

# 经济面临压力，政策继续托底——2020 宏观年报

✍️ : 沈文卓 Z0003121  
☎️ : 0571-87215357  
✉️ : swz@cnzsqh.com

## 报告导读

欧美经济增长下行速度从急跌到缓跌，下行压力减缓。美联储货币政策逻辑切换回“数据依赖”的“观察模式”。

## 相关报告

预计 2020 年国内经济前高后低。整体看，经济面临压力，政策继续托底。房地产政策有松动可能；基建投资回升，关注弹性；制造业投资温和筑底；出口下滑幅度放缓。消费保持平稳。2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落。2020 年可能出现弱补库。政策方面，“稳”字当头，稳健把握逆周期调节力度。货币政策预计继续降准、公开市场操作利率与 MLF 操作利率继续下调。财政政策预计新增专项债额度提高，预计将增至 3.35 万亿。投放领域向基建倾斜，降低土地储备和棚改项目的比例。

## 投资要点

### □ 股票

2020 年一季度由于财政政策的推进以及利空落地的影响，股票将会出现上涨行情。二季度存回调需求。下半年震荡中缓慢上行。

报告撰写人：沈文卓

### □ 债券

2020 年经济仍面临较大压力，预计全年经济前高后低，一季度由于猪通胀不断推升 CPI 走高，货币政策回到全面宽松的节奏不会太快。下半年货币政策空间更大。我们预计 2020 年利率前高后低，预计 10 年期国债收益率波动区间为 3%-3.5%，上半年利率可能出现震荡上行，下半年利率将出现下行。

数据支持人：沈文卓

### □ 大宗商品

2020 年大宗商品交易主线是补库和加大逆周期政策。工业产成品库存已经接近历史低位，PPI 大概率已经出现阶段性的底部。2020 年可能出现弱补库。预计 2020 年上半年市场交易补库预期较为强烈，工业品交易机会较多。

### □ 汇率&黄金

美元：美国经济虽然继续下行，但衰退压力减缓，经济下行速度放缓，部分经济数据表现良好，预计 2020 年美元将维持相对较强走势。

人民币：预计 2020 年人民币贬值压力将有所缓解，预计 2020 年走势好于 2019 年。

黄金：当前市场对于美联储宽松预期已经逐步兑现。目前来看，美联储降息出现放缓迹象，美国整体利率下行幅度及速度都将放缓。因此 2020 黄金多头配置的性价比降低，预计震荡为主，缺少趋势性行情。

## 正文目录

<b>1. 回顾 2019-全球央行开启降息，利率快速下行成为交易主线</b>	<b>4</b>
<b>2. 展望 2020-国内经济面临压力，政策继续托底</b>	<b>5</b>
<b>3. 欧美经济增长从急跌到缓跌</b>	<b>5</b>
3.1. 美国经济：继续下行，但衰退压力减缓	5
3.2. 美联储：重启扩表和回购，目的是应对流动性压力	7
3.3. 2020 美国总统大选或造成一定干扰	9
3.4. 欧洲经济：下行放缓	9
3.5. 欧央行货币宽松较为确定	10
<b>4. 国内经济：经济面临压力，政策继续托底</b>	<b>10</b>
4.1. 2019“三驾马车”集体下行	10
4.2. 房地产投资：韧性超预期，政策有松动可能	10
4.3. 基建投资：政策态度明确，预计出现回升，关注弹性	11
4.4. 制造业投资：温和筑底	12
4.5. 消费：保持平稳	12
4.6. 出口：对经济拖累弱于 2019 年	13
<b>5. 通胀：2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落</b>	<b>14</b>
<b>6. 库存周期：弱补库</b>	<b>15</b>
<b>7. 政策</b>	<b>15</b>
7.1. 中央经济工作会议定调“稳”字当头	15
7.2. 货币政策：灵活适度，稳增长是中短期货币政策的首要目标	16
7.3. 财政政策：大力提质增效	17
<b>8. 市场关注事件</b>	<b>17</b>
<b>9. 大类资产配置</b>	<b>18</b>
9.1. 股票	18
9.2. 债券	18
9.3. 大宗商品	19
9.4. 汇率&黄金	19

## 图片目录

图 1: 2019 年避险资产（美债、黄金）价格领跑 .....	4
图 2: 2019 年盈利下行背景下依然推动美股反弹 .....	4
图 3: 一度倒挂的 10Y-2Y 美债利差已经再度转正 .....	5
图 4: 美国经济分项对 GDP 影响 .....	6
图 5: 美国失业率保持低位，平均时薪保持高位 .....	6
图 6: 美国房地产市场企稳回升 .....	6
图 7: 2019 年美联储降息 3 次 .....	7
图 8: 美债利率大幅下行 .....	7
图 9: 2019 年 9 月美国回购利率飙升 .....	7
图 10: 美联储资产负债表资产端主要项目 .....	8
图 11: 美国银行系统超额准备金规模大幅下降 .....	8
图 12: 2020 美国总统大选时间表 .....	9
图 13: 欧元区制造业 PMI 连续两个月出现回升 .....	9
图 14: 欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数有所好转 .....	9
图 15: 投资、消费对 GDP 拉动放缓，贸易顺差贡献上升 .....	10
图 16: 实际为衰退型顺差，原因是进口相对出口降幅更大 .....	10
图 17: 2019 年房地产投资韧性超预期 .....	11
图 18: 房地产开发资金来源不弱 .....	11
图 19: 2019 年财政赤字较为积极 .....	11
图 20: 2019 专项债投向中基建相关占比较低 .....	11
图 21: 制造业投资温和筑底 .....	12
图 22: 汽车消费与整体消费走势高度相关 .....	13
图 23: 地产竣工产业链的消费可能回升，但大幅波动概率小 .....	13
图 24: 预计 2020 年出口下滑幅度小于 2019 年 .....	13
图 25: 预计 2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落 .....	14
图 26: 猪肉价格从高位回落 .....	14
图 27: 结构性猪通胀引发全面性通胀的可能性并不大 .....	14
图 28: 明年可能出现弱补库 .....	15
图 29: 上证综合指数 2019 年走势 .....	18
图 30: 10 年期国债收益率走势 .....	18
图 31: 商品综合指数 .....	19
图 32: 美元指数和人民币汇率 .....	20
图 33: 黄金与实际利率 .....	20

## 1. 回顾 2019-全球央行开启降息，利率快速下行成为交易主线

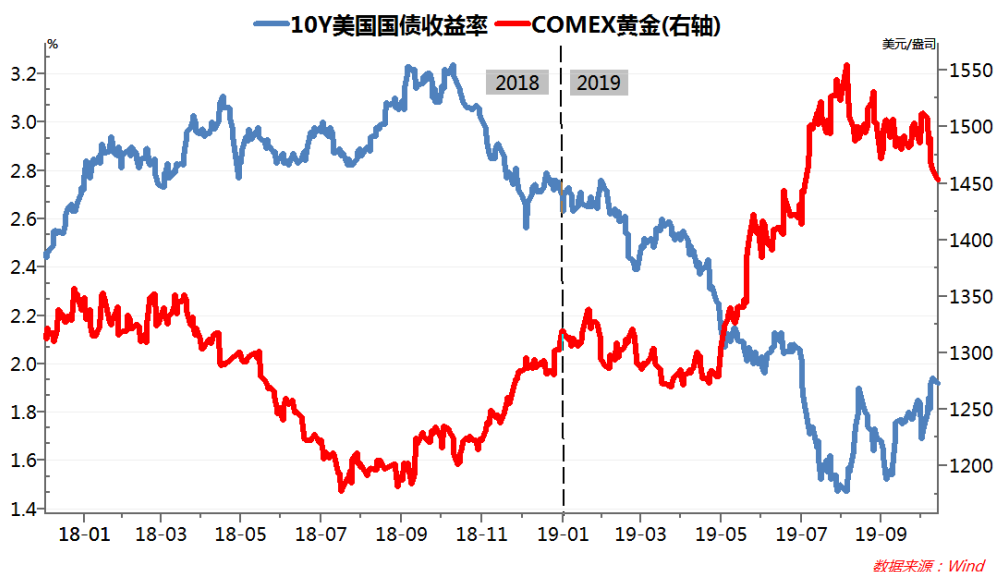
2019 年利率的快速下行成为全球市场交易和资产价格运行的主线。

市场交易利率快速下行的原因与 2019 年宏观背景有关：经济增速下行、货币宽松、贸易摩擦三者的综合影响。

2019 年全球经济增速下行，全球央行开始货币宽松，纷纷开启降息，并且年内多次降息，因此利率大幅下行。同时由于受贸易摩擦影响，全球避险情绪升温，也推动利率下行。

从市场表现看，2019 年避险资产（美债、黄金）价格领跑；同时作为风险资产的美股在盈利下行背景下依然出现反弹，原因在于从美股估值角度看，分母“贴现率”比分子“EPS”下降得更快。

**图 1：2019 年避险资产（美债、黄金）价格领跑**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 2：2019 年盈利下行背景下依然推动美股反弹**



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

## 2. 展望 2020-国内经济面临压力，政策继续托底

欧美经济增长下行速度从急跌到缓跌，下行压力减缓。美联储货币政策逻辑从“中周期调整”，切换回“数据依赖”的“观察模式”。2020 年美联储是否继续降息，降息节奏如何，将依赖于美国经济数据表现。当前市场预期 2020 年美联储将降息 1-2 次。美联储重启扩表与前三次 QE 不同，此次扩表购买的是一年期以下的短期国债，目的是应对流动性压力。2020 年美国大选对市场有扰动。

预计 2020 年国内经济前高后低。整体看，经济面临压力，政策继续托底。房地产政策有松动可能；基建投资回升，关注弹性；制造业投资温和筑底；出口下滑幅度放缓。消费保持平稳。2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落。2020 年可能出现弱补库。政策方面，稳增长政策继续，继续加强逆周期调节。货币政策预计继续降准、公开市场操作利率与 MLF 操作利率继续下调。财政政策预计新增专项债额度提高，预计将增至 3.35 万亿。投放领域向基建倾斜，降低土地储备和棚改项目的比例。

## 3. 欧美经济增长从急跌到缓跌

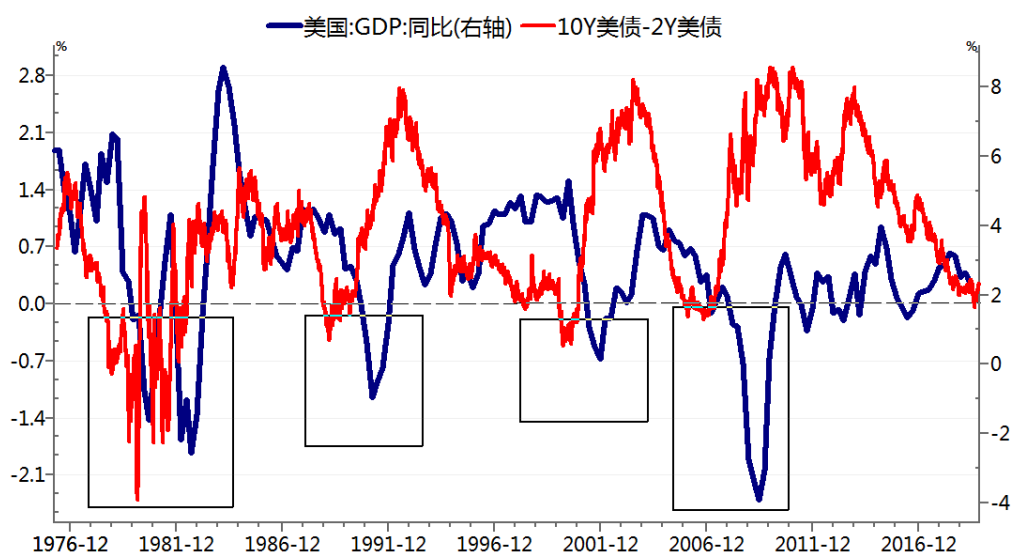
### 3.1. 美国经济：继续下行，但衰退压力减缓

#### 美国衰退压力缓解

历史上 10Y 美债收益率-2Y 美债收益率的利差出现倒挂曾多次预示美国经济出现拐点：分别是 1978 年-1982 年，1989 年-1990 年，2000 年-2001 年，2006 年-2007 年。

2018 年以来，10Y -2Y 美债利差不断收窄，两者利差收窄至 0 附近，2019 年上半年出现倒挂。我们看美国经济情况，美国经济自 2018 年 Q3 开始下行。2019 年随着美联储货币宽松政策的实施，其货币政策起到积极效果，一度倒挂的 10Y-2Y 美债利差已经再度转正，并且利差开始回升。从 10Y -2Y 美债利差这一指标看，美国经济衰退压力缓解。

图 3：一度倒挂的 10Y-2Y 美债利差已经再度转正



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

## 美国部分经济数据表现良好

美国经济仍处于下行，部分数据对经济继续拖累，但当前部分经济数据表现较好对经济起到支撑作用。

### (1) 拖累项：

受全球需求放缓和贸易摩擦影响，美国私人投资和净出口对经济增长造成了一定拖累。

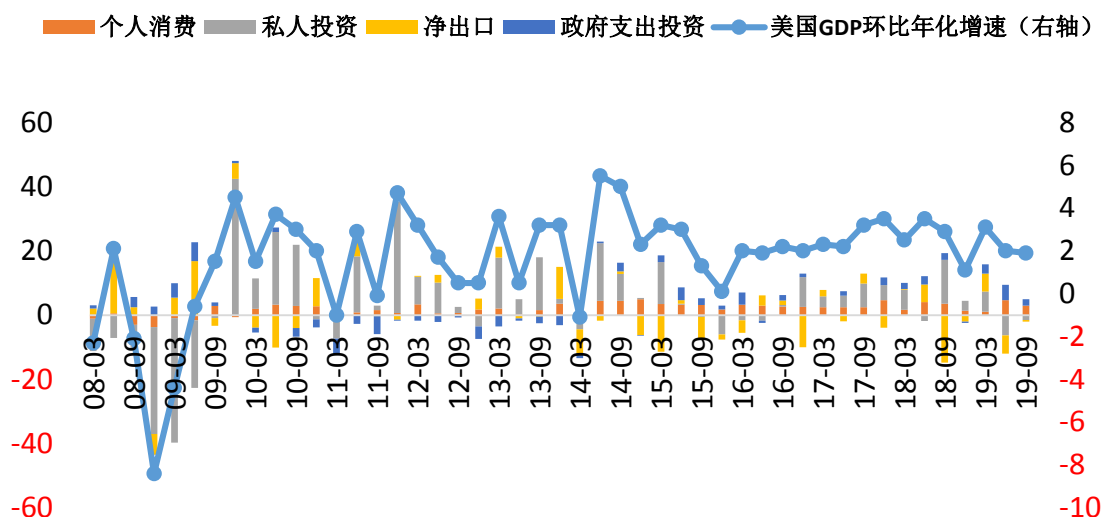
### (2) 贡献项：

①**劳动力市场**。美国 11 月失业率 3.5%，较前值 3.6% 小幅下降，全年看失业率不断下行，当前失业率整体处于历史低位。11 月平均时薪同比增长 3.1%，好于前值 3.0%，全年看平均时薪保持在高位。但 11 月 ADP 就业人数新增 6.7 万人，前值为增加 12.5 万人，不及预期。但非农数据表现较好，美国 11 月非农就业人数新增 26.6 万，预期 18.3 万，前值 12.8 万；明显好于预期，显示就业仍有韧性。

②**房地产市场企稳回升**。由于 2019 年美联储货币宽松政策，美国市场长端利率大幅下行，利率环境较为宽松，美国抵押贷款利率下降，截至 2019 年 12 月 5 日当周，美国 30 年期抵押贷款固定利率为 3.68%，远低于 2018 年同期的 4.75%。抵押贷款利率下降和健康的劳动力市场为房地产市场提供了支撑。美国新屋开工持续回升，最新数据 10 月新屋开工继续回升。同时美国成屋销售数据也持续上升。

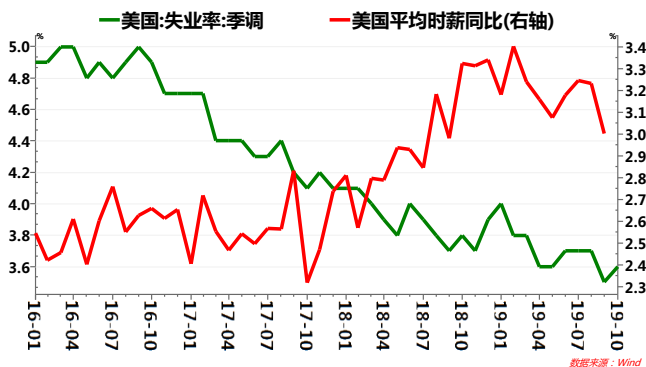
③**私人消费相对稳健**。相对于私人投资对美国经济的拖累，美国私人消费表现相对稳健。

图 4：美国经济分项对 GDP 影响



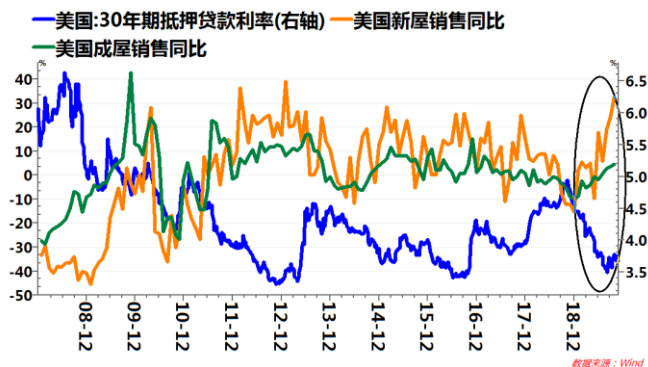
资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 5：美国失业率保持低位，平均时薪保持高位



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 6：美国房地产市场企稳回升



资料来源：Wind，浙商期货研究中心



### 3.2. 美联储：重启扩表和回购，目的是应对流动性压力

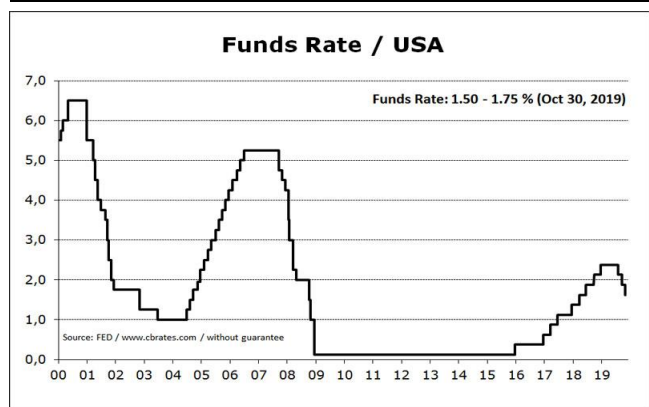
#### 美联储货币政策逻辑

美联储货币政策逻辑从“中周期调整”，切换回“数据依赖”的“观察模式”。

2019 年美联储开始货币宽松，修正了 2018 年货币政策快速收紧（2018 年加息 4 次）导致的金融条件收紧的情况。同时也为了对冲 2019 年美国经济增长下行。今年美联储降息 3 次、8 月提前停止缩表、10 月重启扩表，称为“中周期调整”。

接下来美联储货币政策将重新切换回“数据依赖”的“观察模式”，2020 年美联储是否继续降息，降息节奏如何，将依赖于美国经济数据表现。当前市场预期 2020 年美联储将降息 1-2 次。

图 7：2019 年美联储降息 3 次



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 8：美债利率大幅下行



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

#### 美联储重启扩表和回购操作：目的是应对流动性压力

2019 年 9 月美国曾出现流动性紧张，当时美国回购利率出现飙升，从 2% 附近飙升至 7% 附近。美联储随即宣布重启扩表和回购操作。

①定期和隔夜回购操作：2019 年 9 月开展，至少在 2020 年 1 月前进行定期和隔夜回购协议操作（相当于中国央行的逆回购，释放流动性），规定在初期定期回购一周两次、每次 350 亿美元，而隔夜回购每日规模为 750 亿美元。

②重启扩表：美联储自 2017 年 10 月开始缩表，2019 年 9 月宣布停止缩表，2019 年 10 月重启扩表，此次扩表购买的是一年期以下的短期国债，至少持续到 2020 年二季度，初始购买规模为 600 亿美元/月。

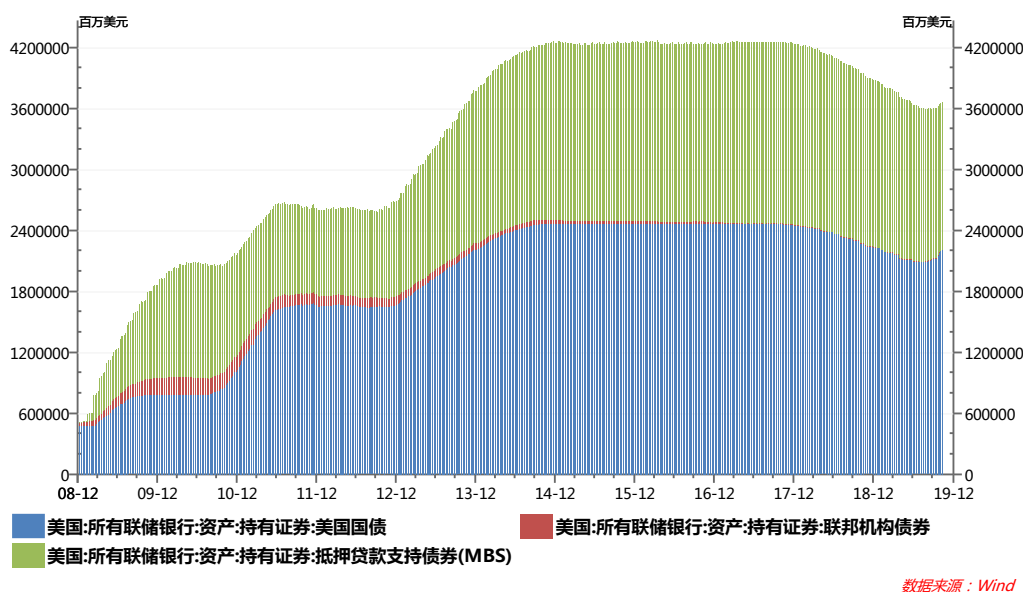
此次扩表与前三次 QE 不同，此次扩表购买的是一年期以下的短期国债，目的是应对流动性压力。

图 9：2019 年 9 月美国回购利率飙升



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 10：美联储资产负债表资产端主要项目**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

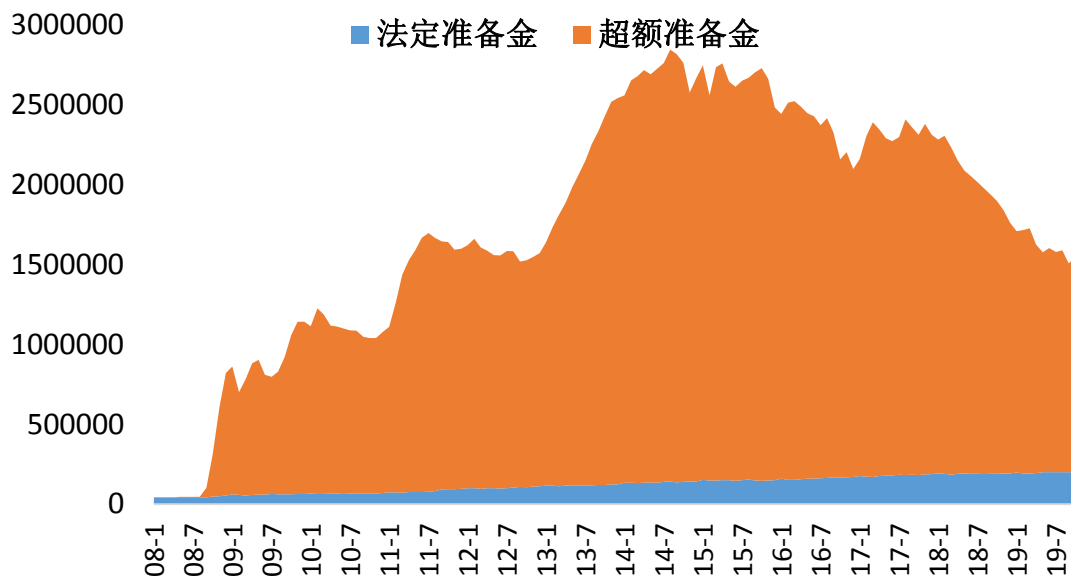
### 流动性紧张原因是美国银行体系的超额准备金规模大幅下降至低位

由于量化宽松，美国银行体系准备金剧增，主要体现在超额准备金剧增。美国超额准备金规模又被称为美国银行系统流动性“蓄水池”。但是随着 2014 年退出 QE，超额准备金规模不断下降。超额准备金规模从 2014 年高位 2.7 万亿美元下降至 1.3 万亿美元（2019.10），下降幅度超 50%，当前超额准备金规模处于低位。

当前美国实施扩张型财政政策，使得政府债务不断攀升，美国国债的每年供给量在大幅增加，美元流动性需求越来越大，由于美国商业银行体系准备金已下降至较低水平，准备金供给缺乏弹性，无法应对较大的突发流动性需求，导致今年美国出现流动性紧张。美联储重启扩表旨在增加美国银行体系的准备金，应对流动性压力。

**图 11：美国银行系统超额准备金规模大幅下降**





资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 3.3. 2020 美国总统大选或造成一定干扰

2020 年美国将进行总统大选, 2020 年 11 月 3 日是大选日, 届时在 7-10 月, 两党总统候选人展开激烈的较量。

虽然美联储已启动短债购买, 不排除未来进一步启动 QE 的可能, 未来美联储货币政策有空间。但 2020 美国总统大选的不确定性或在一定程度上给美联储货币政策选择造成一定干扰。

图 12: 2020 美国总统大选时间表



资料来源: 网络, 浙商期货研究中心

### 3.4. 欧洲经济: 下行放缓

#### 欧元区部分经济数据出现触底迹象

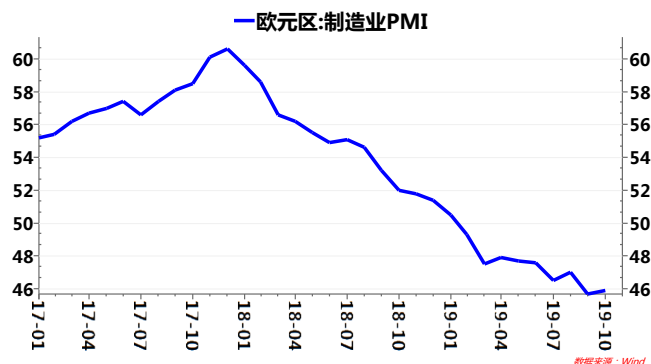
①欧元区 11 月制造业 PMI 回升。欧洲制造业 PMI 自 2018 年以来持续下滑, 目前仍在收缩区间, 但已经连续两月出现回升, 9 月为 45.7, 10 月为 45.9, 11 月为 46.9。

②欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数有所好转。2019 年以来欧元区 Sentix 投资信心指数处于负值, 11 月虽然仍然在负值, 但相比于前值有所回升。同时, 欧元区现况指数和预期指数均出现回升。

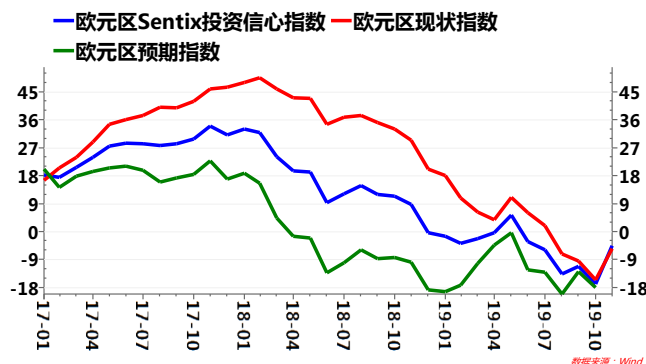
虽然欧元区部分经济指标出现阶段性企稳的迹象, 但仍需要更多数据来验证。

图 13: 欧元区制造业 PMI 连续两个月出现回升

图 14: 欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数有所好转



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 3.5. 欧央行货币宽松较为确定

欧央行宣布于11月重启QE, 每月购买规模200亿欧元, 不设截止日期。欧央行新行长拉加德肯定过去几年欧央行资产购买和负利率等政策组合, 宽松政策将延续。

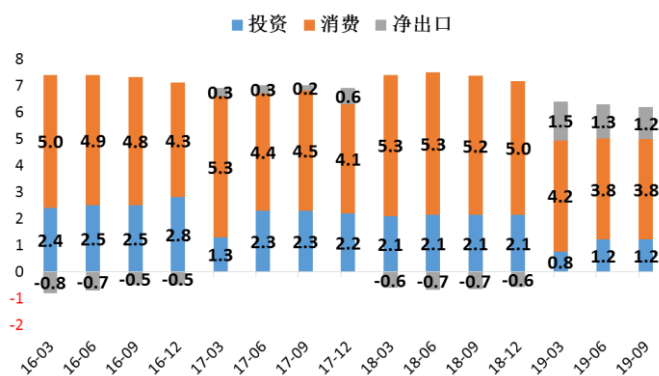
其实欧洲大部分国家处于负利率, 货币政策进一步宽松对于经济的刺激作用在边际减弱。若财政政策超预期扩张, 对于增长的提振更明显。关注财政政策潜在亮点。

## 4. 国内经济: 经济面临压力, 政策继续托底

### 4.1. 2019“三驾马车”集体下行

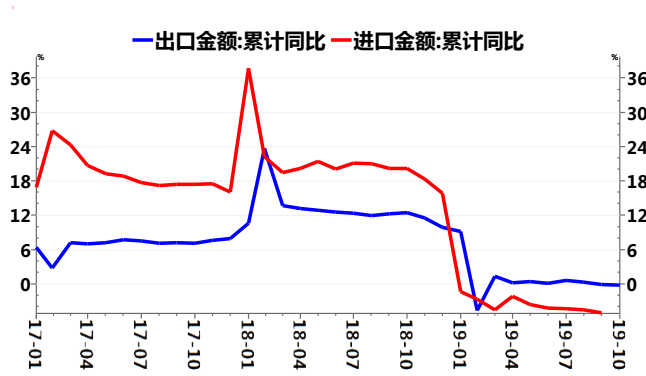
2019年在投资、消费对GDP拉动放缓的同时, 贸易顺差的贡献有所上升。但实际上为衰退型顺差, 原因在于2019年进口相对出口降幅更大。从需求端看, “三驾马车”-投资、消费、出口集体下行。

图 15: 投资、消费对 GDP 拉动放缓, 贸易顺差贡献上升



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

图 16: 实际为衰退型顺差, 原因是进口相对出口降幅更大



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 4.2. 房地产投资: 韧性超预期, 政策有松动可能

#### 2019 年房地产投资韧性超预期

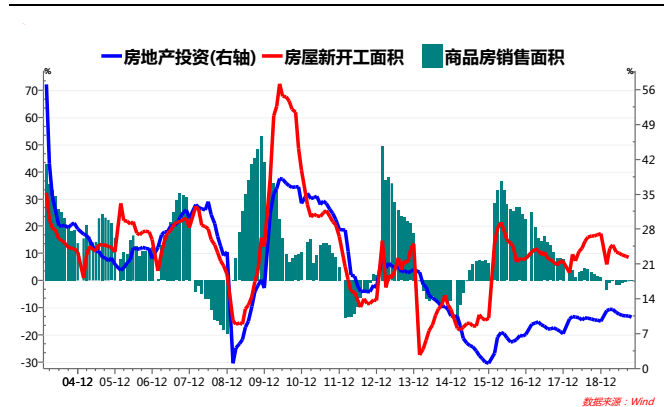
2015 年至今的这一轮房地产周期较以往表现出更强的韧性。从投资指标看, 房地产投资增速在四年内持续回升, 至今没有表现出见顶迹象, 投资韧性显著高于以往任何一轮周期。从销售指标看, 房地产销售周期持续了四年, 长于以往周期的三年左右; 且销量见顶回落之后, 没有像以往周期进入一年左右负增长。

房地产开发资金来源—国内贷款和自筹资金不弱。相比于 2018 年，2019 年房地产开发资金来源整体不弱，尤其是国内贷款有明显回升。

#### 地产政策：过紧的政策存在松动可能

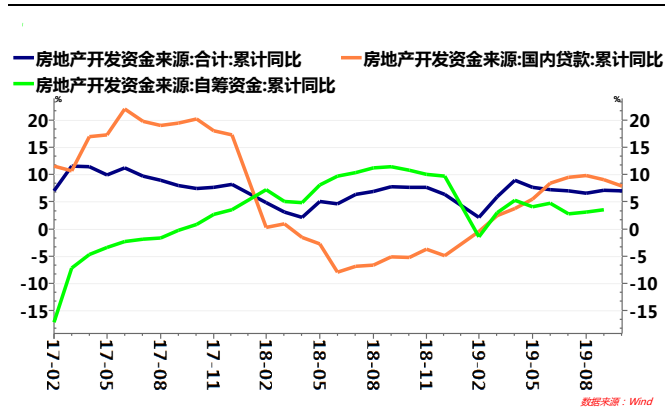
虽然房住不炒是长期国策。但观察 2019 年，从政府对于地产融资的限制来看：并未有全局层面的抑制政策，因此 2020 年融资限制方面，执行中过紧的倾向有调整的可能。

图 17：2019 年房地产投资韧性超预期



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 18：房地产开发资金来源不弱



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 4.3. 基建投资：政策态度明确，预计出现回升，关注弹性

#### 财政角度

财政收入：2019 年以来的减税政策，使得 2019 年税收收入下降较快，并且在 2019 年税收收入自 2016 年以来首次低于整体公共财政收入增速。

财政支出：2019 年 Q1 财政支出节奏较快，但从 Q2 开始持续放缓趋势。

2019 年财政赤字较为积极。预计 2020 年财政赤字将更加积极。

#### 专项债角度

2019 年专项债已发行完毕，新增的 2.15 万亿额度中，基建相关占比较低，而土储和棚改占用了三分之二的比例。

预计 2020 年新增专项债发行规模将增至 3.35 万亿。

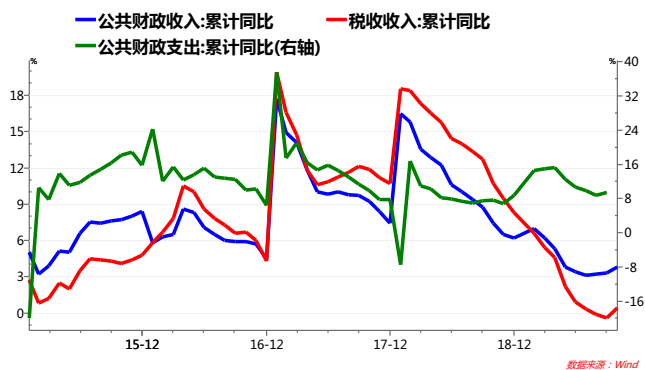
预计 2020 年专项债流向基建的比例将有所上升：①9 月 4 日的国常会特别提出提前下放的专项债不得用于土地储备和房地产相关领域。②11 月 27 日，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。同时，政策继续强调各地需尽快落实具体投资项目开展，做好专项债券“早发行、早使用”，确保 2020 年初即可使用见效。

但要实现专项债大规模流向基建项目并非朝夕之功，这涉及到财政部门及地方政府各部门沟通。

总体看，预计 2020 年基建投资增速将出现回升，可以关注其弹性。

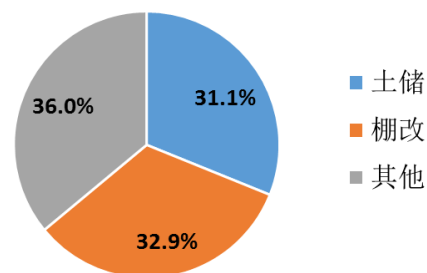
图 19：2019 年财政赤字较为积极

图 20：2019 专项债投向中基建相关占比较低



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

2019新增专项债用途



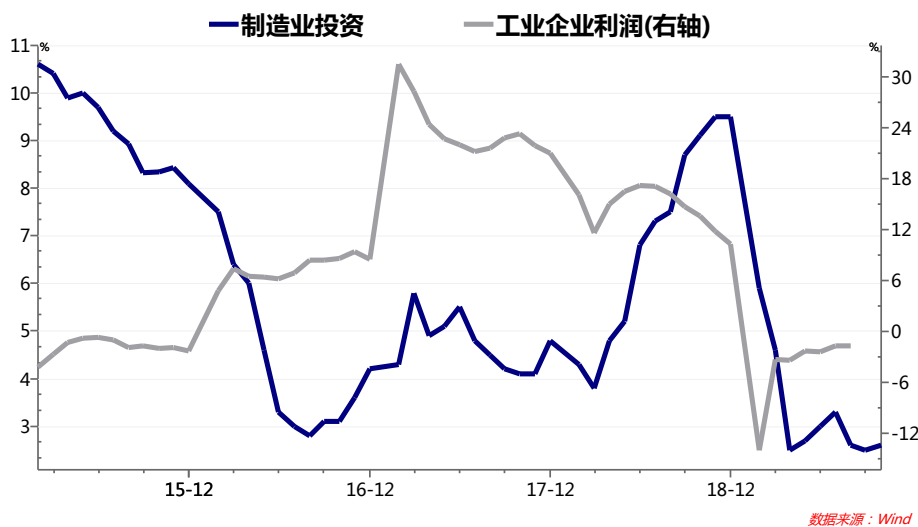
资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

#### 4.4. 制造业投资: 温和筑底

当前企业盈利低水平处于低位, 仍压制制造业投资。从下游需求(基建、地产)、库存水平等因素来看, 整体呈现温和筑底。

2020 年上半年可能出现弱补库, 制造业投资可能在 2020 年下半年逐渐企稳。

图 21: 制造业投资温和筑底



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

#### 4.5. 消费: 保持平稳

##### 汽车消费

由于汽车消费占社会消费品零售总额比重达 30%, 占比高, 因此汽车消费的走势与整体社会消费品零售走势高度相关。汽车消费的走势基本反映了整体消费的走势。

①2019 年 6 月, “国 5” 转 “国 6” 使得汽车批发性需求集中释放, 7-8 月汽车消费开始下行拖累整体社零增速, 但该拖累在 9 月已开始减弱。

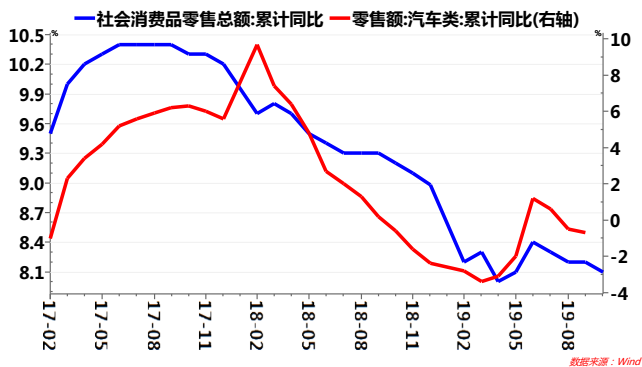
②11 月 15 日, 国家发改委有关领导在新闻发布会上重点提到了稳住汽车消费, 未来可能出台的政策: 一是部分城市可能逐步放宽或取消限购; 二是对于使用到达一定年份的汽车, 加大报废补助, 释放一部分更新和改善型需求等。

### 地产竣工产业链消费

这指的是地产项目竣工和交付后，相关的消费需求，主要包括建材装潢和家具。未来地产竣工产业链的消费可能将回升，原因是目前已经进入竣工周期，后期商品房交付会加快。但是出现大幅波动的概率较小。

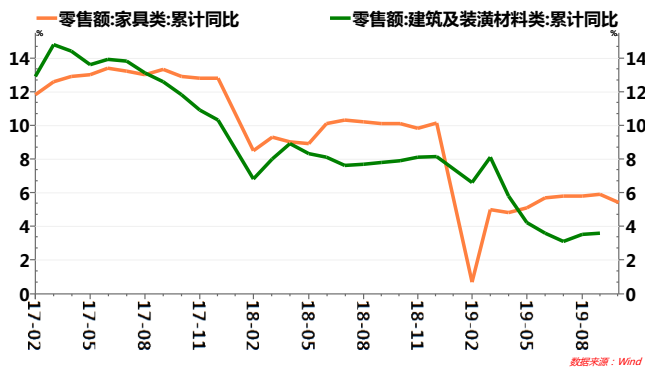
总体看，消费整体将保持平稳。

图 22：汽车消费与整体消费走势高度相关



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 23：地产竣工产业链的消费可能回升，但大幅波动概率小



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

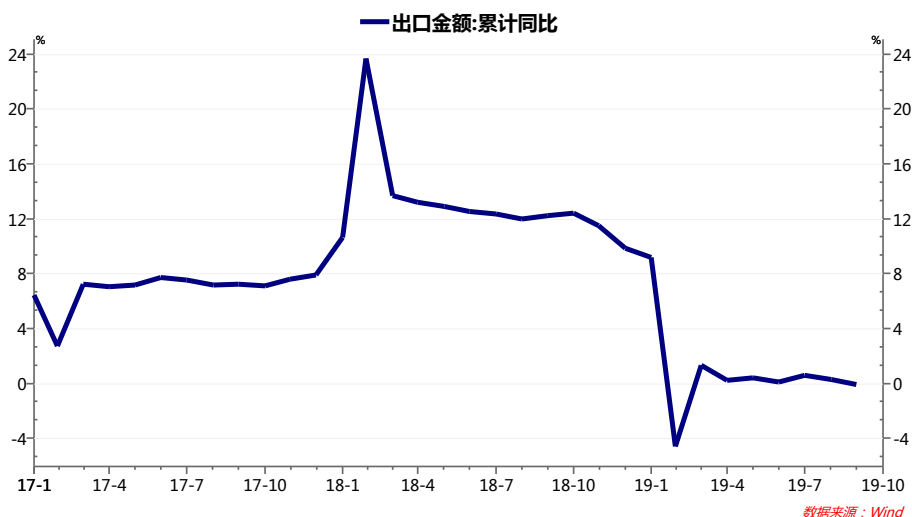
## 4.6. 出口：对经济拖累弱于 2019 年

预计 2020 年出口下滑幅度小于 2019 年，对经济拖累弱于 2019 年。

原因一是，根据 IMF 预测，2020 年全球经济增速好转，外需可能有所好转。欧美经济增速下行缓解，从急跌转为缓跌。

原因二是，中美达成第一阶段经贸协议，双方经贸紧张进一步升级的可能性较小。

图 24：预计 2020 年出口下滑幅度小于 2019 年



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

## 5. 通胀：2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落

2019 年受非洲猪瘟影响，猪肉供给减少，导致猪肉价格飙升，拉动 CPI 大幅上涨，11 月 CPI 上升至 4.5%，预计 2020 年 1 月在春节影响下 CPI 将飙升至 5% 附近。

### 预计 2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落

原因是：①当前猪肉价格从高位回落。9 月能繁母猪存栏和生猪存栏，环比跌幅分别从-9.1%和-9.8%，收窄到-2.8%和-3.0%。但是猪肉供需缺口短期难以解决，预计未来猪肉价格维持高位震荡。②2019 年基数较高，2020 年 CPI 在 1 月触顶之后市场的通胀担忧或可得以缓解。2020 全年 CPI 回落趋势较为明确。

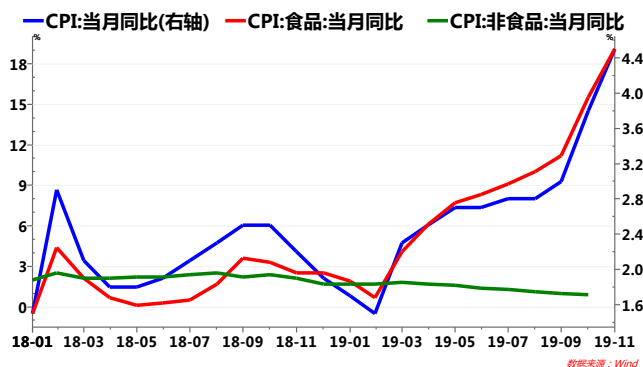
### 通胀掣肘下，央行货币政策以稳增长为主

本轮通胀由猪价飙升引起，核心 CPI 仍保持平稳，经济下行压力下 PPI 下行，结构性猪通胀引发全面性通胀的可能性并不大。后续来看，货币供给和经济需求并不支持通胀持续走高。

央行对于通胀的整体判断是“物价上涨结构性特征明显”、“物价形势总体可控”、“不存在持续通胀或通缩的基础”，但同时强调“要警惕通货膨胀预期发散”。同时央行预计到 2020 年下半年 CPI、PPI 的背离趋于收窄。

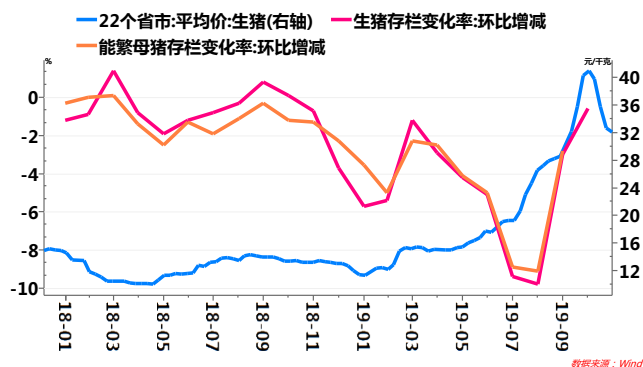
目前而言央行更担忧通胀预期扩散，而非猪通胀/结构性通胀本身，11 月 MLF 和逆回购降息就是最好的印证，表明在通胀掣肘下，货币政策以稳增长为主。

图 25：预计 2020 年 CPI 同比整体将趋势性回落



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

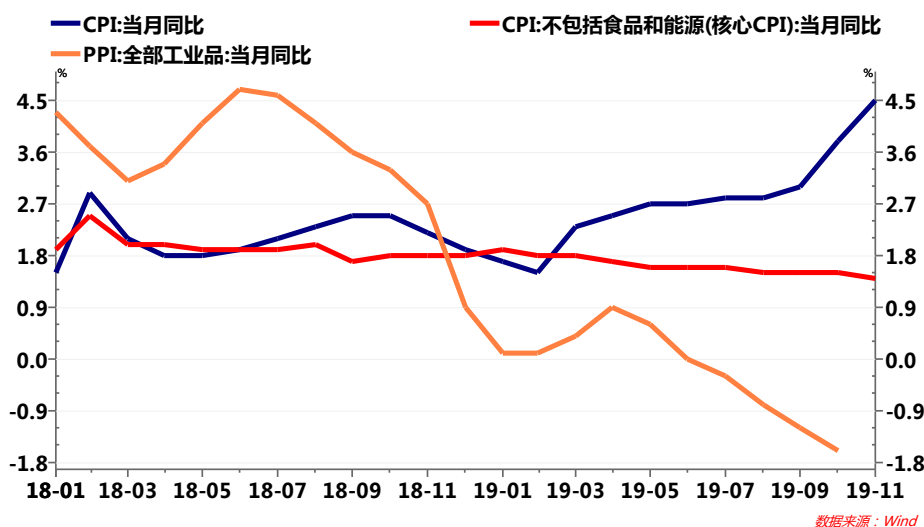
图 26：猪肉价格从高位回落



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

图 27：结构性猪通胀引发全面性通胀的可能性并不大

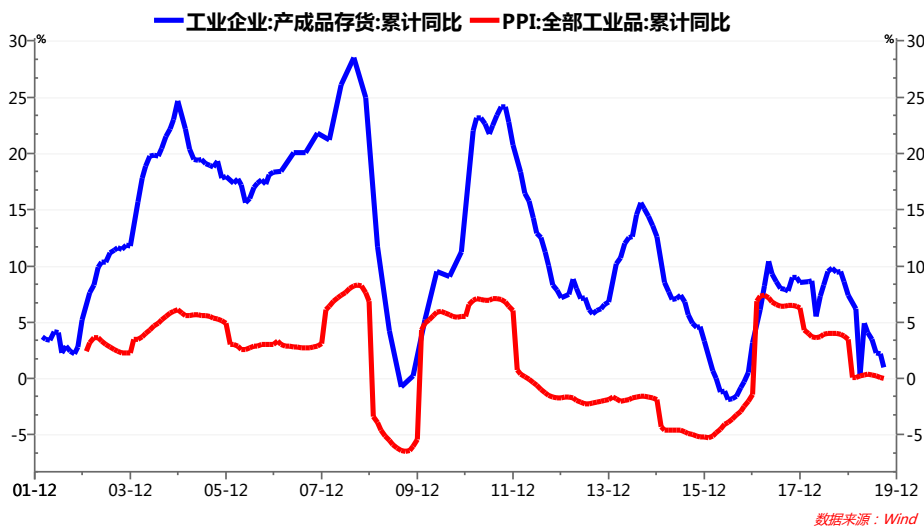




## 6. 库存周期：弱补库

工业产成品库存已经接近历史低位，PPI 大概率已经出现阶段性的底部。2020 年可能出现弱补库。弱补库可能会成为 2020 年市场亮点。

图 28：明年可能出现弱补库



## 7. 政策

### 7.1. 中央经济工作会议定调“稳”字当头

中央经济工作会议 12 月 10 日至 12 日在北京举行，总结 2019 年经济工作，部署 2020 年经济工作。

①总体判断：实际 GDP 增速中枢继续下移，但“稳字当头”。

经济下行压力依然较大，2020 年的经济目标是实现“量的合理增长和质的稳步提升”。预计 2020 年实际 GDP 增速目标将设定为 6.0% 左右。

### ②政策基调：“稳”字当头，稳健把握逆周期调节力度。

会议强调全面做好“六稳”工作，并把“稳增长”作为六项推进工作之首，强调“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。货币和财政政策边际宽松方向进一步确认；房地产政策不会进一步收紧，但全面放松可能性较低，整体基调是“稳”；监管政策不会进一步收紧，宏观杠杆率保持稳定。

**货币政策灵活适度。**强调灵活适度，保持流动性合理充裕，降低融资成本。

**积极的财政政策要大力提质增效。**相比 2018 年“推动更大规模减税、更明显降费”的明显措辞，这次会议并无更多增量加码的表态。维持了积极的定调，强调“大力提质增效，更加注重结构调整”。

### ③六大工作：

第一，贯彻新发展理念。第二，打好三大攻坚战。第三，保民生助力稳社会和促销费。明确“房住不炒”定位，房地产政策确保要“稳”，因城施策。第四，积极财政和稳健货币的组合。第五，推动高质量发展。第六，深化经济体制改革。

## 7.2. 货币政策：灵活适度，稳增长是中短期货币政策的首要目标

### 2019 年货币政策操作：

#### ①三次降准操作

1 月 4 日、25 日，普惠金融定向降准，释放资金 5500 亿元

5 月 15 日，对中小银行定向降准 2800 亿元

9 月 6 日全面降准，释放资金 9000 亿元

#### ②下调 MLF 及逆回购操作利率

11 月 5 日，下调 MLF（366 天期）操作利率 5 个基点

11 月 18 日，下调逆回购（7 天期）操作利率 5 个基点

#### ③LPR（贷款基础利率）报价两次下行

9 月 20 日，下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点

11 月 20 日，下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点，下调 5 年期 LPR 报价 5 个基点

#### ④央行关注通胀，但并不担心长期通胀

央行下一阶段主要政策思路中明确提出要“注重预期引导，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定”。央行认为“我国经济运行总体平稳，总供求大体平衡，不存在持续通胀或通缩的基础”。可以看出，央行已经关注到了结构性通胀，但并不担忧长期的通胀形势。

因此，稳增长是中短期货币政策的首要目标，当前央行面临的首要问题是逆周期调节。

### 展望 2020 年货币政策：

#### ①配合财政发力

专项债额度将继续提高,货币政策需要在必要时予以配合。预计 2020 年新增专项债发行规模将增至 3.35 万亿,较 2019 年增长 1.2 万亿。专项债发行增加会带来流动性缺口,央行需要维持资金面稳定助力专项债融资。

#### ②继续降准

通过降准,一方面补充银行体系的流动性缺口,尤其补充长期限资金;另一方面,降准相当于给银行切蛋糕,降低其负债成本,进而推动其向实体进一步让利。

#### ③公开市场操作利率与 MLF 操作利率继续下调

MLF 和公开市场操作先后利率下调,以往经验看,一旦开启“降息”,就是个开始。

#### ④疏通 MLF-LPR 传导机制,降低实体融资成本

2019 年 LPR 报价机制改革成为降低实际融资成本的重要手段,尤其是宏观经济下行压力进一步加大,而利率传导不畅问题仍然突出。MLF 后续仍有调降空间。预计 2020 年 LPR 报价将继续下调,以降低实体融资成本。

### 7.3. 财政政策：大力提质增效

#### ①2020 赤字率可能上调（2019 年 2.8%）

②预计 2020 新增专项债额度提高,预计将增至 3.35 万亿。投放领域向基建倾斜,降低土地储备和棚改项目的比例。11 月 27 日,财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。同时,政策继续强调各地需尽快落实具体投资项目开展,做好专项债券“早发行、早使用”,确保 2020 年初即可使用见效。

③2020 上半年投放力度加大。9 月 4 日国务院常务会议提到,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。

④预计 2020 减税降费的增量不如 2019 年。预计 2020 年在落实已出台政策的基础上,继续出台新的大规模减税降费政策的概率较低。

## 8. 市场关注事件

**(1) 中美达成第一阶段经贸协议。**2019 年 12 月 13 日,中美双方均宣称已就第一阶段经贸协议文本达成一致,后续需完成法律审核、翻译校对以及正式签署等步骤。协议内容涵盖知识产权、技术转让、农业、金融服务、货币、扩大贸易和争端解决七个方面。

中国国务院新闻办、美国贸易代表办公室发布协议部分内容:①关税方面,美国同意取消 12 月 15 日对剩余约 1800 亿美元商品加征关税,同时对 9 月已加征的商品(约 1200 亿美元)关税税率从 15%降至 7.5%,但继续保留对 2500 亿美元商品加征 25%的关税。②扩大贸易方面,中国承诺在未来两年内增加自美国进口商品和服务总额不低于 2000 亿美元。③农业方面,中国增加购买美国食品、农业和海产品,解决非关税壁垒问题,解除对美国禽肉输华禁令。④知识产权方面,中美在保护商业秘密、制药相关知识产权、地理标志、商标以及打击盗版和假冒商品的执法等领域达成共识。⑤技术转让方面,中国承诺在透明、公平和正当程序下进行技术转让和许可。⑥金融服务方面,中国扩大服务领域市场准入,包括银行、保险、证券和信用评级等服务。⑦货币和外汇方面,中美在汇率政策和透明度方面达成共识,包括避免竞争性贬值、制定汇率目标和提高透明度等。⑧争端解决机制,设立领导层级别和执行层面定期双边磋商机制,并建立解决争端的有力程序,以确保各方以公平和快速的方式解决争端。

当前中美达成第一阶段经贸协议,主要围绕经贸领域展开,且关税仍未全部取消,预计后续第二阶段谈判可能很快启动,仍然要正视贸易摩擦的长期性、艰巨性。

**(2) 美联储宽松不及预期。**如果 2020 年美联储宽松程度不及市场预期，将对新兴经济体带来压力。一些新兴经济体货币政策跟随美联储货币政策，如果 2020 年美联储货币政策宽松程度不及预期，比方说减少降息或者不降息，则对于这些新兴经济体来说压力会比较大。因为这些新兴经济体如果自身基本面较差，货币政策跟随美联储减少降息或不降息，而不是根据自身基本面情况作出相应货币政策，则对这些新兴经济体的经济压力会较大。

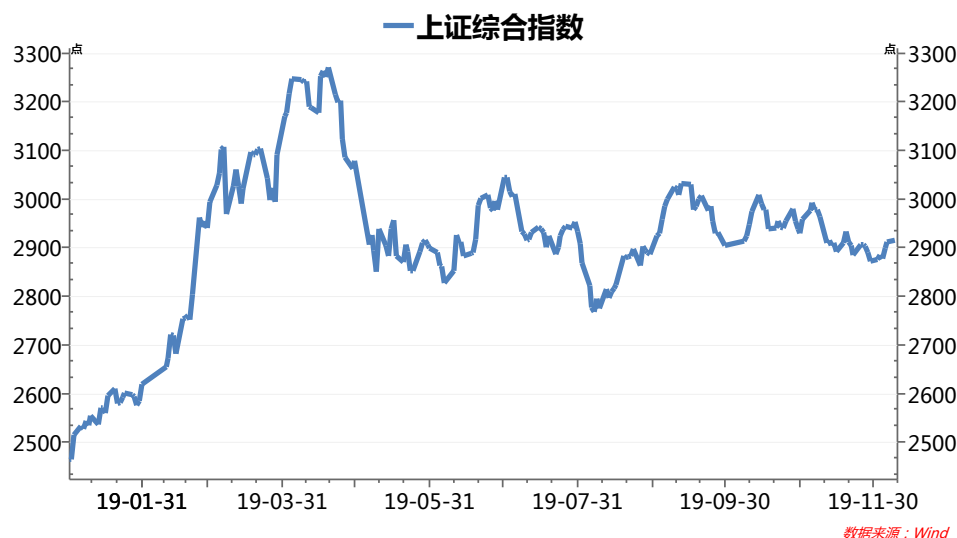
**(3) 英国脱欧。**10 月 28 日欧盟同意将英国脱欧期限延长至 2020 年 1 月 31 日。12 月 12 日进行的英国大选结果显示，英国首相鲍里斯·约翰逊所在的保守党以绝对优势赢得此次大选。鲍里斯·约翰逊应该能够最终取得议会批准他与欧盟在 10 月敲定的脱欧协议，以在 2020 年 1 月 31 日实现脱欧。

## 9. 大类资产配置

### 9.1. 股票

2020 年 1 月，股票市场面临限售股解禁规模较大以及上市公司商誉减值风险的双重压力。随着该双重压力逐渐缓解，2020 年一季度由于财政政策的推进以及利空落地的影响，股票将会出现上涨行情。进入二季度，由于美股有回调风险并且在预期一致的情况下前期盈利盘将面临估值过高风险，股票存回调需求。下半年由于通胀回落货币政策空间更大，预计下半年股票震荡中缓慢上行。

图 29：上证综合指数 2019 年走势



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 9.2. 债券

2020 年经济仍面临较大压力，预计全年经济前高后低，一季度由于猪通胀不断推升 CPI 走高，货币政策回到全面宽松的节奏不会太快。下半年货币政策空间更大。我们预计 2020 年利率前高后低，预计 10 年期国债收益率波动区间为 3%-3.5%，上半年利率可能出现震荡上行，下半年利率将出现下行。

图 30：10 年期国债收益率走势



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 9.3. 大宗商品

2020 年大宗商品交易主线是补库和加大逆周期政策。工业产成品库存已经接近历史低位, PPI 大概率已经出现阶段性的底部。2020 年可能出现弱补库。预计 2020 上半年市场交易补库预期较为强烈, 工业品交易机会较多。另一方面, 基建投资增速将出现回升, 可以关注其弹性, 若反弹力度较大对工业品有较大支撑。另外需要关注的是房地产, 若 2020 房地产政策出现松动, 则房地产投资将继续保持较强韧性, 对工业品有一定支撑。

**图 31: 商品综合指数**



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 9.4. 汇率&黄金

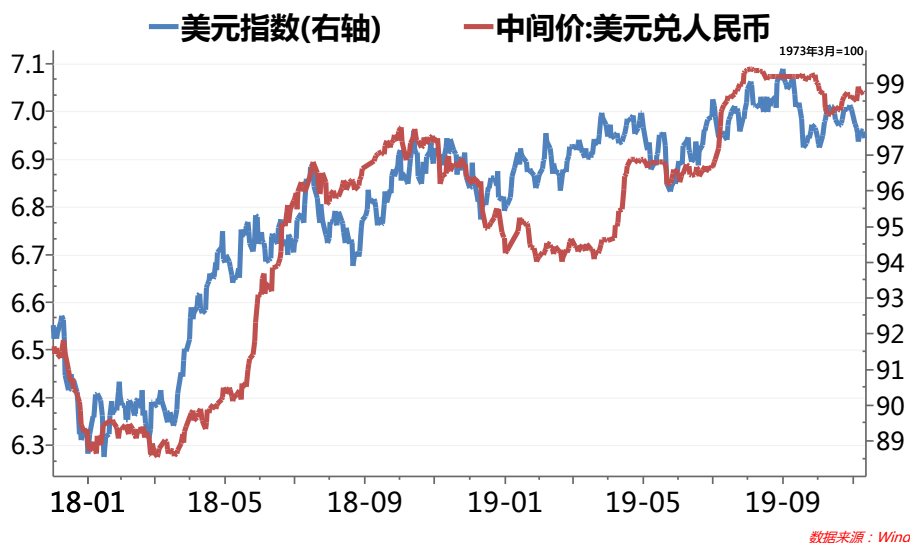
美元: 美国经济虽然继续下行, 但衰退压力减缓, 经济下行速度放缓, 部分经济数据表现良好, 预计 2020 年美元将维持相对较强走势。

人民币：2020 年国内经济仍面临下行压力。另外回看 2019 人民币走势，中美关系和人民币汇率相关性较高，谈判缓和，人民币升；谈判恶化，人民币贬。当前中美达成第一阶段经贸协议，双方关系阶段性缓和。预计 2020 年人民币贬值压力将有所缓解，预计 2020 年走势好于 2019 年。

黄金：预计 2020 年美国下行速度放缓，美联储货币政策逻辑从“中周期调整”，切换回“数据依赖”的“观察模式”。接下来美联储货币政策将重新切换回“数据依赖”的“观察模式”，2020 年美联储是否继续降息，降息节奏如何，将依赖于美国经济数据表现。当前市场预期 2020 年美联储将降息 1-2 次。

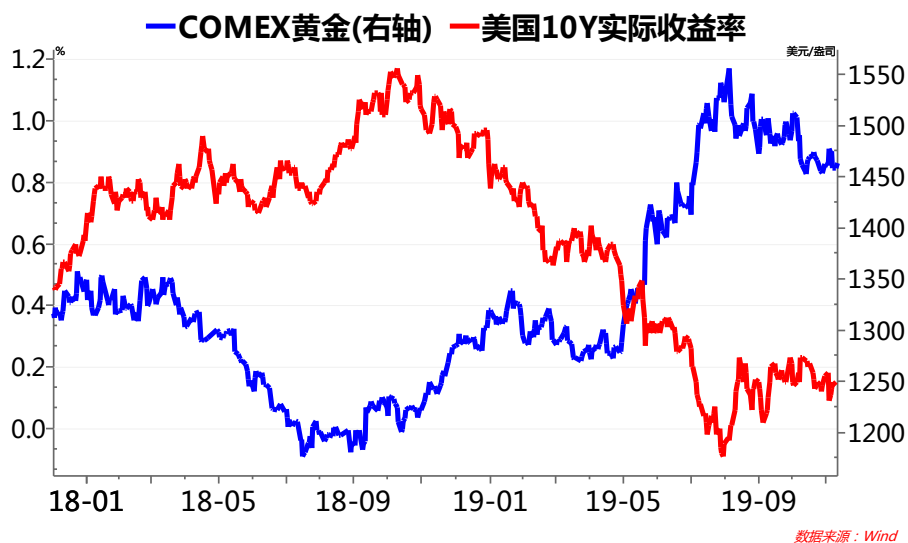
对于黄金来说，当前市场对于美联储宽松预期已经逐步兑现。目前来看，美联储降息出现放缓迹象，美国整体利率下行幅度及速度都将放缓。因此 2020 黄金多头配置性价比降低，预计震荡为主，缺少趋势性行情。

**图 32：美元指数和人民币汇率**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 33：黄金与实际利率**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心



**免责声明：**

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。