

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

下行周期嵌套叠加明斯基效应, 决胜之年期待 逆周期政策拨云见日

——宏观定期

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019年12月02日

相关研究

- 1 《宏观报告: CPI 再超预期, 货币政策展现定力-宏观点评》 2019-11-10
- 2 《宏观报告: 金融委疏通信用渠道, 扩展中小银行资金来源-宏观专题》 2019-11-08
- 3 《宏观报告: 央行试探性降息, 意在预期引导-宏观专题》 2019-11-06
- 4 《宏观报告: 应对百年不遇之大变局, 19 届四中全会指明发展方向-宏观政策解读》 2019-11-01
- 5 《宏观报告: 经济惯性下行, 稳增长仍需政策刺激-宏观定期》 2019-10-21

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

核心观点:

- 2019 年宏观经济稳中趋缓, “三去一降一补”取得了阶段性进展, 三大攻坚战成效显著, 市场环境不断优化, 企业质量明显改善, 在经济质量提升的同时, 也应看到经济增速回落的风险, 三季度经济增速下行至 6.0%, 再创 09 年以来新低, 进入四季度后, 生产和需求表现依然疲弱, 猪肉价格提振 CPI 站上 3%。若四季度增速保持在 6.0%, 全年增速勉强维持 6.1%的水平, 和年初政府制定的经济工作预期目标相比, 四季度尤为关键, 在全球经济衰退的大背景下, 我国 2020 年宏观经济仍面临进一步下行压力。
- 2020 年外部环境依然复杂, 2019 年 10 月以来中美贸易战出现缓和迹象, 但两国战略利益仍需要更多时间和行动进一步磨合。此外, 主要发达经济体 PMI 延续回落, 外需基本面恶化。美联储宣称 2019 年属于防御性降息, 否认进入降息周期, 美国股市站上高点, 市场对美国经济的预期回调, 若美股结束长达 10 年的繁荣, 这又将冲击全球资本市场。
- 反观国内 2019 年供给侧结构性改革取得成效, 一方面, 随着产能优化和技术升级, 我国在 AI、大数据、区块链等领域步入全球领先地位, 为中国制造 2025 奠定基础; 另一方面, 金融和宏观经济杠杆率实现双降, 房价得到有效控制, 经济金融泡沫被挤出, 预计 2020 年国内改革将继续稳步推进, 重点将放在扩内需拉消费和制造业升级两个层面, 政策托底将成为对冲下行压力, 增强经济韧性, 实现六稳的主要抓手。
- 从三架马车运行上看, 预计 2020 年投资、消费、出口均呈现平稳趋缓走势, 其中: 投资增速或维持在 4.5%附近的中低水平、消费增速保持在 7.5%附近、出口或因中美贸易战缓和提振, 但受复杂多变的海外政治经济形势影响, 外贸增速或在 5%附近。
- 从通胀水平上看, 2020 年温和通胀将延续: 一方面由于 2019 年供给侧结构性改革的产能控制被需求走弱消化, 工业利润下滑对上游价格的支撑减弱, 下游受终端消费拖累, 随着调库存寻找新均衡, PPI 跌幅收窄并向正值修复; 另一方面, 受今年猪瘟影响去库加速, 生猪存栏量降低, 高层扩大肉类进口和补贴猪农。预计 2020 年三季度, 猪肉供给修复, CPI 得以控股回归至 2.5%附近; PPI 由负转正至 1%左右, CPI 与 PPI 剪刀差持续收窄。
- 2020 年下半年货币政策或转向实际宽松, 财政政策更加积极, 为经济托底, 全年经济仍处于 L 型周期底部区间, 预计经济增速或在 6.0%。
- 风险提示: 全球经济复苏不及预期、资金面趋紧

指标	2019F	2020F
GDP (%)	6.1	5.8
CPI (%)	2.7	2.5
PPI (%)	-0.5	1.0
社消 (%)	8	7.5
工业增加值 (%)	5.5	5.0
出口 (%)	-1	5
投资 (%)	5.5	4.5
M2 (%)	8.4	8.0
人民币贷款 (%)	16.1	17.4
美元/人民币	6.9	6.8

内容目录

1. 周期篇：2020 经济增速或继续探底	4
1.1. 从短期周期看，“主动去库”延续但下行势能减弱	5
1.2. 从中周期看，补短板亟需技术支撑	6
1.3. 从长周期看，房地产趋弱和人口结构转化拖累经济动能	9
2. 经济篇：三架马车稳中趋缓	13
2.1. 消费走弱，产能优化和刺激内需同等重要	13
2.2. 出口有望修复，但不确定性仍多	15
2.3. 投资趋稳需靠基建托底，替代地产投资回落	17
3. 物价与政策篇：明年 CPI 降低，货币发力，财政兜底	19
3.1. 2020 年猪价下行，通胀转收缩	19
3.2. 货币政策逆周期功能开启	22
3.3. 财政政策兜底维稳	24
4. 全球篇：经济低迷，负利率时代开启	25
4.1. 全球经济低迷，期待国际关系改善	26
4.2. 欧美经济韧性仍在	28
5. 总结	30

图表目录

图 1：2019 年库存景气度下行	5
图 2：2019-2020 库存周期仍以主动去库主导（短期）	5
图 3：朱格拉周期循环	6
图 4：2020 设备投资增速或延续磨底	7
图 5：2020 年设备周期或探底（中期）	7
图 6：工业企业利润下行，负债率走高	7
图 7：基建只拖不举，地产高位走弱，挖掘机收缩产能	7
图 8：2019-2020 处于中周期低谷	8
图 9：1960 年之后的长波周期	10
图 10：1960 年之后的长波周期	10
图 11：人口老龄化程度加深，人均就业 GDP 增速下行	11
图 12：出生率历史低位，人口红利对经济贡献走弱	11
图 13：房地产库存加快消化，底部修复延续	11
图 14：地产周期逐步走弱	11
图 15：1-10 月零售增速受商品销售下行拖累	14
图 16：汽车消费是主要拖累因素之一	14
图 17：地产销售增速低位运行抑制相关消费	14
图 18：网上销售比重提升，销售额累计增速依然回落	14
图 19：2019 年对美欧日的出口累计增速明显回落	16
图 20：2019 年顺差扩大，主因汇率下行和进口弱势	16
图 21：2019 年应激效应逝去，出口增速下行	16
图 22：进出口 PMI 指标延续回落	16
图 23：2019 年主要工业国景气度回落	17
图 24：中国集装箱指数表现弱于波罗的海航运指数	17

图 25: 2018 年 10 月至今基建稳健发力.....	17
图 26: 民间投资增速下行, 高技术制造业增速加快.....	17
图 27: 投资增速趋势下行筑底	18
图 28: 地产去库叠加监管趋严, 拿地意愿走弱	18
图 29: 商品房去库调价增量, 销售面积有所修复	19
图 30: 2020 年基建投资力度或大于今年	19
图 31: 食品项带动 CPI 至 3.8%.....	20
图 32: 10 月食品项中猪肉价格再创新高	20
图 33: 猪价稳中有升, 但增速放缓	20
图 34: 11 月 PPI 翘尾拖累减弱	20
图 35: 10 月上下游库存指数均有下调	21
图 36: 工业品价格仍趋弱, PPI 增速或难有上升	21
图 37: 生产资料价格同比回落	21
图 38: 猪价结构性影响也会扩散至 PPI 非食品项	21
图 39: 猪周期与中长期贷款利率波动由同向转化分化	22
图 40: 杠杆率仍高, 防风险仍是重点工作	24
图 41: M2 与名义 GDP 匹配, 通胀若回归, M2 则下行	24
图 42: 表外和信贷弱势拖累社融收缩	24
图 43: 基建发力需要地方专项债配合	24
图 44: 美国、欧盟和日本 GDP 当季同比增速震荡趋弱	26
图 45: 美国、欧盟和日本通胀率修复上行	26
图 46: 美国、欧元区和日本制造业 PMI 高位回落	27
图 47: 美国、欧元区和日本失业率改善	27
图 48: 美国制造业存货量和新订单同比增速走弱	29
图 49: 日本制造业景气水平低位盘整	29
图 50: 美元兑欧元日元贬值, 兑人民币升值	29
图 51: 2019 年全球 PMI 走势	29
图 52: 美国、欧盟、日本、中国的经济增速变化	29
图 53: 美债、中债、德债 10 年期收益率趋势下行	29
表 1: 库存周期四个阶段一览	6
表 2: 1950 年后的长波周期	10
表 3: LPR 形成机制报价发布以来的中短期利率工具波动	23

1. 周期篇：2020 经济增速或继续探底

结合近两年我国经济运行情况，2017 年全年受上游价格效应作用，我国宏观经济表现明显超预期，但到了 2018 年去库存、去产能对上游企业的修复作用开始钝化，价格传导并未惠及下游企业资产负债表改善，需求端下行幅度扩大，而供给侧改革转入补短板的阶段，而在新动能尚未孕育之前，经济下行压力不减。

步入 2019 年宏观经济呈现稳中趋缓，“三去一降一补”取得了阶段性进展，三大攻坚战成效显著，市场环境不断优化，企业质量明显改善，在经济质量提升的同时，也应看到经济增速回落的风险，三季度经济增速下行至 6.0%，再创 09 年以来新低，进入四季度后，生产和需求表现依然疲弱，猪肉价格提振 CPI 站上 3%。若四季度增速保持在 6.0%，全年增速勉强维持 6.1%的水平，和年初政府制定的经济工作预期目标相比，四季度尤为关键，在全球经济衰退的大背景下，我国 2020 年宏观经济仍面临进一步下行压力。

外部方面：2019 年前三个季度，中美经贸关系快速恶化，直到 10 月以后两国贸易紧张局势开始缓和，但此时 1-9 月中国对美出口增速已降至-10%以下，近两年积累的负面影响使出口表现再难正向拉动 GDP 改善，2020 年美国大选将近，特朗普遭到弹劾的风险增大，特朗普政府外交政策有所松动，11 月 7 日，中美两国谈判取得重大进展，两国同意逐步等比例撤销此前附加关税，一时间市场风险偏好好转，资本市场修复，金价震荡下行，但同时欢心之余，脆弱的外部环境回荡着黑天鹅昨日的梦魇，没有人能确定至此天下太平，毕竟全球经济低迷，贸易保护主义和民粹主义的阴霾挥之不去，尤其是 2019 年 10 月美国工商业代表就对华为和中国态度上的讨论中，摩根大通和洛克菲勒两大财团都不约而同的宣称要对华为采取行动，加强就中国技术对美产生的不利影响予以应对，美财务和国防两部部长也同样对中国崛起忧心忡忡，金融大鳄索罗斯甚至在纽约时报上称他对“打败中国的兴趣超过了对美国利益的关心”，至此从美国政界高层到美国工商业和金融领袖的观点难以让我们对中美关系未来走向过度乐观。

十九大召开后，党中央高层根据我国经济发展的客观情况，明确将提升经济发展质量放在核心位置，2019 年政府经济工作报告也将全年经济目标下调，这既是对经济规律的尊重，也是对我国国情的尊重，粗放的高增长已不可持续，经济结构的优化，发展方式的转型才是出路。中国经济已进入新常态，其主要特点是“增速降，结构变，质量升”。

整体看，我国宏观经济基本面“稳中有变”。从 2017 年经济增速 6.9%回落到 2018 年三季度的 6.4%，再到 2019 年全年估测值在 6.1%的水平，展望 2020 年，中国经济面临更严峻的国内外环境，IMF 预测中国 2020 年 GDP 增速降至 6%以下，考虑到我国经济韧性增强叠加两个百年目标的政策预期，2020 年经济总量要较 2010 年翻一番并在 2021 年实现全面小康。以此推断，虽然明年任务压力较大，但我们仍有信心，保持经济增速在 5.8%-6%附近水平，为决胜小康奠定基础。具体的经济运行走势预判仍需借助周期理论予以辅证。

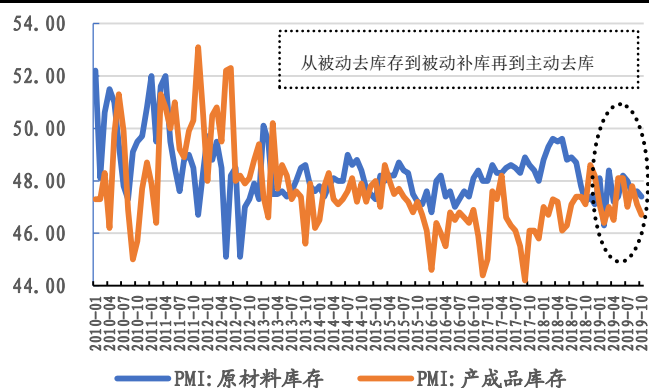
从周期理论的视角看，当前我国经济中周期震荡稳健下行或是主旋律，正在等待新动能成功切换，那时新周期便会开启；从短周期的库存阶段上看，四季度随着需求减弱，生产放缓，

投资下行，去库存仍在延续，2016-2018 年供给侧改革驱动被动补库，到 2019 年被动补库逐步向主动去库存转化，根据 40 个月的基钦周期推演，2020 年主动去库或将延续，同时短周期中 PPI 的表现和库存周期相辉映，PPI 增速明年大概率转正，体现了库存见底后新的供需关系达成平衡，PPI 转正改善企业盈利能力，但需求端没有更多提振下，PPI 仍将忍受低位水平；从长周期看，全球经济复苏或需要接受多重考验，2019 年下半年美元加息停止并开始转向降息，截止 10 月底美联储已完成年内三次小幅度每次 25BP 的降息，观察数据显示 12 月再降息一次的概率为 51%，当前美债收益率倒挂预示市场对美国经济 2020 年底开始步入衰退的担心，美元指数也随着降息下行，美股经历了长达 10 年的牛市已处于高点，未来国际环境的不确定性导致市场在黑天鹅事件的冲击面前极为脆弱，即使假设中美关系从 10 月起持续改善，并贯穿 2020 年全年，此前贸易战的伤痕仍在，外需基本面的修复也难以一蹴而就；内需方面，伴随增速回落，供需均有走弱，消费升级仍需减税降费驱动，投资增速筑底，有待 2020 年基建拉动。放眼未来经济转型必须依靠内生性复苏替代投资刺激，必须通过创新驱动产能置换，供给升级和扩大内需双管齐下，在此过程中孕育的新动能与旧动能将出现结构性的交锋对持和复辟更迭，最终伴随投资收益率提高，经济周期触底曲折修复，朱格拉周期演进，从 2009 底部开始，2019 年再次回到新的底部区间，2020 年不排除二次探底可能，时间结构上处于“前低后稳”的特点，如果将政策对冲和决胜之年的任务安排考虑在内，明年 GDP 增速或能维持在 5.8% 的水平附近，从中周期看，中国经济正处在黎明前，同时也预示着新周期的开启已经不远。

1.1. 从短期周期看，“主动去库”延续但下行势能减弱

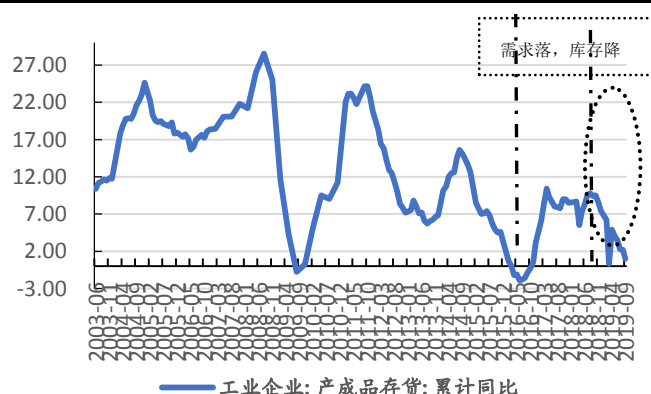
库存周期的四个阶段：**被动去库存阶段**，对应需求上升、库存下降。此时经济开始边际转暖，企业库存来不及反应，从而随销售增加而被动下降；**主动补库存阶段**，对应需求上升、库存上升，此时经济开始明显转暖，企业预期开始积极，开始主动去增加库存；**被动补库存阶段**：需求下降、库存上升，此时经济开始边际变差，企业还来不及收缩生产，销售下滑导致库存被动增加。**主动去库存阶段**：需求下降、库存下降，经济明显变差，企业预期消极，主动削减库存。

图 1：2019 年库存景气度下行



资料来源：中原证券，wind 资讯

图 2：2019-2020 库存周期仍以主动去库主导（短期）



资料来源：中原证券，wind 资讯

2019 年中国经济处于基钦周期倒 U 型的右侧。2016 年开启的供给侧去产能提振了上游企业价格，修复了资产负债表，但由于下游需求疲弱，上游价格未能顺利传导至下游，直至 2019

年 PPI 同比增速转负，挤压了工业企业利润，库存周期从被动补库向主动去库切换，产成品和原材料库存回落，“规避风险，落袋为安”将经济增速拖入新常态，2019 年 7 月的中央政治局会议首次使用“经济下行压力增大”的新提法。认为需要加大逆周期调节，扩大内需实现“六稳”这些政策对冲正是与当前库存周期的新阶段相匹配、相印证，具有较强的预见性。2019 年 10 月 PPI 跌幅扩大至-1.6%，其中翘尾因素达-1.2%，库存开始触底，2019 年年底到 2020 年初开始收窄跌幅不断转正，但全年仍将在低位，我们认为主动去库特征延续，L 型经济磨底或将经济增速带到 6%以下。

表 1: 库存周期四个阶段一览

库存周期	需求升降	库存升降	经济状况
被动去库	上升	下降	经济转暖
主动补库	继续上升	止降反升	供需两旺
被动补库	回落	升至高位	抑制生产
主动去库	继续回落	下降	经济萧条

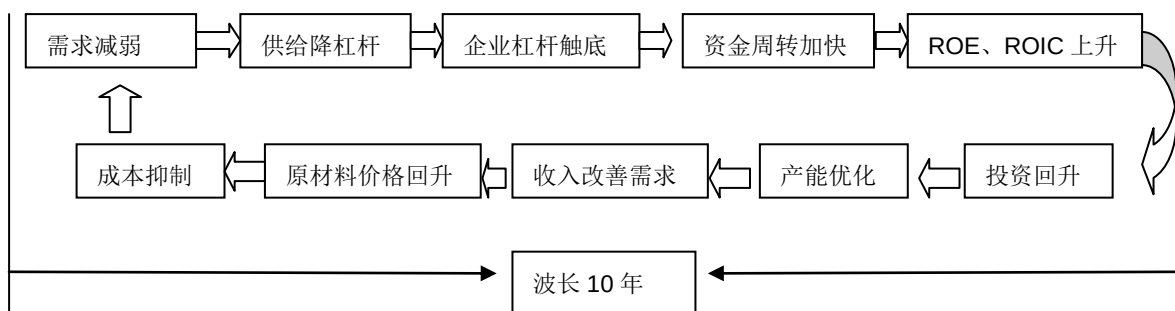
资料来源：中原证券

对比近年来库存变化情况：自 2016 年补库周期开始，直到 2018 年年底都属于被动补库阶段，2019 年转向主动去库的过度期至此 40 个月的库存周期基本完成一个轮回。为何依然确定 2019 年已经处于基钦周期主动去库阶段，主要是依据统计局“工业企业经济效益指标”中的工业企业产成品存货数据，将其作为判断周期阶段的指标：当存货同比上升则为补库存，存货同比下降则为去库存。库存和需求同时回落时可以判断为第四阶段——主动去库阶段。2020 年需求或继续回落，供给补库意愿不强，则第四阶段——主动去库延续。

1.2. 从中周期看，补短板亟需技术支撑

中周期（中波）即朱格拉周期、投资周期，波动区间为 10 年。朱格拉周期参照两个层面指标，就中观层面而言，用工业设备投资和固定资产投资完成额，反应投资回报率和设备更替频率；就微观层面而言，用挖掘机产量、高炉开工率、重型卡车产量增速等反应企业活力。由于中周期与投资品和技术设备升级周期具有高度协同性，因此我们从创新驱动的产能升级和供给侧结构性改革政策红利两方面展开分析：

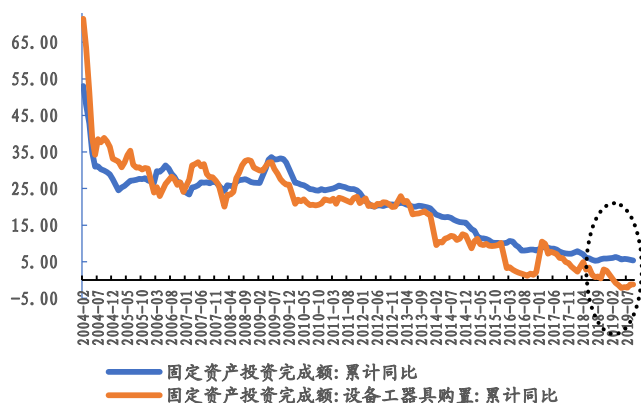
图 3: 朱格拉周期循环



依据上图所示，2009 年是作为上一轮中周期底部开启，时隔 10 年后 2019 年是第四论周期底部，2020 年新周期正在孕育中。

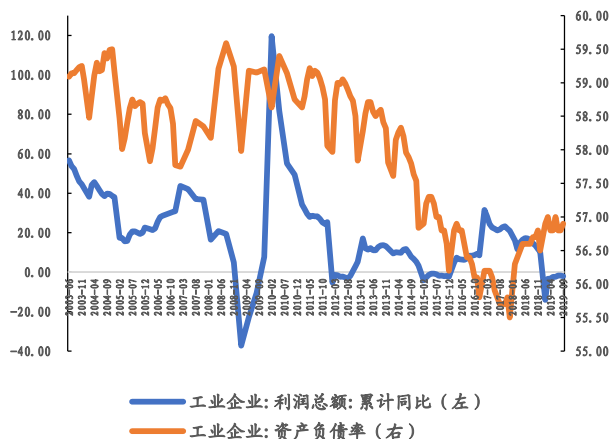
2018 年-2019 年我们走入朱格拉周期的尾部，前部是 2009 年开始，在 2016 年-2017 年供给侧改革开始，企业降低杠杆修复资产负债表，产能利用率开始上行。该阶段我国经济运行经历了供给端产能过剩，2016 年起供给侧改革，着力去产能、降库存、去杠杆，企业资产负债率有所降低，资产周转率触底反弹，对应到杜邦分析式中：净资产收益率（ROE）=销售净利率（NPM）×资产周转率（AU，产能利用率）×权益乘数（EM），随着企业盈利能力的改善，ROE 上升空间逐步显现，2016-2017 年朱格拉周期前半段基本完成，需求当前虽然疲弱，但整体依然边际改善，ROE 经过低点提升了市场未来对企业追加投资的预期，2019 年设备投资同比增速下行，企业利润增速收缩，资产负债率向上，这引起人们对经济二次探底的猜测，但另一方面，在经济下行的同时，资产泡沫正在去化，有价值的标的处于估值低位，2019 年步入中周期触底，但中美贸易战干扰了这一进程，技术封锁抑制了中国获取新技术的速度，11 月两国达成协议同意等比例撤销此前附加关税，两国经贸关系缓和，经历这一场中美间的战略碰撞，高层对科技兴国的目标更加坚定，华为为代表的中国技术逆势而上，领先全球，未来政策将更加侧重区块链、互联网 5G 产业链，并以此为基础带动其它产业加快产能置换，2020 年是全面实现小康社会的关键，虽然下行压力仍然很大，但经济结构和质量有了明显改善，期待新周期的开启尽快到来，预示着新周期开启的标志是：中观层面上，设备投资触底上行，微观层面上，ROE 反弹，新增资本开支开始缓慢修复。

图 4：2020 设备投资增速或延续磨底



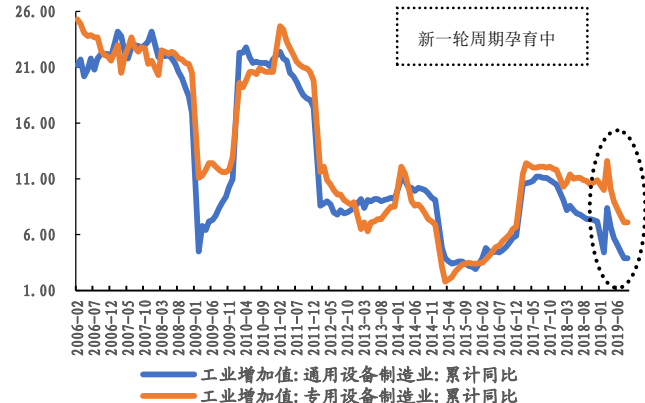
资料来源：中原证券，wind 资讯

图 6：工业企业利润下行，负债率走高



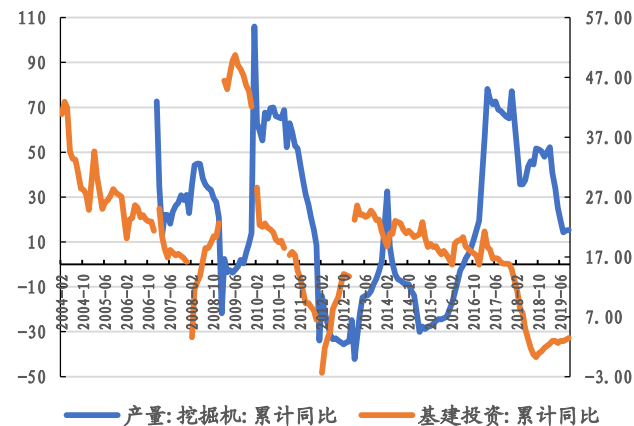
资料来源：中原证券，wind 资讯

图 5：2020 年设备周期或探底（中期）



资料来源：中原证券，wind 资讯

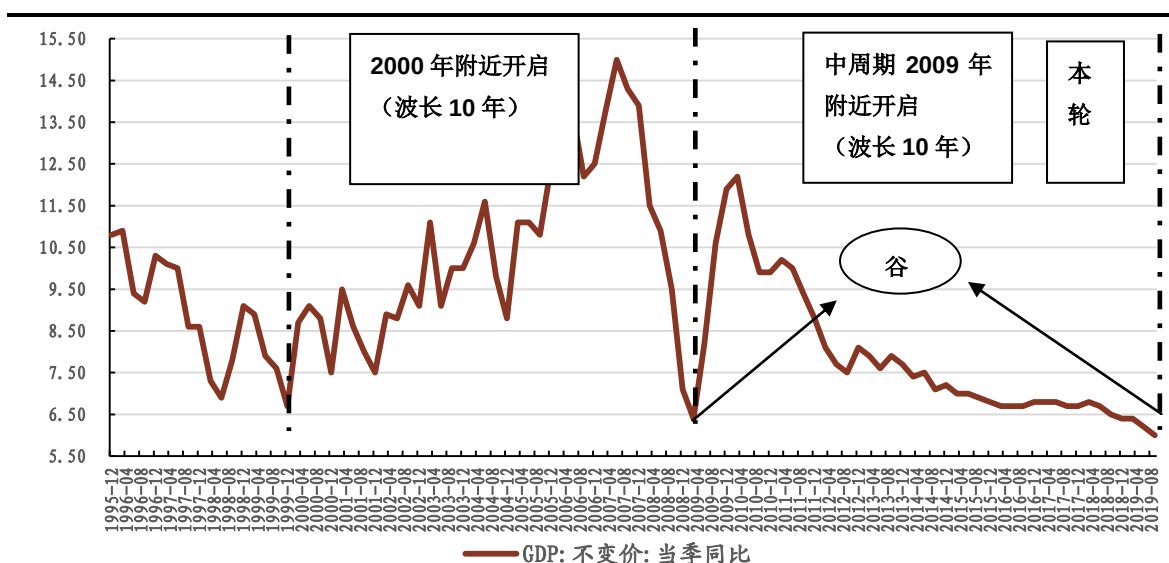
图 7：基建只拖不举，地产高位走弱，挖掘机收缩产能



资料来源：中原证券，wind 资讯

2020 年宏观经济，我们认为经济总体仍将处于 L 型底部区间运行，货币政策、财政政策将持续发力对冲下行势能，以技术驱动的新动能也正在孕育，当前中美经贸关系已有缓和，同时美国经济走弱，不支持美元走强，甚至年底美元降息通道有可能打开，经济总体将呈现出“外部趋好、内部趋稳和政策趋准”的态势，内外经济运行的机遇和挑战并存。从下图不难发现，我国尚未进入本轮朱格拉周期的复苏阶段，新旧动能的碰撞仍在继续，不排除周期复辟的可能，但另一方面，新动能原本也是在与旧动能的交锋中孕育而生，因此从这个角度看，虽然当前乃至 2020 年都很难走出彻底的新周期，但是我们可以理解为新动能的酝酿期已经开始。

图 8：2019-2020 处于中周期低谷



资料来源：wind 咨询，中原证券

2019 年新旧动能切换有所放缓，2020 年补短板难以一蹴而就，主要逻辑有三：

一是，去产能基本完成，产能置换仍需时间。2016-2019 年间传统产业的去库存和落后产能的淘汰基本完成，产业库存进入低位，环保政策倒逼企业置换设备，但新设备和新技术都需要时间。去产能阶段基本完成，未来补短板则是孕育新动能的核心。无论是去产能还是置换新产

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_8664

