

主要结论

美国经济周期：2020 年美国经济增速仍处于下行周期。值得注意的是，在美国经济的衰退重要的三个指标中，企业利润出现了比较明显的下行趋势，但是消费周期和劳动力市场韧性犹存，叠加降息和大选行情，预计 2020 年美国经济大概率是温和式衰退。

中国经济周期：2020 年中国经济周期增速可能放缓。在房住不炒政策的下，传统信用扩张周期失效，宽货币至宽信用的传导路径有所阻塞，未来大概率是保底式对冲策略，政策的发力点或将集中在民生和基建领域，人民币方面没有大幅贬值基础，房地产市场的价格或将持续缓慢有序的向下调整。

大宗商品周期：

美元周期：根据美元指数每 8 年一次的趋势性周期，2020 年或将开启下跌走势，同时美联储降息点阵图也暗示了 2020 年仍将会有两次降息，叠加美国经济周期下行的影响，美元在 2020 年回落是大概率事件。

原油周期：当前原油价格和美国经济周期出现了 82% 的正相关性，其走势还领先于美国经济周期 3 个月左右，根据原油价格周期来看，2020 年上半年的价格中枢大约在 60-80 美元左右。

黄金周期：从长周期来看 2020 年黄金价格处于在上涨的周期中。从中周期来看，2020 年 2 季度开始，美国实际利率的下行将带动黄金温和上行。从短周期看，受黑天鹅事件集中发酵的影响，2020 年 3 季度开始或是黄金价格爆发上行的时间点。

行业周期：根据大宗商品库存周期以及宏观高通胀的背景，2020 年 1 季度或将迎来大宗商品阶段性的上涨行情，并且其资产回报的表现将好于股票和债券市场，时间上将持续到 2020 年 3 季度左右。品种机会上，化学原料及化工品制造业行业领先于煤炭开采及洗选行业领先于有色金属冶炼行业，上涨的时间点可能在一季度初，一季度末和二季度出现。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

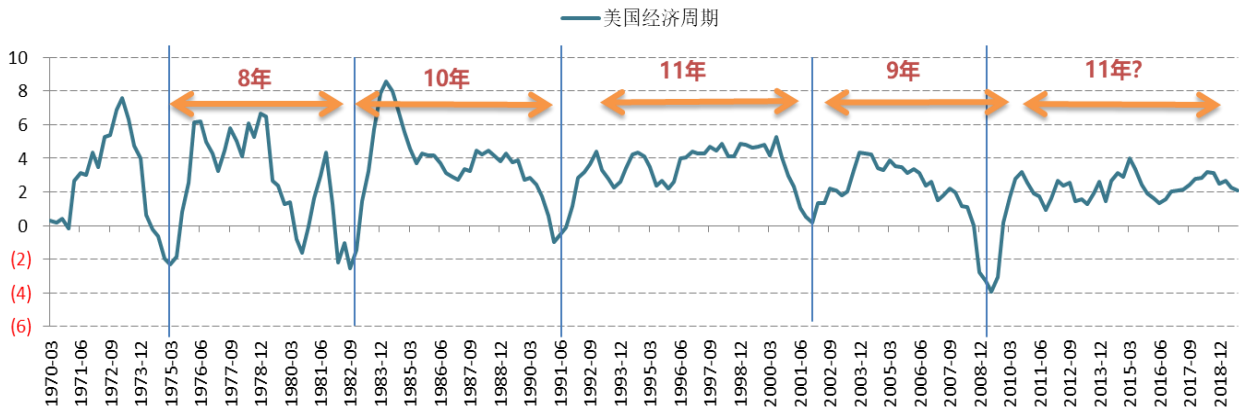
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、美国经济周期

1.1、从美国经济长周期 2020 年仍处于下行通道之中

利用设备投资占 GDP 的占比,通过 HP 滤波去除趋势性和季节性后得到美国经济周期。从 1970 年至今,美国平均每 10 年左右会经历一轮比较完整的经济周期,并且每轮周期结束的时候会经历一轮 1 年半左右的下行期,本轮经济周期从 2009 年开始,已经历时 11 年,周期的下行期从 2018 年开始,根据 1 年半的时间顺推, **预计 2020 年美国经济仍将处于下行通道中。**

图: 美国经济周期

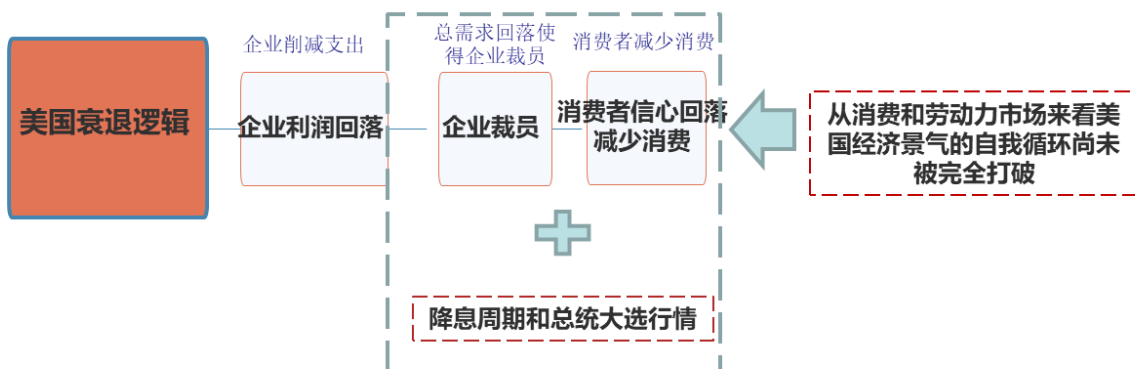


数据来源: wind 国信期货

1.2 美国经济的衰退逻辑尚未完全形成, 2020 年大概率是温和型衰退

每个国家都有其自身完整的经济运行逻辑,判断美国是否正式进入衰退周期,需要三个明显的指标共同作用:企业利润下行+劳动力市场疲软+消费者信心回落。逻辑链条为:经济增速下行压力增大,企业利润下行并削减资本支出并进行裁员,员工工资收入减少,并相应减少消费开支,消费市场疲软,经济再次承压,经济自我循环的扩张逻辑被打破,美国正式进入衰退周期。所以只有在三个指标同时出现了回落的情况下,才能判断美国正式进入了衰退周期。但当前美国经济衰退指标中当前只有企业利润出现了下行,劳动力和消费市场依然有韧性,由于美国经济自我景气扩张循环没有完全打破,叠加 2020 年降息和大选行情,预计 2020 年美国大概率是温和式衰退的行情。

图: 美国经济的衰退逻辑



数据来源: wind 国信期货

首先来看美国企业利润的指标。利用美国企业利润和 PMI 及美国经济周期两个进行对比。PMI 和美国企业利润之间有着较为明显的领先滞后关系。PMI 领先于美国企业利润, 当前 PMI 指数已经率先出现了回落, 预计美国企业利润将在 2020 年将会继续跟随下行。对比美国企业利润和美国经济周期, 根据历史规律, 美国企业利润领先于美国经济周期 3 个月左右, 预计美国企业利润的衰退也将拖累美国经济的下行。

图: 美国企业利润和 PMI

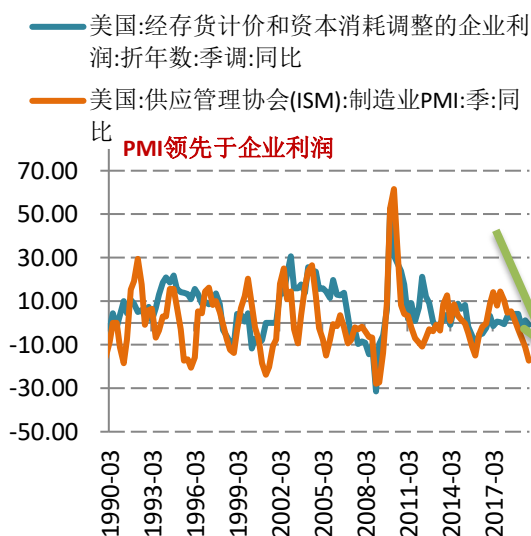
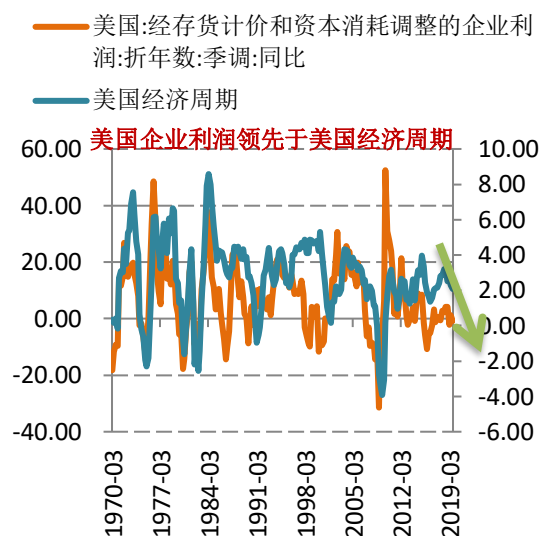


图: 美国企业利润和美国经济周期

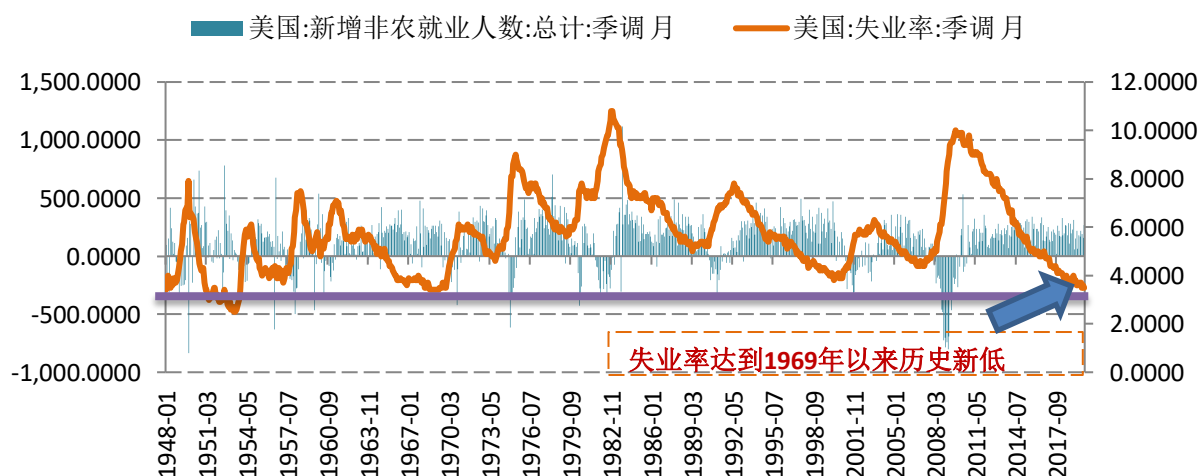


数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

美国劳动力市场方面依然较为紧俏。从数据来看, 2019 年底公布的失业率创了 1969 年以来的新低, 时薪和非农就业数据表现也较为亮眼, 美国劳动力人口参与率达到了 63.5%, 创了 2014 年以来的新高, 说明当前美国劳动力市场不是由于劳动人口参与人数减少造成的失业率降低, 而是真实的紧俏与有韧性。

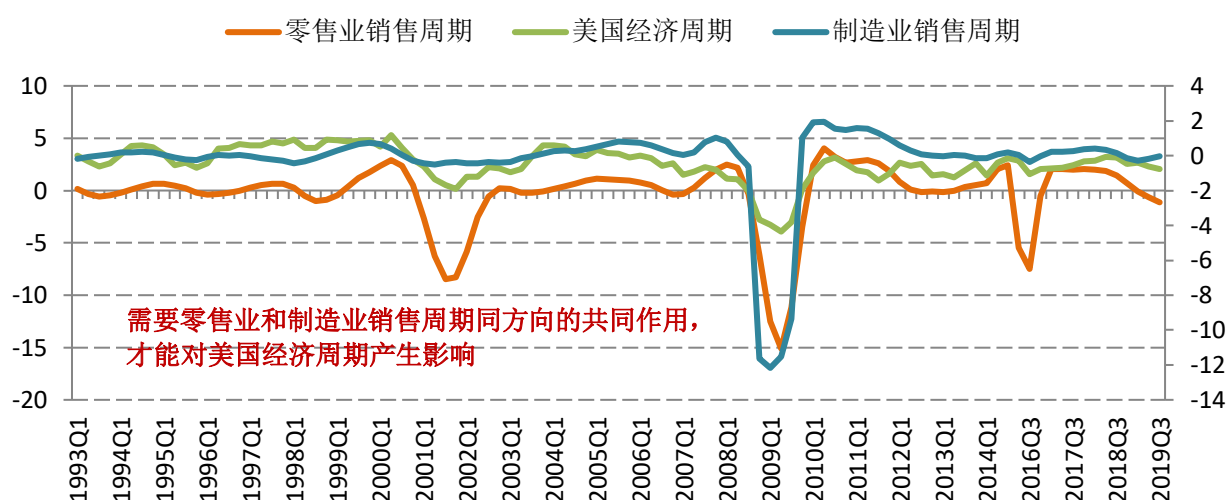
图: 美国劳动力市场依然有韧性



数据来源: wind 国信期货

最后再看美国消费周期市场,消费周期市场有两个组成部分:零售业销售周期和制造业销售周期。值得注意的是,在美国总统特朗普上台以后制定了针对美国海外企业减税降费的优惠政策,鼓励美国在海外的企业和制造业资金回流,所以我们发现,虽然美国零售业销售周期有所回落,但是制造业销售周期依然坚挺。值得注意的是,对于美国销售周期来说,需要零售业周期和制造业周期两个变量产生同方向的变动,才有可能对美国经济产生向下的推力。所以当前来看,由于零售业消费周期和制造业消费周期的分化,美国整体消费周期仍具有韧性,尚未能对美国的经济周期产生拖累。

图:美国经济周期和美国消费周期的走势



数据来源: wind 国信期货

综上所述,美国经济景气的自我扩张循环尚未被完全打破。虽然企业利润出现了较为明显的回落,但是消费周期和劳动力市场并没有出现明显的疲软。根据美国经济衰退的指标,我们认为,2020年美国经济大概率是温和型的衰退而不是断崖式的衰退。

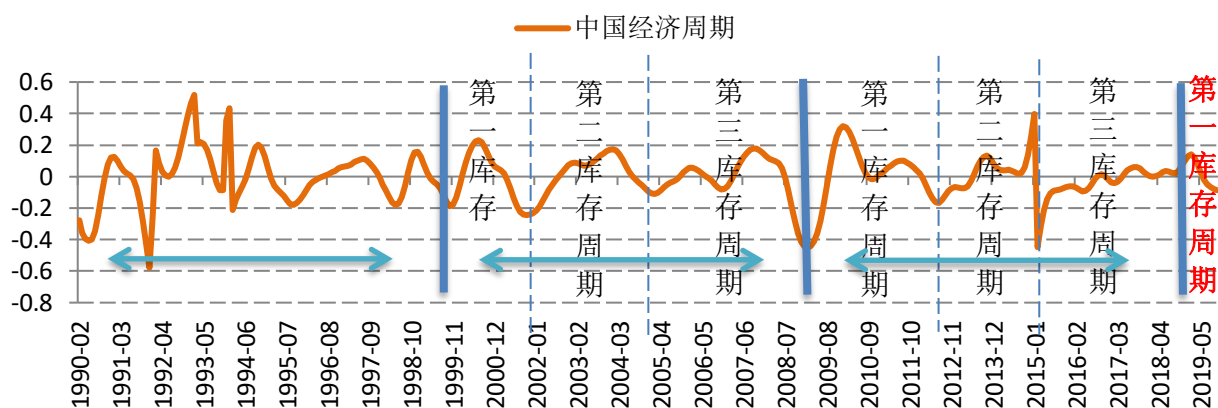
二、中国经济周期

中国宏观经济部分将从宏观经济重要的4个因子来解构2020年中国经济的细分领域(长周期、政策、汇率、房地产)

2.1 中国经济长周期:经济增速或将承受一定的下行压力

利用工业增加值占GDP的比重,通过用HP滤波去除了趋势性和季节性后得到了中国经济周期。类似于美国,中国10年左右会经历一次大的经济的周期,当前中国正处于第四轮10年周期中第一轮库存周期的下行期。根据历史规律,第一轮库存周期的下行时间差不多是17个月左右,此轮中国经济下行周期从2019年二季度开始,根据1年半左右的下行时间顺推,预计中国经济或将在2020年四季度见底。

图：中国经济周期图



数据来源：wind 国信期货

2.2 2020年中国政策展望：发力点或着重于基建和民生领域

2018-2019年一共进行了8次降准，共释放资金5.29万亿，规模上高于2009年的4万亿，但是从实体经济和资本市场的反馈来看，效果却没有2009年那么强，原因在于宽货币政策到宽信用再传导到实体经济的时间反应链条变长了。中国从2008年以后一共经历了4轮宽松周期，分别是（2008.10-2009.12、2011.10-2013.03、2014.5-2016.6、2018.6-至今），传导时间在逐渐增加，分别是13个月、17个月、25个月）。此次中国第四轮宽松周期面临着经济增速下行的压力和房住不炒的政策，强刺激政策对于经济的冲击边际效用正在逐渐变小，从2018年三季度至今，货币宽松政策已经进行了18个月，按照上一轮传导周期25个月的时间来顺推，则此轮宽松政策对于实体经济的效果，最快要到2020年3季度左右才能在实体经济中有所体现。在这种情况下，预计未来大概率将采用保底式对冲的温和政策，同时参考2019年内年末中央政治局经济会议的精神，预计2020年政策发力点或将着眼于民生和基建领域。

图：2008年后信用周期传导时间表

宽松周期时间	信用周期传导时间
2008.10-2009.12	13个月
2011.10-2013.03	17个月
2014.05-2016.06	25个月
2018.06-至今	已经经历了15个，预计到2020年3季度结束

数据来源：wind 国信期货

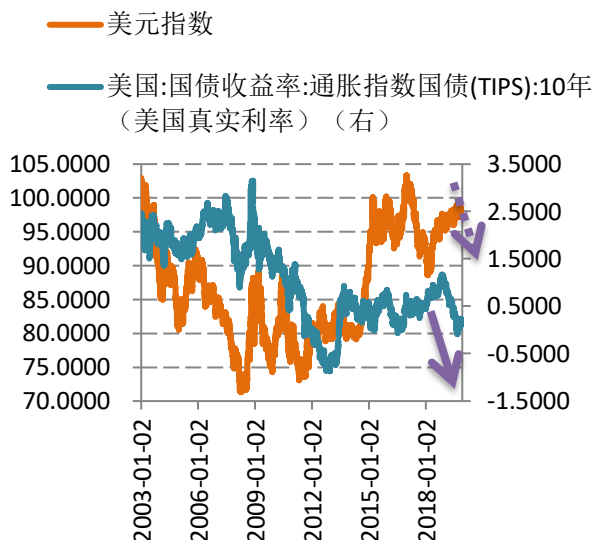
2.3 2020年人民币汇率展望：没有大规模贬值基础

目前观察汇率最直接和有效的手段是各国的真实利率，例如有美国有10年通胀指数国债，和美元指数走势的相关性达到了82%。国内方面，利用10年国债利率（无风险利率）-通胀率得到中国的真实利率，通过相关性分析发现中国真实利率和汇率之间的相关性达到了79%左右。从2018年四季度开始，中国实际利率已经出现了非常明显的下行趋势。现今全球央行进入了降息潮，并且通胀率高居不下的情况，预计未来中

国真实利率有进一步下行的空间，而与之高度相关的人民币汇率或也将跟随同步波动。

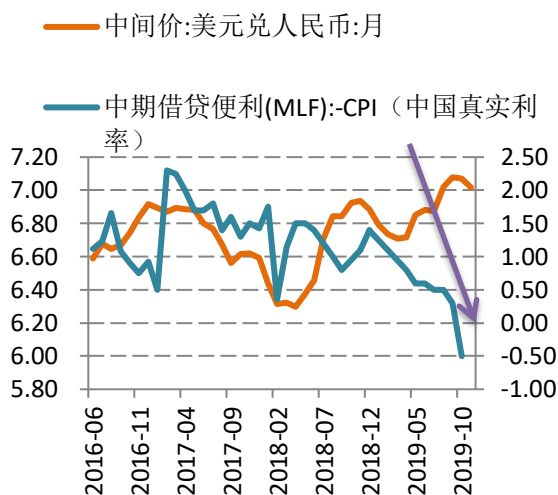
但同时考虑到复杂多变的全球政治经济局势，中国2019年外贸数据受制于贸易冲突的影响，全年同比出现了较大幅度的回落，为了确保2020年进出口数据的回升，预计人民币汇率方面不会出现大幅度的波动，大概率保持稳定。

图：美元指数和美国真实利率关系



数据来源：wind 国信期货

图：人民币和中国真实利率关系

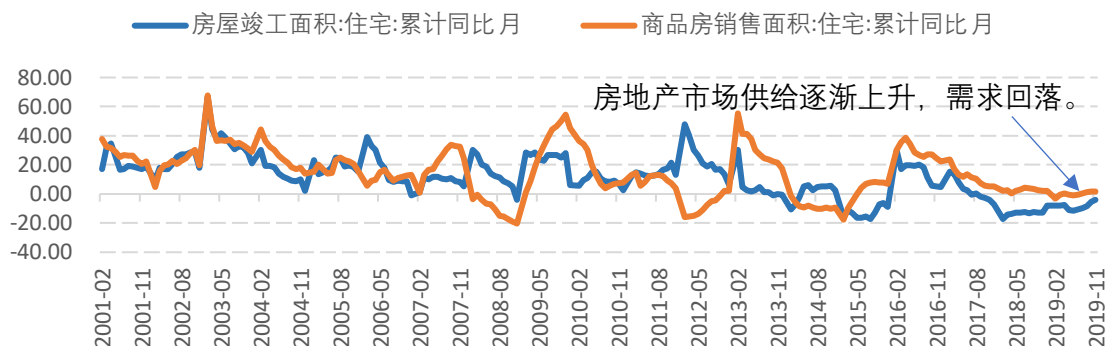


数据来源：wind 国信期货

2.4 2020房地产市场展望：缓慢有序的下行

2020年房地产市场的价格大概率缓慢有序的下行，主要有两个原因：1、房价调整的速度是缓慢的：中国房地产规模大约是65万亿美元左右，折合人民币大约是450万亿，假设房地产剧烈波动10%，影响的房地产市场的存量大约在46万左右，超过了现今沪深两市的总值。受制于房地产市场庞大的体量，2020年房地产市场不会发生非常激烈的变动，未来的调整必然是缓慢且有序的。2、房价调整的方向大概率向下。近10年来，房地产市场一直是中国资本市场里表现最好的并且投资回报率最高的资产，但是2018年房住不炒政策出台后，在政策的控制下，房价的涨幅回落将是个必然的趋势，扣除房贷利率和折旧率后，2020年房地产市场的涨幅可能只有个位数，对于拥有杠杆的投机资金来说，这不是一个投资回报率高的好标的，随着投机资金的撤出，未来房地产市场或将出现供需不平衡的情况，当需求小于供给时，房价未来的趋势向下也是大概率事件。

图：房地产市场供需



数据来源: wind 国信期货

三、大宗商品配置逻辑

3.1、美元价格周期：2020年或进入下行通道。

美元指数本身有一个很清晰的趋势性周期（趋势=上涨or下跌），从1971年到现在，美元每8年左右会经历一轮趋势性行情，上一轮美元指数上涨的趋势性行情，从2011年开始，到2019年结束。预计从2020年开始将开启新一轮新的下跌行情。

图：美元指数周期



数据来源: wind 国信期货

接下来从美联储的降息周期来看2020年美元指数的走势。从上世纪80年代以来，美联储一共经历了9轮降息周期，通过分析这9轮降息周期，总结出了美联储3个降息周期的特点，首先美联储降息分为预防式降息和危机式降息，预防性降息时长在3-4个月，危机式降息时长在1-2年左右，危机式降息通常由于经济形势下滑，失业率攀升，次贷危机爆发等形式造成的，预防式降息指的是在经济状况比较好的时候，为了防范未来可能发生的危机，把未来的降息提前到现在进行。2019年7-10月份的3次降息就是预防性降息。根据美联储降息点阵图发现，2020年2季度开始至少有两轮降息，预计从2020年将开启由于经济下行压力带来的1-2年左右的新一轮危机式降息。所以结合美元自身周期和美联储降息点阵图，我们认为2020年美元指数下行将是大概率事件。

图：1989-2019美国降息周期

美国7轮降息周期 (1989-2019)

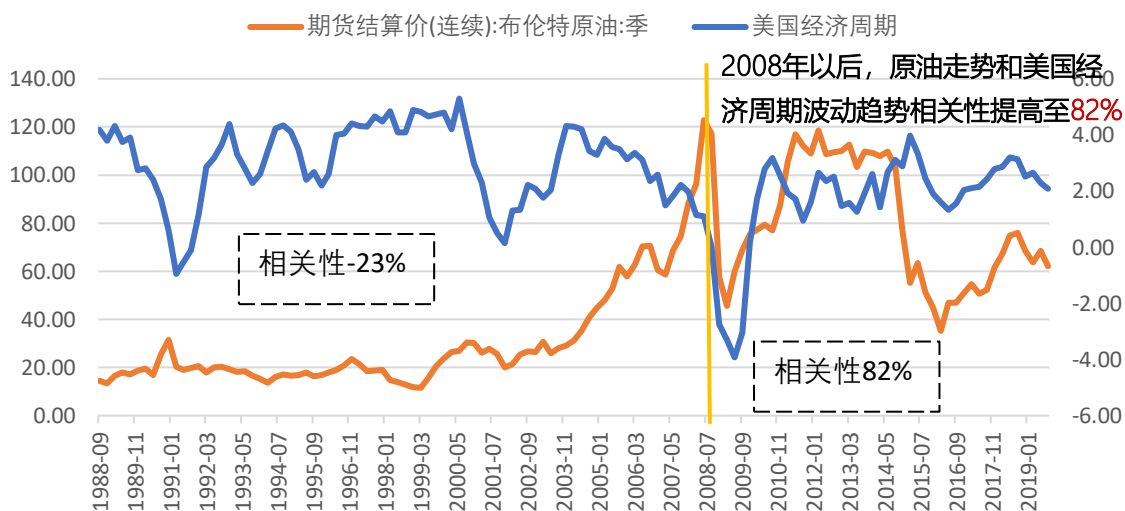
时间	1989.06-1992.12	1995.7-1996.1	1998.9-1998.11	2001.1-2003.6	2007.9-2008.12	2019.7-2019.10	2020-?
联邦目标利率	6.81 (就业严峻)	0.75 (预防式降息)	0.75 (预防式降息)	5.5 (失业率攀升)	4.5 (次贷危机爆发)	预防式降息	经济下行降息?
时间	3年	4个月	3个月	2年	1年左右	3个月	

数据来源: wind 国信期货

3.2、原油价格周期：60-80 美元之间波动

通过相关性分析，2008 年之后原油价格和美国经济周期的正相关性上升到了 82%，并且其走势还领先于美国经济周期。

图：原油价格周期和美国经济周期之间的关系



数据来源: wind 国信期货

和美元指数周期类似，原油也有其较为明显的周期性。将两轮近期的原油价格周期进行比较

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_8111

