



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 全球衰退风险下降，风险收益提升 ——2020海外经济展望

2020年01月06日

行业投资评级

宏观

专题报告

宏观分析师

康明怡 电话: 021-25102911 邮箱: kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519090001

首席宏观分析师

王宇鹏 电话: 010-66554151 邮箱: wangyp\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070003

## 摘要:

2019年全球需求放缓，4季度随着贸易风险下降，资本市场出现显著回暖。我们预计2020年上半年全球陷入全面衰退的风险消失，股市收益略大于债市收益，大宗商品价格企稳回升，下半年远期通胀压力若隐若现。

### ◆ 实体经济全面衰退风险下降。

**美国：半年内经济温和增长。**随着总统大选临近，选举年保经济的目的较为明确，美国陷入经济衰退的风险较小。随着中美贸易第一阶段协议即将签署，外部经济因素略有利于美国经济。国内劳动力市场仍旧非常紧绷，消费在2020年上半年的作用将有所持续。投资有望底部企稳。我们认为2020年上半年处于各项政策发挥作用的真空期，预计美国经济温和增长，GDP增长有望维持在2%左右。

**欧日底部企稳但难言复苏。**欧日今年将在制造业特别是汽车、飞机、科技企业等方面与美国进行全方位的博弈。受益于中美经济企稳，我们认为欧日经济有望企稳，但在新的谈判结果落地之前，欧洲经济受德国拖累仍将处于底部区间难言复苏。

### ◆ 2020年全球流动性全面宽松。

随着美联储在2019年9月扩表，全球央行正式全面进入释放流动性为经济托底的状态，避免了经济进一步失速的风险。2020年货币政策的空间缩小，若再次宽松，则对经济的边际刺激效用减弱。

**美联储货币政策仍为宽松导向。**美联储货币政策在选举年保经济的目的较为明确。当前政策利率水平处于中性略偏宽松的位置，美联储虽然暂停降息，但对经济负面信号的警惕程度大为提高。若去年4季度GDP过于疲软，则美联储有可能再次降息1~2次。考虑到2020年9月进入总统正式选举期，合理的潜在降息窗口为2020年的1、2季度。

**欧日央行：年内几无宽松空间。**理论上，欧洲央行已无进一步降息的空间。负利率对欧洲银行体系的伤害正缓慢体现。银行盈利空间收窄。而日本长期处于负利率环境，购债规模已处于高位，我们认为日本央行主动逆周期调节概率也不大。

### ◆ 全球通胀：远期压力若隐若现。

2019年上半年全球处于通缩环境中，年末通缩压力有一定的缓解。鉴于2020年流动性再次宽松，美元走弱，全球经济有望避免陷入经济衰退，大宗商品价格已于2019年年底有所复苏。其中，原油价格部分受到基数影响，于2019年10月同比回升。目前同比增速已达30%以上，逼近5年以来的高位区间。受油价抬升影响，服装原料涤纶长丝价格虽然同比仍在-20%以下，但已走出谷底。铜价也于2019年12月进入同比正值区间。

### ◆ 大类资产配置（半年维度）

**美十债利率可回升至2~2.1%。**美十债有望在1~2个季度内缓慢回升，上限区间在2~2.1%。这一结论的基本假设如下：核心CPI没有起色，略低或持平2.4%；制造业PMI回升至51~52左右；美联储没有进一步的降息

**美股仍维持略偏积极。**我们维持对1季度美股略偏积极的态度，主要基于三个方面，一是市场对美联储宽松态度分歧消失，货币市场流动性紧缩随之解除；二是对中美贸易谈判避险情绪降温。三是无风险利率显著下行。最后，由于实体经济在今年1季度可能持续疲软（即温和），我们认为基本面暂不支持美股大幅增长。

**汇率：美元处于走弱的长期趋势，但过程缓慢。**去年9月钱荒美联储扩表成为美元由强转弱的长期趋势的关键拐点。随后由于脱欧再次出现变数，美元在走弱的趋势中遭到一定的阻碍。当前，欧洲央行的货币政策空间非常有限，因此，美元仍处于走弱的长期趋势上。受到脱欧和美欧贸易谈判的不确定性，走弱过程将略为缓慢。

风险提示：中美贸易

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 2020 年全球贸易不确定性显著下降。 ..... | 4  |
| 2. 实体经济：全面衰退风险下降。 .....      | 4  |
| 2.1 美国：半年内经济温和增长。 .....      | 4  |
| 2.2 其他地区：上半年底部企稳，但难言复苏 ..... | 9  |
| 3. 2020 年全球流动性全面宽松。 .....    | 11 |
| 3.1 美联储货币政策仍为宽松导向。 .....     | 11 |
| 3.2 欧日央行：年内几无宽松空间。 .....     | 13 |
| 4. 全球通胀：远期压力若隐若现。 .....      | 14 |
| 5. 大类资产配置（半年维度）： .....       | 16 |

## 插图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 美国就业主要来自服务业 .....              | 5  |
| 图 2: 医疗保健、休闲酒店四季度就业持续强劲 .....       | 5  |
| 图 3: 时薪仍大幅跑赢通胀，消费暂无忧 .....          | 6  |
| 图 4: 消费贷 DSR 处于舒适区间 .....           | 6  |
| 图 5: 投资级别企业债利率史上最低 .....            | 7  |
| 图 6: 企业利息支出负担将减轻，对冲部分盈利压力 .....     | 7  |
| 图 7: 金融市场流动性缓解，将减轻企业融资困难 .....      | 7  |
| 图 8: 固定投资同比较易受到企业设备同比的影响 .....      | 8  |
| 图 9: 企业设备投资与石油投资 .....              | 8  |
| 图 10: 德法制造业 PMI .....               | 9  |
| 图 11: 日本服务业 PMI 下滑 .....            | 10 |
| 图 12: 日本 GDP 分项 .....               | 10 |
| 图 13: 我国对东盟十国出口显著 .....             | 11 |
| 图 14: 美联储扩表 .....                   | 11 |
| 图 15: 美国商业银行高流动性资产占比扩表后获得提升 .....   | 12 |
| 图 16: 短期货币市场危机解除 .....              | 12 |
| 图 17: 欧盟长短端利率 .....                 | 13 |
| 图 18: 日本央行资产规模处于高位 .....            | 13 |
| 图 19: 大宗商品价格同比回升 .....              | 14 |
| 图 20: 美国商品消费不及服务消费 .....            | 15 |
| 图 21: 人力成本和生产资料成本在 2020 年有望共振 ..... | 15 |
| 图 22: 美德法核心、调和 CPI 同比 .....         | 16 |
| 图 23: 美十债预测 .....                   | 16 |
| 图 24: 企业债利率下行，垃圾债利率仍居处于略高位置 .....   | 17 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 25: 美联储扩表开启美元指数长期走弱的拐点 ..... | 17 |
| 图 26: 大宗商品价格同比上升 .....         | 18 |
| 图 27: 农产品价格在底部区间 .....         | 18 |

2019 年全球需求放缓，贸易不确定性增加导致全球投资疲软。汽车和服装行业普遍低迷，前者对德国经济的打击尤为显著，而服装行业的全球性低迷反映了全球商品消费不振。4 季度随着贸易风险下降，资本市场出现显著回暖。我们预计 2020 年上半年全球陷入全面衰退的风险消失，股市收益略大于债市收益，大宗商品价格企稳回升，下半年远期通胀压力若隐若现。

## 1. 2020 年全球贸易不确定性显著下降。

新北美贸易协议有望在 2020 年初获得美墨加三国立法机构通过，北美经济圈的贸易规则重塑落地。亚洲方面，由东盟十国于 2012 年发起的十四国 RCEP 将于 2020 年正式签署协议，包括中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共同参加，旨在通过削减关税及非关税壁垒，建立统一市场的自由贸易协定。中美方面，第一阶段贸易协议临近签署。协议局限于表面层次，主要是扩大美国对中国的出口，包括农产品和能源，以及金融服务等，而双方产业链的深度合作存在长期软脱钩的可能。欧洲方面，美欧的贸易谈判尚未正式开始，矛盾主要集中在农业和汽车，有可能成为 2020 年全球贸易事务的焦点，但双方博弈带来的不确定性远低于中美。全球不确定性有望大幅降低，有利于提振投资。预计 2020 年上半年全球经济处于底部区间。

## 2. 实体经济：全面衰退风险下降。

### 2.1 美国：半年内经济温和增长。

随着总统大选临近，选举年保经济的目的较为明确，美国陷入经济衰退的风险较小。上半年处于各项政策发挥作用的真空期，预计经济温和增长，GDP 增长有望维持在 2% 左右。

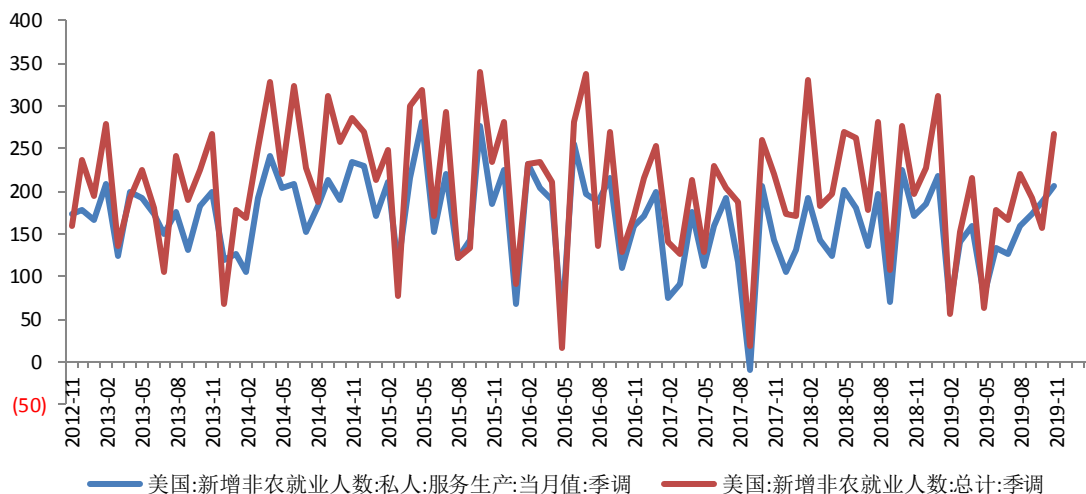
**实体经济当前处于冷热交替阶段。**按区域看，从 2019 年 5 月开始，美国东西两岸，如纽约州，受中美贸易战和全球经济放缓影响，最先出现放缓迹象，而其他地区经济十分强劲。9 月负面冲击逐渐扩散至中部地区（如明州），但同时东西两岸出现企稳略有回暖。按行业看，制造业收缩明显，整体商品经济活力较为冷淡；服务业较为强劲，虽增幅不及去年同期，但仍可抵消制造业和农业带来的就业收缩。对应消费亦显现出商品消费疲软，服务消费较强的特征。虽然个别州出现制造业的零星裁员和产出减少，但就业市场整体仍旧处于紧绷状态。

**外部经济因素略有利于美国经济。**外部经济因素分为两个层次，一为全球需求，二为贸易协议。全球需求方面，由于美国经济主要以国内消费拉动为主，全球经济疲软对美国经济的拖累一直在可控范围内。而全球宏观数据也出现企稳迹象，外部需求有望触底企稳。贸易方面，美国与各国贸易谈判的主要目的是为美国企业争取更为有利的竞争位置。主要谈判方可分为北美、日本和欧洲，以及中国。目前，美方与各国的贸易谈判均或多或少达到了这一目的。基于与加拿大和墨西哥的深入贸易往来，新的北美贸易协定是美国经济短期最为重要的外部因素，该协议的落地为美国在三方经贸中争取了有利位置，如汽车和农业。而与日本和欧洲的贸易谈判中，美国农业（牛肉等）已获得更大的进口许可，汽车等制造业方面的谈判将在 2020 年继续。由于中国是全球产业链供给方的主要参与者，中美贸易是否能够达成阶段性成果是 2020 年美国最重要的外部风险因素。长期而言，这不仅对美国也对全球经济走势至为重要。谈判破裂引起的全方位的不确定性和产业链、供应链受损将急速增加企业的短期成本和抑制投资。当前，中美贸易协议的第一阶段文本达成一致，双方短期经贸往来恶化风险下降。

**劳动力市场仍旧非常紧绷。**10 月褐皮书首次出现个别企业裁员，制造业停止招人以及重卡司机需求不旺等信息，与去年同期形成鲜明对比。11 月褐皮书显示制造业收缩无论是从区域还是行业看均没有扩散。由于非制

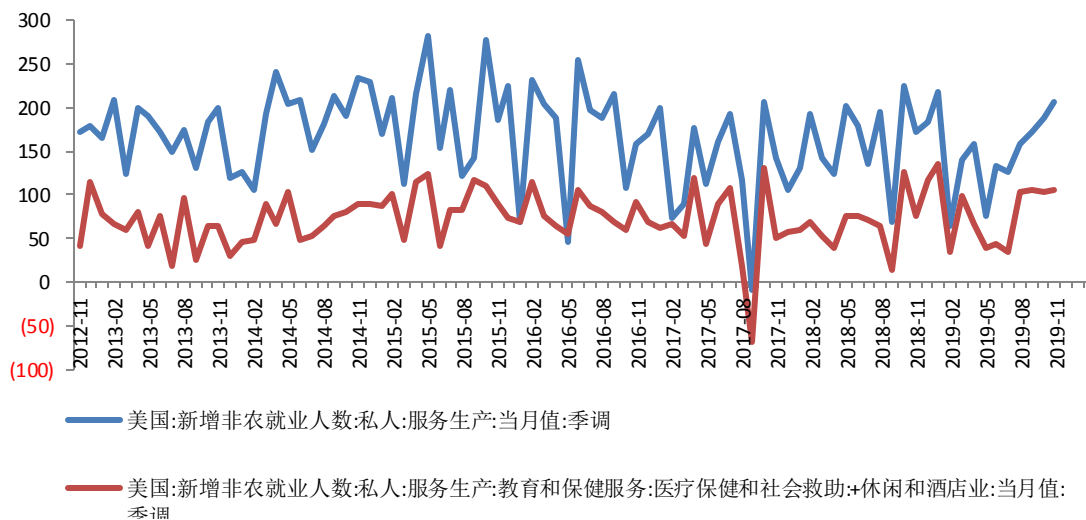
制造业整体非常强劲，抵消了制造业的疲软，甚至用工荒成为有的企业无法扩张的主要原因。美国的就业结构以服务业为主，非农新增就业平均 70% 来自服务行业。去年四季度由于医疗行业的繁荣以及休闲酒店就业需求的旺盛，拉动了新增就业的 50% 以上。从制造业流出的失业人员可以迅速在其他行业找到工作，劳动力市场整体仍处于紧绷状态，宏观就业数据没有因为制造业的收缩而显现疲软。劳动力成本方面，褐皮书显示低技能岗位面临愈来愈大的薪资上涨压力。我们认为半年纬度内劳动力市场仍将维持健康状态。

**图 1：美国就业主要来自服务业**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图 2：医疗保健、休闲酒店四季度就业持续强劲**

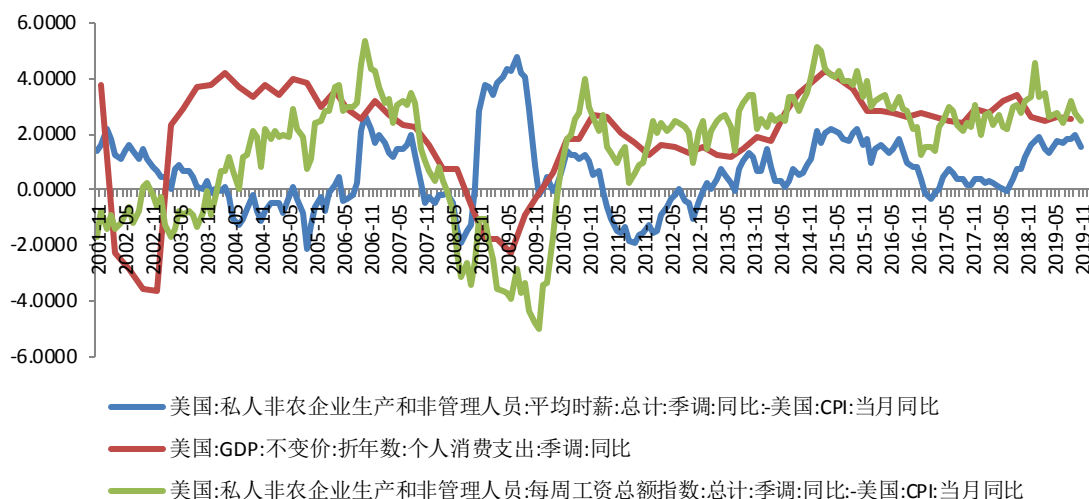


资料来源：wind, 东兴证券研究所

作为支撑 2019 年经济的主要力量，消费在 2020 年上半年的作用将有所持续。消费支撑来自两方面，收入和家庭消费信贷负担。收入方面，制造业就业疲软，但被服务行业的用工荒所抵消。整体看劳动力市场的紧绷程度略有降低，但宏观就业数据不会受到显著影响。褐皮书显示低技能岗位面临普遍的薪资上涨压力，因此

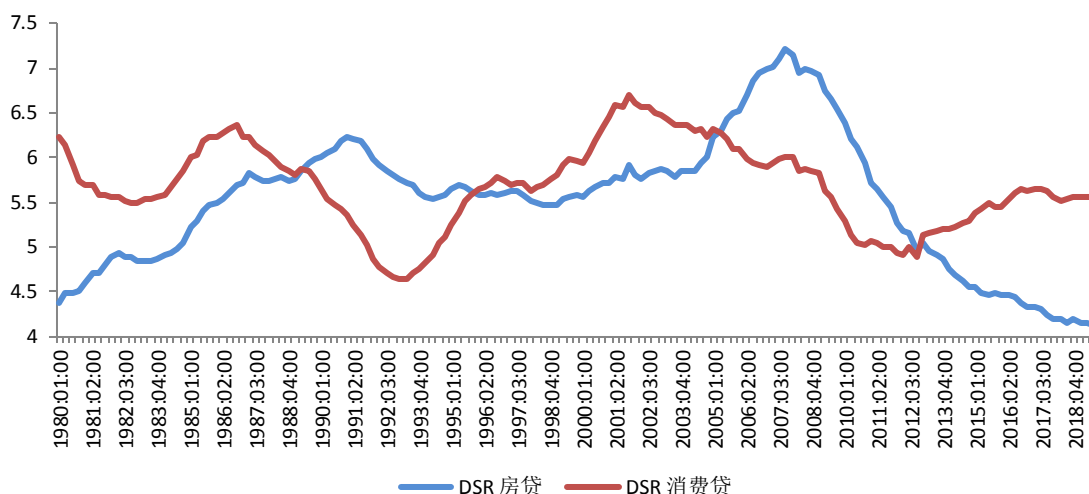
实际收入增速对消费的支撑仍将有所持续。数据上，时薪仍大幅跑赢通胀表明消费暂时无忧。从消费贷款的负担来看，债务偿还负担在 2019 年 Q3 为 5.57%，尚未超过 6% 的警戒线，处于舒适区间。由于制造业就业的衰退始于 2019 年下半年，因此，预计 2020 年上半年消费略有疲软但仍将持续支撑 GDP。

图 3：时薪仍大幅跑赢通胀，消费暂无忧



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：消费贷 DSR 处于舒适区间



资料来源：wind，东兴证券研究所

**投资有望底部企稳。**作为 2019 年 GDP 的拖累项，投资有望在今年企稳，主要基于三方面的原因。1) 企业利息支出负担受降息影响有所减轻。受益于今年 3 次降息，投资级别企业债利率下降 100bp 以上。近期，穆迪 Aaa 利率 3.03%，为史上最低水平。企业负债负担大为减轻，利息支出对企业盈利的侵蚀降低。2000 年后企业盈利和利息支出属于此消彼长的关系，企业净盈利压力有望得到一定程度的缓解。随着美联储的扩表动作，货币市场流动性紧张局面解除，投资级别企业债信用利差（穆迪 Aaa-穆迪 Baa）恢复至 -86bp 左右的正常水平，表明企业融资环境再次转为宽松。2) 企业设备投资有望底部企稳。随着美国成为石油净出口国，



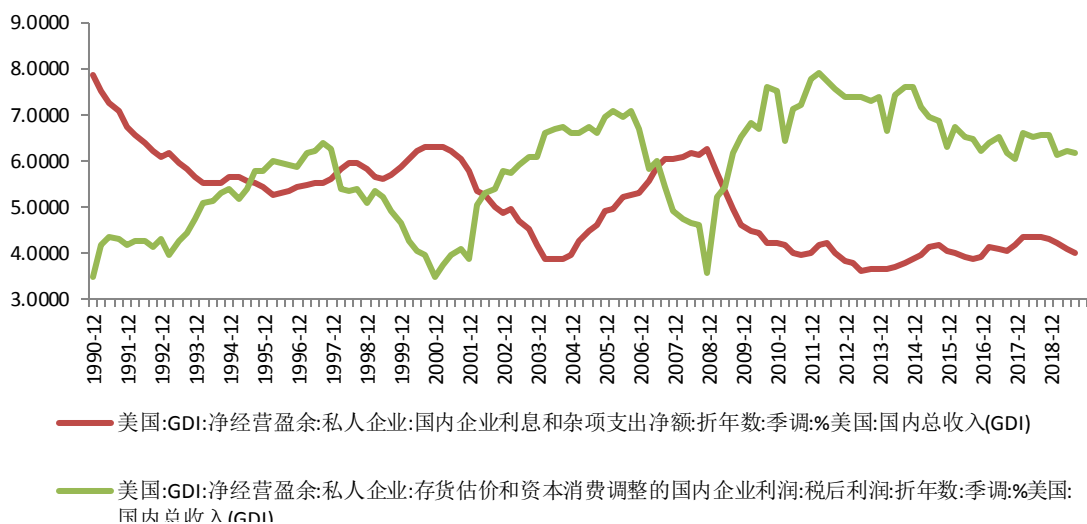
企业设备投资受到石油公司投资的扰动愈加明显。特朗普政府对复苏能源、矿产行业产能的态度非常明确。伴随着油价稳定于 55 美元以上，利率下降，钻井投资有望见底企稳，这将减轻对企业设备投资的拖累。3) 最后，随着中美贸易有所缓和，不确定性降低，有理由看到投资的企稳。

图 5: 投资级别企业债利率史上最低



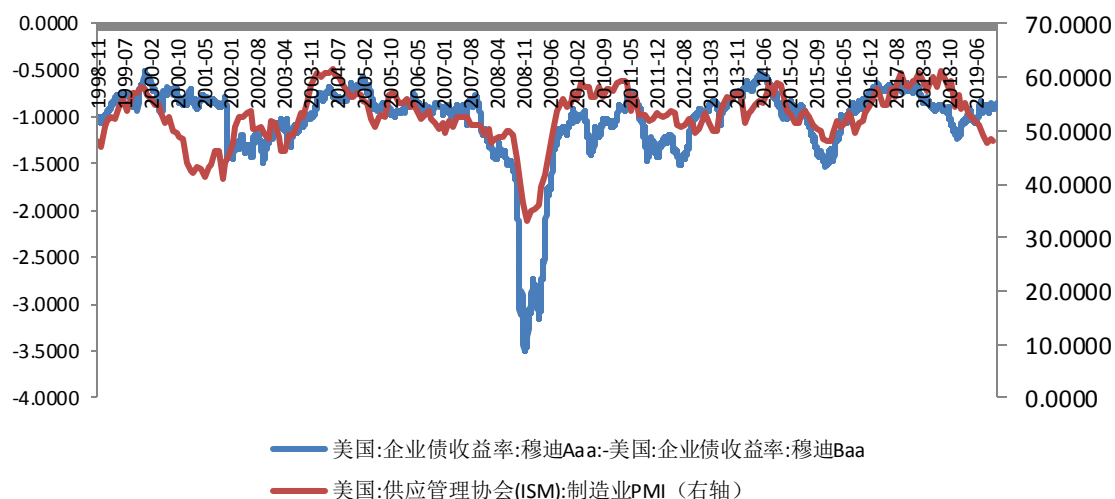
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 企业利息支出负担将减轻，对冲部分盈利压力



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 金融市场流动性缓解，将减轻企业融资困难



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 固定资产投资比较易受到企业设备同比的影响



资料来源: wind, 东兴证券研究所

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\\_7975](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7975)

