

2020 年宏观经济展望和大类资产配置

宏观经济/股指

内容提要:

- ◆ 在全球新一轮货币宽松的刺激下，2020 年世界经济有望迎来阶段性复苏，中国经济增速将实现平稳着陆，预计全年 GDP 增速维持在 6%左右，全面建成小康社会和“十三五”规划将圆满收官。
- ◆ 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，继续发挥经济托底的作用。
- ◆ 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。
- ◆ 全球经济复苏和新一轮库存周期背景下，债牛周期或已接近尾声，债券不再是首选配置；股指将迎来重要的投资机会，重点关注一季度行情；全球货币宽松和低利率环境下，美元指数将趋于走弱，黄金依然具备投资价值。

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

宏观政策加强逆周期调节，股指春季行情有望缓慢开启（月报）

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 2020 年中国宏观经济展望

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 年中国经济增速有望平稳着陆

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 年三季度的 6.0%，除了周期性规律以外，中美贸易摩擦、金融去杠杆等因素放大了经济下行的斜率。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回暖。

（一）固定资产投资增速跌势放缓，稳投资效果逐渐显现

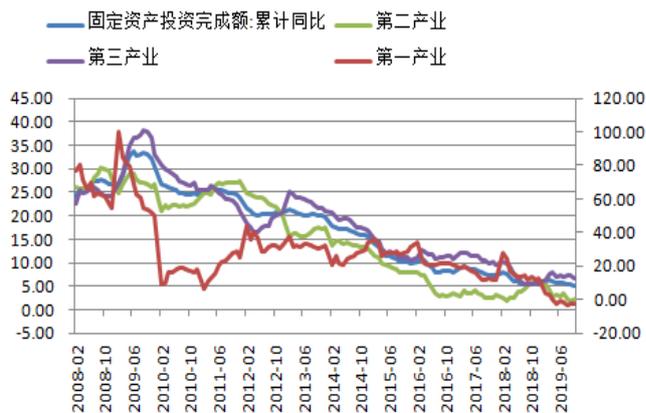
2019年1-10月固定资产投资同比增长5.2%（前值5.4%），连续4个月下滑，创去年8月以来新低。其中房地产投资增速高位回落，制造业投资大幅下滑，是拖累固定资产投资下行的主要原因，基建投资增速弱于预期，未能有效对冲投资下行压力。展望2020年，随着减税降费、降准等逆周期调节政策的深入落实，企业盈利将持续改善，制造业投资有望止跌回升。明年新增地方专项债已在四季度提前下达，预计基建投资将继续回升，充分发挥经济托底的作用。“房住不炒”的政策深入人心，在不以房地产作为短期刺激经济的手段背景下，房地产投资仍将延续下滑态势。

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

图2.投资增速跌势放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

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

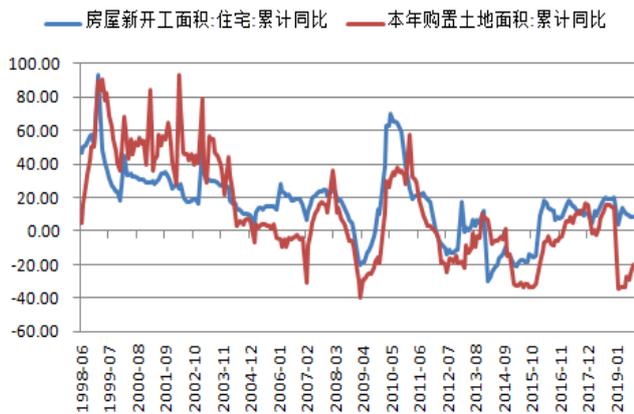
本轮房地产调控政策始于2016年9月，同年12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的政策定位，随后全国各地陆续出台限购、限售、限贷等楼市调控政策。房地产投资增速自2016年初进入上行周期，并于2019年4月达到阶段性高点，之后呈现逐渐回落的态势。今年7月中央政治局会议首次提出，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着尽管经济下行压力加大，但不会走房地产刺激经济的老路，房地产政策短期内不会放松。

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，房屋新开工面积和土地购置面积同比呈下降趋势，而房屋施工面积和竣工面积增速边际回升，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%，连续4个季度下滑，低于去年同期12.8个百

分点。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

图4.房地产投资高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

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，截至今年9月底，新增地方专项债额度已发行完毕。今年下半年以来，随着地方专项债发行进度的加快，以及新一轮基础设施项目的落地，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

图6.制造业投资再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究

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，11月中旬财政部提前下达明年部分新增地方专项债额度1万亿元，预计全年规模将在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，工业增速显著下降，规模以上工业企业利润增速转负，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

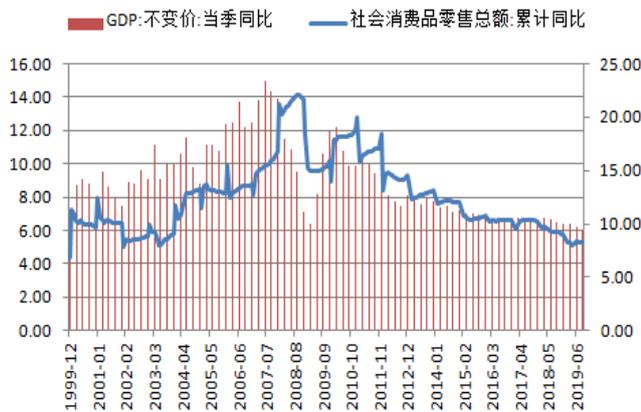
2018年以来，受汽车行业进入下行周期的影响，我国消费增速呈现逐渐放缓的态势。截止2019年10月，中国社会消费品零售总额同比增长7.2%（前值7.8%），低于去年同期1.4个百分点，前10个月社会消费品零售总额同比增长8.1%（前值8.2%），连续3个月下滑，较去年同期下降1.1个百分点。随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要驱动力，国家统计局公布的数据显示，前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率达到60.5%，比上半年提高0.4个百分点，且明显高于资本形成总额及货物和服务净出口对经济增长的贡献率。

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

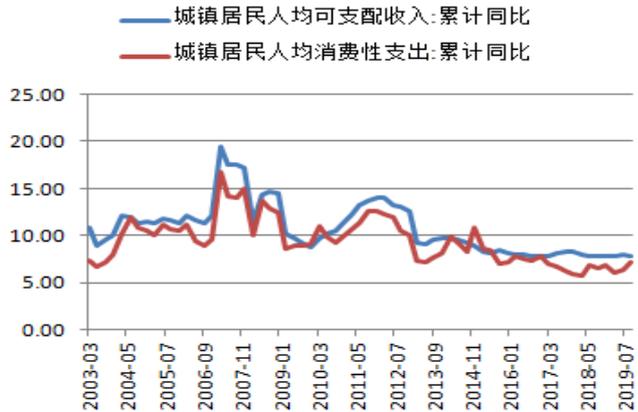
升了居民消费能力，前三季度反映居民消费活力的生活服务业销售收入同比增长 16.2%，互联网批发和零售销售收入同比增长 16.8%，分别高于三产销售增速 4.7 和 5.3 个百分点。

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

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

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 10 月我国乘用车销量同比下降 5.8%（前值-6.3%），连续 16 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。10 月份家电和音响器材类销售同比增长 0.7%（前值 5.4%），主要受假期以及季节性因素的影响，整体呈现降中趋稳的走势。

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。

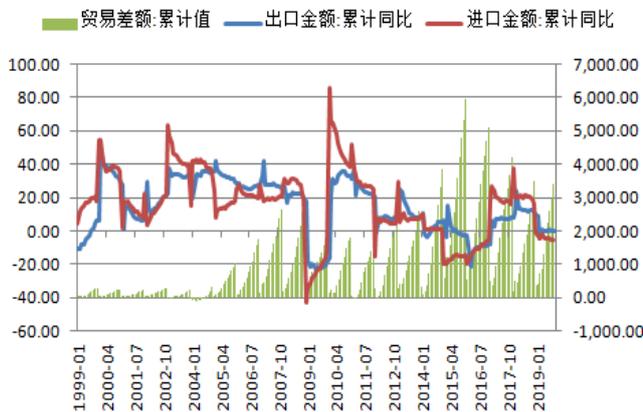
综上所述，进入 2020 年，随着减税降费、汽车家电下乡等促进消费的政策进一步落实，社会消费品零售总额将保持平稳增长，预计全年增速有望维持在 9% 左右。

（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

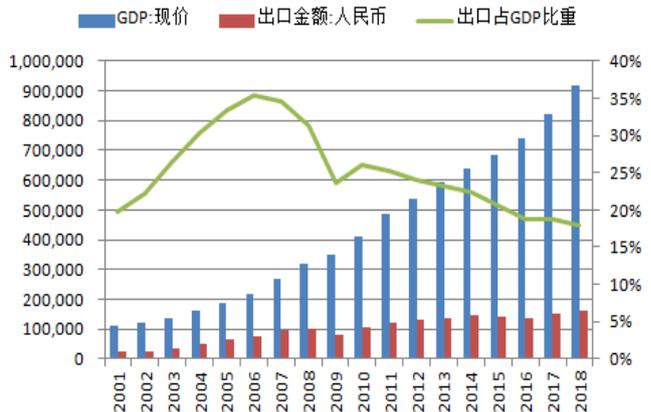
个百分点。前 10 个月实现贸易顺差 3402.90 亿美元，较去年同期扩大 880.02 亿美元。2016 年以来，我国贸易顺差呈现阶梯式的下降，经常项目顺差占 GDP 的比重，以及外贸依存度进一步下降，表明随着经济结构转型的有序推进，我国经济正在由主要依靠外需拉动，向依靠内需拉动转变。

图 9. 进出口仍有下行压力



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 外贸依存度持续下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究

今年以来，中美贸易摩擦一波三折，期间伴随着升级—缓和—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，但双方尚未在取消已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。

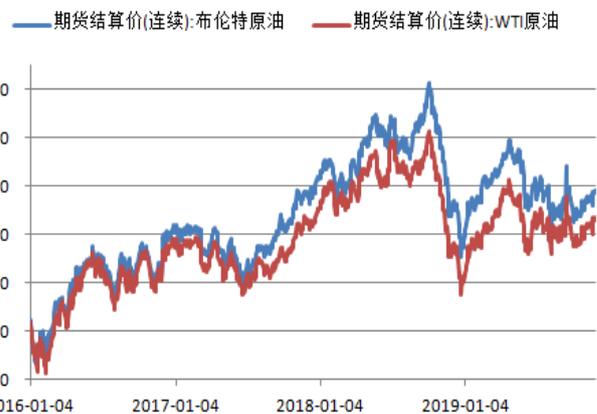
2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%（前值 3.0%），高于去年同期 1.3 个百分点，涨幅创 2012 年 2 月以来新高。前 10 个月 CPI 同比上涨 2.6%（前值 2.5%），高于去年同期 0.5 个百分点，涨幅创 2014 年以来新高。但 10 月核心 CPI（剔除食品和能源）同比上涨 1.5%，连续三个月持平，为 2016 年 2 月以来新低。在 CPI 的主要构成中，猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果等食品所占权重较大，表明今年猪肉价格持续上涨，并带动其他肉类等替代品价格上涨，是推动 CPI 走高的主要原因。

图 11. CPI 与 PPI 剪刀差有望收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 原油价格维持宽幅震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

中国农业农村部公布的数据显示，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。

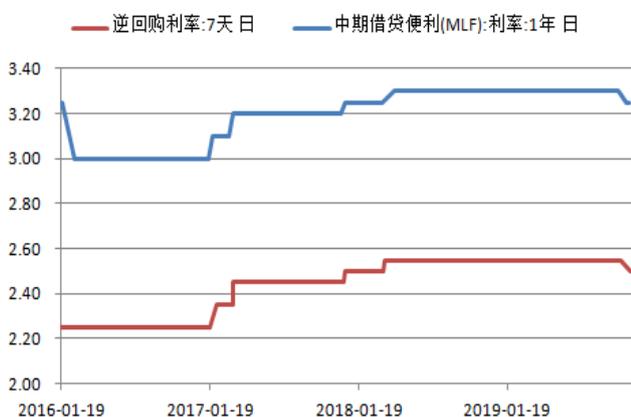
央行三季度货币政策执行报告指出，全球经济下行压力加大，主要经济体货币政策空间有限，外部不确定不稳定因素增多。我国发展长短期、内外部等因素变化带来较多风险挑战，国内经济下行压力持续加大，内生增长动力还有待进一步增强，食品价格指数同比上涨幅度较大，未来一段时间需警惕通胀预期发散。下一阶段，要实施好稳健的货币政策，继续保持定力，把握好政策力度和节奏，加强逆周期调节，加强结构调整，妥善应对经济短期下行压力，坚决不搞“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配。注重预期引导，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定，坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运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

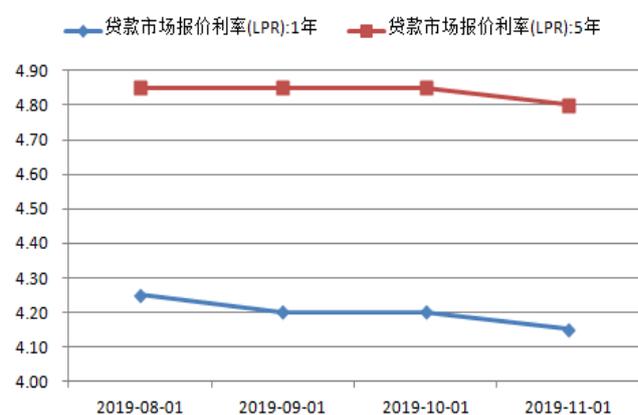
2019 年 8 月 17 日，中国人民银行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制公告，推动贷款利率市场化，标志着利率市场化改革取得重要进展。此次改革完善 LPR 形成机制主要包括六个方面：（1）要求各报价行真正按照自身对最优质客户执行的贷款利率报价；（2）LPR 改按公开市场操作利率加点形成的方式报价，其中公开市场操作利率主要指中期借贷便利（MLF）利率；（3）在原有 1 年期一个期限品种基础上，增加了 5 年期以上的期限品种；（4）LPR 报价行在原有 10 家全国性银行基础上扩大到 18 家，增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各 2 家；（5）将原来的 LPR 每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。

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

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

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%，较同期贷款基准利率分别低了20和10个基点。

（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

图 16. 金融机构贷款利率



资料来源：WIND 新纪元期货研究

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期大幅下降，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。

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。分行业看，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

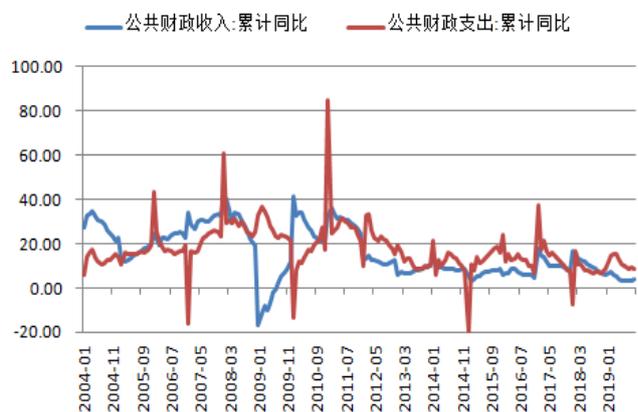
2019 年政府工作报告指出，今年财政赤字率拟按 2.8% 安排，比上年提高 0.2 个百分点，财政赤字目标 2.76 万亿元。适度提高赤字率，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险留出政策空间。财政部部长刘昆在优化营商环境高级别国际研讨会上透露，今年全年中国减税降费规模大大超出 2 万亿，将达到 2.3 万亿。受减税降费政策的影响，地方财政收支压力加大，截止 2019 年 10 月，全国地方财政收入为 87042 亿元，同比增长 3.3%，低于上年同期 3.8 个百分点。全国地方财政支出为 163010 亿元，同比增长 9%，低于上年同期 0.1 个百分点。

图 17. 财政预算赤字率有望上调



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

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

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。

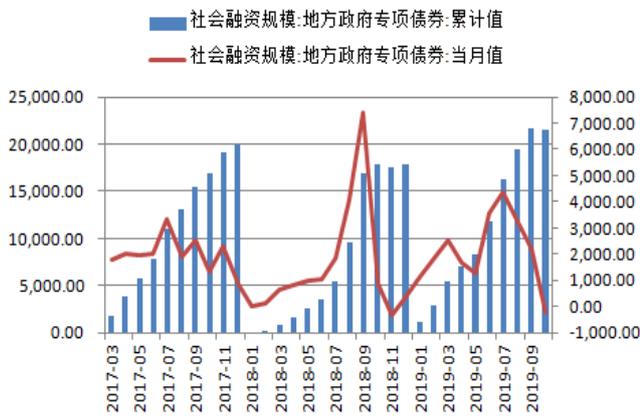
为了给实施更大规模的减税降费留足空间，2020 年财政赤字率有望小幅上调。若按 3% 的财政赤字率和 6% 的 GDP 增速目标计算，2020 年我国 GDP 将超过 100 万亿元，2020 年财政赤字有望达到 3 万亿元，较 2019 年增加 2400 亿元。

（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

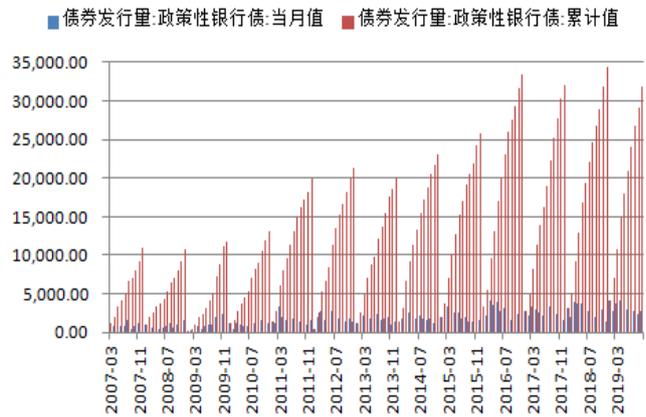
券 41822 亿元。按用途划分，发行新增债券 30367 亿元，其中新增一般债券 9070 亿元、新增专项债券 21297 亿元，发行置换债券和再融资债券 11455 亿元。截止 9 月底，今年新增地方专项债额度基本发行完毕，为充分发挥基础设施补短板的作用，明年新增地方专项债额度将进一步提高，预计规模有望超过 3 万亿。

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

图 20. 政策性金融债



资料来源：WIND 新纪元期货研究

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 2020年国际经济形势分析和政策展望

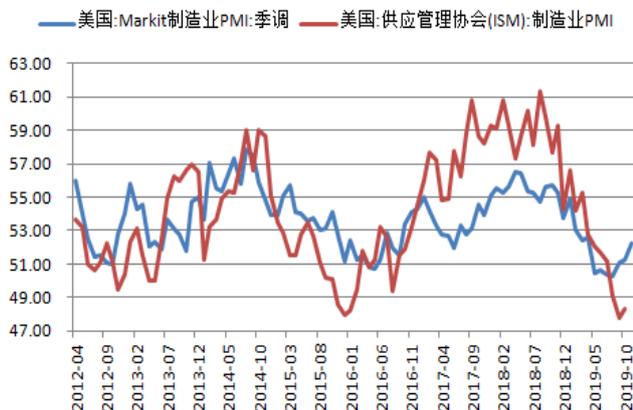
2019年国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓，各国央行纷纷采取积极降息的措施应对经济下行风险，避免经济过早陷入衰退。今年以来，全球已有近30家央行宣布降息，除美国、欧元区、澳大利亚等发达经济体以来，还包括印度、巴西、南非、俄罗斯等新兴市场国家。

一、美国经济增速进一步放缓，美联储开启“保险性”降息

国际贸易摩擦不断升级，全球经济增长放缓背景下，随着特朗普财政刺激效应的减弱，美国经济增速在2018年二季度创下4.2%的高位后开始回落。2019年美国经济增长进一步放缓，前三季度GDP分别增长3.1%、2%和1.9%，预计全年经济增速在2.2%左右。为缓冲经济下行压力，今年上半年美联储停止加息和缩表，并于下半年开始降息和扩表。展望2020年，美联储货币宽松的效果将开始显现，美国经济增速有望维持在2%左右的趋势水平。

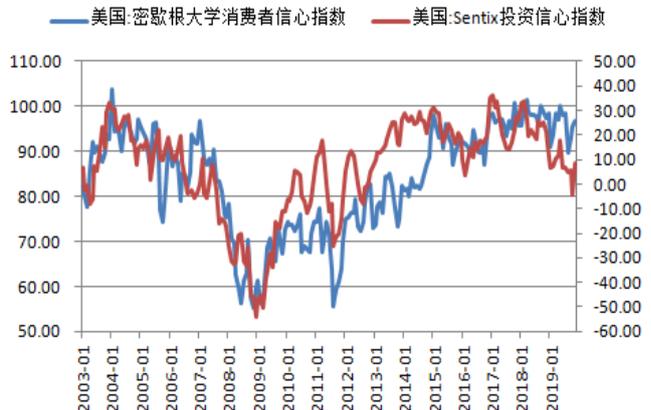
从领先指标来看，2019年美国11月Markit制造业PMI录得52.2（前值51.3），连续3个月回升，创5月以来新高。10月ISM制造业PMI回升至48.3（前值47.8），结束连续6个月下滑，表明美国制造业持续萎缩的势头正在扭转，商业投资信心有所恢复。美国11月密歇根大学消费者信心指数录得96.8（前值95.5），连续3个月回升，创8月以来新高。11月Sentix投资信心指数回升至8.7（前值-4.1），为6月以来新高。数据表明随着美国制造业形势的好转，消费者信心开始恢复，未来将增加消费支出。

图 21. 美国制造业 PMI 止跌回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 22. 消费和投资信心指数企稳回升

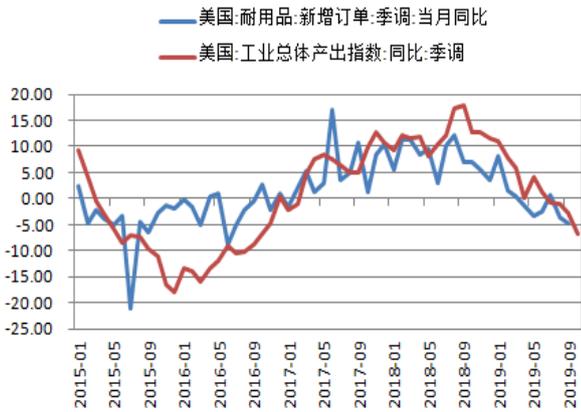


资料来源：WIND 新纪元期货研究

从同步指标来看，美国9月耐用品订单同比下降4.8（前值-3.7%），连续两个月下滑，降幅创2016年8月以来最大。10月工业产出同比下降1.1%（前值-0.07%），连续5个月下滑，创2016年10月以来新低。美国9月成屋签约销售指数同比上涨3.9%（前值2.3%），连续两个月回升，增速创2016年以来新高。10月营建许可总数环比上涨5%（前值-2.4%），9月FHFA房价指数环比上涨0.6%（前值0.2%），创2018年3月以来最大涨幅，11月NAHB房价指数录得2018年4月以来次高水平。数据表明，受抵押贷款利率下降的刺激，美国房地产市场开始回暖，呈现量价齐升的态势。从国内外贸易来看，美国10月零售销售同比增长3.7%（前值3.8%），连续3个月下滑。美国9月出口同比下降1.8%，创3个月新低，进口同比下降2.8%，创2016年以来最大降幅，贸易逆差

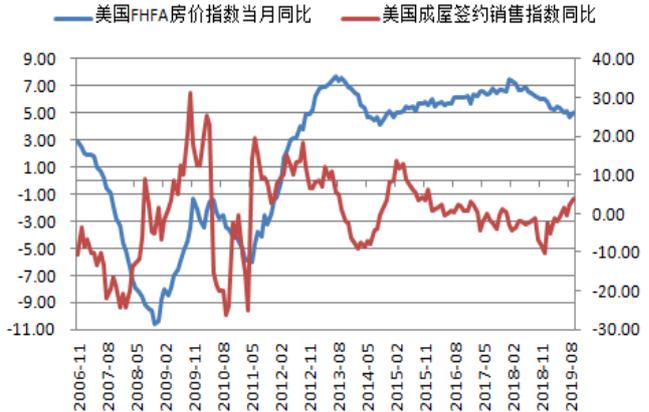
小幅收窄至 524.5 亿美元。数据表明，受全球贸易形势的影响，美国零售销售有所放缓，进出口增速双双下滑，贸易逆差并未因贸易战而显著收窄。

图 23. 美国耐用品订单和工业产出



资料来源: WIND 新纪元期货研究

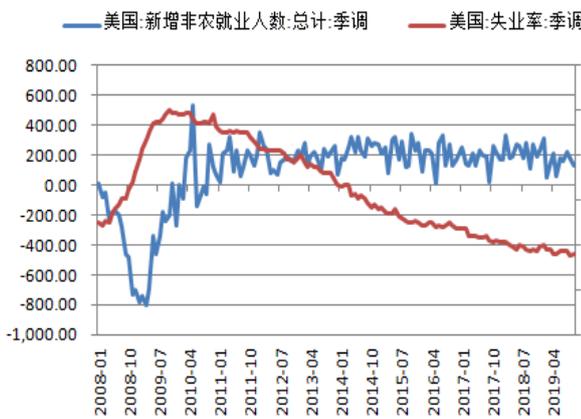
图 24. 房地产市场回暖



资料来源: WIND 新纪元期货研究

美国就业市场保持强劲，失业率维持长期低位。2019 年美国 10 月新增非农就业 12.8 万人（前值 13.6 万），前 10 个月非农就业人数平均增加 16 万，低于去年同期的 19.8 万。10 月私人部门新增 ADP 就业 12.5 万人（前值 9.3 万），前 10 个月 ADP 就业人数平均增加 15.7 万，较去年同期减少 6.7 万。10 月失业率录得 3.6%（前值 3.5%），维持在 1970 年以来的低位，前 10 个月平均失业率为 3.7%，较去年同期下降 0.2 个百分点。10 月平均小时工资环比增长 0.2%（前值 0.3%），平均小时工资年率为 3.0%（前值 2.9%），低于去年同期 0.1 个百分点。数据表明，2019 年美国新增就业和薪资增速有所放缓，但失业率维持在多年低位，劳动力市场依然保持强劲。

图 25. 美国非农就业和失业率



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 26. 非农职位空缺和离职率

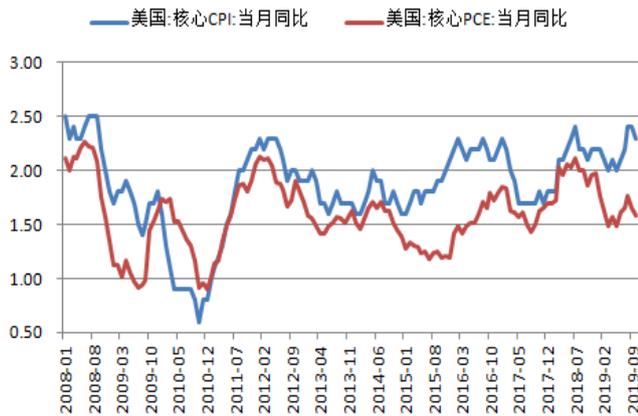


资料来源: WIND 新纪元期货研究

通胀保持温和增长。2019 年美国 10 月 CPI 同比上涨 1.8%（前值 1.7%），低于去年同期 0.7 个百分点，核心 CPI 同比上涨 2.3%（前值 2.4%），高于去年同期 0.1 个百分点。10 月核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%（前值 1.7%），第三季度个人消费支出同比增长 2.9%（前值 4.6%），分别较去年同期下降 0.4 和 0.6 个百分点。美国 10 月 PPI 同比上涨 1%（前值 1.4%），连续两个月下滑，低于去年同期 2.2 个百分点。进出口价格指数同比下降 3%（前值 -2.1%），出口价格指数同比下降 2.2%（前值 -1.6%），分别较去年同期下滑 6.4 和 5.3 个百分点。受经济增长放

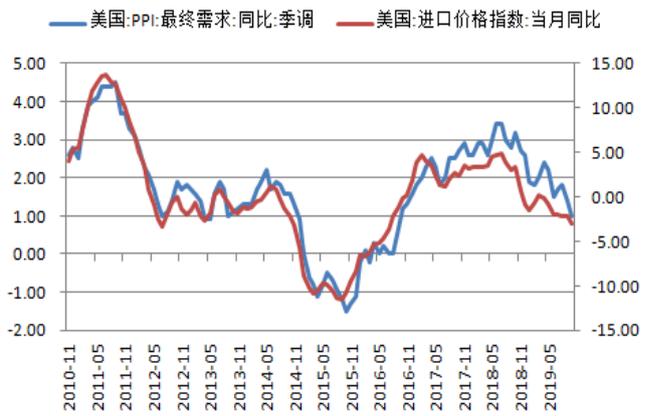
缓和制造业疲软的拖累，2019年美国消费支出放缓，通胀整体趋于下行，通胀预期依然受抑。但进入2020年，随着美联储降息的刺激，通胀将缓慢回升，逐渐接近2%的目标水平。

图 27. 美国核心通胀整体受抑



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 28. 美国 PPI 和进口物价指数下行



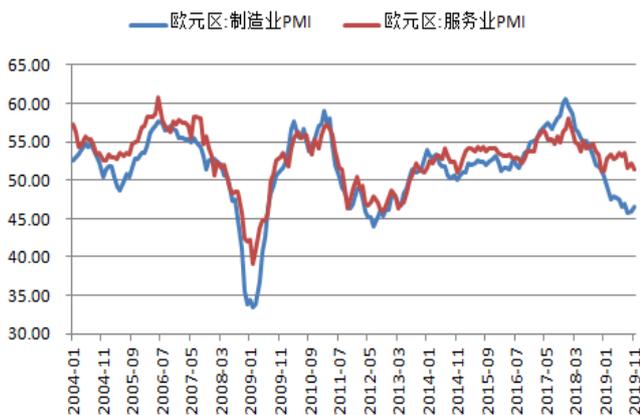
资料来源：WIND 新纪元期货研究

综上所述，2019年美国经济增长进一步放缓，通胀预期走弱，唯有就业保持强劲，但制造业疲软和商业投资下滑逐渐向消费者支出领域传导，从而威胁美国经济前景。为应对经济下行风险，美联储年内连续三次降息，每次25个基点，联邦基金利率从2.25%-2.5%降至1.5%-1.75%。并于10月开始扩表，每月购买600亿美元短期国库券，至少持续至2020年6月。展望2020年，随着美联储降息刺激作用的显现，美国经济有望阶段性反弹，通胀有望缓慢回升，逐渐向2%的目标迈进，劳动力市场继续保持强劲。

二、欧元区经济加速下滑，欧洲央行重启量化宽松

受全球贸易摩擦和英国脱欧不确定性等因素的影响，2019年欧元区经济呈现加速下滑的态势，尤其制造业陷入技术性衰退。为避免经济失速风险，欧洲央行时隔3年再次降息，并宣布重启净资产购买，规模为每月200亿欧元。进入2020年，随着英国脱欧不确定性的消除，以及欧洲央行量化宽松效果的显现，欧元区经济有望迎来阶段性复苏。

图 29. 欧元区制造业及服务业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

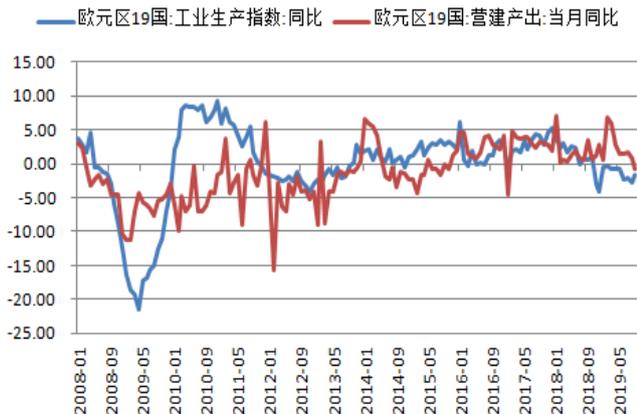
图 30. 欧元区经济景气指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究

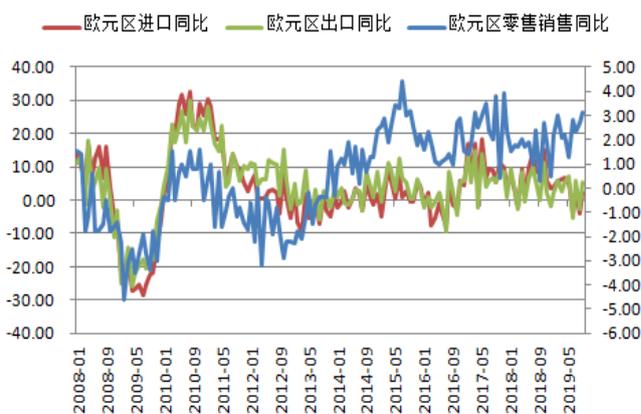
从先行指标来看，2019 年欧元区 11 月制造业 PMI 录得 46.6（前值 45.9），降至 2012 年欧债危机时的水平，连续 10 个月低于扩张区间。服务业 PMI 降至 51.5（前值 52.2），为年内次低水平。欧元区 11 月经济景气指数降至 101.3（前值 101.8），创 2015 年 3 月以来新低。11 月消费者信心指数录得-7.2（前值-7.6），Sentix 投资信心指数录得-4.5（前值-16.8），整体维持在年内低位。数据显示，欧元区制造业尚未摆脱技术性衰退，消费和投资信心不足，制造业复苏将在很大程度上取决于全球经济改善和英国脱欧进展。

图 31. 欧元区工业产出和营建许可



资料来源：WIND 新纪元期货研究

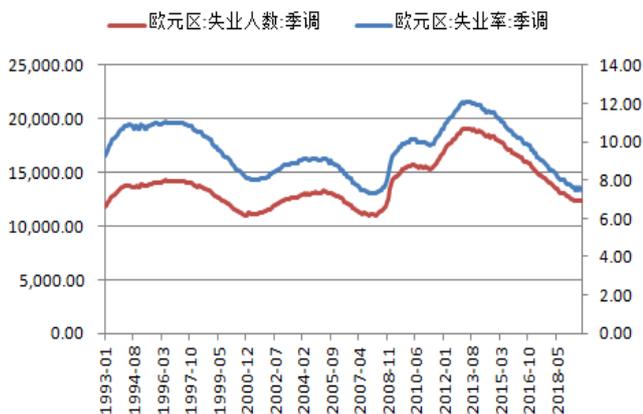
图 32. 欧元区零售销售及进出口



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从同步指标来看，2019 年欧元区 9 月工业产出同比下降 1.7%（前值-2.8%），连续 11 个月负增长，低于去年同期 2.3 个百分点。欧元区 9 月营建支出同比下降 0.7%（前值 0.8%），较去年同期下滑 4.3 个百分点，创 2017 年 2 月以来新低。二季度房价指数降至 4.2%，低于上年同期 0.6 个百分点。从国内外贸易来看，欧元区 9 月零售销售同比增长 3.1%（前值 2.7%），连续两个月回升，创 2017 年 12 月以来新高。9 月进口同比增长 2.1%（前值-4.2%），出口同比增长 5.2%（前值-2.7%），前三季度实现贸易顺差 1555.47 亿欧元，较去年同期增加 82.06 亿欧元。数据表明，欧元区工业产出显著下降，房地产市场转冷，出口增长放缓的情况下，经济主要靠内需支撑。

图 33. 欧元区失业人数和失业率



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 34. 欧元区零售销售及进出口



资料来源：WIND 新纪元期货研究

欧元区就业保持稳健，失业率维持在近 10 年低位。2019 年欧元区 10 月失业率降至 7.5%（前值 7.6%），为

2008年8月以来最低水平。截止2019年二季度，欧元区每小时劳工成本指数同比上涨2.7%（前值2.5%），创2009年四季度以来新高。表明欧元区劳动力市场依旧保持强强劲，失业率维持在近10年低位，薪资保持温和增长。

欧元区通胀持续疲软，与2%的目标还有一段距离。2019年欧元区11月CPI同比上涨1.0%（前值0.7%），低于上年同期0.9个百分点。核心CPI同比上涨1.3%（前值1.1%），连续3个月回升，创5月以来新高。欧元区9月PPI同比下降1.2%（前值-0.8%），连续7个月下滑，创2016年10月以来新低。8月进口物价指数同比下降0.1%（前值0.4%），连续两个月负增长，为2018年4月以来次低。数据表明，受需求疲软的影响，欧元区通胀持续低迷，距离2%的通胀目标还有很长一段路要走。

图 35. 欧元区 CPI 和 PPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 36. 欧元区进出口物价指数



资料来源：WIND 新纪元期货研究

综上所述，受全球贸易摩擦以及英国脱欧等因素的影响，欧元区制造业陷入技术性衰退，经济尚未摆脱下行压力，虽然就业市场保持强劲，但通胀持续低迷，距离2%的目标还很长一段路要走。为避免经济出现失速风险，欧洲央行9月会议决定下调隔夜存款利率10个基点至-0.5%，为2016年3月16日以来首次降息。并宣布于11月重启净资产购买，规模为每月200亿欧元，距离去年12月结束QE不到一年时间。展望2020年，我们预计英国将于1月底正式脱欧欧盟，随着脱欧不确定性的消除，以及欧洲央行量化宽松的刺激，欧元区企业投资信心将逐渐恢复，经济有望走出下行趋势，迎来阶段性反弹。

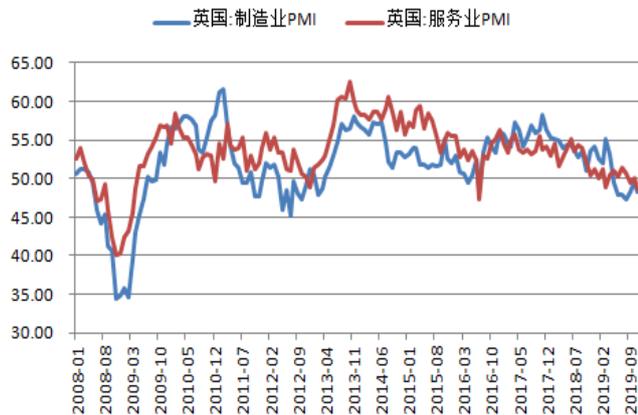
三、英国经济增速创十年新低，货币政策变动取决于脱欧进展

2016年脱欧公投以来，英国经济增速呈现逐渐放缓的态势。2019年英国第三季度GDP同比增长1%（前值1.3%），连续两个季度下滑，创2010年二季度以来新低。期间英国与欧盟举行了多次谈判，前任首相特蕾莎和现任首相约翰逊执政期间都与欧盟达成了脱欧协议，但最终都没有得到议会批准，从而导致脱欧期限一再推迟。英国首相约翰逊希望通过提前大选，赢得议会多数席位，推动脱欧协议在议会通过。

从先行指标来看，2019年英国11月制造业PMI降至48.3（前值49.6），连续7个月低于扩张区间，接近欧债危机时的水平。服务业PMI降至48.6（前值50），创2016年7月以来新低。英国11月GfK消费者信心指数降至-14，创2014年以来新低。同步指数显示，英国9月工业生产指数（制造业）同比下降1.8%（前值-1.7%），创年内新低，较去年同期下降0.7个百分点。10月零售销售同比增长3.1%，增速维持在年内低位。英国第二季

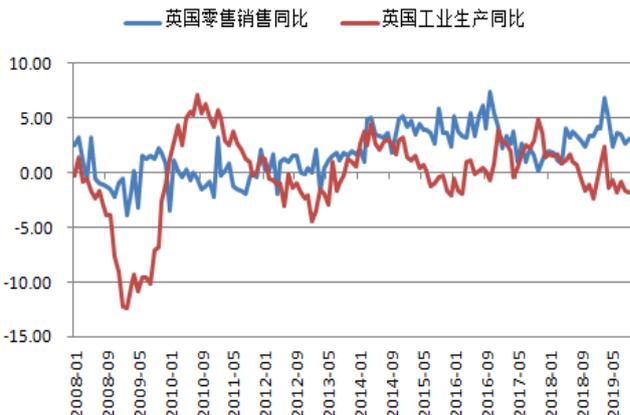
度商品出口同比增长 0.2%（前值 2.4%），服务出口同比下降 3.1%（前值 3.4%），创 2014 年三季度以来最大降幅。在英国经济的构成中，服务业占据主导地位，脱欧将导致部分服务业转移到海外，对英国经济增长形成拖累。

图 37. 英国制造业和服务业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 38. 英国零售销售和工业产出同比

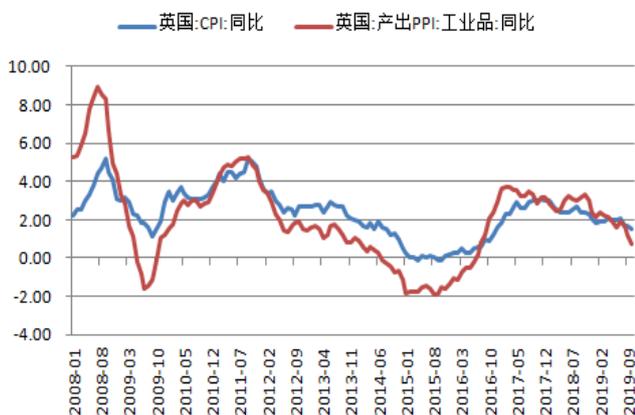


资料来源：WIND 新纪元期货研究

截止 2019 年 9 月，英国近三个月平均就业人数为 3275.3 万，较去年同期增加 32.2 万，就业率为 61.4%（前值 61.3%），高于去年同期 0.3 个百分点。9 月 ILO 失业率降至 3.8%（前值 3.9%），创 1975 年以来新低。9 月平均周薪同比增长 3.6%（前值 3.4%），高于去年同期 0.8 个百分点。三季度职位空缺率持平于 2.6%，较去年同期下降 0.2 个百分点，整体维持在近 10 年高位。数据显示，英国劳动力市场已经实现了充分就业，失业率维持历史低位，薪资保持温和增长。

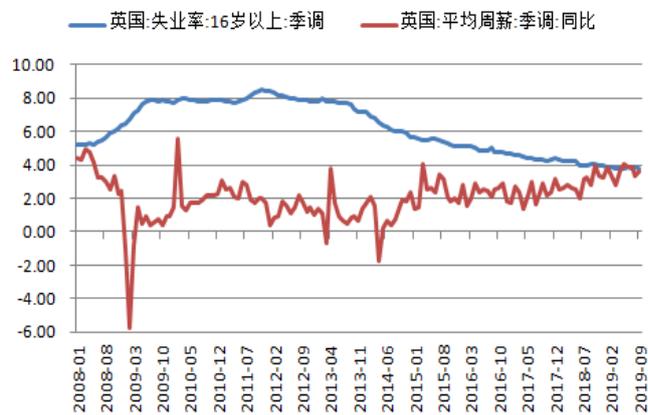
2018 年以来，受消费者支出放缓的影响，英国通胀呈现逐渐回落的态势。截止 2019 年 10 月，英国 CPI 同比上涨 1.5%（前值 1.7%），核心 CPI 同比上涨 1.7%，双双跌破 2% 的通胀目标，分别较去年同期下降 0.9 和 0.2 个百分点。10 月 PPI 同比下降 0.8%（前值 1.2%），连续 3 个月下滑，创 2016 年 8 月以来新低。

图 39. 英国 CPI 和 PPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 40. 英国失业率和薪资增速



资料来源：WIND 新纪元期货研究

综上所述，受脱欧不确定性的拖累，2019 年英国经济增速进一步放缓，通胀回落至 2% 的目标以下，尽管劳动力市场保持强劲，但消费者支出并未显著走强。英国央行维持利率和购债规模不变，货币政策调整将在很大程

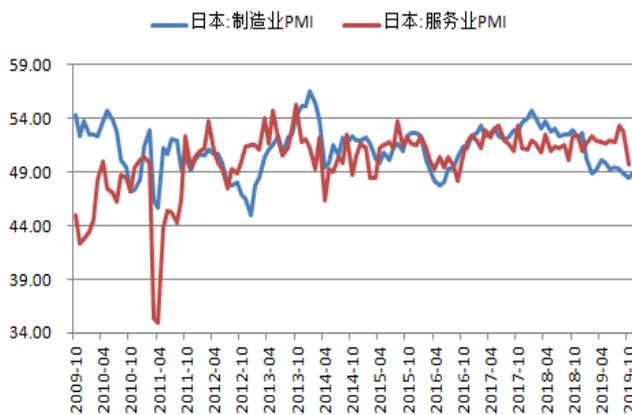
度上取决于脱欧进展。

2019年12月12日英国将举行提前大选，最新民调显示，英国首相约翰逊所在的保守党将赢得议会绝对多数席位。若保守党能够在选举中获得多数席位，则脱欧协议将大概率在议会通过，英国将于2020年1月31日正式脱离欧盟，届时脱欧不确定性将彻底消除，有利于英国企业投资信心恢复，经济有望迎来阶段性反弹。

四、日本经济逐渐走出萎缩，货币政策将在长期内保持宽松

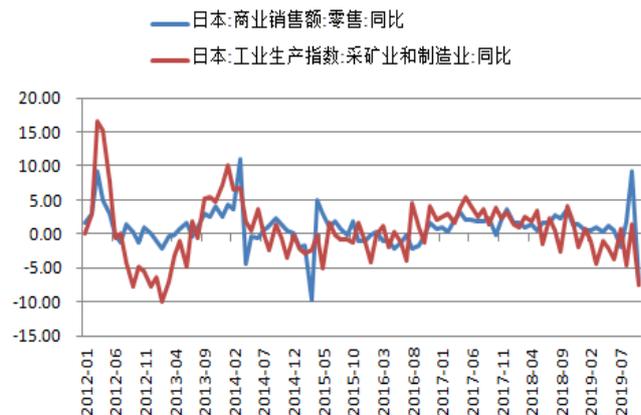
受国内消费支出扩张的提振，今年以来日本经济增速呈现温和回升的态势。2019年日本第三季度GDP同比增长1.9%（前值1.3%），连续4个季度回升，逐渐摆脱2018年颓势。其中，第三季度家庭消费支出同比增长1.3%（前值1.2%），创2018年以来新高，主要原因是日本于10月1日起上调消费税，居民赶在税率上调之前增加消费支出。

图 41. 日本制造业及服务业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 42. 日本商业销售和工业产出



资料来源：WIND 新纪元期货研究

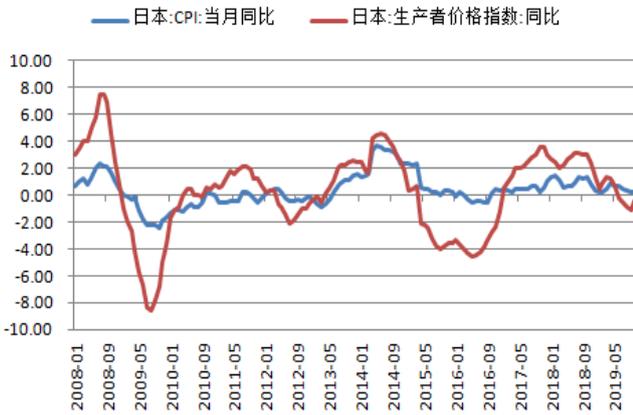
从先行指标来看，2019年11月制造业PMI小幅回升至48.9（前值48.4），连续7个月低于扩张区间，10月服务业PMI降至49.7（前值52.8），创2016年10月以来新低。日本11月消费者信心指数录得38.7（前值36.3），连续两个月回升，创7月以来新高。11月Sentix投资信心指数回升至0.9（前值-8.9），创3个月新高。同步指标显示，日本10月工业产出同比下降7.4%（前值1.4%），创2013年3月以来最大单月降幅，低于去年同期11.6个百分点。10月商业零售销售额同比下降7.1%（前值9.2%），增速创2015年4月以来新低，低于上年同期10.7个百分点。日本10月出口同比下降9.9%（前值-4.8%），连续12个月负增长，较去年同期下滑15个百分点。进口同比下降14.2%（前值-6.3%），创2016年11月以来最大降幅，低于上年同期31.5个百分点。

2019年日本就业市场依旧保持强劲，但通胀持续低迷，距离2%的目标还很遥远。截止2019年10月，日本就业人数为6787万人，连续3个月增加，创1997年以来新高。失业率降至2.4%，与上年同期持平，整体维持在近30年低位。日本10月CPI同比上涨0.2%，为2017年11月以来最低水平，低于去年同期1.2个百分点。核心CPI同比上涨0.4%（前值0.3%），较去年同期放缓0.6个百分点，为年内次低水平。PPI同比下降0.4%（前值-1.1%），连续5个月负增长，低于去年同期3.4个百分点。

综上所述，2019年日本劳动力市场保持强劲，但通胀持续疲软，距离2%的通胀目标还很遥远。受日本上调

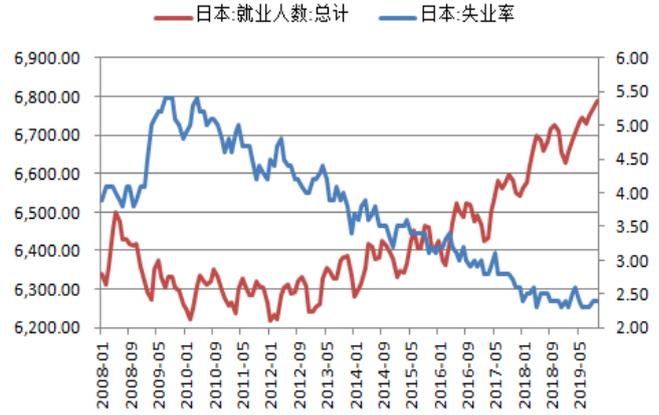
消费税的影响，家庭消费支出前置，推动日本经济温和回升。展望2020年，消费税上调对消费支出的负面影响将开始显现，在实现通胀目标之前，日本央行货币政策将继续保持宽松，低利率将在长期内保持不变，必要时不排除降息的可能。

图 43. 日本 CPI 和 PPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 44. 日本就业人数和失业率



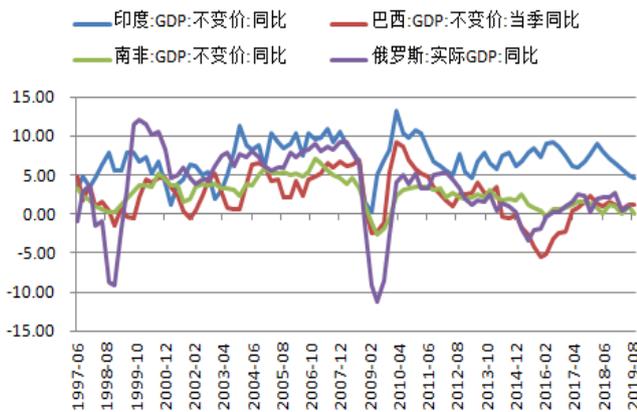
资料来源：WIND 新纪元期货研究

五、新兴市场国家经济加速放缓，货币政策开启新一轮宽松

2018年以来，国际贸易保护主义抬头，全球贸易额大幅萎缩，新兴市场国家首当其冲，出口大幅下滑，通胀持续回落，经济呈现加速放缓的态势。为应对经济下行风险，印度、巴西、南非、俄罗斯等主要新兴经济体纷纷开启降息周期。

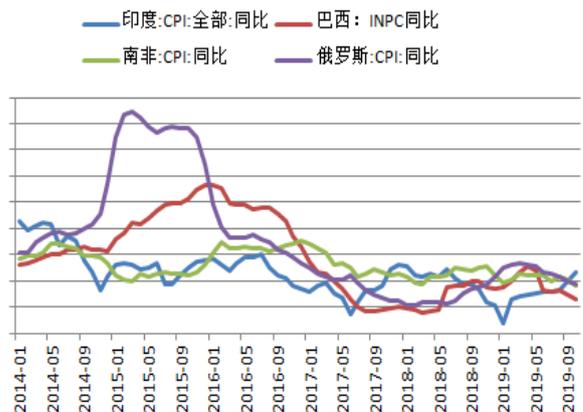
经济增长方面，2019年印度第三季度GDP同比增长4.6%（前值5%），连续6个季度下滑，创2013年二季度以来新低；巴西第二季度GDP同比增长1%（前值0.5%），结束连续两个季度下滑，增速维持在近两年低位；南非第二季度GDP同比增长0.9%（前值0.02%），高于去年同期0.8个百分点，但整体处于年内低位；俄罗斯第二季度GDP同比增长0.9%（前值0.5%），较去年同期放缓1.3个百分点。以上新兴市场国家中，印度经济增速下滑最为严重。

图 45. 新兴市场国家经济增速下滑



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 46. 新兴市场国家 CPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

通胀方面，2019年印度10月CPI同比上涨4.6%（前值4%），较去年同期加快1.2个百分点，创2018年7月以来新高；巴西10月INPC同比上涨2.6%（前值2.9%），连续两个月下滑，低于去年同期1.4个百分点，创2018年6月以来新低；南非10月CPI同比上涨3.7%（前值4.1%），连续两个月下滑，较去年同期放缓1.3个百分点，为2018年4月以来最低；俄罗斯10月CPI同比上涨3.8%（前值4%），连续7个月下滑，创去年12月以来新低。以上数据显示，除了印度以外，其他几个国家通胀均趋于下行。

货币政策方面，2019年2月7日，印度央行打响了降息的第一枪，基准回购利率下调25个基点至6.25%。截止10月4日，印度央行年内共进行了5次降息，基准利率由6.5%降至5.15%；俄罗斯央行于6月17日开始降息，截止10月28日，共降息4次，关键利率由7.75%降至6.5%；2019年7月19日，南非央行宣布降息25个基点至6.5%，年内共降息1次；2019年8月1日，巴西央行宣布年内首次降息，截止10月31日，共降息3次，隔夜利率由6.5%下调至5%。

第三部分 资产配置建议

国外方面，2020年随着美联储降息向经济领域传导，美国经济增速有望回暖；英国如果实现有序脱欧，则欧元区和企业投资信心将会恢复，在欧洲央行重启量化宽松的刺激下，经济将迎来阶段性复苏；受日本上调消费税的影响，家庭消费提前透支，经济增长将逐渐放缓。综上，在全球新一轮降息周期的推动下，世界经济加速放缓的趋势将逐渐扭转，2020年有望迎来阶段性复苏。

国内方面，经济结构调整和中美贸易摩擦背景下，宏观政策将继续加强逆周期调节，2020年随着企业盈利增速见底，以及新一轮库存周期的开启，经济增速将实现平稳着陆。

（一）股指

从基本面来看，股指作为股票价格的加权平均数，估值自然由股票的价值所决定。根据股利贴现模型，股票的内在价值主要由股利和期望收益率决定，因此影响股指估值的主要因素包括企业盈利、无风险利率及风险偏好三个方面，分子端由企业利润构成，而无风险利率和风险偏好构成分母端。

（1）企业盈利除了受经济周期、行业周期等外部因素的影响外，还受企业财务状况、经营战略等自身因素的影响，但股指反映的是整个股票市场，因此经济周期将是影响分子端的主要因素。2019年全球经济加速放缓，中国经济增速再下台阶，国内外需求疲软，大宗商品价格下跌，PPI进入负增长。工业增加值同比增速下滑，工业企业利润同比连续9个月负增长，产成品存货同比持续下降，企业处于主动去库存阶段。2019年一季度股指完成估值修复，由于分子端缺乏盈利驱动，之后进入震荡调整。进入2020年，随着稳增长政策的持续发力，以及新一轮库存周期的开启，我国经济增速有望回暖，企业盈利将显著改善，从而提升股指的估值水平。

（2）2020年货币政策将继续加强逆周期调节，适时预调微调，“结构性降息”的时间窗口打开，中期借贷便利（MLF）、逆回购（OMO）以及贷款市场报价利率（LPR）仍有下调空间，旨在引导金融机构贷款利率下行，降低实体经济融资成本。无风险利率维持低位运行，分母端将对股指的估值形成正向的促进作用，尤其对代表中小企业的中证500指数形成利好。

（3）2018年以来，单边主义和贸易保护主义抬头，中美贸易摩擦成为影响风险偏好的主要因素。2019年10月初，中美第十三轮高级别经贸磋商达成第一阶段协议，但双方在分阶段取消已加征的关税方面存在分歧，导致协议未能如期签署，未来仍面临较大的不确定性，这将在一定程度上抑制风险偏好。

（4）我国资本市场制度还不健全，内幕交易、清仓式减持、虚假重组等违法违规行为依然存在，严重侵害了中小投资者的利益。长期来看，新股发行审核制度存在缺陷，注册制改革势在必行。2019年7月22日，科创板正式开市，标志着我国在注册制改革方面迈出了重要一步。

（5）近年来我国金融对外开放的步伐在加快，随着市场准入条件的放宽，以及外资持股比例限制的逐步取消，外资流入A股的规模不断加大。2018年以来，A股先后被纳入MSCI、富时罗素和标普道琼斯指数，而且纳入因子的比例在不断增加。今年11月A股纳入MSCI迎来第三次扩容，纳入因子从15%提高至20%，预计将给市场带来数千亿元的增量资金。根据WIND统计，截至2019年11月15日，北上资金最近5年净流入A股8828.38亿元，其中沪股通净流入4807.22亿元，深股通净流入4021.17亿元。北上资金目前持股占比由2014年的0.16%

提升至 1.45%。今年以来，北上资金净流入额已达 2411.05 亿元。

综上所述，展望 2020 年，财政、货币维持双宽松，随着稳增长政策的持续发力，以及新一轮库存周期的启动，我国经济形势有望阶段性好转，企业盈利将显著改善。受无风险利率下降和企业盈利改善的推动，股指估值的重心或将上移，重点关注一季度春季行情，预计中证 500 指数表现将好于上证 50。

（二）债券

2018 年全球经济进入下行趋势，2019 年各国央行纷纷开启降息周期，期间债券市场牛市波动特征凸显。2018-2019 年，我国经济下行压力加大，货币政策转向边际宽松，央行累计实施 6 次降准，并下调中期借贷便利、逆回购和贷款市场报价利率。期间国债期货走出明显的五浪上升结构，10 年期国债收益率从 3.9% 最低降至 3.0%，5 年期国债收益率从 3.8% 最低将至 2.9%，累计下行 90 个基点。

展望 2020 年，在全球新一轮货币宽松的刺激下，世界经济有望迎来阶段性复苏，各国央行将陆续开始暂停降息，支撑债市上涨的利多因素边际减弱。我们认为债牛周期或已接近尾声，2020 年国债收益率重心或将上移，债券不再是首选配置，高等级信用债表现将好于利率债。

（三）黄金

黄金兼具商品、货币和金融三大属性，具有保值和避险的功能，是大类资产配置中非常重要的一个品种。布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元正式脱钩，长期以来，二者之间形成一种此消彼长的关系，美元汇率的变化将直接影响到黄金的价格。黄金作为一种无息资产，价格长期受到实际利率水平的影响，两者之间存在显著的负相关关系。长期来看，黄金的价格主要由美元周期和利率周期决定。

图 47. 美国经济增速和美元指数高度正相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 48. 国际金价与美债收益率高度负相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(1) 美国经济增长周期性放缓，美元指数长期进入下行趋势。从历史经验和规律来看，美元指数与美国经济增长高度正相关。美国经济的每一轮复苏都伴随着强势美元周期。08 年金融危机后，美联储开启三轮量化宽松，并将联邦基金利率降至 0-0.25%，美国经济从 2009 年开始复苏，迄今已持续 10 年之久，创历史最长记录。美元指数从 2011 年进入上升周期，比美国经济复苏滞后两年。2018 年以来，国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓，特朗普财政刺激效应边际减弱，美国经济从 4.2% 的高位开始回落，逐渐回归 2% 左右的潜在增速，美元指

数长期走弱是大概率事件。

(2) 美联储开启保险性降息和并开始扩表，实际利率边际下降。2019 年美国下行压力加大，美联储 3 月货币政策会议暂停加息，宣告 2015 年以来的加息周期结束，并宣布于 5 月开始放缓缩表步伐，9 月停止缩表。2019 年 8 月 1 日，美联储宣布下调联邦基金利率 25 个基点至 2%-2.25%，为 2009 年以来首次降息。2019 年 10 月 31 日，美联储宣布年内第三次降息，联邦基金利率由 1.75%-2% 降至 1.5%-1.75%，并将超额准备金率 (IOER) 从 1.80% 调整至 1.55%。货币政策声明显示，整体及核心通胀依旧维持在 2% 以下，经济活动以温和速率上升，近几个月就业增长稳健，失业率保持在低位，家庭支出增长强劲，企业固定投资和出口有所减弱。重申计划购买国库券至少直到 2020 年第二季度，规模为每月 600 亿美元，删除了“采取适当行动”的承诺。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，预计经济以温和的速度扩张，通胀压力仍然低迷，全球经济增速和贸易局势仍然带来风险，降息将增加更多的保险。购买国库券纯粹是技术手段，不应该和 QE 混为一谈。我们认为虽然美联储否认当前货币政策是新一轮降息周期和 QE 的开始，但基础货币扩张却是不争的事实，未来将给市场带来充足的美元流动性，实际利率将维持低位，对金价长期利好。

综上，国际贸易形势严峻，特朗普财政刺激效应正在减弱，美国经济周期性放缓的趋势不改。在全球新一轮货币宽松的刺激下，2020 年世界经济有望迎来阶段性复苏，美国与非美国经济增长的预期差将会收窄，美元指数趋于走弱的可能性较大。2019 年美联储连续三次降息，并于 10 月开始扩表，将给市场带来充足的美元流动性，实际利率长期维持低位，对黄金长期利好。在美元指数进入下行周期和低利率背景下，黄金依然具备投资价值。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，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研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，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。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
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

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
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2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
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：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#