

夕阳无限好

——2020 年宏观经济展望

宏观摘要：2020 年全球经济从衰退中走出

展望 2020 年，宏观周期从负债端已经向上启动。负债的方向决定了周期运行的走向，观察 2019 年的宏观资产负债表，全球周期在叠加了新巴塞尔、中国周期在叠加了金融供给侧约束后仍在去化阶段运行。周期波动视角来看，利率周期运行至了 2008 年的宽松空间，提供了周期启动的弹药；尽管全球非美库存位于低位，但美国信用周期向下对于库存存在“更低”的风险约束。2020 年的市场仍在等待信用约束链条的解绑——美国金融业的放松、中国地方政府的放松，以及全球财政扩张周期的到来。

交易周期的错位形成 2020 年波动风险和市场机会。 市场在 2019 年已经完成对宏观“衰退”和宏观“复苏”的定价，宏观景气周期在年尾才现企稳迹象，而真实经济周期的依然低位（甚至更低）和预期经济周期的上升顶部，意味着 2020 年库存周期改善的宏观交易机会在于真实数据对于市场预期修复带来的资产空间。但黄金依然是后周期的配置首选。

博弈焦点依然在于“小”周期的库存复苏和“大”趋势的逆周期调节，创造市场共振点。 政策需要为“小”周期内生复苏提供支点（监管松绑），更要为“大”趋势萧条保持战略储备（资产集中）。在全球长期需求下行过程中，以国家为单位，完成从最后流动性提供者角色向最后支出者角色的转变。日本是第一个，但绝不是最后一个。

宏观策略：2020 年交易向财政的扩张方向

战术上关注 2020 年库存周期修复带来的交易性机会，其中新兴市场资产料强于发达市场资产，商品类资产在后周期的通胀压力下继续存在良好预期；节奏上，美国盈利周期下行过程中货币政策的重启抵抗为非美资产提供了交易环境。

战略上继续关注“备战备荒”主题下的人民币核心资产配置，以土地为出发点的“科技”+“农业”，以区域规划为出发点的“长三角”+“黄河流域”，以全球对抗为出发点的“黄金”+“基础设施”。

风险点：信用风险快速释放带动全球周期超预期回落

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[2020 年宏观经济展望（一）](#)

[——宏观资产负债表](#)

2019-11-22

[周期尾端，关注风险](#)

2019-11-22

[风险的释放期，关注港元汇率](#)

2019-11-21

[政策临门一脚前，关注风险的释放](#)

2019-11-20

[猪价高企，央行降利率稳定预期](#)

2019-11-19

[经济企稳和风险释放仍需时日](#)

[——宏观经济观察 010](#)

2019-11-18

[2020 年宏观经济展望（序）](#)

[——周期、黄金及其他](#)

2019-11-12

2020 年宏观周期：转变

天地之间有杆秤

那秤砣是老百姓

秤杆子哟，挑呀挑江山

你就是那定盘的星

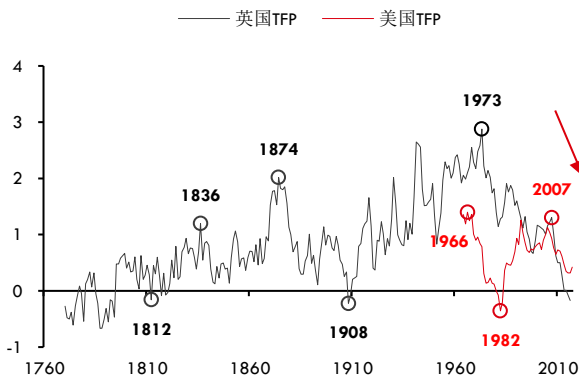
——《清官谣》童声念白

· 宏观趋势未变：生产率的下降态

经济的系统除了价值创造，还有财富分配。且催着货币信用越来越在现代经济中占据主要角色，相比较创造，似乎分配占据了越来越大的比重。生产力决定生产关系，驱动了价值分配。历史上全球化的过程也是价值分配的过程，而分配的决定在于高生产力部门，低生产力部门处在被分配的地位——这就组成了当前全球的经济分工模式，货币价值或美元分配体系下的全球经济增长。

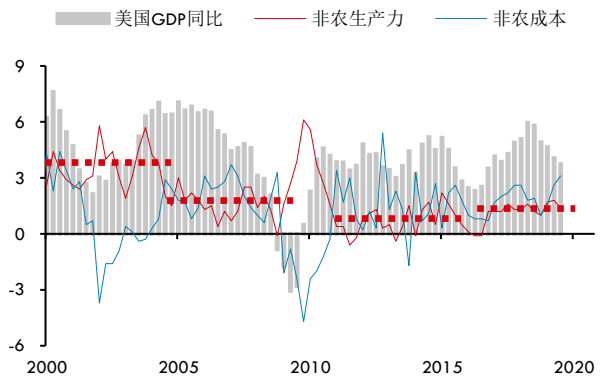
2000 年以来的经济历程除了是中国进一步融入全球产业分工的过程，也是全球生产率延续回落的过程（缺乏战争对于科技的刺激，中国的加入并没有延缓这一过程）。截止 2019 年三季度，美国非农生产力继续下行（每小时产量同比增速），显示出全球存量博弈的特征。这种特征叠加着美国周期的结束，使得全球对于存量再分配的争夺日益激烈。

图 1： 主要经济体 TFP 增长停滞 (%YoY)



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2： 2000 年以来美国劳动生产率下台阶 (%YoY)

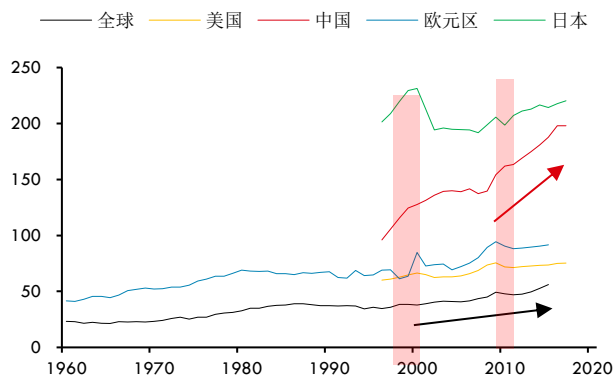


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

再分配的过程在经济指标上表现的更为显著。随着货币对于分配权的主导，生产力下行过程中年化回报的下降除了表现在 GDP 增速的回落上，也在名义利率的回落进程中得到体现。以标准十年期美债收益率为代表的货币价值持续回落，与此同时，以通胀为代表的全球实物资产价值并没有显著抬升。一方面是机器替代人工形成的成本压缩，另一方面是货币资本对于实物资产的控制——央行对于通胀预期的管理，后移了生产力危机导致。

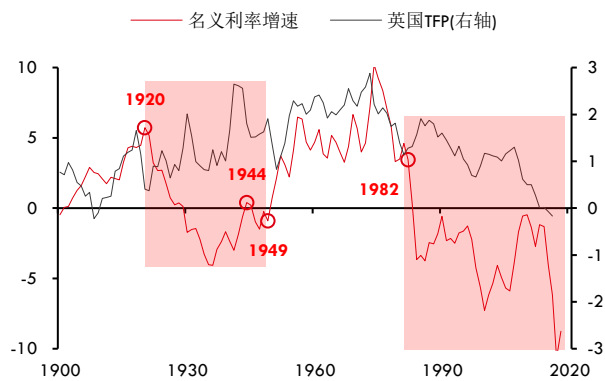
我们目前面临的便是这种货币分配的矛盾在经济、政治上的反馈。并且随着生产率的继续下移，矛盾的激化并不会在短期内结束。从货币的角度来看，虽然 2000 年、2008 年两次冲击阶段性压降了货币相对于实体经济的矛盾，但是显然在全球生产力下降的背景中，货币政策以时间换空间的“逆周期”之术仍在延续。

图 3: 广义货币/GDP 走势情况 (%)



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 名义利率增速显著落后于 TFP 增长率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

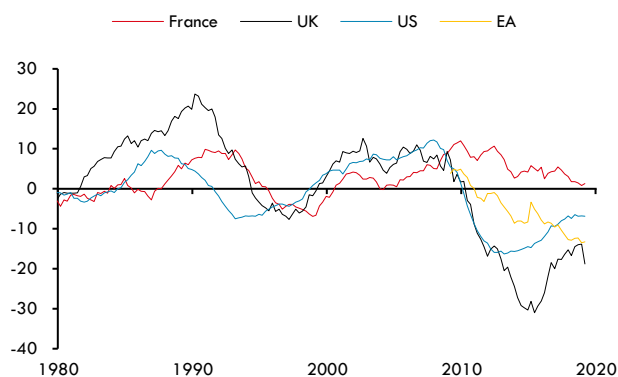
· 宏观周期待解：库存周期的复苏

趋势的下行并不否定周期的回升，经济的正向反馈有其螺旋式上升的过程，那么经济的负向反馈就有其螺旋式下降的过程，而 2020 年的周期预计将处在库存周期的螺旋式复苏阶段。虽然我们越来越不能不考虑趋势末端形成的频率增加的意外冲击，但是假定仍以周期的视角来考察，从延续的时间和经历的空间角度来看，当前的时间点已经临近一轮库存周期下行的末端——宏观交易的维度选择的是周期向上的基准。剩下的问题是何时开启向上的周期，以及向上的空间会有多大。

全球经济体进入稳杠杆阶段。2000 年的互联网泡沫破灭虽然使得全球杠杆出现较大收缩，但非金融部门相对健康。金融部门的变化迫使主要经济体货币当局不得通过降息来为金融市场提供信用，带动 2000 年以来第一轮加杠杆。随着 04 年经济出现“过热”迹象，货币当局渐次开始收缩货币流动性，导致了 2008 年开始的去杠杆过程。为回避经济下行带来的

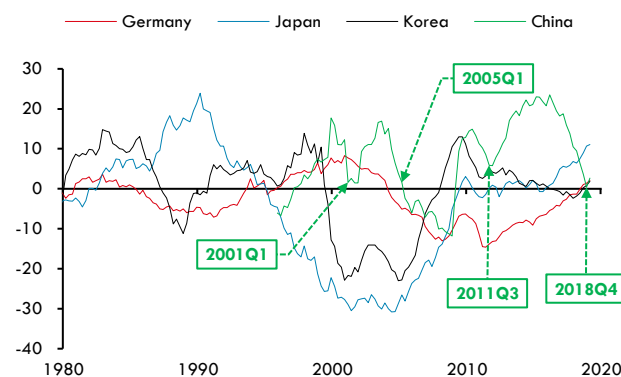
阵痛，全球继续进行造杠杆的运动，尤其是新兴经济体出于“自救”的目的快速加杠杆，使得杠杆率达到了史无前例的高度。随着 2018 年开始的去杠杆化¹对市场带来了负面冲击，政策正在逐渐转向“稳杠杆”和新一轮的加杠杆过程之中，尤其是对于生产端经济体而言。

图 5： 消费端杠杆的一阶变化逐渐企稳



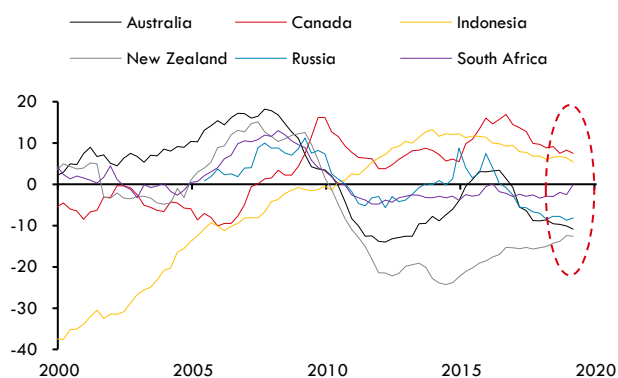
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 生产端杠杆的一阶变化逐渐企稳



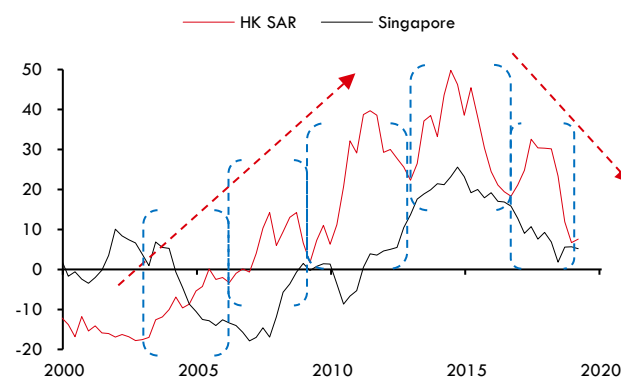
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7： 资源端杠杆的一阶变化逐渐企稳



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 贸易端杠杆的一阶变化弱企稳



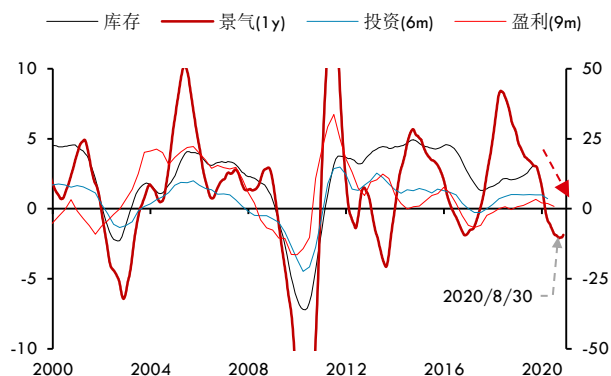
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

周期的驱动来源于负债端的弹性，但开始于资产端的扩张。一个相对宽松的政策环境有利于信贷资产的扩张，而资产端的有效扩张有赖于盈利周期的重启。目前来看，以中国为代表的非美地区经历了前期的周期下行目前正处在盈利筑底阶段；以美国为代表的经济体经历了 2018 年减税强撑周期之后，目前正处在下行过程之中。盈利周期的分化意味着资产构建的过程中需要注意的是美国周期的下行对于非美周期的压制。而跳开盈利周期的窗口，全

¹ 去杠杆化过程：国内通过对表外融资等限制约束杠杆的链条，美国在货币政策正常化过程中继续维持低杠杆状态运行。

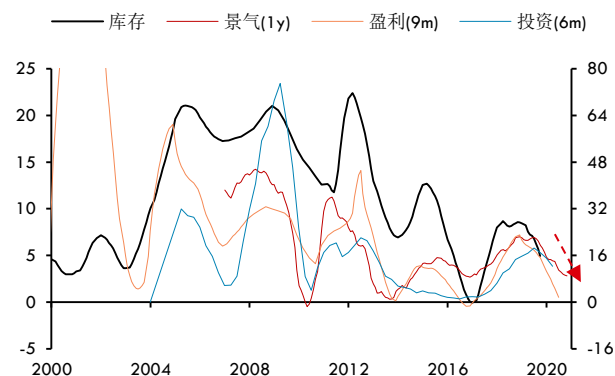
球处在十字路口的经济长周期，财政扩张成为私人部门之外进行“逆周期”的首选。关注主管部门对于基础设施建设周期的带动。

图 9: 美国景气周期的传导 (括号中为前置时间)



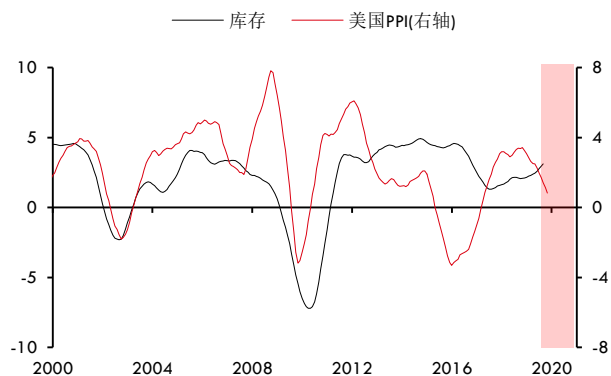
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 中国景气周期的传导 (括号中为前置时间)



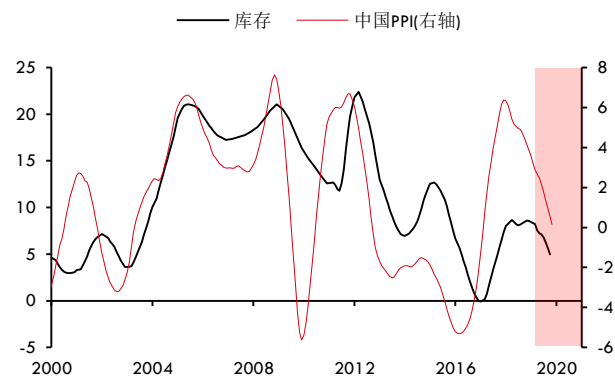
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 周期料进入主动去库存阶段



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 周期料进入主动去库存后期



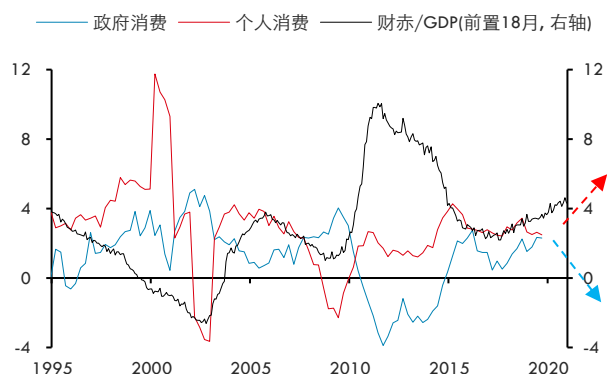
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

以中美周期为例，美国库存周期仍在顶部，而中国库存周期已行进过半，意味着中美之间周期的错配。按照库存周期节奏来看，中国周期已进入到库存周期主动去库存的尾声，而美国周期即将进入主动去库存，或意味着私人部门的需求仍将低位。关注 2020 年上半年来自库存周期继续下行带来的压力，三季度料迎来库存周期的切换。

· **宏观杠杆率：进入阶段性上行期**

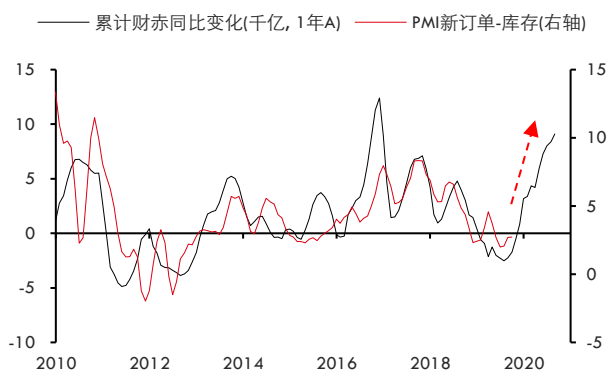
在上述假设下，我们认为伴随着库存周期的企稳向上，2020 年全球宏观杠杆率存在向上的转变。即由于周期的力量，对于宏观交易而言将从“衰退”象限转向“复苏”象限，资产配置也将从“避险”向“风险”转变。但由于全球经济趋势的下行未见底，意味着短期资产端构建需要考虑长周期的配置因素。资产负债的阶段性平衡结构依然以全球生产力下行为主要思路，而在“核威慑”背景下周期只能通过“时间换空间”的方式进行，核心资产依然是关注的焦点。

图 13: 美国私人杠杆扩张料缓和财政压力



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 中国私人部门的企稳料降低稳增长压力



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

政策多空转变将成为支撑宏观杠杆率上行的核心要素。从政策的角度出发，2020 年将是全球再杠杆的阶段——

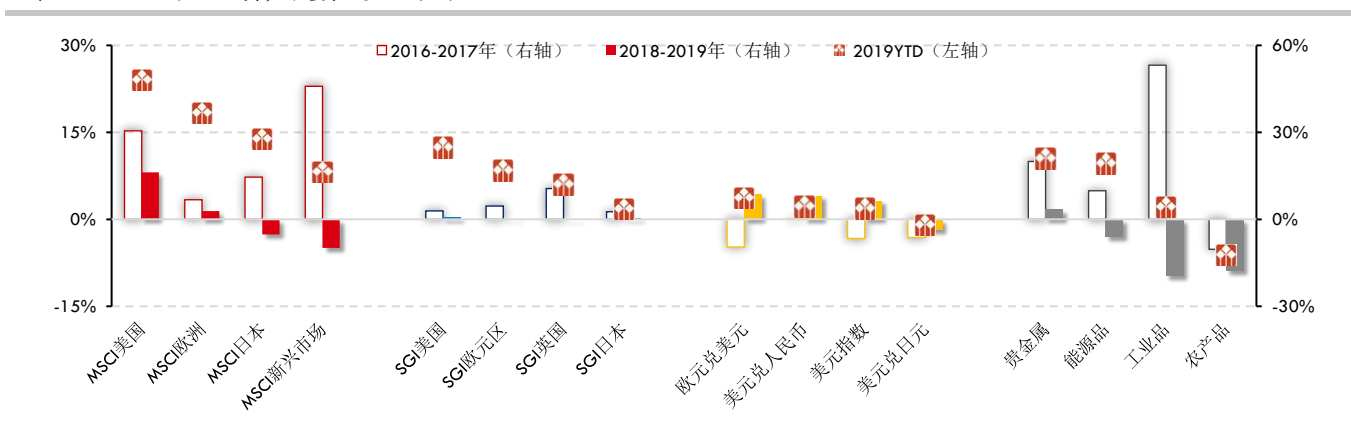
美国：2020 年适逢大选年，稳定经济需求将是特朗普连任的主要宏观背景，在私人部门杠杆扩张依然谨慎的情况下，主权部门杠杆的扩张成为支撑经济的重要来源。按照 CBO 的预测，美国财政赤字率在 2020 年将继续扩张。一方面财政赤字的上升对于经济不稳定性带来影响，另一方面上半年成为观察财政扩张压力的时间窗口，政策驱动来看，2020 年 4 月美联储正式对于银行衍生品交易和准备金监管放松，私人部门杠杆的有效上升将缓和主权部门扩张的压力。

中国：房地产产业的“房住不炒”约束下，经济的压力需要从制造业部门和主权部门进行对冲。在存量博弈的逆全球化背景下，预计全球库存周期复苏的空间将更弱，从贸易部门来看（图 8），预计一阶杠杆变化仅能上升一半，即在 2020 年上半年实现库存周期筑底之后，下半年周期上行的幅度继续压缩 50%左右。幸而随着 2018 年 GDP 增速上修 2.1%之后，对于 2020 年稳增长的压力降低 (5.6%)。政策驱

动来看，随着 2019 年央地财政关系的调整，地方投资的驱动加强将转变 2017 年以来低投资的现实。

· 宏观交易策略：从预期走向现实

图 15: 主要大类资产走势变化 (%)

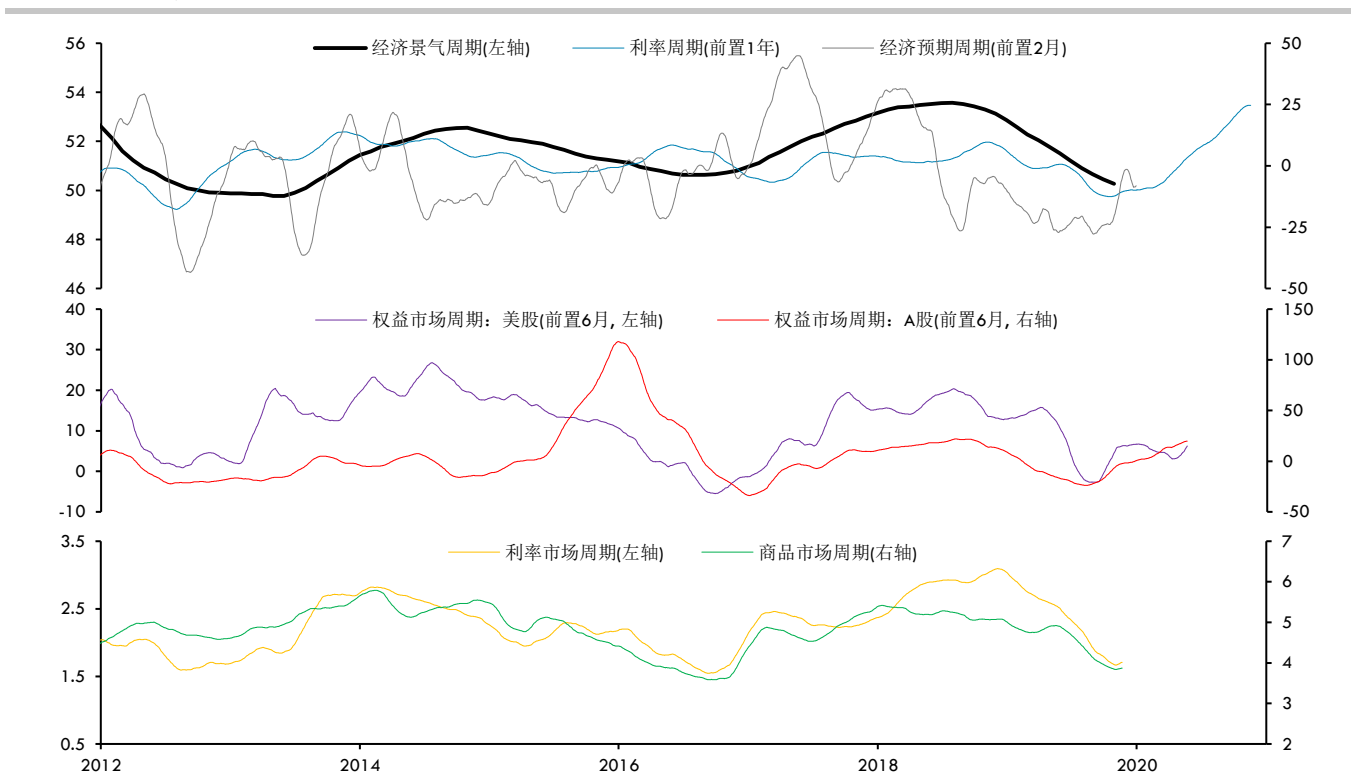


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

未来的风险资产配置机会在于美联储对于流动性信号条件的明确。从资产角度来看，2019 年四季度大类资产和前三季度已经形成明显的分化，定价开始转变：权益资产仍延续上涨但是分化进一步明显，债券资产已经显露出上行乏力的状态（欧日利率出现明显反弹），外汇市场上美元指数出现月度的调整，商品资产中贵金属延续最强势但农产品开始蠢蠢欲动，资产显示出对于宏观周期轮动至衰退末端的迹象，开始定价价格压力。当前主权部门从收缩到扩张仍缺乏有力的逆风推动，从而使得 2019 年的年尾仍处在周期末端的风险观察区间。当前的问题在于利率周期“不松”、市场预期“乐观”的情况下，经济周期的“可能更弱”带来市场右侧启动前最后的调整风险，从而为主权部门扩张提供条件。

真实的经济周期是大类资产预期定价的基础。如果我们回过头来看当前的实际经济数字，会发现当前的真实经济周期依然处在下降过程之中，虽然本轮周期从历史的时间和空间角度来看，接近调整中位数（调整相对充分），但是若从逆周期调节的政策维度（非强刺激）间接来看，当前对于宏观转向的预期交易有一点过于超前的风险。

图 16: 经济周期和主要市场周期对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

我们将一轮逆周期过程和宏观指标进行叠加（利率宽松周期→经济预期改善周期→经济景气改善周期）。历史表明，超宽松的利率周期前置 1 年左右对于真实经济周期带来影响。而市场对于经济数据的感知周期前置 2 个月左右对于真实经济周期带来影响（即周期的转变经历预期的改善，到真实的改善的过渡）。

经济周期：全球经济周期经历了 2018 年以来的调整之后，2019 年四季度的全球制

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_8820



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>