

## 宏观政策加强逆周期调节，股指春季行情有望缓慢开启

## 宏观经济/股指

## 内容提要：

- ◆ 国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓背景下，中国经济增速连续两个季度下滑，GDP 同比从一季度的 6.4% 降至三季度的 6.0%。10 月经济数据继续走弱，暗示四季度经济仍有下行压力，但全年能够实现预期发展目标。
- ◆ 固定资产投资增速跌势放缓，其中房地产投资仍有回落空间，基建制造业投资有望企稳回升，基建投资将保持强劲，继续发挥稳增长的作用。
- ◆ 中美贸易磋商达成第一阶段协议，但之前加征的关税尚未取消，影响将进一步显现，出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。
- ◆ 消费增速降幅收窄，扩内需政策效果逐渐显现。随着减税降费、汽车家电下乡等一系列政策的支持下，消费增速有望企稳回升，整体保持平稳增长的态势。
- ◆ 受非洲猪瘟和猪周期因素的影响，猪肉价格历史性上涨，推动 CPI 突破 3% 的目标上限。但全球经济下行压力加大，国内外需求疲软，大宗商品价格下跌，PPI 持续下滑，工业通缩压力加大，扩大内需是当务之急。
- ◆ 货币政策保持宽松倾向，央行先后下调 MLF、逆回购和 LPR 利率，“结构性降息”的空间打开，有利于降低企业融资成本，提升股指的估值水平。
- ◆ 积极的财政政策将加力提效，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度。财政部提前下达明年部分新增地方专项债 1 万亿，各地正在加快项目申报，尽早实现对投资的有效拉动。
- ◆ 综上，四季度经济下行压力加大背景下，宏观政策进一步强化逆周期调节，财政货币维持双宽松，企业盈利和库存周期见底。2019 年即将结束，股指春季行情有望缓慢开启，建议维持逢低偏多的思路。

## 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

货币政策加强逆周期调节，中期反弹思路不改（周报）

政策面释放稳增长信号，短期或面临方向性选择（周报）

中美贸易磋商传递积极信号，短期回调不改向上格局（周报）

三季度盈利继续改善，股指中期反弹有望延续（月报）

基本面因素总体偏多，股指有望展开修复性反弹（月报）

## 第一部分 基本面分析

### 一、中国 2019 年宏观经济回顾

2019 年国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓，中国经济下行压力加大，GDP 增速从一季度的 6.4% 降至第三季度的 6.0%，前三季度 GDP 同比增长 6.2%，预计全年能够实现预期发展目标。从拉动经济增长的三驾马车来看，进出口增速降幅扩大，投资增速跌势放缓，消费增速企稳回升。

进出口增速降幅扩大，关税影响进一步显现。按美元计价，中国 9 月进口同比下降 8.5%（前值-5.6%），创今年 5 月以来最大降幅，连续 5 个月负增长。出口同比下降 3.2%（前值-1%），降幅创年内新高。9 月实现贸易顺差 396.5 亿美元（前值 384），结束连续两个月下降。整体来看，1-9 月份进口同比下降 5%，出口同比下降 0.1%，分别低于去年同期 25.2 和 12.3 个百分点。9 月进出口增速降幅扩大，主要受美国对华 3000 亿美元部分商品加征关税的影响，虽然中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国暂停对 2500 亿美元商品提高关税，但之前加征的关税影响将进一步显现，四季度出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。

投资增速跌势放缓。中国 1-9 月固定资产投资同比增长 5.4%（前值 5.5%），连续 3 个月下滑，但降幅逐渐收窄。其中房地产投资同比增长 10.5%，连续两个月持平，房屋新开工面积同比增长 8.6%（前值 8.9%），连续 5 个月下滑，土地购置面积同比下降 20.2%（前值-25.6%），连续 8 个月负增长。房屋施工面积增速维持高位，房屋竣工面积企稳回升，表明房地产销售回暖背景下，去年堆积的地产项目在今年加快施工，房企并没有进一步拿地的积极性。基建投资同比增长 4.5%（前值 4.2%），连续两个月回升，创去年 8 月以来新高，随着明年新增地方专项债额度的提前下达，以及新一轮基建项目的落地，基建投资将继续回升。制造业投资同比增长 2.5%（前值 2.6%），连续两个月回落，但随着企业盈利的持续改善，制造业投资有望企稳回升。综合以上分析，我们判断房地产投资增速将继续回落，基建和制造业投资有望显著回升，固定资产投资全年将呈现降中趋缓的走势。

消费增速企稳回升，扩内需政策效果逐步显现。中国 9 月社会消费品零售总额同比增长 7.8%（前值 7.5%），创 7 月以来新高，前三季度消费品零售总额同比增长 8.2%，高于年内低点 0.2 个百分点，其中汽车销量降幅收窄，家电销售增速明显回升。中汽协公布的数据显示，2019 年 9 月我国乘用车销量同比下降 6.3%（前值-7.7%），连续 15 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。9 月份家电和音响器材类销售同比增长 5.4%（前值 4.2%），连续两个月回升。随着我国经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019 年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。

### 二、2020 年中国经济有望迎来阶段性复苏

我国本轮经济下行周期始于 2017 年四季度，GDP 增速从 2018 年一季度的 6.8% 降至 2019 年第三季度的 6.0%，除了周期性规律意外，中美贸易摩擦、金融去杠杆等因素放大了经济放缓的斜率。从库存周期的角度来看，当前经济仍在主动去库存阶段，但已经接近尾声，预计 2020 年一季度将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性复苏。

#### （一）固定资产投资增速跌势放缓，稳投资效果逐渐显现

2019年1-10月固定资产投资同比增长5.2%（前值5.4%），连续4个月下滑，创去年8月以来新低。其中房地产投资增速高位回落，制造业投资大幅下滑，是拖累固定资产投资下行的主要原因，基建投资增速弱于预期，未能有效对冲投资下行压力。展望2020年，随着减税降费、降准等逆周期调节政策的深入落实，企业盈利将持续改善，制造业投资有望止跌回升。明年新增地方专项债有望在四季度提前下达，预计基建投资将继续回升，充分发挥经济托底的作用。“房住不炒”的政策深入人心，在不以房地产作为短期刺激经济的手段背景下，房地产投资仍将延续下滑态势。

图1.经济增速迎来阶段性底部



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2.投资增速跌势放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 1.楼市调控政策短期内不会放松，房地产投资进入下行周期

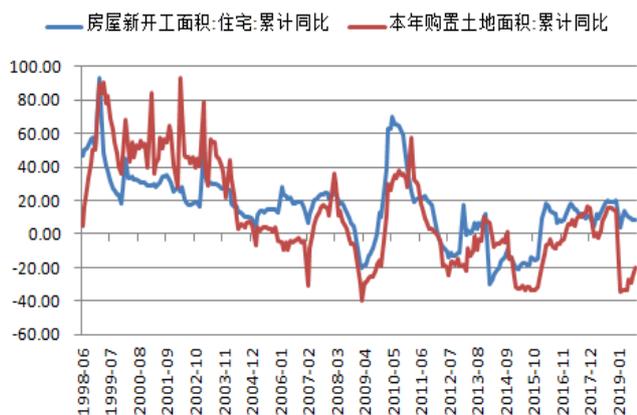
本轮房地产调控政策始于2016年9月，同年12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的政策定位，随后全国各地陆续出台限购、限售、限贷等楼市调控政策。房地产投资增速自2016年初进入上行周期，并于2019年4月达到阶段性高点，之后呈现逐渐回落的态势。今年7月中央政治局会议首次提出，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着尽管经济下行压力加大，但不会走房地产刺激经济的老路，房地产政策短期内不会放松。

2019年房地产投资表现依然强劲，房地产投资增速在4月份达到11.9%的高位，为2014年12月以来新高，之后开始回落。截止1-10月份，房地产投资同比增长10.3%（前值10.5%），连续5个月放缓，但仍高于去年同期0.6个百分点。从房地产开发来看，2019年1-10月份，房屋新开工面积同比增长10%（前值8.6%），低于去年同期6.3个百分点。土地购置面积同比下降16.3%（前值-20.2%），连续9个月负增长。房屋施工面积同比增长9%（前值8.7%），创2015年2月以来新高，较去年同期加快5.7个百分点。房屋竣工面积同比下降5.5%（前值-8.6%），降幅连续4个月收窄，创2018年2月以来新低。从房地产销售来看，1-10月商品房销售面积同比增长0.1%（前值-0.1%），今年2月以来首次转正，商品房销售额同比增长7.3%（前值7.1%），连续4个月回升，创5月以来新高。数据显示，房地产新开工面积和土地购置面积同比下降，而房地产施工面积和竣工面积同步回升，表明房地产销售回暖背景下，前期堆积的地产项目在今年加快施工，是房地产投资超预期的主要原因。

从房地产投资的资金来源看，2018年四季度以来，我国房地产开发贷款增速呈现快速回落的态势，截至2019年三季度末，房地产开发贷款余额11.24万亿元，同比增长11.7%，增速比上月末低1.7个百分点，连续4个季

度下滑。今年7月中央政治局会议提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，2020年房地产投资仍将延续下滑态势。

图 3.房屋新开工和土地购置面积同比下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4.房地产投资高位回落

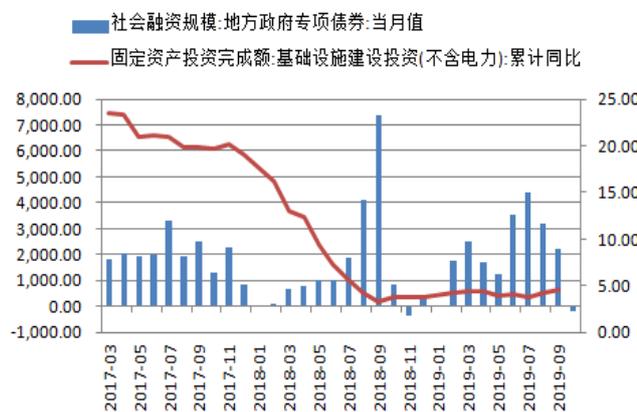


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2.基建投资有望保持回升，继续发挥经济托底的作用

2019年政府工作报告明确今年新增地方专项债 2.15 万亿，额度较 2018 年增加 8000 亿，截今年 9 月底，新增地方专项债额度已发行完毕。2019 年以来，地方专项债发行规模明显加大，随着新一轮基础设施项目的相继落地，基建投资呈现企稳回升的态势。2019 年 1-10 月基建投资同比增长 4.2%（前值 4.5%），高于去年同期 0.5 个百分点。

图 5.基建投资企稳回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6.制造业投资再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

为加快发行使用地方政府专项债券，9月4日国务院常务会议决定，（1）根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目。（2）将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。（3）加强项目管理，防止出现“半拉子”工程。按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地

区。

根据国务院部署，明年新增地方专项债额度将会提前下达，预计规模将在今年 2.15 万亿的基础上进一步增加，充分发挥基础设施补短板的作用。随着新一轮基建项目的审批和落实，2020 年基建投资将保持回升态势，继续发挥经济托底的作用。

### 3.企业盈利增速见底，制造业投资有望企稳回升

今年以来，工业品价格下跌，工业增加值显著下降，工业生产量价齐跌的情况下，工业企业盈利增速转负，制造业投资同比从 9.5% 的高位开始回落。2019 年 1-10 月制造业投资同比增长 2.6%（前值 2.5%），结束连续两个月下滑，低于去年同期 6.5 个百分点。

截止 2019 年 10 月，规模以上工业增加值同比增长 4.7%（前值 5.8%），低于去年同期 1.2 个百分点。前 10 个月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，连续三个月持平，较上年同期下降 0.8 个百分点。1-10 月规模以上工业企业利润同比下降 2.9%（前值 -2.1%），连续 9 个月负增长，低于上年同期 17.6 个百分点，但降幅呈现逐渐收窄的态势。进入 2020 年，随着减税降费、降准等一系列支持实体经济发展的政策深入落实，企业盈利将进一步改善，工业企业利润增速有望转正。

截止 2018 年，我国制造业总产值为 264820.4 亿元，占 GDP 总量的比重为 29.4%，为世界第一制造业大国，制造业在我国经济发展中占据非常重要的地位。近年来，随着我国产业结构的转型升级，高端和装备制造业发展明显加快，人工智能、高铁、工程机械等制造技术达到世界先进水平。国家发改委公布的数据显示，2019 年 1-10 月高技术制造业投资增长 14.5%，连续 6 个月回升，增速比 1-9 月加快 1.9 个百分点，高于全部制造业投资 11.9 个百分点。

## （二）消费增速降幅收窄，扩内需政策效果显现

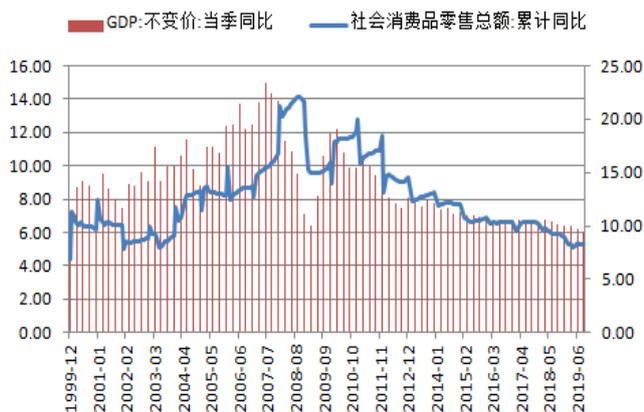
2018 年以来，受汽车行业进入下行周期的影响，我国消费增速呈现逐渐放缓的态势。截止 2019 年 10 月，中国社会消费品零售总额同比增长 7.2%（前值 7.8%），低于去年同期 1.4 个百分点，前 10 个月社会消费品零售总额同比增长 8.1%（前值 8.2%），连续 3 个月下滑，较去年同期下降 1.1 个百分点。随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要驱动力，国家统计局公布的数据显示，前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率达到 60.5%，比上半年提高 0.4 个百分点，且明显高于资本形成总额及货物和服务净出口对经济增长的贡献率。

消费增长很大程度上取决于居民可支配收入的增长，而居民收入的增长又与国民经济发展密切相关。2010 年以来中国经济增速缓慢下行，社会消费零售增速也呈现相应的下降趋势，但消费增速仍高于实际 GDP 增速。图 7 中数据显示，我国 GDP 当季同比从 2010 年一季度的 12.2% 降至 2019 年第三季度的 6.0%，社会消费品零售总额累计同比从 2011 年 1 月份的 19.9% 降至 2019 年 10 月份的 8.2%。

在增加居民收入方面，我国推行了个人所得税改革，除了提高个税起征点之外，还增加了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金和赡养老人等六项专项附加扣除。国家税务总局公布的数据显示，前三季度个人所得税改革新增减税 4426 亿元，累计人均减税 1764 元。个人所得税的减少，直接增加了居民收入，提

升了居民消费能力，前三季度反映居民消费活力的生活服务业销售收入同比增长 16.2%，互联网批发和零售销售收入同比增长 16.8%，分别高于三产销售增速 4.7 和 5.3 个百分点。

图 7.消费与经济增长高度正相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8.城镇居民可支配收入与支出



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2019 年 1-9 月份，我国城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%（前值 8%），与去年同期持平。人均消费性支出同比增长 7.2%（前值 6.4%），连续两个季度回升，高于去年同期 0.7 个百分点。今年以来，居民消费性支出有所加快，表明新个税法的实施给工薪阶层带来了实实在在的红利，提高了居民可支配收入，从而促进消费者支出增加。

在促进消费升级方面，国务院下发《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出 20 条支持消费的举措，包括逐步放宽或取消汽车限购、扩大成品油市场准入以及释放农村地区消费潜力等。国家发改委组织召开促进消费专题会议指出，要千方百计确保各项促消费政策落实落地，下一阶段更要通过不定时召开专题会、现场会和开展联合调研等形式，及时研究促进消费工作的具体思路和举措。中汽协公布的数据显示，2019 年 9 月我国乘用车销量同比下降 6.3%（前值-7.7%），连续 15 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。9 月份家电和音响器材类销售同比增长 5.4%（前值 4.2%），连续两个月回升，表明汽车、家电下乡等刺激消费的政策效果开始显现。

2019 年 1-10 月新增居民中长期贷款累计 44987 亿元，较去年同期增加 2957 亿元，新增居民短期贷款累计 16023 亿元，较去年同期减少 4384 亿元。受房地产融资收紧的影响，今年房地产企业加快推盘回收现金流，恒大、万科等大型房企带头打折促销，是住户部门中长期贷款增加的主要原因。为防止短期贷款进入房地产市场，今年消费贷监管趋严，导致居民短期贷款下降。长期来看，“房住不炒”的政策理念深入人心，投机性需求逐步得到遏制，房价逐渐回归平稳，有利于改善居民生活水平，从而拉动其他领域的消费增长。

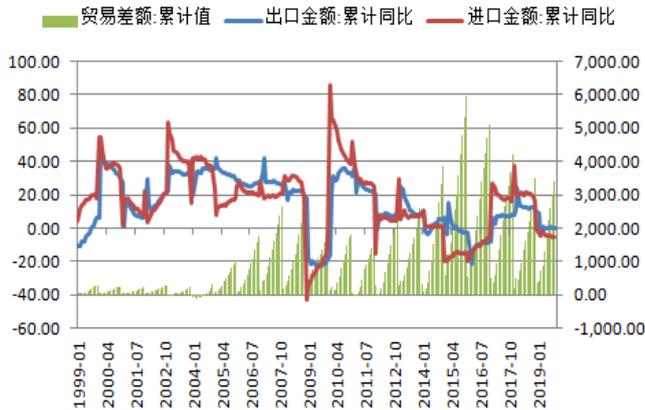
综上所述，进入 2020 年，随着减税降费、汽车家电下乡等促进消费的政策进一步落实，社会消费品零售总额将保持平稳增长，预计全年增速有望维持在 9% 左右。

### （三）加征关税影响进一步显现，进出口仍有下行压力

2019 年以来，随着中美贸易摩擦的进一步升级，我国进出口增速呈现加速下滑态势。按美元计价，2019 年 10 月中国进口同比下降 6.4%（前值-8.5%），出口同比下降-0.9%（前值-3.2%），实现贸易顺差 428.1 亿美元（前

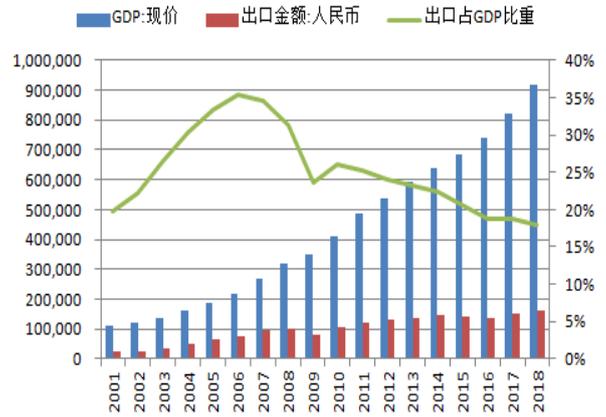
值369.5)。从全年来看,中国1-10月进口同比下降5.1%,出口同比下降0.2%,分别低于去年同期25.3和12.6个百分点。前10个月实现贸易顺差3402.90亿美元,较去年同期扩大880.02亿美元。2016年以来,我国贸易顺差呈现阶梯式的下降,经常项目顺差占GDP的比重,以及外贸依存度进一步下降,表明随着经济结构转型的有序推进,我国经济正在由主要依靠外需拉动,向依靠内需拉动转变。

图9.进出口仍有下行压力



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图10. 外贸依存度持续下降



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

今年以来,中美贸易摩擦一波三折,期间伴随着升级一缓和一升级的过程。直到10月初,中美第十三轮高级别贸易谈判达成初步协议,美国暂停对华2500亿美元输美商品上调关税,中国加大对美国农产品的采购贸易,摩擦才出现实质性缓和。中美经贸团队牵头人多次通话表示,第一阶段协议文本基本完成,但双方在随协议进展分阶段取消加征关税方面还存在分歧。中国商务部发言人表示,如果双方达成第一阶段协议,应当根据协议内容,同步等比率取消已加征关税,这是达成协议的重要条件。美国商务部长罗斯在接受采访时表示,总统特朗普尚未同意以取消任何关税作为达成协议的一部分,况且中国采购美国农产品的规模有待确认。虽然中美贸易磋商取得实质性进展,美国暂停对华2500亿美元商品提高关税,但双方尚未在取消加征关税方面达成共识,能否达成第一阶段协议存在不确定性。随着之前加征的关税影响逐渐显现,2020年出口仍有下行压力,稳外贸政策将继续实施。

为应对经济下行压力,今年以来,我国出台了诸多稳外贸的相关举措,并取得了积极成效。2019年前三季度,我国对“一带一路”沿线国家合计进出口6.65万亿元,增长9.5%,占我国外贸总值的29%。同期,我国与前两大贸易伙伴欧盟、东盟的贸易额分别为3.57万亿元、3.14万亿元,分别增长8.6%和11.5%,分别占我国外贸总值的15.6%和13.7%。商务部部长钟山在答记者问时表示,下一步将从三个方面做好稳外贸工作,一是在政策落实上下功夫,推动稳外贸政策尽快落地、早见成效;二是在优化市场布局上下功夫,要以共建“一带一路”为重点,鼓励企业开拓新兴市场,完善国际营销网络;三是在高质量发展上下功夫,要强化科技创新、制度创新、模式创新和业态创新,做强一般贸易,提升加工贸易,发展其他贸易。

综上,虽然中美贸易摩擦阶段性缓和,但之前加征的关税尚未取消,影响将进一步显现,2020年出口仍有下行压力,稳外贸政策将继续实施。

### 三、物价整体保持稳定, CPI与PPI剪刀差有望收窄

2019年以来，受非洲猪瘟以及猪周期因素的影响，CPI持续走高，2014年以来突破3%的目标上限。与之形成鲜明对比的是，PPI持续下滑，2016年9月以来首次出现负增长。当前经济形势下，CPI与PPI走势严重分化，引发市场对经济“滞胀”的担忧。我们认为今年物价上涨依然是结构性的，表现为猪肉价格历史性上涨，带动其他肉类等替代品价格上涨，其他食品和非食品价格并不存在持续上行的基础。国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓背景下，国内外需求疲软，大宗商品价格下跌，工业通缩压力显著，扩大内需是当务之急。

2019年10月CPI同比上涨3.8%（前值3.0%），高于去年同期1.3个百分点，涨幅创2012年2月以来新高。前10个月CPI同比上涨2.6%（前值2.5%），高于去年同期0.5个百分点，涨幅创2014年以来新高。但10月核心CPI（剔除食品和能源）同比上涨1.5%，连续三个月持平，为2016年2月以来新低。在CPI的主要构成中，猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果等食品所占权重较大，表明今年猪肉价格持续上涨，并带动其他肉类等替代品价格上涨，是推动CPI走高的主要原因。

图 11. CPI 与 PPI 剪刀差有望收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 原油价格维持宽幅震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

中国农业部公布的数据显示，2019年10月农产批发价格200指数同比为107.10，菜篮子批发价格200指数同比为108，分别低于去年同期2和2.6个百分点。截止2019年10月底，鸡蛋平均批发价格为11.84元/公斤，高于去年同期的9.02元/公斤，同比上涨31%。28种重点监测蔬菜平均批发价格为3.90元/公斤，高于去年同期的3.73元/公斤，同比上涨4.6%。猪肉平均批发价格为52.33元/公斤，大幅高于去年同期的19.35元/公斤，同比上涨170%。7种重点监测水果平均批发价格为5.11元/公斤，低于去年同期的5.65元/公斤，同比下降9.6%。数据表明，今年猪肉、鸡蛋价格较去年大幅上涨，而蔬菜、水果等食品价格总体保持稳定。

### （一）粮食产量保持稳定，生猪产量有望见底回升

受夏季高温多雨等自然天气的影响，去年我国粮食产量65789.22万吨，较2017年减少371.5万吨。其中，小麦产量13144.05万吨，同比减少289.34万吨；稻谷产量21212.9万吨，同比下降54.69万吨；玉米产量25717.39万吨，同比减少189.68万吨。农业农村部公布的数据显示，今年全国夏粮总产量2835亿斤，比2018年增加58.6亿斤，增长2.1%，与历史最高年（2017年）持平。全国早稻总产量525亿斤，比上年减少46.5亿斤，下降8.1%。今年整体气候条件有利粮食生产，夏粮和早稻合计增产12亿斤，秋粮生产形势良好，预计全年粮食将再获丰收，有望达到历史最好水平。总体来看，我国粮食产量保持平稳增长，粮食价格不会出现大幅波动，对CPI的影响整

体有限。

受非洲猪瘟影响，前三季度全国生猪出栏 40978 万头，比上年同期减少 8601 万头，同比下降 17.3%。9 月底全国生猪存栏 30675 万头，同比减少 12212 万头，下降 28.5%；9 月底能繁母猪存栏量 1913 万头，连续 17 个月下降，较上年同期减少 1223 万头，同比下降 38.9%。2018 年以来，能繁母猪存栏量呈现加速下降的趋势，是生猪产量持续下降，推动猪肉价格大幅上涨的主要原因。

今年以来，国务院及时出台了恢复生猪生产和保供稳价的政策措施，积极组织进口和国家储备肉投放，保障肉类市场供应。海关总署公布的数据显示，2019 年 9 月份猪肉进口 161836 吨，同比增长 71.6%；年累计猪肉进口 1325701 吨，同比增长 43.6%。9 月份牛肉进口 152104 吨，同比增 52.5%；2019 年累计牛肉进口 1132388 吨，同比增 53.4%。

进入 2020 年，促进生猪生产的政策效果将逐渐显现，生猪存栏量有望见底回升。本轮猪周期始于 2018 年中，至今已持续 1 年 3 个月，根据两年左右的上升周期，明年下半年猪肉价格有望迎来拐点。

## （二）供需双增格局下，原油价格将维持宽幅震荡

2019 年以来，国际原油价格整体维持宽幅震荡的走势，油价在全球经济下行和 OPEC 减产之间实现平衡。受 OPEC 减产预期的提振，美原油价格从年初的 42.36 美元/桶，上涨至 4 月份的 66.60 美元/桶。进入 5 月份，随着中美贸易摩擦升级，全球经济放缓的担忧再起，美原油价格从 66 美元/桶下跌至 6 月份的 50.6 美元/桶，之后整体维持在 50-60 美元/桶区间波动。

需求方面，受全球央行新一轮货币宽松的刺激，世界经济有望迎来阶段性复苏，对原油的需求或将边际改善。美国能源信息署(EIA)发布短期能源展望报告，将 2019 年全球原油需求增速预期下调 9 万桶/日至 75 万桶/日，并将 2020 年全球原油需求增速预期上调 7 万桶/日至 137 万桶/日。11 月欧佩克月报显示，2020 年全球原油需求增速预期为 108 万桶/日，与此前预期持平，欧佩克原油需求预期由 2957 万桶/日上调至 2958 万桶/日。

供给方面，美国页岩油产量持续攀升，未来仍有增产空间，OPEC 国家减产执行率接近上限，进一步减产的可能性下降，2020 原油供给过剩的格局仍将延续。11 月 EIA 报告显示，2019 年美国原油产量料将增加至 1229 万桶/日，较上月预估上调了 3 万桶/日，同时预计 2020 年美国原油产量将进一步增加至 1329 万桶/日。11 月欧佩克月报显示，预计 2020 年非 OPEC 石油供应量将增加 217 万桶/日，比先前预测下调 3.6 万桶/日；若欧佩克维持当前产量，2020 年上半年全球供应将较需求高出 64.5 万桶/日。

展望 2020 年，全球新一轮货币宽松背景下，经济增速有望阶段性回暖，原油需求或将小幅回升。美国原油产量有望进一步增加，欧佩克减产力度边际减弱，原油供应宽松的格局料将延续。在供需双增的格局下，油市将实现再平衡，原油价格维持宽幅震荡的可能性较大，预计美原油价格波动区间为 50-70 美元/桶。

综上所述，进入 2020 年，随着猪周期的结束，猪肉价格将迎来拐点，粮食价格保持稳定，CPI 将呈现高位回落的走势，通胀压力整体可控。全球经济回暖背景下，大宗商品需求回升，PPI 有望触底回升，与 CPI 之间的差距将边际收窄。

## 四、货币政策保持宽松倾向，降低实体经济融资成本

2018年以来，中美贸易摩擦升级，叠加国内经济结构调整、金融去杠杆等因素，我国经济下行压力加大，货币政策转向边际宽松。2019年1月初，央行宣布全面降准1个百分点，并于9月进行第二次全面降准，11月份首次下调公开市场利率，数量型和价格型的货币政策工具配合使用。

央行三季度货币政策执行报告指出，全球经济下行压力加大，主要经济体货币政策空间有限，外部不确定不稳定因素增多。我国发展长短期、内外部等因素变化带来较多风险挑战，国内经济下行压力持续加大，内生增长动力还有待进一步增强，食品价格指数同比上涨幅度较大，未来一段时间需警惕通胀预期发散。下一阶段，要实施好稳健的货币政策，继续保持定力，把握好政策力度和节奏，加强逆周期调节，加强结构调整，妥善应对经济短期下行压力，坚决不搞“大水漫灌”，保持广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配。注重预期引导，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定，坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运用LPR，引导金融机构增加对实体经济特别是民营、小微企业的支持。健全可持续的资本补充体制机制，重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构。

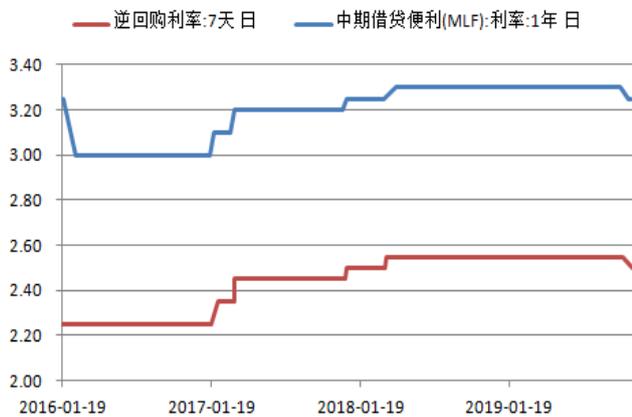
从央行三季度货币政策执行报告来看，我国经济受到来自外部和内部的双重挑战，为保持经济运行在合理区间，货币政策将继续强化逆周期调节。2020年货币政策将保持宽松倾向，MLF、逆回购以及LPR利率有望进一步下调，但降准的空间边际收窄。

### （一）央行下调公开市场利率，结构性降息的空间打开

2019年8月17日，中国人民银行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制公告，推动贷款利率市场化，标志着利率市场化改革取得重要进展。此次改革完善LPR形成机制主要包括六个方面：（1）要求各报价行真正按照自身对最优质客户执行的贷款利率报价；（2）LPR改按公开市场操作利率加点形成的方式报价，其中公开市场操作利率主要指中期借贷便利（MLF）利率；（3）在原有1年期一个期限品种基础上，增加了5年期以上的期限品种；（4）LPR报价行在原有10家全国性银行基础上扩大到18家，增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家；（5）将原来的LPR每日报价改为每月报价一次；（6）要求各银行尽快在新发放的贷款中主要参考LPR定价，同时坚决打破过去部分银行协同设定的贷款利率隐性下限，并将LPR运用情况纳入宏观审慎评估（MPA）和自律机制管理中。

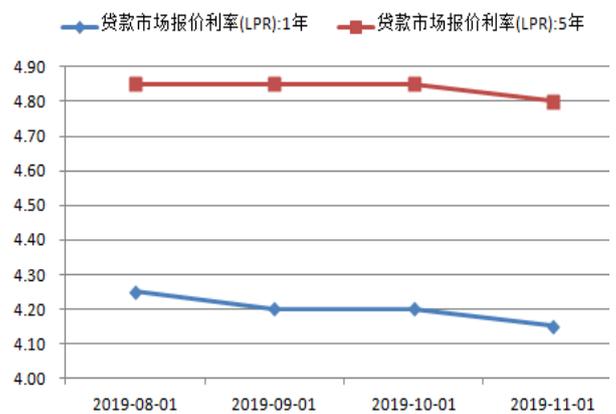
央行改革完善贷款市场报价利率形成机制，旨在推动金融机构转变贷款定价惯性思维，真正参考贷款市场报价利率定价，充分发挥贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用。2019年8月20日，央行首次发布新的贷款市场报价利率，其中1年期LPR为4.25%，5年期以上LPR为4.85%。为引导LPR下行，降低实体经济融资成本，央行相继下调中期借贷便利和公开市场操作利率。2019年11月5日，央行下调1年期MLF利率5个基点至3.25%，为2016年2月以来首次。11月18日，央行下调7天期逆回购利率5个基点至2.5%，为2015年11月以来首次。11月20日，央行下调贷款市场报价利率5个基点，1年期和5年期LPR分别降至4.15%和4.8%，较同期限贷款基准利率分别低了20和10个基点。

图 13. 中期借贷便利和逆回购利率下调



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 14. 贷款市场报价利率(LPR)下调



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## (二) 流动性保持宽松, 降准的空间收窄

央行三季度货币政策执行报告, 没有再提“把好货币供给总闸门”, 要求在加强逆周期调节的同时, 防止通胀预期发散。表明国内经济下行压力加大, 稳增长是首要任务, 未来货币政策仍将保持宽松基调, 定向调控是主要手段, 重点是引导金融机构加大对小微、民营企业的支持, 降低实体经济融资成本, 不以房地产作为短期刺激经济的手段。

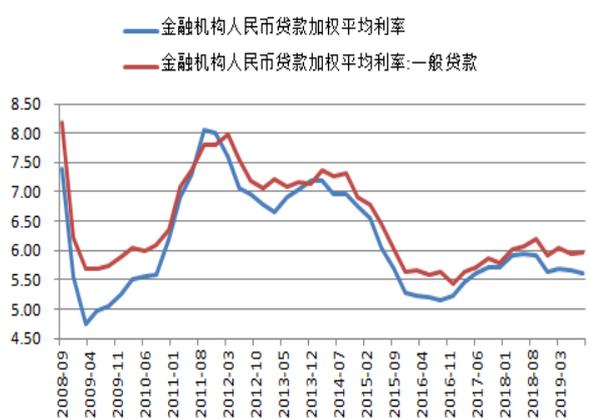
2018年二季度以来, 央行已进行了5次定向降准, 截止2019年10月, 大型金融机构存款准备金率降至13%, 创2007年11月26日以来新低, 中小型金融机构存款准备金率降至11%, 为2007年5月以来新低。与国际水平相比, 我国存款准备金率略低于发达国家, 但明显高于新兴市场国家, 降准的空间较前几年明显收窄。

图 15. 存款准备金率创 10 年低位



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 16. 金融机构贷款利率



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

综上所述, 解决小微企业融资难融资贵的问题, 除了降准释放流动性, 让有企业能够融到资金之外, 还需降低资金的使用成本, 这就需要价格型的货币政策工具相配合。我们认为在保持存贷款基准利率不变的同时, 降低逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等结构性利率, 能够保证不大水漫灌的前提下, 实现定向调控、精准调控, 有利于结构性降低实体经济融资成本。

## 五、积极的财政政策加力提效, 地方专项债发行规模将继续扩大

2019年1-10月全国一般公共预算收入167704亿元，同比增长3.8%，低于去年同期3.7个百分点。全国一般公共预算支出190587亿元，同比增长8.7%，较去年同期加快1个百分点。今年财政收入较去年同比大幅下降，而财政支出增长明显加快，主要受我国实施大规模减税降费政策的影响，税收收入大幅下降，而积极的财政政策基调下，财政支出力度有增无减。

国家税务总局公布的数据显示，今年前三季度，全国累计新增减税降费17834亿元，其中新增减税15109亿元，新增社保降费2725亿元，2万亿元减税降费目标已实现近九成。主要减税政策中，增值税改革新增减税7035亿元，小微企业普惠性政策新增减税1827亿元，个人所得税两步改革叠加新增减税4426亿元。从行业看，制造业与相关的批发零售业合计新增减税7995.63亿元，其中制造业新增减税4738亿元，占新增减税总额的31.36%；从市场主体看，民营经济纳税人新增减税9644亿元，占新增减税总额的64%。

### （一）财政赤字率有望上调，为实施更大规模的减税降费留足空间

2019年政府工作报告指出，今年财政赤字率拟按2.8%安排，比上年提高0.2个百分点，财政赤字目标2.76万亿元。适度提高赤字率，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险留出政策空间。财政部部长刘昆在优化营商环境高级别国际研讨会上透露，今年全年中国减税降费规模大大超出2万亿，将达到2.3万亿。受减税降费政策的影响，地方财政收支压力加大，截止2019年10月，全国地方财政收入为87042亿元，同比增长3.3%，低于上年同期3.8个百分点。全国地方财政支出为163010亿元，同比增长9%，低于上年同期0.1个百分点。

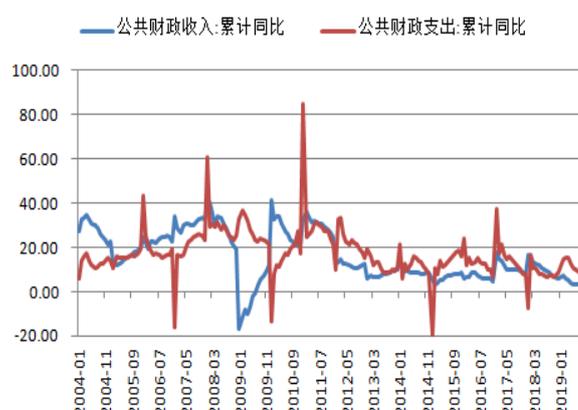
为缓解地方财政压力，切实保障减税降费政策不折不扣地落实，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，方案提出三个方面的措施：一是保持增值税“五五分享”比例稳定，二是调整完善增值税留抵退税分担机制，三是后移消费税征收环节并稳步下划地方。以上措施有利于稳定社会预期，引导各地因地制宜发展优势产业，鼓励地方在经济发展中培育和拓展税源，增强地方财政“造血”功能，营造主动有为、竞相发展、实干兴业的环境。

为了给实施更大规模的减税降费留足空间，2020年财政赤字率有望小幅上调。若按3%的财政赤字率和6%的GDP增速计算，2019年GDP将超过100万亿元，2020年财政赤字有望达到3万亿元，较2019年增加2400亿元。

图 17. 财政预算赤字率有望上调



图 18. 全国财政收入与支出同比



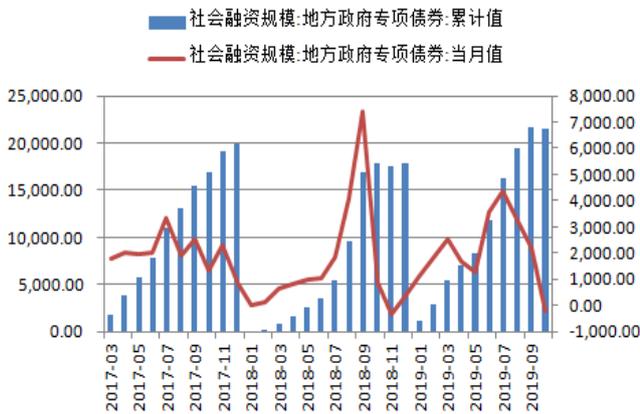
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## (二) 部分新增地方专项债提前下达, 政策性金融债发行加快

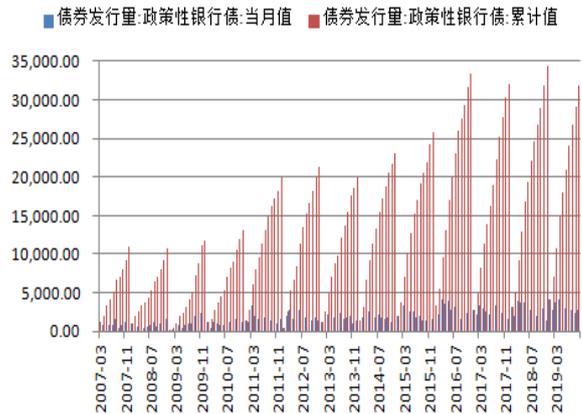
今年政府工作报告拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元, 比去上年增加 8000 亿元, 为重点项目建设提供资金支持, 也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。财政部数据显示, 2019 年 1-9 月, 全国发行地方政府债券 41822 亿元。按用途划分, 发行新增债券 30367 亿元, 其中新增一般债券 9070 亿元、新增专项债券 21297 亿元, 发行置换债券和再融资债券 11455 亿元。截止 9 月底, 今年新增地方专项债额度基本发行完毕, 为充分发挥基础设施补短板的作用, 明年新增地方专项债额度将进一步提高, 预计规模有望超过 3 万亿。

图 19. 地方专项债发行规模扩大



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 20. 政策性金融债发行加快



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

9 月 4 日国务院常务会议要求, 提前下达明年专项债部分新增额度, 确保明年初即可使用见效, 并扩大使用范围, 重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施, 城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目。11 月 27 日财政部公告显示, 提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元, 占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%, 控制在依法授权范围之内。同时, 要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目, 做好专项债券发行使用工作, 早发行、早使用, 确保明年初即可使用见效, 确保形成实物工作量, 尽早形成对经济的有效拉动。

除了地方债之外, 政策性金融债发行也是财政发力的重要渠道之一。专项金融债自 2015 推出以来, 呈现大幅增长的态势。2019 年 1-10 月份政策性银行累计发债 31912 亿元, 较上年同期增加 2956.52 亿元, 创历史最高纪录, 预计 2020 年政策性金融债的发行规模仍将延续扩张态势。政策性银行通过发行金融债券筹集资金, 设立专项投资基金, 用于支持 PPP 项目、棚户区改造以及其他城投项目, 发挥“第二财政部”的作用。据全国 PPP(政府和社会资本合作)项目信息监测服务平台数据, 截至 11 月初, 中国各地正在推进的 PPP 项目近 7000 个, 总投资约 9 万亿元人民币。其中, 城市基础设施、农林水利、社会事业、交通运输、生态环保五大领域占全部项目个数和总投资规模比重均接近 90%。

## 第二部分 波动分析

## 一、趋势分析

从时间和空间的角度来看，2015年6月股指进入熊市周期，期间经历了两轮大跌和两轮反弹。我们以沪深300指数为例，2015年6月至2016年1月为第一浪下跌，累计跌幅为48%；2016年1月至2018年1月为第二浪反弹，累计涨幅为56%；2018年1月至2019年1月为第三浪下跌，累计跌幅为33%；2019年1月开始，沪深300指数进入第四浪反弹，并于4月中旬到达阶段性高点4126，即2015年高点5380与2016年低点2821之间50%的黄金分割位，期间累计涨幅为40%。由此来看，自股指进入熊市周期以来，每一轮下跌和反弹的幅度都在缩小。

图 21. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 22. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

从月线上来讲，IF 加权回踩 40 月均线企稳反弹，突破 2015 年 6 月高点 5392 与 2018 年 1 月高点 4430 连线压力，短期有望向上挑战 4 月高点 4136，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IH 加权几次反弹均受到 2015 年 6 月高点与 2018 年 1 月高点连线的压制，待压力充分消化后有望向上突破，目标看向 3200 一线。IC 加权在 20 月均线附近承压回落，表明上方存在较大压力，充分震荡调整后或将向上突破。上证指数反抽 40 月均线承压回落，但下方受到 20 月均线的支撑，反复震荡蓄势后有望重拾升势。

图 23. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 24. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

周线方面，IF 回踩 40 周线止跌反弹，短期调整结束的可能性较大，再次企稳后有望挑战 4 月高点 4136 一

线压力，若能有效突破，则上升空间进一步打开。IH 加权在 4 月高点 3060 附近承压回落，连续三周调整，下方受到 40 周线的支撑，预计在此处企稳的可能性较大。IC 加权在 60 周线附近止跌反弹，但上方受到 20 周线的压制，关注能否有效突破。上证指数两次反弹均受到 120 周线的压制，表明此处存在较大压力，若能有效突破，则目标看向 4 月高点 3288。

图 25. 帝纳波利波浪尺测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自 2019 年 1 月低点 2440 展开反弹，到达阶段性高点 3288 后开始进入调整，最低到达 2733 点，已完成年初以来涨幅的 38.2% 目标回撤。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2733 之间的下跌视为二浪回调，未来若开启三浪上升，则目标位在 3580 点。

## 第三部分 结论及建议

10 月经济数据继续走弱，四季度经济仍有下行压力，宏观政策进一步强化逆周期调节。央行先后下调中期借贷便利（MLF）、逆回购（OMO）和贷款市场报价利率，旨在引导金融机构贷款利率下行，降低实体经济融资成本，分母端有利于提升股指的估值水平。积极的财政政策加力提效，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度，财政部提前下达明年部分新增地方专项债额度 1 万亿元，各地区正在加快进行项目申报，确保项目在年初即可投入使用，将带动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。从企业盈利和库存周期的角度来看，在减税降费、定向降准和小微企业普惠性贷款等一系列政策的支持下，小微及民营企业利润增速率先转正，企业盈利或已迎来阶段性底部。本轮库存周期始于 2016 年 6 月，至今已持续 40 个月，企业主动去库存或已接近尾声，即将进入被动去库存阶段。

综上所述，四季度经济下行压力加大背景下，宏观政策进一步强化逆周期调节，财政货币维持双宽松，企业盈利和库存周期见底。2019 年即将结束，股指春季行情有望缓慢开启，建议维持逢低偏多的思路。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 联系我们

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
电话：0516-83831105  
研究所电话：0516-83831185  
传真：0516-83831100  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号新纪元期货大厦

### 管理总部

电话：021-60968860  
传真：021-60968861  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

### 成都分公司

电话：028-68850966  
邮编：610000  
传真：028-68850968  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

### 深圳分公司

电话：0755-33376099  
邮编：518009  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
传真：010-84261675  
邮编：100027  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

### 南京营业部

电话：025 - 84787999  
传真：025- 84787997  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 徐州营业部

电话：0516-83831119  
传真：0516-83831110  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 常州营业部

电话：0519 - 88059977  
传真：0519 - 88051000  
邮编：213121  
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
传真：0513 - 55880517  
邮编：226000  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 苏州营业部

电话：0512 - 69560998  
传真：0512 - 69560997  
邮编：215002  
地址：苏州干将西路399号601室

### 上海东方路营业部

电话：021- 61017395  
传真：021-61017336  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

### 杭州营业部

电话：0571- 85817186  
传真：0571-85817280  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号

### 广州营业部

电话：020 - 87750826  
传真：020-87750882  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028- 68850968-826  
传真：028-68850968  
邮编：610000  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

### 重庆营业部

电话：023 - 67917658  
传真：023-67901088  
邮编：400020  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号