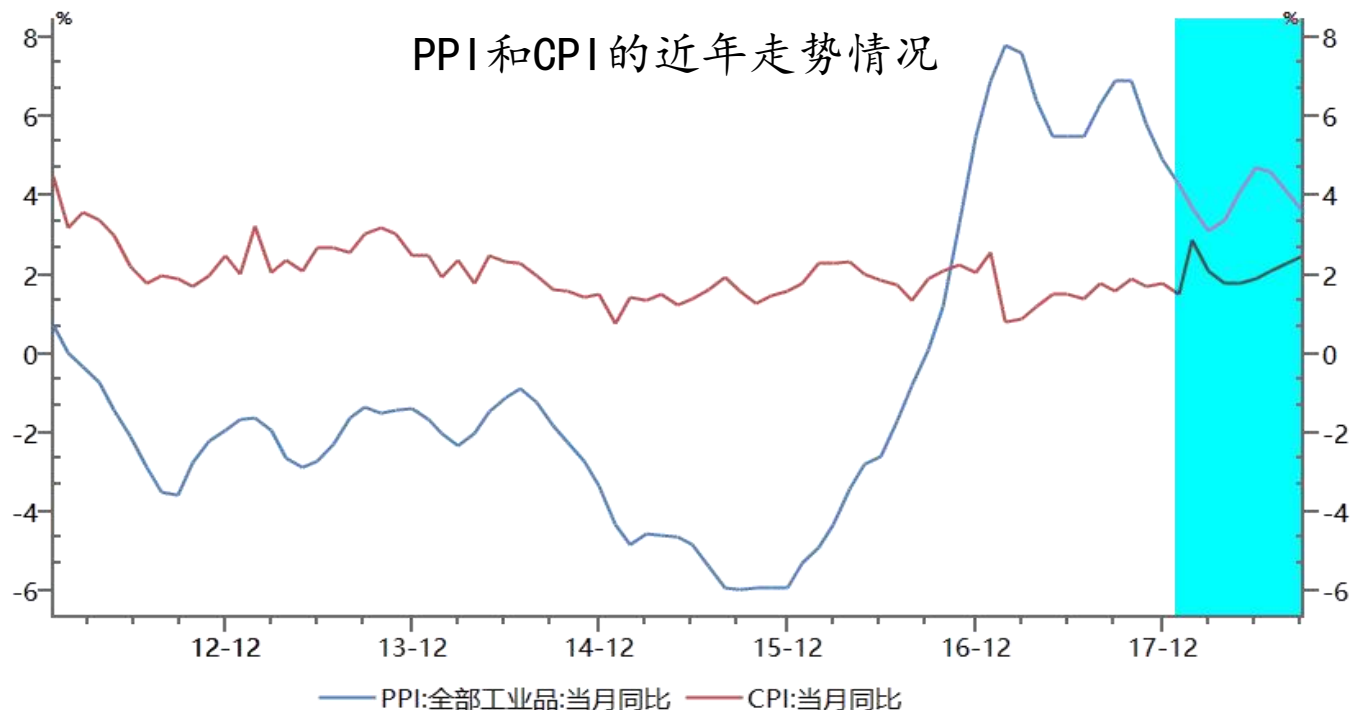
综合美国对中国的战略性打压意图具有长期性、中美双方在一些关键性问题上难以达成一致和美国在国内经济见顶后短期内不愿意彻底与中国决裂，我们认为2019年中美贸易战最可能的演变路径为：

“在90天的过渡期结束后，美国很可能依然会将2000亿美元清单加征关税税率由10%提升至25%，但在2019年美国对中国的制裁可能只是停留在关税领域，那么，2019年中国出口增速可能在6%-8%之间，进口增速为16%-17%，净出口增速下降会使得GDP增速下降0.4%-0.6%。”

2.2 2019年中国经济整体预判-价格方面

PPI回落趋势明显，总需求不振会加快这种回落。部分传导至中下游行业，叠加2018年水灾、猪瘟扩散的影响，CPI可能小幅温和回升。但前述的需求端不景气，使得物价不存在持续上涨动力。

另一方面，上游行政主导改革的负向影响逐渐凸显：中下游利润空间压缩。

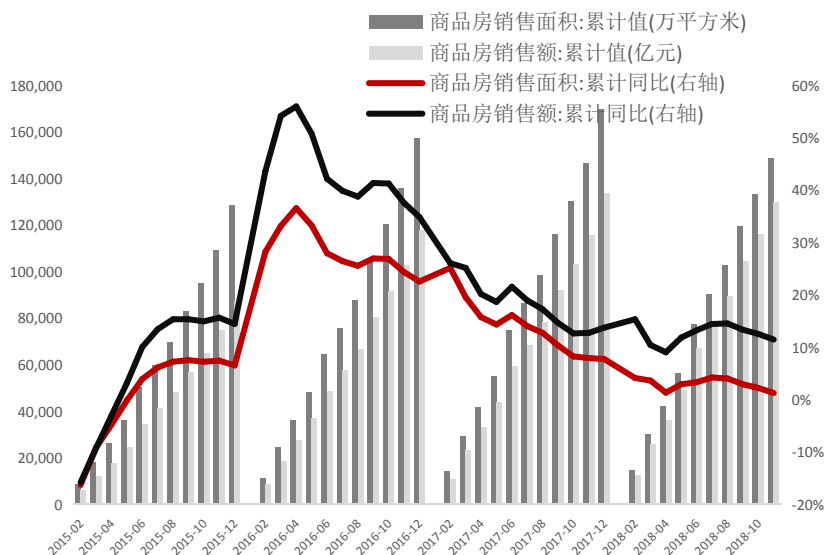


2.3 2019年房地产市场走势预判

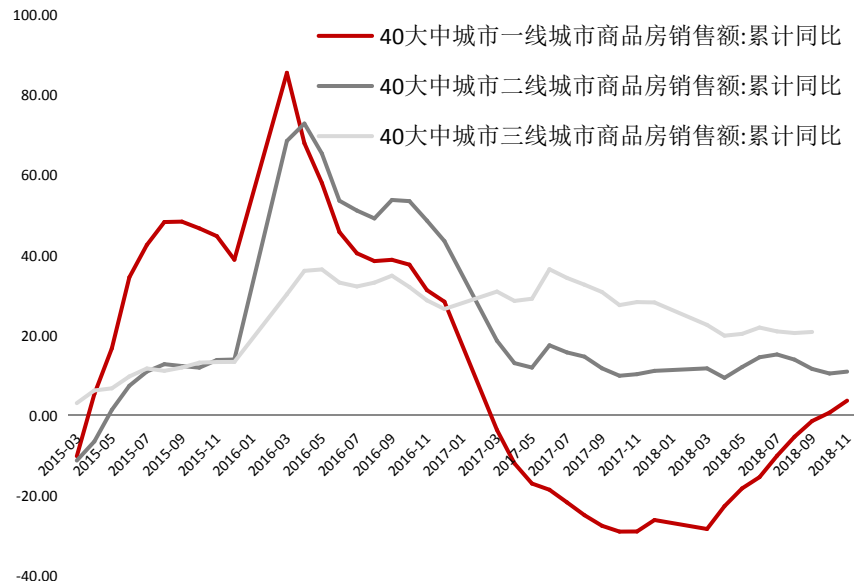
销售疲态显现，区域将分化

01

2018年调控加码，投资性需求被遏制；经济下行压力，大众买房态度趋于保守。楼市显现疲态，全国商品房销售增速下滑。展望2019年，我们认为市场销售整体增速为下滑趋势，不同等级城市将分化。一二线城市抑制需求有望释放，成交量小幅复苏，价格可能保持基本稳定；三四线城市因透支棚改红利，可能逐渐进入市场拐点。



全国商品房销售增速放缓



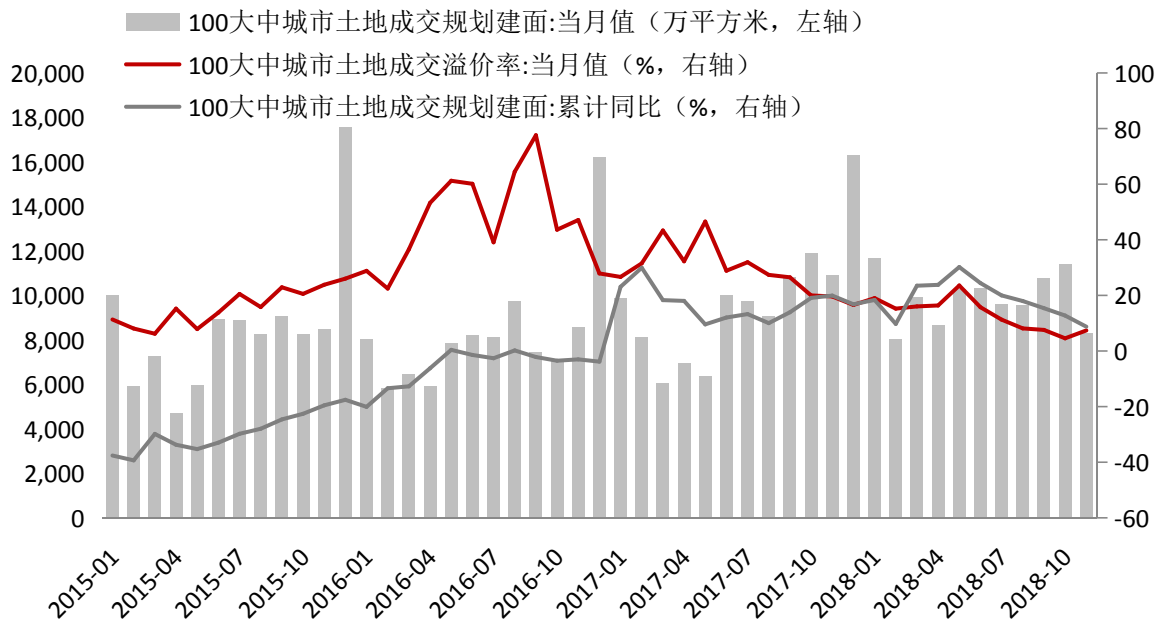
区域分化，一线复苏，三线下滑

2.3 2019年房地产市场走势预判

土地成交量高价低，明年投资规模将下滑

02

2018年房企拿地审慎，土地成交呈现量高价低局面，增长势头微弱，“流拍潮”再现。预计2019年房地产开发投资整体规模处于减速通道，呈现抢开工、快出货、审慎拿地状态，新开工和施工投资支撑投资，但土地购置可能下滑，不同等级城市的土地市场将出现分化，二线可能是房企重点投资区域，三四线的投资规模或将下滑。



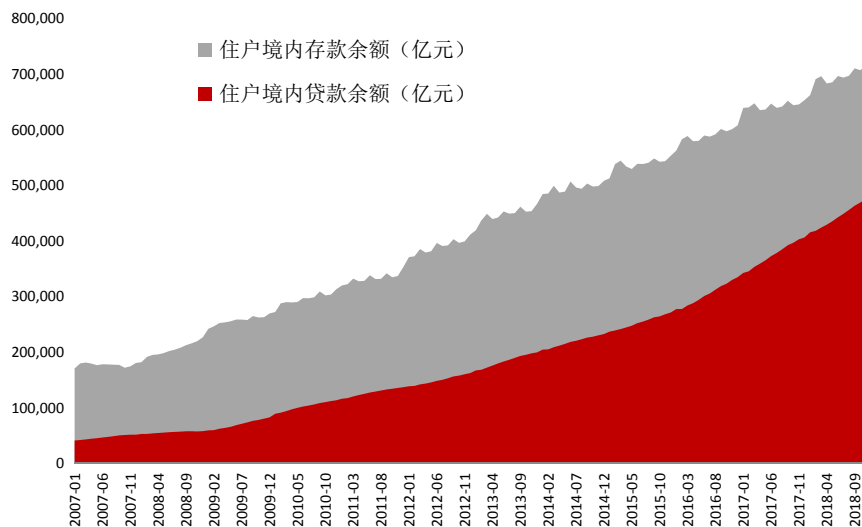
100大中城市土地成交建面和溢价率回落

2.3 2019年房地产市场走势预判

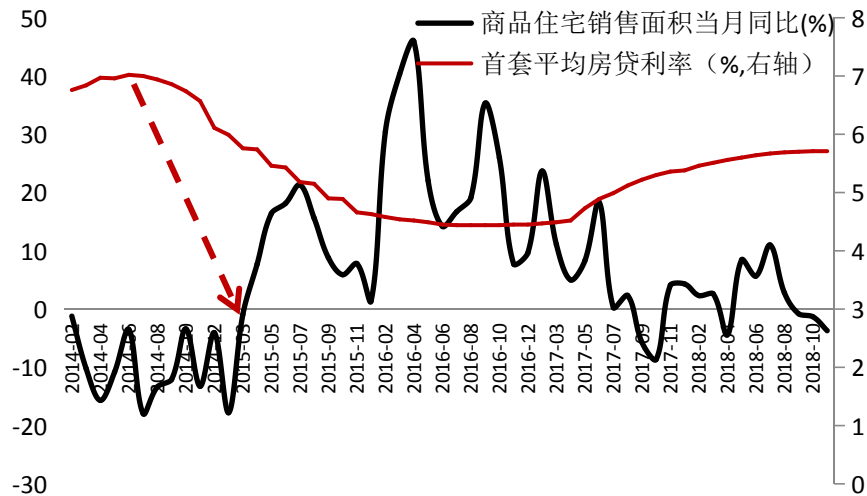
居民负债攀升，未来住房需求缓释放

03

目前居民部门负债水平较高，在经济下行压力下，居民房贷杠杆风险应谨慎对待。按揭利率可能将见顶，预计2019年房贷利率上浮空间将缩窄，但大幅下调可能性较小，居民购房负债进一步扩张的空间不大。即使房贷利率适度下调，但市场需求释放反应期会较长，明年需求爆发式增长难再现。



居民负债攀升



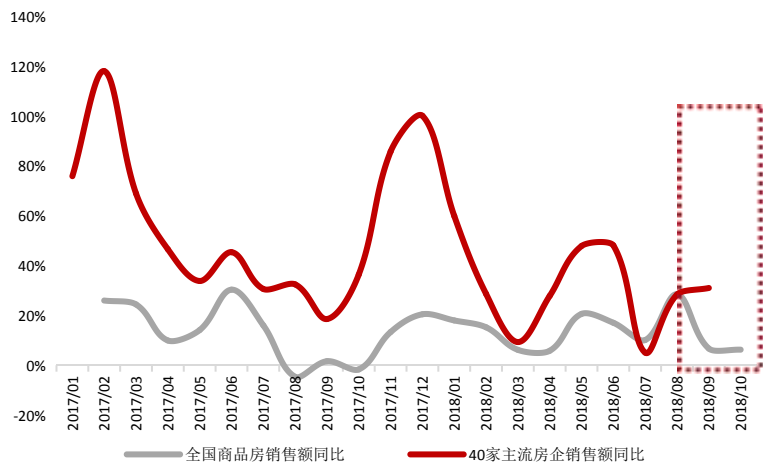
地产下行周期贷款利率刺激反应滞后

2.3 2019年房地产市场走势预判

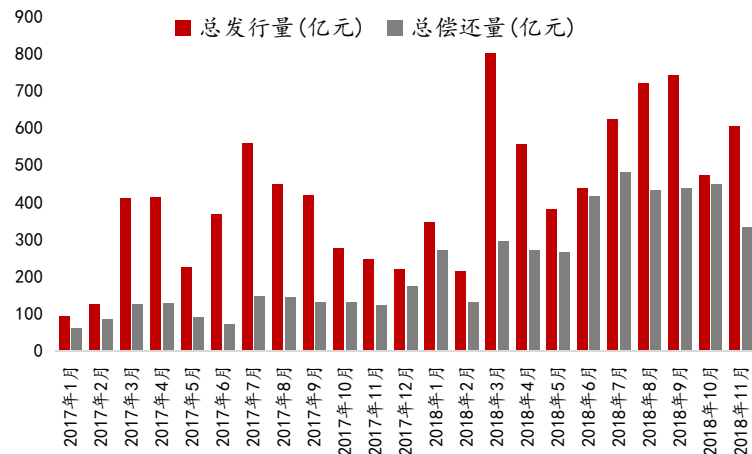
房企兼并融合，分化加剧

04

基本面下行，行业增速和利润率将受承压，对房企的营收、现金流、利润率等形成考验。预计2019年为了维护金融稳定，房企融资困境将有所缓解。但下行周期风险偏好降低，资源向龙头集聚，行业集中度将进一步提升，企业分化加剧。稳健优质且现金流充裕的企业有望持续发力，部分激进企业和资金回笼差的企业风险可能会有所暴露。2019年现金为王，部分高杠杆房企存量债务的借旧还新可能遭遇困境进而引发市场风险，后续借新还旧的资金链问题值得密切关注。



40家主流房企销售额同比增速高于全国



房企债券融资有望边际改善

2.3 2019年房地产市场走势预判

稳当头，边际改善或可期

05

2018年房地产调控长期化和常态化，731政治局会议、住建部巡视、各地三限五限等短期行政管控不放松，房地产税、租售并举等长效机制正在路上。2019年经济下行压力增大，市场调控既防房价过快上涨，也防房价过快下跌。调控进一步监管趋严的空间不大，在未来某个时间窗口会做出边际调整以维护房地产市场稳定。

预计调控边际改善空间



增加市场有效供应，缓解一二线需求缺口。过去两年一二线城市的有效住房供给较低，明年有望通过增加供给来缓解一二线城市的需求缺口。



不同类型购房者，按揭贷款利率区别化。房地产调控的主要矛盾在一二线城市，大幅降低房贷利率、放松首付和限购政策可能引起一二线房价大幅上涨，从而带来更程度的风险。因此，未来房贷利率会在上浮的基础上小幅回调，信用资质较好的首次购房家庭的按揭利率可能会有所放松。



住房价格指导，维护房价稳定。房地产市场稳定，主要矛盾在于价格的稳定。2019年房地产市场面临的风险和压力较大，政府可能通过行政管控多种渠道维护房价稳定，防止房价暴涨暴跌，维护经济系统稳定。因此，2019年房价行政化。

2.3 2019年房地产市场走势预判

投资展望：以“确定”和“安全”为重

06

2019年外部环境不确定较大，需要关注内外压力叠加影响下，社会预期反转导致楼市价格暴跌风险。另外，考虑到经济下行期金融机构的风险偏好下降，部分高杠杆房企存量债务的借旧还新可能遭遇困境进而引发市场风险，后续借新还旧的资金链问题值得密切关注。投资需要以“确定”和“安全”为重。

- ✓**估值：**处于历史底部，政策面改善有望带动估值修复，有“护城河”优势房企有望迎来股价的回升。
- ✓**择时方面：**政策边际改善之时即是房地产板块估值修复之际。
- ✓**选股方面：**我们建议关注（1）长期投资——销售规模、盈利水平长期稳定增长的优质龙头企业，高股息率筑成较高安全边际的个股。（2）短期投资——业绩和盈利集中释放带来现金确定性的短期强增长企业。

第三部分

资本市场走势研判

3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

01

全球经济正处于创新长周期的低位。发达国家的创新红利早就吃完了，靠借债继续吃的欧美首先堕入债务危机/次贷危机。

虽然“创新难以预期”，但大数据、人工智能、5G通讯等可能改变世界的产业迅猛发展，倾向于认为全球经济已经临近新的长周期的起点。

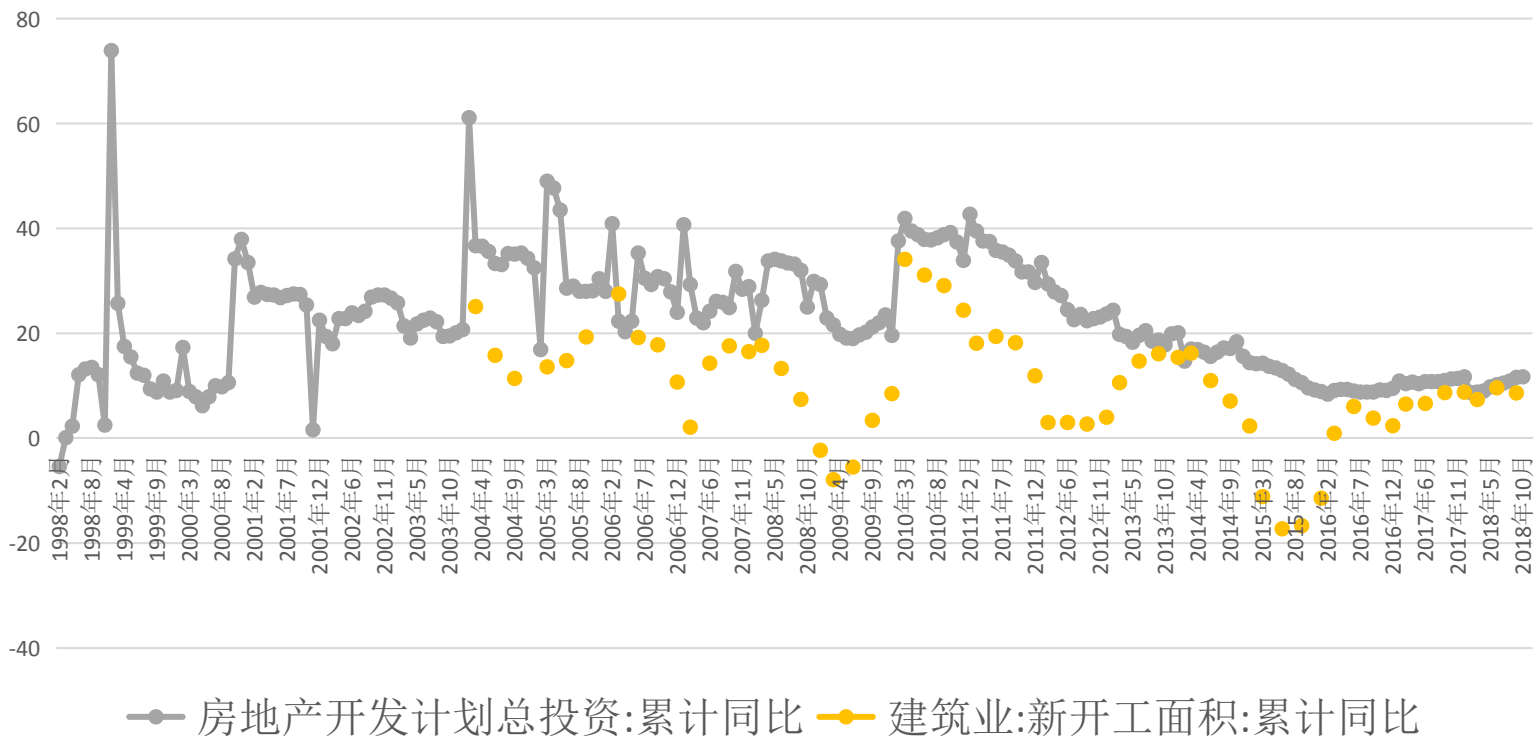
2010年6月国际债券市场存量规模 (in billions of U.S. dollars)

	All Issuers	Governments	Financial Institutions	Corporate Issuers
All countries	25,574.30	2,196.30	19,435.50	3,119.70
Developed countries	23,130.80	1,634.70	18,692.30	2,803.80
Developing countries	1,367.30	523.70	569.20	274.40
Offshore centers	253.40	37.90	174.00	41.50
United States	6,760.10	10.70	5,390.40	1,359.00

3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

02

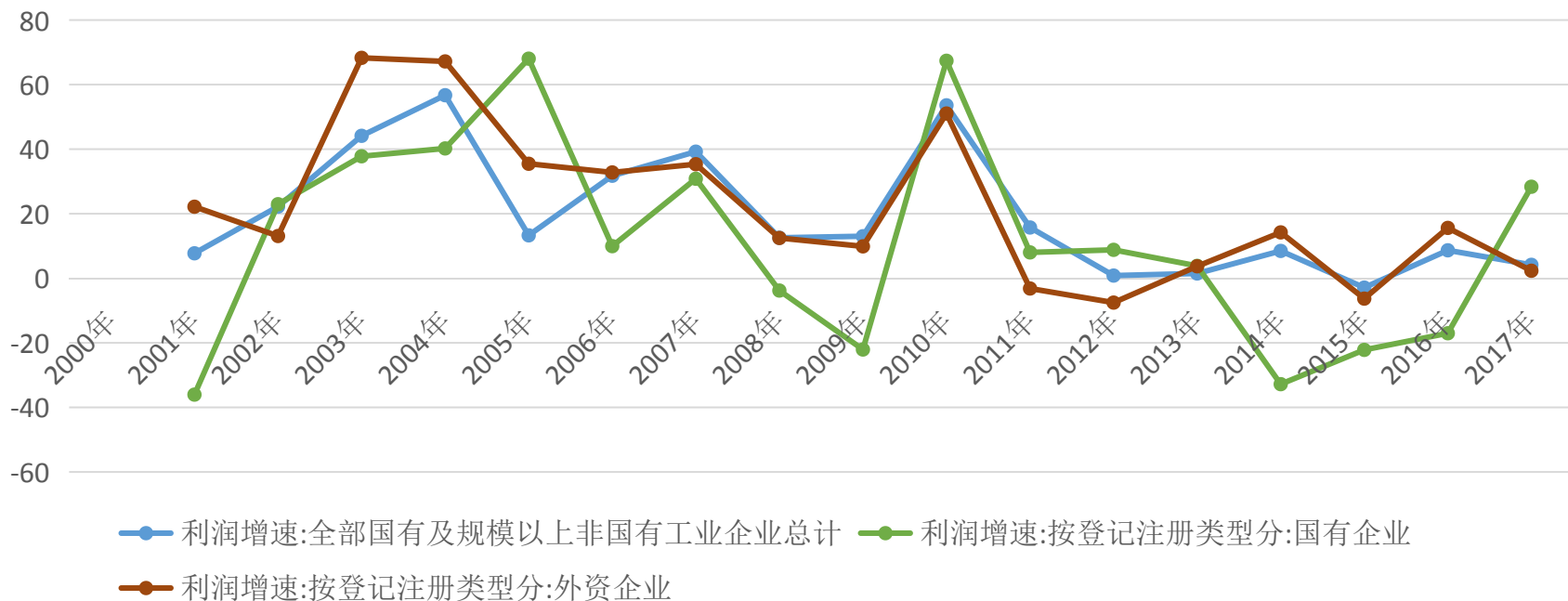
中国正处于房地产与建筑业中长周期底部。1998年住房货币化改革以来，尽管其中有所波动，但是2010年之后，我们大致是处在一个行业增速的下行通道里，短期内看不到回暖的迹象。



3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

03

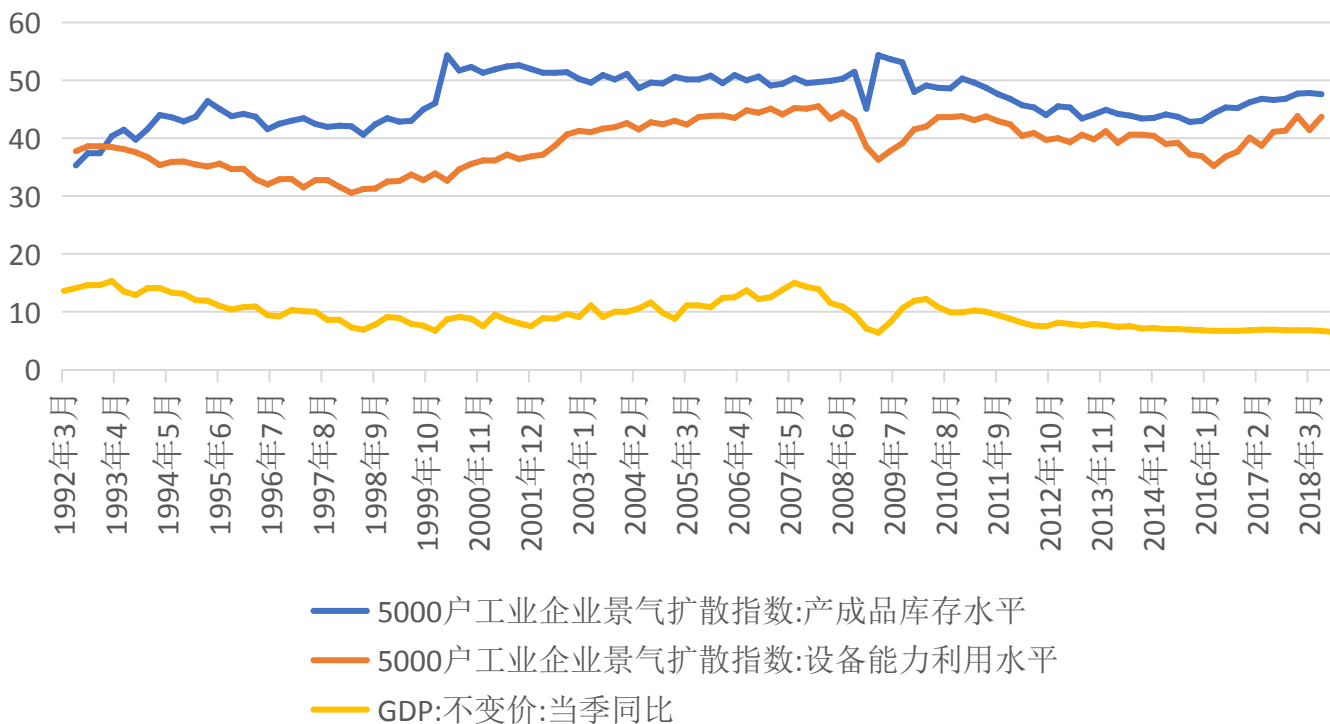
中国正处于投资中短周期下行通道。投资加速带来的上一次繁荣是2009-2010年，当时是为了追逐“四万亿”衍生的投资机会；最近一次繁荣是2016年，因为叠加了供给侧改革带来的补库存的投资机会；但是因为投资收益率不佳，两次繁荣持续的时间也越来越短，2017年底开始，我们已经处于投资周期下行的通道，并且没有短期改善的迹象。



3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

04

中国正处于库存短周期向下的“拐点”。2016年开始的“三去一补一降”的供给侧改革实际上是库存周期的一个起点，2017年到2018年上半年的经济数据之所以好看，主要拜它所赐。但对于产能过剩的行业来讲，补库存的周期是很短的，其表现就是我们看到今年下半年以来经济下行压力骤增。所以，短期上，我们处于库存周期向下的“拐点”。



3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

05

外生周期：制度红利周期的临界点，金融周期由下向上的“拐点”。

✓外生长周期是制度释放周期：依靠“摸着石头过河”的实践精神建立起的市场经济体系，我们这一代享受了40年改革开放的制度释放红利。如今大家对19大报告中提出的“全面深化改革”的目标期望很高，这一点着实决定着我国未来几十年的国运。目前看，我们已经跨过了波折，朝着正确的方向前进。

✓外生短周期是金融周期：我们认为，金融从广义上说就是杠杆。以打压“影子银行”、实施“资管新规”等为标志的“去杠杆”相当于对金融行业和资产价格进行了精准打击；对行业产生的负面预期已经在资产价格中充分反映。10月下旬以来的股市反弹实际上就是对这部分预期的边际改善的反映。

3.1 2018年资本市场为什么这么难？：基于周期视角

小结

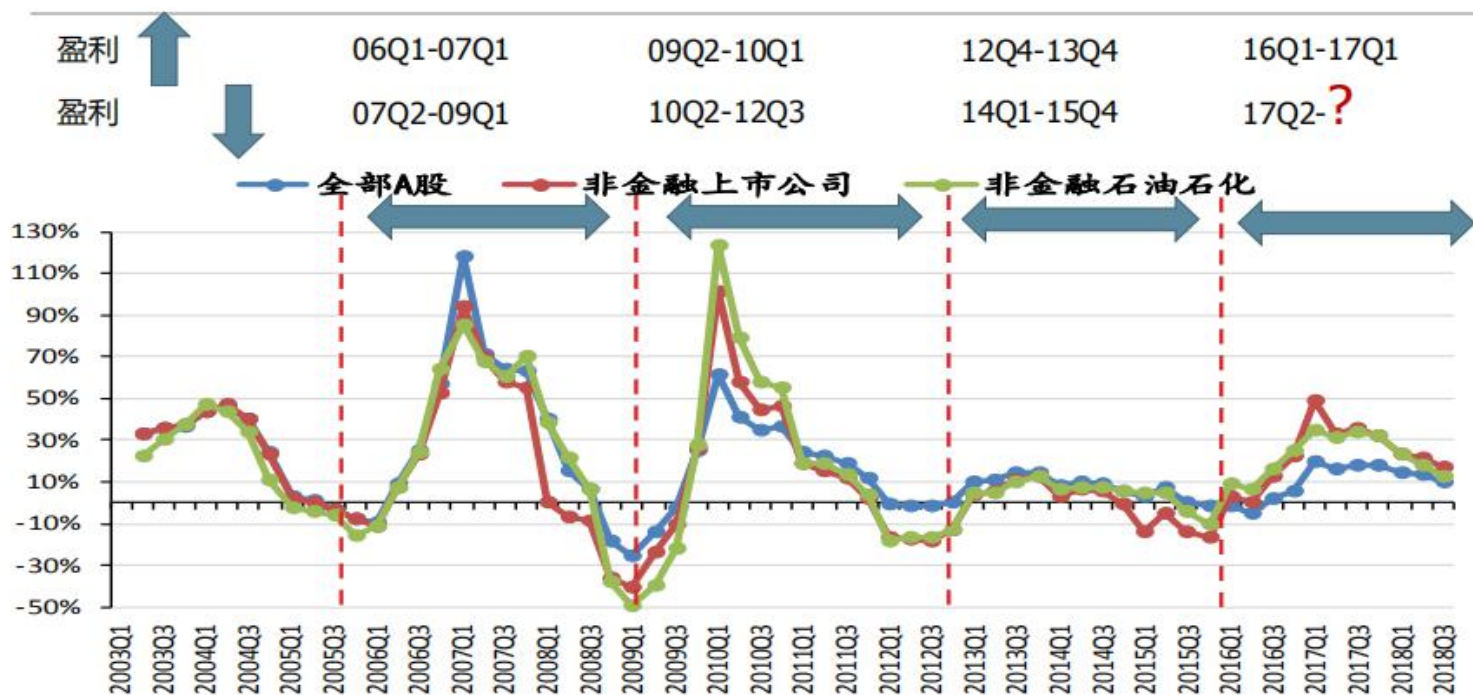
- 目前我们站在创新长周期的低位、投资中周期的下降通道、库存短周期由上向下的“拐点”，所以我们看到2018年大家都感觉很难；
- 但同时，我们又站在制度红利周期的临界点，金融周期由下向上的“拐点”；
- 所以，至少相对于2018年来讲，不应该对2019年过于悲观。

3.2 2019年资本市场走势判断：基于现金流折现模型中的因子分析

01

分子端的企业盈利判断：预计延续整体回落趋势，并且因为2018年1-2季度的基数相对较高，恐怕2019年前半年的上市公司业绩表现会差强人意；业绩若有转机，很可能要等到2019年下半年。

变数：明年如果有大规模的减税措施出台，则至少带来两个改善：短期内上市公司业绩迅速改善，长期内小政府少干预有利于市场经济资源配置功能的发挥。

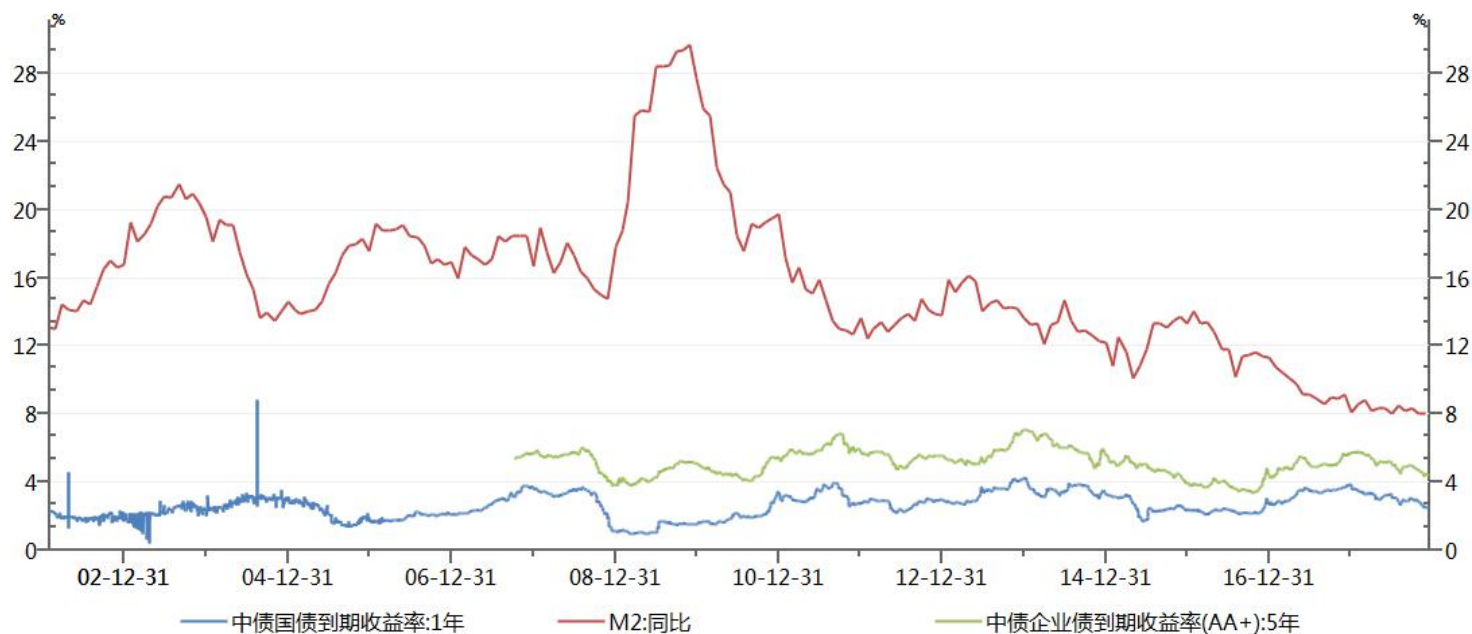


3.2 2019年资本市场走势判断：基于现金流折现模型中的因子分析

02

2018年利率走势分析：一方面，M2增速已经创了20年来的新低；另一方面，利率债和信用债的收益率都在下降。说明虽然货币政策相对稳健，但市场上并不缺少流动性，造成这种局面的原因更多是因为避险情绪降低了投资者的风险偏好。

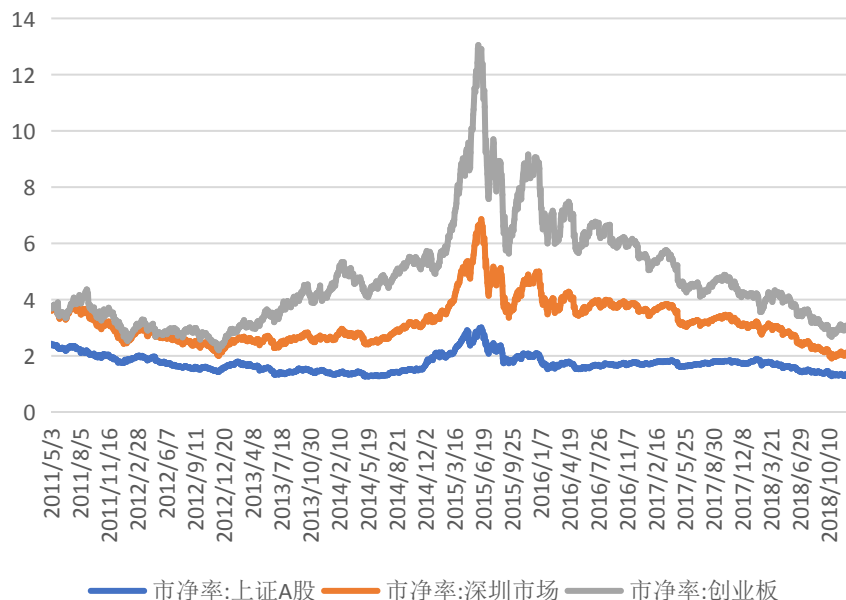
分母端的利率走势判断：央行多次表示要在明年结束紧缩的货币政策。如果如此，则融资成本还将进一步降低，从而构成对风险资产的利好。



3.2 2019年资本市场走势判断：基于现金流折现模型中的因子分析

03

投资者风险偏好判断：对于不同的投资者来讲，不同的行情需要不同的催化剂。对于机构和海外资金来讲，在A股估值跌入历史底部的区域时，配置和布局或许已经在逐步展开。但是还要考虑两个风险点：明年上半年业绩挤泡沫的过程，以及国际市场（美股）调整给港股和A股蓝筹股带来的压力。对博弈资金来讲，今年11月以来的各种政策实际上起到了释放催化剂的作用，“政策底”的意味溢于言表。



3.3 2019年资产配置策略建议

01 | 这是国内经济和公司业绩下降探底的一年，也是政策周期和金融周期预期改善的一年；股票市场的可操作性要强于2018年，可在风险控制的基础上等待和积极参与右侧交易机会。

02 | 上半年，经济周期下行和业绩下滑的趋势不变，但市场情绪有所修复，交易机会或许只存在于博弈层面，建议关注有业绩配合的新行业、新产品、新业态的操作机会；如业绩预增、5G、芯片等主题策略。

03 | 下半年，随着经济和业绩双触底，可能会迎来长期配置的机会，建议关注低风险资产、防御性行业、保本型策略；如基于价值分析的高股息、低PEG、龙头股等策略。

04 | 最后，我们战略性看好可转债、指数增强、量化对冲等主题或策略。

第四部分

宏观经济政策和风险展望

4.1 宏观经济政策的大逻辑



宏观政策调整的背景：

主要依靠国内技术进步实现经济新旧动能转换的时间线将拉长，前期维持结构失衡现状换取新旧动能转换时间的做法难度和代价都将加大。极端情形下（美元走强周期下主要发达国家集体多维度围堵中国时），转型时间窗口可能十分有限。

首先，国内的宏观经济金融政策大逻辑将不得不做出调整。

其一，未来的政策目标必须考虑直面高债务下资产泡沫破灭这一现实问题；

其二，即使排除前述的极端情况，给定相对可控的外部负向冲击，切实推进企业和金融去杠杆的进程可能也是一个极为困难的过程；

另外，即使市场已经初步意识到决策层在这一方面的共识和决心，从近期的经济金融压力初现时各界的反应来看，我们认为市场对此可能存在严重的估计不足。

4.1 宏观经济政策的大逻辑

其次，金融强监管、防范和化解重大风险的方向不会出现明显调整，但节奏和力度可能会进行适度调整。

考虑到去杠杆叠加近期的贸易冲突引致经济出现明显的下行压力，预计相关的金融监管力度不会再次加码。从当前的市场情形看，甚至不排除监管层可能会因为市场的呼声而做出妥协。

但我们坚持认为，除非外部环境出现大的外生性冲击如重大区域性经济危机或地缘政治军事冲突，否则，近期初现的外部环境格局剧变可能具有长期持续性，因而，企业高债务、资产泡沫风险的化解具有极大的时间紧迫性。

4.1 宏观经济政策的大逻辑

再次，货币和财政政策将会做出适应性的调整，受此影响，下半年基建增速将有望适度回升。

- ▶ 我们继续维持201年初的报告《相信时间的力量，拥抱确定性——2018年宏观经济与资本市场展望》中的观点，预计货币政策方面会继续多次降准，以放宽表内信贷和配债资金的空间，一方面为基建支出提供空间，另外，也为强监管下的资金回表提供承接资金。
- ▶ 我们预计前期的“非标+PPP+财政支出”的组合会转向“表内信贷+地方债+财政支出”组合的方式。上半年财政支出的增速放缓，下半年额度相对宽裕，预计下半年的财政支出会适度扩大。
- ▶ 我们倾向于认为，对居民和企业进行实质性、普遍性的减税，而不是增加基建支出，是更可持续的稳增长方式。

4.2 近期的几个观察

01

国际环境维度冲击有望暂时略有缓和，但可能难见明显好转。近期政府的态度较为克制。12月前后双方可能会达成部分妥协，但离彻底化解双方矛盾则尚早。大国博弈的格局已经形成，美国处心积虑布局，不会短期内就善罢甘休。

02

政策维度已在底部，但离反转尚远。前期市场普遍焦虑，随着决策层的密集表态，各界应该可以感知政府无意大规模收编民企，同时资本市场积极措施在增加。但各界尚未感知到政府对民企和市场更大力度的长期性支持信号，因而仍然表现出信心不足。后续减税减负松绑、对国企等的约束和改革措施需要推出，政策方能从底部反转。

4.2 近期的几个观察

03

企业维度的调整仍将继续。实体经济洗牌重整将继续进行。前期被误伤、但有基本面支撑的民间企业有望部分得到缓解，但前期风格激进、无效投资过多、缺乏核心业务支撑的民间企业将会被淘汰清理，政府不会托底。

04

资本市场维度略有改善但反转乏力。金融周期下半场，造概念讲故事的逻辑被证伪，可触摸的扎实基本面才是未来股价的基本支撑。结构性改革政策信号反弹的强度构成股市阶段性反弹的基础，而实质性结构性改革政策的力度和可持续性，才会构成资本市场从反弹转向可持续反转的根本支撑。

4.3 宏观经济政策的热点争论



近期主要宏观经济政策的几个热点争论：

货币or财政：货币已宽松但效果不佳，财政鞋声已响，但迟迟未见人下楼；

宽货币到宽信用困境：经济下行期银行风险偏好下移，企业投资机会匮乏，投资需求较弱；

是否有必要放开财政赤字？应着重考虑：第一，如果不放开能容忍多大的下行压力；第二，如果放开，如何守住不失控的方案。

是否还需要国企市场化改革？不能再停留在要不要的问题，更应研究未来市场化改革后，如何防止市场利益集团过度游说并俘获政府乃至影响政治制度架构。

4.4 未来的几个挑战

01

外部四种耐力赛情形分析：美欧or南美洲or东南亚or香港/大陆？
可能的触发因素：中美角力、美元加息、美股大跌、地缘政治事件等。

02

“压箱底”政策选项的风险：一旦房地产调控措施大幅放松，市场都涨不起来，如何确保不发生崩盘？


03

回不去的过去：外部压力持续存在且可能加大时，维持“大财政+大国有金融+大国企”格局，进行增量、渐进改革的做法已不太可能。
需要重大改革来确保一旦外部压力加大时，中国经济有持续抗压能力。

04

不确定的未来：政府如何权衡短期和长期？
究竟会将居民的存量财富和未来可能相对下滑的增量财富腾挪转移至解决前期产生的存量问题，还是选择严控并逐步化解存量债务规模，不过度侵蚀居民部门的财富，据此为相关新兴高端产业的培育提供需求空间？

4.5 不确定的2019：两种情形

 情形1：对民企仅限于暂时纾困，相关重大改革政策持续缺位。

- 企业家和市场投资者可能会逐渐看穿当前各种利好政策的局限性，选择不相信政策的长期效果。他们可能会在暂时性的政策支持下逐渐解套，然后理性地选择退出甚至外逃；
- 一旦这种情形出现，未来中国经济仍然存在持续下滑的压力，股市也仍有下跌风险（比如私募抛售离场的风险，其存量规模近2.4万亿元）。

4.5 不确定的2019：两种情形

情形2：重大改革落地，减税+国企改革。

- ▶ 大规模减税降费降低企业成本、提高市场化企业的留存利润，缓解资金链紧张。这种支持方式是结果导向的，对有基本面支撑的企业的支持更有效，对企业经营激励的扭曲最小，既有利于实现市场化的优胜劣汰（经营持续困难、亏损严重的企业享受不到太多利好），也可以缓解政府干预时“撒胡椒面”效果不佳的问题。
- ▶ 改革国企以释放出足够多的被低效利用的资源要素，让非国企通过更有效利用这些资源要素来获得可观的投资回报率，提升自身造血能力。
- ▶ **企业盈利改善**：一方面提振市场对经济和股市信心；另一方面也有助于渐进可控地降低股权质押等风险。唯有如此，才能让当前股市从“政策推动的阶段性反弹”向“改革推动的可持续反转”的行情路径演变。

第五部分

简要小结

简要小结-1

01

外部国际环境大变局下，尽量不触及内部扭曲状态、以资源要素低成本高投入来推动高增长的发展机制遭遇前所未有的挑战。外部持续压力之下，内部扭曲的风险逐渐暴露。

02

中国经济的前景处于一个十字路口阶段：一方面，经济体量、市场规模、工业体系和产业链相对完整，可以确保中国经济短期内具有较好的抗压能力；另一方面，中美贸易关系持续紧张，美联储加息持续，美元指数走强、地缘政治因素等的综合影响之下，部分国家或地区已经呈现出明显的承压情况，国际经济有可能表现为四种耐力比拼赛的情形。

03

内外环境格局剧变之后，在核心产业和关键技术领域，吸收引进外部技术推动国内技术进步的方式可能会被极大抑制，这意味着完成新旧动能转换的时间线将被迫拉长，继续维持前期结构失衡，以及“大财政+大国有金融+大国企”格局的潜在代价将大幅增加。未来鼓励资金流向高端创新企业部门以推动中国整体的内生性技术进步极为重要。

04

内部的结构问题：第一，政府维稳之下房地产市场“投资回报/风险”性价比极高、国企整体具有更多优质抵押品的优势、城投平台仍然具有一定程度的隐性担保特征；第二，前期过度宽松的金融环境，各个部门过度负债问题都很严重；第三，房地产泡沫与高债务是最大隐患。

简要小结-2

05

内在机制问题：国有金融机构主导间接融资的金融结构之下，资金更乐意向房地产行业、国企部门和地方政府关联平台聚集，尤其是房地产市场，更容易成为资金的黑洞。同时，外部大变局下，“大财政+大国有金融+大国企”过度占用国内资源要素，并过度汲取非国企利润，极大地挤压非国企转向国内需求生产的生存空间。

06

改革转型方向：管控化解内部累积风险，推进市场化改革，完成增长机制的转换，推动中国经济成功跨越中等收入陷阱、跻身高收入国家行列。

07

四项主要的结构性改革建议：持续调控房地产、去杠杆、转变财政支出结构并减税、改革国企。

08

状态依赖型的未来：没有外生的正向冲击情形下，中国经济的前景取决于重大改革的进展。

09

悲观情绪将导致A股市场承压，各个板块估值可能都有不同程度的价格回调，部分板块可能存在超调的情形。对于配置型的投资者而言，超跌可能会逐渐跌出投资的机会

10

选择具有确定业绩基础、估值合理、现金流状况较好投资标的。

简要小结-4

11 | 科创板对中小创板块提出挑战，需在退市制度等方面大力改进，促进市场竞争带来的优胜劣汰效率；建立退市机制后，放松上市门槛才有效。

12 | 坚持监管逻辑的一贯性，让市场有稳定预期。

13 | 对市场机构的奖惩需要考虑道德风险问题，如股权质押规模加分等做法的合理性，奖励“大而不能倒”的机制未来会引发更严重的问题。

感谢您的聆听！
请各位批评指正！

邮箱：lizhan@zsq.com