

研究创造价值

姓名：程小勇

电话：0571-87006880

报告日期：2019 年 12 月 16 日

分析师声明

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。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

无可奈何花落去，美好时光短暂

——2020 年宏观投资策略报告

摘要：

1、2020 年中国经济将迎来两大利好：一是随着去库存进入尾声，新一轮补库周期将驱动经济展开短周期反弹；二是随着中美两个达成第一阶段协议，外贸对经济的拖累短周期将减弱，全球制造业下行势头将缓解，甚至出现修复性反弹。

2、2020 年，在逆周期政策发力下，一季度基建投资很大可能反弹。不过，财政是一个结构性的财政政策，即压缩一般支出，保障重点领域，而不是总量的扩张。财政政策也是短期的行为，不可能一直存在。且政策脉络是越来越重视供给侧而不是重视需求侧，因此不要乐观认为积极的财政政策就是加大基建投资，更有可能是减税和基建投资并举，基建投资发力也是补短板，基建投资增速反弹不大可能突破 10%。

3、2019 年全球贸易形势恶化，中美贸易摩擦导致中国净出口对 GDP 贡献下降。2020 年，随着中美贸易形势阶段性缓和，出口贸易会出现回升，并带动制造业投资反弹。不过，由于产业转移和劳动力成本上升，出口贸易反弹的力度也是温和的。

6、2019 年居民消费并没有因消费升级而加速，主要受居民收入增速放缓和房贷支出对其他耐用品挤出效应有关。2020 年，居民消费可能还是稳中略微放缓，主要是随着房贷收入比持续处于高位会继续制约耐用品消费。而收入分层使得消费升级更多的是高收入阶层带来的，占消费总量比重偏小。

5、补库周期可能对 2020 年一季度制造业也有正面激励作用，稍后剩余时间则回落。然而，逆周期政策在平滑经济波动的同时抑制市场出清，经济下行周期完成不彻底，最终导致库存周期“短平快”，2020 年补库力度可能远弱于预期

6、2020 年，房地产可能会出现库存再度累积的风险。2016、2017、2018、2019 年的地产销售量是在一个非常高的平台上，这比过去长期的平台高很多，会有一些透支的行为，2018 年-2019 年新房开工一直高于房屋销售面积，这使得房地产库存去化在 2019 年明显放缓。

7、长期结构性问题主导中国经济长周期下探的过程尚未结束，人口老龄化和逆全球化使得劳动生产率下降，而投资回报率下降、城镇化率因居民户口城镇化缓慢而低估、广义信贷扩张受限（符合金融周期向下特征）和信用分化（民营企业信用利差扩大）都意味着中国经济似乎陷入“无可奈何花落去”的境地。

8、2020 年，美元和美股可能双双拐头向下，有利于新兴市场资金流入，且海外经济体面临三大风险：负利率可能加剧欧洲、日本银行业危机和贫富分化加剧可能带来政局动荡甚至全球性冲突，发达经济体金融市场可能因负利率资产膨胀而越发脆弱。

9、对于大类资产而言，宽松的货币政策最先收益的往往是金融资产和房地产，商品市场更受经济前景和供需基本面影响，有色金属等国际性商品可能率先因美元走弱和国内制造业补库而反弹，但是广义信贷收敛和补库周期“短平快”使得商品反弹可能远弱于预期。

2019 年即将过去，全球经济既没有陷入衰退，但更没有迈入强复苏和大繁荣。全球经济增速几乎都在下行：中国经济增速下一个台阶，美国经济触顶回落，欧洲和日本经济增长低位徘徊，暂时避开了衰退的困境。在美联储重启降息等宽松措施下，全球货币政策回归宽松主基调，全球无风险利率先后下行，商品和楼市整体上呈现下跌调整的态势。

站在 2019 年底，我们又一次站在一年一度的投资抉择的十字路口。面对中美达成第一阶段协议、逆周期政策加码和补库周期等诸多利好，市场已经开始表达了投资者的乐观预期。2020 年宏观经济将迎来两大利好：一是随着去库存进入尾声，新一轮补库周期将驱动经济展开短周期反弹；二是随着中美两个达成第一阶段协议，外贸对经济的拖累短周期将减弱，全球制造业下行势头将缓解，甚至出现修复性反弹。

然而，“无可奈何花落去”，技术革命、全球化、工业化、城镇化和人口红利等引领全球经济启动快速增长的因素都已经消退，尤其是劳动生产率逐渐下降和人口老龄化带来的社会总需求萎缩，这意味着就算逆周期政策加码带来的经济短周期反弹是短暂，全球经济缺乏新的增长点或缺乏新的突破。

此外，我们最担心是逆周期政策的“双刃剑”作用，虽然逆周期政策加码，如全球货币政策都是超常规宽松，甚至出现负利率，或者财政政策如减税和基建投资发力，可能带来以往没有出现的负面影响：一是货币政策超长时间宽松，利率持续低位甚至出现负利率，并不一定刺激信用扩张，反而带来的是资产价格膨胀，贫富分化加剧，加剧社会矛盾，民粹主义和“逆全球化”抬升；二是逆周期政策在平滑经济波动的同时抑制市场出清，经济下行周期完成不彻底，最终导致库存周期“短平快”，库存周期对整体经济增长的推动作用也会边际减弱；三是逆周期政策加码会导致政府解决结构性问题上妥协，如中国经济摔退，地产依赖的时间会延长，挤压新经济的成长空间（地产占用流动性资源和对消费挤出效应）。

从经济增长理论来看，人口老龄化社会和，资本回报率和名义利率的下行也是不可避免的，因此不管是政府还是市场主体要接受经济潜在增长率下降的这个事实，逆周期政策在防止经济硬着陆和避免经济衰退方面是有必要的，但过度加码逆周期政策可能带来更大的副作用——贫富分化加剧和资产价格泡沫，最终导致经济增长潜力下降。

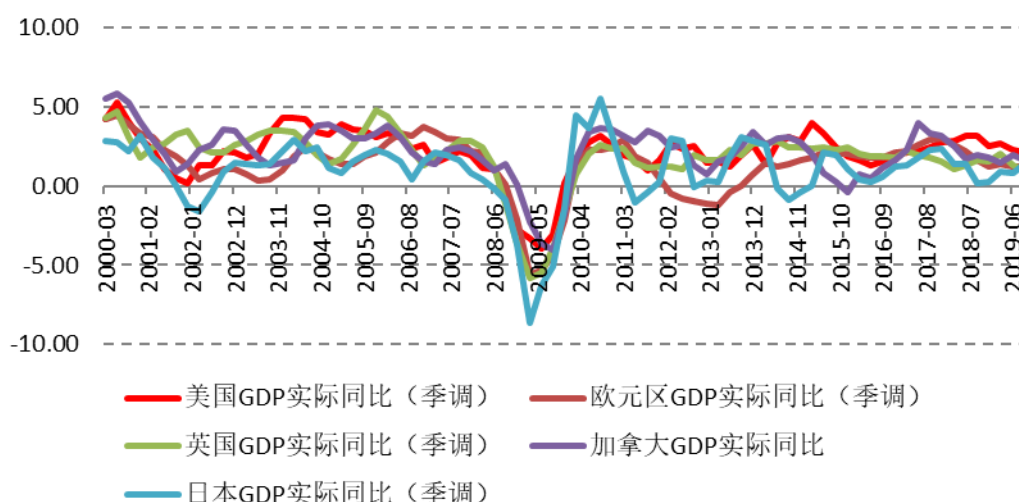
一、2019 年宏观经济和大类资产回顾

回顾 2019 年全球宏观经济，中美贸易摩擦是贯穿全年经济的主要矛盾，全球制造业在全球贸易萎缩下普遍不景气，直到四季度中美贸易形势缓和才出现企稳反弹。持续的贸易紧张局势和地缘政治的不确定性加剧了世界贸易增长的放缓，反过来又使全球增长降至自 2008 年金融危机以来的最低水平。

从经济增速来看，国际货币基金组织（IMF）根据经济总量排除的前十大经济体：美国、中国、日本、德国、英国、法国、印度、意大利、巴西与加拿大，它们 2019 年的经济增速绝大多数是下滑的。而这十大经济体占全球的 GDP 超过 60%，因此可以推断出 2019 年经济下滑是全球普遍现象。

为方便根据经济主导类型来估算经济增长，我们把全球十大经济体分为发达经济体和新兴经济体或发展中国家（EMDE）。数据显示，美国、日本、欧元区（包括德国、法国和意大利）、英国和加拿大 GDP 实际同比增速在 2019 年三季度分别为 2.08%、1.4%、1.2%、0.97% 和 1.65%。相对于 2019 年二季度，除日本之外，发达经济体 GDP 实际同比增速都是在下滑的，其中美国、欧元区和英国已经是连续第二个季度下滑。

图 1：发达经济体 GDP 实际增速



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

2019 年一季度，发达经济体遭遇了美国政府停摆、英国脱欧僵持和法国黄背心运动等冲击，民粹主义抬升。不过在中国逆周期政策加码和中美贸易磋商取得进展的情况下，全球风险资产反弹。

从新兴市场来看，2019 年 1 月至 2 月底，新兴市场股市触底大幅反弹，最高反弹幅度达到 12.4%。由于美联储暂缓加息，新兴市场资金外流压力缓解，甚至新兴市场股市资金出现流入。国际金融协会数据显示，2019 年以来，投资者已投入总计 860 亿美元购买新兴市场股票和债券，规模超过 2018 年 4-12 月 9 个月的总和。稳定的美元消除了新兴市场经济体因汇率波动而出现巨额外债负担的关键性风险，稳定的美元也将减少新兴市场货币敞口的风险。

中国经济在一季度明显反弹，宽信用政策加码，全面降准、TMLF、永续债补充资本等激励性手段也陆续到位，商业银行放贷意愿和能力或有一定增强。2019 年 1 月，金融机构新增人民币贷款中中长期贷款同比增长 9.2%，至 2.1 万亿。

2019 年二季度，由于政府对信贷过快增长，经济呈现稍微过热的情况进行了政策微调，政策重心从

“稳增长”转向“调结构”。4月政治局会议定调偏向向了“调结构”。会议指出经济总体平稳、好于预期、开局良好，去掉了六稳的提法，强调坚持结构性去杆、加快金融供给侧改革。社融增速较一季度出现明显收敛，财政力度也有所减弱，股市和商品双双启动下跌周期。

与此同时，中美贸易摩擦再度升温，全球制造业开始了下降的周期。2019年5月8日，美国贸易代表办公室发布声明宣布，美方将于5月10日将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%。同时宣布把华为加入到“实体清单”。5月14日，USTR发布了针对中国301调查的第四批约3000亿美元的拟征税清单，该批商品占美国从中国进口的比重为49%。这3000亿美元商品包括手机、平板电脑、服装、玩具等消费品，对美国居民消费影响将更直接，通胀传导将更加明显。

2019年三季度，面对严峻的贸易摩擦形势，中央政策保持定力，但将去杠杆力度和节奏有所调整，政策重心逐渐向稳增长微调，但对房地产调控进一步收紧。中央政治局7月30日召开会议提出要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。黑色系商品出现集体大幅下跌，有色金属中铜铝等也出现一波下探的走势。

2019年四季度，政策越发积极。9月4日国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。二是将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。三是加强项目管理，防止出现“半拉子”工程。按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区。各地和有关部门要加强项目储备，项目必须有收益，要优选经济社会效益比较明显、群众期盼、迟早要干的项目，同时也要防止一哄而上，确保项目建设取得实效。

从货币政策来看，中国央行货币政策2019年11月开始就不断超预期。11月5日，一年期MLF的“中标利率”降低5个基点，至3.25%；11月18日央行将7天期逆回购操作（OMO利率）中标利率，下调5个基点，为2.5%；11月19日，央行以利率招标方式开展了中央国库现金管理商业银行定期存款操作500亿元，“中标利率”3.18%，比上一次“中标利率”降低2个基点。

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2019年11月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.15%，5年期以上LPR为4.80%，均较10月下降5个基点，其中，作为新发放房贷参考依据的5年期LPR在8月20日亮相后首次迎来下调。以上LPR在下次发布LPR之前有效。

前期政策利率接连下调，为LPR下行做足铺垫。11月初，1年期MLF利率下降5个基点，直接导致MLF利率加点的LPR有所下行，18日，7天逆回购利率也下行5个基点，长短端资金指导利率下调，使得政策收益率曲线整体下移。

自8月改革至11月20日出炉的第四次LPR报价，1年期LPR在8月和9月分别下调了5个基点，10月则按兵不动，11月下调5个基点，5年期LPR在8月首度公布后，在9月和10月均并未下降，11月则首度下调5个基点。

再加上四季度，中美贸易磋商取得第一阶段进展，市场风险偏好回升，股市和商品双双反弹，债市在 9-10 月一度下跌，利率一度反弹。10 月 10 日至 11 日，中美取得了实质性的第一阶段协议；12 月 13 日，中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。

从大类资产来看，全球经济增速普遍下行，但是资产价格都在上涨，尤其是金融资产，而实体资产如大宗商品表现相对逊色。截止 2019 年 12 月 13 日，MSCI 发达市场和新兴市场指数分别上涨了 23.13% 和 12.56%，而国际大宗商品指数 RJ/CRB 指数和 S&P/高盛商品全收益指数分别上涨 8.3% 和 15.3%，国内大宗商品指数 WIND 商品指数上了 2.6%。

表 1：全球主要经济体股票指数涨跌

	12月13日收 盘价	2019年涨幅 (%) (截 止13月13 日)	2016年涨幅 (%)	2017年涨幅 (%)	2018年涨幅 (%)
MSCI发达市场	2319.73	23.13	5.32	20.11	-10.44
S&P500指数	3168.8	26.41	9.54	19.42	-6.24
DJIA指数	28135.38	20.61	13.42	25.08	-5.63
NASDAQ指数	8734.88	31.64	7.5	28.24	-3.88
富时100指数	7353.44	9.29	14.4	7.63	-12.48
德国DAX指数	13282.72	28.8	6.87	12.51	-18.26
法国CAC40指数	5919.02	25.12	4.86	9.26	-10.95
日经225指数	24023.1	20.03	0.42	19.1	-12.08
MSCI新兴市场	1086.91	12.56	8.58	34.35	-16.64
沪深300	3968.22	31.81	-11.28	21.78	-25.31
中证500	5073.69	21.73	-17.78	-0.2	-33.32
韩国综合指数	2070.25	6.3	3.32	21.76	-17.28
恒生指数	27687.76	7.13	0.39	35.99	-13.61
澳洲标普200	6739.58	19.36	6.99	7.05	-6.9
俄罗斯RTS指数	1501.52	40.49	52.22	0.18	-7.04
圣保罗IBOVES	112564.9	28.08	38.93	26.86	15.03
孟买SENSEX30	41025.13	13.74	1.95	27.91	5.91

资料来源：宝城期货金融研究所整理

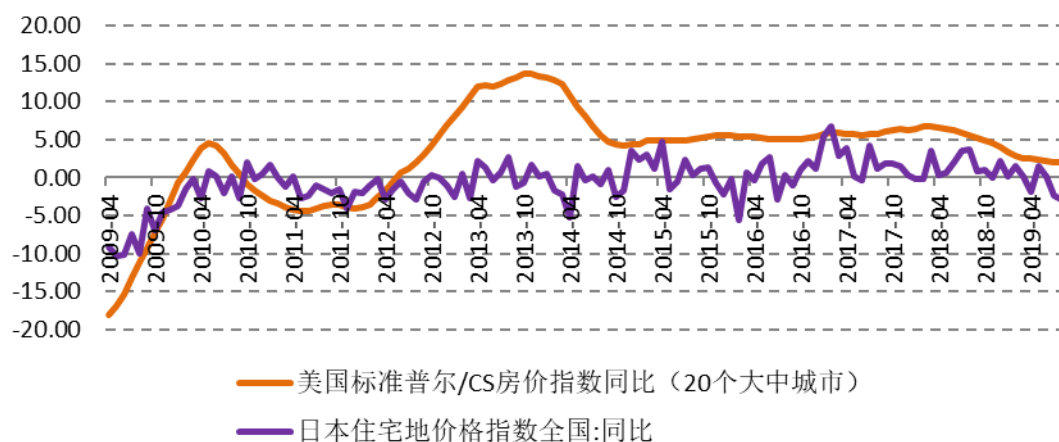
表 2：主要大宗商品涨跌幅

	2019年涨幅 (%) (截止12月13日)	2016年涨幅 (%)	2017年涨幅 (%)	2018年涨幅 (%)
S&P/高盛商品全收益指数	15.33	11.36	5.77	-13.82
CRB指数	8.29	9.21	0.70	-12.41
Wind商品指数	2.63	24.60	6.33	-6.27
LME三个月铜	2.69	17.64	31.46	-18.47
LME三个月铝	-4.41	12.64	35.07	-18.73
LME三个月铅	-5.64	13.02	24.00	-19.52
LME三个月锌	-8.51	59.80	29.13	-26.00
LME三个月镍	32.97	14.00	25.76	-15.82
LME三个月锡	-11.71	44.01	-4.67	-2.68
COMEX铜指数	5.42	17.49	32.24	-19.94
COMEX黄金指数	15.13	9.02	14.03	-1.56
COMEX白银指数	9.24	15.44	6.98	-8.43
NYMEX Henry 天然气指数	-19.53	37.77	-20.62	-1.54
NYMEX WTI原油指数	23.98	43.42	2.24	-20.89
ICE Brunt原油指数	14.53	47.88	8.15	-16.58
TOCOM 橡胶指数	14.85	65.91	-20.39	-17.68
COBT大豆指数	2.28	16.35	-1.55	-6.76
CBOT豆粕指数	-3.61	19.24	2.09	-1.97
CBOT豆油指数	17.25	13.22	-4.16	-15.66
CBOT玉米指数	0.79	-1.96	1.16	6.29
CBOT小麦指数	4.62	-12.91	3.79	16.30
ICE原糖指数	11.34	29.06	-22.82	-19.40
ICE棉花指数	-7.53	11.76	7.03	-6.78
BMD棕油指数	28.52	20.69	-26.97	-13.95

资料来源：宝城期货金融研究所整理

在实体经济表现疲软的同时，全球主要经济体房价要么涨幅回落要么出现负增长，体现出 2019 年全球新一轮宽松并没有带来实体经济信用扩张，而是金融市场加杠杆。数据显示，截止 2019 年 9 月，美国 20 个大众城市标准普尔/CS 房价指数同比涨幅为 2.1%，尽管 7 月和 8 月略微加快，但是远低于去年同期的 5.15%。2019 年 8 月，日本全国不动产（住宅地）价格指数同比下跌 2.96%，去年同期为增长 3.68%。

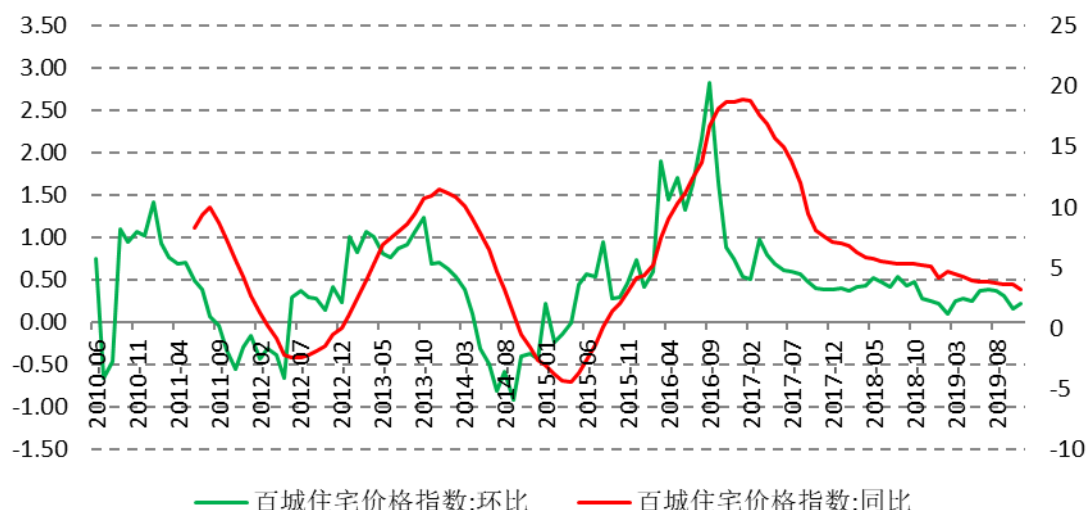
图 2：美国和日本住宅地价指数同比增速



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

新兴经济体方面，2019 年 11 月，中国百城房价指数同比增长 3.17%，去年同期增幅为 5.12%，自 5 月以来已经连续 6 个月增速回落。其中一线城市房价指数同比增长 0.54%，去年同期增速为 0.34%；二线城市房价指数同比增长 4.31%，去年同期增速为 7.14%；三线城市房价指数同比增长 4.6%，去年同期为增长 9.04%。此外，2019 年三季度，巴西实际房价指数同比下降 3.12%。而 2019 年二季度，印度实际房价指数同比增幅只有 0.77%，去年同期增速为 1.1%。

图 3：中国百城住宅价格指数同比和环比增速



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

二、无可奈何花落去，中国经济短周期反弹时间短暂

由于中国经济往往领先欧美经济体 1-2 个季度，因此中国经济周期会主导全球经济景气度的变化。回顾 2019 年中国经济，我们发现前三季度内需温和下滑，但外需受到中美贸易摩擦的冲击而下滑比较明显。

不过，我们也关注都内需存在的两个问题：一是居民收入增速放缓下，居民消费支出意愿下降，导致汽车和家电等耐用品销售同比持续负增长；二是房贷支出对其他消费的挤出效应，2019 年居民按揭贷款等加杠杆动作虽然没有进一步扩大，但是相对稳定，使得地产销售增收下滑缓慢，但对其他耐用品甚至必需品消费有很大的冲击。

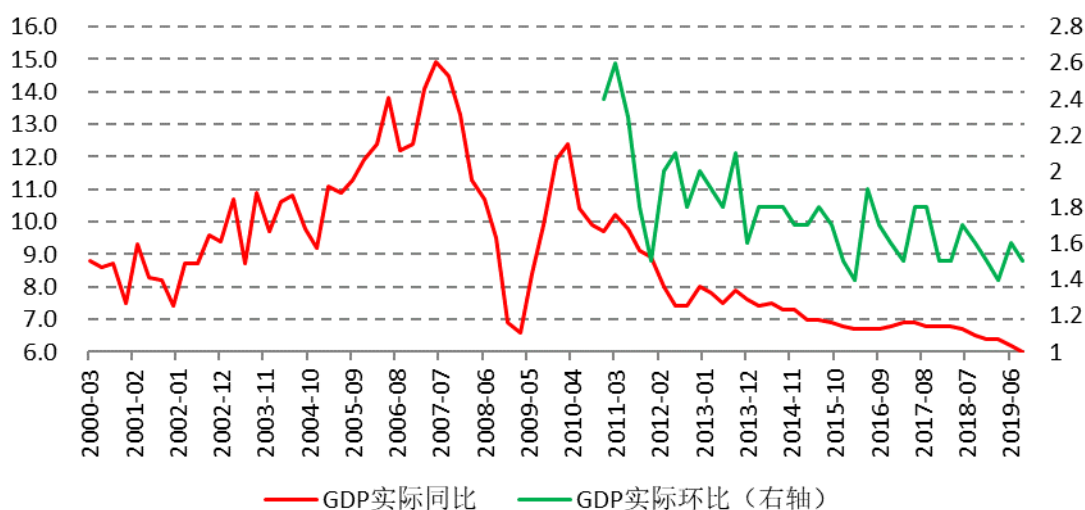
回到外需，尽管中美贸易摩擦对 2019 年中国出口产生很大的冲击，但是原本产业升级和劳动力成本上升两大因素都在引导中国低端产业外迁，中国出口竞争力实际上在上升，所以 2020 年中美贸易达成新的协议，并不必然带来外需大幅的回升，总体上表现温和，这不能视为中国经济大幅反弹的主要驱动力。

1、2019 年中国经济特点

国家统计局公布的经济数据显示，初步核算，前三季度国内生产总值 697798 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，创下 1991 年以来最低增速。

分季度看，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%。分产业看，第一产业增加值 43005 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 277869 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 376925 亿元，增长 7.0%。

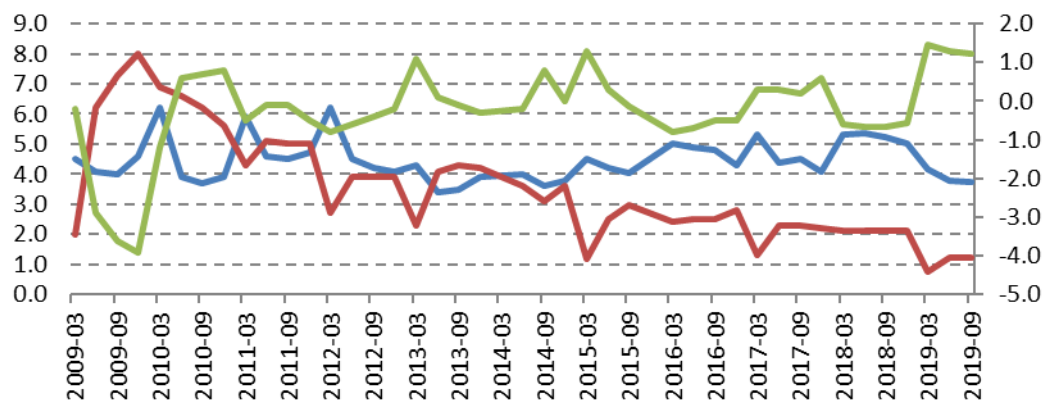
图 4：中国 GDP 实际同比增速再创新低



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

从对 GDP 拉动来看，2019 年前三季度消费对 GDP 累计增速拉动最大，达到 3.8 个百分点，而投资和净出口对 GDP 累计增速拉动分别为 1.2 百分点。

图 5：三驾马车对中国 GDP 拉动情况



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_8266

