

宏观专题

制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望

近年来，政策成为了影响经济和市场走势的最核心变量。回看我们今年1月的《寻找超预期——2019年宏观展望》和今年5月的《继续关注四大超预期——2019年中期宏观展望》两份报告，均较为精准和前瞻性地预判到了今年的政策走向。本次报告，我们仍试图寻找2020年的政策主线。

一、政策主线：4大决定因素

决定因素1：外部扰动。1) 中美贸易摩擦：10月谈判有所缓和，仍需警惕贸易摩擦的反复，以及从经济制裁延伸至金融制裁。2) 美国大选，2020年2月开始初选，11月3日终选，特朗普能否成功连任，将直接影响中美贸易谈判进展和中美关系演化。3) 英国脱欧大概率会延期，将继续拖累欧洲经济，进而影响我国出口。

决定因素2：经济基本面。1) 美国经济何时衰退：当前美国主要经济数据仍明显好于历次衰退前的水平，同时金融体系抗风险能力加强，短期内陷入衰退的概率较低；但非金融企业部门债务压力已达极限，中长期经济存巨大隐患，最快可能在2020年底陷入衰退。2) 我国企业盈利何时见底？经济短期或将企稳，价格和减税或将驱动企业盈利延续一季度以来的修复趋势，企业盈利低点大概率是2018Q4-2019Q1；分行业看，下游消费品>上游原材料>中游制造业。3) 房地产强韧性能维持多久？三季度维持高位主因短期因素，预计之后加速回落。长期看房地产投资韧性仍强（有四大支撑），预计至年底仍将维持在7-8%甚至更高的增速，2020年将缓慢降至4-5%。

决定因素3：流动性。1) 通胀：CPI破3%可能持续至2020年中，核心CPI稳中缓降，明年PPI大概率先降后升。2) 利率：经济向下、贷款需求仍弱、中美利差仍高支撑利率向下，通胀制约下行空间。3) 汇率：人民币贬值压力缓解，2020年看升值。

决定因素4：地方政府积极性。从四个跟踪维度来看，当前地方政府积极性并未看到明显回升，预计2020年二季度开始有望看到实质性回升。

二、政策组合拳可期，制度性红利是主线

2019年三季度GDP当季增速自1992年以来首度降至6%，预计四季度GDP累计增速降至6.1-6.2%，2020年降至5.8%左右；政策将保持定力、延续宽松，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期。

1) 财政政策：主抓手是平滑隐性债务和扩基建，2020年赤字率有望升至3%；

2) 货币政策：降准“降息”仍然可期，但幅度和次数均较为有限；

3) 房地产政策：总基调仍是从严调控，2020年二三季度有望迎来边际松动；

4) 产业政策：主方向是高端制造和核心技术，知识产权有望迎来资本化；

5) 制度性红利：建议重点关注国企改革、资本市场改革、土地改革、财税制度改革、民企地位提升等方面，2020年关键看执行。

三、政策主线下大类资产配置

全球大类资产：美元：短期震荡，中长期下跌。美股：短期震荡，中长期下跌。美债：收益率短期震荡，中长期延续下行趋势，期限利差有望走阔。黄金：短期震荡，中长期上涨。原油：短期震荡或小幅走高，中长期下跌。

具体到中国：股债都有机会、股好于债；行业配置方面，高科技超配，房地产、基建、大金融板块、消费标配，国企改革、土地改革、知识产权等主题性机会。

风险提示：政策执行力度不及预期，中美贸易摩擦演化超预期，美国经济超预期衰退，中国经济超预期下行。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《寻找超预期——2019年宏观经济展望》2019-01-09

2、《继续关注四大超预期——2019年中期宏观展望》2019-05-14

3、《宏观点评：Q3经济有7大信号，Q4和2020怎么走？》2019-10-19

4、《宏观点评：Q3信贷社融均超预期，Q4怎么看》2019-10-16

5、《宏观点评：国庆宏观9大看点，美国要衰退了么？》2019-10-07

6、《对中美贸易冲突再升级的4点理解》2019-08-26

7、《这次不一样——逐句解读7.30政治局会议》2019-07-30

8、《从格力混改看国企改革的5条投资主线》2019-04-24

9、《金融的大转变——政治局第十三次集体学习会议点评》2019-02-24



内容目录

一、 政策主线：四大决定因素	5
决定因素 1：外部扰动	6
扰动 1：中美贸易摩擦	6
扰动 2：美国大选	7
扰动 3：英国脱欧	8
决定因素 2：经济基本面	9
美国经济何时会衰退？	9
我国企业盈利何时见底？	11
本轮房地产强韧性能维持多久？	16
决定因素 3：流动性	19
通胀：CPI 破 3%将持续多久？“类滞胀”了吗？PPI 怎么走？	19
利率：中枢向下，下行有底	22
汇率：贬值压力缓解，2020 年升值有望成为主基调	23
决定因素 4：地方政府积极性能否回升	24
跟踪维度 1：尽职免责细则：体现政策态度	24
跟踪维度 2：表外融资：预判信用拐点	25
跟踪维度 3：PPP 落地和专项债作资本金情况：跟踪“开正门”力度	25
跟踪维度 4：微观调研：确认政策执行情况	26
二、 政策组合拳可期，制度性红利是主线	26
财政政策：主抓手是平滑隐性债务和扩基建，2020 年赤字率有望升至 3%	26
关注点 1：仅政府部门仍有“加杠杆”空间，2020 年财政赤字率有望突破 3%	26
关注点 2：可能进一步平滑地方隐性债务	27
关注点 3：扩基建是主抓手，专项债有望继续扩容并发力	28
货币政策：降准“降息”仍然可期，但幅度和次数均较为有限	29
关注点 1：经济下、政策上，货币政策将延续宽松	29
关注点 2：降准“降息”仍然可期，但幅度和次数均较为有限	29
房地产政策：总基调仍是从严调控，2020 年二三季度有望迎来边际松动	31
产业政策：主方向为高端制造和核心技术（对标美德），知识产权资本化提速	33
制度性红利可期：5 大重点方向	37
三、 政策主线下大类资产配置	41
全球大类资产：经济下行与流动性宽松共同主导	41
风险提示	43

图表目录

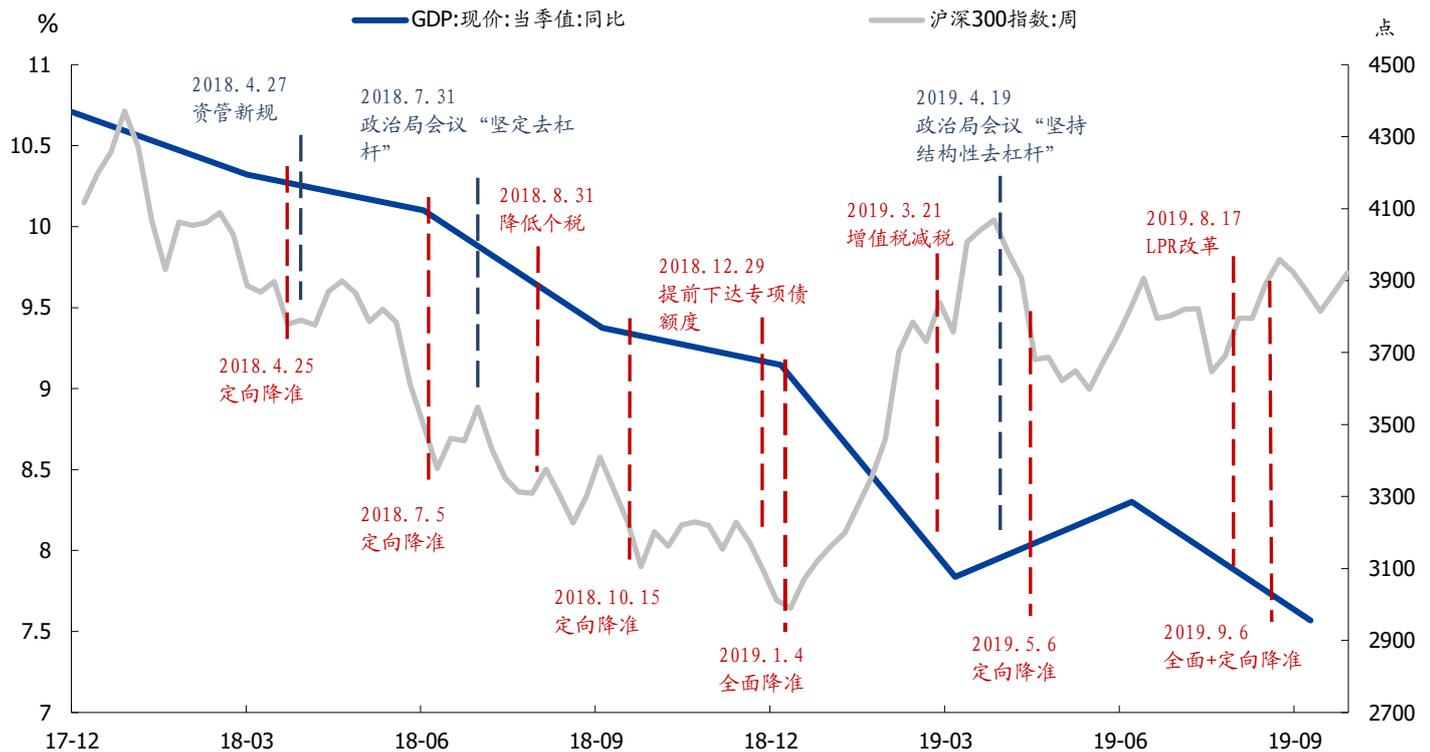
图表 1：2018 年以来政策与经济和股市的对比	5
图表 2：中美贸易摩擦进展	6
图表 3：中美贸易摩擦对我国出口和 GDP 影响测算	6
图表 4：2020 年美国大选流程	7
图表 5：当前特朗普与主要民主党总统候选人民调支持率情况	8
图表 6：脱欧悬而未决持续拖累英国和欧元区经济	8
图表 7：中国出口中各国家或地区的占比	8
图表 8：当前美国非金融企业债务压力已达极限水平	9

图表 9: 历史上 10Y-2Y 美债利差倒挂与经济衰退的时间间隔	10
图表 10: 历次衰退时期美国制造业 PMI 表现	10
图表 11: 历次衰退时期美国新增非农就业表现	10
图表 12: 历次衰退时期美国失业率表现	11
图表 13: 历次衰退时期美国金融状况指数表现	11
图表 14: 经济增速处于历史低位	11
图表 15: 土地收入持续下降导致财政压力加大后地产周期重新上行	12
图表 16: 汽车消费复苏支撑消费保持韧性	12
图表 17: 企业盈利与名义 GDP 走势高度相关, 盈利增速处于周期底部, 一季度以来持续修复	13
图表 18: 货币类指标企稳回升预示着四季度盈利继续修复	13
图表 19: 投资类指标企稳回升预示着盈利继续修复	14
图表 20: 价格类指标预计企稳回升, 带动盈利继续修复	14
图表 21: 上游原材料业盈利走势与 PPI 类似	15
图表 22: 中游制造业盈利受出口和减税降费影响	15
图表 23: 下游行业盈利走势与 CPI 类似	15
图表 24: 下游行业盈利走势与主要受汽车消费拖累	15
图表 25: 1-9 月地产投资增速仍处高位	16
图表 26: 居民住房按揭贷款连续两个月增加	16
图表 27: 房地产去化周期处于近年来低位	17
图表 28: 房地产库存处于近年低位	17
图表 29: 中国城镇化率较美国仍有较大差距	17
图表 30: 中国家庭规模小型化特点逐渐凸显	17
图表 31: 房地产融资增速仍较平稳	17
图表 32: 土地供应增速有所下降	17
图表 33: 地方政府尚离不开土地财政	18
图表 34: 土地购置面积增速降幅收窄	18
图表 35: 房屋新开工面积增速是土地购置费增速的同步指标	18
图表 36: 土地楼面均价同比是土地购置费同比的前瞻指标	18
图表 37: 生猪和能繁母猪存栏同比继续下滑	19
图表 38: CPI 破 3% 可能至少持续至 2020 年中	19
图表 39: 2000 年以来, 我国发生过两轮明显的“滞胀”	20
图表 40: 预计四季度 PPI 趋势向上	20
图表 41: 预计 2020 年 PPI 在一季度基本走平, 二季度先降后升, 三-四季度持续回升	21
图表 42: 我国产出缺口持续为负	22
图表 43: 核心 CPI 更能反映我国当前实际物价水平	22
图表 44: 通胀和经济增长是影响利率的传统因素	22
图表 45: 货币供求对利率的影响日益凸显	22
图表 46: 当前中美利差处于高位	23
图表 47: 中美贸易摩擦演化已成为人民币汇率的主导因素	23
图表 48: 尽职免责细则等各部委政策	24
图表 49: 2018 年 6 月以来表外融资降幅收窄	25
图表 50: PPP 投资额和落地率逐渐攀升	25
图表 51: 专项债对基建的支撑力度预计加强	25
图表 52: 建筑业新订单、业务活动预期 PMI 指数	26
图表 53: 通信基站设备产量增速领先信息基建投资	26
图表 54: 中国企业、家庭、政府部门杠杆率	27

图表 55: 中国政府部门杠杆率位于全球较低水平	27
图表 56: 我国实际赤字率可能继续走高.....	27
图表 57: 中国私人非金融部门还本付息压力持续增加.....	28
图表 58: 基建投资屡不及预期.....	28
图表 59: 2019 年以来专项债将持续扩容	28
图表 60: 三季度 GDP 增速继续下滑	29
图表 61: 美联储年内降息概率仍大	29
图表 62: 2016 年以来 MLF 利率变动梳理	30
图表 63: 1998 年以来历次降准时间梳理	30
图表 64: 地产投资受政策影响明显	31
图表 65: 18 年以来房地产政策调控的主要变化	32
图表 66: 近期地产政策有所放松的城市梳理.....	33
图表 67: 各国制造业增加值全球占比.....	34
图表 68: 制造业国际分工梯度格局.....	34
图表 69: 不同层级贸易活动的地区拓扑结构.....	34
图表 70: 先进制造业相关指数相对上证综指的超额收益情况.....	35
图表 71: 制造业发展模式对比.....	36
图表 72: 知识产权资本化的主要形式.....	36
图表 73: A 股上市公司研发实力分析	37
图表 74: 2018 年以来, 国企改革明显提速.....	38
图表 75: 我国金融要素配置主要存在的五点问题和对应的金融供给侧改革方向.....	38
图表 76: 本轮土地改革的核心内容是“三项改革”和“三权分置”	39
图表 77: 中小微企业经营状况在民企座谈会后发生改善.....	40
图表 78: 民企地位提升的相关梳理	40
图表 79: 1989 年美联储首次降息后美元指数走势与当前对比	42
图表 80: 1989 年美联储首次降息后标普 500 指数走势与当前对比	42
图表 81: 1989 年美联储首次降息后 10Y 美债收益率走势与当前对比.....	42
图表 82: 1989 年美联储首次降息后 COMEX 黄金走势与当前对比	42
图表 83: 1989 年美联储首次降息后 WTI 原油价格走势与当前对比	42
图表 84: 2018 年以来政策梳理	44

2018年以来，政策演化成为了影响经济和市场走势的最大变量，也是最为核心的变量。回看我们今年1月的《寻找超预期—2019年宏观经济展望》和今年5月的《继续关注四大超预期-2019年中期宏观展望》两份报告，均较为精准和前瞻性地预判到了今年的政策走向。本次报告，我们仍聚焦寻找2020年政策主线，报告共三大部分：第一，梳理影响政策主线的决定因素；第二，研判2020年政策走向；第三，分析政策主线下的大类资产配置策略。

图表1：2018年以来政策与经济和股市的对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

一、政策主线：四大决定因素

综合看，今年Q4到2020年底，我国政策主线的影响因素可归为四大类：

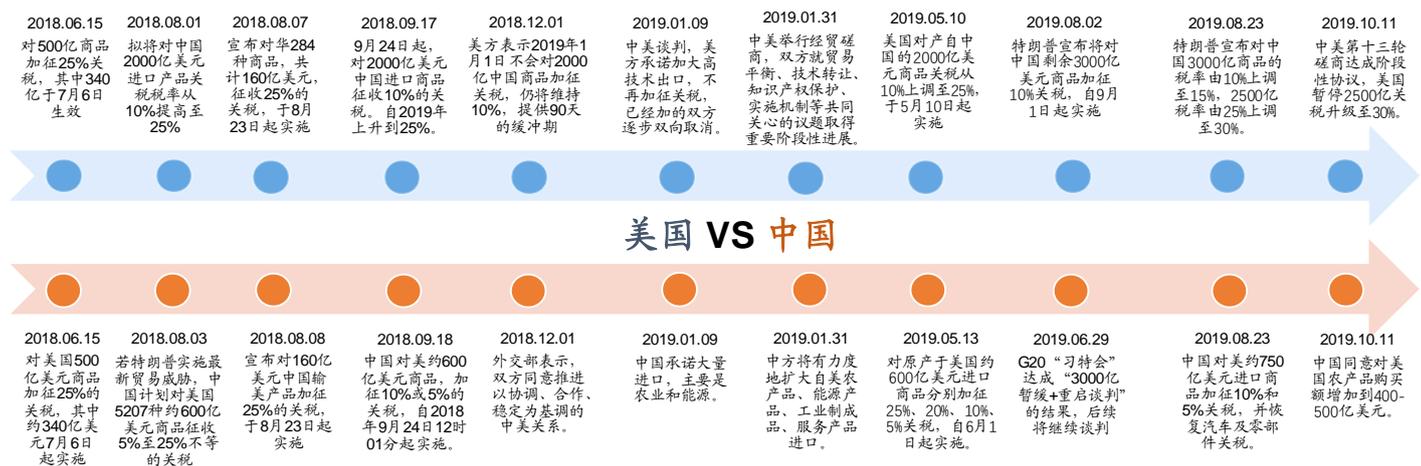
- **决定因素1：外部扰动**，核心变量为中美贸易摩擦、美国大选、英国脱欧；
- **决定因素2：经济基本面**，核心变量为美国经济何时会衰退？我国企业盈利何时回见底？我国本轮房地产韧性可维持多久？
- **决定因素3：流动性**，核心变量为通胀（CPI、PPI）、利率、汇率
- **决定因素4：地方政府积极性**，核心变量为四大跟踪维度，即：尽职免责细则（体现政策态度）、表外融资（判断信用传导效果）、PPP落地和专项债作资本金情况（跟踪“开正门”力度）、微观调研（确认政策执行情况）。

决定因素 1: 外部扰动

扰动 1: 中美贸易摩擦

2018年以来,中美贸易摩擦可谓“一波N折”。2018年6月至今,中美贸易摩擦从正式宣布双方互征关税以来历时近一年半,几经波折,时刻牵动市场神经。具体到2019年,截至10月份,主要可分为四大阶段:1月-5月初的缓和;5月初-8月初贸易摩擦初步激化;8月初-10月上旬进一步恶化;10月上旬再次缓和。短期进展可跟踪11月14日-16日智利APEC峰会期间的“习特会”。

图表 2: 中美贸易摩擦进展



资料来源:新华社,彭博,国盛证券研究所

2019年8月以来,贸易冲突有所升级,从经济和金融两个层面对我国施压。

其一,经济方面,中美贸易摩擦对出口拖累正逐步显现,并可能加深。总体看,根据测算,2500亿美元商品关税预计拖累出口3个百分点,拖累实际GDP 0.5个百分点。2019年8月15日,美国宣布对自中国进口的约3000亿美元商品加征10%关税;8月23日,美国决定10月1日对2500亿美元中国进口商品关税从25%升至30%,原定9月1日生效的剩余3000亿美元中国进口商品的关税从10%升至15%,预计将拖累我国出口5个百分点,拖累实际GDP 0.7-0.8个百分点。鉴于10月中美谈判有所缓和,2500亿美元关税升级暂缓,若3000亿美元商品加税计划不变,预计拖累出口约4-5个百分点,拖累GDP 0.6-0.7个百分点。

图表 3: 中美贸易摩擦对我国出口和 GDP 影响测算

征税商品金额 (亿美元)	关税	起征时间	弹性	中国总出口累 计受影响 (%)	对 2019 年名义 GDP 增速影响 (%)	对 2019 年实 际 GDP 增速 影响 (%)
500	25%	340 亿 2018 年 7 月 6 日, 160 亿 8 月 23 日	2.00	1.01	0.16	0.15
2000	10%	2018 年 9 月 24 日	1.74	1.47	0.23	0.22
2000	25%	2019 年 5 月 10 日	1.93	4.06	0.63	0.61
剩余全部	15%	2019 年 9 月 1 日	1.30	4.65	0.73	0.70

资料来源:国盛证券研究所测算所得 注:剩余全部商品金额取中国海关口径;此处忽略对于手机、笔记本电脑、游戏机、部分玩具、电脑显示器、部分衣服鞋帽等生活必需品的关税自12月15日升级;全部影响均与2018年相比较。

其二，金融方面，美国白宫正考虑限制美对华投资、限制中企在美上市等，如果属实，这可能是美国为中美贸易谈判争取筹码，本质上体现了美国对中国遏制之意、且通过贸易制裁延伸到金融制裁。预计短期可能影响外资中来自美国资金的流入节奏，但中长期不改外资流入大趋势。

就近来看，10月谈判结果超预期，中美贸易冲突暂时缓和。超预期表现在两个方面：美国暂停了2500亿美元关税升级、汇率方面取得了进展（意味着美国的财务报告大概率不会把中国书面列为汇率操纵国）。而10月中旬至11月APEC会议前后，中美贸易冲突将再次进入“和平期”。

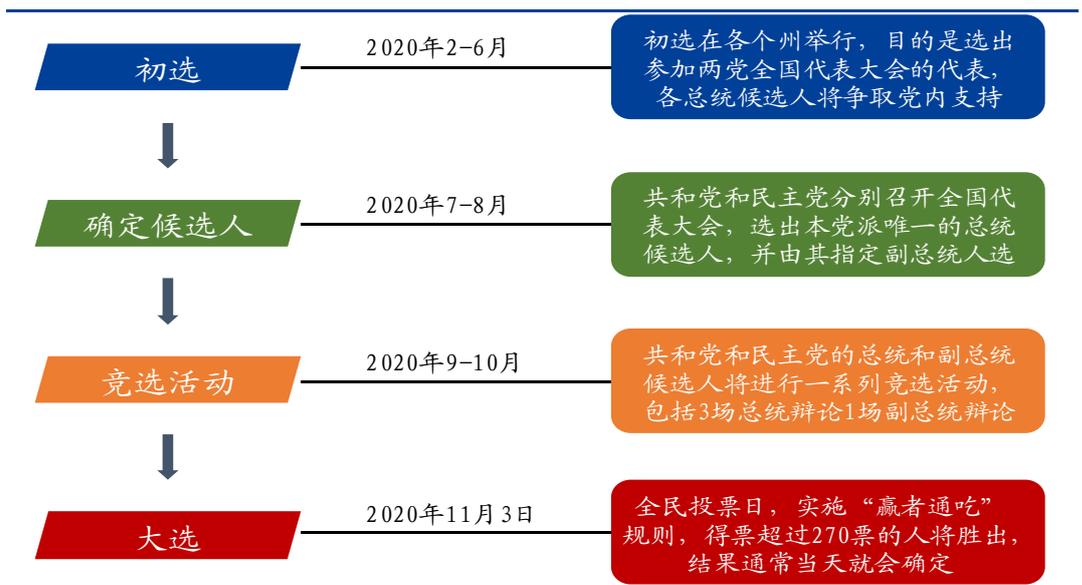
长远看，仍需警惕中美贸易冲突的反复。一方面，美方对华加征关税尚未取消，即：2500亿美元25%的关税和3000亿美元15%的关税已经生效，而且12月15日3000亿美元中剩余部分商品加征15%的计划也未被取消。另一方面，本轮谈判之前，美国将28家中国地方政府机构和中国企业列入“实体清单”实施制裁，叠加此前提到的金融制裁，表明美国已经从战略上遏制中国。

展望未来，维持此前判断，中美谈判窗口仍存，但大概率会持续反复、较难实质性缓和；中国也会继续保持定力、以我为主，加大逆周期调节力度。

扰动 2：美国大选

2020年是美国总统大选之年。根据美国大选流程，自2020年2月开始进行初选，期间各总统候选人的党内支持率和各州民调数据将对最终结果提供重要参考。最新民调数据显示，特朗普在共和党内部占据绝对优势，而民主党主要候选人的党内支持度较为分散，前三名差距不大。此外，最终大选的民调数据显示，特朗普支持率落后于民主党前三大候选人拜登、沃伦、桑德斯，其中相较拜登的支持率落后幅度最大为6.9个百分点。整体来看，2020年美国大选仍存在较大不确定性，将持续冲击各类资产价格走势；同时，虽然主要民主党候选人在对华关税方面与特朗普立场一致，但若特朗普成功连任，后续中美摩擦无疑会增加更多变数。

图表 4：2020 年美国总统大选流程



资料来源：USA Gov, 国盛证券研究所

图表 5: 当前特朗普与主要民主党总统候选人民调支持率情况

特朗普 VS 拜登						
Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Biden (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	9/2 - 10/8	--	--	49.9	43.0	Biden +6.9
FOX News	10/6 - 10/8	1003 RV	3.0	50	40	Biden +10
Quinnipiac	10/4 - 10/7	1483 RV	3.1	51	40	Biden +11
IBD/TIPP	9/26 - 10/3	863 RV	3.5	51	44	Biden +7
Rasmussen Reports	9/23 - 9/24	1000 LV	3.0	43	47	Trump +4
Emerson	9/21 - 9/23	1019 RV	3.0	50	49	Biden +1
SurveyUSA	9/13 - 9/16	4520 RV	1.6	49	41	Biden +8
ABC News/Wash Post	9/2 - 9/5	877 RV	4.0	55	40	Biden +15

特朗普 VS 沃伦						
Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Warren (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	9/2 - 10/8	--	--	49.0	43.8	Warren +5.2
FOX News	10/6 - 10/8	1003 RV	3.0	50	40	Warren +10
Quinnipiac	10/4 - 10/7	1483 RV	3.1	49	41	Warren +8
IBD/TIPP	9/26 - 10/3	863 RV	3.5	48	46	Warren +2
Emerson	9/21 - 9/23	1019 RV	3.0	51	49	Warren +2
SurveyUSA	9/13 - 9/16	4520 RV	1.6	45	43	Warren +2
ABC News/Wash Post	9/2 - 9/5	877 RV	4.0	51	44	Warren +7

特朗普 VS 桑德斯						
Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Sanders (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	9/2 - 10/8	--	--	49.3	44.0	Sanders +5.3
FOX News	10/6 - 10/8	1003 RV	3.0	49	40	Sanders +9
Quinnipiac	10/4 - 10/7	1483 RV	3.1	49	42	Sanders +7
IBD/TIPP	9/26 - 10/3	863 RV	3.5	49	45	Sanders +4
Emerson	9/21 - 9/23	1019 RV	3.0	49	51	Trump +2
SurveyUSA	9/13 - 9/16	4520 RV	1.6	48	43	Sanders +5
ABC News/Wash Post	9/2 - 9/5	877 RV	4.0	52	43	Sanders +9

All General Election: Trump vs. Sanders Polling Data

资料来源: RCP, 国盛证券研究所

扰动 3: 英国脱欧

英国脱欧进程持续反复, 脱欧不确定性仍高。10月19日, 英国议会以 322-306 票通过了 Letwin 修正案, 该修正案要求在所有脱欧相关立法完成之前不得通过脱欧协议, 从而导致议会取消了对脱欧协议进行投票。目前看来, 延期脱欧是大概率的结果, 但延期之后仍面临立法程序受阻、脱欧协议无法通过议会等障碍, 脱欧前景仍面临较大不确定性。

英国脱欧悬而未决, 已对欧洲经济产生较大的负面冲击。自 2018 年初以来, 英国和欧元区经济持续走弱, 当前欧元区 and 英国制造业 PMI 已分别连续 8 个月、5 个月低于荣枯线, 若英国脱欧仍无法得到解决或最终演变为硬脱欧, 欧洲经济将面临衰退的风险。欧盟和英国作为中国重要的贸易伙伴, 占中国总出口的比重合计达 17%, 脱欧前景的不确定性对欧洲经济造成的负面冲击, 也会严重拖累中国乃至全球贸易。

图表 6: 脱欧悬而未决持续拖累英国和欧元区经济

图表 7: 中国出口中各国家或地区的占比

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_9456

