

降速提质，守正出奇

证券分析师：温晓丽

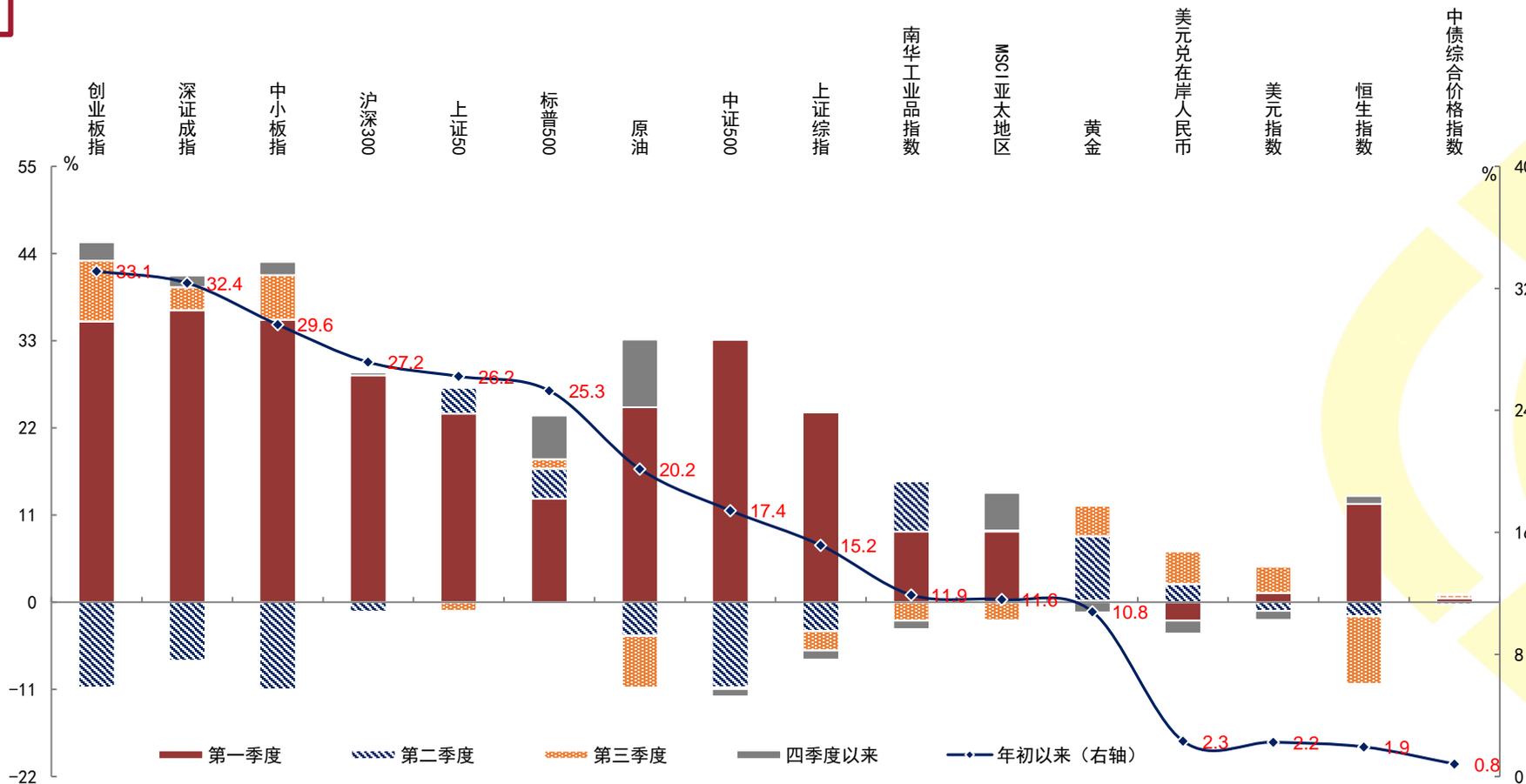
执业证书编号：S0160517040002

☎：0571-87620749

✉：wenxl@ctsec.com



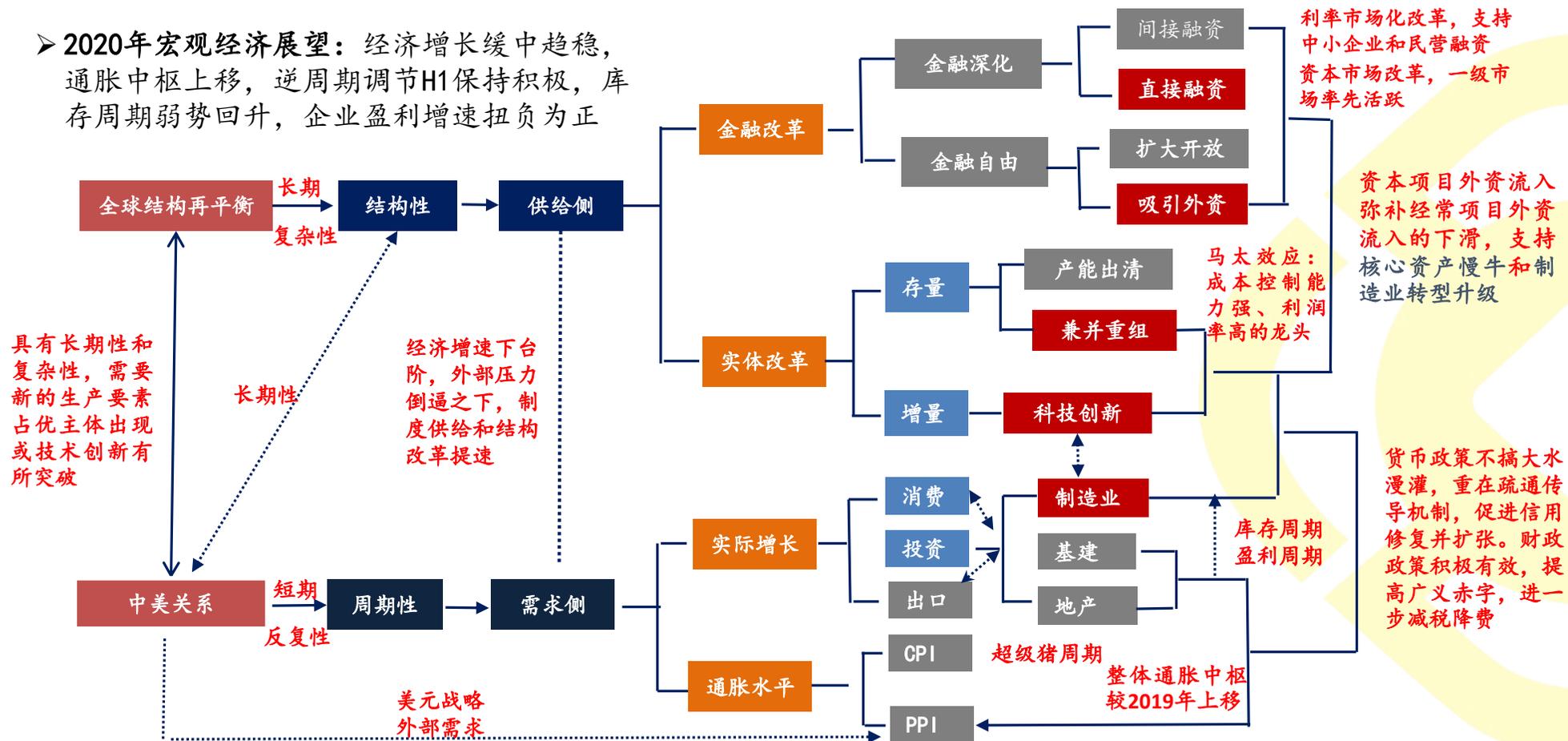
2019年各类资产表现回顾



数据来源: wind、财通证券研究所 注: 数据截至2019年11月30日

2020年宏观策略图景

➤ 2020年宏观经济展望：经济增长缓中趋稳，通胀中枢上移，逆周期调节H1保持积极，库存周期弱势回升，企业盈利增速扭负为正



资料来源：财通证券研究所

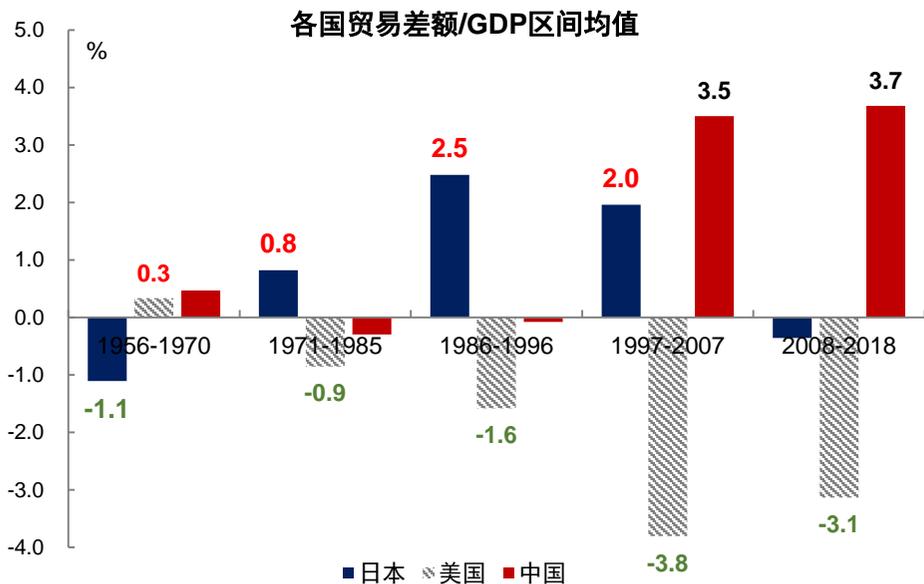
- **结构与长期：再平衡道阻且长，降速提质行则必至**
- 周期与短期：主动去库近尾声，拐点即来因时而惕
- 资产与配置：预期分化到收敛，资产定价一波三折

长期性：全球贸易格局再次面临失衡局面

➤ 二战后至今，全球经济与贸易格局经历了两次严重的结构失衡：

(1) 1955年至1970年美日结构日益失衡，1971-1985年经历了漫长的再平衡，最终以广场协议结束。

(2) 2000-2007年，中美结构日益失衡，2008年金融危机之后中美之间以及各自内部开启了再平衡，但结构失衡问题愈演愈烈，2018年中美贸易摩擦升级，以美日历史经验为鉴，这一过程具有复杂性和长期性。



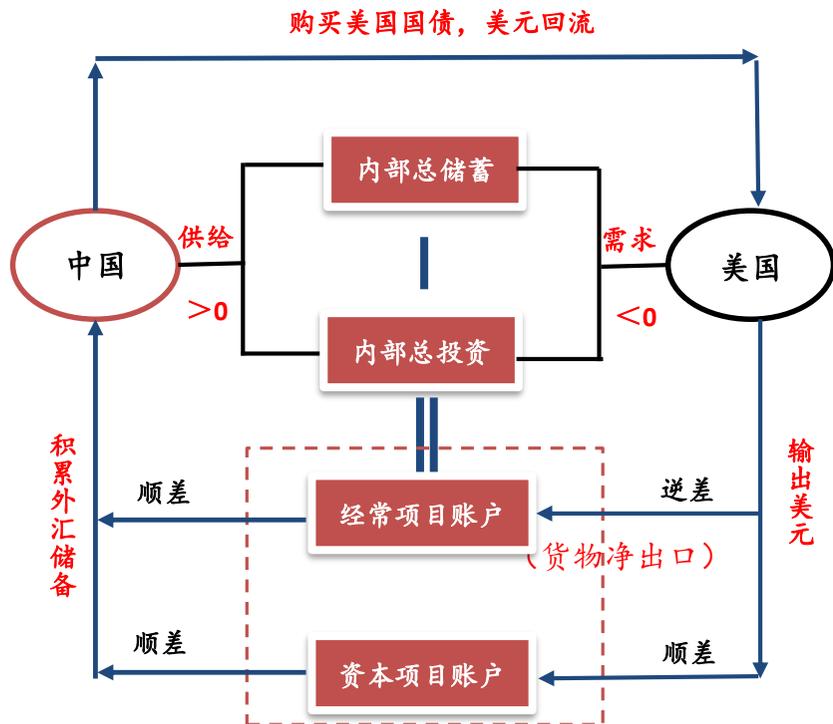
数据来源：wind、世界银行、财通证券研究所

长期性：中美循环从繁荣共生到分化重塑

- 失衡的根本：（1）新工业经济体的崛起引起国际分工体系和世界经济格局的改变；（2）在经济发展过程中，失衡结构双方增长方式以及内部结构日益不合理。

2001-2007的中国经济金融

- 投资占比高，消费占比低
- 国内收入分配结构失衡
- 金融抑制、汇率管制
- 基础货币被动投放，银行信用创造繁荣



2001-2007的美国经济金融

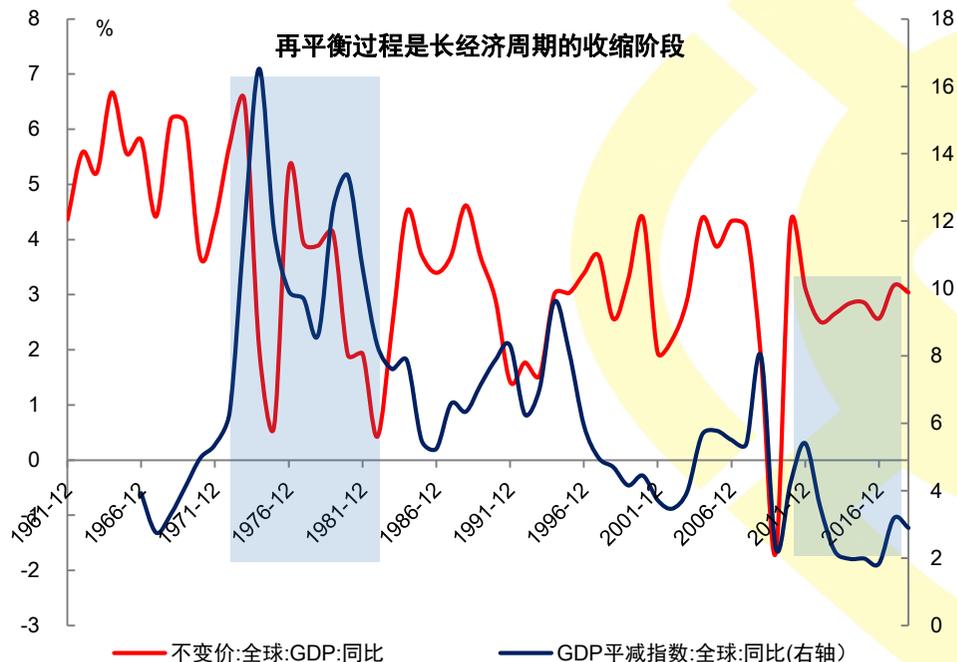
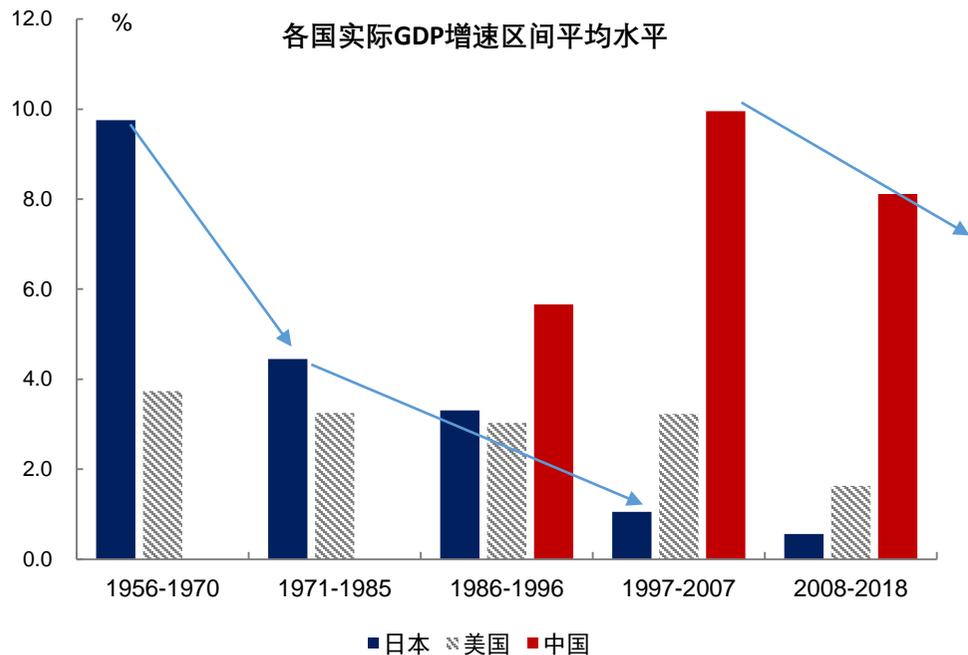
- 低利率、低通胀、高增长
- 消费和投资旺盛
- 资产价格攀升

全球化繁荣与中美国际收支结构失衡

资料来源：财通证券研究所

长期性：全球经济结构再平衡，中国经济降速提质

- 在世界经济格局再平衡以及中国经济结构持续调整的背景下，全球经济增速放缓。
- 1971-1985年的再平衡期间，日本经济增速从繁荣时9.75%的均值下降到再平衡期间的4.45%。2008年至今，中美仍处于并在未来一段时间中处于再平衡的过程中，中国经济增速不可避免的会从繁荣时的9.95%下降至5%左右的水平。



数据来源: wind、世界银行、财通证券研究所

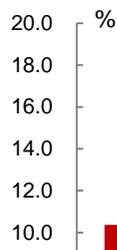
结构性：外部压力倒逼中国内部结构调整提速



➤ 2013年之前的经济结构调整仍然**注重需求刺激**，存量经济结构性风险日益恶化。

➤ 2013年11月份召开的党的十八届三中全会开启了全面深化改革、系统整体设计推进改革的新时代。

➤ 2015年12月的中央经济工作会议提出在适度扩大总需求的同时



各部门可支配收入实际增长率

金融危机之后，
可贸易企业部门让利

2013年以来，
政府部门让利

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_8606

