

# 多重周期的共振与变局

## ——2020年宏观策略展望

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890517120001

电话：021-20321005

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

分析师：张菁

执业证书编号：S0890519100001

电话：021-20321070

邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

### 相关研究报告

1 《近三个季度的“稳态”会否因贸易缓和信号打破？》 2019-10-15

2 《全球新一轮宽松周期开启》 2019-08-10

3 《避险思路为前提，寻找充足安全边际》 2019-08-08

4 《结构性资产荒逼近——2019年中期宏观策略报告》 2019-06-25

### □ 投资要点：

◆ **大变局时代的 2020。**2020 年我们可能正处于一个全球治理模式与投资模式的转折点。从外部环境来看，世界经济正处在国际金融危机后的深度调整期，技术周期正处在新一轮技术革命的孕育期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。从国内来看，2020 年是全面建成小康社会的收官之年，是“三大攻坚战”的收官之年，资管新规过渡期的最后一年，多重目标交织。同时，我们将面临步入高质量发展的深化阶段、新资管时代即将开启、国内市场对外全面开放的步伐在加快等新的环境。

◆ **展望 2020 年，国内经济将总体将保持平稳，“稳增长”压力前低后高。**随着稳增长措施将逐步见效，地产投资的“韧性”持续和库存周期的阶段性回暖，上半年经济将会出现温和回暖。然而制约经济结构性因素仍然存在，随着各种积极因素的走弱，压力主要来自于下半年。

◆ **外部环境方面，我们认为贸易摩擦等输入性风险对市场的影响常态化。**无论是否以贸易摩擦的形式出现，外部环境的“摩擦”属性与功能具有持续性并且常态化，2020 年其边际影响将显著减弱，摩擦的持续性会造成风险偏好天花板的系统性下移。

◆ **宏观政策的总基调是稳字当头，更加注重在多重目标中寻求动态平衡。**预计货币政策边际放松空间提升，财政政策更加重视质量。

◆ **期末共振对经济和市场带来的复杂影响值得关注。**2020 年是多个周期目标的最后一年，是收官之年，也可视为决战之年。其中既有经济目标，也有监管目标。政策多目标的取舍与平衡以及过渡期的资产腾挪和处置，对经济和市场带来的影响比较复杂。

◆ **“结构性资产荒”的逻辑依然存在，对于“确定性”的追逐、对于龙头的“抱团”仍在一段时间内是市场重要的原则。**同时，市场开放背景下，外资依然是影响资产定价的重要因素。

### ◆ 2020 年大类资产展望：

- ✓ 债市展望：利率中枢大幅上行风险不大，收益率趋势性下行需要基本面重新下行的确认。
- ✓ 股市展望：结构性行情延续，但赚钱的难度增大。
- ✓ 黄金具有战略配置价值。

◆ **风险提示：外部输入性风险超预期、经济下行压力超预期、资产处置带来的冲击超预期**

## 内容目录

<b>1. 2020 年的宏观逻辑展望</b>	<b>4</b>
1.1. 回顾 2019：对确定性的追逐	4
1.2. 大变局时代的 2020	4
<b>2. 经济基本面的“稳”与“忧”</b>	<b>6</b>
2.1. 房地产的“韧性”	6
2.2. 基建投资的“托底”	8
2.3. 新一轮弱补库存周期或将开启	10
2.4. “结构性”通胀	12
2.5. 展望：2020 年国内经济将总体保持平稳，稳增长压力前低后高	13
<b>3. 贸易摩擦的常态化与边际影响的变化</b>	<b>14</b>
3.1. 加征关税的时间脉络及影响特征	14
3.2. 2020 年贸易摩擦的影响展望	16
<b>4. 多目标平衡中政策侧重于“稳增长”</b>	<b>19</b>
4.1. 宏观政策基调：稳字当头，更加注重在多重目标中寻求动态平衡	19
4.2. 货币政策边际放松空间提升，财政政策更加重视质量	19
<b>5. 期末共振的复杂影响</b>	<b>22</b>
5.1. 经济增长与系统性风险	22
5.2. 监管过渡期与信用风险	23
5.3. 政策纠偏与市场风险	24
<b>6. 市场定价中的两个新因素——结构性资产荒与外资的进入</b>	<b>26</b>
6.1. “结构性资产荒”的演绎	26
6.2. 外资进入对国内市场定价的影响	27
<b>7. 2020 年大类资产展望</b>	<b>29</b>
7.1. 债市展望：利率中枢大幅上行风险不大，收益率趋势性下行需要基本面重新下行的确认	29
7.2. 股市展望：结构性行情延续，但赚钱的难度增大	29
7.3. 黄金具有战略配置价值	30

## 图表目录

图 1：当前的这轮地产周期被拉长	6
图 2：2019 年开始建安工程对投资的拉动力量不断增强	7
图 3：近三年房地产净停工面积较大	7
图 4：房地产库存有见底回升的迹象	7
图 5：土地购置面积的回落将在后续拖累新开工	8
图 6：土地购置费降滞后土地成交回落	8
图 7：本轮基建的反弹偏弱	9
图 8：2019 年专项债投向基建的比例较低	9
图 9：今年下半年开始基建项目申报投资额开始回升	10
图 10：预计 2020 年专项债新增规模会继续增加	10
图 11：供给侧改革“扭曲”了当前的这轮库存周期	11
图 12：2019 年 CPI 的回升主要受食品项的拉动	12
图 13：猪肉存栏数据边际上好转	12
图 14：猪肉价格的上涨对猪肉在 CPI 中的权重带来影响	13

图 15: 2020 年 CPI 大概率在一季度见顶后回落.....	13
图 16: 美国对中国加征关税情况.....	14
图 17: 贸易摩擦时间线与进出口月度增速.....	15
图 18: 高新技术产品进出口月同比增速变化与贸易谈判结果关系紧密.....	16
图 19: 美国进出口额增速呈现断崖式下跌.....	16
图 20: 贸易摩擦以来美国中间品进口增速下滑最为显著.....	16
图 21: 美国各行业企业利润的变化.....	17
图 22: 美国物价水平变化.....	17
图 23: 中国对主要经济体的出口增速变化.....	17
图 24: 对东盟国家的出口贸易比重创年内新高.....	17
图 25: 贸易摩擦的反复使得市场已经进入新的“稳态”.....	18
图 26: LPR 机制改革引导信贷利率下行.....	20
图 27: PSL 从 2019 年 9 月份开始净投放.....	21
图 28: 经济稳定与金融稳定.....	22
图 29: 理财结构规模变化.....	23
图 30: 银行理财资产配置分布.....	23
图 28: 资管新规以来净值化产品发行期限分布.....	24
图 31: 民企与国信的信用二元分层.....	26
图 32: 银行理财收益与同期限的信用债收益率的比较.....	26
表 1: 历次基建行业项目资本金调整情况.....	9
表 2: 2000 年以来典型的 6 轮库存周期.....	11
表 3: 贸易摩擦加征关税调整变化时间表.....	15

## 1. 2020 年的宏观逻辑展望

### 1.1. 回顾 2019：对确定性的追逐

已经逝去的 2019 年，人们称这一年为“金猪年”，寄予了美好的期望。

尽管这一年我们经历了中美贸易谈判的反复、英国脱欧预期再起、国内金融风险的主动出清等系列宏观事件的起起伏伏，但资本市场的表现比预期的要好，大类资产中仍有很多获取高收益的机会。无论是股票、债券，还是商品，均有比较好的挣钱机会。

有意思的是，“金猪年”中“金”（黄金）和“猪”（猪肉概念股）的表现尤其出色。

股票市场走出了结构性行情，比指数呈现出来的结果要好，抱团特征明显。除了一季度由于市场情绪的回升，估值普遍回升带动市场整体上涨外，后面三个季度结构性特征非常明显，综合性指数在窄幅震荡，但外资驱动、核心资产、通胀升温、安全可控等相关的结构性行情相继上演。

债券市场相对纠结，年初的信贷超预期，年底的猪飞上天，无一不利空债券。但在海外市场负利率债规模大幅攀升与外资流入的双重支持下，长端利率品种整体依然有一个小幅的正回报。同时，在政策驱动局部信用风险修复和资金对于安全资产的追逐下，中高等级信用债信用利差明显收窄，信用债市场无疑是一个牛市。

相比起来，商品 2019 年也有相当不俗的表现，南华商品指数整体回报高达 15%。

黄金则在全球央行货币宽松、负利率资产规模大幅攀升、中美贸易摩擦升级过程中避险情绪的升温等多重因素的影响下，上涨明显，沪金全年上涨 21%。

回顾 2019 年的大类资产表现，国内政策选择的阶段性侧重点的变化及外部贸易环境的变化仍是驱动市场预期的重要的宏观变量。从时点上看，资产价格的波动与这些宏观变量的变化较为一致。但是由于切换太快，尤其特朗普反复无常更加加剧了这些宏观变量的变化速度，市场难以把握。导致的一个结果就是市场越来越追逐确定性的资产，一是与经济周期相关度低的资产，如对食品饮料、医药等行业的抱团；二是对于避险资产较为青睐；三是对政策支持力度较大且短期无法证伪的板块，如硬科技行业。

### 1.2. 大变局时代的 2020

2020 年，在农历上讲是“子鼠年”。十二生肖中，子鼠代表阴阳交接之时，也即从一种状态向另一种状态过渡的时刻。巧合的是，2020 年可能正是这样一个过渡的年份，我们处于一个全球治理模式与投资模式的转折点。从国际到国内，我们观察到了很多重要的事情正在发生，这些事情将会佐证我们的猜想。

从国际上看：

首先，世界开放的进程正在逆转。当前正处于新一轮技术革命的孕育期，科技进步停滞，而人口老龄化却愈加严重，全球经济的潜在增长率处于下行通道。同时，贸易全球化导致全球工作岗位出现大规模的转移，量化宽松吹大资产泡沫，贫富差距拉大，主要发达国家国内矛盾越积越多，民粹主体抬头，开始将本国国内矛盾向国际转移。国与国之间也在争夺下一轮技术革命的话语权。地缘政治上的摩擦会越来越多。从这个层面上讲，中美之间的贸易摩擦的阶段性缓和仍有可能反复。

其次，全球都在关注贫富差距的问题，“公平”与“效率”的取舍之间有可能开始向“效率”倾斜。美国多名经济学家开始关注贫富差距问题。同时，美国企业界也在探讨“利益相关者模

式”的公司治理新模式，强调公司发展与社会、员工等相关方的利益相容。与传统的“股东利益至上”的公司治理模式有较大区别。国内也是将“扶贫”列为三大攻坚战之一。

再次，主要央行也在反思 2008 年以来的量化宽松政策，货币政策的正常化进程成了各国央行迫切需要认真考虑的问题。2008 年以来的持续量化宽松政策不仅带来资产泡沫，拉大了贫富差距，还使得央行的货币政策空间变得的越来越狭窄，越来越限于束手无策的地步。全球负利率的债券规模在年内创了新高。美国从 2018 年就开始加息，试图开启货币正常化进程，但是被中美贸易摩擦打断了。此外，持续长达五年负利率的瑞典央行在 2019 年 12 月 19 日宣布加息，开始尝试货币正常化的进程。我国央行行长易纲也表示有正常收益率曲线是幸福的。如果全球央行开启货币正常化的话，过去货币超发支撑的资产泡沫面临较大的风险。美欧量化宽松持续的话，资金会溢出到新兴市场。如果是逆转的话，会带来全球流动性的收缩。

此外，全球对美元的信心有下降的趋势。一是美国主动发起贸易摩擦加剧全球的不信任；二是美国国内的债务压力较大，美元贬值压力较大。两个信号，一是各国央行加大了黄金的购买力度，二是全球资金配置美元资产在减少，回流美国的美元在减少，导致美国出现了流动性短缺。靠美元持续流入支持的美股的压力较大。

### 从国内来看：

2020 年是全面建成小康社会的收官之年，是“三大攻坚战”的收官之年，资管新规过渡期的最后一年。多重目标交织。

我们将步入高质量发展的深化阶段。一方面，国内经济开始逐步去地产化，地产、以及地产支撑的平台类资产将越来越稀缺，结构性资产荒在一段时间内将会持续；另一方面，新的增长动能正在孕育，正是投资布局之时。

新资管时代的开启。资管新规打破刚性兑付，引领风险资产重估。刚兑打破，无风险、高收益理财的消失，使得中国国债收益率成为市场中真正和唯一的无风险收益率，降低了风险资产的机会成本，有望引领风险资产定价重估。同时，居民的财富将会重新配置。

国内市场对外全面开放的步伐在加快。国内资本市场对外的开放，外资对于国内资产的定价影响越来越大。

### 在这种宏观背景下，2020 年大类资产配置的逻辑有这么几条：

第一，资产价格的波动将会加剧，尤其受外部风险事件的影响较大；

第二，需要降低预期投资收益。国内股市的估值在 2019 年明显提升，价格的驱动越来越需要基本面的支撑。

第三，基本面在定价中的比重会提升。一是当前中美贸易缓和、政策稳增长等利好因素市场的预期比较充分，估值进一步的提升需要看到基本面切实持续性好转的配合；二是政策的重心在于“稳增长”，主线比较确定，经济不及预期时，政策肯定是加码的。因此尤其需要关注明年经济增长的情况。

第四，资本开放背景下，外资对于资本市场的定价模式的影响越来越大。

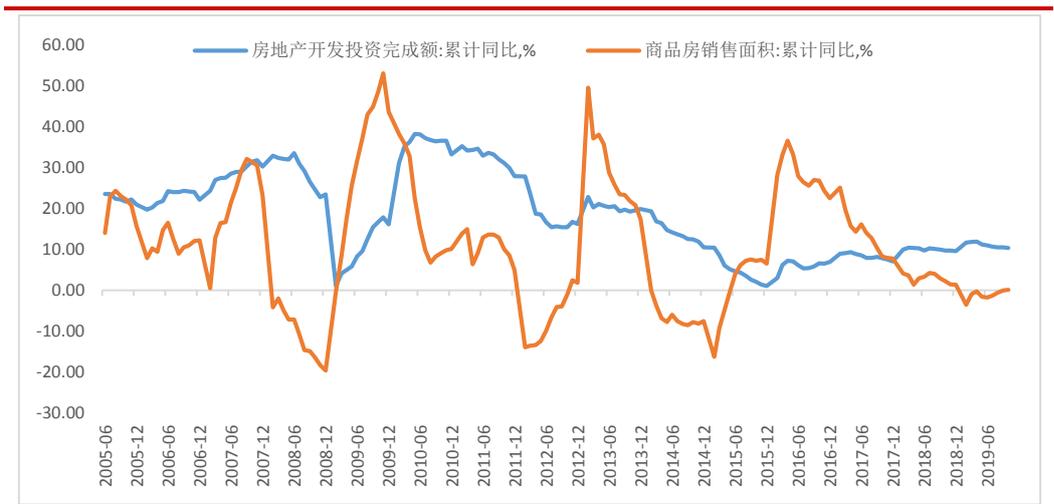
## 2. 经济基本面的“稳”与“忧”

### 2.1. 房地产的“韧性”

2019年，房地产投资继续保持“韧性”，11月份累计同比增速10.2%，是托底经济的重要力量。与此同时，支撑地产投资高增速的因素也在发生变化，叠加2019年6月份开始逐步加码的地产调控政策，对于地产投资的“韧性”有多强、还能持续多久这个问题需要重新审视。

从房地产销售增速来看，2008年以来房地产大致经历了三轮周期，其中前两轮的周期长度均在3年左右，而从2015年开启的第三轮地产周期已经持续了4年时间，房地产销售面积同比增速在0左右持续徘徊，而前两轮地产销售增速的低点均跌破-10%，从经验上看，本轮地产周期大概率还尚未见底。地产周期的规律被打破主要和棚改货币化配合下的地产去库存、地产调控对房企行为的扭曲有关。这种扭曲下，房地产投资并没有像前两轮地产周期一样随着销售的回落而回落，而是一路走高，呈现极强的“韧性”。2018年，主要受土地购置费的拉动。同时，由于金融去杠杆的影响，房企面临的融资压力较大，房企在2018年开始采取“高周转”策略，新开工和“推盘”增速加快，我们可以看到2018年房地产新开工增速出现大幅回升，同时期房的销售增速与现房出现背离，但是由于停工增多，施工被推迟到2019年。施工增速回升驱动的建安投资成为拉动2019年房地产投资最重要的力量。

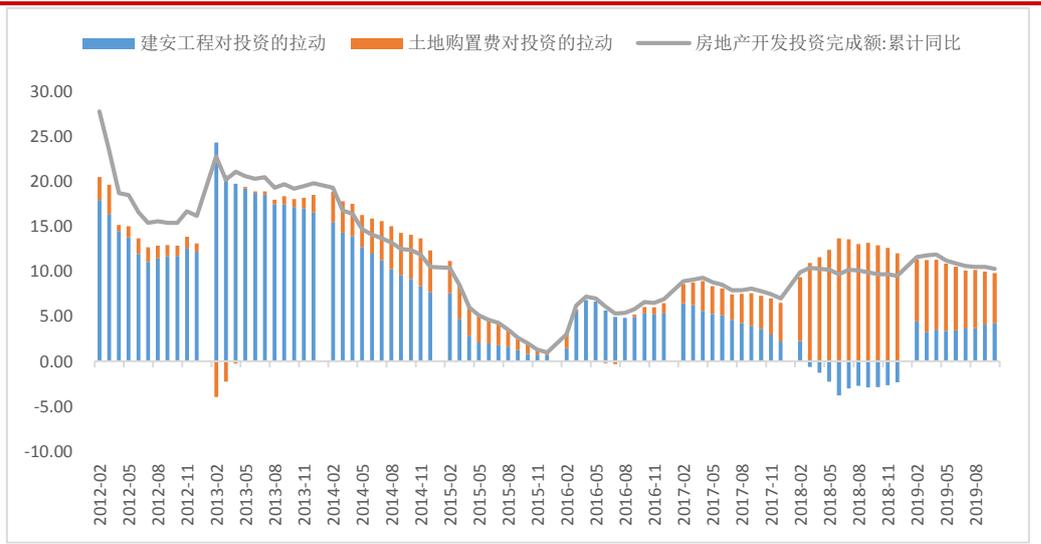
图 1：当前的这轮地产周期被拉长



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

房地产开发投资由建安投资、设备工器具购置费用和其他费用构成。由2019年前10个月的数据来看，建安投资占比约61%，其他费用占比约37%（其中主要是土地购置费，占全部房地产开发投资的33%），设备工器具购置费用占比仅为1%。因此对于房地产投资的分析，重点是分析建安投资和土地购置费用。

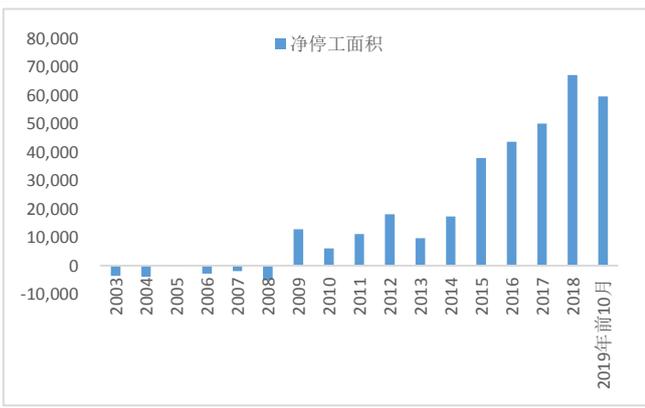
图 2：2019 年开始建安工程对投资的拉动力量不断增强



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

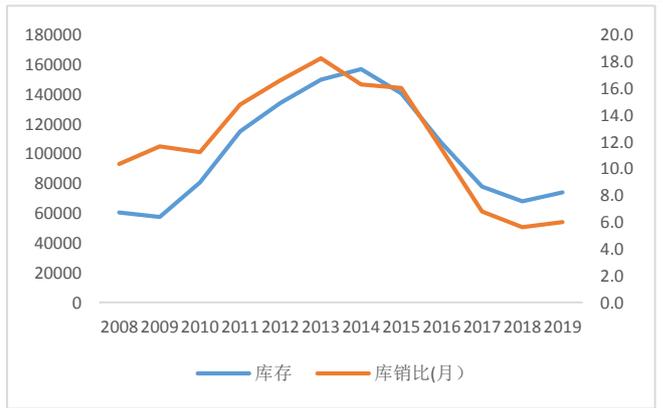
根据“拿地—新开工—施工”的链条，建安投资短期由新开工和施工决定，中长期受土地购置情况影响。短期来看，房地产施工一段时间内仍会保持相对高的增速：一方面 2019 年房地产新开工虽然有所下降，但依然处于高位，前 10 月份房地产新开工面积累计增速为 10%，这些新开工预计会转化为 2020 年的施工；另一方面，2017 年以来，期房销售增速处于较高位置，同时开发商“高周转”模式下新开工和停工均比较多，积累的待施工面积较大，根据我们的计算，2018 年净停工面积达 67038 万平方米，2019 年前 10 个月净停工面积达 59503 万平方米（注：N 年净停工面积=N-1 年在施工面积 - N-1 年竣工面积+N 年开工面积-N 年在施工面积）。后续随着交房日期的临近，这些潜在的停工面积应该会逐步复工。预计短期内施工仍将支撑建安投资增速。

图 3：近三年房地产净停工面积较大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：房地产库存有见底回升的迹象



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

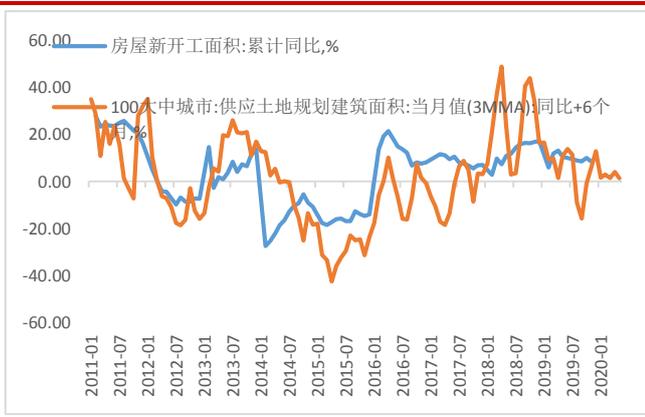
不过，受地产销售增速下滑及政策调控收紧预期的影响，房地产开发商的预期较差，拿地意愿偏低，从 2019 年初开始，我国土地购置面积就进入负增长，2019 年 1-11 月份，土地购置面积累计同比增速-14.2%。根据历史经验，土地购置增速的回落将滞后影响新开工和房地产投资。

根据以往经验，100 大中城市供应土地面积同比增速领先房屋新开工增速大约 6-9 个月，当前 100 大中城市土地供应面积同比增速在 2019 年 6 月份大幅反弹后回落，并持续在低位徘徊。

徊，预计 2020 年上半年的新开工增速会开始出现回落。此外，尽管最近 2 个月地产销售面积上有所改善，但主要是开发商为回笼资金加大促销力度有关，我们可以看到最近 2 个月新房销售单价有所回落。销售改善的持续性较弱，因此并没有带来开发商拿地热情的回升，新开工的潜在下行压力较大。

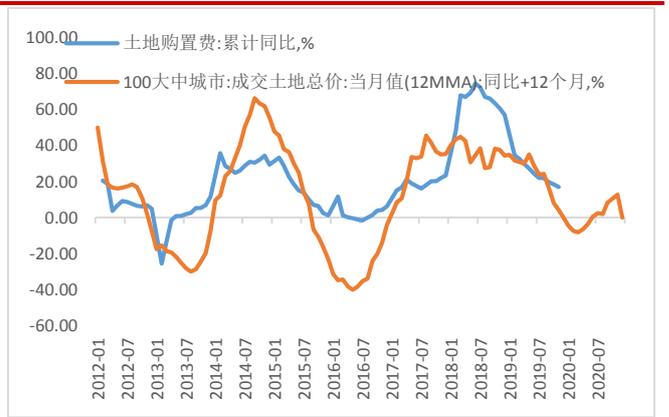
此外，作为房地产投资的重要组成部分的土地购置费增速一般滞后于土地购置增速 12 个月左右。目前，以 100 大中城市土地成交价款作为土地购置费的代理变量，其同比增速从 2018 年 12 月份开始转负，并持续回落，2019 年 3 月份出现阶段性低点（同比增速-8.21%），后续开始回升，11 月份同比达到 12.76%，主要受基数效应的影响，绝对同比数据也远远低于 2018 年的水平，预计 2020 年开始，土地购置费对于房地产投资增速的贡献将出现明显回落，下半年开始可能才会回升。

图 5：土地购置面积的回落将在后续拖累新开工



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：土地购置费降滞后土地成交回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从政策面来看，房地产调控政策以稳为主，边际收紧和大幅放松的可能性较小，“因城施策”的指导下预计部分城市边际上可能会有所放松。12 月份召开的中央经济工作会议中继续强调“房住不炒”，“因城施策”、“稳地价、稳房价、稳预期”、“长效机制”等提法和 2019 年年初两会的提法一致。不过与 2019 年 7 月份政治局会议“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的提法相比，对于地产调控的态度相对缓和，总体上对于地产调控的态度是上坚持“房住不炒”底线的基础上，给予更多的灵活性，确保市场稳定。

总体上看，2020 年房地产投资将呈现短期有“韧性”、中长期呈下行趋势的特点。高施工增速支撑建安投资高增速的逻辑将在一段时间内继续成立。不过随着 2019 年地产融资渠道的

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\\_7822](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7822)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>