



2020 年经济试探着陆，风险仍大

报告日期：2020年12月28日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongyds@foxmail.com

〈唐·刘禹锡〉《杂曲歌辞·浪淘沙》：“千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金”

1. **核心矛盾**：增速下行的存量经济下，各部门类大量主体创造的净现金流不足以支撑业已形成的臃肿资产负债表，利率不降，再扩表有破裂风险。
2. **宏观政策**：货币政策偏紧（已考虑降息），财政政策偏紧。
3. **阶段评估**：宏观经济将试探新增速平台，硬着陆风险仍大。
4. **趋势机会**：2020 年宏观经济寻底主导，风险资产回报率受到流动性和经济压制，仅从国别经济预期差角度，建议组合：**做多上证 50 指数，做空道琼斯/标普 500/纳斯达克指数**。推荐**国债和黄金**；货币上**看好日元、欧元、看淡美元**。
5. **商品**：化工品大类耐用品更新，化工股和化工期货机会；农业端：动植物蛋白供需缺口较大，关注豆类、肉类及股票机会。
6. **居民杠杆高企**：居民部门收入增速有限，债息支出稳定，约束消费增长，不利于消费端支撑宏观经济。
7. **房地产**：上市、非上市公司卖房自救会进一步增加；婚龄人口下滑及生育意愿下滑，双双影响预计政策变相放松，但行业趋势不变，依然疲软。

一、前言

1.1 2019 年分析回顾与总结

我们在 2019 年宏观经济展望报告《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》中提到：政策上货币政策预计相对宽松；财政政策，谨慎中性，宽松空间小。房地产领域，预计政策变相放松，但行业趋势不变，依然疲软，**这些均成为事实**。基于股市估值的友好，流动性不友好。经济潜在增长率下降，使得现金流量表恶化，通过资产负债表收缩，资产价格重估是必然的。我们得到的判断是，2019 年没有显著的股市趋势机会，波动率也会相当无序。**从上证指数看，市场的确如此。当下**，宏观经济的疲软和系统性流动性弱化的趋势依然存在。

英大宏观 2019 年推荐机会，运行结果如下（截止 2019/12/27 计算）

- ① 做多 10 年期国债 ETF **盈利** 2.18%。
- ② 做多黄金： 黄金 ETF（518880）——**盈利** 19%。
山东黄金——**盈利** 50.03%，最高盈利达 90%。
- ③ 对冲组合：做多 AH 指数，做空道琼斯/标普 500/纳斯达克指数。
策略收益（多 A50, 空道琼斯）**盈利** 14%（A50, 36.54%-道指 22.5%）。
- ④ 货币（相对 CNY）： 做多日元，**盈利** 3.4 %，
做多欧元，**亏损** 0.88%，
做空美元，**亏损** 1.89%。

2018 年，市场存在责怪去杠杆导致经济下滑的言论，进而在 2019 年管理层提出了稳杠杆，减少大家对于去杠杆的忧虑和信用负反馈的担心，结果 2019 年，整体的杠杆率水平录得了新高。中国社科院国家金融与发展实验室日前发布报告显示，2019 年三季度，实体经济部门杠杆率 251.1%。就全年而言，宏观杠杆率升幅约在 8~10 个百分点。目前的去杠杆政策已经被放弃，房地产政策放松限制与房住不炒并行存在，是否会放任杠杆扩张，仍然有待观察。

过去的一年，中美贸易冲突问题，得到广泛关注并且在双方的讨论中，逐渐

得到共识点，但必须认识到，这种冲突将长期存在，且伤害双方的经济发展。中国内部改革走向，判断方法相对简单：如果**改革若能满足福利的帕累托改进，凝聚的市场力量就大，成功概率就大，反之也真**。高增长时代，改革的核心是释放效率；低增长时代，改革的核心要注重公平，以公平促效率。

除此外，“一刀切”的政策对居民生活或者企业生产产生较大干预，经常会通过资金流向，破坏金融市场的生态规则。供给侧改革已经退出舞台，国内工业品价格仍保持绝对较高的价格水平，而农业领域，动物蛋白供应量不足，持续存在，受限于生猪养殖周期，CPI 食品通胀预期越发强烈。**宏观经济系统依赖的价格稳定条件逐渐被破坏，形成两个新常态：①工业品领域的商品原料供应相对集中，竞争程度已经大大下降，容易形成垄断。②农业品领域的生产受到行政干预产能波动较大。这些新常态意味着更加脆弱的系统弹性，价格波动放大。**

2019 年，在价格和数量的指引下持续跟踪中国宏观经济走势，得到了较为准确的分析判断。不像自然科学的公理、定理逻辑一样具备普适性，通常我们讲的经济逻辑是需要前提的。为挑起客户或者投资者的神经，刻意制造“耳目一新”容易误导投资者。基于数据，梳理不同主体的约束和选择逻辑，减少先入为主的偏见和局限，清晰认识市场和经济的尽可能多维度的面目。基于事实和简单逻辑，辅助多方位的信息约束得到的市场分析，相比传统的基于逻辑，选择事实进行架构的分析框架更为贴近实际。下面是我们 2019 年的部分报告列表：

- 0215- CPI 和 PPI 的通缩趋势与证据
- 0228- PMI 收缩加剧与经济风险增大
- 0305- 2019 年政府工作报告解读
- 0309- 供需端双重力量，推动 CPI 和 PPI 通缩
- 0310- 货币数据与宏观利润分析—展望审慎
- 0318- 2019 年两会重点荟萃及点评
- 0401- 关注大型企业 PMI 未来跌破临界的风险
- 0414- CPI、PPI 仍看淡，通胀风险不大
- 0414- 货币数据分析—宏观杠杆率继续上升
- 0506- 经济下行风险升，展望大型 PMI 破荣枯线
- 0509- PPI 看淡，CPI 通胀风险也不大
- 0520- 宏观经济评估与股票市场展望
- 0605- 经济压力提升，谨防大企业酿风险
- 0617- 经济前景，价格领航—PPI 展望通缩、CPI 局部通胀
- 0701- 关注大型企业经营状况，提高风险意识
- 0711- 美联储在宽松之门外的矫情原因
- 0714- 经济得过且过，价格局部通胀

- 0803- 价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚
- 0810-食品通胀、工业品通缩，引致系统风险增大
- 0902- 宏观经济可能会进一步萎缩
- 0915-食品通胀叠加全球制造业收缩，系统风险大
- 1005- 宏观经济预计仍将萎缩
- 1019-猪肉贵，其他农产品会涨么？
- 1102- 全球制造业状态严峻，防范意外冲击
- 1111-滞胀扩散，不见终点？
- 1202- PMI 季节反弹，经济未来仍谨慎。

贯穿全年，我们清晰的展示了农产品的涨价逻辑和工业品的价格见顶回落的逻辑。在实体经济的数量层面，对 PMI 的整体走势做出了清晰的判断，而在于 PMI 的结构性问题，我们也从系统论的角度进行了梳理，基于事实的情形下，用系统论思想做简单推演，得到的结论和事后经济的运行状况较为吻合。结合价格和数量两个维度数据，综合政策上的新老变化如何影响 2020 年经济是我们下面要讨论的。

1.2 2019 主要资产回溯

1.2.1 物极必反？

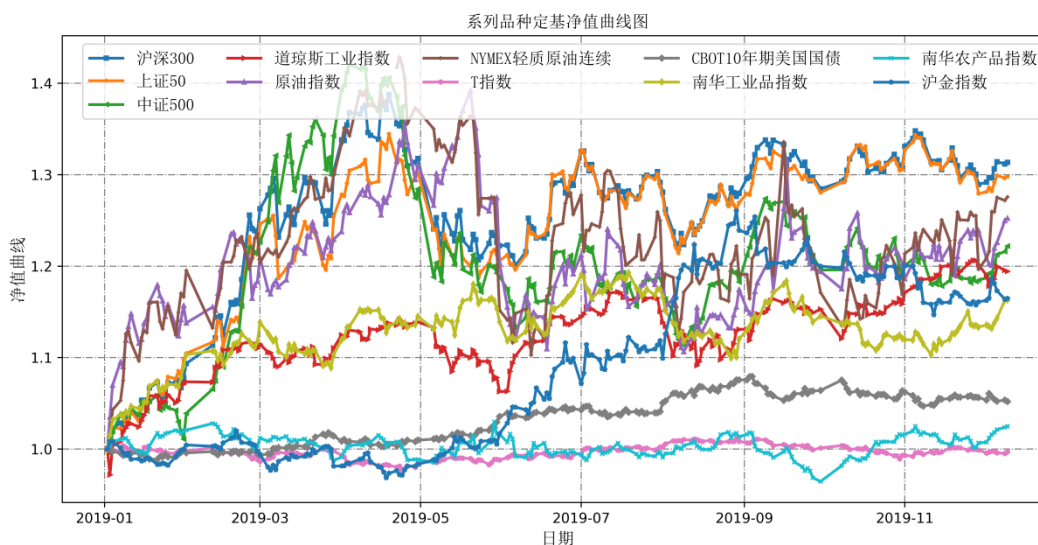
从图表可以看出，截至目前，2019 年回报率最好的是沪深 300 达到 31.3%，其次上证 50，而在 2018 年沪深 300 回报垫底；原油回报率排第 3，超越中证 500 的 22.2%；回报率最差的是 10 年期国债期货，其次为南华农产品指数为 2.5%，而 2018 年南华农产品下跌 8%，南华工业品指数跌幅 16%（2018 年为-3%）。从当前的经济考量角度看，未来如果美国经济进一步下行，带来的美联储减缓，甚至暂停加息的预期将会继续推动避险资产上升。暂停加息或者降息，将对避险资产更为利好，而不是风险资产。

重要资产价格指数

起点:20190101	20191210 净值
沪深 300	1.313
上证 50	1.298
NYMEX 轻质原油连续	1.276

中证 500	1.222
道琼斯工业指数	1.194
沪金指数	1.165
南华工业品指数	1.163
CBOT10 年期美国国债	1.052
南华农产品指数	1.025
T 指数	0.997

数据来源：英大证券研究所，WIND；



数据来源：英大证券研究所，WIND

1.2.2 金融强、实体弱，大类资产共振分化

从资产波动率共振角度，我们以沪深 300 为参照，分析了股票指数、商品指数、国债指数、贵金属之间的关系。分析周期包含年度、季度、月度、日具体品种包括：

- ①股票指数（沪深 300、上证 50、证券公司、中证 500、恒生指数、道琼斯工业指数）；
- ②国债指数期货（CBOT10 年期美国国债、T 指数）；
- ③商品指数（南华工业品指数、原油指数、NYMEX 轻质原油连续、焦煤指数、螺纹指数；南华农产品指数）；
- ④贵金属指数（沪金指数）。

总体来看，有以下几个特征：

中美股权资产的不同周期的共振度很高。无论你是否承认外盘影响这个问题，事实就是二者的关系十分紧密（分析见 3.4）。在年度级别，季度级别，月度级别，日级别，上的相关性十分之高。股权资产和商品之间，保持了大周期级别的负相关共振关系。隐喻是，过去的经济下滑过程中，资金配置流向了高流动性股权资产，而离开了实体经济的基本构成要素，商品资产。前者以上涨宣告独一无二的地位。全球资金流向美国，以至于形成美国债市和股市的共向性运动特征。中国的债市和股市有跷跷板效应，此消彼长相对显著（见上面 1.1 部分）。**但这种风险资产偏好，而实体资产厌恶的市场特征是不可持续的。**总有企业会发现用股市的资金复制一个“自己”需要的成本并不高，那么实体资产就会受到青睐。很多因为本轮经济下滑、政策转型冲击而供给减少过度的企业会在修复后，获得较大的增长空间。食品（猪肉、鸡肉）供应企业及动物饲料企业和信息“养料”及通讯设备—5G 科技消费类商品和服务供应企业会在经济相对低迷阶段获得较好的回报。

品种	年度	品种	季度	品种	月度	品种	日度
沪深 300	1.00	沪深 300	1.00	沪深 300	1.00	沪深 300	1.00
上证 50	0.94	上证 50	0.96	上证 50	0.95	上证 50	0.98
证券公司	0.81	中证 500	0.93	NYMEX 轻质原油	0.90	证券公司	0.97
中证 500	0.76	证券公司	0.80	证券公司	0.89	中证 500	0.82
恒生指数	0.58	恒生指数	0.80	恒生指数	0.86	恒生指数	0.65
道琼斯工业指数	0.35	道琼斯工业指数	0.74	中证 500	0.78	CBOT10 年期美国国债	0.44
CBOT10 年期美国国债	0.07	NYMEX 轻质原油	0.68	道琼斯工业指数	0.69	焦煤指数	0.06
沪金指数	0.01	南华工业品指数	0.49	原油指数	0.61	原油指数	0.05
南华工业品指数	-0.04	焦煤指数	0.41	螺纹指数	0.31	南华农产品指数	0.03
南华农产品指数	-0.10	南华农产品指数	0.39	南华工业品指数	0.25	NYMEX 轻质原油	0.00
螺纹指数	-0.14	螺纹指数	0.36	T 指数	-0.01	道琼斯工业指数	-0.02
NYMEX 轻质原油	-0.30	CBOT10 年期美国国债	0.09	沪金指数	-0.09	南华工业品指数	-0.16
		沪金指数	-0.35	焦煤指数	-0.17	螺纹指数	-0.35

		T 指数	-0.51	CBOT10 年期 美国国债	-0.26	T 指数	-0.40
				南华农产品指数	-0.30	沪金指数	-0.61

数据来源：英大证券研究所，WIND

为什么认为实物资产需要膨胀，而不是股权资产更具备膨胀的需要。很简单，经济复苏的最显著标志——产业扩张。企业要扩大再生产，要么挤占其他企业市场空间，要么是利润扩张，而利润扩张，这就需要企业的商品、服务价格上涨或者生产原料价格下跌。在农业领域，大部分农产品价格连续下跌几年，且发生了行业性产能下降，而刚性需求量仍然持续增长（后文对本部分的论述进行更多分析）。从风险平衡角度出发，在风险资产和避险资产进行适当分配，加大农业产业链配置十分必要。在 2019 年初的年度报告中我们写到“中美贸易争端这个全球的焦点来看，持久性的中小分歧干扰金融市场。单从波动率预期角度，买入对冲波动率放大的避险资产也是题中之意”。这个论述我们将调整为“制造业进一步下滑，放大宏观经济的风险在迅速放大，且这种下滑本身在大国之间形成回荡，放大经济风险和波动的概率相对较大，对冲风险的需要仍然十分必要。”。

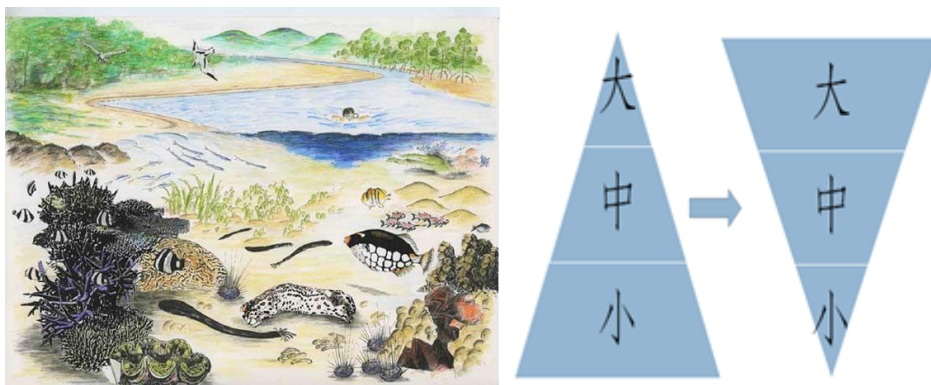
二、系统稳定之忧，依然存在

系统稳定评估部分是 2019 年宏观经济展望报告中设置的内容。从目前来看，系统性风险的隐忧并未减轻。经济暂未找到承接房地产促进 GDP 增速企稳的产业，因此从这个角度来看，经济下行的企稳增速是很难预判的，这也是需要提醒投资者关注的风险。我们下面从系统以及系统构成，系统的科技链接，系统的制度约束出发进行分析。

2.1 政策致力系统多样性，则经济稳

经济是一个系统，系统里遍布不同主体、不同逻辑的资金流循环。市场主体按规模有大有小，按生产效率有强有弱，按产业链环节有上游有下游，共同构成

一个稳定的宏观经济。大型经济体的市场主体多样性从规模到强弱都有极其丰富的构成，因而耐冲击性也更强，而产业单一，规模单一的小经济体耐冲击性就相对更弱（东南亚金融危机，拉美经济危机，俄罗斯债务危机等）。一个经济体的多样性灭失将大大增加系统的脆弱性和风险性。经济系统中，显性的构件是市场秩序制度。市场秩序是非道德的法治为核心的，以主体平等、商业契约为落脚点的经济秩序。在中国特色市场经济中，市场主体的大小和企业属性不容忽视。国企享有各式各样的超民企的法律地位和融资便利。这意味着市场主体的平等性程度要差一些。



数据来源: w3.u-ryukyu.ac.jp Copyright 2004-8. University of the Ryukyus; 英大证券研究所

2.2 从宏观到微观——工业技术链接和传导

工业技术分散化掌握在不同市场主体手中，是存在产业链的前提。系统内部的上下游产业相互依存，丰富的上下游企业，有利于提供大量的选择，和在一些

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_7669

