中国银河证券|CGS

革故鼎新 信毅致远

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

——2020年宏观经济形势与资本市场展望

中国银河证券研究院　首席经济学家 刘锋

宏观研究员 张宸（S0130517120001） 许冬石（S0130515030003）

周世一（S0130511070004） 余逸霖

中国银河证券在站博士后 王恺

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

内容概览

1. 宏观经济形势分析与展望

（1）全球宏观经济形势分析

（2）中国宏观经济形势分析

（3）建设高质量开放型现代金融市场：

重塑中国经济增长与金融发展的关键

（4）区域经济政策革新（粤港澳大湾区为例）

2. 大类资产配置观点

核心要点：经济平稳运行与资本市场的趋势性机会有赖于稳增长促改革并举且坚毅为之

宏观经济

预计中国2019年经济增速6.2%，2020年放缓至 6.0%。

国际经济

全球经济总体放缓，新兴经济体在逆周期政策与贸易条件改善带动下表现预计好于发达经济体，美元指数预计在92—97区间波动。

通胀

2020年全年CPI同比增长预计2.6%，PPI同比增长预计0.1%。 国内需求弱势抑制实际通胀上行。

消费

消费总体弱势，关注居民可支配收入增长缓慢与居民部门债务迅速增长的挤出效应。

国内资产配置核心观点

2020年首先看好中国经济和权益市场的边际修复，建议主要关注龙头蓝筹股、具有真实收益的科技股，以及新一轮区域经济一体化革新政策的受益股。

国际资产配置核心观点

从全球资产角度看，警惕美股与美债市场的波动性。美元、日元等作为避险资产的价值依然显现，美元指数有望在92-97的范围内波动。由于全球风险其实相对2019年边际收敛，黄金表现预计不及2019年，美国大选年其政策应以强调稳定为主，但欧日等主要经济体增长形势不佳，总体看全球资产配置仍应以避险为主。

深化改革是关键

通过完善法制和信用制度基础，积极深化金融供给侧改革，建构现代化多层次资本市场，促进资源高效配置，就能激发经济长期可持续发展的潜力。

1 宏观经济形势分析与展望

China galaxy securities

全球经济放缓特征更加明显 2020年新兴经济体增长前景预计将有所改善

全球经济放缓特征更加明显 2020年新兴经济体将有所改善

目前，全球经济趋缓的特征各更加明显，预计2019年全球经济增长幅度为3%，为全球金融危机以来的最低增速。贸易壁垒增加，地缘政治紧张局势加剧，进一步削弱了经济增长。

2020年全球和不同经济体的经济增速都会出现一定程度的复苏，主要受政策逆周期调节和贸易冲突缓和正面影响，但主要改善预计集中在新兴与发展中经济体，尤其是亚洲新兴与发展中经济体，发达经济体仍将延续2017年以来的增速放缓趋势。具体而言，全球GDP同比增速预计将从2019年的3.01%增加到2020年的3.41%，其中，新兴与发展中国家从3.92%增加到4.55%，亚洲新兴与发展中国家从5.92%增加到5.97%。

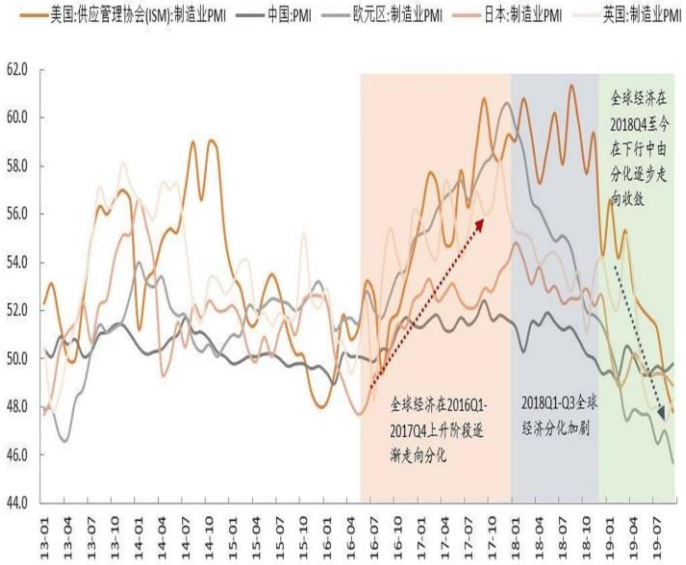
制造业疲软与贸易条件恶化是增长低迷的重要原因

制造业活动和全球贸易急剧恶化是造成全球经济增长疲软的重要原因，关税的提高和持续的贸易政策不确定性损害了投资和对资本品的需求。2019年上半年的贸易量增长速度下降到1%，是2012年以来的最低水平。与制造业活动形成差异的是服务业几乎在全球范围内都维持了良好的表现。因此，发达经济体的劳动力市场依然活跃，工资增长和消费支出依然保持健康态势。然而，美国和欧元区的服务业初步出现了一些趋弱迹象。

货币政策宽松仍对支撑经济增长起到重要作用
但发达经济体央行的政策空间正在日益收缩

由于当前全球经济体所面临的经济增长放缓伴随着通胀低迷，需求总体弱势，经济动能趋缓，以美联储和欧央行为代表的主要中央银行均适当幅度放松了货币政策，以缓解经济增长面临的下行风险，并防止通胀预期“脱锚”。如果不采取这种货币刺激，2019年和2020年的全球增长率都将进一步下降0.5%。但各发达经济体央行的政策空间正在日益收缩，财政刺激将是未来各发达经济体宏观调节的重点。

全球经济：2019年需求弱化，各主要经济体经济增速放缓趋势更加同步，贸易条件紧缩，主要经济体政策的不确定性对经济活动预期造成了剧烈扰动且尚未终结。2020年全球和不同经济体的经济增速都会出现一定程度的复苏，主要受政策逆周期调节和贸易冲突缓和正面影响，但主要改善预计集中在新兴与发展中经济体，尤其是亚洲新兴与发展中经济体，发达经济体仍将延续2017年以来的增速放缓趋势。



资料：IMF，中国银河证券研究院

	预测		
	2018	2019	2020
世界产出	**3.6**	**3.0**	**3.4**
发达经济体	**2.3**	**1.7**	**1.7**
美国	2.9	2.4	2.1
欧元区	1.9	1.2	1.4
德国	1.5	0.5	1.2
法国	1.7	1.2	1.3
意大利	0.9	0.0	0.5
西班牙	2.6	2.2	1.8
日本	0.8	0.9	0.5
英国	1.4	1.2	1.4
加拿大	1.9	1.5	1.8
其他发达经济体	2.6	1.6	2.0
新兴市场和发展中经济体	**4.5**	**3.9**	**4.6**
亚洲新兴市场和发展中经济体	6.4	5.9	6.0
中国	6.6	6.1	5.8
印度	6.8	6.1	7.0
东盟五国	5.2	4.8	4.9
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.1	1.8	2.5
俄罗斯	2.3	1.1	1.9
拉丁美洲和加勒比	1.0	0.2	1.8
巴西	1.1	0.9	2.0
墨西哥	2.0	0.4	1.3
中东和中亚	1.9	0.9	2.9
沙特阿拉伯	2.4	0.2	2.2
撒哈拉以南非洲	3.2	3.2	3.6
尼日利亚	1.9	2.3	2.5
南非	0.8	0.7	1.1
低收入发展中国家	5.0	5.0	5.1

美国：经济增长向潜在增速水平持续温和回归 联储政策态度将更加凸显观望特征

经济总体仍然稳健 经济增长向潜在增速水平持续温和回归

美国经济历经二战后最长时间持续复苏之后，目前已临近周期尾声，但总体来看，美国经济状况依然良好。目前的经济扩张已经持续连续11年，成为有史以来最长的扩张周期，经济继续以温和的步伐向前发展。过往一年的实际国内生产总值(GDP)增长率为2%，最近一个季度的增长率也仍然维持2.1%，仍高于潜在增速水平运行。在目前时间点前瞻来看，美联储预计后续将按兵不动，转入政策观望期，以观察宽松政策对于经济的影响，同时积极运用资产负债表工具，调节合意准备金水平，保证金融体系流动性供给。预计2019年美国经济增速可能为2.3%，2020年可能回落至1.8%-2.0%，上半年增长强于下半年。由于其他主要发达经济体增长亦持续不振，美元指数下行空间应不大，波动区间或为92-97。

充分就业

居民部门（家庭）消费的持续强劲支撑了就业市场的繁荣，而繁荣的劳动力市场又反过来支撑了经济增长。失业率接近五十年来的最低水平，实际工资正在上涨，此前离开劳动大军的职工正在重返工作岗位。没有确切证据显示成本推动的压力正在对物价通胀施加过度的上行压力，失业率总体仍低于自然失业率水平。

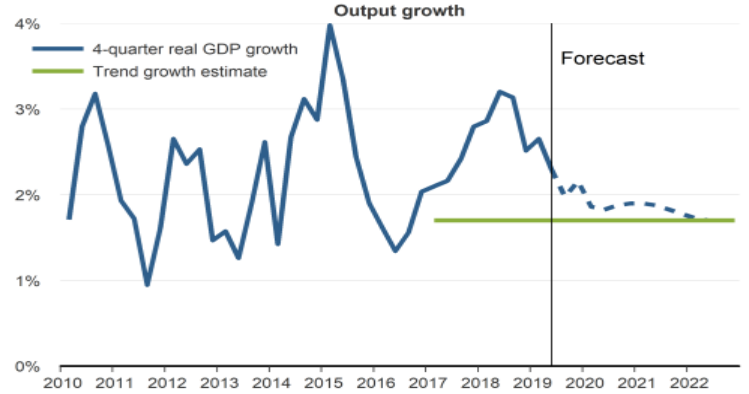
通胀温和

截至2019年三季度的过去一年中，核心个人消费支出(PCE)通胀率为1.7%，仍然持续温和，整体通胀率目前为1.3%，全年通胀水平预计略低于 2%的目标。理论上讲，物价稳定要求通胀预期和实际通胀保持稳定，并与2%的通胀目标保持一致。事实上，当前通胀预期大致处于与价格稳定相一致的区间内较低水平。

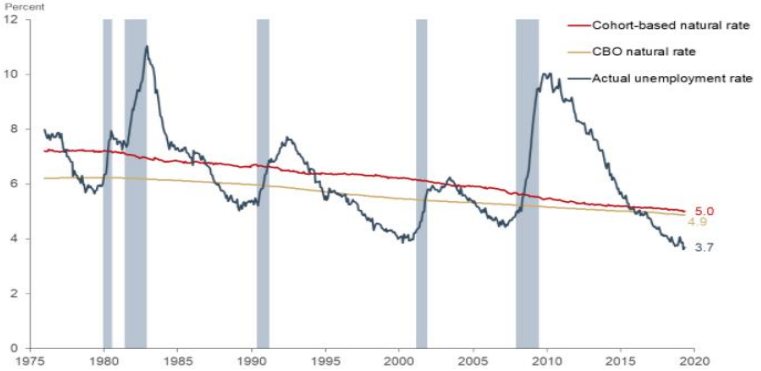
贸易形势恶化及非居民部门投资收缩对经济带来一定压力

全球形势和贸易条件的紧张对美国经济前景构成了不利因素，这些不利因素是美联储在决策最近的货币政策宽松行动相关评估中一个重要的考虑因素。美国与主要贸易伙伴的经济增长速度不仅直接影响对美国出口的需求，而且通过影响美元价值间接地影响美国的出口需求。

经济增长：美国经济仍然稳健扩张，增速放缓是向长期潜在增长水平收敛。



充分就业：就业市场依旧趋紧，失业率预计长期维持低位。



资料：美国达拉斯联储，美国国会预算办公室，中国银河证券研究院

欧元区：低增长、低通胀的格局将长期延续 欧央行政策空间有限 后续寄望财政扩张

2020年经济预计低位震荡 增长前景仍不乐观

从目前欧洲的经济形势来看，未来增长前景仍不乐观，未来几个季度的指标显示经济依然疲软，预计2020年维持低位震荡。过去一年一直突出的风险，特别是地缘政治因素、保护主义的威胁日益加剧以及新兴市场的脆弱性，尚未消散。风险的延长对出口造成了压力，尤其是对制造业。2019年第二季度，欧元区实际GDP环比增长0.2%，上一季度增长0.4%。最新的经济数据和调查数据继续显示，2019下半年经济增长更加疲软。主要源于在全球不确定性持续存在的环境下，国际贸易持续疲软，这继续拖累欧元区制造业，并抑制投资增长。欧元区经济增长前景仍面临下行风险。特别是，这些风险与不确定性的长期存在有关，与地缘政治因素、保护主义抬头和新兴市场的脆弱性有关。

需求疲弱 通胀低迷

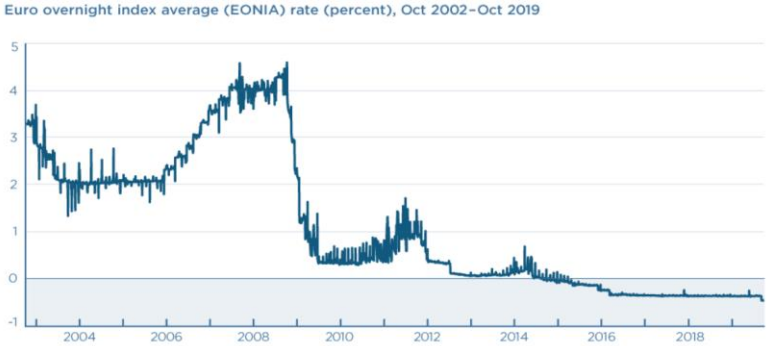
欧元区年度HICP通胀率从2019年8月的1.0%降至三季度末的0.8%，反映出食品和能源价格通胀的下降。根据目前的原油期货价格，总体通胀率可能会进一步小幅下降，然后在年底再次上升。基本通胀指标总体保持温和，通胀预期指标处于较低水平。在劳动力市场趋紧的背景下，劳动力成本压力有所加大，但增长势头减弱正在拖延它们向通胀的传导。

负利率压缩货币政策空间 财政扩张是希望所在

欧洲经济已经越发依赖于基于负利率和量化宽松的超常规货币政策，同时货币政策将进一步支持财政政策的扩张，运用必要而恰当的财政政策支持经济增长将是欧洲的希望所在。欧元区问题的症结仍在于其有效需求相对供给的不足，日益依赖超常规的宏观政策。继续坚持超常规货币政策的决定将有助于刺激需求，但财政政策（如政府刺激计划）可能对经济产生更直接显著的影响。负的名义利率从长期看显然不是有利的，基于所谓的货币幻觉效应（投资者以名义而非实际的方式看待货币和收入）及其对金融稳定所带来的风险。不合理的负名义利率使储蓄者丧失了购买力，创造了储蓄更多的动力并承担更多的投资风险以及强化了低通胀预期。欧央行政策更趋宽松后，金融市场产生的长期通胀预期仍然远低于欧洲央行的通胀目标，预示了欧洲进一步日本化的趋势。

内外需求疲弱 制造业收缩：相对于其他发达经济体，欧洲制造业收缩压力十分凸出。

欧央行的政策窘境：负利率限制了欧洲央行未来应对经济衰退的政策空间，未来寄望财政扩张。



资料：CEIC，中国银河证券研究院

日本：日益成为发达经济体经济发展与政策应对的典范

经济增长仍然缓慢

从总体日本经济形势看，经济动向及先行指标均呈现下降态势，工业生产以生产资料及消费品为中心趋势亦呈现疲软。面向美国的出口出现下滑，进口方面化学制品及电气机械有所增加。自安倍开始改革以来，反映价格变化和经济规模变化的名义增长率提高了。政府债务与国民收入的比率几十年来首次企稳。

居民收入和消费却持续改善

与经济增长的缓慢相对，名义薪金虽有波动，仍呈现增长态势。实际消费虽有波动，仍呈现出改善趋势。

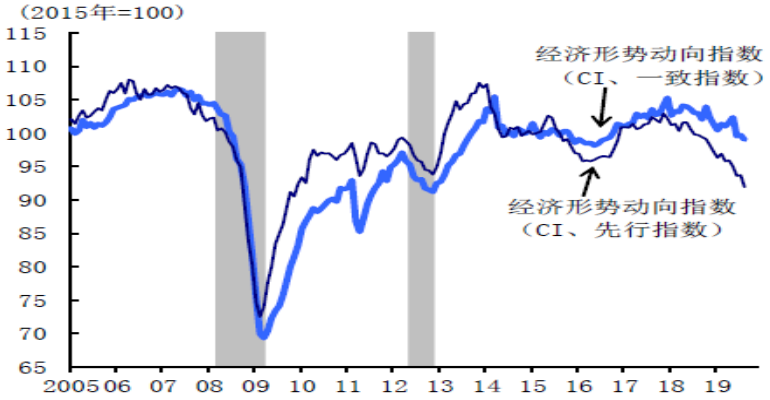
失业率处于20年来低位

失业率处于1992年以来的低水平范围，结合居民收入和消费情况，显示日本经济总体仍然较为平稳，危机风险不大。

日本日益成为发达经济体经济发展与政策应对的典范

安倍经济学以实际成绩显示了其政策价值。自安倍开始改革以来，反映价格变化和经济规模变化的名义增长率提高了。政府债务与国民收入的比率几十年来首次企稳。安倍经济学

经济增长仍然缓慢：日本经济总体增长形势较为缓慢 但相对稳定



就业与收入的稳定：日本失业率处于20年来低水平范围，居民收入增长持续改善。

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_7891