



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

2020 年全球宏观经济展望——

央行宽松周期已再临 全球经济格局将重构

本期摘要：

从我们一直以来关注的信贷周期来看，全球经济格局正在被重塑，经济体在周期中所处的位置变得相对集中了一些。而正是经济格局的变化，令全球各大央行的货币政策从此前的各自为政变成“齐步走”，越来越多的央行选择以各种方式放松货币政策，新一轮宽松周期再度降临。尽管我们在信贷周期上观察到了“聚拢”现象，但是这种“聚拢”只是相对概念。如果对全球经济进行更加细致的观察，在各个层面上的分化依然存在：宏观层面是经济增速绝对值的分化；中观层面是制造业和服务业的分化；微观层面则是投资和消费信心的分化。而正是由于分化的存在，主要经济体宽松政策的空间大不相同。虽然从广义货币加以考量，中国的宽松空间看似不大，但是如果过滤掉其中货币乘数带来的影响，仅考虑基础货币，那么我们最关注的四大央行之中，宽松空间从大到小依次为美联储 > 欧洲央行 ≈ 中国人民银行 > > 日本央行。

区域	经济展望	政策展望	风险因子
中国：长短因素共振时，经济增速底将至	明年经济增速降至 5.8-6%。 1. 消费：明年继续承压，长期潜力可观。汽车销售增速明年有望缓慢升至 1%，房地产销售则将继续在扩张与收缩边缘徘徊。 2. 投资：商品房投资增速或将降至个位数，存量房和保障房有潜力对其进行对冲；项目到位+资金到位，基建高点将再度前置，全年地方专项债或达 3-3.2 万亿	明年将继续偏宽松，财政政策为主，货币政策为辅。 1. 合理放宽对赤字的容忍度，财政政策能够赢得更多施展空间 2. 短期流动性通过定向或全面降准补充。中长期引导公开市场操作利率下行是主流操作，如出现极端情况则可能全面降息。	1. 上行因子：更大力度的减税降费政策出台，包括但不限于个税、企业税及关税的调降；贸易关系出现突破性进展。 2. 下行因子：对赤字严格限制，制约财政收支；贸易摩擦加剧；猪肉调控政策失灵，倒逼加息。
美国：2019 一枝独秀，2020 或适度放缓	各种信号暗示明年经济增速放缓的概率相当大，但尚不至于发生衰退。 1. 纽约联储衰退模型继 2008 年后再次发出危机预警信号 2. 非金融企业杠杆率见顶，企业偿债能力受挑战 3. 美债抛售潮暗示市场对美国经济前景不确信 4. 制造业 PMI 及财政赤字则从经济指标的角度发出警告 根据目前的预测，明年美联储降息 1-2 次的可能性较大。		1. 对外贸易：中美以谈代打，2020 年发生严重冲突的可能性有所降低；美欧之间冲突继续，但点到为止 2. 总统大选：历史经验及民调来看，特朗普连任概率大；民主党若胜选则拜登有可能上位。
欧元区：2019 或已见底，2020 有望温和复苏	成也外需败也外需，明年经济有机会温和复苏。 1. 美国明年注意力将更多地放在国内大选，令欧洲尤其德国的外需环境有喘息之机。 2. 听其言观其行，在精神上继续当美国的盟友不妨碍欧洲部分国家开始在行动上与中国建立更多的贸易联系		1. 短期风险：英国大选与脱欧 2. 中期风险：更多成员国考虑脱欧，一体化受到威胁 3. 长期风险：后默克尔时代谁能挑起扛欧大旗

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观组：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citcifs.com

从业资格号 F0276368

投资咨询号 Z0011352

联系人

罗奂劫

021-60812979

luohuanjie@citcifs.com

从业资格号 F3016675

目 录

一、综述：全球经济的趋同与分化	5
二、中国：长短因素共振时，经济增速底将至	9
2.1 消费：明年继续承压，长期潜力可观	10
2.1.1 以人为本，慢变量为消费打基础	10
2.1.2 多管齐下，快变量为消费拓空间	15
2.2 投资：房地产投资增速或将降至个位数，基建明年年初将发力	19
2.2.1 “房住不炒”引导下，房地产市场内生结构将发生重要转变	19
2.2.2 项目到位+资金到位，2020 年年内基建高点将再度前置	24
2.3 政策展望：财政政策为主，货币政策为辅	26
2.3.1 通过政策有效性预测政策倾向	26
2.3.2 2020 年政策展望：财政政策有看点，货币政策做辅助	31
三、美国：2019 一枝独秀，2020 或适度放缓	37
3.1 回顾：2019 年经济一枝独秀	38
3.2 展望：多信号发出预警，2020 年美国或进一步放缓	41
3.2.1 信号一：纽约联储衰退模型	41
3.2.2 信号二：非金融企业杠杆率	42
3.2.3 信号三：美债抛售潮	42
3.2.4 其他信号	43
3.2.5 美联储货币政策预判	43
3.3 2020 年美国潜在风险点初探	44
3.3.1 对外贸易	44
3.3.2 美国总统大选	46
四、欧洲：2019 或已见底，2020 有望温和复苏	51
4.1 回顾：欧洲 2019 年经济差强人意	51
4.2 展望：欧洲 2020 年经济或温和复苏	52
4.3 2020 年欧洲潜在风险点初探	54
4.3.1 短期风险：英国大选与脱欧	54
4.3.2 中期风险：英国脱欧后遗症——欧盟恐掀起脱欧潮	55
4.3.3 长期风险：谁能接过默克尔的扛欧大旗	57

图表目录

图 1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置	5
图 2：全球 GDP 总量前 20 大经济体 2019 年前二季度经济增速对比	6
图 3：全球制造业 PMI 和服务业 PMI	7
图 4：中国制造业 PMI 和服务业 PMI	7
图 5：美国制造业 PMI 和服务业 PMI	7
图 6：欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI	7
图 7：中国企业综合 PMI 和消费者信心指数	7
图 8：美国企业投资信心指数和消费者信心指数	8
图 9：欧元区企业综合 PMI 和消费者信心指数	8
图 10：广义货币占 GDP 比率对比（发达经济体）	9
图 11：广义货币占 GDP 比率对比（新兴经济体）	9
图 12：中美欧日四大央行资产负债表规模占其 GDP 总量比重	9

图 13:中国经济增长率及各分项对经济增速的拉动.....	10
图 14:经济增长贡献率	10
图 15:总人口数、总人口增长率变化.....	11
图 16:孩次生育率变化	11
图 17:2017 年人口结构图	12
图 18:2027 年人口结构预测	12
图 19:生命周期对消费的重要意义: 美国婴儿潮的启示	13
图 20:移民对经济意义: 德国的启示	13
图 21:美国、日本及德国净移民	13
图 22:用区域协调发展取代“抢人大战”	14
图 23:人均消费支出变化.....	14
图 24:2018 年社会零售销售结构	15
图 25:2019 年社会零售销售结构(截至 10 月)	15
图 26:汽车购置税优惠政策及其对狭义乘用车销量累计同比增速的影响.....	16
图 27:公路网密度对比	17
图 28:人均公路长度对比.....	17
图 29:千人汽车保有量对比	17
图 30:各收入水平居民人均可支配收入平均年增速.....	17
图 31:商品房销售额及销售面积累计同比	18
图 32:个人住房贷款余额及加权平均利率	18
图 33:百城房价同比增速.....	19
图 34:住宅待售面积及累计同比.....	19
图 35:房地产上中下游累计同比	19
图 36:三季度以来房地产政策在各个层面均显著收紧	20
图 37:住房开发贷款余额同比增速放缓	20
图 38:新增信托项目投向房地产增速及其占比	20
图 39:房地产信托余额及占比.....	20
图 40:实施紧缩政策城市数量统计	20
图 41:房地产开发投资完成额累计值占比(按建筑类型分).....	21
图 42:房地产投资及各分项增速(按建筑类型分)	21
图 43:房地产开发投资完成额累计值占比(按建筑环节分).....	21
图 44:房地产投资及各分项增速(按建筑环节分)	21
图 45:全国公共财政住房保障支出及其构成.....	23
图 46:地方公共财政住房保障支出及其构成.....	23
图 47:棚户区改造规模变化	23
图 48:住宅销售面积与家电销量累计同比	24
图 49:住宅销售面积与建材家居销售额累计同比	24
图 50:发改委批复可行性研究报告数量(按月份)	24
图 51:发改委批复可行性报告数量(按项目类型)	24
图 52:固投完成额 vs 发改委项目批复数	25
图 53:2019 年发改委项目月度批复情况	25
图 54:地方债发行额度(按月)	25
图 55:工业增加值当月同比	26
图 56:CPI 当月同比.....	26
图 57:政府购买及税收收入对经济增长的乘数效应.....	27
图 58:政府购买及税收收入对物价的乘数效应	27
图 59:传统货币政策工具对经济增长的乘数效应	29

图 60:利率双轨制示意图	29
图 61:传统货币政策工具对物价的乘数效应	30
图 62:SLF 对经济增长及物价的乘数效应	30
图 63:SLF 操作量存在脉冲式形态	30
图 64:公共财政收入及其分项占比 (中央及地方)	31
图 65:公共财政收入及其分项占比 (税收及非税)	31
图 66:税收收入构成十年对比	32
图 67:美国 80 年代 GDP 及各分项同比增速	33
图 68:美国 80 年代联邦财政各税种收入	33
图 69:全国公共财政支出构成十年对比	33
图 70:全国政府性基金收入与支出同比增速	34
图 71:中央及地方政府性基金收支差额	34
图 72:央行通胀容忍度蠡测	34
图 73:CPI 同比及环比增速	35
图 74:PPI 同比及环比增速	35
图 75:食品类、非食品类及核心 CPI 同比涨幅	36
图 76:对 CPI 拉动因素分析	36
图 77:生猪价格季节性	36
图 78:猪价及生猪存栏	36
图 79:已经成型的利率走廊	37
图 80:正在打造中的另一条利率走廊	37
图 81:美国 5 年季度 GDP 变化	38
图 82:美国 5 年失业率变化	38
图 83:美国 5 年季度 GDP 构成情况	39
图 84:美国 ISM 制造业 PMI	40
图 85:密歇根大学消费者指数	40
图 86:2019 年财年美国政府财政状况	40
图 87:纽约联储衰退模型预测 2020 年经济衰退概率较高 (截至 11 月)	41
图 88:非金融企业杠杆率处于高位 (截至 2019 年 Q3)	42
图 89:美国 2020 年总统选举流程一览	46
图 90:RealclearPolitics 的民调支持率 (前 4 轮辩论)	47
图 91:昆尼皮亚克大学民调支持率 (前 4 轮辩论)	47
图 92:联合民调显示各类选民对特朗普连任的不支持率	49
图 93:欧元区及主要成员国经济增速对比	52
图 94:欧元区及主要成员国制造业 PMI 对比	52
图 95:欧元区及主要成员国长期国债收益率对比	53
图 96:德国财政盈余	53
图 97:英国大选结果的三种发展路径	55
表 1: 五等分分组城乡居民人均可支配收入与极值比	17
表 2: 《土地管理法》重要修订内容一览	22
表 3: 美债五大持有国持有情况一览 (截至 2019 年 9 月)	43

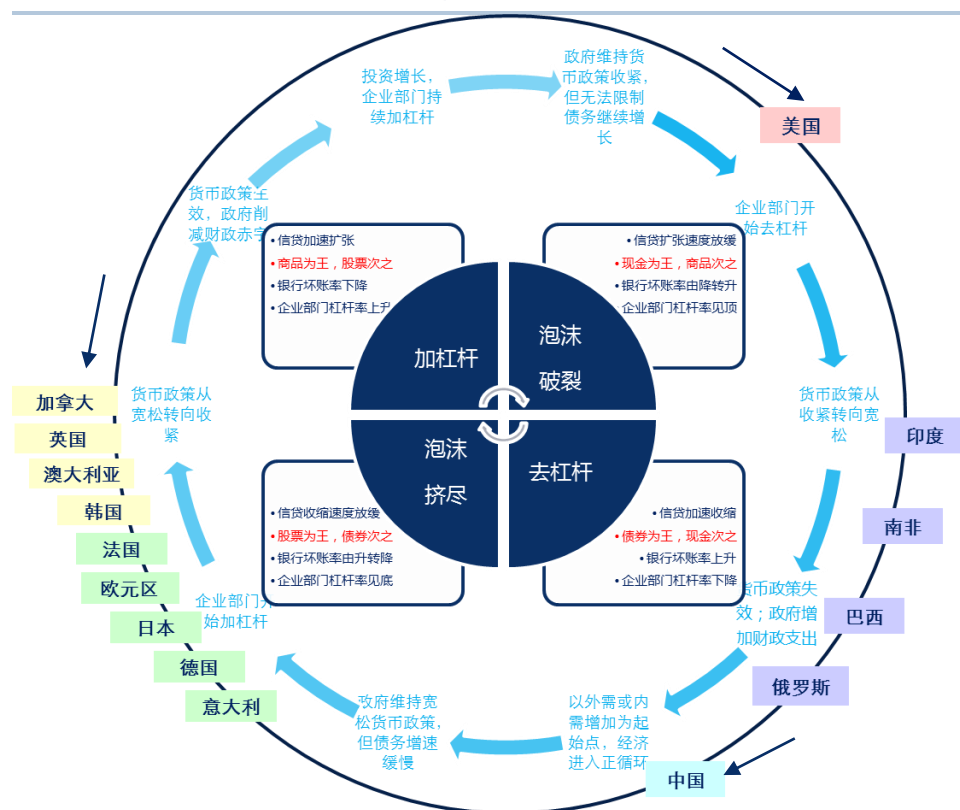
一、综述：全球经济的趋同与分化

信贷周期，是指社会整体在内生和外生的机制、因素的合力下所形成的信贷收缩和信贷扩张的循环往复的现象。将整个信贷周期分为“加杠杆-泡沫破裂-去杠杆-泡沫挤出”四个阶段，分别可对应经济周期理论中“复苏-繁荣-衰退-萧条”四个经济阶段。在四个阶段中，公共部门和私营部门的表现也呈现出周期性的特征。基于各经济体在信贷周期中所处的位置，我们就可以对该经济体未来的运行形势以及可能出台的相应政策加以预判。

在过去的一年中，主要经济体在周期中的位置发生了移动。这些位移可以总结为三类：其一，美国已经跨越了本轮高点，经济分项中一些不和谐音令整体经济增速出现持续下行的前兆；其二，以中国为首的新兴经济体在去杠杆周期中继续前行，经济增速持续承压下行；其三，部分非美发达经济体出现了“开倒车”的情形，经济复苏的节奏被打乱。

过去数年，我们关注的主要经济体在周期时钟的位置相当分散，但是上述三股力量汇集起来，全球经济格局正在被重塑，经济体在周期中所处的位置变得相对集中了一些。而正是经济格局的变化，令全球各大央行的货币政策从此前的各自为政变成“齐步走”，越来越多的央行选择以各种方式放松货币政策，新一轮宽松周期再度降临。

图1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置



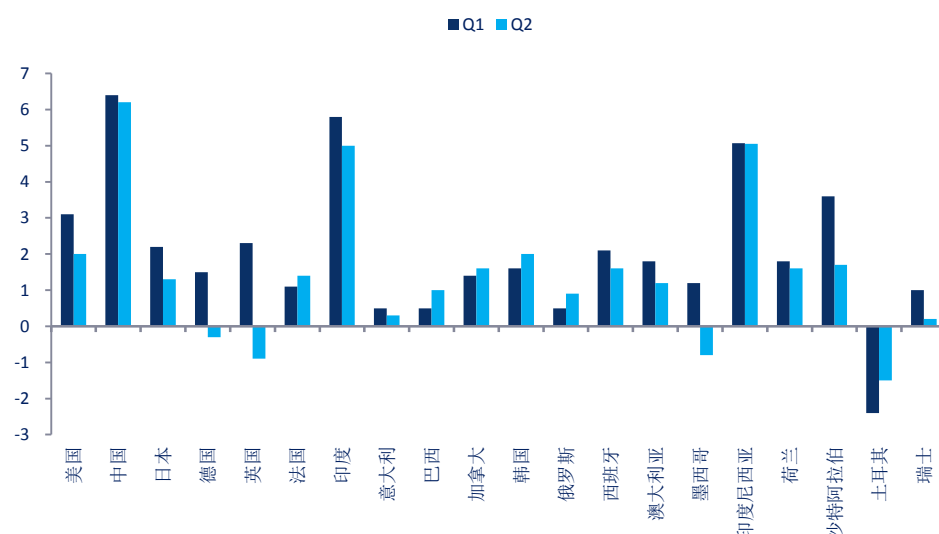
资料来源：中信期货研究部

尽管我们在周期时钟上观察到了“聚拢”的现象，但是这种“聚拢”只是相对概念。如果对全球经济进行更加细致的观察，不难发现，在各个层面上，分化依然存在——

从宏观层面，可以看到经济增速绝对值的分化。以中国为例，从趋势上来看，中国经济增速在进入去杠杆周期之后一直在下滑，但是从绝对值来看，中国 GDP

季率仍然在全球经济体当中属于佼佼者。推而广之，当前经济韧性较强的新兴经济体(如中国、印度、印尼)的经济增速中枢仍然较高，与发达经济体以及经济韧性较弱的新兴经济体形成了分化之势。

图2: 全球GDP总量前20大经济体¹2019年前二季度经济增速对比



资料来源: 国际货币基金组织 Wind 中信期货研究部

从中观层面，则是制造业和服务业的分化。我们通过制造业和服务业 PMI 以观察制造业和服务业的情况，当前，全球制造业已经陷入萎缩，服务业尽管增速放缓，但是仍然处于扩张之中。从美国的数据来看，服务业在扩张过程中能与制造业实现同步，但是在收缩过程中却比制造业更加“抗跌”，在 2015 年期间甚至能够摆脱制造业带来的颓势，扩张速度不减反增。行业韧性的分化，充分说明美国作为消费拉动型经济体，其服务业非常完备，但制造业空心化导致的产业链缺失，令其制造业“随波逐流”，随着经济环境的波动而大起大落。

欧元区在 2018 年之前，制造业与服务业还处于“一损俱损、一荣俱荣”的状态，但是在今年年初，二者出现了非常明显的分叉。制造业自 2018 年年初开始，从阶段性高点一路下滑，在 2019 年正式由扩张区跌入收缩。欧洲制造业最近两年的颓势，与美国单方面挑起贸易摩擦的时间点完全吻合，从侧面反映作为美国最大的贸易伙伴，欧洲制造业过度依赖美国的需求。当美国的商品需求被贸易壁垒所阻拦时，欧洲制造业的供应受到打击自是情理之中。

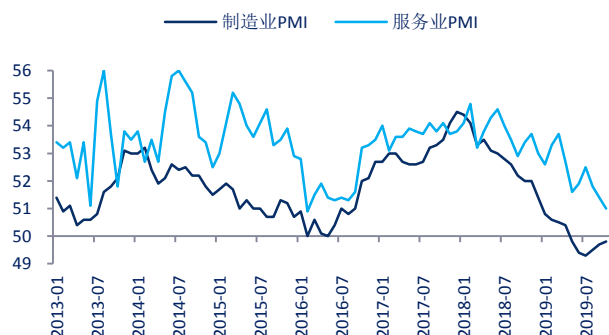
中国制造业和服务业的表现独立于欧美，有着自身特有的形态。在相同观察周期内，中国服务业的表现始终优于制造业，当前中国制造业和服务业之所以呈现这样的形态，中国经济转型不无关系：固定投资拉动对经济的贡献率正在下降，而消费拉动对经济的贡献率不断上升。将上述趋势投射到中观产业上，自然表现为制造业的扩张程度受限，服务业的扩张备受瞩目。

此外，我们还观察到一个很重要的区别：中国的服务业和制造业 PMI 数据的波动范围相对较小，尤其是制造业，其相对稳定性非常明显，这种韧性是中国不断完善产业链的结果：按照广度来看，改革开放以来，中国的人口红利带来的“中国制造”浪潮，令我国拥有 39 个工业大类、191 个中类、525 个小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部门类的国家；按照深度来看，随着近年来人口红利的退潮，人才红利又触发了工业向着高科技、高附加值的“中国智造”转变。不可否认，中国产业链中还有一些薄弱环节，但是在“中国制造 2025”的引领下，为已

¹ 全球 GDP 总量前 20 大经济体，是按照 IMF2018 年以国际汇率计价的 GDP 数据进行排序

有的产业和产品创造新的应用场景，为关键核心领域的创新和突破提供必要支持，这些薄弱环节将会被不断查漏补缺，为经济注入活力以保持韧性。

图3: 全球制造业PMI和服务业PMI 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图4: 中国制造业PMI和服务业PMI 单位: %

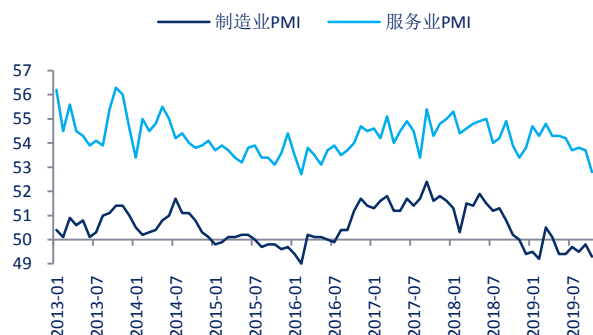
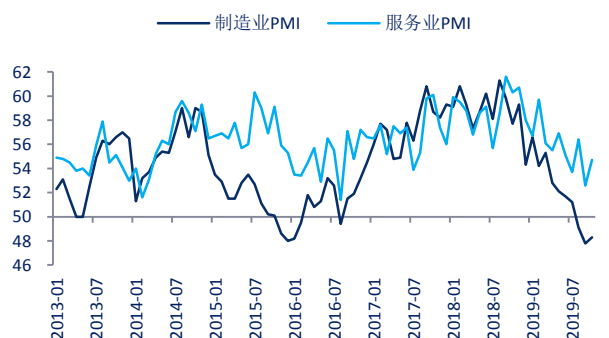
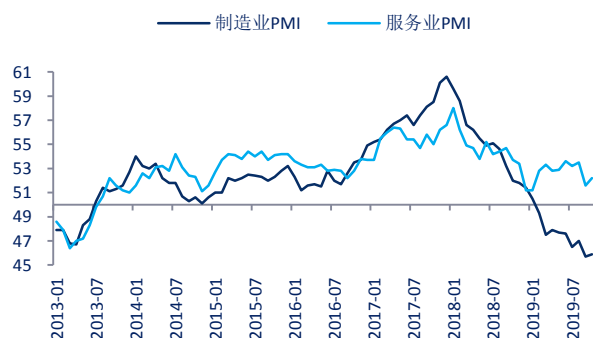


图5: 美国制造业PMI和服务业PMI 单位: %



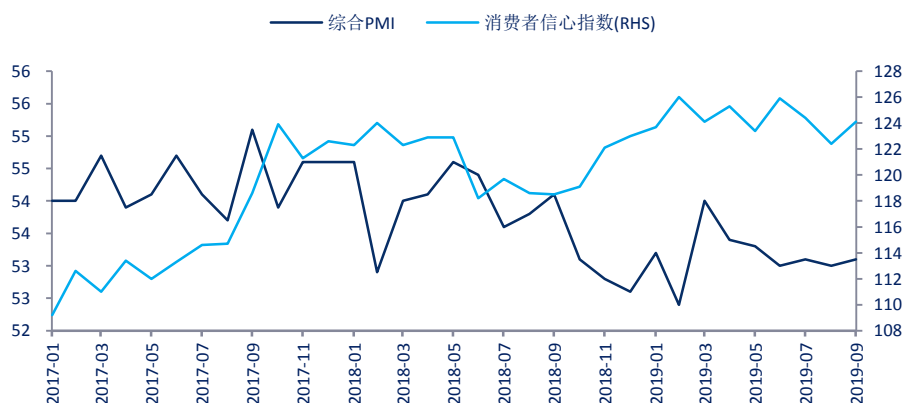
资料来源: Wind 中信期货研究部

图6: 欧元区制造业PMI和服务业PMI 单位: %



从微观层面，我们不难注意到投资和消费信心的分化。受到全球贸易格局不确定性带来的影响，过去两年间，中美欧三个区域企业信心均在下滑，与消费者信心的趋势形成了鲜明对比。尤其是正在进行经济结构转型的中国，消费者信心更是稳中有升。当供给侧改革遇上经济结构向消费拉动型转变，社会库存周期仍然处于被动去库存的阶段，当社会库存见底并转入主动补库存阶段时，经济增速的新稳态才会到来，金融资产的趋势性投资机会方能显现。

图7: 中国企业综合PMI和消费者信心指数



资料来源: Wind 中信期货研究部

图8: 美国企业投资信心指数和消费者信心指数

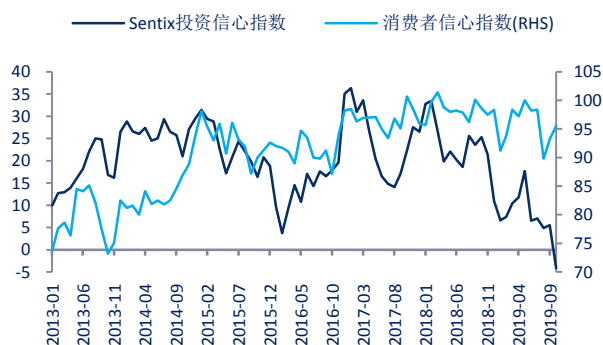
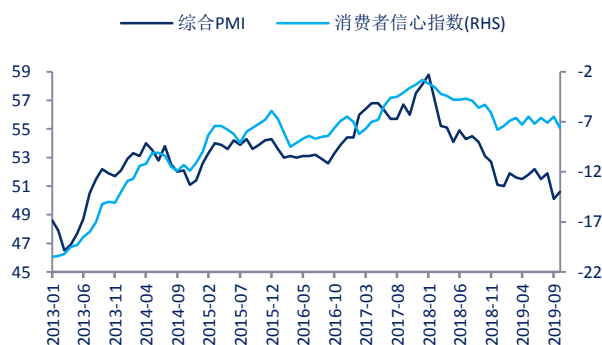


图9: 欧元区企业综合PMI和消费者信心指数



资料来源: Wind 中信期货研究部

既然各大经济出现了相对趋同,但经济各个层面又存在分化,那么全球主要央行在未来又将如何应对这一局面呢?无论宽松与紧缩,与其预测各大央行能不能施行相关政策,不如先观察其还有多少施政空间。

从**广义货币占GDP比率**来看,发达经济体中欧元区²和日本货币量均已数倍于GDP,货币政策属于超宽松行列,但也正是由于这种超宽松的状况,欧洲央行及日本央行即使释放更多宽松政策,政策的边际效应已经微乎其微。瑞士央行最近十年该比率出现了快速拉升,这与该央行此前施行与欧元的联系汇率制有关,在2015年瑞士法郎放弃盯住欧元之后,这一比率的上涨速度有所缓和,但是从绝对值来看处于高位。澳大利亚、韩国和英国该比率均超过100%,区别在于澳大利亚已经连续两年降低,但韩国和英国已升至150%一线。无论从趋势还是从绝对值来看,美联储是上述所有发达经济体央行中最偏“鹰”的,即便在实施QE期间,比率都未曾超过100%。

对比新兴经济体的广义货币占GDP比率,尽管所有统计对象在最近2-3年间该比率无一例外出现下降,但是从最新数据而言,中国仍然以接近200%的水平居首,其余新兴经济体该比率均低于100%。

影响广义货币的因素可以分成两部分,一部分是基础货币,另一部分则是货币乘数。由于货币乘数的影响因素众多且机制复杂,央行无法完全控制,因此,在讨论央行货币政策时,我们应当考虑央行可以完全掌握的因素,即基础货币。

因此,可以用**资产负债表规模占GDP比率**更进一步检视央行在发行基础货币时究竟是“鸽”还是“鹰”。对比这一数据时,我们注意到日本央行仍然是大鸽派,美联储依旧偏鹰,欧洲央行和中国人民银行的状况发生了一些变化:欧洲央行确实通过QE、LTRO和T-LTRO进行了扩表,令其资产负债表占GDP比率在最近五年间出现显著攀升,但其绝对值目前略低于40%;中国人民银行该比率自2009年达到

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_8774

