

类别

宏观策略年报

日期

2019年12月31日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩

021-60635726

chenhao@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3048622



高度不确定性下的弱复苏格局

近期研究报告

《宏观专题-实体经济系列之一：猪市博弈分析及其对货币政策影响》2019.11.5

《宏观专题-地缘政治系列之三：中美经贸磋商取得阶段性成果但不能过度乐观》2019.10.14

《宏观专题-货币金融系列之一：美联储重新扩表并非量化宽松》2019.10.12

《宏观策略-多原油空黄金宏观对冲策略》2019.9.25

《宏观策略-做多金银比投资策略报告》2019.9.4

《宏观策略-多股指空国债宏观对冲策略》2019.8.26

观点摘要

- 在国际贸易形势阶段性缓和、英国脱欧僵局破冰前进、环球央行继续实施宽松货币政策以及若干主要经济体实施积极财政政策的综合影响下，2020年全球经济将由下行期转入以恢复性增长为主的弱复苏格局；国际贸易形势阶段性缓和使得外需对中国生产投资的抑制作用减弱、房地产市场适度活跃以及积极财政政策使得中国内需延续复苏路径，中国经济同比增速略降但大概率能维持在6%附近。由于国际政经格局调整所带来的经济政策不确定性将继续影响企业投资生产意愿，而总需求在逆周期调节政策刺激下稳步回暖，发达经济体就业市场持续收紧，实物供需格局将由供需大致平衡向供不应求转变，因此通货膨胀的回升将比经济增长的回升更加明确，2020年来自央行货币政策的新增刺激将明显减少，因此2019年货币金融环境对股债估值水平的提升作用将有所减弱。但由于中国金融市场改革开放以及中外国债利差处于较高水平，2020年国际金融资本有望加速进入中国市场，这对中国股债和人民币汇率都是一个有利因素。
- 我们认为2020年中国大类资产表现排序为商品>股票>债券>货币，商品中能源与农产品等抗通胀商品表现将更为出色，而受益于全球经济增长前景改善的工业金属至少在上半年会有所表现，我们预期调整到位后的贵金属将在通胀预期和避险需求推动下继续上涨；股票中受益于基本面支撑与外资增持的蓝筹股将继续有良好表现，但在风险偏好扩散过程中业绩弹性更大且前期表现落后的中盘股会阶段性跑赢大盘蓝筹股；债券中受益于中国经济基本面改善的信用债会继续好于利率债。2020年大类资产配置我们建议超配原油和蓝筹股，标配中盘股、黄金和信用债，而低配利率债和货币。
- 宏观对冲致力于根据宏观形势研判在全球市场寻找高胜率对冲策略，我们判断2020年中美贸易形势阶段性缓和、英国脱欧僵局破冰前进、全球经济增长前景改善、通胀回升比经济回升更明确和跨国资本涌入中国利差套利，在这个基准预期下我们建议2020年一季度多工业商品和股票等风险资产而空贵金属和主权债等避险资产，而后贵金属转为多头而工业金属转为空头，债券转为多头而股票转为空头，具体调整时点要根据宏观环境与资产价格变化而定；而对于大类资产内部我们推荐以下八组宏观对冲策略：买中国十年期国债卖美国十年期国债、买中国五年期国债卖中国十年期国债、做多人民币兑美元汇率、做多欧元兑日元汇率、买中国沪深300指数卖美国标普500指数、买中证500指数卖上证50指数、买白银卖黄金、买原油卖黄金。

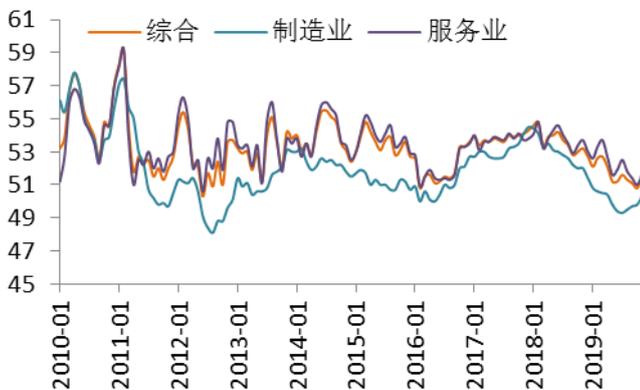
目录

一、2019 年回顾：国际贸易形势紧张，经济衰退风险浮现.....	- 4 -
二、2020 年宏观环境展望：高度不确定性下的弱复苏格局.....	- 6 -
2.1 国际政经格局重组还将继续	- 6 -
2.2 中美贸易形势阶段性缓和	- 7 -
2.3 全球经济将迎来恢复性增长	- 10 -
2.4 中国经济增长前景有所改善	- 15 -
2.4.1 外需对生产和投资的抑制减轻	- 15 -
2.4.2 房地产和汽车消费的恢复性增长	- 18 -
2.4.3 CPI/PPI 缺口收窄，无通胀通缩压力.....	- 21 -
2.4.4 财务约束与逆周期调节政策力度方向.....	- 24 -
三、2020 年宏观策略展望：投资天平向抗通胀商品倾斜.....	- 27 -
3.1 通胀的回升比经济的回升更确定	- 27 -
3.2 中美国债收益率依然有上升空间	- 28 -
3.3 人民币汇率有小幅升值压力	- 31 -
3.4 股市基本面向好但估值已部分修复	- 33 -
3.5 青睐原油和农产品等抗通胀商品	- 35 -
3.6 大类资产超配原油和蓝筹股	- 37 -
3.7 宏观对冲策略多风险资产空避险资产	- 39 -

一、2019 年回顾：国际贸易形势紧张，经济衰退风险浮现

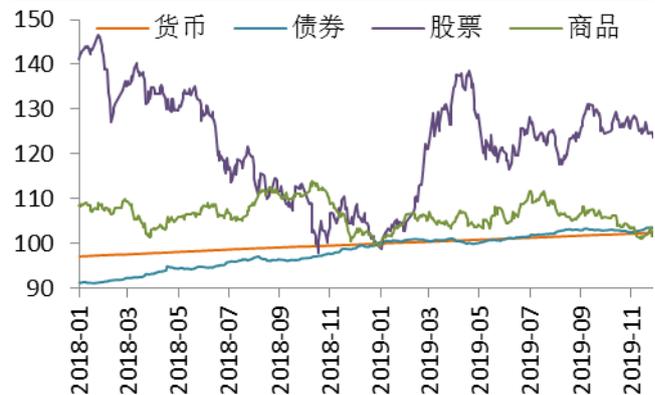
2019 年前三季度包括中美贸易形势在内的国际贸易环境趋于紧张，同时英国脱欧陷入僵局，国际贸易紧张局势和英国脱欧僵局给全球企业投资生产带来高度的不确定性，中美之间高额关税壁垒不仅给中美两国经济产生下行压力同时也冲击全球产业链的相关经济体，全球经济衰退风险达到 2008 年金融危机以来新高，2019 年 5 月份至 10 月份摩根大通全球制造业 PMI 持续在荣枯分界线下方运行，上一次出现这种情况是 2012 年 6 月份至 11 月份。虽然美国税改新政刺激作用的衰减为中国、印度、巴西以及德国、日本等经济体的积极财政政策所弥补，而且全球央行也实施了自 2008 年金融危机以来的最大幅度协同宽松，但这些措施只是缓和了全球经济衰退风险却无力改善企业投资生产意愿。由于经济下行压力增加，同时中美国内政治风险上升，美国即将迎来 2020 年总统大选，中美均有管控贸易形势负面冲击的意愿并付诸行动，2019 年四季度国际贸易形势趋于缓和，而在英国新首相力推下英国脱欧僵局也有破冰迹象；在国际贸易形势阶段性缓和、英国脱欧僵局破冰前进、环球央行协同宽松货币政策以及中印巴德日积极财政政策的综合影响下，2019 年四季度以来全球经济出现积极信号，摩根大通全球制造业 PMI 连续四个月回升且重返荣枯分界线上方。

图1：摩根大通全球制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：中国大类资产走势(2018年底为100)



数据来源：Wind，建信期货研发中心

由于国际贸易纷争以及国内去杠杆给经济增长带来较大下行压力，2018 年四季度中国调整去杠杆策略(由金融去杠杆倒逼实体去杠杆调整为国有企业结构性去杠杆)，并实施宽松货币政策和积极财政政策相结合的逆周期调节政策；与此同时 2018 年 12 月初中美两国元首在 G20 阿根廷峰会上也达成贸易停火协议并重启中美经贸磋商，国际贸易形势在 2019 年初有一定程度的缓和；在这些因素的综合作用下，2019 年一季度中国经济出现弱企稳态势，政策呵护与经济前景改善使得中国股票市场在一季度出现 30% 的涨幅，工业商品价格也有小幅度上涨，而十年

期国债收益率则最高升至 3.43%。

但是高强度逆周期调节政策也使得中国一季度实体部门杠杆率出现 5.1 个百分点的增幅，这不仅加大了中国潜在金融系统性风险，也使得 2017 年下半年以来的去杠杆努力前功尽弃，因此在经济出现弱企稳苗头后 2019 年二季度起中国降低逆周期调节政策强度；而 2019 年 5 月份至 8 月份美国以各种借口破坏中美经贸磋商，持续升级的国际贸易紧张局势使得 5 月至 10 月中国制造业 PMI 重新跌破荣枯分界线，这段时间内中国股票和工业商品等风险资产也持续承压下行，而十年期国债收益率最低跌至 3%。

由于 2017 年美国税改新政对美国经济的刺激作用逐渐减退，而持续升级的中美紧张贸易形势也通过中美之间高度的经贸联系传递到美国，2019 年下半年以来美国经济增长前景急剧恶化，9 月份之后美国对中美贸易谈判态度大为好转，中美在 10 月份的第十三轮经贸磋商确认达成第一阶段贸易协议，双方将抓紧时间把贸易协议落实为文本并送中美元首签字确认，9 月份后中美贸易形势总体上趋于和缓；而由于经济下行压力增加，2019 年下半年以来包括中国央行在内的全球央行加大货币宽松力度，中国经济增长前景也有所改善，11 月份中国制造业 PMI 重返荣枯分界线上；但由于猪肉价格大涨带来结构性通胀压力，国内股票债券均承受估值压力。

从 2018 年底到 2019 年 11 月底，中国大类资产价格表现分别为股票(+23.7%)>债券(+3.6%)>货币(+2.4%)>商品(+1.5%)，相比我们在 2018 年大类资产配置年报中做出的判断(债券>货币>股票>商品)，误差主要在于股票市场因为估值水平的修复而出现大幅度上涨(2018 年底万得全 A 指数市盈率 13.14，2019 年 11 月底相应市盈率为 16.46，市盈率涨幅超过股票大盘涨幅)。在股票中上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数与创业板指数分别上涨 26.2%、27.2%、17.4%和 27.4%，大盘蓝筹股因业绩稳定获得价值型资金青睐而出现抱团现象，小盘股因政策氛围适宜货币金融环境宽松也得到游资炒作机会，只有中盘股既无业绩支撑也因盘子重炒不起来。商品中得益于全球经济衰退预期和美联储宽松货币政策的贵金属指数上涨 14.5%，得益于东南亚异常天气的油脂油料指数上涨 12.4%，而受累于美国页岩油增产和中国经济下行压力的能源指数和化工指数分别下跌 5.6%和 7.8%，其余煤焦钢矿指数、有色金属指数和软商品指数年度波动幅度基本上在 1 个百分点之内。债券中中债国债财富指数和中债信用债财富指数分别上涨 3.2%和 4.6%，上证城投债指数上涨 6.6%。

二、2020 年宏观环境展望：高度不确定性下的弱复苏格局

2.1 国际政经格局重组还将继续

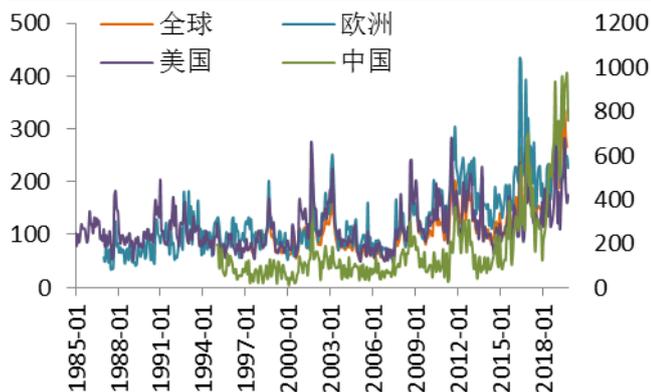
二战后至今国际政经格局基本上是由美国主导建立并维护的由联合国、国际货币基金组织、世界银行、布雷登森林体系和世界贸易组织等国际组织构成的盎格鲁撒克逊体系，这个体系是适应当时美国一家独大、欧洲衰落、亚非拉弱小的均势格局的，这套体系维护了美国的霸主地位也得到了美国的持续支持。由于欧洲经济在上世纪五六十年代逐渐复苏，欧洲与美国的地缘政治摩擦开始增加，欧洲开始逐渐脱离盎格鲁撒克逊体系而推进区域内一体化；同时亚非拉原殖民地纷纷独立使得西方国家对全球经济资源的掌控力度减弱，上世纪 70 年代国际政经格局出现第一次大调整，以美国美元为核心的布雷顿森林体系瓦解，国际货币体系逐渐演变为以全球层次上的自由浮动为主、区域层次上的固定汇率(欧元区、泛美元区)为辅的复杂结构，美国的货币霸权遭到第一次冲击。

上世纪 70 年代美国为了对抗苏联而实现与中国的关系正常化，美国对华政策基调调整为“接触+遏制”；而由于劳工成本在积极财政政策推动下大幅上升，上世纪 80 年代后欧美落后产能向东亚东南亚转移而腾出空间发展高科技服务业。世纪之交的苏联解体与美国 911 事件使得中国有进一步融入国际政经体系的机会，2002 年中国加入世界贸易组织，一个“资源国(中东、澳加、南美)-生产国(北欧、东亚、东南亚)-消费国(美国、南欧)”的全球分工体系正式成形。全球分工体系在大幅度提高劳动分工程度、提高经济增长水平的同时也产生了两个结果，一是亚洲相对经济实力大幅度提高而欧美相对经济实力衰落，全球均势格局的改变使得二战后的政经格局体系不再合适；二是国际间和国家内部贫富差距扩大，社会治理基础受到威胁，民粹主义趁机崛起。

因此在 2008 年金融危机以及随后的复苏期之后，全球政经格局进入第二次大范围重整，以适应国际间和国家内经济政治形势的相对变化。这种重整包括两个方面，一是国际政经格局适应新兴经济体崛起的合理调整，但同时欧美顽固维护原有不合理权益，集中体现为中美之间的地缘政治风险升温；二是执政精英将重点由经济发展转为社会治理，以修复社会治理基础与全球分工体系之间的不协调之处，集中体现为包括中美贸易在内的国际贸易形势。我们相信人类社会的发展方向必然是更加开放更加包容，任何搞意识形态对抗甚至回归封闭状态的行为都是逆历史潮流而行，并最终在国家之间的竞争中处于落后状态，但国际政经格局以及国内治理体系也需要时间来做出调整以适应全球均势变化和全球分工体系，我们判断国际政经格局重整在未来十年甚至十五年还将继续进行，由此带来政治

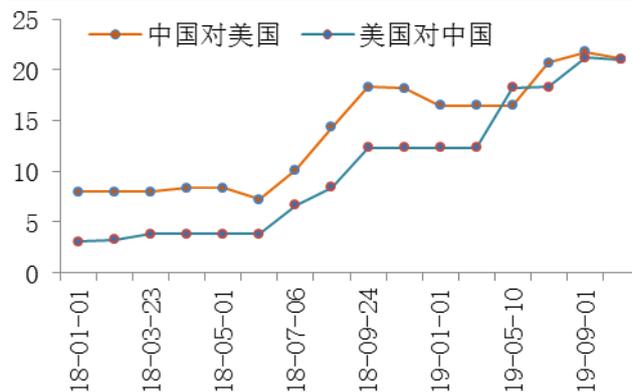
博弈与经济政策的巨大不确定性。如图3所示,1987年至2007年(金融危机前)全球经济政策不确定性指数均值为84.3,2008年至2015年(金融危机及随后的恢复期)全球经济政策不确定性指数波动中枢上升到124.3,而2016年至今(国际政经格局重整)全球经济政策不确定性指数均值飙升至202.9。政治经济不确定性的提高将在中长期内继续影响经济增长与金融市场,企业投资生产意愿与金融市场风险偏好均会因此承压。

图3: 经济政策不确定性指数



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图4: 美中相互综合关税税率



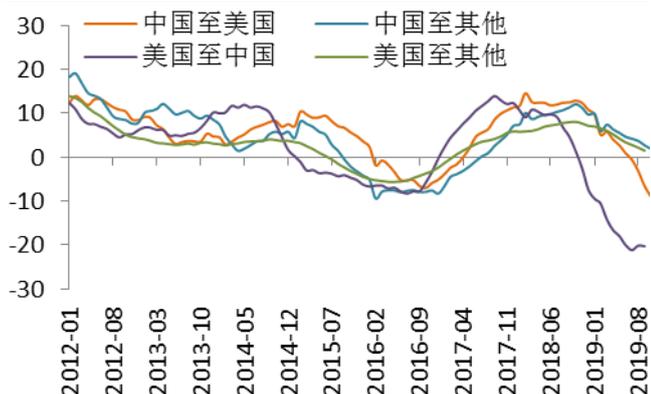
数据来源: PIIE, 建信期货研发中心

2.2 中美贸易形势阶段性缓和

2018年以来美国以不符合事实的单方面301调查结果为由挑起中美贸易纷争,而中国则据理力争坚决以牙还牙以战止战。从2008年初至2019年9月份,美国对从中国进口商品加征关税综合税率从3.1%上升至21.2%,而中国对从美国进口商品加征关税综合税率从8%上升到21.8%。世所罕见的高额关税壁垒对中美经贸以及全球经济增长都产生了负面冲击,截至2019年10月份,中国对美国12个月滚动累积出口额同比萎缩8.99%,增速较2018年2月份下降23.53个百分点;对其他地区12个月滚动累积出口额同比增长1.84%,增速较2018年2月份下降8.18个百分点。截至2019年9月份,美国对中国12个月滚动累积出口额同比萎缩20.3%,增速较2018年2月份下降29.34个百分点;对其他地区12个月滚动累积出口额同比增长1.47%,增速较2018年2月份下降4.37个百分点。IMF 2019年10月份的《世界经济展望》报告预计中美2019年实际GDP分别增长6.14%和2.35%,分别较2018年下滑0.43个百分点和0.58个百分点;预计2019年全球贸易仅同比增长1.13%,为1990年以来除开2001年(东亚金融风暴和美国网络泡沫破灭)和2009年(全球金融危机)之外的最低增速;预计2019年全球实际GDP仅同比增长3.01%,增速较2018年下滑0.59个百分点,亦是2003年以来除2009年(全球金融危机)外的最低增速。以上数据充分说明美国恶意挑起中美贸易纷争,对包括美

国在内的全球经济都没有好处。根据美国国家经济研究局 NBER 的工作论文《Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy》，美国对中国关税壁垒几乎完全由美国进口商和消费者承担(中国承担了由于关税壁垒所带来的出口量下降)，而中国对美国关税壁垒大部分也由美国出口商承担，因此特朗普政府发动对华贸易纷争完全是搬起石头砸自己的脚。

图5：出口额增速(12M滚动累积)



数据来源：Wind, 建信期货研投中心

图6：全球GDP与国际贸易增速



数据来源：IMF, 建信期货研投中心

2018年以来美国趁中国社会杠杆率高企急需化解系统性金融风险之际，以2017年底特朗普税改新政对美国经济的短期刺激作用为后盾，执意以高额关税壁垒逼迫中国短时期大幅度改变国内政治经济体制，以满足美国所谓自由对等贸易的企图。然而特朗普政府的五点误判导致其计谋没有得逞，其一是误判中国调整经济政策的灵活性，2018年四季度中国就大幅度调整去杠杆政策(从金融去杠杆倒逼实体去杠杆转为国有企业结构性去杠杆)，并且实施了宽松货币政策与积极财政政策相结合的逆周期调节政策，这使得2018年四季度以来中国制造业PMI虽然整体偏弱但仍高于49%，而且生产经营活动预期指数一直高于52%(2015年该指数曾经下探至44.6%)，中国经济并没有被美国政府的高额关税壁垒压垮反而展示了强大的韧性。其二是误判中国人民的集体团结意识，尽管经受了美国在经贸关系

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_8004

