

证券研究报告 / 宏观专题报告

决胜小康——2020年国内外宏观经济及资产配置展望

报告摘要:

海外局势来看，今年全球经济共振下行，明年将走向分化。美国经济高位回落，明年经济并不乐观。欧洲经济今年一路下滑，但有望筑底回升。日英经济仍将保持低速增长。新兴经济体明年将会转好，成为提振全球经济的重要因素。全球货币政策宽松潮已经确立，美国今年年内预计不会再降息，但明年仍有降息可能。欧日央行将延续宽松态度。美国经济相对于全球经济将放缓更加明显，美元指数预计将会回落，而中美贸易协议稳步推进，人民币有望升值。

国内方面，我们认为三驾马车中净出口贡献将下降，消费名义增速回稳，基建继续发挥逆周期调节作用，贸易摩擦缓解、弱补库周期开启有助于制造业投资的回升，而房地产投资为明显拖累力量。明年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年，我们认为宏观逆周期调节仍会发挥作用，预计明年货币政策将保持宽松，确保经济和居民收入增长，实现翻番目标。综合经济各项指标表现，我们预计2020年经济增长速度有望保持6%左右的增长速度。

明年CPI走势主要仍由猪肉价格决定。我们综合了供给模型和需求抑制因素，测算得明年猪肉价格会继续上扬，而目前政策、冷冻库存、进口和猪瘟疫苗都难以明显提升明年供给。测算显示明年CPI总体呈现前高后低趋势，1月份出现峰值，接近6%，前三季度会在4%以上。而若猪价收入比或猪牛比价超过历史最高水平，则二季度初可能会再出现一个峰值，超过6%，直到11月都可能维持在4%以上高位。PPI同比增长区间四舍五入后在-0.2%-0.2%左右，同比中枢接近0增长。只要猪价不引起物价普涨，货币政策仍将维持相对宽松的整体态度。

我们认为2020年基本面背景总体利好权益资产表现，而固定收益资产预计难有趋势性行情，在通胀和货币政策节奏中区间震荡，需把握结构机会。综合考察美中欧日等主要经济体，海外经济增长尚未进入复苏，国内房地产投资将下行，上述因素约束明年工业品整体表现。明年猪价整体仍将上涨，猪周期有望在明年迎来猪价顶部。预计明年全球主要经济体保持货币宽松，竞争性贬值格局下美元虽不会太弱势，但受美国经济下行压力拖累美元将弱于今年，黄金仍有较高配置价值。

风险提示：国内外经济基本面不及预期；中美谈判不及预期；猪价上涨超预期。



相关报告

《2020年通胀走势预测及货币政策展望》
(20191117)

《全球货币政策延续宽松，经济共振到分化，人民币有望升值——2020年海外宏观年度展望》(20191120)

《决胜小康——2020年国内宏观经济及资产配置展望》

证券分析师: 沈新凤

执业证书编号: S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 尤春野

执业证书编号: S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人: 曹哲亮

执业证书编号: S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

1. 全球货币政策延续宽松，经济共振到分化，人民币有望升值

1.1. 主要经济体的未来展望

2019 年全球经济处于同步下行趋势。一方面，主要经济体内需减弱，进而影响到其它国家的出口。另一方面，几大经济体之间贸易摩擦逐渐升级，对全球供应链造成了打击。但 2020 年，造成今年经济加速下行的很多风险因素都有望缓解，几大国际机构均预测明年全球经济增速将高于今年。

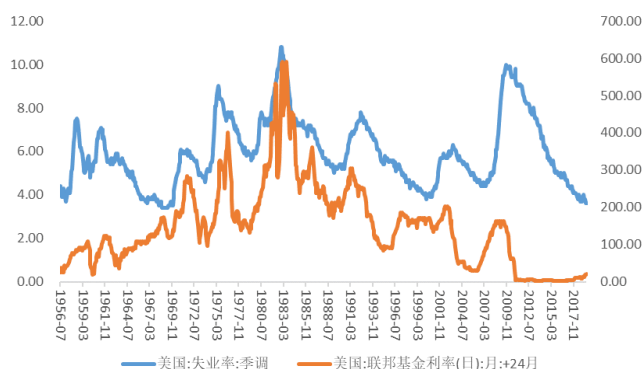
1.1.1. 美国：“退而未衰”的平稳下行

2019 年美国一、二、三季度 GDP 环比折年率分别为 3.1%、2% 和 1.9%，拾级而下，反映了经济增长高位回落的趋势。

目前美国经济呈现两个特点：一是消费和就业较强；二是工业生产和投资较弱。消费具有韧性的根本原因在于美国就业市场的强劲。但就业及薪资水平是经济增长的滞后性指标，而非前瞻性指标。今年就业和薪资主要反映了去年及今年前两季度经济增长的强劲。与消费和就业的强劲对应的，是工业生产和投资的一路下行。历史数据可以看出，工业生产是库存的前瞻性指标，通常会领先半年至一年。产出增速接近一年的下行意味着美国库存周期也将进入下行阶段。工业生产也同样是经济总量的领先指标，通常会领先 GDP 增速一季左右。所以当前近期工业生产的下滑指向未来美国经济增长可能放缓。综合以上两个因素，美国消费和就业虽强，但却是经济的滞后指标；而疲弱的制造业和投资却是经济的前瞻性指标。所以我们预计美国经济未来会延续下行的趋势。

此外，美国政府开支也难以持续高速增长。根据白宫预算局的预测，今年财政赤字较去年有大幅增加，但明年与今年接近，政府支出的增速将大幅降低，也成为拉低经济增速的潜在因素。美联储今年实施了三次降息，但回顾历史上经验，降息对于经济的作用，大约在两年之后会有比较确定性的提振。降息对于明年经济的作用，大概率是延缓经济的衰退，但难以阻止增长放缓。

图 1：美国利率通常领先失业率两年



数据来源：东北证券，Wind

1.1.2. 欧元区：有望触底回升

欧元区经济增速自 2017 年触顶之后，一路下行。今年第三季度季调后 GDP 同比增长 1.2%。PMI 指数亦大幅滑落，制造业 PMI 于今年 2 月份跌破荣枯线，并持续萎缩。造成今年欧元区经济疲软的原因主要有两个：一是全球经济同步走弱，外需不足导致欧元区出口受阻。尤其是今年三季度，出口对经济的拉动率大幅降低。二是经济内生动力亦不足，加之英国脱欧带来的不确定性对企业投资情绪造成了明显打压，欧元区投资疲弱，生产积极性较低。

我们认为欧元区经济未来有望触底回升。外需有望改善。英国脱欧将在明年 1 月末尘埃落定，目前来看无协议脱欧的概率很低，有助于稳定企业和市场的情绪，促进生产和投资。欧洲央行及各国也都采取了积极的应对政策。

1.1.3. 英国与日本：低速增长

英国经济于今年一季度达到高点，而后二三季度持续下滑。二季度环比一度萎缩。明年英国经济增速有望小幅回升。**第一，英国脱欧延期至明年 1 月份**，目前来看，英国“硬脱欧”的几率不大，对英国经济不会立刻出现打击，而**随着不确定性的消失，企业投资情绪有望提升**。**第二，英国财政政策即将加码**。英国新任财政大臣赛义德·贾维德表示，政府将在下一个财政年度增加 138 亿英镑（约合 168 亿美元）公共支出，用于“民众优先”领域。英国财政经历了多年紧缩，增加财政开支将拉动经济增长。

日本经济保持低速增长。今年日本前三季度的 GDP 同比分别为 0.9%，0.9% 和 1.3%，较去年全年 0.8% 的增速有所提升。国内消费和公共支出的强劲增长拉动了整体经济，但是作为一个出口型国家，今年全球经济下行带来的外需走弱对经济增长造成了较大的负面影响。预计明年日本经济增速小幅下行。今年 10 月份开始日本消费税由 8% 提升至 10%，这将对消费有一定抑制作用，进而拖累日本经济增长。

1.1.4. 新兴经济体：明年全球经济的重要拉动力

新兴经济体今年整体表现不佳。根据 IMF 测算，部分新兴经济体遭遇异常风险所导致的经济衰退，是今年全球经济降速的主要来源。

而这些风险因素在明年大多有望消退。**首先，美联储开启降息周期，全球流动性转向宽松**。去年因为美元加息而汇率大跌引发经济危机、或者被迫跟随加息导致经济衰退的国家，今年都能随着美联储的宽松脚步而重启货币刺激政策，其影响将在明年逐步体现。**其次，今年由于大选造成的政局动荡对全球经济影响很大**。根据世界银行测算，2019 年受到大选影响的经济体 GDP 占世界的总份额达到 36.8%，是近几年最高。2020 年和 2021 年经济受到政治不稳的影响则会大幅降低。**再次，今年导致很多经济体衰退的非市场因素也有望在明年缓解**，比如美国将取消对土耳其的制裁、巴西矿难、沙特阿美遇袭等等。**综合以上几点，新兴经济体在明年增长有望明显反弹**，鉴于今年新兴经济体对世界经济的拖累较大，明年的反弹也将对全球经济起到明显提振作用。

1.2. 全球货币政策延续宽松

今年全球经济同步走弱，主要经济体经贸摩擦不断升级。增长的放缓与较多的风险因素引起了市场对经济前景的忧虑，各央行货币政策也相应转变立场。**年初至今已有众多经济体实施降息，美联储7月开始也已降息三次。全球货币政策宽松潮确立。**

美联储货币政策目标有两个：保持物价稳定和充分就业。实际上这两个指标来看，都并不是很支持今年降息。从几次美联储降息后的表态可看出，贸易摩擦是美联储关注的核心问题之一。此外，特朗普出于大选前提振经济目的，也一直施压美联储要求其降息。上述原因导致美联储今年在经济未明显恶化的情况下连续三次降息。

目前中美谈判进展顺利，市场对美联储12月份的降息预期逐渐下降。加之三次降息之后，美国部分经济数据有所回升，12月份再降息已无必要。**我们认为美联储年内将维持当前利率水平不变。但明年仍有继续降息的可能。**一方面，特朗普面临大选的压力，必定会持续施压美联储，要求其连续降息来托底经济增速；另一方面，美国明年经济下行趋势基本确立，外部除了中美经贸摩擦之外，还有美欧贸易摩擦，风险因素并未完全化解。这些不确定导致美联储明年仍有降息可能。

欧元区已长期处于负利率水平，且多年经验显示负利率对消费和通胀的促进作用并不强，故未来欧元区再降息概率不高，即使降息幅度也会很小。**但在全球经济确认回升前，预计欧央行仍将保持宽松货币政策。日本央行亦表示将长期保持宽松政策。**

1.3. 美元指数大概率下行，人民币汇率有望继续升值

决定一国货币长期价值最根本的是该国经济发展水平。我们计算了美国GDP增速与全球GDP增速的比值，这个指标衡量了美国经济的相对增速，并且不受相对汇率变化的影响。我们剔除了一些增速为负的反常年份，走势上可以发现，美国GDP相对增速在大多数年份与美元指数走势相同，少数年份为美元指数的前瞻性指标。美国经济增速目前处于下行趋势，明年增长将弱于今年，而主要国际机构均预测明年全球经济增长将强于今年。前文的分析也表明，**决定美元指数的几个主要经济体经济来看，欧元区和英国或将筑底回升，日本可能小幅下降，总和趋势向上。此消彼长之下，美国经济的相对增速会降低，从而引起美元指数下行。**

今年人民币汇率的波动更多受到中美经贸摩擦的影响。目前中美谈判进展顺利，第一阶段协议接近达成，我们认为中美协商再出现反复的几率不大，而人民币也会大概率升值。首先，中美如若达成协议，一直压制人民币汇率的巨大风险因素会因此化解，此前市场对中国经济前景的悲观程度也会减弱，资本重新流入中国，驱动人民币升值。其次，特朗普在中美第十三轮磋商结束后的白宫发布会上透露，中美协议中包含了人民币汇率方面的内容。可以预计美方对人民币是有一定升值要求的。而既然特朗普对谈判结果非常满意，中方在汇率方面可能也做出了一定承诺。人民币汇率因贸易摩擦升级而“破7”，也大概率会因协议的达成而回归“7”以内。

虽然人民币大概率随着中美磋商的进展而升值，但我们认为升值不是一次性完成的。中美协商将分为几个阶段，每个阶段都有新的博弈内容。所以人民币的升值也不会是一次性的，也将分为几个阶段。随着每个阶段协议的达成，人民币兑美元的汇率会逐渐向前几个稳定的点位靠拢。**需警惕的风险是中美经贸摩擦的反复性。**

1.4. 海外风险因素

1.4.1. 中美关税战边际效果减弱，谈判有望进一步取得进展

自去年中美经贸摩擦开始以来，双方冲突不断升级，超出市场预期。中美关税战给中国出口造成了一定打击，但同时也对美国经济产生了明显影响。如果中美关税战持续下去，对美国经济损伤主要体现在三方面：**第一，关税战至今对美国出口的损伤是很大的。**截至今年9月，美国贸易逆差同比增加5.4%。关税使得美国经常账户恶化而非改善。**第二，继续加征关税会推高美国通胀水平。**我们的测算结果表明，如果特朗普对中国全部商品加征25%的关税，则给美国通胀带来的提升可达0.6个百分点。**第三，持续的关税战会冲击美国的企业和消费者的信心。**

特朗普的核心诉求是明年大选的连任。从卡特总统到奥巴马，我们回顾了特朗普之前6位总统的任期经济表现及任期时间。从经济周期的角度观察，我们发现总统获得连任或者不连任有一些基本的共同特点：**第一，获得连任的总统无一例外在两个任期中间大选前后经济处于持续修复的阶段，经济增速在首届任期的后两年均明显高于前两年或者维持高景气，失业率持续下降或者没有恶化；第二，没有获得连任的总统在经济增长上成绩较差，首届任期的后两年与前两年比，GDP增速明显下滑，失业率不降反升或者没有改善。**

特朗普在任前两年美国经济表现强劲，今年则增长放缓，明年更堪忧，这对特朗普而言并不乐观。若特朗普此时再翻脸，大选前达成协议的可能性就微乎其微了，这将对其连任造成巨大打击。所以我们认为中美谈判再度破裂的几率很小。但这并不意味着谈判会一帆风顺。中美协商将分为几个阶段，预计关税的取消也将是渐进的。

1.4.2. 美欧贸易战仍具不确定性

美欧贸易摩擦是明年全球又一大风险因素。此前由于欧盟的主要关注点在于英国脱欧，所以美欧贸易谈判一直被搁置。如果双方谈判不顺利、关税战升级，将给明年全球经济造成较大的打击，全球整体经济的回暖时间可能会延后。

2. 2020年国内经济企稳，政策松紧适度

投资方面，我们预计2020年固定资产投资增速相较今年将有望回升。贸易摩擦冲击企业家信心是年内制造业投资超常下滑的主要原因，考虑到后续企业盈利企稳回升、库存周期在明年1季度前后见底、产能利用率仍在历史高位，我们对2020年制造业投资谨慎乐观，中性预计明年将回升至4%附近。尽管明年土地成交回落，房地产销售难有购房潮，但当前房地产开发计划总投资维持高增、施工仍较快增长等因素有望为房地产投资托底，预计2020年房地产投资中枢将小幅滑落至6-7%区间。今年基建项目资本金不足是结构性问题，考虑到银行贷款等配套资金有向基建边际倾斜的意愿，以及旧改与政策性金融债支持等利好，预计2020年全口径基建投资中枢修复至6%附近。消费方面，明年促消费政策有望延续并为社零稳定继续提供助力，结构上餐饮、汽车、石油及制品、粮油食品、通讯器材类等零售均有望

回升，日用品与服装鞋帽及纺织品将面临下行压力，中西药品消费刚性较强，家电音像有望弱势回稳，总体预计 2020 年社零增速将维持在 8.5% 左右。贸易方面，受全球经济由共振走弱转向分化、中美阶段协议有望达成、人民币汇率有望小幅升值、大宗商品价格有望企稳修复、基数较低等因素影响，预计 2020 年出口增速区间约为 -3~4%，进口 0-5.5%，但是贸易顺差将有所收窄。

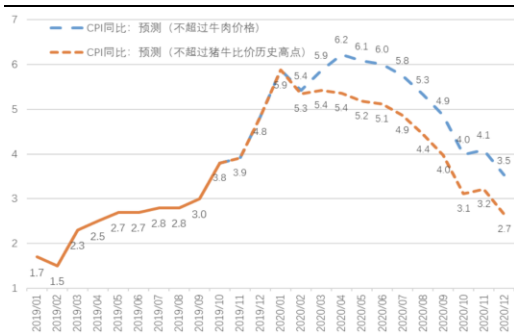
明年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年，我们认为宏观逆周期调节仍会发挥作用，预计明年货币政策将保持宽松，确保经济和居民收入增长，实现翻番目标。综合经济各项指标表现，我们预计 2020 年经济增长速度有望保持 6% 左右的增长速度。

2.1. 明年 CPI 中枢显著上移至 4.5%，PPI 中枢约为 0%

今年下半年以来，随着猪肉价格的暴涨，CPI 同比涨幅持续超预期上涨。“猪通胀”成为了市场关注的核心问题之一，也对货币政策形成了制约。猪肉价格快速上涨的原因有三，一是猪周期内生规律决定了目前应处于猪价上升期；二是非洲猪瘟造成了生猪大量死亡，加速周期上行；三是“南猪北养”等环保政策导致产能下降与供销分离。但目前来看，非洲猪瘟继续大规模爆发的可能性不大；过度的环保政策也正在修正，外因对猪肉供给的负面影响有望逐步消退。

但由于生猪产能周期较长，猪肉供给短缺的问题难以在短期得到缓解。我们模型显示明年猪肉价格会继续大幅上涨，但在猪价过高时猪肉需求将受到抑制，或者选择其他肉类甚至非肉类进行替代。我们分析了猪肉价格和人均收入的变化规律、并考虑替代品牛肉价格对猪肉价格压制作用，通过构建牛肉价格预测模型来测试猪肉价格走势。结果显示明年 CPI 总体呈现前高后低的趋势，1 月份会出现峰值，接近 6%，前三季度都会在 4% 以上。而若猪价收入比或猪牛比价超过历史最高水平，则二季度初可能会再出现一个峰值，超过 6%，直到 11 月都可能维持在 4% 以上的高位。

图 2：明年通胀走势预测



数据来源：东北证券，东北证券测算

其它抑制猪价的因素来看，政策方面，目前政策注重运用市场办法，通过行政手段全面限价的概率较低。投放冷冻库存和进口方面，根据我们的测算和在进博会上对多家进口商的微观调研情况来看，冷冻猪肉和进口肉的规模难以对猪价形成较大影响。另外，猪瘟疫苗也难以短期投入使用。

我们估算 2020 年 PPI 同比增长区间四舍五入后在 -0.2%-0.2% 左右，同比中枢接近

0 增长。即 2020 年 PPI 同比增长中枢较今年小幅回升,由于今年 PPI 呈现前高后低,因此可认为 PPI 从 2019 年四季度到 2020 年整体呈现一个见底弱回升的形态。由于 PPI 与企业利润走势紧密关联,预计未来企业盈利大概率也将呈企稳弱回升的状态。

我们回顾了历史上应对通胀的货币政策手段。1994 年以及 2007-2008 年的通胀是由成本驱动导致并且央行实施了紧缩政策,但二者的背景均是全面的物价上涨。1998-1999 年、2010 年和 2014-2015 年三段 CPI 与 PPI 出现“剪刀差”的历史经验来看,稳定经济增长是货币政策的最重要目标。当前 CPI 虽然同比较高,但并未引起物价普涨,且经济下行压力较大,PPI 的下行更能反映经济的实际状况。所以我们认为只要猪价上涨不引起物价普涨,明年通胀压力虽大,货币政策也将保持相对宽松的整体态度,未来 LPR 的慢下行仍然是大趋势。

2.2. 投资回升,消费回稳,净出口对经济贡献将下降

展望明年,我们认为三驾马车中净出口贡献将下降,消费名义增速回稳,基建继续发挥逆周期调节作用,贸易摩擦缓解、弱补库周期开启有助于制造业投资的回升,而房地产投资为明显拖累力量。

制造业投资: 展望 2020 年,我们认为今年抑制制造业投资的因素将有所弱化,一些积极因素正在出现。另外,十九大提出“提高供给体系质量”、“加快建设制造业强国”的目标、今年 7 月政治局会议历史首提“稳定制造业投资”等利好也有望在明年对制造业投资形成支撑。基于以上分析,我们对 2020 年制造业投资谨慎乐观,预计中性情形下明年增速将回升至 4%的合理水平附近,区间 2-6%。

(1) 企业利润增速今年负增长,确实约束企业投资积极性,但年内呈底部回升形态,我们预计明年延续这一趋势,叠加当前产能利用率高企、订单指数良好,均有利于投资的稳定;(2) 今年前 9 个月工业产成品存货累计同比增速 1.0%,按照今年以来的下降速度,预计 2020 年 1 月份会接近 2016 年时库存周期存货增速的最低值 -1.9%。如果假定本轮库存短周期与产能中周期底部叠加,那么存货增速很可能再下台阶,参照前一轮经验,假定本轮产能周期底部较 2009 年下一个台阶至 -3.0%,则预计 2020 年 1 季度末将抵达库存与产能周期的双重底部。综合判断我们预计明年 1 季度前后本轮库存周期大概率见底,随后开启一轮补库存周期,由于经济需求总体没有很强劲,我们认为明年补库阶段将偏弱,不过仍会为企业资本支出打开空间。

但须关注贸易摩擦冲击企业信心的影响,正如今年,如果这一条件不改变,制造业投资仍然有可能呈现低速增长。

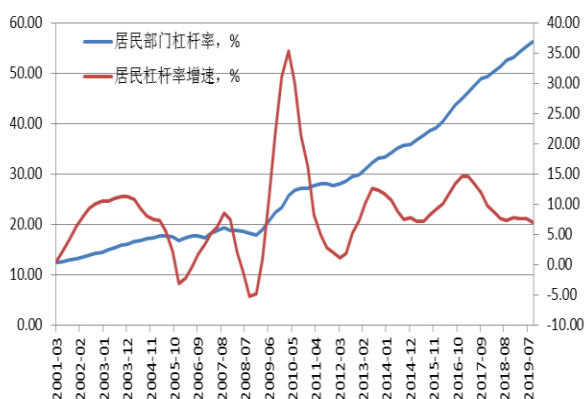
房地产投资: 考虑到当前土地成交规划面积增速小幅回落、房地产开发计划总投资维持高增,以及停工带来的复工需求与土地购置费下滑相对冲等因素,我们预计 2020 年房地产投资将有所回落,但幅度不大,预期中枢在 6-7% 区间。

(1) 土地成交规划面积领先房地产投资约 9 个月,预示房地产投资未来将下降。作为房地产投资的先行指标之一,土地成交规划面积增速将影响明年地产投资方向,今年土地成交规划面积增长因土地供应边际收紧而放缓,而从经验来看,土地成交规划面积领先房地产投资约 9 个月,这意味着明年房地产投资会受到一定拖累;

(2) 今年前 10 个月，房地产开发计划总投资仍然保持 13.9% 的高增长，连续 4 年回升，经验上，开发计划总投资对下一年的实际投资完成额具有较好的领先意义，预示明年的投资实际完成额增速不会太低；(3) 地产投资其他费用科目 80% 以上是土地购置费，经验显示其滞后于土地成交价款 2-3 个季度，而本轮土地成交价款的底部大概率在今年 2 季度，指向土地购置费明年将是房地产开发投资的拖累项，但今年新开工目前仍有 10% 的增速，叠加过去停工的复工需求，预计明年施工依然维持不错的增长速度，从而使得明年房地产开发投资总增速不会下滑太多。

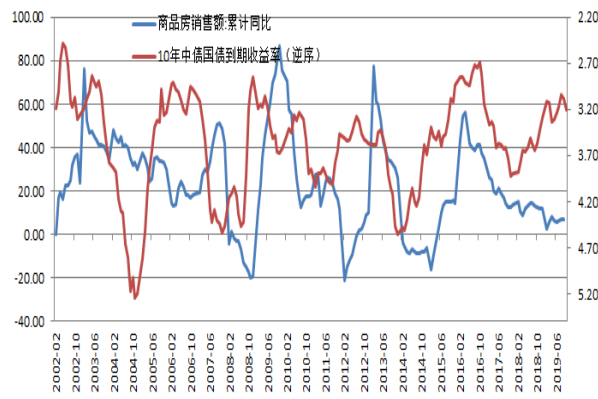
今年房地产销售呈现底部企稳特点，综合考虑宏观利率下行周期、因城施策、居民房价预期稳定，我们预计明年商品房销售将总体维持平稳。稳定宏观杠杆率并非指居民要去杠杆，更指居民杠杆率的平稳增长。当前房地产政策遵循因城施策，而非一刀切，避免了过去大涨大落的局面。实际上下半年以来，越来越多的地方出现一些局部的放松政策。经验上我们发现利率和房地产销售紧密关联，利率反映货币政策松紧周期，房地产领域对货币敏感性又极强。我们认为住房贷款平均利率未来缓速小幅下调是大概率事件，但在房价预期稳定要求下，不会形成非理性购房热情。如果棚改按照原计划进行，则明年棚改量较大，我们上述对房地产投资及销售的判断存在上调预期的可能。

图 3: 居民杠杆率增速稳中回落



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 国债收益率（逆序）领先商品房销售



数据来源：东北证券，Wind

基建投资：明年基建投资的资金线索有两条，资本金和配套资金，分别反映结构与总量层面。我们认为资本金部分主要是结构性问题，以一、二线为代表的城市明年

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_8748

