

中国经济形势及挑战

申银万国期货研究所

二零一九年十一月

今年以来经济和市场回顾

■ 中国经济：一季度稳增长，二季度调结构经济下台阶，三季度压力加大

- 年初：稳增长压力加大，货币投放超预期，一季度经济超预期
- 年初中美谈判顺利，4月政治局再提房住不炒与去杠杆，三季度经济降至6.0%

■ 美国经济仍然稳健，欧洲经济二季度明显下行

- 美国：去年下半年以来经济增速高位逐步回落，三次鹰派降息
- 欧洲：欧元区经济增速由去年二季度的2.3%降至今年二季度1.0%，德国经济去年高点2.5%，今年二季度已跌至零增长

■ 金融品行情回顾

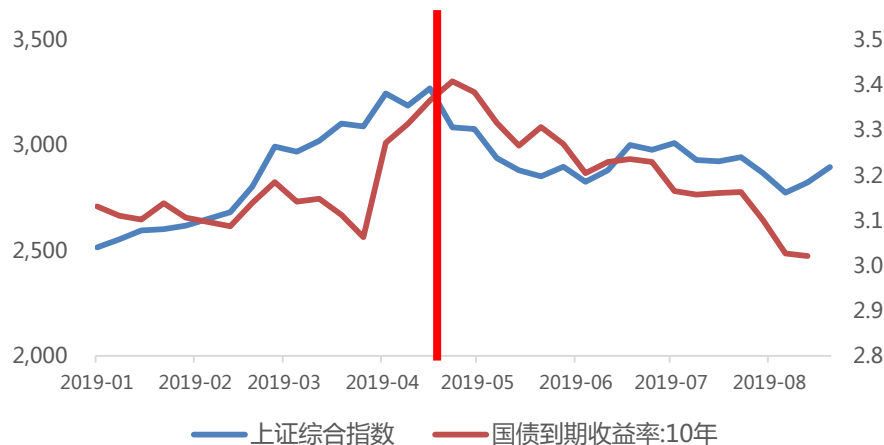
- 股指：经济预期和贸易摩擦轮番主导，科创板引导产业转型，股指先涨后跌
- 国债：经济下行压力叠加通胀上升，国债大幅震荡

■ 大宗商品行情回顾

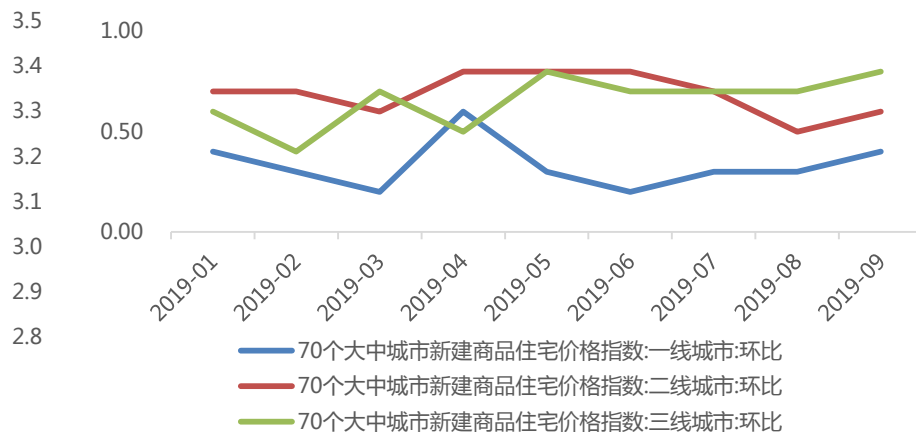
- 贵金属：地缘政治和美联储降息，金价大幅上涨
- 工业品：去产能影响减弱，市场轮动，冲高回落，价格走低

今年以来大类资产行情回顾

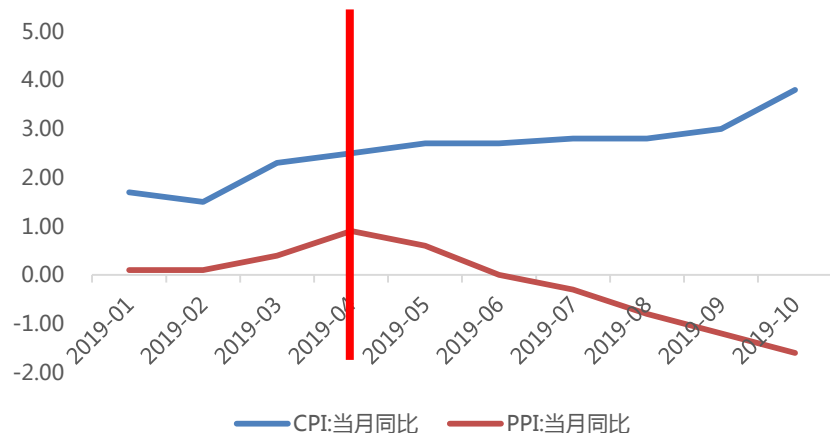
中国股债行情反复



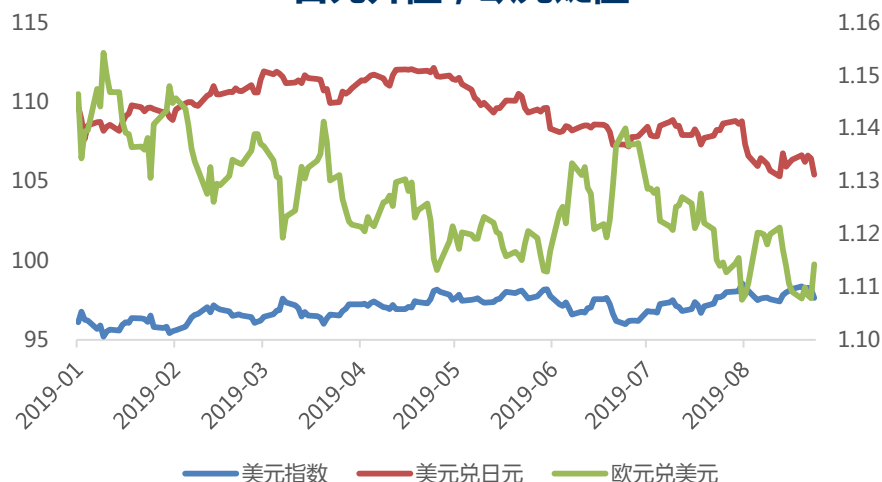
新建商品住宅价格指数继续上涨



CPI—PPI剪刀差扩大



日元升值，欧元贬值



近期观点与行情展望

- **730政治局会议后，稳增长再回政策主线，中国经济托底式下行**
 - 房地产受资金扰动，制造业受贸易摩擦影响，消费靠政策推动
 - 8月工业增速创下4.4%新低，9月回升至5.8%
- **地缘政治、逆全球化继续显现，全球经济下行难止**
 - 美国经济并不稳定，美联储降息防范下行风险
 - 欧洲经济在贸易摩擦、英国脱欧和中东难民问题中挣扎，经济难有起色
- **金融品投资建议**
 - 股指：政策推动、科技转型和流动性好转，股指重心上行
 - 国债：中长期利率持续下行，国债继续看多
- **大宗商品投资策略精选**
 - 贵金属：黄金价格已见阶段性高点，中长期配置价值较高
 - 工业品：供给侧改革转向一降一补，长期熊市或再开启

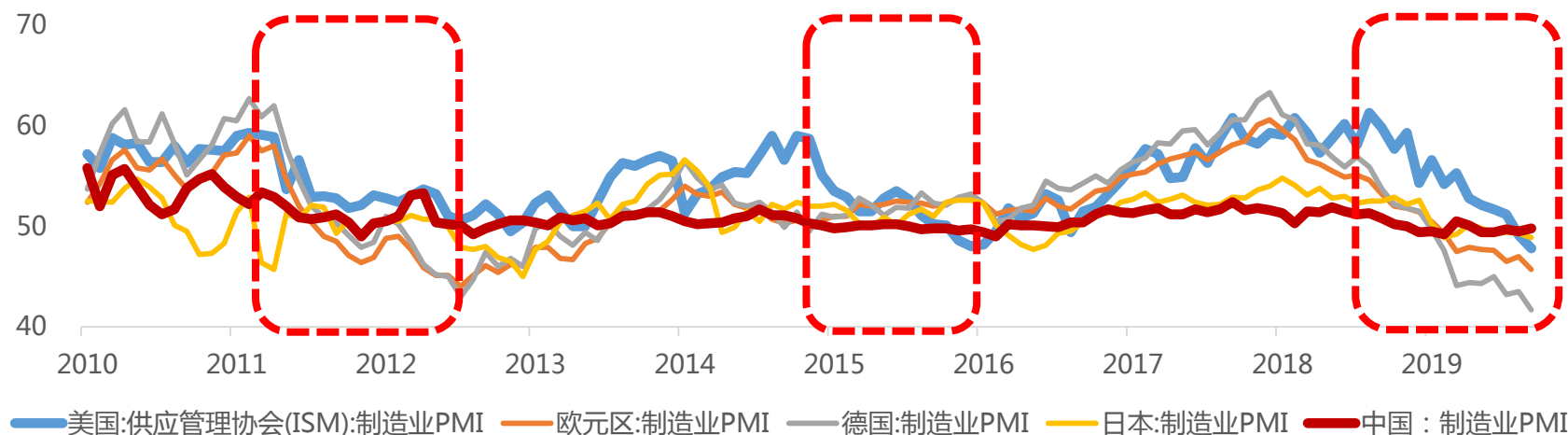
中长期关键词：中美关系、经济和政治体制改革、中国梦

主要内容

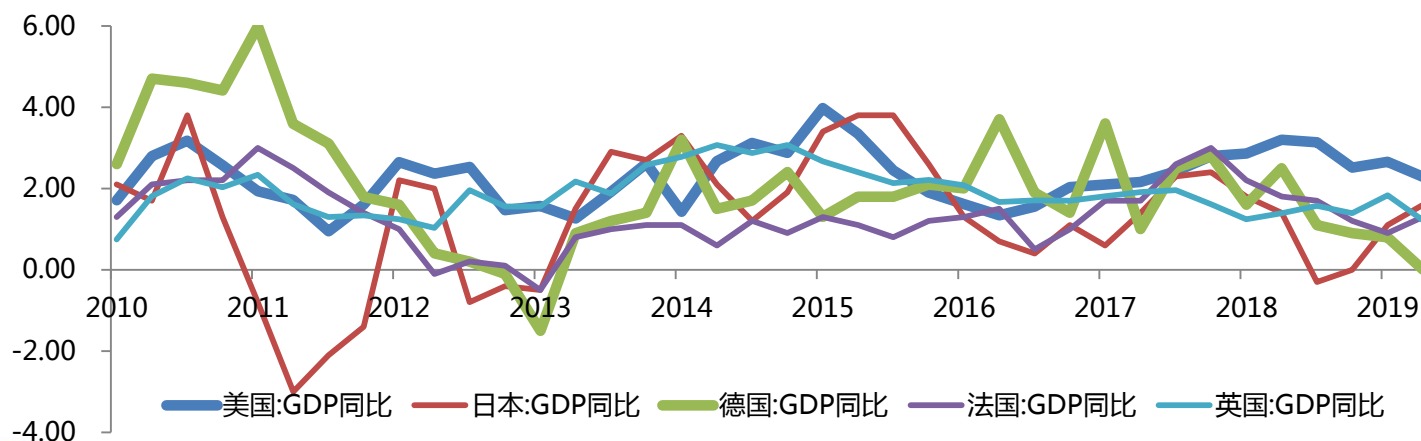
- 国际地缘形势与贸易摩擦
- 中国经济周期与下行压力
- 供给侧改革与需求侧管理
- 大类资产与大宗商品展望

全球经济低迷，货币宽松吹响号角

主要国家制造业PMI指数均跌破50



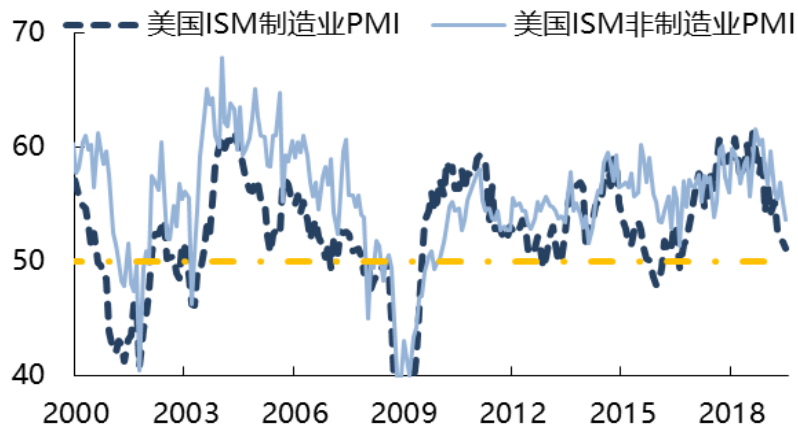
贸易顺差国德国经济面临负增长压力



- 特朗普和纳瓦罗的贸易观：贸易逆差就是被占便宜
- 对美贸易顺差国受影响更大
- 印度经济跌至5%

美国经济缓慢下行，隐现四大衰退信号

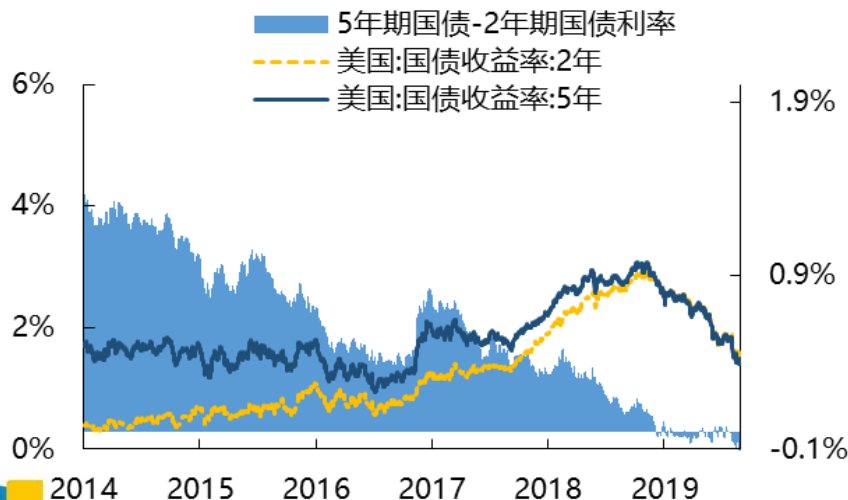
制造业PMI持续下跌



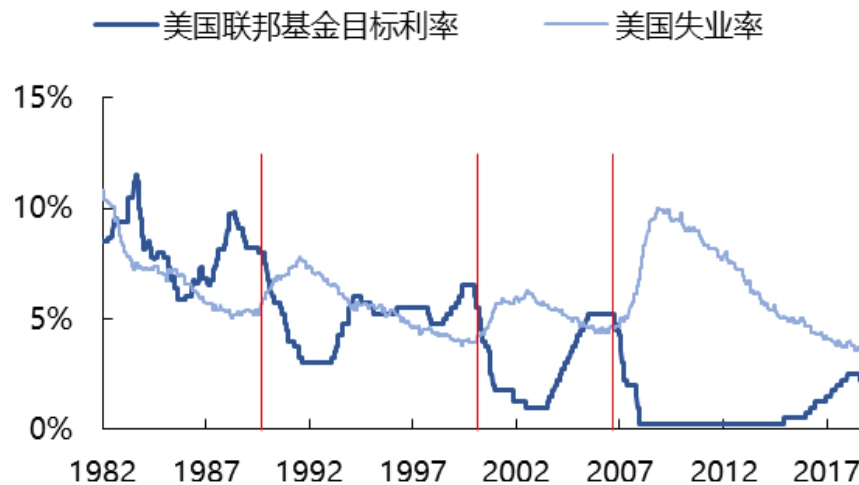
投资增速明显下滑



美债利率倒挂

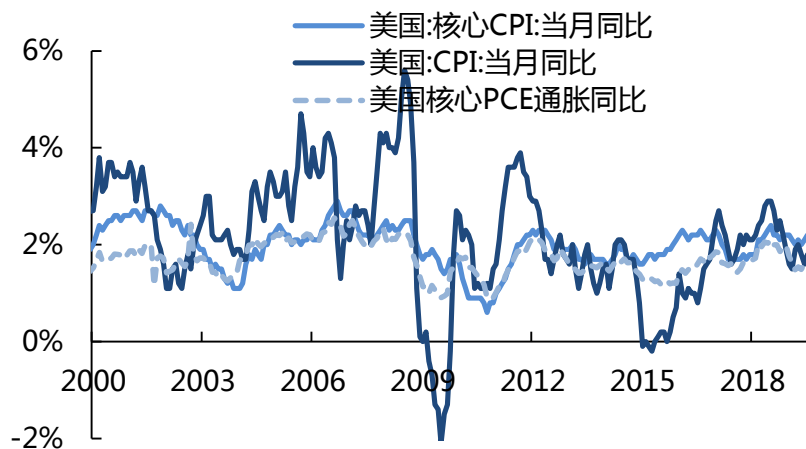


美联储开启预防式降息

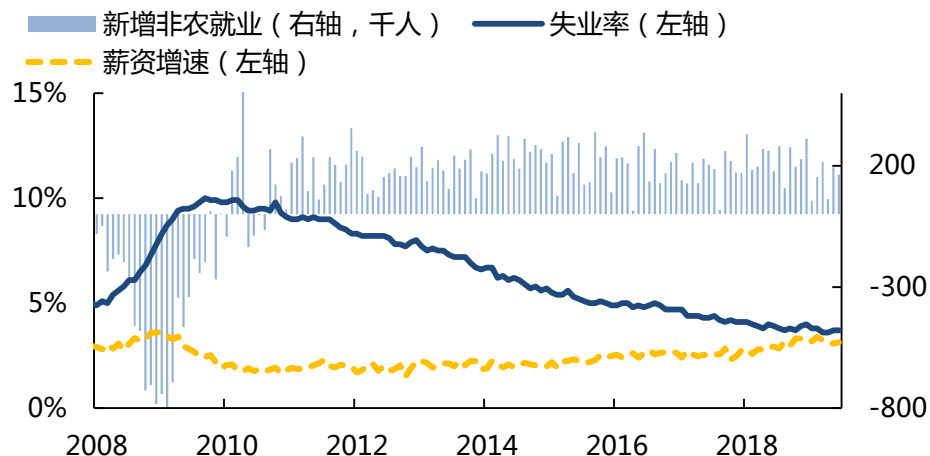


市场与政治压力并存，美联储鹰派降息

美国通胀表现

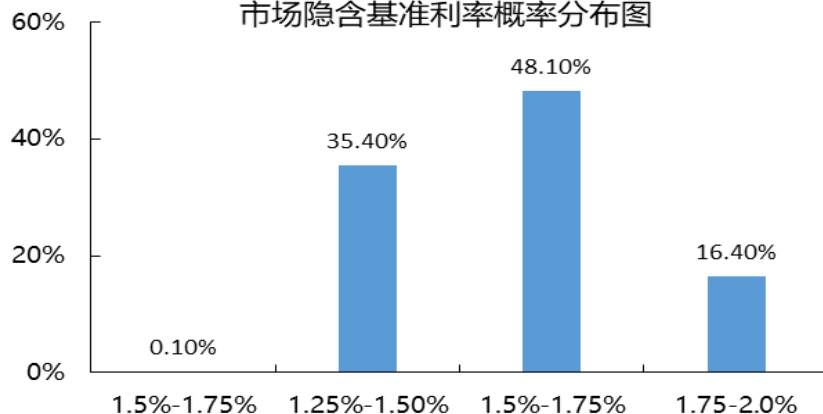


美国劳动力市场表现



市场对于12月FOMC会议后基准利率的预期概率

2019年12月议息会议后
市场隐含基准利率概率分布图



- 美国经济未有明显衰退风险，就业居高但通胀低迷，7月鹰派降息没有对未来的宽松政策释放更明确的信号。
- 在贸易问题和全球经济下行压力下，市场隐含降息概率预期美联储今年还将有50-75bp的降息幅度。
- **预期走向：风险事件加剧经济下行预期-市场提前反应-央行为维护金融稳定向市场妥协-再度加码宽松力度**

中国话语逐步提高，全球地缘政治由两级转向三级

2001年

- 911恐怖袭击
- 美国两党态度空前统一

2003年

- 伊拉克战争
- 德法态度

2010年—2011年

- 阿拉伯之春
- 突尼斯茉莉花革命、埃及革命、利比亚战争。。。

2012年-2014年

- 中日钓鱼岛
- 改善中日关系达成四点共识
- 欧债危机

2016年

- 英国脱欧
- 南海危机
- 特朗普当选

2018年—2019年

- 中美贸易摩擦
- 香港问题
- 英国脱欧

中国新战略定位：中国梦的逻辑和步骤清晰可见



驱动



- ☐ 创新驱动
- ☐ 军民融合
- ☐ 强国建设

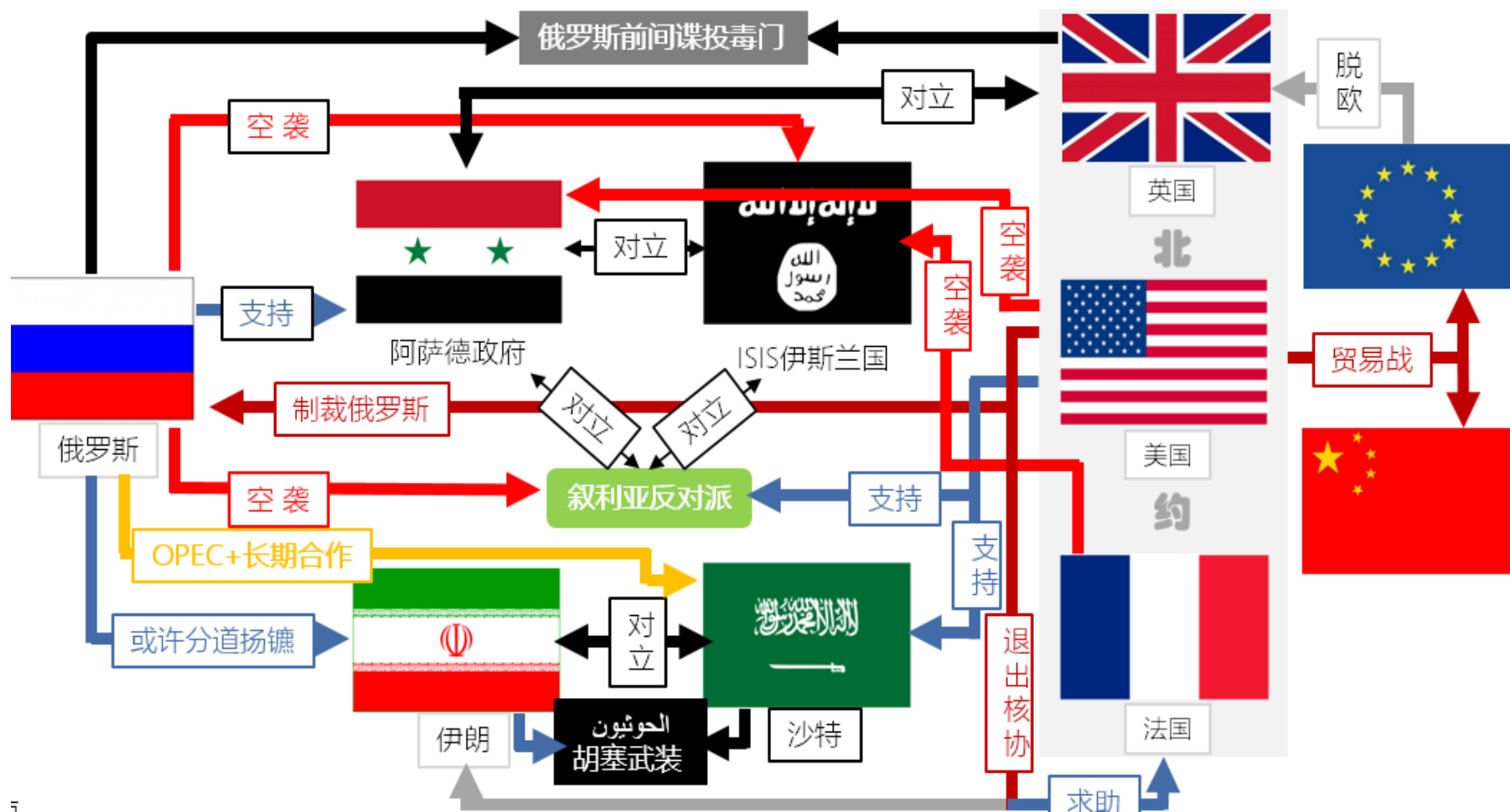
空间



- ☐ 一带一路
- ☐ 海洋强国
- ☐ 进口博览会

- **经济**：从量的扩张到质的提高，供给侧改革强调市场，需求侧强调政府作用
- **民生**：社会改革重在改善民生问题
- **外交**：从韬光养晦到积极进取、奋发有为

全球地缘政治愈演愈烈，中美关系成为核心



资料来源：申万期货研究所

1、航母外交背景下的中东问题和俄罗斯问题

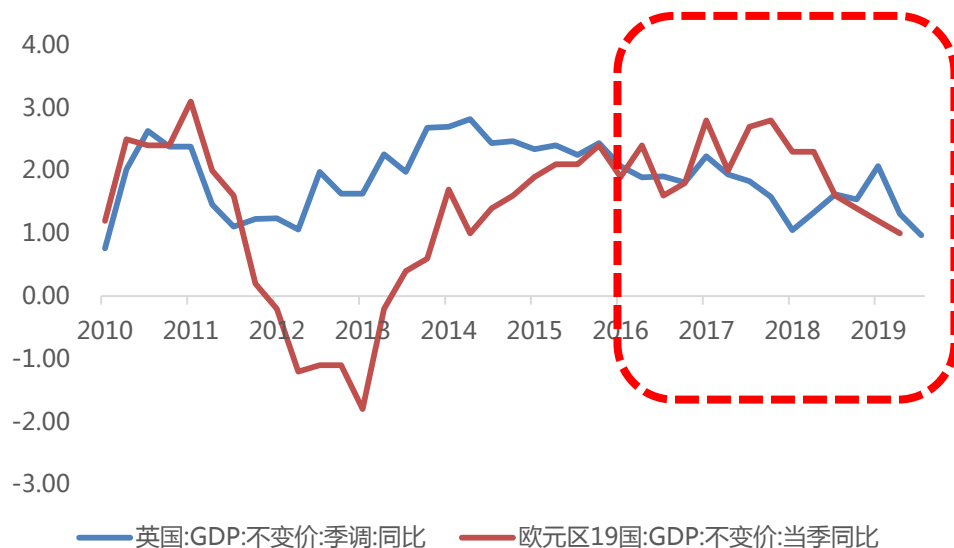


2、公投意外后遗症，英国无协议脱欧冲击欧盟

- **脱欧的偶然性**：民粹主义的兴起，卡梅隆低估中下层人民脱欧的愿望。
- **英国、欧盟经济现状**：2018年以来欧元区经济快速恶化，制造业和出口尤为明显，需求增速放缓。
- **脱欧方案三次被否决原因**：北爱尔兰边境保护条款是核心阻碍。
- **对经济前景的影响**：英国有陷入衰退的可能，拖累全球经济增长。



英国与欧元区经济增速将受拖累



3、中美贸易战引发科技战、金融战、外交战



2018年6月15日
500亿美元25%关税

2019年5月8日
2000亿美元
25%关税

2019年6
月25日威
胁取消三
家中资行
美元清算
资格

2019年8月6日
将中国列入“汇
率操纵国”

2018年9月18日
2000亿美元10%
关税

2019年5月15日
华为列入出口管
制实体清单

2019年8月1日
3000亿美元10%关
税

2019年8月7日
将禁止政府采购华为
等五家企业产品



提高美国关
税

减少美国产
品采购

制定中国版
实体清单

限售关键要
素资源

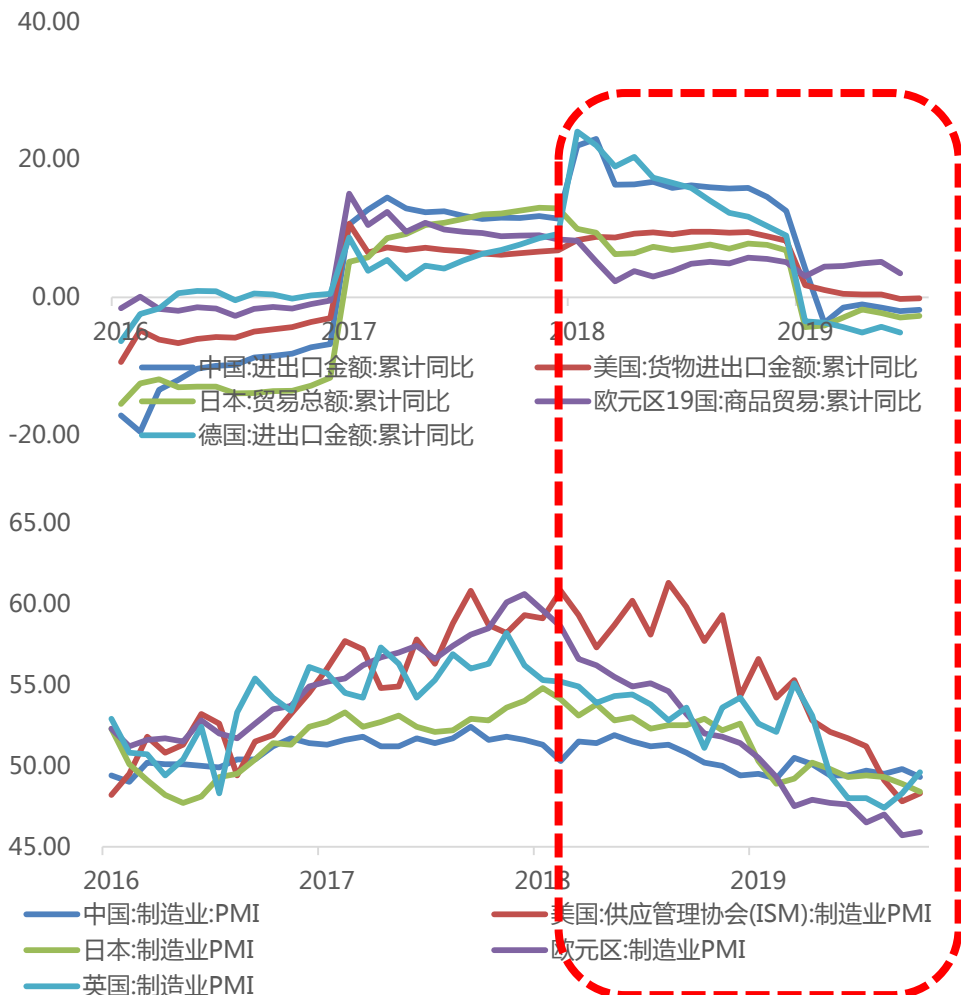
出售美国国
债

人民币汇率
贬值

- 2012年，美国提出重返亚太和两洋战略重建贸易秩序，表明中美矛盾加剧
- 2017年，特朗普退出TPP和TTIP
- 2018年，特朗普将矛头指向欧洲、加拿大、墨西哥，最终在中国升级
- 2018年10月，副总统彭斯对中国进行全面抨击，并重点诬称中国干预美国2018年中期选举
- 2019年，香港问题，香港是资金流动的桥头堡

贸易战主战场在中国，全球制造业加速下行

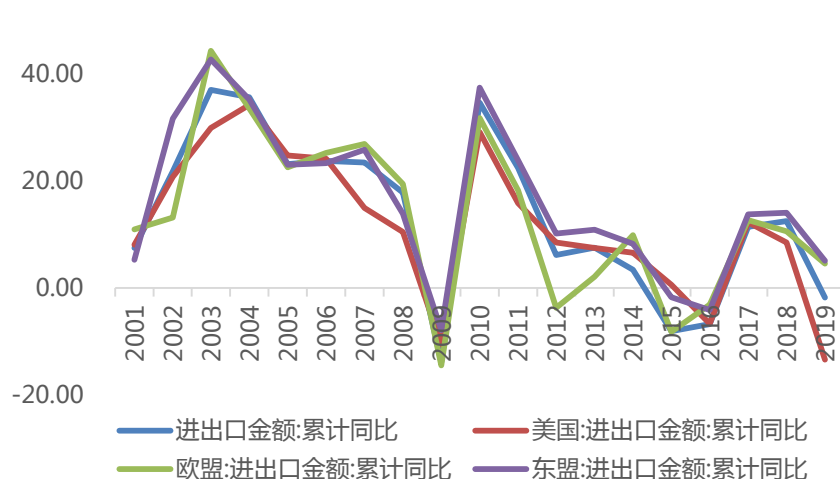
贸易环境恶化与全球制造业下行形成共振



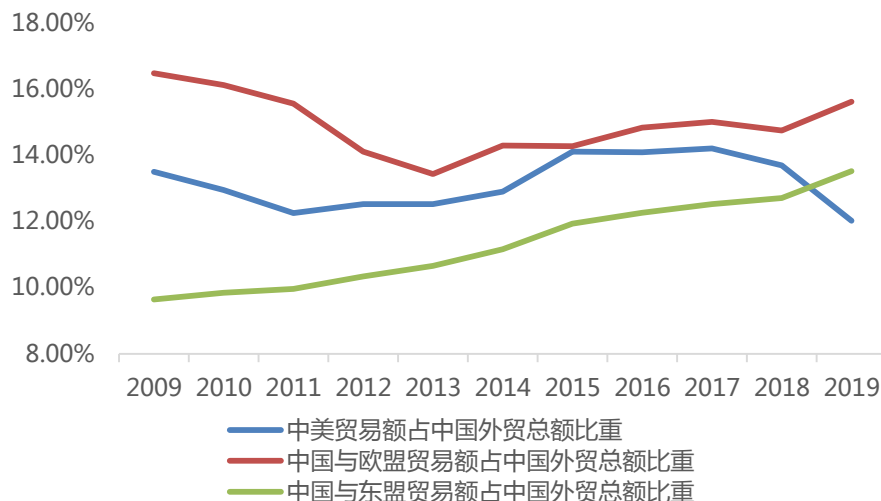
- 10月中，中美两国达成最多400-500亿美元农产品购买协议，美国暂停原定10月15日对中国商品加征新的关税的计划。
- 日本加强面向韩国的出口管制：将韩国从简化战略物资出口程序的“白名单”中删除。
- 美国对欧盟长期以来飞机补贴问题，美国对欧盟汽车征收关税问题。要对额外的价值40亿美元的欧洲商品加征关税，产品清单包括橄榄、苏格兰威士忌等商品。

贸易战影响进出口（1）：减速不可避免，贸易伙伴变迁

2019年前七月中美贸易额降幅13.4%



2019年前七月中美贸易额占比降至12%



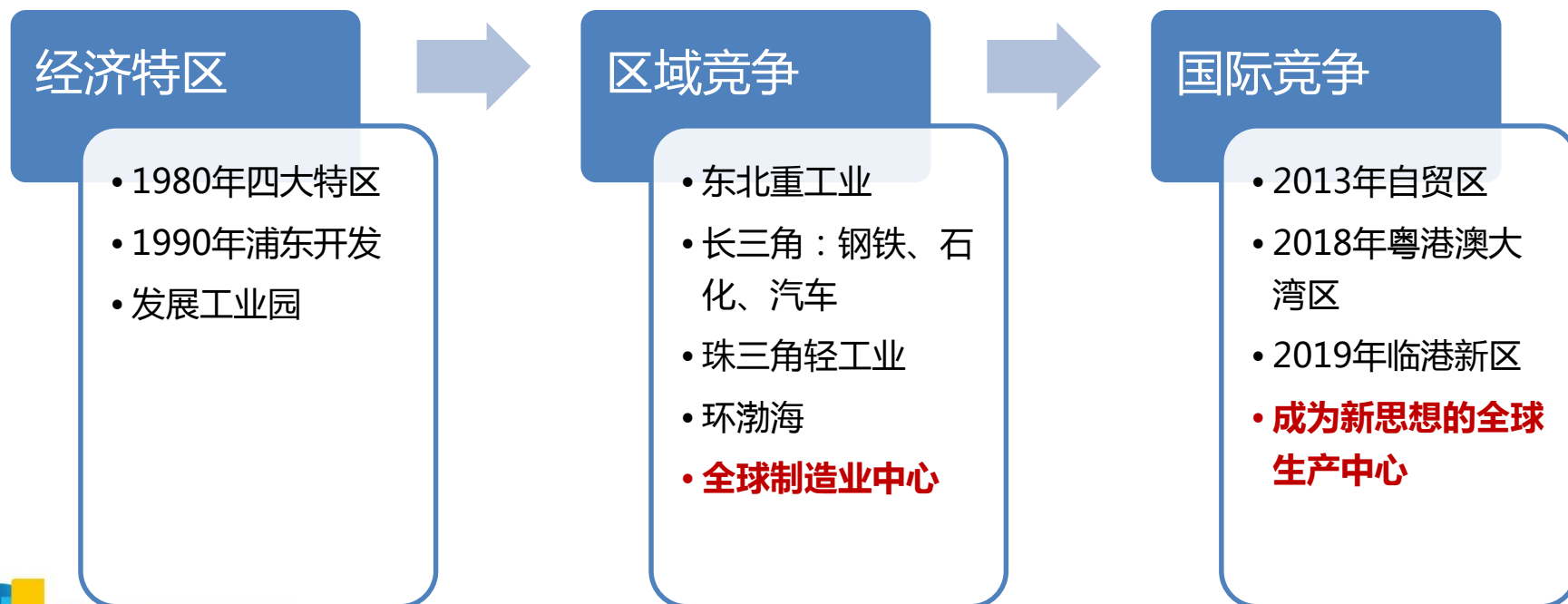
资料来源：Wind资讯，申万期货研究所

- **中国从美进口大幅萎缩，贸易顺差扩大。** 2019年1-7月中国对美出口2382亿美元，同比下降7.8%；进口697亿美元，同比下降28.3%；贸易顺差1685亿美元，同比增长4.3%。
- **中国的对策：反征收关税和战略性减少对美国农产品进口。** 前5月，中国从美国进口农产品金额下降55.3%，只有48亿美元。原油列入征税名单。
- **东盟取代美国，成为中国第二大贸易伙伴。** 中美贸易额占中国外贸总额的比重从2015年的高点14%以上降至12%，东盟占比增至13.5%。

贸易战影响科技（2）：对外开放与二次产业转移

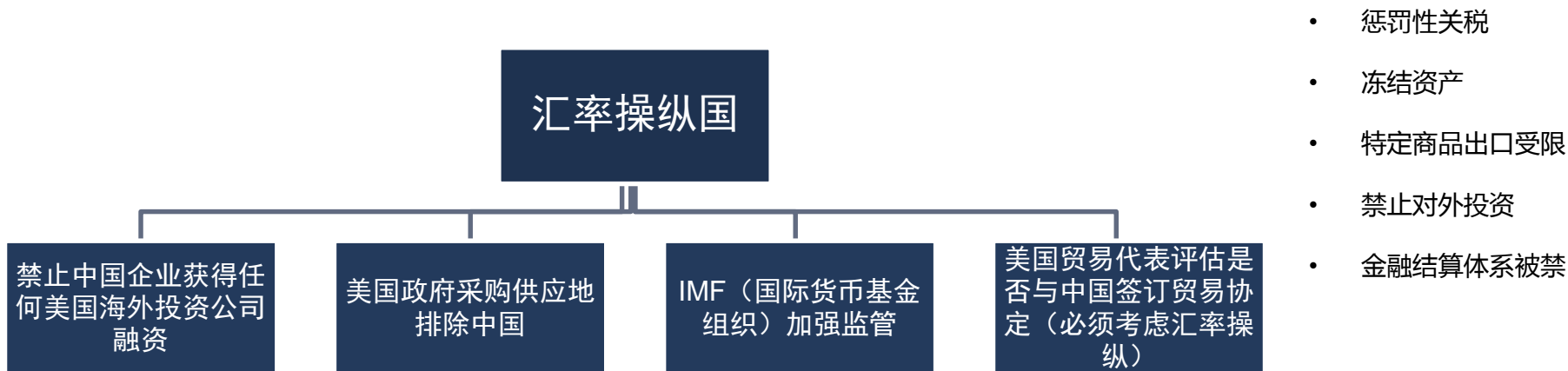
■ 中国对外开放的关键是落实“竞争中性”原则，即零补贴

- 1、东南亚的“区域全面经济伙伴关系（RCEP）”；
- 2、继续推进中欧双边投资协定（BIT），2020年形成框架；
- 3、中日韩一体化面临日韩关系影响；
- 4、“一带一路”建设；
- 5、本土自贸试验区实质扩大开放，负面清单不断压缩



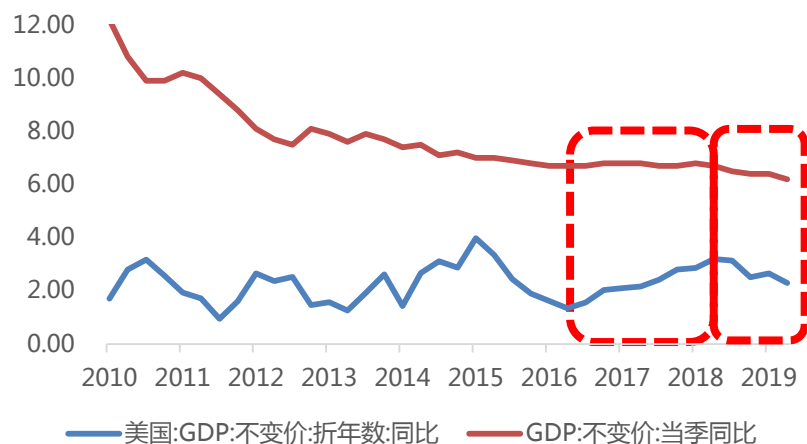
贸易战影响金融（3）：外汇操纵国指控

- 汇率操纵国界定标准：对美贸易顺差+经常项目余额+外汇干预
- 人民银行：针对外汇市场可能出现的正反馈行为，要采取必要的、有针对性的措施
- 警惕：人民币贬值——外资低价购入中国核心资产——人民币升值

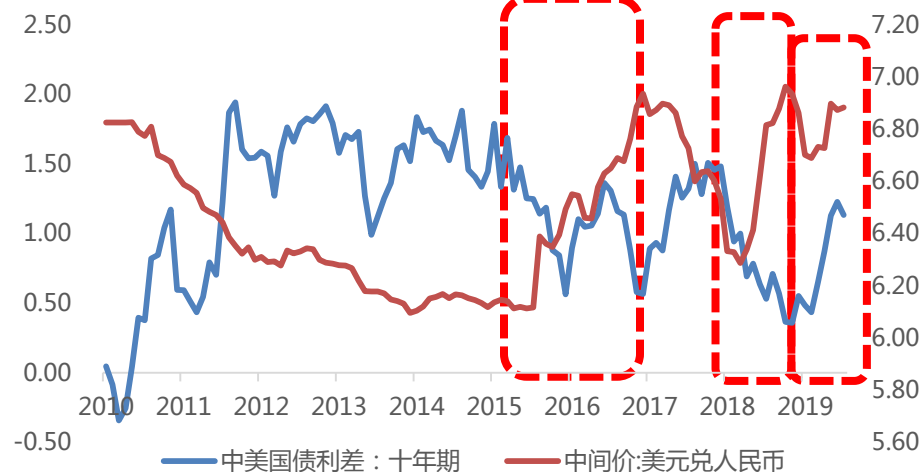


人民币基本面转好，贬值压力已经释放

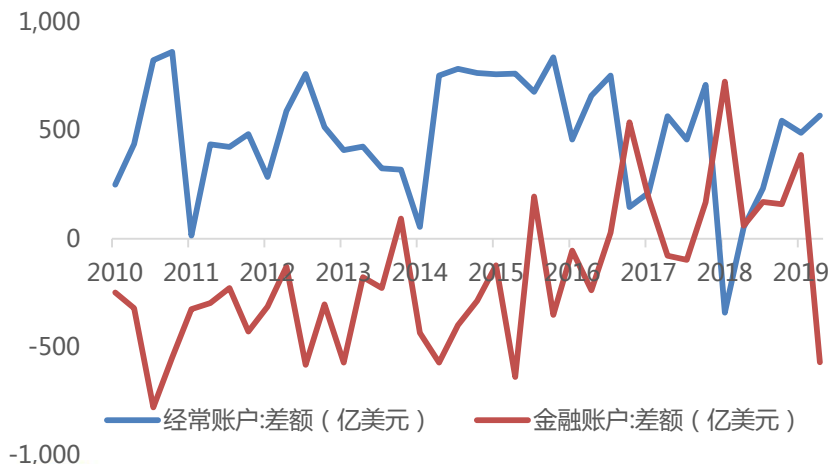
中美经济增速开始同步下行（%）



中美长端利差扩大



经常账户和金融账户差额



- **货币购买力角度（中美经济短周期同步）**：投资下行对美国经济的影响加大；消费对中国经济的贡献加大。
- **中美利差角度（中美货币政策）**：中美10年期国债收益利差扩大。
- **货币供需角度（经常账户）**：上半年国际收支经常账户顺差1060亿美元，金融账户逆差183亿美元。

汇率制度与人民币双向波动

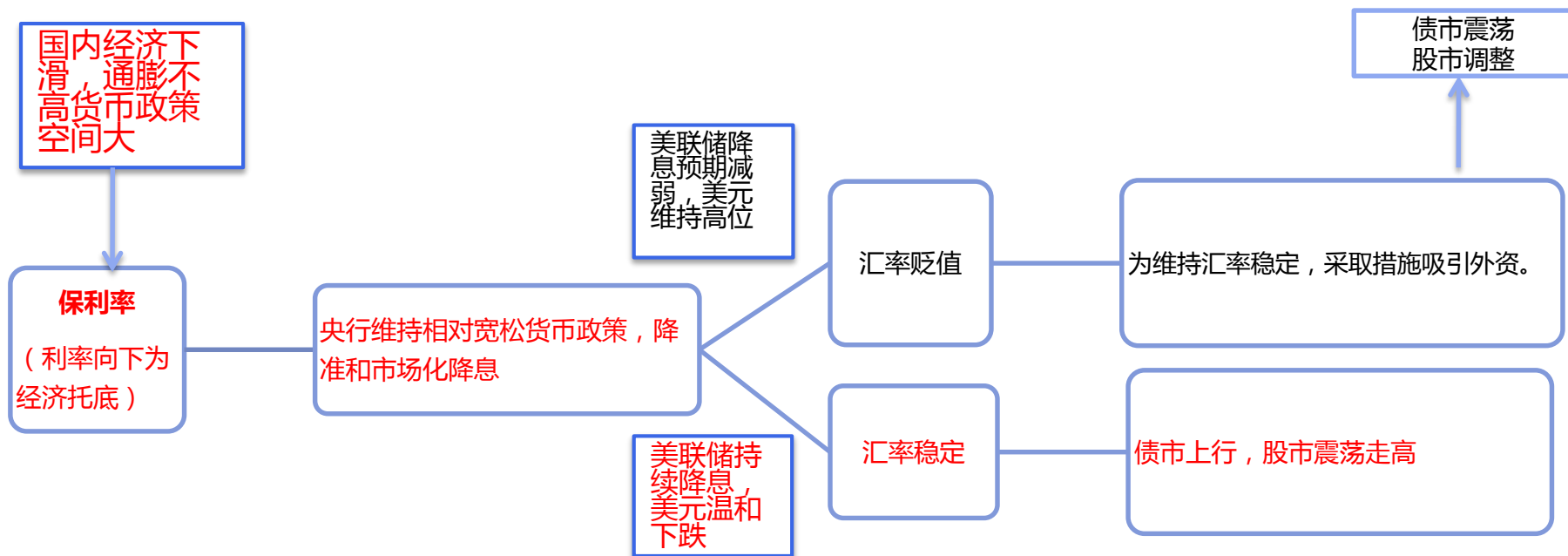
2015年以来央行多次调整外汇风险准备金率和逆周期因子，作为干预人民币汇率的新方式



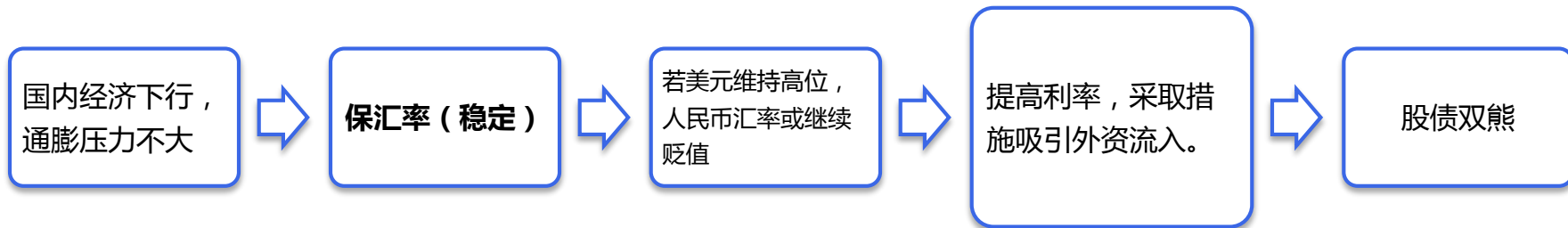
| 日期 | 央行人民币汇率改革措施 |
|---------|---|
| 2015年8月 | 811汇改，人民币汇率中间价等于外汇市场上一日收盘价，增加汇率弹性 |
| 2015年9月 | 央行对商业银行远期售汇征收20%外汇风险保证金 |
| 2016年1月 | 中间价形成机制调整为“前收盘价+一篮子货币波动”，双目标权重各50% |
| 2017年2月 | 中间价机制修正，将CFETS篮子货币数量从13种增加至24种，其中美元权重从0.264下调至0.224；缩减一篮子货币计算时段，从原来24小时改为15小时 |
| 2017年5月 | 引入逆周期调节因子，中间价定价机制转变为“前收盘价+一篮子货币变动+逆周期调节因子” |
| 2017年9月 | 央行将外汇风险准备金率调整为0 |
| 2018年1月 | 央行暂停逆周期因子 |
| 2018年8月 | 央行上调外汇风险准备金率至20%，重启逆周期因子 |

不同模式下中国经济的演进路径分析

1、保利率模式下中国经济的演进路径



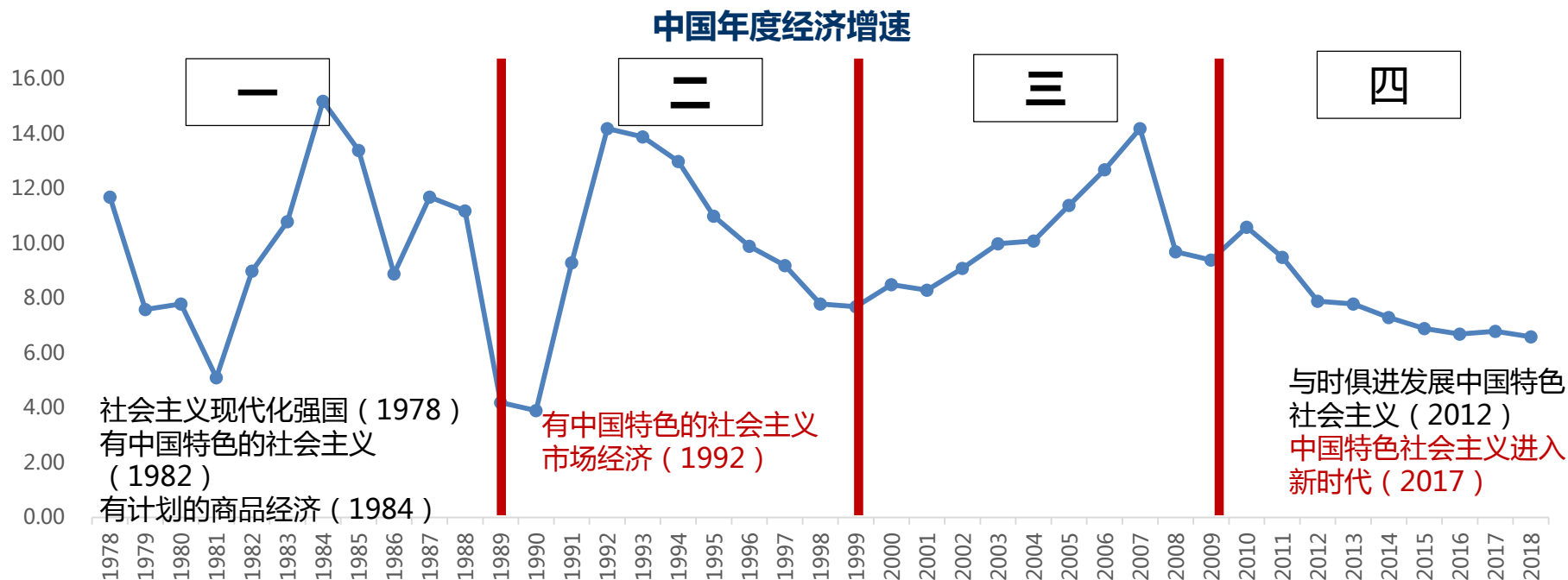
2、保汇率模式下中国经济的演进路径



主要内容

- 国际地缘形势与贸易摩擦
- 中国经济周期与下行压力
- 供给侧改革与需求侧管理
- 大类资产与大宗商品展望

中国四十年经济长期动能的切换

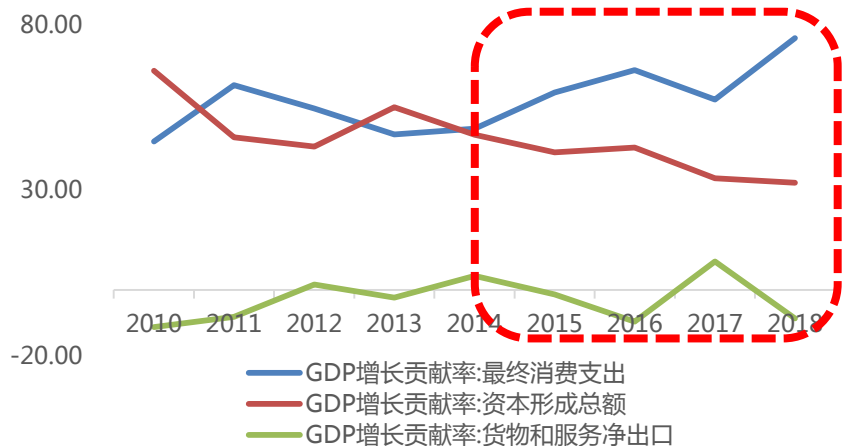


1919年五四运动中国现代史，1949年新中国建立开启当代史，1979年改革开放。。。2019年。。。

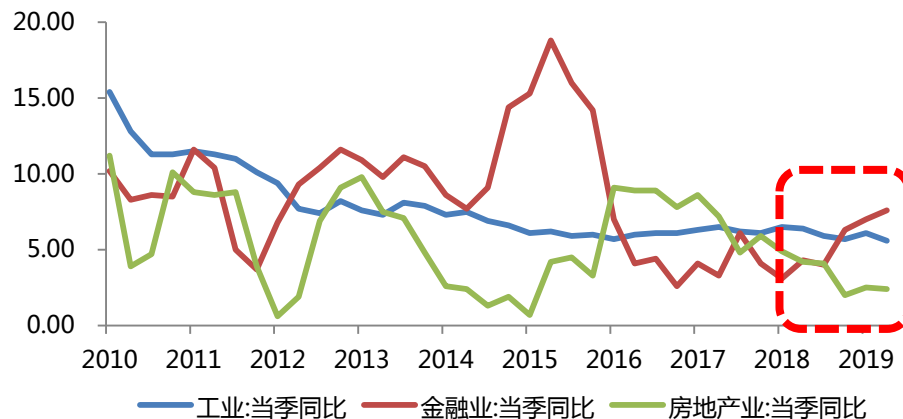
- 第一个十年 (1979-1988) : 农村和企业承包制改革提供主要动能
- 第二个十年 (1989-1998) : 价格闯关、南巡、开发区和国企产权改革
- 第三个十年 (1999-2008) : 入世提供主要动能，产业链建设
- 第四个十年 (2009-2018) : 市场化改革 (要素价格改革、自贸区、国企改革、人民币国际化)，四万亿
- 第五个十年 (2019-) : 防范化解重大风险，创新、伟大。。。与第二个十年类似，尽管政策方面有诸多探索和尝试，但中国经济目前仍然处在新动能的形成阶段

中国最近十年经济下行期的结构变化

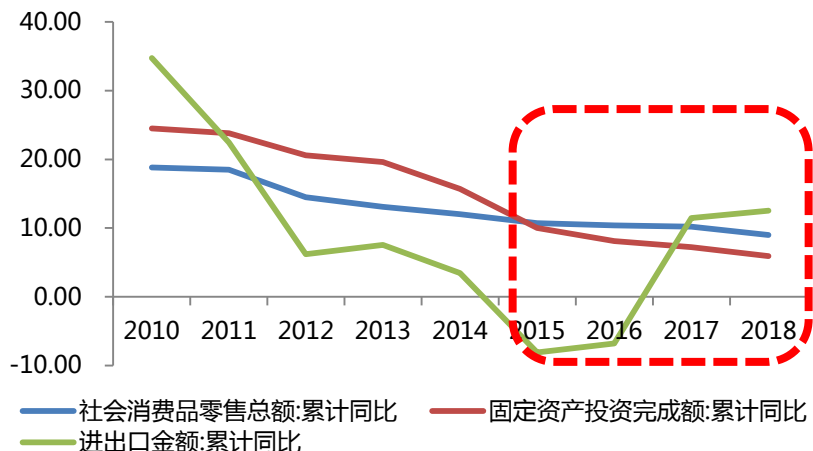
经济转型，消费对经济的贡献大幅提升



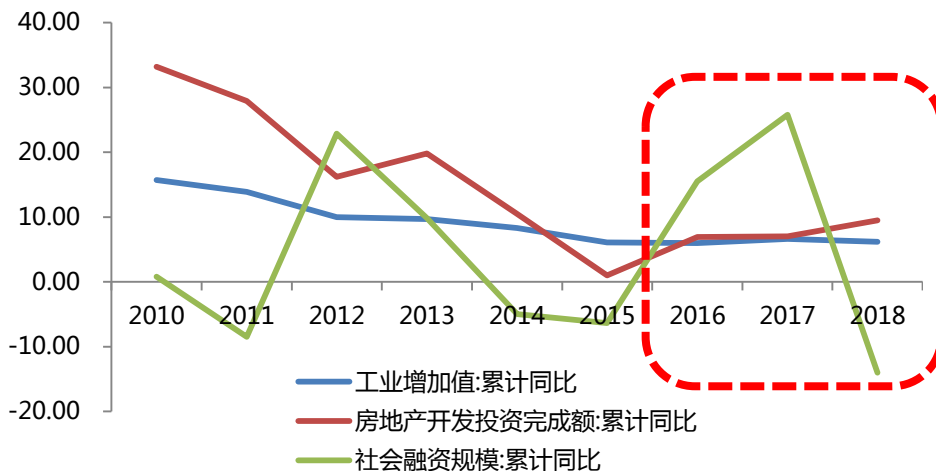
金融业增幅过快，对实体经济的边际效应减弱



投资增速已经低于消费增速

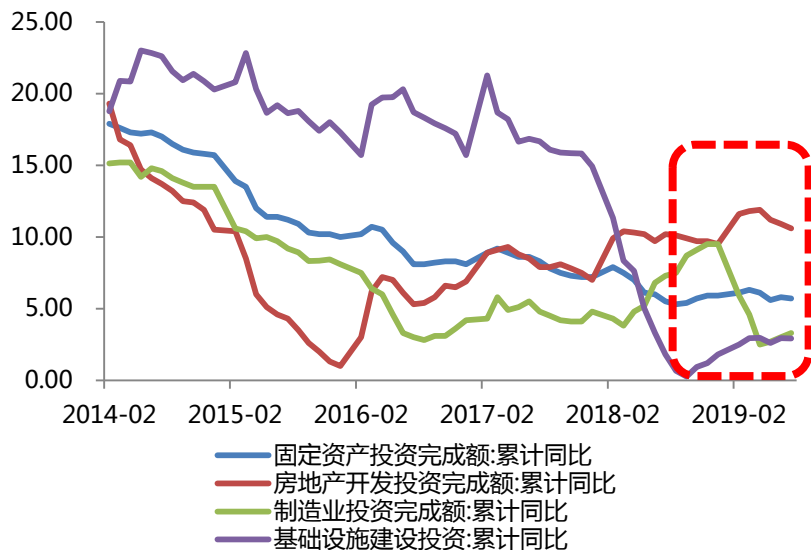


去杠杆对地产投资的影响将逐渐渐现



内外压力叠加，近一年来经济波动有所加大

固定资产投资完成额 (%)



社会消费品零售总额 (%)



资料来源：Wind, 申万期货研究所

2018年下半年经济结构总结

- 受贸易摩擦影响，**制造业投资明显下行**；
- 稳增长促进**基建投资回升**；
- 房住不炒较少提及，地产投资继续回升；
- **消费减速**源自汽车和石油制品的快速下跌

2019年以来经济结构总结

- 一季度货币投放稳增长，**房地产有过热迹象**，419政治局会议重提房住不炒；
- 政策与货币支持下，**制造业和基建短期企稳**但仍有不小的下行压力；
- **消费压力有增无减**，减税促消费效应未显现

2020年中国经济面临的问题：周期性、趋势性与长期性

经济破6

房地产韧性十足，如果房价下跌？
社会改革进展慢，消费转型艰难！
融资难融资贵，民营企业依然艰难！

趋势性问题需要通过改革着陆

通胀破5

CPI阶段性破“5”带来的恐慌
PPI降幅扩大压力，工业企业效益下降

周期性问题通过逆周期调节缓解

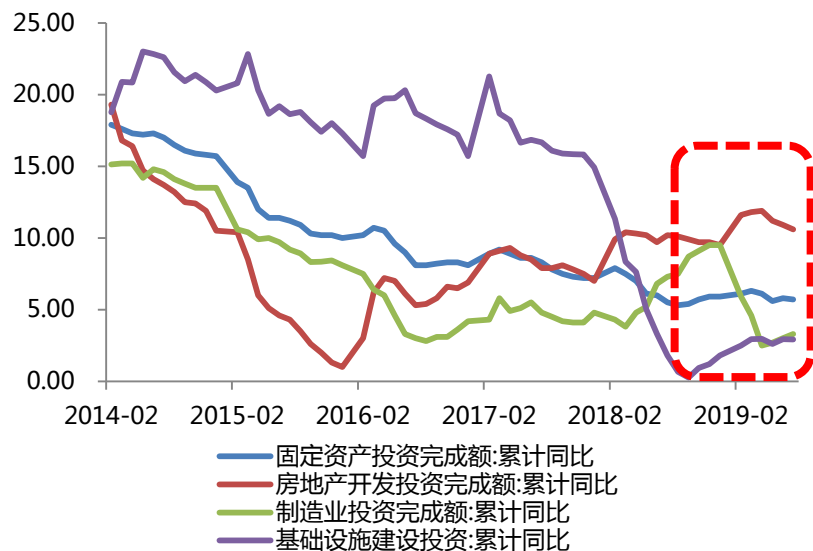
内外环境

中美问题
香港问题

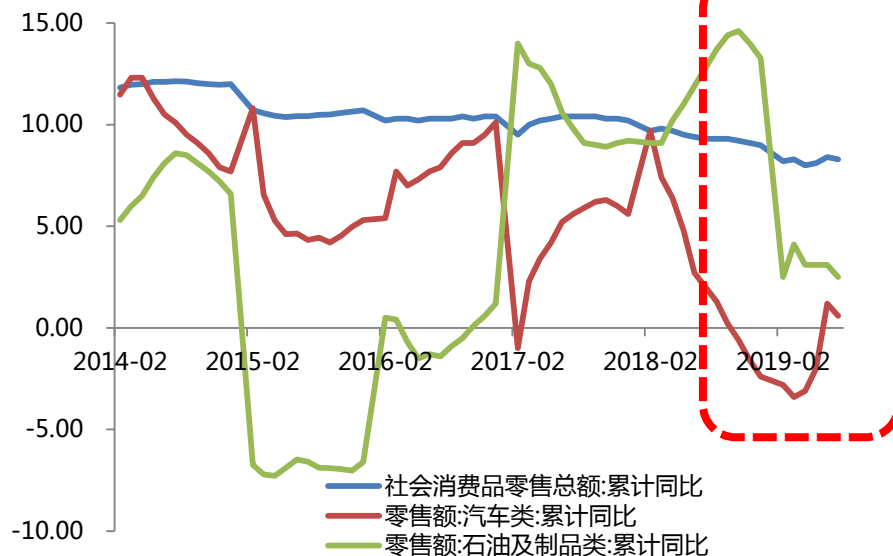
长期性问题通过内部发展解决

趋势问题难解：2020年中国经济阶段性破6

固定资产投资完成额（%）



社会消费品零售总额（%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

2014—2018年经济结构总结

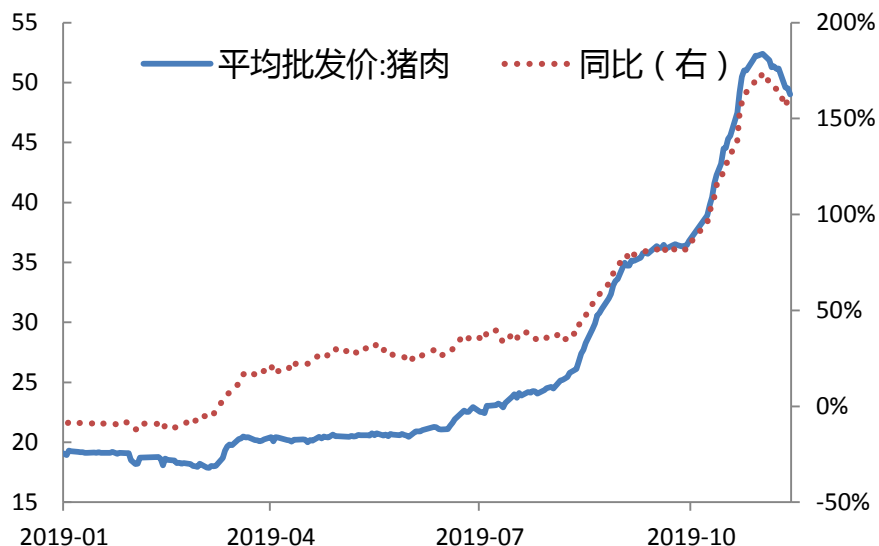
- 制造业投资增速趋势下行；
- 基建投资18年后加速下行；
- 16年以来地产投资继续回升；
- 消费减速源自居民杠杆提升

2019年以来经济结构总结

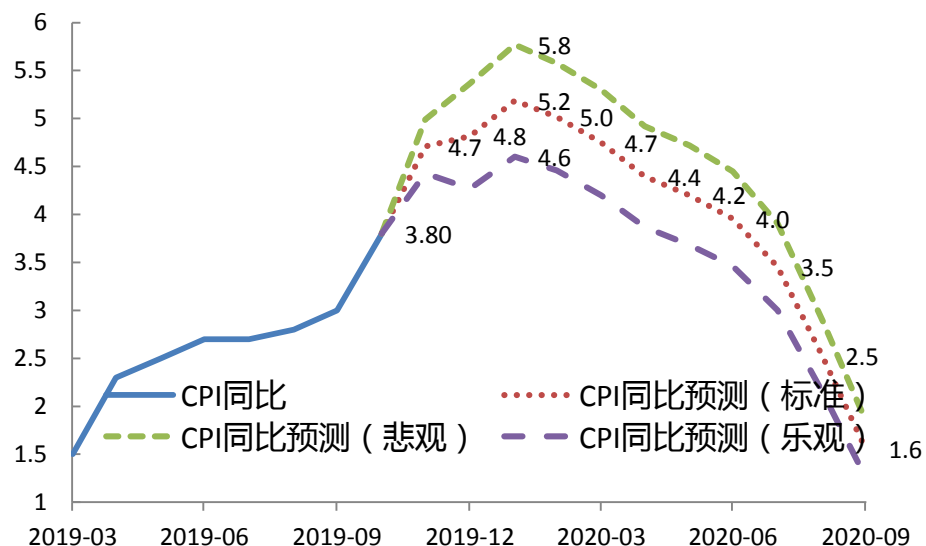
- 419和730政治局会议均提到房住不炒，房地产价格下跌将导致投资下行加速
- 财政政策继续支持基建，制造业依然难有起色；
- 消费压力有增无减，减税促消费效应未显现

周期问题要靠逆周期调节：2020年中国通胀阶段性破5

猪肉价格及同比（元/千克，%）



CPI趋势预测（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **8月份以来猪价明显上涨。**受非洲猪瘟疫情影响，养殖户停止补栏缩减产能，生猪和能繁母猪存栏大幅下降。
- **阶段性猪肉供需失衡将继续存在。**国务院要求稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施，猪繁育周期长达一年，猪肉价格将继续维持高位。猪肉替代品价格也出现不同程度的上涨。
- 假设猪肉价格维持现价，考虑翘尾因素和替代品的影响，猪肉及其替代品对CPI同比的贡献高点将超过4%。明年1-2月份高点可能突破5%。

长期问题需要缓和：2020年中国内外环境复杂



- 2012年，美国提出重返亚太和两洋战略重建贸易秩序，表明中美矛盾加剧
- 2017年，特朗普退出TPP和TTIP
- 2017年年底，《国家安全战略报告》应对中国的新的的大战略，平衡中国国力崛起
- 2018年，特朗普将矛头指向欧洲、加拿大、墨西哥，最终在中国升级贸易战、科技战、金融战
- 2018年10月，副总统彭斯对中国进行全面抨击，并重点诬称中国干预美国2018年中期选举
- 2019年，香港问题，香港是资金流动的桥头堡

2020年中国经济阶段性破六

- **消费增速缓速降低。**减税对冲居民收入下滑。
- **地产投资回落。**韧性支撑地产投资，但如果房价下跌，或直接影响经济。
- **投资和出口偏弱。**制造业周期向下，基建投资维稳经济。贸易环境不确定，出口前景偏中性。
- **货币政策温和，降准降息难免。**通胀冲高回落。
- **综合来看，经济增速6.0—6.1%区间。**

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q3 | 2020E |
|----------------|------|------|------|------|--------|-------|
| GDP：实际（%） | 6.9 | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 6.2 | 6.0 |
| 工业增加值（%） | 6.1 | 6.0 | 6.5 | 6.3 | 5.7 | 5.5 |
| 固定资产投资增速（%） | 10.0 | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.5 | 5.0 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 11.0 | 10.4 | 10.2 | 9.1 | 7.8 | 7.5 |
| 居民消费价格指数（%） | 1.4 | 2.0 | 1.5 | 2.1 | 2.7 | 2.5 |
| 生产资料价格指数（%） | -5.2 | -1.4 | 6.5 | 3.8 | -0.5 | -1.0 |

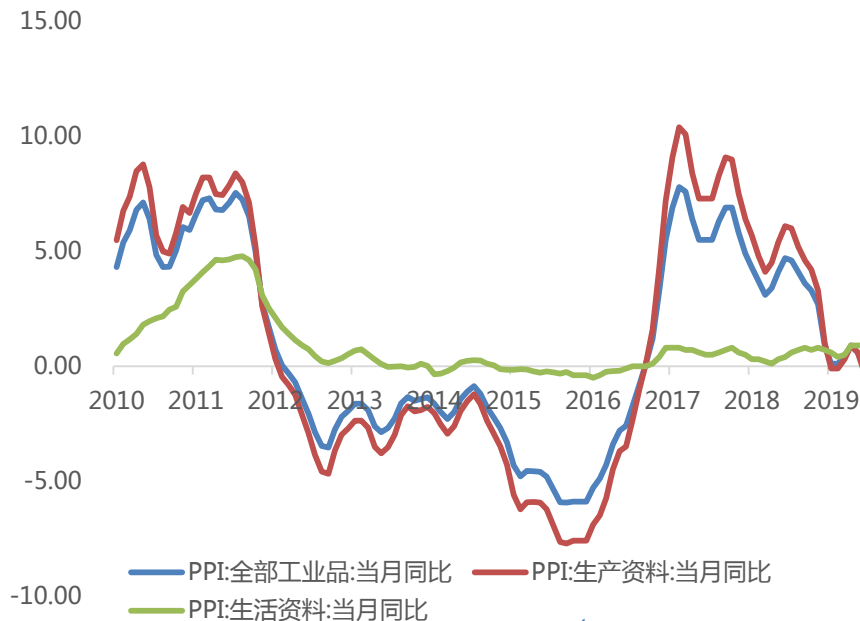
资料来源：国家统计局，申万期货研究所

主要内容

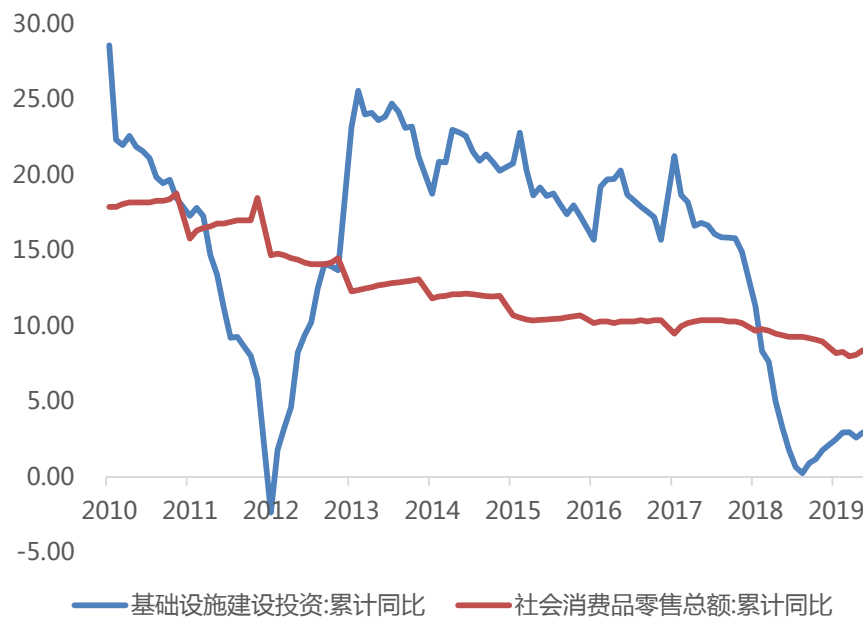
- 国际地缘形势与贸易摩擦
- 中国经济周期与下行压力
- 供给侧改革与需求侧管理
- 大类资产与大宗商品展望

供给侧改革缓解趋势性下行，需求侧管理调节周期问题

工业品价格再次开启下跌



稳增长和促销费的难度在加大



- 强调市场
- 十八大：市场在资源配置中的决定性作用

供给侧改革

需求侧管理

- 强调政府作用
- 政策、民主

强化逆周期调节，供给侧改革实现经济高质量发展

■ 财政减税降费

积极的财政政策要**加力提效**，实施**更大规模的减税降费**，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金

↗ 货币松紧适度

稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性**合理充裕**，改善货币政策传导机制，**提高直接融资比重**，解决好**民营企业和小微企业**融资难融资贵问题。
定向降准和降息
地产调控不太会放松，因为房价是政治，房价平稳是民意

||| 结构性政策向改革要动力

向改革要动力，深化**国资国企**、财税金融、土地、**市场准入**、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，**鼓励中小企业**加快成长。**习近平民营企业座谈会。**

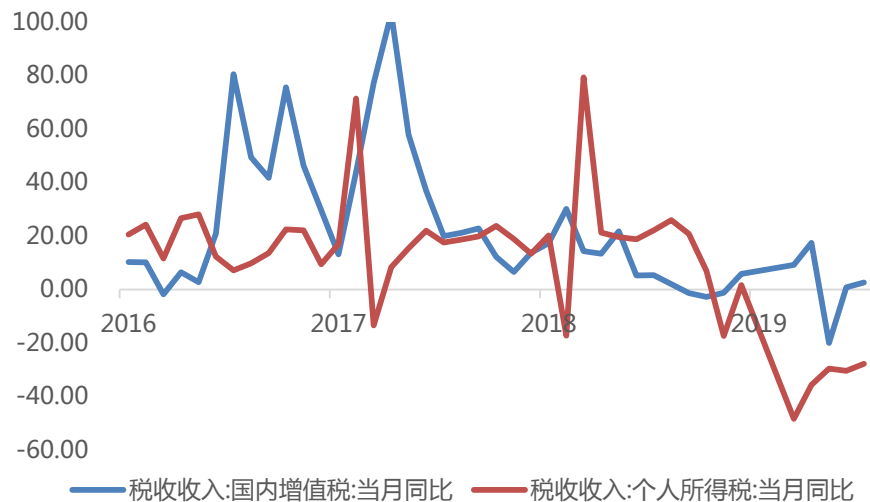
2018-2020年期间实施国企改革“双百行动”：格力集团、南北船合并

📊 金融供给侧改革推动产业转型

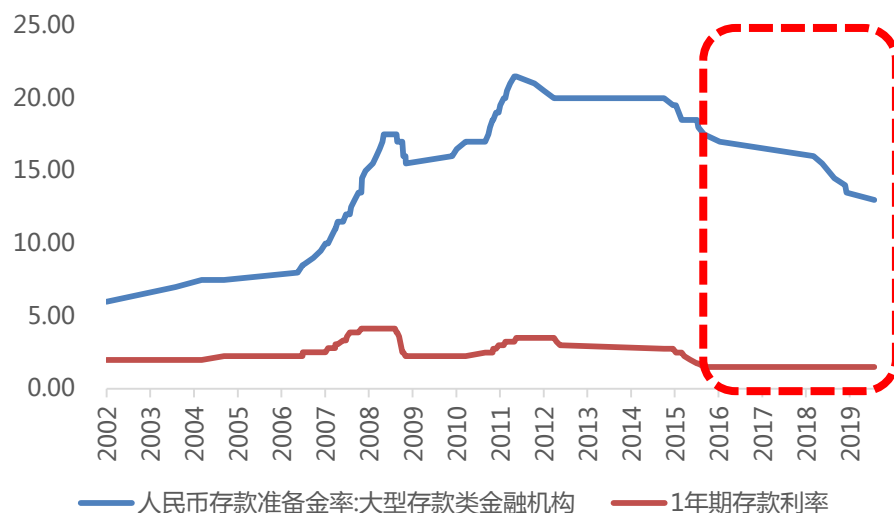
科创板的推出、注册制的推广，建设多层次资本市场，为创新型企业提供产业转型发展的支持

需求侧不搞短期刺激，加强逆周期调节

增值税和个税增幅大幅放缓



降准降息转为单独降准



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 财政政策减税降费进入观察期，明年财政赤字大概率上调。

财政积极

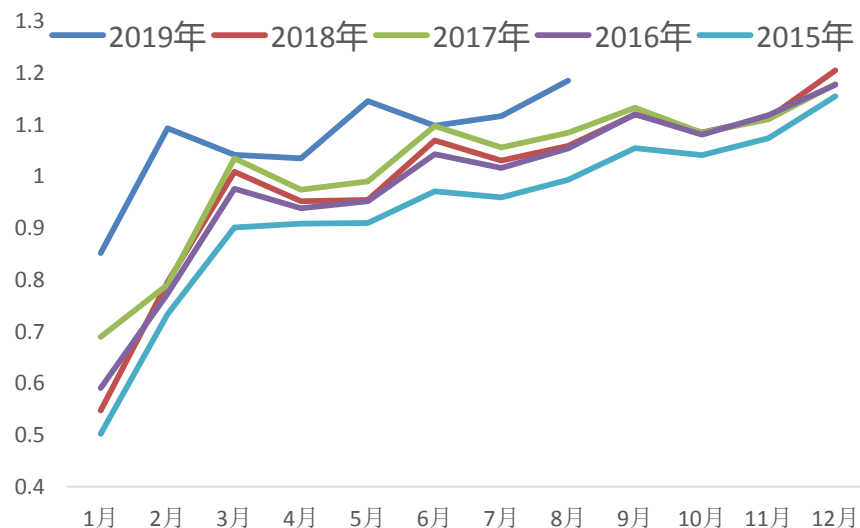
货币合理

- 经济下行压力大、PPI下滑实际利率上升、流动性分层民营小微融资难、全球降息潮、汇率压力降低

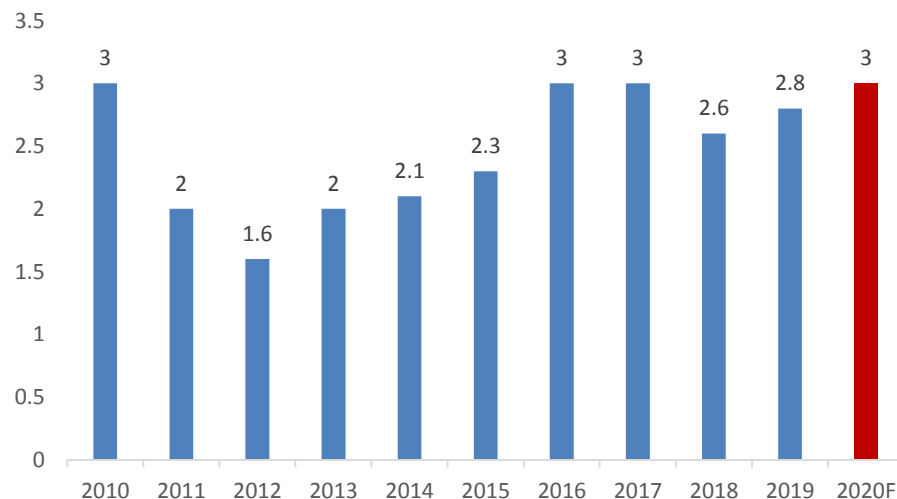
专项债发债规模持续上升，发挥积极财政政策

- **2019年初财政支出与财政收入比值持续高于往年。**考虑到全年财政收入加赤字的总量一定，前三季度支出增速超前的情况下意味着四季度的财政支出增长空间有限。专项债提前发行，9月底前3.08万亿地方政府债全部发行完毕。10月份地方债净融资已经转为负数，带动社融存量同比回落至10.7%，对经济的支撑减弱。
- 2020年预计财政赤字将提升到3%。保持8000亿增幅，预计专项债规模接近3万亿，支持重大在建项目建设和补短板。

财政支出与财政收入比值（%）

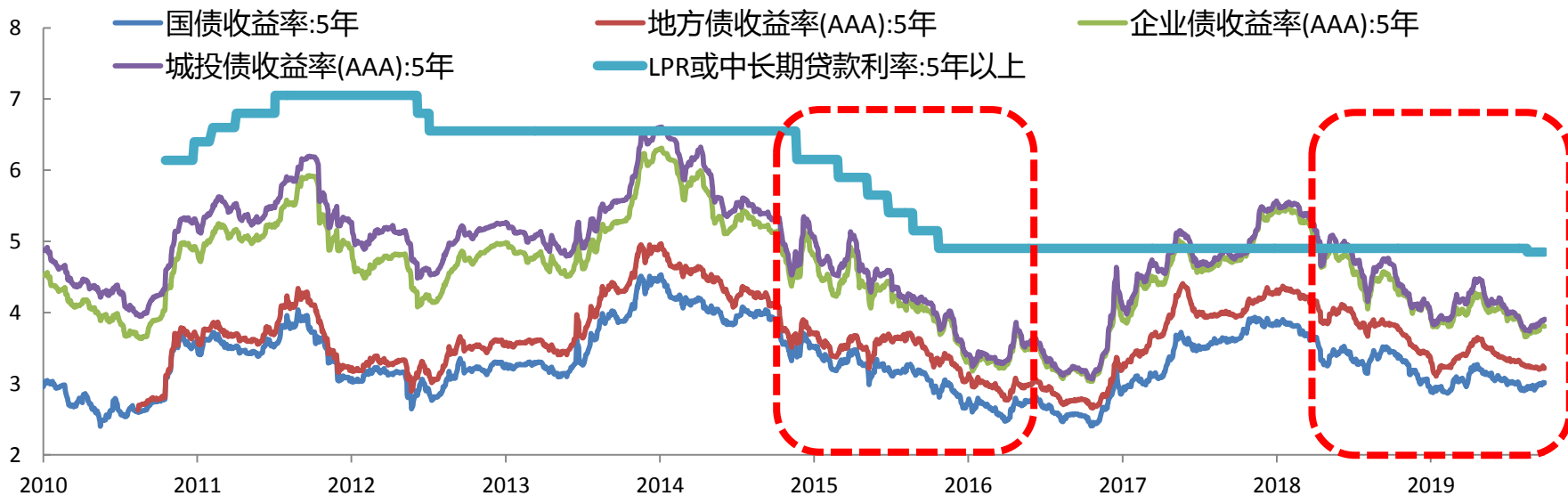


政府预计目标赤字率



LPR降低实体融资成本，支持民营企业融资

各市场主体利率走势（%）



- **深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。**1年期LPR报价小幅下调，2018年以来10年期国债收益率下行88bp和AAA企业债收益率下行191bp相比，幅度较为有限，与国务院提出的实际利率水平明显下降也还存在一定的距离。
- LPR的下调则主要取决于人民银行是否下调公开市场操作利率，因此MLF工具利率下调预期增强。
- **流动性分层明显，城商行信用风险担忧升温，仍然不利于民营企业融资。**包商银行事件后，中小银行缩表，流动性分层现象严重，市场对城商行的信用风险担忧持续升温，小微企业融资成本仍需降低。

产业供给侧转向金融供给侧结构性改革

❖ 国内外经济形势变化的需要金融供给侧结构性改革

三期叠加：

增长速度换挡期
结构调整阵痛期
刺激政策消化期

宽松政策：

降准降息
放松房地产
限购、首付
及贷款限制

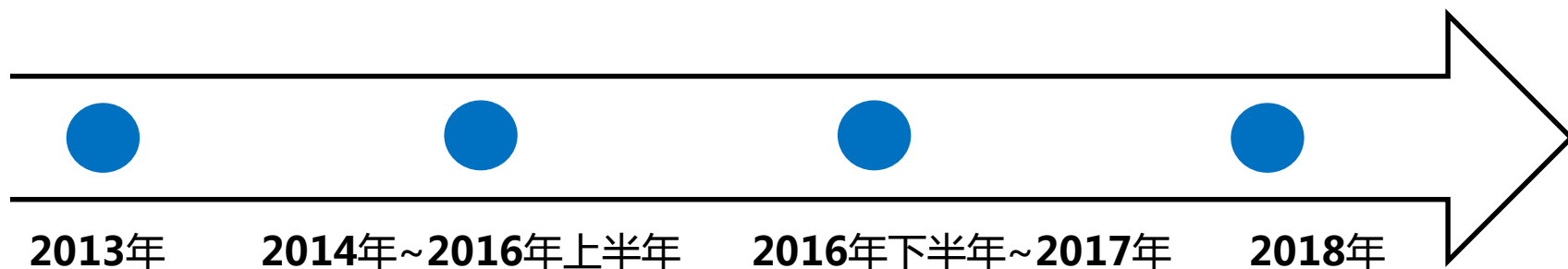
供给侧结构性改革：

全球经济复苏动能增强
国内三去一降一补

形势突变：

境外新三期：全
球经济下行期、
货币政策紧缩
期、贸易摩擦期

境内多重紧缩效
应叠加

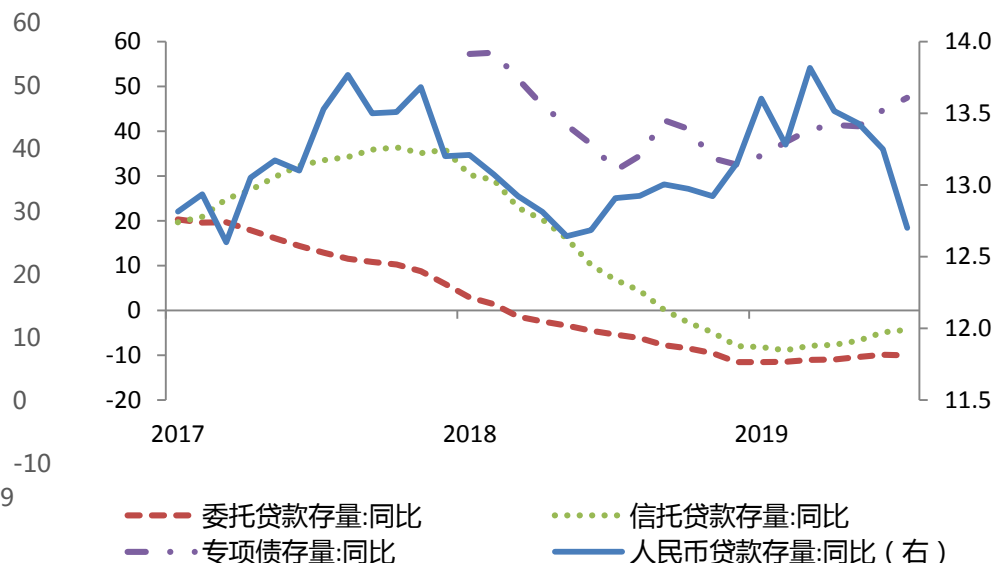


金融供给侧结构性改革（1）：稳步金融去杠杆

中介目标M2与基础货币同比（%）



社融中各分项存量同比（%）

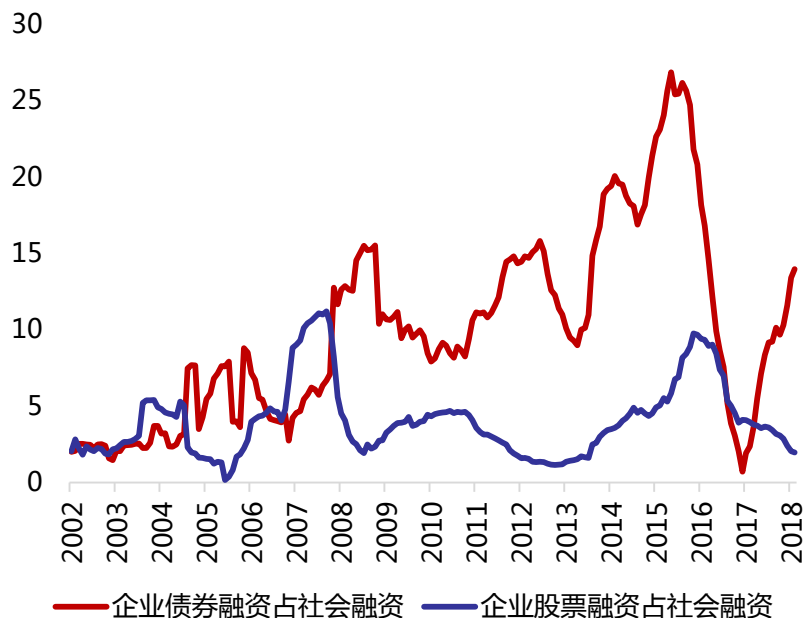


- **央行今年四次下调准备金率，但同时减少基础货币。**政府工作报告首提M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。上半年末M2增速8.5%，名义GDP增速8.3%。实体融资需求不振央行资产负债表收缩。
- **地方政府专项债提前发行，年初以来社融增速上行至10.9%。**2018年以来，受资管新规金融去杠杆影响，委托贷款和信托贷款快速回落，目前在低位有所企稳。

金融供给侧结构性改革（2）：降成本助力产业转型

- ❖ 习总书记指出深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力，推动金融业高质量发展。
- ❖ **金融供给侧改革助力产业转型。**煤炭、钢铁等上游行业的问题在于行业门槛较低，竞争过度导致供给过剩，企业效益低下，供应质量难以提高。金融业的问题在于门槛很高，尤其是银行为主的金融体系严重依赖牌照优势经营，垄断优势明显，导致金融服务供应不合理，资源配置方式不适应我国经济转型升级的需要。

债务、股权融资占社会融资比例（%）



金融服务实体
质效减弱

- 经济体系中存在大量得不到金融服务的环节，金融资源可得性不平衡
- 金融体系在推动经济转型中效率偏低
- 金融抑制导致金融体系功能紊乱

金融机构层次
体系不够丰富

- 经营模式：明显的“需求侧驱动”特征，大都采取同质化的粗放型经营模式
- 业务结构：中小企业融资难、融资贵长期存在，个人金融渗透率不高，小型社区类金融机构发展亟待加快
- 服务方式：银行贷款融资主导的旧产业杠杆率居高不下，银行体系风险积累严重

金融基础设施
相对落后

- 金融基础设施缺乏顶层设计与整体安排
- 金融立法、执法方面问题突出
- 社会信用体系发展缓慢
- 集中统一支付清算系统和统计体系待完善

资料来源：Wind，申万期货研究所

产业转型升级，第四次工业革命弯道超车

中国产业快速升级，在第四次工业革命中弯道超车

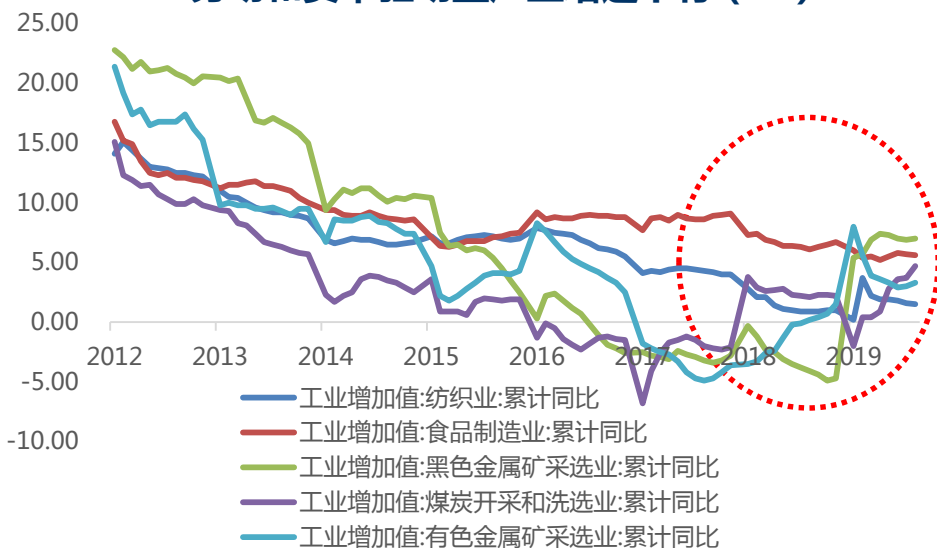
劳动驱动型——代表行业：纺织、食品、轻型机械

资本驱动型——钢铁、煤炭、石化、造船

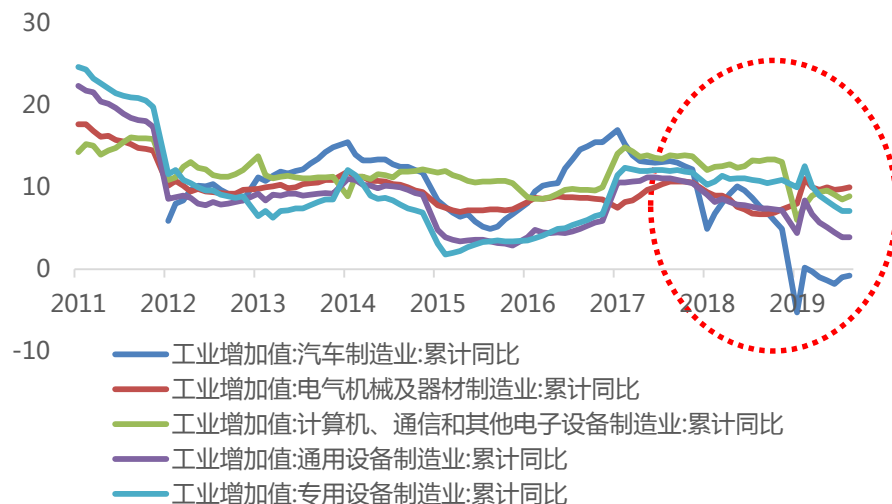
技术驱动型——汽车、半导体、机械、家电

创新驱动型——电气机械、移动通信、新材料

劳动和资本驱动型产业增速下行（%）



技术和创新驱动型产业增速分化（%）



创新驱动升级制造业，提高经济质量

| 2018年 排名 | 国家 | 2010年经济总量 (万亿美元) | 2018年经济总量 (万亿美元) | 2017年 排名 | 8年增长幅度 |
|-------------|----|---------------------|---------------------|-------------|---------|
| 1 | 美国 | 14.96 | 20.51 | 1 | 37.10% |
| 2 | 中国 | 6.07 | 13.20 | 2 | 117.46% |
| 3 | 日本 | 5.70 | 5.06 | 3 | -11.23% |
| 4 | 德国 | 3.42 | 3.93 | 4 | 14.91% |
| 5 | 法国 | 2.65 | 2.76 | 7 | 4.15% |
| 6 | 英国 | 2.41 | 2.66 | 5 | 10.37% |
| 7 | 印度 | 1.71 | 2.65 | 8 | 54.97% |

全球产业竞争格局

- **农业化工**：欧美澳新。中国化工集团460亿美元收购第一的瑞士先正达、第六的以色列安道麦
- **油气资源**：欧美。美国前三，英意法，中国石化油服第八
- **军事工业**：美国、俄罗斯、法国、德国、中国，军事技术是民用技术的核心来源之一
- **民航**：干线客机波音和空客，中国大飞机
- **半导体**：三星外资占有52%、台积电外资79%、东芝半导体出售
- **芯片**：数字芯片在韩日中；模拟芯片在美欧
- **核心制造业**：华为、中兴、京东方、中国中车、格力、美的、中核集团、海康威视、大疆、航天科技
- **互联网**：BAT外资占据大部分股权，国家出手改变股权结构，蚂蚁金服、滴滴出行
- **制药产业和医疗器械**：全球前15位的医疗器械公司都来自欧美
- **高端汽车**：宝马246万辆销售1100亿美元、戴姆勒330万辆销售1800亿，丰田1000万辆2600亿、现代700万辆销售852亿
- **新兴产业**：5G，云计算，人工智能，物联网，新能源汽车

中国经济短周期向下，两年后预期转好

中美经济周期汇总

| | 金融周期 | | 地产投资周期 | | 设备投资周期 | | 库存周期 | |
|------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 中国 | 美国 | 中国 | 美国 | 中国 | 美国 | 中国 | 美国 |
| 当前位置 | 下行 | 上行 | 顶部 | 底部 | 下行 | 下行 | 下行 | 顶部 |
| 下期拐点 | 2025年 向上 | 2025年 向下 | 2020年 向下 | 2020年 向上 | 2022年 向上 | 2020年 向下 | 2021年 向上 | 2022年 向上 |
| 整体判断 | <p>美国：金融周期上行，地产周期趋于上行，设备投资周期下行、库存周期处于顶部，综合来看，美国经济短周期平稳，略好于中国的经济周期情况。</p> <p>中国：金融周期下行，地产周期处于顶部，设备投资周期下行，库存周期下行，综合来看，中国经济短周期趋于向下。</p> | | | | | | | |

资料来源：申万期货研究所

未来中国从大而不强走向富强

世界主要城市人均GDP (美元)

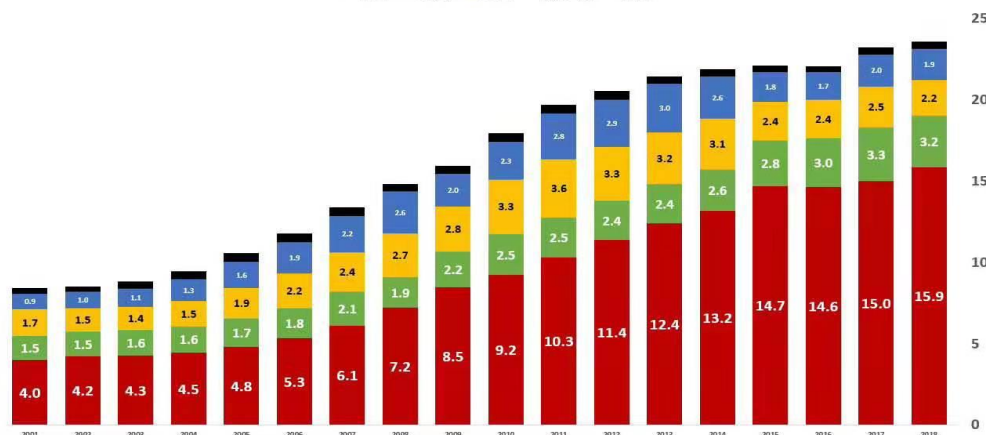
| 所在城市 | 城市人均 | 所在国人均 | 城市/全国比例 | 所在城市 | 城市人均 | 所在国人均 | 城市/全国比例 |
|------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|
| 纽约 | 119143 | 62517 | 190.58% | 罗马 | 39902 | 34349 | 116.17% |
| 苏黎世 | 114685 | 83583 | 137.21% | 利雅得 | 35344 | 23186 | 152.44% |
| 都柏林 | 88104 | 75192 | 117.17% | 华沙 | 29947 | 14468 | 206.99% |
| 布鲁塞尔 | 78316 | 46978 | 166.71% | 吉隆坡 | 26930 | 10703 | 251.61% |
| 东京 | 74581 | 40105 | 185.96% | 巴西利亚 | 23766 | 9126 | 260.42% |
| 堪培拉 | 72080 | 56698 | 127.13% | 墨西哥城 | 23178 | 9614 | 241.09% |
| 伦敦 | 67104 | 42260 | 158.79% | 上海 | 20381 | 9633 | 211.57% |
| 巴黎 | 61697 | 42930 | 143.72% | 伊斯坦布尔 | 19750 | 8715 | 226.62% |
| 渥太华 | 51694 | 46733 | 110.62% | 莫斯科 | 19476 | 10950 | 177.86% |
| 首尔 | 46875 | 32046 | 146.27% | 曼谷 | 17254 | 7084 | 243.56% |
| 布拉格 | 40972 | 23085 | 177.48% | 胡志明市 | 7089 | 2552 | 277.78% |
| 马德里 | 40751 | 31059 | 131.21% | 新德里 | 5214 | 2016 | 258.63% |
| 柏林 | 40732 | 48669 | 83.69% | | | | |

***每个国家选一个城市，纽约为都市区，而非纽约州；伦敦、巴黎不包括卫星城与周边行政区域。

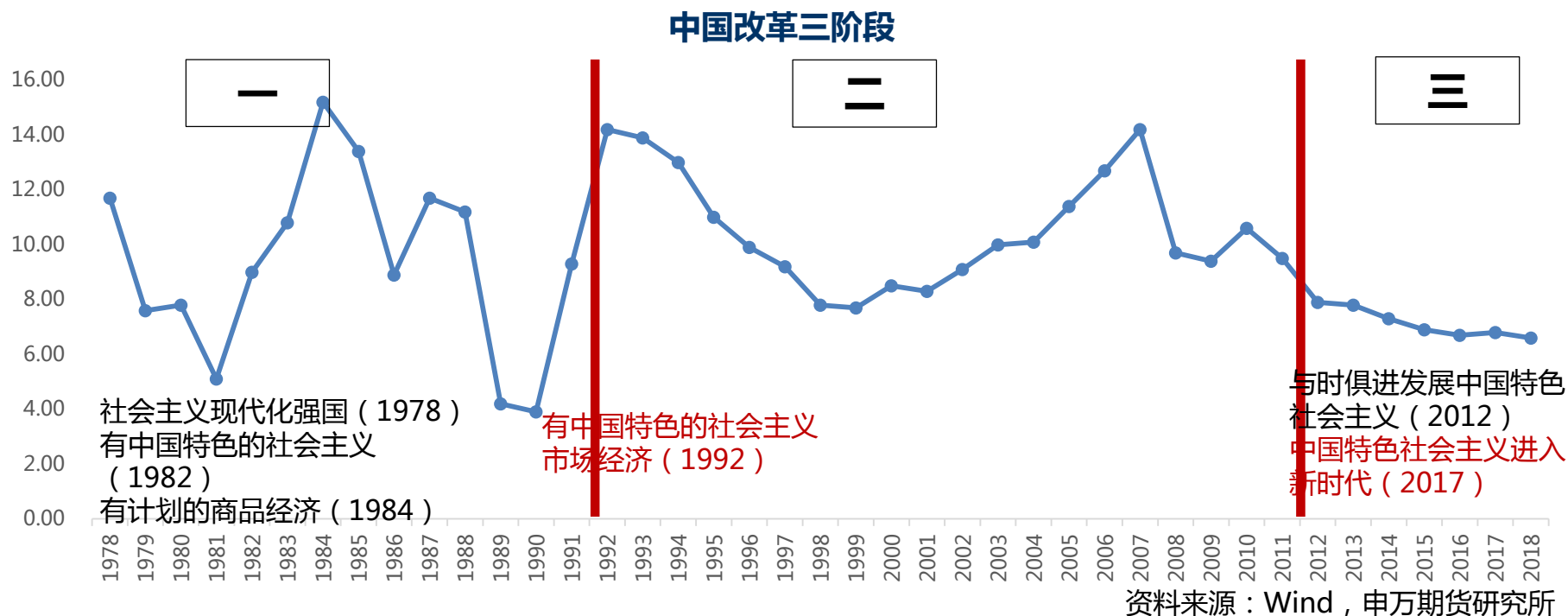
***东京只统计东京都，首尔仅为首尔特别市；曼谷为核心市区，不包括“大曼谷”（都市圈）。

金砖五国GDP占全球比重 (%)

■ 中国 ■ 印度 ■ 巴西 ■ 俄罗斯 ■ 南非



未来中国（1）：改革三阶段的逻辑



- **80年代政改逻辑—党政分开：经济发展，解决实际问题。** 法制改革、干部录用机制改革、领导体制改革。知识界共识是走西方式民主，戈尔巴乔夫的《新思维》。
- **1992—2012年政改逻辑—党政一体化：** 苏联解体和东欧剧变是那里的共产党缺少能力发展经济，人民不满意。三合一体制。反对搞西方式民主。
- **2012年以来“新时代”党内治理结构改革，以党领政，确立核心：** 四个领导委员会组长，王岐山提出“广义政府”，即只有党政分工，没有党政分开。内部三权分工合作体制，即决策权、执行权和监察权。十八大至今出台1500多项改革方案。

世界范围内的权利危机

01

庸人政治

- 公投盛行，比如英国脱欧
- 公民对很多问题没有判断力
- 51%的人口决定其他49%人口的命运

02

现代社会运动型

- 民粹式政治人物
- 发展中社会蔓延到西方
- 社会运动中崛起的政治领袖往往具有强人政治特点

03

出类拔萃者不愿参政

- 没有参与政务的动机
- 接受良好教育的人选择商业、文化或其他领域发挥作用

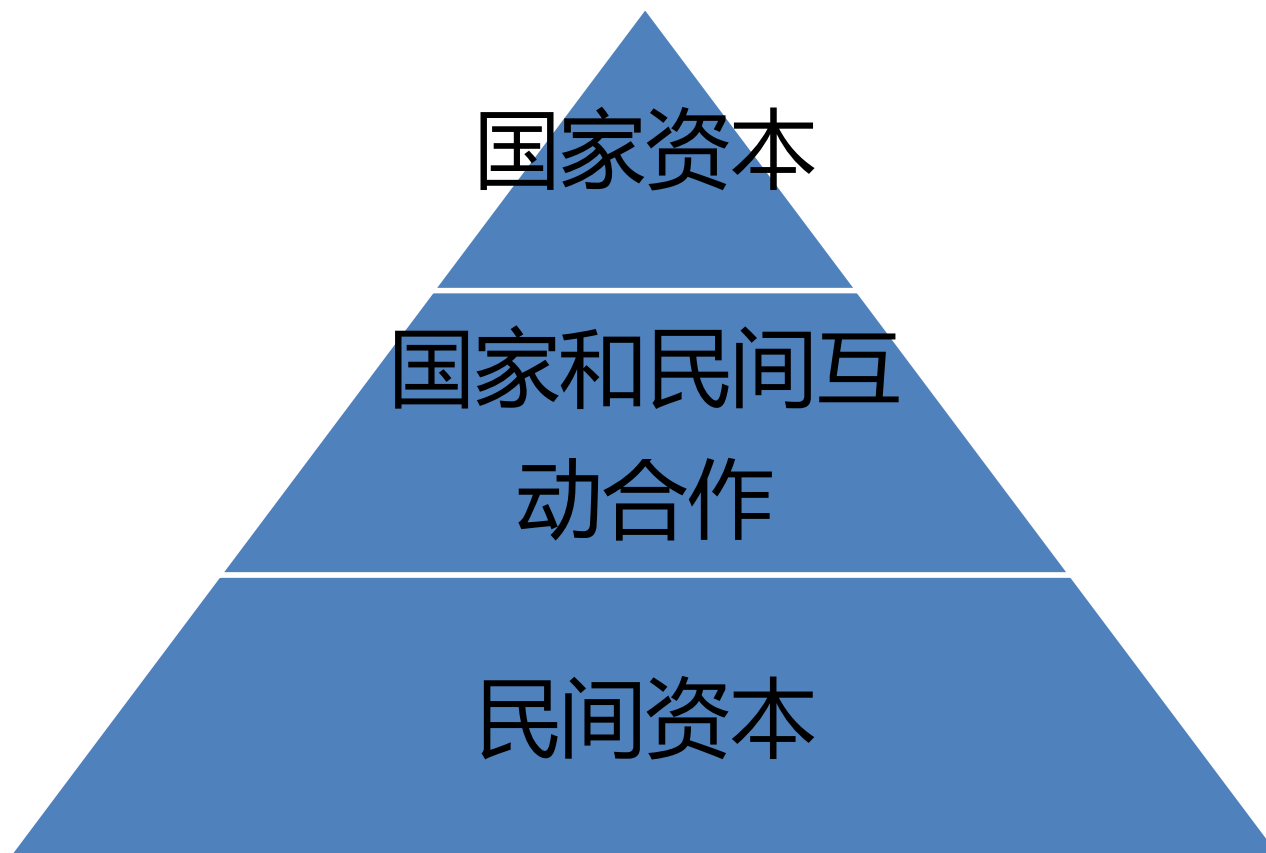
04

非西方

- 中国台湾过度西方式民主，政党间相互否决，没有处理好核心和党内民主的问题，经济停滞
- 俄罗斯，普京整治寡头，新寡头替代，依然是寡头经济。中小企业发展不起来

未来中国（2）：制度建设推进经济建设

中国三层资本结构的平衡



中国的经济建设：国企改革

1、国企改革



- 政府给企业提供激励机制，分权给企业
- 制度创新，国企外发展非国有部门出现民营企业 and 中外合资企业

- 国企亏损面临财政危机，把大量中小型国企民营化，推动中国民营企业发展
- 大型国企企业化，把企业的政治、社会和其他功能分离

- “四万亿”进入国企领域，巨额资本为国企扩张提供财政支持
- 做大做强国企，挤占民营企业发展空间

- 继续挤占
- 国企垄断
- 民营企业
- 私有化
- 国企深化改革：法人化、设定边界、开放性、“国有化”

中国的经济建设：大湾区推动制度建设

2、粤港澳大湾区：9个城市和香港、澳门，相当于世界上第十大经济体



大湾区定位

- 世界级经济平台
- 南方共同市场
- 全方位制度现代化
- 国家统一新模式

01 实现湾区本身的可持续发展

02 实现国家的进一步整合

03 国际化经济贸易、科技创新平台

中国的经济建设：对外开放

3、“一带一路”对外开放：推动经济建设的同时带来区域内的地缘政治变迁

东南亚“区域全面经济伙伴关系（RCEP）”；中欧双边投资协定（BIT）；中日韩一体化；“一带一路”建设；“1+3+7+1+6”的自贸区新格局，负面清单不断压缩。

特朗普全球化措施

80年代请进来



WTO后改革
内部体制



走出去，去不稳定
西方人不去的地方

01

改善美国投资环境，资本回流

02

弱美元政策，促进美国出口收购

03

再工业化

04

提高军费，刺激生产

未来中国（3）：区分社会领域与经济领域界限

中国居民部门杠杆率



居民债务占可支配收入比率



资料来源：Wind，申万期货研究所

新时代社会主要矛盾：人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。社会领域和经济领域的区分。社会领域经济化，包括医疗、教育和住房，社会企业需要政府投入

- **调整国民收入分配格局，解决收入分配差距：**国企与民企、大型企业和中小型企业不平衡；公共服务领域
- **教育、医疗、住房、社会保障需要资金，需要可持续的经济发展。**
- **外向型、出口导向型经济难以持续，中国消费社会的建立必须通过社会改革，通过社会政策改革改变年青一代“孩奴”、“房奴”不敢消费的现状。**

未来中国（4）：国际关系走向大国外交

一、中美关系

- 理性打一场有限贸易摩擦，维持正常贸易关系和世界秩序；强硬派全面新冷战
- 防止西方技术在中国扩散，针对中国制造2025已经达成共识
- 作用：1、减少中美贸易依存度；2、把对盟友和对中国的贸易政策区分开来。

二、中国通往海洋文明

- 二战后的世界体系是海洋体系
- 亚洲地缘政治变迁：中日关系、南海问题、往西、印度、俄罗斯
- 亚洲在反思西方价值观，重塑儒家文化

三、大国外交

- “金德尔伯格陷阱”：世界经济大萧条的根本原因是世界性公共品额缺失
- 中国正在进一步接轨西方主导的国际秩序
- 核挑战：周边三个核国家，印度、巴基斯坦和俄罗斯，潜在的朝鲜日本韩国

未来中国（5）：中国梦的逻辑和步骤



驱动



- ☐ 创新驱动
- ☐ 军民融合
- ☐ 强国建设

空间



- ☐ 一带一路
- ☐ 海洋强国
- ☐ 进口博览会

- **经济**：从量的扩张到质的提高，供给侧改革强调市场，需求侧强调政府作用
- **民生**：社会改革重在改善民生问题
- **外交**：从韬光养晦到积极进取、奋发有为

主要内容

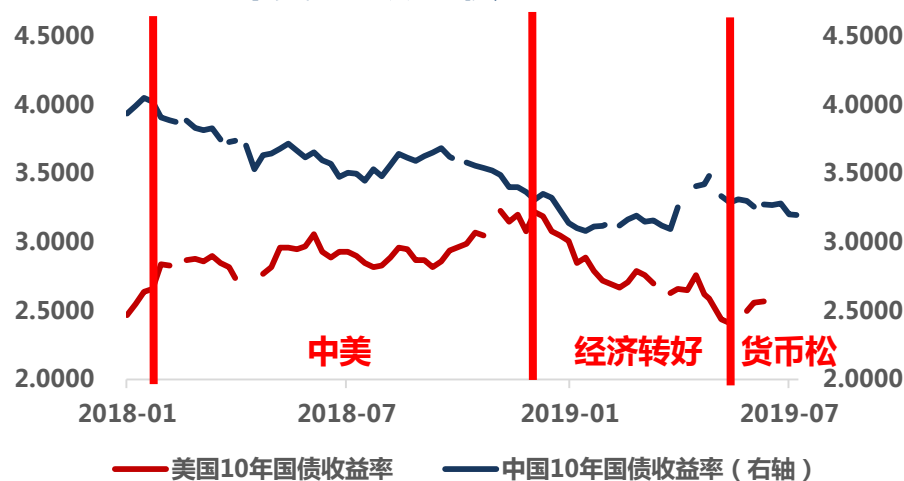
- 国际地缘形势与贸易摩擦
- 中国经济周期与下行压力
- 供给侧改革与需求侧管理
- 大类资产与大宗商品展望

驱动资产价格的三个逻辑：中美、经济、货币

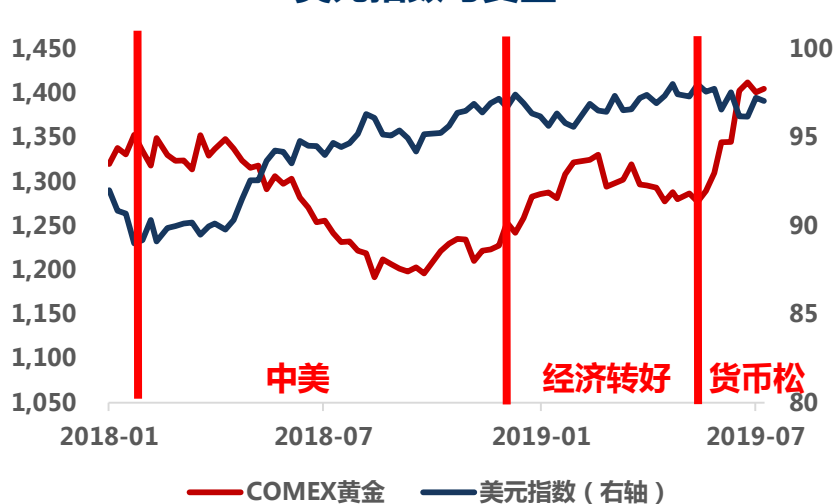
中美权益：道指与上证



中美十年期国债收益率



美元指数与黄金



原油与铜



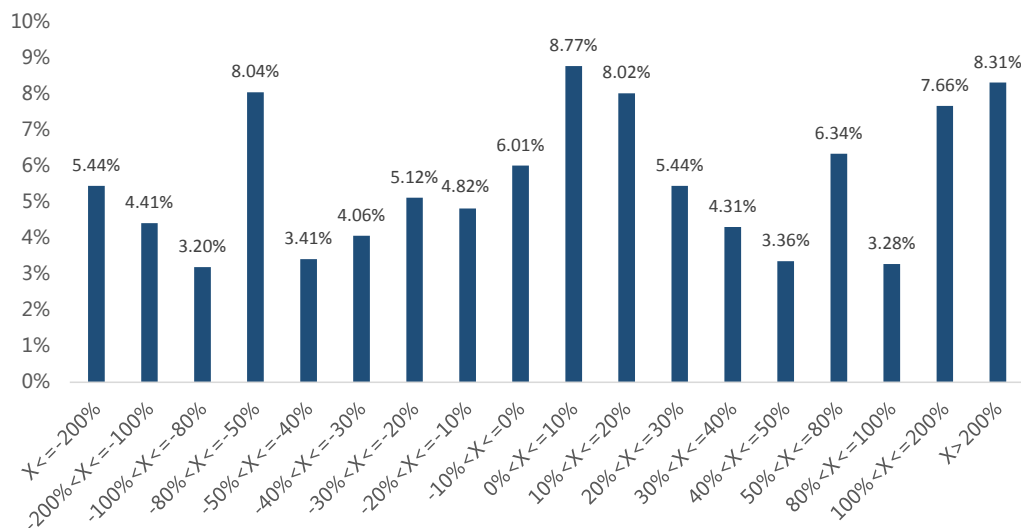
释放的流动性严防流入房地产和股市杠杆

- 释放的流动性会不会再次流入房地产？
- 资金再度流入房地产是监管层不愿意看到的。政府越是担心贸易战对实体经济的影响，越是有宽松的倾向，就越会在融资端加强对房地产业的监管。
 - 2018年4月央行定向降准1%，紧接着对房地产业融资收紧产生根本性影响的资管新规出台；
 - 2018年6月央行定向降准，发改委收紧房企境外发债；
 - 2018年7月31日，政治局会议“坚决遏制房价上涨”；
 - 2019年5月6日，央行定向降准，银保监会23号文出台再次定向收紧房地产融资；
 - 2019年8月25日，人民银行公告称2019年10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的LPR为定价基准加点形成。对于基准利率无法打折的城市，按LPR的首套最低房贷利率4.85%较4.90%仍有下调，而按LPR的二套最低房贷利率5.45%高于之前的5.39%，一定程度上打击多套房产投资。
- 在当前这么严厉的限购限贷政策之下，像2015年那么疯狂的加杠杆现象不太可能重现。

权益：三季度业绩增速未见明显好转

- 三季度业绩：上市企业业绩继续分化，中小企业业绩未见有效触底。
- 截至10月31日，全部上市公司三季度业绩已经披露完成。经统计，约55.48%的企业取得了净利润同比正收益，其中整体增速达7.06%，中位数是5.79%。

3Q19业绩增速分布



- 1) 社融高增速不具有可持续性。
- 2) 宽货币，紧信用，融资成本高。
- 3) 市场份额向大市值公司集中。

权益：三季度民营企业业绩在改善

- 1) 2019年三季度，2220家民营企业贡献了1826亿元归母净利润，和376家央企贡献的3304亿元以及700家地方国企贡献的1407亿元差距很大。**论单个企业平均赚钱能力，民营企业仅为央企的9.3%。**
- 2) 民营企业业绩增速在改善。**相较于二季度民营企业增速下滑，三季度民营企业业绩实现了正收益达11.83%。**
- 3) **央企的利润增速在下滑。**三季度央企净利润同比增速仅有4.22%，平均每家盈利8.79亿元，而地方国企依然表现不佳，同比下滑4.36%。
- 5) 公众企业，即无实际控制人企业，是A股市场上大市值企业代表，它们的业绩稳定增长，同比增速达14.39%，仅206家就贡献了3652亿元净利润，平均每家盈利能力达17.73亿元。

| 企业性质 | 企业数量 | 3Q19归母净利润 (亿元) | 3Q18归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增 速(%) | 平均每家3Q19归 母净利润(亿元) |
|--------|-------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------------|
| 中央国有企业 | 376 | 3,304 | 3,170 | 4.22% | 8.79 |
| 地方国有企业 | 700 | 1,407 | 1,472 | -4.36% | 2.01 |
| 民营企业 | 2,220 | 1,826 | 1,633 | 11.83% | 0.82 |
| 集体企业 | 19 | 37 | 25 | 47.62% | 1.96 |
| 公众企业 | 206 | 3,652 | 3,192 | 14.39% | 17.73 |
| 其他企业 | 42 | 27 | 52 | -48.38% | 0.64 |
| 外资企业 | 131 | 93 | 125 | -25.91% | 0.71 |

权益：权重股和中小盘股的业绩差距进一步扩大

- 1) 三季度三个股指期货品种对应的成分股业绩排列依次是沪深300>上证50>中证500，强者恒强继续。
- 2) 三季度看权重股和中小企业的业绩增速依然分化。三季度上证50业绩增速有所下滑至9.57%，而中证500增速进一步下滑到-15.58%，权重股和中小盘股的业绩差距有所扩大。

| 指数成分股 | 企业数量 | 3Q19归母净利润 (亿元) | 3Q18归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增 速(%) | 平均每家3Q19归 母净利润(亿元) |
|-------|------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------------|
| 上证50 | 50 | 5,683 | 5,187 | 9.57% | 114 |
| 沪深300 | 300 | 8,204 | 7,397 | 10.91% | 27 |
| 中证500 | 500 | 826 | 979 | -15.58% | 2 |
| | 850 | 14,714 | 13,563 | 8.49% | 17 |

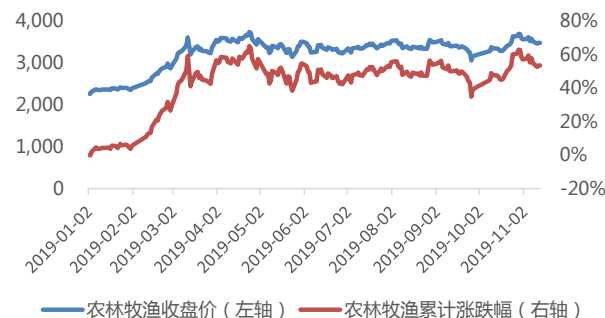
- 1) 大市值的企业三季度业绩增速仍然占优。市值在500亿以上的企业，整体能获得10%以上的同比增速。
- 2) 小市值企业业绩压力最大。市值在200亿以下的企业利润增速较差，特别是市值在50亿以下的企业。

| 市值范围(亿元) | 企业数量 | 3Q19归母净利润 (亿元) | 3Q18归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增 速(%) |
|--------------------|------|-------------------|-------------------|------------------|
| 市值小于50亿元 | 1935 | 218 | 292 | -25.58% |
| 市值大于50亿元小于100亿元 | 826 | 544 | 571 | -4.70% |
| 市值大于100亿元小于200亿元 | 461 | 709 | 818 | -13.29% |
| 市值大于200亿元小于500亿元 | 330 | 1200 | 1173 | 2.27% |
| 市值大于500亿元小于1000亿元 | 79 | 913 | 701 | 30.21% |
| 市值大于1000亿元小于2000亿元 | 48 | 1021 | 889 | 14.83% |
| 市值大于2000亿元小于3000亿元 | 13 | 870 | 769 | 13.17% |
| 市值大于3000亿元小于4000亿元 | 10 | 885 | 753 | 17.59% |
| 市值大于4000亿元小于5000亿元 | 2 | 267 | 259 | 2.80% |
| 市值大于5000亿元 | 11 | 3728 | 3446 | 8.19% |

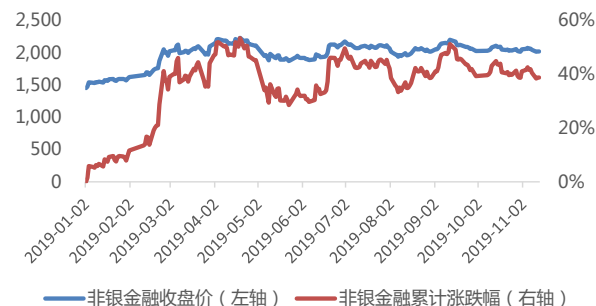
权益：农林牧渔、非银金融、消费表现优异

| 申万一级行业 | 企业数量 | 3Q19归母净利润 (亿元) | 3Q18归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增 速(%) | 平均每家3Q19归 母净利润(亿元) |
|--------|------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------------|
| 商业贸易 | 96 | 170 | 86 | 96.71% | 1.77 |
| 非银金融 | 79 | 978 | 520 | 87.94% | 12.38 |
| 农林牧渔 | 86 | 147 | 94 | 57.13% | 1.71 |
| 国防军工 | 67 | 25 | 20 | 24.57% | 0.37 |
| 公用事业 | 161 | 377 | 316 | 19.16% | 2.34 |
| 家用电器 | 59 | 211 | 179 | 18.00% | 3.58 |
| 食品饮料 | 96 | 291 | 251 | 16.14% | 3.04 |
| 建筑装饰 | 129 | 379 | 330 | 14.63% | 2.93 |
| 建筑材料 | 67 | 198 | 174 | 13.97% | 2.96 |
| 电气设备 | 192 | 134 | 121 | 11.08% | 0.70 |
| 电子 | 253 | 309 | 284 | 8.83% | 1.22 |
| 银行 | 34 | 4260 | 3919 | 8.70% | 125.30 |
| 医药生物 | 309 | 315 | 293 | 7.38% | 1.02 |
| 计算机 | 219 | 96 | 90 | 6.77% | 0.44 |
| 交通运输 | 116 | 369 | 361 | 2.23% | 3.18 |
| 通信 | 102 | 71 | 69 | 1.79% | 0.69 |
| 房地产 | 131 | 364 | 359 | 1.29% | 2.78 |
| 轻工制造 | 129 | 87 | 88 | -1.32% | 0.68 |
| 机械设备 | 345 | 178 | 188 | -5.31% | 0.52 |
| 休闲服务 | 33 | 33 | 37 | -10.92% | 0.99 |
| 传媒 | 169 | 112 | 136 | -17.24% | 0.66 |
| 采掘 | 66 | 408 | 497 | -17.79% | 6.19 |
| 有色金属 | 115 | 95 | 116 | -18.32% | 0.82 |
| 化工 | 339 | 414 | 540 | -23.23% | 1.22 |
| 纺织服装 | 83 | 33 | 43 | -24.00% | 0.39 |
| 汽车 | 173 | 176 | 241 | -26.64% | 1.02 |
| 钢铁 | 32 | 121 | 309 | -60.75% | 3.79 |
| 综合 | 35 | 2 | 10 | -75.88% | 0.07 |

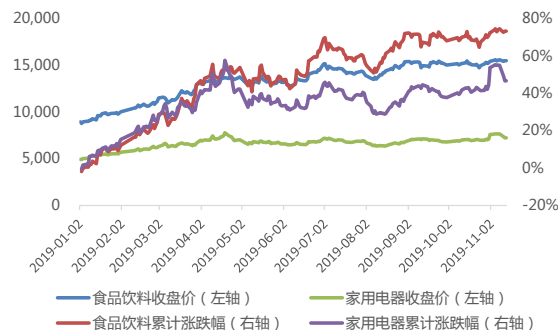
农林牧渔2019年板块表现



2019年非银金融板块表现



2019年消费板块表现



国债：短期继续调整，机会在2020



利空因素：

- 1、CPI大幅上行，短期央行货币政策大幅宽松概率较低；
- 2、中美贸易谈判达成协议
- 3、稳增长预期，专项债提前发行，年初高投放



利多因素：

- 1、全球经济放缓，货币政策宽松，外部环境不确定性较大
- 2、国内工业生产和投资继续偏弱，基建投资难以对冲房地产投资的下滑态势，年初高投放过后，经济仍面临下行压力；
- 3、境内外利差处于高位，外资不断流入，配置价值显现

- 央行仍将考虑物价走势的动态变化，短期大幅宽松的概率较低，债市或继续调整，高点可能在3.4%-3.5%。
- 在全球和国内经济放缓的背景下，降低实体经济融资成本仍需央行降准“降息”，随着CPI在明年1月份创新高后回落，货币政策空间的限制将逐步解除，届时降准和MLF利率下调空间会加大，再度助推债市利率下破3%。

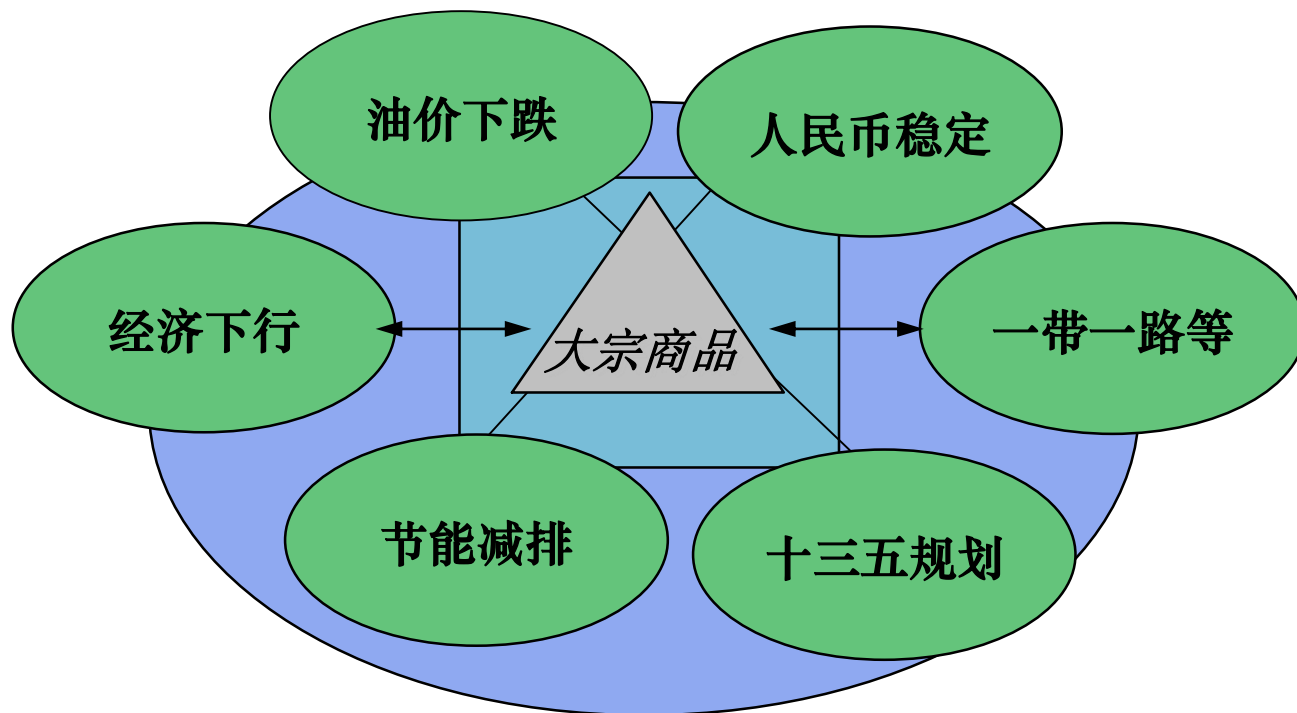
信用债：违约继续维持高位

- 在经济下行压力下，今年债券违约高于去年同期。1-10月份违约债券128只，违约金额919.68亿元，首次违约家数34家。
- 违约企业发行时信用评级普遍为AA，少量AA+和AAA，民企占大多数。在经济下行和非标融资挤压的背景下，民企最先受到影响。
- 从债券违约发行人行业分布上看，工业、材料和可选消费三大行业发行人占比超过70%。违约重点卡防对象仍然是产能过剩行业、评级下调和低评级、连续亏损、担保失信和交叉违约等债券。

债券违约行业分布情况

| 行业 | 违约债券只数 | 违约债券金额(亿元) | 余额违约比率(%) | 违约发行人 | 发行人违约比率(%) |
|------|--------|------------|-----------|-------|------------|
| 工业 | 122 | 974.75 | 0.82 | 48 | 0.02 |
| 能源 | 44 | 595.77 | 4.10 | 8 | 0.07 |
| 材料 | 60 | 392.31 | 2.74 | 20 | 0.06 |
| 可选消费 | 44 | 225.08 | 2.70 | 18 | 0.06 |
| 金融 | 26 | 202.41 | 0.09 | 8 | 0.01 |
| 日常消费 | 21 | 112.29 | 5.95 | 10 | 0.10 |
| 房地产 | 17 | 91.96 | 0.41 | 3 | 0.01 |
| 公用事业 | 8 | 55.02 | 0.28 | 3 | 0.01 |
| 信息技术 | 5 | 40.30 | 1.23 | 4 | 0.03 |
| 合计 | 347 | 2689.88 | 0.12 | 122 | 0.50 |

大宗商品：主要影响因素分析



大宗商品：工业品宏观因素强弱对比与结论

| 宏观因素 | 判断指标 | 逻辑 | 上半年 | 下半年 |
|----------------------|------------------------|----------------------------------|------------|------------|
| 经济基本面： 影响工业品需求 | GDP、PMI、工业增加值、CPI、PPI等 | 经济冲高回落 通胀冲高回落 | 偏正面 偏正面 | 偏负面 偏负性 |
| 工业去产能状况：影 响工业品供给 | 产能利用率，供需缺口， 社会平均用电量 | 投资由负转正，供给增加或对工业品价格形成压力 | 偏负面 | 偏负面 |
| 节能减排政策： 影响工业品需求 | “十三五”规划完成进度及考核时点 | 落后产能去幅较快，但新增产能较大，工业品压力增加，尤其煤炭和钢铁 | 偏中性 | 偏负面 |
| 稳增长和对外政策： 影响工业品需求 | 货币政策、基建投资、 一带一路等 | 货币宽松程度（降息和降准）、基建获批规模、对外开放进展 | 偏正面 | 偏正面 |
| 美联储货币政策：影 响流动性 | 美联储降息、次数与幅度 | 若温和降息，且预期较低，对工业品的边际影响较小 | 偏负面 | 偏正面 |

大宗商品价格展望

- ❖ 受制于贸易摩擦长期化、全球经济疲软、产能增加等负面影响，大宗商品下行的局势难破，但受美联储降息货币宽松、贸易摩擦反复、国内基建稳增长等政策影响，部分大宗商品价格或出现反复、波动加大的情况，总体大宗商品将呈现熊市格局。

资产配置展望

三季度地方专项债发债集中期，基建应有较强支撑。商品支撑较确定。权益亦受支撑，但事件不确定性较大，仓位不宜太高，国庆后进一步放低。债券仓位前期少配，逐步放多。

美联储降息，同时各类风险事件频发，黄金仍可适当多配，贯穿全年始终。国外降息国内跟的可能性较大，债券的支撑因素明确。理财收益率会逐步走低，适当放低配置。

从相关性的角度看，下一阶段权益和商品的相关性很可能走低，两类资产前期多配一些可以平滑收益，随后逐步降低配置。整体为动态调整的过程，同时还要看各类事件的走势变化。



稳健的资产配置建议：
超配：黄金、债券；
中配：权益，商品，原油；
低配：房地产，理财。

申万期货宏观&金融研究团队

- 汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士，CFA、FRM，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。研究方向为宏观经济和股指期货。
- 唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货讲师，负责宏观、国债期货基本面与策略研究。
- 项歌德（执业编号：F0301231），经济学博士，申银万国证券公司博士后。研究所负责人兼零售业务总部负责人。参与过多项国家自然科学基金、社会科学基金、上海软科学基金研究。
- 贾婷婷（执业编号：F3056905），管理学硕士，CFA。6年多金融领域经验，主要研究方向为股指期货和期权。
- 林新杰（执业编号：F3032999），经济学硕士。研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用。
- 何雄就（执业编号：F3062945），经济学博士，曾任上海交通大学助理研究员。主要研究方向为宏观经济与政策、产业经济与区域发展。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。