

这一年来我们的四大预测

宏观专题报告

2020年04月08日

报告摘要：

好的研究应该是偏重于前瞻性指引，独到、深刻地预判市场的走势。

- 我们较早预测出**2020年美国将迎来金融危机**（详见《**债务之忧：从美国失业率拐点到下一次危机来临**》-20190812）

我们在去年8月份就已经预测到了2020年美国金融危机。通过研究美国就业市场泡沫和企业债务周期，我们坚定判断2020年美国会迎来经济衰退，并爆发金融危机。当时在美联储降息背景下，市场很多机构认为美国经济将会企稳，我们虽然成为少数派，但最终的结果证明了我们当时的判断。

- 几乎看对了**2019年下半年所有大类资产的行情**（详见《**解码经济半年报和资产配置策略**》-20190723）

黄金方面，去年年中时我们就预测了黄金的慢牛行情，当时黄金价格仅处于1300美元上方，市场观望情绪很重。我们坚定指出：在2020年美国即将陷入衰退的背景下，黄金作为避险资产会走出慢牛行情。利率债方面，去年年中十年国债利率在3.2%的位置来回波动，在多空博弈激烈的背景下，市场很多机构认为下半年中国经济会企稳，国债收益率会回升。我们坚定指出中国经济下行压力依然很大，下半年货币政策应该会小幅宽松，利率债仍有机会。股市方面，我们预测股市的机会将在去年四季度而非三季度出现，事实证明了我们预测。

- 我们成功的预测了**今年一季度起房地产投资的快速下滑**（详见《**2020年中国经济需要守住三条底线**》-20191223）

在2019年土地购置低迷、房地产开发商广义库存不断上升的背景下，我们认为房地产开发商“抢施工、抢销售”的背景难以为继，2020年一季度房地产投资将快速下行。实际来看，在剔除疫情影响的背景下，今年一季度房地产投资增速也出现了明显下行，符合我们之前判断。

- 我们提前判断出**2020年汽车销量仍旧低迷**（详见《**未来两年汽车销量仍可能继续低迷**》-20191228）

我们认为，影响汽车销量最主要的两个因素，一个是收入，一个是老龄化。在当前中国年轻人口占比持续下降的背景下，近几年汽车销量会继续低迷。现实来看，今年以来汽车销量暴跌，符合我们之前预测。

- **投资建议：继续看好黄金和利率债**

在全球经济金融危机继续发酵的背景下，继续看好作为避险商品的黄金。另一方面，美联储宽松政策预计会带动国内货币政策适度宽松，预计未来利率债仍有较好行情。

- **风险提示：**

海外疫情扩散超预期、欧美经济衰退超预期、政策宽松不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

1.较早预测出 2020 年美国将迎来金融危机

我们在去年 8 月份就已经预测到了 2020 年美国金融危机。通过研究美国就业市场泡沫和企业债务周期，我们坚定判断 2020 年美国会迎来经济衰退，并爆发金融危机。当时在美联储降息背景下，市场很多机构认为美国经济将会企稳，我们虽然成为少数派，但最终的结果证明了我们当时的判断。

图 1：预言美国 2020 年将迎来金融危机

4. 未来展望：警惕2020年美国衰退风险

经济增速放缓将促使债务危机爆发，两者相互作用可能引起美国衰退。虽然当前美国经济基本面没有出现明显恶化，但是经济增速放缓和债务压力上行，最终会使企业债务泡沫破裂，导致经济进入萎缩乃至衰退的地步。已有所警觉的美联储通过降息来降低发债成本，可以维持处于颠覆边缘的“僵尸企业”继续生存。根据这一轮债务周期的发债状况来看，我们乐观估计美国非金融企业债务备付率将在2020年三季度达到峰值。值得注意的是，如果中美贸易争端继续升级，叠加美联储降息空间有限，一连串的连锁反应将迫使美联储开启新一轮量化宽松。另外，美联储和财政部都无法干预股市或购买股票，一旦美股出现崩溃，加上评级公司的潜在评级下调，美国企业去杠杆周期恐将更快到来，最后的衰退难以避免。

资料来源：《债务之忧：从美国失业率拐点到下一次危机来临》-20190812 民生证券研究院

链接：https://mp.weixin.qq.com/s/16dhWb4FcD_bbDqVzrhIXQ

我们在去年 9 月指出，美国爆发金融危机会拖累全球市场。通过研究海外各经济体债务问题，我们指出：美国、欧洲和新兴经济体各存在不同的问题。美国是企业债务扩张过快、高风险债务发行过多；欧洲则是银行业背负过多政府债务较重，在负利率背景下银行资产负债表恶化；、新兴经济体则是由于经济脆弱，受外围影响较大，对汇率波动较为敏感。因此，美国爆发金融危机会拖累全球市场。

图 2：预言美国爆发金融危机会拖累全球市场

全球关联紧密下，发达国家爆发危机的破坏性更大，尤其是美国。目前，欧洲主权债务和美国企业债务都有隐忧，表面上看欧洲处境更为不利，从欧央行比美联储更为鸽派的态度就可以看出来。欧美双方的货币当局一直密切关注局势发展，并开始采取宽松措施，希望借此实现经济软着陆。欧洲方面，在欧元一体化的背景下，意大利政局瞬息万变（这个国家一直存在主权债务隐患），英国脱欧扑朔迷离，这两大催化剂稍有不慎就可能将整个欧元区拖入“深渊”：评级下调，货币贬值，风险上升导致利差走扩，持有大量政府债务的银行业难以喘息（政府债券贬值导致银行资产下调，杠杆率上升）。对比欧洲，美国企业债务引爆更具伤害性：大量企业倒闭、失业潮爆发、美股暴跌等现象使得美国经济陷入混乱，最重要的是几乎任何一个国家都涉足美国的商品市场和金融市场，美国金融公司覆盖全球市场，这又可能是一出“美国遭殃，全球买单”的剧情重演。

资料来源：《全球债务观察：风险特征、关联与传导》-20190919 民生证券研究院

链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/KvRizG1A-eZkkTuvYF5WQw>

2. 几乎看对了 2019 年下半年所有大类资产的行情

我们在去年年中的时候，成功预测了下半年股市、债市和黄金的走势。黄金方面，去年年中的时候我们就预测了黄金的慢牛行情，当时黄金价格仅处于 1300 美元上方，市场观望情绪很重。我们坚定指出：在 2020 年美国即将陷入衰退的背景下，黄金作为避险资产会走出慢牛行情。如今黄金价格已上涨至 1600 美元上方，印证了我们判断。利率债方面，去年年中十年国债利率在 3.2% 的位置来回波动，在多空博弈激烈的背景下，市场很多机构认为下半年中国经济会企稳，国债收益率会回升。我们坚定指出中国经济下行压力依然很大，下半年货币政策应该会小幅宽松，利率债仍有机会。股市方面，我们预测股市的机会将在去年四季度而非三季度出现，事实证明，去年股市的机会出现在 12 月初，A 股从 2800 点左右大幅上涨至 3100 点左右。

图 3：预言股市、债市和黄金的走势

第一财经记者：再跟我们聊聊下半年怎么进行国内包括海外的一个资产配置和优化。

解运亮：这个问题我们总结了一句话，就是三大类资产配置，我们的策略是三手。这三手就是黄金是抓手，利率债是牵手，股市是垂手。首先来看抓手黄金。因为黄金它实际上是美元信用的这样一个对标。因为现在美国经济在放缓，美联储进入这样一个宽松周期，所以作为美元信用的这样一个对冲工具，黄金会有一个中期的行情。所以抓手是黄金。另一块就是牵手利率债。因为现在整个经济继续面临下行压力，货币政策边际上是有继续小幅宽松的空间，所以利率债是有机遇的，是有小机会而没有大机会，所以我们是牵手这个小机会。最后是股市是垂手。这个是因为我们觉得股市的机会可能在四季度出现，原因是在于是中国经济在四季度可能会出现一些好的变化。一是库存周期四季度可能会见底。第二就是新一轮政策的窗口期也会在四季度出现。所以股市的机会可能是在四季度，三季度是最好是无为胜有为，那么就是垂手这样一种情况。所以要像您说的是机会可能出现在年底，出现在四季度的那些业绩比较好的，现在估值比较低的，性价比比较好的蓝筹股，是一个比较大的机会。

资料来源：《解码经济半年报和资产配置策略》-20190723 民生证券研究院

链接：https://mp.weixin.qq.com/s/m0k_XSlrtXX42ZwmBLkc0w

3. 较早提出 2020 年一季度起房地产投资会快速下滑

我们在去年 12 月的时候预测今年一季度起房地产投资将快速下滑。2019 年房地产投资有两大独特现象，一个是商品房建筑工程明显好于安装工程，另一个是期房销售明显好于现房销售。我们认为，建筑工程好于安装工程与开发商抢施工有关，期房销售好于现房销售与开发商抢销售以加速现金回笼有关。二者联动来看，体现了开发商赶施工以抢预售证的目的，从抢施工到抢销售，反映出开发商的“高周转”模式。但在 2019 年土地购置低迷、房地产开发商广义库存不断上升的背景下，这种“抢施工、抢销售”的背景难以为继，2020 年一季度房地产投资将快速下行。实际来看，在剔除疫情影响的背景下，今年一季度房地产投资增速也出现了明显下行，符合我们之前判断。

图 4：预言 2020 年一季度起房地产投资将快速下滑

2020 年一季度起房地产投资面临快速下滑压力

“高周转”模式能一直持续下去吗？目前市场上对于 2020 年房地产投资的走势存在较大分歧。一派观点认为，在“高周转”模式之下，施工和销售都具有较强韧性，据此揣测 2020 年房地产投资也能继续保持较强韧性。一派观点以我们为代表，认为直接假设“高周转”模式持续下去并不合理，预计 2020 年一季度起“高周转”模式就将难以为继，房地产投资也将面临快速下滑压力。我们的论证逻辑可从数据本身和开发商战略两个层面展开。

数据本身层面：增长空间有限&高基数，施工面积增速面临回落压力。2019 年房屋施工面积总体保持高增长，背后原因在于 2018 年是开发商土地购置大年。全年开发商累计购地 2.91 亿平方米，系过去四年来最高，为 2018-2019 年新开工和 2019 年施工奠定了良好基础。而 2019 年是土地购置小年，1-11 月累计购地 2.17 亿平方米，系过去三年来最低，这意味着 2020 年施工面积增长空间有限（图 8）。此外，2019 年（尤其是一季度）

资料来源：《2020 年中国经济需要守住三条底线》-20191223 民生证券研究院

链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/PRK11cMGRznNuumLXjM1Nw>

4. 提前判断出 2020 年汽车销量仍旧低迷

人口老龄化会导致 2020 年汽车销量继续低迷。我们认为，影响汽车销量最主要的两个因素，一个是收入，一个是老龄化。在当前中国年轻人口占比持续下降的背景下，近几年汽车销量会继续低迷。另一方面，汽车销售呈现很明显的结构分化现象，三四线和县乡地区的低端车卖不动，一二线城市由于限购政策又无法释放购买力。现实来看，今年以来汽车销量暴跌，虽然政策上延长了新能源车购置税优惠，但对于传统燃油车来说，其销量预计继续低迷。

图 5：预言 2020 年汽车销量仍旧低迷

三、汽车销量未来展望

（一）短期内，汽车销量或继续疲软

人口结构和政策原因或导致明后年汽车销量继续疲软。从人口结构来看，未来几年我国 18-35 岁人口总量呈不断下降的趋势，汽车首次购买的刚性需求持续下降，对汽车销量可能形成拖累。从政策来看，汽车购置税减免政策短期没有推行的迹象，2019 年新能源车优惠政策刚取消，预计 2020 年汽车很难享受政策红利。从区域看，在防风险基调下 2020 年可能继续维持棚改货币化收紧的态势，三四线城市汽车销量难有反弹空间。农村由于年轻人口下降速度快于城市，汽车消费尤其是首次购车消费可能继续低迷。因此，总体看，2020 年汽车销量可能继续疲软。

资料来源：《未来两年汽车销量仍可能继续低迷》-20191228 民生证券研究院

链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/wzbtBdESLHzTaYN1Hy29-Q>

风险提示

海外疫情扩散超预期、欧美经济衰退超预期、政策宽松不及预期等。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6008

