

滞胀犹在，破局隐现

国投安信期货 2020 年度宏观策略报告

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1.经济运行：长期矛盾施压短期增长 | 3 |
| 1.1.长期结构矛盾显现，潜在增长率不断下移 | 3 |
| 1.2.国际经济运行回顾：破局初现，滞胀扰动 | 5 |
| 1.2.1. 贸易摩擦回顾：山重水复，破局初现 | 5 |
| 1.2.2. 全球经济回顾：从分化到再同步，宽松潮回归 | 7 |
| 1.2.3. 近期中国经济数据走势：企稳初现，价格承压 | 9 |
| 2.政策应对：多重目标的动态平衡 | 17 |
| 2.1.长期政策：扩大开放，改革深化 | 17 |
| 2.2.短期政策：“稳增长”和“控通胀”的动态平衡 | 19 |
| 3.大类资产展望：弱复苏逻辑回归 | 22 |

陈江涛

首席经济学家

从业资格证号：F3043478

靳顺柔子

分析师

投资咨询号：Z0014424

李而实

高级分析师

从业资格证号：F3057070

王一淦

助理分析师

从业资格证号：F3063858

个人简介：

陈江涛 国投安信期货首席经济学家 中央财经大学统计学硕士，高级统计师。近 15 年宏观经济统计分析经验，历任国家统计局 GDP 核算处副处长，首席财经数据专家，宏观研究总监，兼任高校高级研究员、教授等学术职务。

靳顺柔子 国投安信期货宏观研究员，中国人民大学经济学学士，美国福特汉姆大学金融学硕士。具有扎实的经济理论知识和数据分析功底，主要负责宏观经济数据和政策的跟踪，参与大类资产配置研究。

李而实 国投安信期货股指期货研究员，拥有券商研究所 5 年以上宏观策略以及行业研究经验，专注 A 股趋势研判，擅长自上而下从全球宏观、资产配置以及跨市场分析视角入手，挖掘金融衍生品的投资机会。

王一淦 国投安信期货研究员，中国人民大学金融学硕士，负责跟踪研究国际主要经济体经济运行和政策动向，贵金属市场和人民币汇率走势，擅长从宏观经济和大类资产配置方面进行研究分析。

摘要

经济运行：长期矛盾施压短期增长

国内人口结构的变化以及经济发展目标的转变，叠加去全球化的发酵等全球经济的中长期矛盾，导致了经济长期增长率不断下移。全球贸易冲突施压经济增长，第一阶段协议落地缓解了黑天鹅模式的压力，但贸易保护升温 and 全球竞争仍然是长期命题。美国经济在下行中与全球经济形成收敛之势后，全球共同进入降息周期，中国经济数据边际好转但通胀压力仍大。

政策应对：多重目标的动态平衡

地产大周期的拐点以及中国财政的约束是中期来看是宏观政策的主要掣肘，缓解这一压力需要高水平的对外开放、国有企业改革的深化、促进高质量发展调整经济结构等着眼于中长期的政策应对。对于短期政策而言，在十三五收官之年，对于逆周期调节有明显诉求，而通胀预期的防控则迫使政策在以“稳”为主的主基调下进行动态平衡。

大类资产展望：弱复苏逻辑回归

全球宏观破局初现后，黑天鹅模式以及中周期衰退风险逐步排除，由此大类资产拉到全年的主基调，是向弱复苏逻辑的转换，因此，风险资产以看多为主。在上半场、在全球宏观事件的平稳期，叠加国内宏观政策宽松的回归，风险资产结构性机会相对确定，“滞胀”扰动下风险资产整体也有交易性机会；而进入下半场，破局之势进一步带来复苏预期后，风险资产有望迎来弹性更大的反弹，而避险资产或将转为相对弱势。

1. 经济运行：长期矛盾施压短期增长

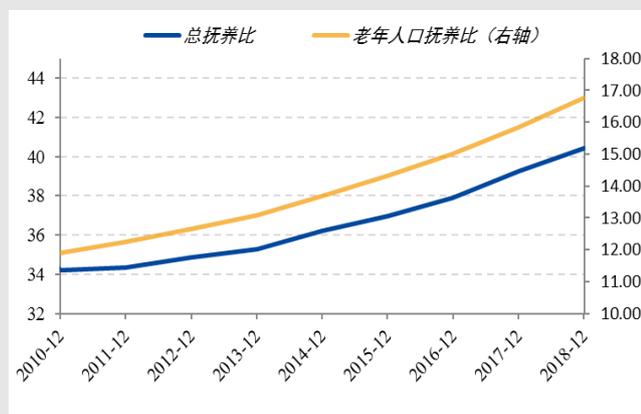
1.1. 长期结构矛盾显现，潜在增长率不断下移

2019 年前三季度 GDP 增速为 6.2%，其中三季度增速为 6.0%。无论是累计同比增速，还是三季度当季增速，均创下了多个季度以来的新低。当前经济发展的内部环境，尤其是人口结构等因素发生了根本性的改变，当前我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，叠加经济发展的外部国际环境更加复杂严峻，国际贸易压力和外汇保值压力较大。因此，从长期来看，在中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段转换过程中，6% 仍是一个不低的增速。

首先，从当前经济发展的内部环境来看，一方面，近年来人口红利开始加速消失，人口因素发生“逆转性变化”，这也是影响 2012 年之后中国经济增长开始减速的重要原因。学界通常用人口抚养比上涨来定义人口红利的衰减。（人口抚养比指总体人口中非劳动年龄人口数与劳动年龄人口数之比，抚养率较低为经济发展创造了有利的人口条件，整个国家的经济呈高储蓄、高投资和高增长的局面。）数据显示，2018 年我国人口总抚养比为 40.4%，其中少儿抚养比为 23.7%，老年抚养比为 16.8%，而 2010 年时我国人口总抚养比为 34.2%，少儿抚养比为 22.3%，老年抚养比为 11.9%。从结构上看，人口因素发生“逆转性变化”具体表现为劳动年龄人口开始转为负增长，出生人口增长率大幅下滑，以及人口抚养比尤其是老年抚养比的迅速提高。

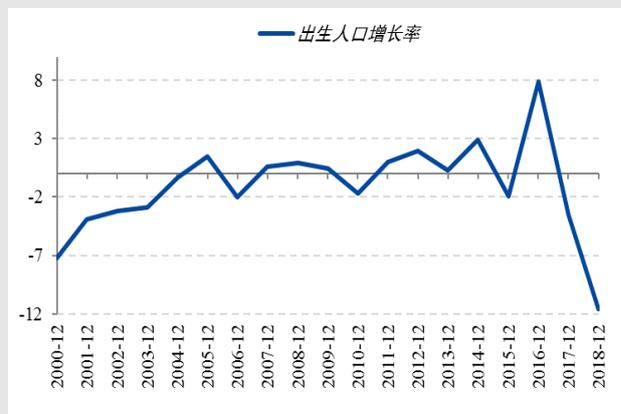
中国经济此前 30 多年高速增长，制造业的迅猛发展，是建立在对人口红利高度依赖的基础之上的，人口红利既早且快地消失，最终将表现到经济潜在增长率的下降趋势当中。当前我国人口增速降低、抚养比提升，已经是亟需面对的社会问题。与此对应的，储蓄率下降、家庭负债率提高，内需低迷、经济下行、投资驱动不可持续，方方面面因素叠加，导致目前经济增速下滑具有长期性，这也是长期因素拐点出现了以后必然的结果。

图 1：人口抚养比升高



资料来源：Wind，国投安信期货

图 2：人口自然增长率下滑



资料来源：Wind，国投安信期货

另一方面，当前阶段我们看到，经济发展过程中，长期积累的矛盾与新问题新挑战交织，所以我国经济发展必然要经历由高速增长阶段转向高质量发展阶段的转变，在这一转变过程中，在继续关注中国经济增长的同时，要更加重视经济的高质量发展，即更加重视经济结构的优化。党的十八大把生态文明建设纳入中国特色社会主义事业“五位一体”总体布局。一方面，随着高质量发展成为共识，环保压力层层传递，很多过去环保不合规的产业和项目的发展逐步被终止；一方面，当前我们正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，在这样的背景下，环境经济政策既具有环保属性，又具备经济属性。随着环境保护政策和经济结构转型政策的逐步推进，我们能看到转型期内各种环保政策的隐性成本变得显性化。在严守环保底线的发展思路之下，经济发展的下行压力有所加大，调结构、转方式，亦不可能一蹴而就。因而，在攻坚期内，国内经济结构改革与经济长效发展任务并重，环保等政策调整阵痛持续释放，生态成本的显性化等问题逐步凸显，存在需求放缓压力和结构性问题并存的现象，在这样的压力和问题之下，经济潜在增长率下降具有一定的趋势性和持续性。

其次，从当前经济发展的外部环境来看，今年以来，国际环境更加复杂严峻，我们也面临着巨大的国际贸易压力和外汇保值压力。众多国家经济系统中的脆弱性日渐暴露，经济体之间

贸易壁垒不断增加，欧洲、中东等地缘政治不确定性上升。2018 年以来，全球经济已经显著放缓，国际货币基金组织也在今年年内多次下调世界经济增速预期，目前已经调至 2008 年国际金融危机爆发以来的最低水平。

国际贸易增长放缓，部分新兴市场经济体面临宏观经济压力、地缘政治和汇率保值压力，部分发达经济体面临生产率增长缓慢、人口老龄化与经济结构等压力，这总的来看加剧了世界经济增长乏力的局面。

在社会层面，信息技术成为推动社会财富增长的关键动力之一，由科技带来的生产效率提升、社会改革时刻影响着经济增长动能，信息技术的进步和生产率的增长对经济产生影响是毋庸置疑的。而近年来，科技发展增速放缓、科技红利逐步消散是影响经济长期发展动能的重要诱因。摩尔定律所描述的“集成电路芯片上电路数目每隔 18 个月就翻一番”的定律不仅反应科技发展的客观规律，更应该将它看作是描述半导体产业技术与经济发展关系的一项预测。近年来，对于摩尔定律是否有效的讨论不绝于耳。如果摩尔定律失效，意味着以半导体产业为代表的高科技产业发展走向了一个瓶颈期，一个高速发展阶段的终结，科技高速发展的红利逐渐衰竭的同时，也制约了经济潜在增长率。

因此我们看到，在当前国内经济发展的客观因素和经济发展的外部环境相互影响之下，我国的潜在经济增长率或将持续下行，而这也是增长的长期影响因素出现拐点以后的必然结果。

1.2. 国际经济运行主要特点回顾：破局初现，滞胀扰动

1.2.1. 贸易摩擦回顾：山重水复，破局初现

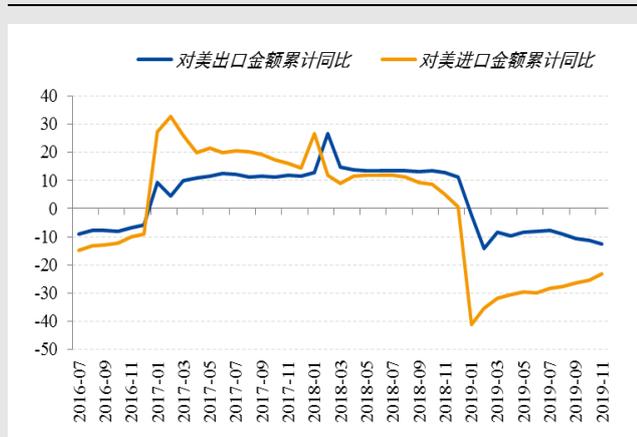
2019 年的全球经济在包括美国在内的经济增速放缓和波动率持续放大的阴霾中艰难前行。过去一年，美国贸易保护主义抬头，向主要贸易伙伴挥舞关税大棒，其中最为突出的是中美不断升级的贸易摩擦。贸易冲突下的关税上调，导致中美双边贸易出现较为明显的下降，2019 年 1-11 月，以美元计，中国对美出口金额减少 12.5%，自美进口金额减少 23.3%，双边贸易

额快速下滑。除影响两国贸易外，其带来的连锁冲击，使得全球贸易遭遇打击，德国、日本、韩国这些外贸依存度较高的经济体出口下滑幅度较大。贸易战对全球产业链带来明显冲击，打击了各国企业投资的意愿，中国、美国、欧元区和日本的制造业 PMI 持续明显下行，均跌至荣枯线以下，工业生产持续下滑，全球经济形势恶化。

回顾今年以来重要的几次中美交涉：5月初，美方宣布将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10%上调至 25%，这次冲击超出市场预期，事件发生后，年初以来的市场风格明显切换，风险资产价格下跌，避险资产价格上扬，与此同时，二季度全球经济也跟随明显走弱；8月中旬，中方就美方拟于 9 月 1 日对中国 3000 亿美元输美商品加征关税问题进行了严正交涉，但收效甚微；9 月 1 日，美国对华 3000 亿美元输美产品中第一批加征 15%关税措施正式实施，中方就此在世贸组织争端解决机制下提起诉讼；中美谈判逐步取得进展发生在 10 月，而商务部于 11 月 7 日举行的新闻发布会中表明中美贸易谈判即将取得阶段性成果，对此消息，市场很快做出反应，风险资产价格上涨，避险资产价格下跌，人民币大幅升值。尽管如此，中美贸易的第一阶段协议却并未如市场预期中在 11 月中下旬落地，甚至有消息传出中美“第一阶段”经贸协议可能要拖到明年才能敲定。

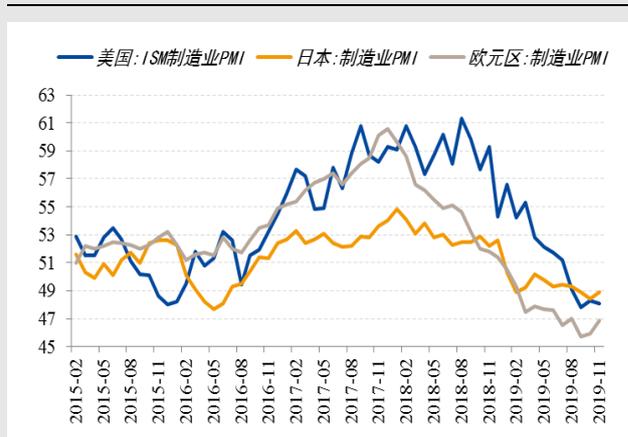
12 月中旬，中美磋商出现重大转折，13 日，中国和美国同时发表官方声明。中方表示，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。同一天美国贸易代表办公室发表声明，确认中美就第一阶段贸易协议达成了历史性的且可执行的协议。着眼于当下，第一阶段协议达成有助于缓解外部风险、恢复中国和全球投资者、消费者的信心和提振总需求。但从长远来说，在边际收益递减的大背景下，贸易保护主义升温也是市场自然的选择，我们认为中美长期走向竞争将是大概率事件。

图 3：中美贸易额快速下滑



资料来源：Wind，国投安信期货

图 4：美日欧 PMI 持续下行



资料来源：Wind，国投安信期货

1.2.2. 全球经济运行回顾：从分化到再同步，宽松潮回归

2018 年上半年，从全球数据看，除了美国自身经济呈现向好的特征以外，其他国家和地区的经济数据都呈现一定程度的增速下滑，再次面临增长乏力困境。当时的全球经济呈现出美国经济一枝独秀，全球经济重现分化的表现特征。其中部分外资依赖度较强的新兴市场出现剧烈金融动荡，爆发局部金融危机。

从汇率和全球资本流动方面看，2018 年上半年新兴市场经济体汇率接连贬值，外资流出引发持续动荡。非美货币整体走弱的同时，美元指数与美股表现强劲，从年初开始全球资本有向美国等发达经济体回流的趋势。与经济分化伴随的是年内全球货币政策再趋分化，其中在美

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_8204



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>