

首席宏评（第81期）

2020：五大趋势下的大类资产配置建议

■ 核心摘要

- 1) 趋势一：全球经济同步下行，货币政策继续宽松。降息与扩表仍将是2020年全球各大央行货币政策的主流。
- 2) 趋势二：全球经济政治不确定性有望否极泰来。2019年贸易摩擦蔓延升级、发达经济体内部社会分化、地缘局势持续升温带来的三重不确定性或在2020年有所消减。不过，全球经济政治不确定并非完全消退，2020年美国大选及其外溢效应或是不确定性的主要来源。
- 3) 趋势三：美元长周期“牛转熊”元年将至，但美元指数回落较为有限，波动区间可能为93-97。
- 4) 趋势四：中国经济下行压力仍存，但幅度有限。预计2020年中国实际GDP同比增速将小幅放缓至5.9%。
- 5) 趋势五：国内货币与财政继续宽松发挥逆周期调节作用。
- 6) 海外大类资产配置：美股可能震荡加剧，亚洲等新兴股市表现值得期待；美债收益率底部震荡，美债表现不会太差；日元、瑞郎将强于美元，欧元相对弱势，新兴市场货币贬值压力减轻；大宗商品表现预计为：农产品>黄金等贵金属>原油/动力煤>有色金属>黑色金属。
- 7) 国内大类资产配置上，上半年利率债将保持震荡态势，CPI增速的高企会制约收益率的下行，疲弱的经济又会制约收益率的上行。等到2020年春节之后、CPI增速冲高回落之时，预计将在2季度至3季度，货币政策的空间将会打开，其宽松的力度和节奏都将加快，从而利好股债。全年来看，股市温和向好，在经济转型、资本市场改革以及金融开放提速的大背景下，不乏结构性投资机会。房地产市场在严调控下继续降温，长效调控机制建设稳步推进，不同城市房价分化加剧：一二线相对稳定，三四线继续下行。不过，针对大型房企的融资工具产品风险较低。人民币兑美元汇率在2020年预计在6.7-7.1区间震荡，震荡中枢大致在6.9。

2020年，我们认为国内外宏观经济有以下几个重要趋势值得关注：

趋势一：全球经济同步下行，货币政策继续宽松。2020年，随着美国经济投资出口双弱带动劳动力市场与消费转弱，美国经济会延续下行趋势，非美经济体则有望延续弱势，“美强欧弱”格局将转为“美欧双弱”，全球经济将同步下行。不过美国经济回落程度仍存在不确定性，料难以失速下行。全球央行货币政策宽松的脚步恐难以停下，降息与扩表仍将是2020年全球各大央行货币政策的主流。

趋势二：全球经济政治不确定性有望否极泰来。2019年贸易摩擦蔓延升级、发达经济体内部社会分化、地缘局势持续升温带来的三重不确定性或在2020年有所消减。贸易局势方面，美方经济存下行压力，大选年有对“稳经济”和“稳市场”的较强诉求，且驴象之争及弹劾压力会压缩美国内部施政效率，特朗普政府有阶段性缓和对华贸易摩擦的动力。加上韩日贸易谈判即将开启，全球贸易摩擦蔓延升级趋势将遇阻。社会分化方面，英国脱欧局势缓和，欧元区内部分歧有所缓和；地缘政治方面，美俄博弈趋缓，中东地缘局势降温，全球地缘局势逐渐趋于缓和。不过，全球经济政治不确定并非完全消退，2020年美国大选及其外溢效应或是不确定性的主要来源。

趋势三：美元长周期“牛转熊”元年将至，但美元指数回落较为有限。近十年美元指数经历了近50年“三落三起”中最长的一轮上行周期，这来自金融危机后美国经济的相对强劲与市场对美元的高信任度。2020年，导致美元指数转为弱势的主要原因有三：一是美国经济增速的继续下行将缩小其与全球经济增速之差，这导致美元作为反周期货币的特性被削弱；二是美联储重启了降息与扩表的宽松周期；三是特朗普政府急剧趋向单边、保守、民粹与功利主义的行为，严重损害美国的全球领导力与全球市场对美元的信心。美元长周期“牛转熊”元年将至，不过，考虑到欧元区经济仍将低位震荡以及全球经济政治不确定性仍存，美元指数下行空间也不会太大，波动区间可能为93-97。

趋势四：中国经济下行压力仍存，但幅度有限。从三大需求来看，消费受居民可支配收入增速的支撑而逐渐企稳，但掣肘于杠杆率的高企难有亮眼表现，汽车和地产消费有望边际改善；固定资产投资在地产投资韧性仍存以及基建投资回暖的支撑下将会小幅反弹，制造业投资将保持低位震荡；出口受全球经济回落及多轮关税负面影响的显现将继续保持弱势，“衰退型”顺差对经济的支撑将会减弱。预计2020年中国实际GDP同比增速将小幅放缓至5.9%。

趋势五：国内货币与财政继续宽松发挥逆周期调节作用。在全球经济普遍回落、各国开启降息潮，以及中国经济延续下行、就业压力增大的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变。2020年货币政策的重心将更加偏向稳增长，降准、OMO操作利率以及MLF利率下调都值得期待。金融监管料将以稳为主，巩固过去成果，增量不会强化。财政政策仍将继续落实落细减税降费政策，中央财政让利地方试点有望扩大，地方政府专项债资金使用效率提高、规模提升并将前置发力稳增长，老旧小区改造在全国范围内有望加快推进。

海外大类资产配置上，美股可能震荡加剧，亚洲等新兴股市表现值得期待；美债收益率底部震荡，美债表现不会太差；日元、瑞郎将强于美元，欧元相对弱势，新兴市场货币贬值压力减轻；大宗商品表现预计为：农产品>黄金等贵金属>原油/动力煤>有色金属>黑色金属。

国内大类资产配置上，上半年利率债将保持震荡态势，CPI增速的高企会制约收益率的下行，疲弱的经济又会制约收益率的上行。等到2020年春节之后、CPI增速冲高回落之时，预计将在2季度至3季度，货币政策的空间将会打开，其宽松的力度和节奏都将加快，从而利好股债。全年来看，股市温和向好，在经济转型、资本市场改革以及金融开放提速的大背景下，不乏结构性投资机会。房地产市场在严调控下继续降温，长效调控机制建设稳步推进，不同城市房价分化加剧：一二线相对稳定，三四线继续下行。不过，针对大型房企的融资工具产品风险较低。人民币兑美元汇率在2020年预计在6.7-7.1区间震荡，震荡中枢大致在6.9。

风险提示：1) 海外政治经济局势变动超预期，如美国经济失速下行、重要国家极端政党上台、地缘政治冲突激化甚至爆发战争等，均可能带来全球资本市场动荡，国内经济与资本市场也将相应承压。2) 中美贸易摩擦谈判超预期恶化，特朗普执政风格具有较大的不确定性，在中美签署协议之前，依然可能会存在反复。3) 房地产投资出现失速下滑，逆周期调控政策发力的效应有限，导致国内宏观经济下行超预期，上市公司企业盈利将遭受负面影响，股票、汇率等资产将显著承压。

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_8735

