



2020 年度宏观经济与大类资产配置展望

东方欲晓

2020 年，全球经济与中国经济均将短期企稳，主要央行货币政策宽松力度减弱；国内通胀上行，政策中性。大类资产配置顺序为股票/商品>货币>债券。

- 2020 年，全球经济较 2019 年有所改善，其中新兴市场好于发达经济体。而全球主要央行的货币政策宽松力度将有所减弱。
- 中国 2020 年短期将有经济企稳，企稳的支撑因素来自库存周期向上、外需复苏带动出口向好，基建和房地产投资支撑固定资产投资维持平稳；同时，CPI 上半年将维持高位，PPI 则回到正值区间，需警惕全面通胀预期。而人民币汇率偏强双向波动。
- 2020 年政策整体维持中性。财政政策以保障重点支出为主，赤字率预计不会较 2019 年提升，但专项债规模将有所扩大。货币政策重在疏通传导机制，以长期资金替代短期资金，以 LPR 引导利率下行。但在增长企稳，通胀上行背景下，市场利率至少在上半年以上行为主。同时，防风险在政策中权重上升。
- 大类资产配置顺序为：股票/商品>货币>债券。
- 风险提示：中美贸易谈判进展缓慢，经济增长不及预期，国内监管趋严。

相关研究报告

《12 月海外宏观动态点评》 20191216

《11 月经济数据点评》 20191216

《流动性跟踪》 20191216

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

张晓娇

(021)20328517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

钱思韵

(021)20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

*王大林为本报告重要贡献者



目录

海外：全球经济出现企稳迹象，新兴市场好于发达国家	5
全球经济出现企稳迹象.....	5
发达国家仍面临一定压力，货币政策空间收窄.....	6
新兴市场：增长有望回升.....	9
国内：量的合理增长和质的稳步提升	11
短期经济企稳迹象明显.....	11
政策维持中性.....	19
大类资产配置：谨慎并坚定地提高风险偏好	22
回顾 2019 年：股票/商品>债券>货币.....	22
股票：求稳求变.....	22
债券：利率上行与违约风险并存.....	24
货币基金：2.5%或成上限.....	25
大宗商品：受通胀推动.....	25
结论与预测	27
风险提示	28



图表目录

图表 1. 全球制造业 PMI 连续 4 个月回升.....	5
图表 2. OECD 综合领先指标仍未见底.....	5
图表 3. IMF 与世界银行均预测 2020 年新兴市场增长好于发达国家.....	5
图表 4. 美国制造业 PMI 自 8 月以来落入收缩区间.....	6
图表 5. 美国零售和个人消费支出增速回落.....	6
图表 6. 美国劳动力市场维持强劲.....	6
图表 7. 密歇根大学消费者信心指数回升.....	6
图表 8. 欧元区制造业 PMI 连续 2 月回升.....	7
图表 9. 净出口贡献回升是欧元区 GDP 增速回升的主要原因.....	7
图表 10. 欧元区 CPI 仍在低位.....	8
图表 11. 日本出口持续走弱.....	9
图表 12. 消费税上调带动日本三季度私人消费贡献回升.....	9
图表 13. 日本 CPI 持续低迷.....	9
图表 14. 巴西、阿根廷经济增长探底回升.....	10
图表 15. 巴西制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标持续扩张.....	10
图表 16. 印度增长持续放缓.....	10
图表 17. 马来西亚、越南、菲律宾维持相对高速增长.....	10
图表 18. 库存周期即将向上.....	11
图表 19. 出口交货值回升支撑工业增加值.....	11
图表 20. 2019 年 1-11 月出口、进口均负增长.....	12
图表 21. 对美出口和整体出口走势分化.....	12
图表 22. 东盟已成为中国第一大贸易伙伴.....	12
图表 23. 2019 年实体经济需求疲软.....	13
图表 24. 环保推动的产能升级告一段落.....	13
图表 25. 高技术产业增速高于整体工业企业.....	13
图表 26. 广义财政收入增速仍处低位.....	14
图表 27. 2019 年专项债主要用途（截至 2019 年 11 月 30 日）.....	14
图表 28. 2019 年地方政府杠杆率回升.....	14
图表 29. 土地供求走弱但下半年回升.....	15
图表 30. 商品房销售有所好转.....	15
图表 31. 居民中长期贷款不弱.....	15
图表 32. 居民房价预期和购房意愿有所回升.....	15



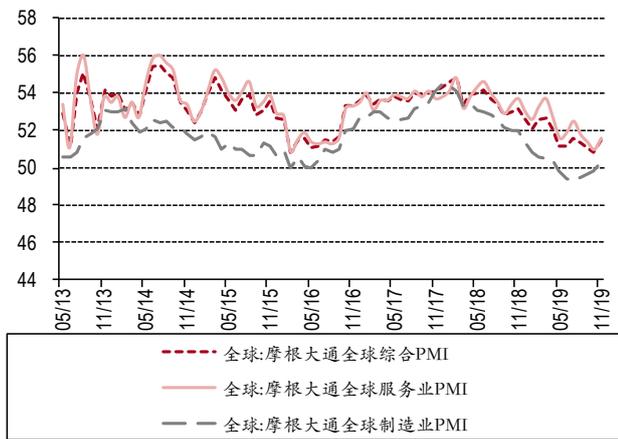
图表 33. 2019 年 CPI 在食品推动下上行, 核心 CPI 疲弱	16
图表 34. 猪肉价格推动 CPI 上涨	16
图表 35. 猪肉供给恢复仍需时间	17
图表 36. 关注食品价格向其他领域传导的可能性	17
图表 37. 2019 年 PPI 同比下降主要因为翘尾因素影响	17
图表 38. 大宗商品价格回升支撑 PPI	17
图表 39. 2019 年人民币呈贬值态势	18
图表 40. 近年来经常项目顺差/GDP 基本稳定	18
图表 41. 近年来资本与金融项目以顺差为主	18
图表 42. 2019 年中美利差走扩	19
图表 43. 广义财政收支缺口 2019 年扩大	20
图表 44. 2019 年超储率仅小幅回升	21
图表 45. 宏观杠杆率 2019 年回升	21
图表 46. 2019 年大类资产回报	22
图表 47. 2019 年陆股通资金净流入在 8 月之后出现分化	23
图表 48. 最近一个股市周期中各板块估值的分位数	23
图表 49. 央行意图压降期限利差	24
图表 50. 纯债基金持仓向金融债和中票倾斜	24
图表 51. 货币基金持仓期限缩短	25
图表 52. 货币基金持仓风险偏好降低	25
图表 53. 十年美债收益率与黄金期货价格	26
图表 54. 美元指数与原油期货价格	26
图表 55. 2019 年至今大宗商品涨跌幅	26
图表 56. 2020 年主要经济指标预测	27

海外：全球经济出现企稳迹象，新兴市场好于发达国家

全球经济出现企稳迹象

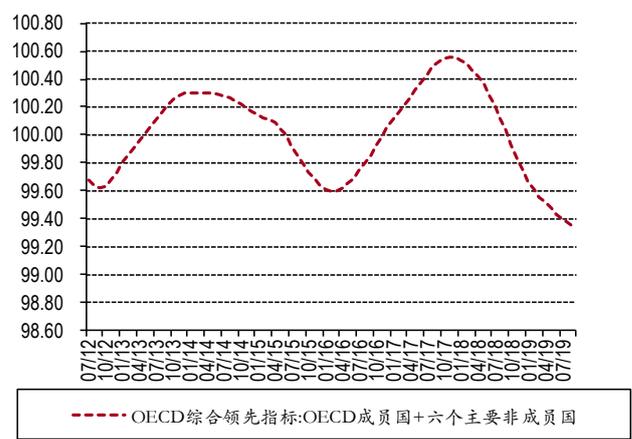
目前，OECD 综合领先指标（OECD 成员国+六个非主要成员国）仍未见底，9 月数据为 99.3475，已低于 2012 年 9 月和 2016 年 2 月的底部，为 2009 年 10 月以来新低。但同时，2019 年 11 月，全球制造业 PMI 为 50.3，历经六个月收缩后回到扩张区间，从趋势看，也已连续四个月回升。我们预计，全球经济出现短期企稳。

图表 1. 全球制造业 PMI 连续 4 个月回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. OECD 综合领先指标仍未见底

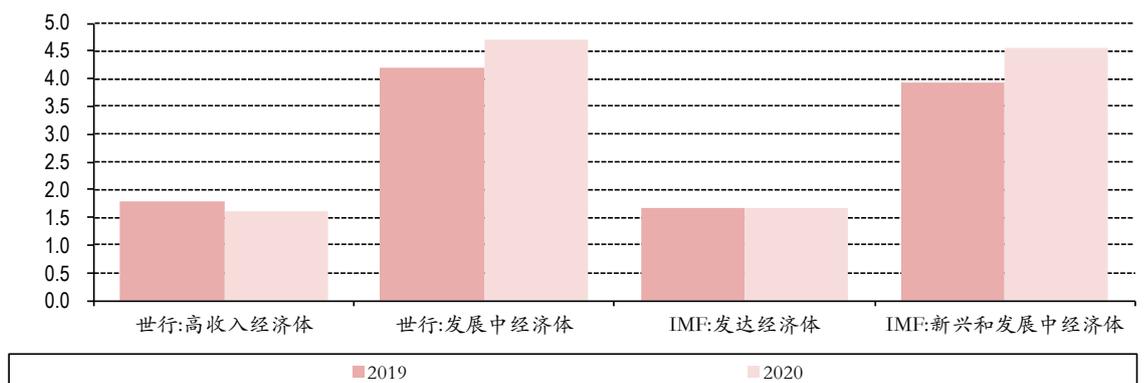


资料来源：万得，中银国际证券

目前 IMF、世界银行对 2020 年全球增速的预期均高于 2019 年。IMF 预测 2019 年全球经济增长 3%，2020 年增长 3.4%；世界银行预测 2019 年全球经济增长 2.6%，2020 年增长 2.7%。

全球经济边际好转的主要动力来自新兴市场，IMF 预测 2020 年发达经济体增速 1.7%，与 2019 年持平，但新兴市场和发展中经济体 2020 年增速为 4.6%，高于 2019 年增速 0.7 个百分点。世界银行预测 2020 年全球高收入经济体增长 1.6%，低于 2019 年的 1.8%；新兴和发展中经济体增长 4.7%，高于 2019 年的 4.2%。

图表 3. IMF 与世界银行均预测 2020 年新兴市场增长好于发达国家



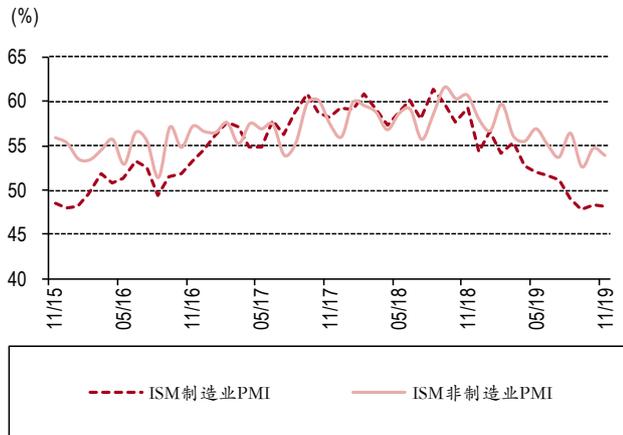
资料来源：万得，中银国际证券

发达国家仍面临一定压力，货币政策空间收窄

美国：经济放缓但犹有韧性，货币政策宽松程度边际减弱

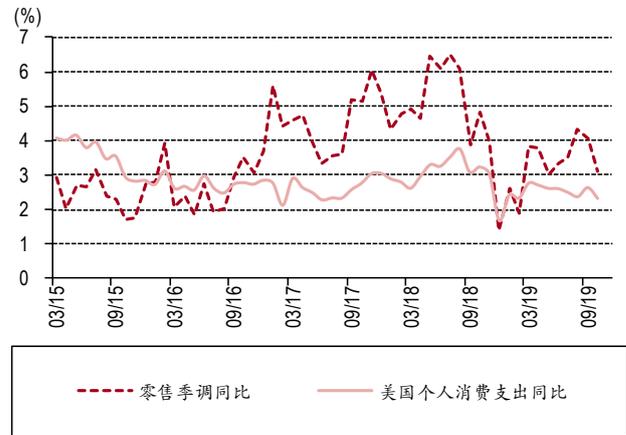
2019年以来，美国经济基本面逐渐出现走弱迹象。8月以来，美国ISM制造业PMI跌入收缩区间，并连续4个月位于50以下；ISM非制造业PMI虽仍在扩张区间，但也处于下行趋势中。美国零售销售自9月以来增速连续回落，个人消费支出也在年内出现缓慢下行趋势。

图表 4. 美国制造业 PMI 自 8 月以来落入收缩区间



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 美国零售和个人消费支出增速回落



资料来源：万得，中银国际证券

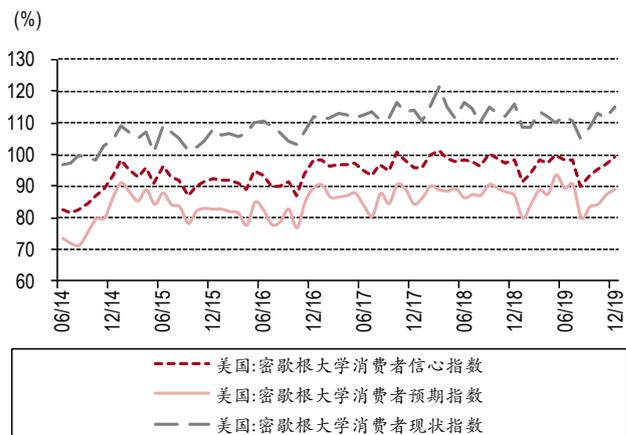
另一方面，美国的劳动力市场维持强劲，11月新增非农达22.6万人，且失业率回到3.5%的历史低位。同时，11月劳动参与率维持在63.2%的近期高位，平均时薪维持上行趋势。而消费者信心自9月以来持续回升。

图表 6. 美国劳动力市场维持强劲



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 密歇根大学消费者信心指数回升



资料来源：万得，中银国际证券

在 2018 年四季度以来经济指标表现不佳，全球经济低迷及贸易前景不确定的背景下，美联储 2019 年实施了三次预防性降息，在 12 月会议上，美联储维持利率不变，决策的一致通过标志着 5 月以来委员会首次取得共识。点阵图显示美联储在 2020 年将维持利率不变。同时，美联储删除了政策声明中关于经济前景展望“不确定性”的表述，维持对 2019 年、2020 年 GDP 增速预期不变，预计 2019 年美国经济增长 2.2%，2020 年美国经济增长 2.0%；同时将 2020 年失业率预期下调至 3.5%，展示了对美国经济的信心。

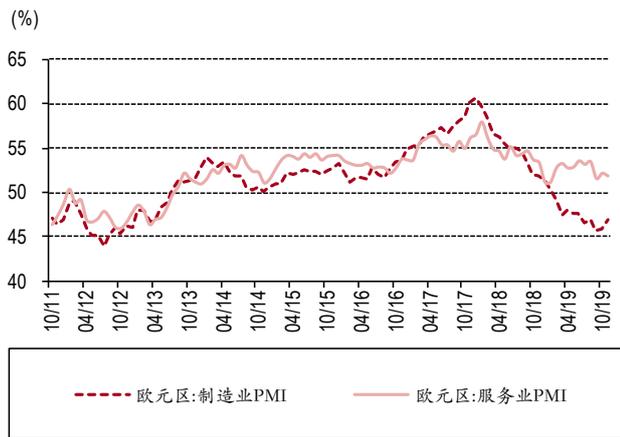
同时，在降息空间有限的情况下，为缓解美元流动性紧张及债务规模膨胀问题，美联储在 7 月结束缩表，并在 9 月重新开启扩表进程，为市场注入流动性。

综合看，美国经济走弱迹象虽逐渐增加，但经济依然具有韧性。相应的，货币政策的宽松力度预计在 2020 年有所减弱，预计 2020 年美联储即使因经济增长走弱而再度降息，也至多 1-2 次，流动性将更多通过扩表进行补充。

欧元区：经济增长出现企稳迹象，政策进一步宽松存疑

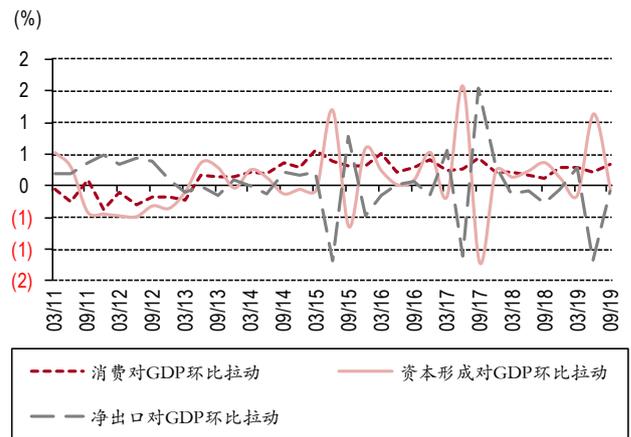
2019 年，欧元区经济基本面下行趋势明显，GDP 同比增速放缓，自 2018 年三季度开始始终维持在 2% 下方，2019 年二季度甚至降至 1.1%，制造业 PMI 自 2 月以来始终位于荣枯线下方且持续下滑。不过，从三季度开始，欧元区经济增长出现企稳迹象。三季度 GDP 增速回升至 1.5%，10 月、11 月制造业 PMI 虽仍在收缩区间，但已连续 2 月回升。欧元区主要经济体德国和法国 11 月制造业 PMI 均为近期高位。

图表 8. 欧元区制造业 PMI 连续 2 月回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 净出口贡献回升是欧元区 GDP 增速回升的主要原因



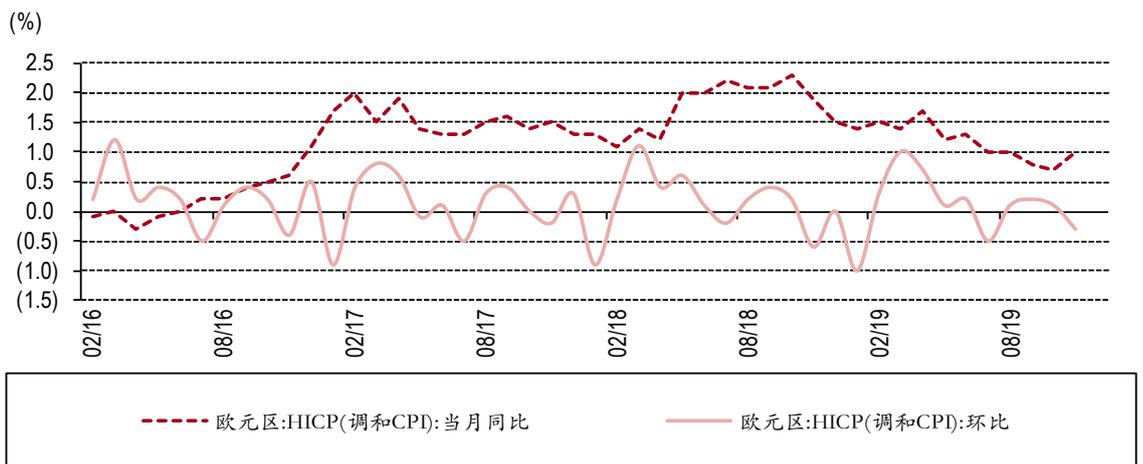
资料来源：万得，中银国际证券

欧元区经济的企稳得益于贸易的改善。2018 年以来，在全球贸易形势恶化的背景下，净出口对欧元区经济增长的贡献逐步走低，直接导致了欧元区经济增速的回落。2019 年三季度，出口对 GDP 环比增长的拉动回升至 0.2 个百分点。随着全球经济的短期企稳，欧元区经济增长有望进一步复苏。

不过，近期美欧贸易摩擦有升级趋势。10 月美国声明每年将对约 75 亿美元的欧盟产品和服务采取加征关税等措施，暂定先对欧盟大型民用飞机加征 10% 的关税，对欧盟农产品和其他产品加征 25% 的关税。欧盟亦指出将对美国的关税措施实施反制。和美国的贸易摩擦如进一步升级，将抑制欧洲相关产业的发展尤其是制造业的增长，进而拖累欧元区 GDP 增长。

2019 年欧元区 CPI 增长持续低迷，甚至曾落入负区间。但近两月有所反弹，11 月 CPI 同比增速 1%，核心 CPI 同比增速 1.3%。欧洲央行时隔三年重启量化宽松，从 11 月起每月购进 200 亿欧元资产，而且不设时限，直至通胀水平接近 2% 的预设目标。然而持续的低利率环境对欧洲经济收效甚微，且长期宽松环境可能对经济造成的负面影响令欧洲多国央行行长对进一步政策宽松存疑。

图表 10. 欧元区 CPI 仍在低位



资料来源: 万得, 中银国际证券

欧央行新任行长拉加德 11 月底强调, 将对负利率对经济的副作用进行评估。在 12 月会议上, 拉加德一方面强调了需要充分的刺激政策来提振通胀; 同时也强调了必须加强结构性改革的执行, 存在财政空间的政府需要采取行动。我们预计, 2020 年, 如经济增长出现企稳, 则在货币政策整体维持宽松的同时, 欧央行资产购买的幅度或低于预期, 对负利率政策亦可能做出调整, 或更多倾向于各国的财政政策来支撑经济。

此外, 英国脱欧的负面冲击以及法国的政治局势不稳等仍将在 2020 年给欧洲经济带来不确定性。

英国: 关注脱欧的负面冲击

2019 年 12 月 12 日, 英国开启大选投票, 保守党在大选中大获全胜, 这意味着此前被英国议会搁置的脱欧协议立法将继续获得推动, 英国大概率将在 2020 年 1 月 31 日前顺利脱欧。

然而, 即便约翰逊带领英国在 1 月 31 日前完成脱欧, 脱欧给英国经济带来的负面影响仍是不可避免的。当前欧盟为英国最大的贸易伙伴, 往后英国与欧盟国家的贸易框架需重新商定, 关税、劳动力等因素将直接对整个英国市场造成冲击。部分欧盟企业已经或正计划将部分生产线撤离英国, 这将尤其对已经显露下行趋势的英国制造业产生更多不利影响。

英国 10 月 CPI 同比增幅 1.5%, 8 月和 9 月均为 1.7%, CPI 已连续三月低于 2% 的预期目标且在下滑随着脱欧期限的接近, 脱欧对英国经济产生的负面影响逐渐显现, 预计英国通胀将继续维持低于预期 2% 的水平。英国基准利率已长时间维持在 0.75%, 利率进入零区间后政策的有效性将有所减弱。为应对经济下行和通胀疲弱, 不排除英国将在 2020 年同时启用财政政策和多元的货币政策来刺激经济复苏的可能。

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_8233



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>