



弘业期货股份有限公司  
HOLLY FUTURES CO., LTD.

研究报告——年报

金融研究院 宏观金融事业部

# 宏观经济

## 2019-2020 年度报告（上、下）

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1448 号

宏观研究员

张惠乾

从业资格证号：

F3036196

投资咨询证号：

Z0014677

电话：

025-52278932

邮箱：

zhanghuiqian@ftol.com.cn



## 目 录

### （上）两条主线、三个阶段

#### ——2019 年中国宏观经济与政策回顾

1. 宏观经济政策三阶段.....	4
1.1 从货币政策来看.....	4
1.2 从财政政策来看.....	6
2. 宏观经济表现三阶段.....	8
2.1 从总产出（增长）来看.....	8
2.2 从总价格水平（通胀）来看.....	9
3. 金融市场表现三阶段.....	10
附图：.....	11
当前各品种所处的历史位置.....	11
弘业商品指数.....	12

### （下）收官之年、温和复苏

#### ——2020 年中国宏观经济与政策展望

1. 长期增速换挡、短期温和复苏：经济周期的视角.....	14
1.1 从供给侧来看长期的经济潜在产出.....	14
1.2 从经济中周期来看.....	15
1.3 从经济短周期来看.....	16
2. 收官之年、目标导向：经济政策的视角.....	17
2.1 “全面建成小康社会”收官之年.....	17
2.2 财政政策为主，货币政策为辅.....	17
2.2.1 积极财政政策：“地方债+基建”.....	18
2.2.2 稳健货币政策：“灵活适度”.....	19
3. 基建托底、通胀温和：经济结构的视角.....	19
3.1 房住不炒、基建托底.....	19
3.1.1 从制造业固定资产投资来看.....	19
3.1.2 从房地产投资来看.....	20
3.1.3 从基建投资来看.....	21
3.1.4 从汽车消费来看.....	22
3.2 CPI 通胀回落、PPI 筑底企稳.....	23
3.2.1 从 CPI 来看.....	23
3.2.2 从 PPI 来看.....	24
4. 结论及大类资产配置建议.....	25

# 两条主线、三个阶段

## ——2019 年中国宏观经济与政策回顾

### 摘要：

回顾 2019 年中国宏观经济、政策及金融市场，可以简要概括为“两条主线、三个阶段”。

所谓“两条主线”，一条线是中国宏观经济政策主线，一条线是中美贸易关系主线。宏观经济政策的调整，与中美贸易关系、中国宏观经济形势的变化相互交织、相互影响。

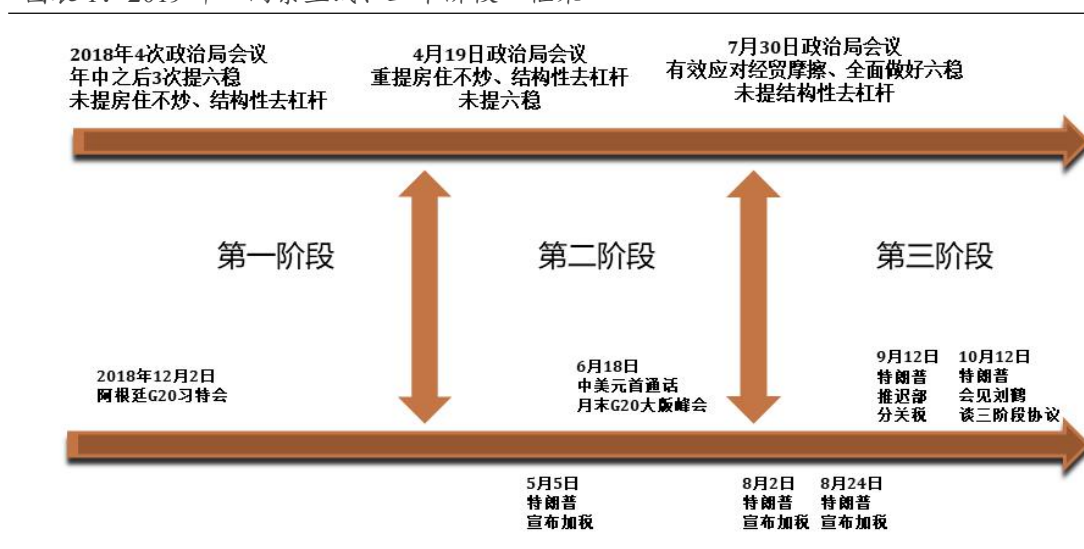
所谓“三个阶段”，是以中国宏观经济政策主线中的两个关键时间节点，即 4 月 19 日政治局会议和 7 月 30 日政治局会议，将 2019 年划分为 3 个阶段。从 2018 年底政治局会议之后至 2019 年 4 月 19 日政治局会议是第一阶段；4 月 19 日至 7 月 30 日政治局会议是第二阶段；7 月 30 日至今是第三阶段。

总体来看，每个阶段的宏观经济政策、宏观经济表现、金融市场表现大体都能相互印证。

## 正文

回顾 2019 年中国宏观经济、政策及金融市场，可以简要概括为“两条主线、三个阶段”。

图表 1：2019 年“两条主线、三个阶段”框架



数据来源：弘业期货宏观金融研究团队根据新闻整理

所谓“两条主线”，一条线是中国宏观经济政策主线，一条线是中美贸易关系主线。宏观经济政策的调整，与中美贸易关系、中国宏观经济形势的变化相互交织、相互影响。

从中美贸易关系主线来说，几个关键的时间节点是5月5日特朗普宣布加税、6月18日中美元首通话及月末G20大阪峰会、8月2日特朗普宣布加税、8月24日宣布加税、9月12日特朗普宣布推迟部分关税、10月12日特朗普会见刘鹤谈三阶段协议。

从中国宏观经济政策主线来说，几个关键的时间节点是2018年12月13日、2019年4月19日、7月30日三次政治局会议对2019年宏观经济政策的定调，以及12月6日政治局会议对2020年宏观经济政策的定调。

所谓“三个阶段”，是以中国宏观经济政策主线中的两个关键时间节点，即4月19日政治局会议和7月30日政治局会议，将2019年划分为3个阶段。从2018年底政治局会议之后至2019年4月19日政治局会议是第一阶段；4月19日至7月30日政治局会议是第二阶段；7月30日至今是第三阶段。

2018 年 4 月 23 日的政治局会议上提出“房住不炒”、“结构性去杠杆”。此后，面对中美贸易战带来的经济下行压力，2018 年 7 月 31 日、10 月 31 日的政治局会议不再提“房住不炒”、“结构性去杠杆”，而是连续提及“六稳”，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。这样的定调，使得 2018 年下半年之后中国的宏观经济政策比上半年边际宽松。2018 年 12 月 13 日的政治局会议对 2019 年经济政策的定调、12 月 19-21 日的中央经济工作会议对 2019 年的经济政策的具体部署都延续了“六稳”。

而 2019 年 4 月 19 日的政治局会议重提“房住不炒”、“结构性去杠杆”，未提“六稳”，与之前 3 次政治局会议及 2018 年中央经济工作会议的定调明显不同。而到了 2019 年 7 月 30 日的政治局会议上，政策基调再次微调，重提“为有效应对经贸摩擦、全面做好六稳”，而未提“结构性去杠杆”。这两次政治局会议的基调微调，使得 2019 年宏观经济政策的阶段性特征比较清晰，即政策经历了“宽-紧-宽”3 个阶段。需要强调的是，这里所称的“宽”和“紧”只是年内的、边际意义上的微调，而非经济中周期意义上的政策基调的转向（实际上，近些年来中国的货币政策基调大多是“稳健中性”、“稳健”，没有再出现过之前“宽松”、“紧缩”这样的政策表述）。

下面，分别从宏观经济政策、宏观经济表现、金融市场表现三方面对 2019 年的三个阶段进行回顾。

## 1. 宏观经济政策三阶段

宏观经济政策主要包括货币政策和财政政策。

### 1.1 从货币政策来看

2018 年底中央经济工作会议上，对 2019 年的货币政策所作的表述是：“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”。货币政策工具包括数量型工具和价格型工具，这里我们采用存款准备金率作为数量型货币政策工具的代表，采用 7 天逆回购利率、1 年期 MLF 利率、1 年期和 5 年期 LPR 利率作为价格型货币政策工具的代表。

表 1：2019 年存款准备金率调整情况

宣布日期	实施日期	全面/定向	具体内容	释放资金
2019 年 1 月 4 日	1 月 15 日	全面降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	约 1.5 万亿元
	1 月 25 日		下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	
2019 年 5 月 6 日	5 月 15 日	定向降准	对仅在本县级行政区域内经营，或在其它县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次为 8%	约 0.28 万亿元
	6 月 17 日			
	7 月 15 日			
2019 年 9 月 6 日	9 月 16 日	全面降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	约 0.8 万亿元
	10 月 15 日	定向降准	对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点	约 0.1 万亿元
	11 月 15 日		对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点	

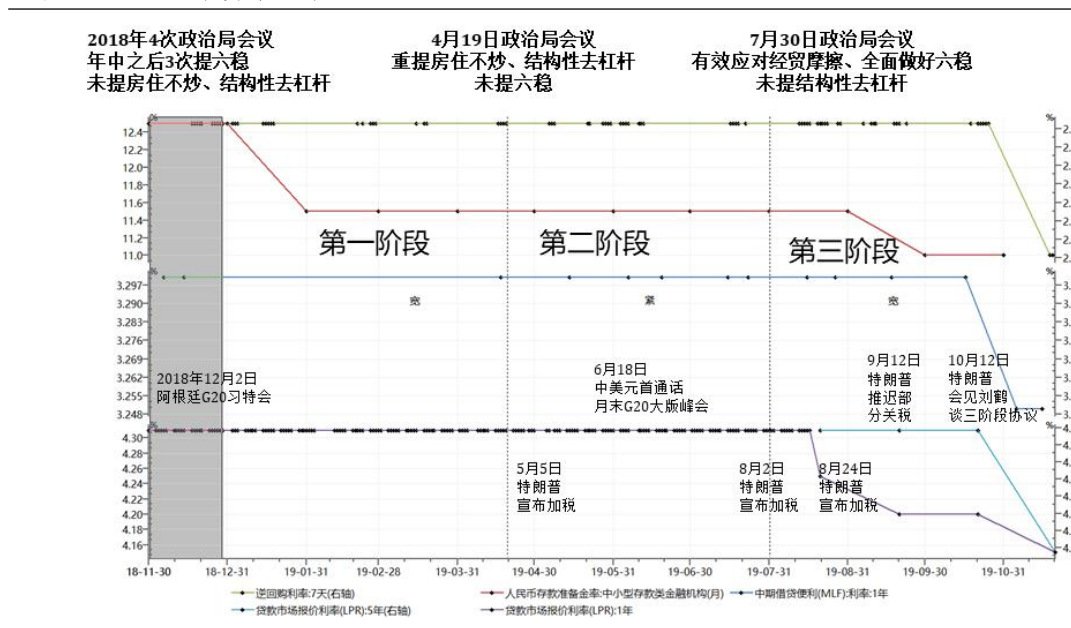
数据来源：中国人民银行网站，弘业期货宏观金融研究团队根据新闻整理

在第一个阶段，货币政策延续了 2018 年中以来的边际宽松，以 2019 年 1 月份的两次全面降准为标志，即 1 月 15 日和 1 月 25 日各下调存款准备金率 0.5 个百分点。

在第二个阶段，货币政策边际趋紧，无论是数量型工具如存款准备金率、还是价格型工具如几个政策利率，都没有延续 2018 年以来的下调趋势，而是大多保持不变，仅实施了对部分符合条件农商行的定向降准。

在第三个阶段，货币政策再次边际放松。数量型工具方面，9 月 6 日宣布于 9 月 16 日全面降准 0.5 个百分点，10 月 15 日、11 月 15 日两次定向降准各 0.5 个百分点。价格型工具方面，8 月 16 日国常会提出改革完善 LPR 形成机制后，8 月 20 日的首次报价 1 年期 LPR 比之前下降 5 个基点；9 月 20 日 1 年期 LPR 较首次报价降低 5 个基点；11 月 5 日央行调降中期借贷便利（MLF）利率；11 月 18 日央行以利率招标方式开展了 1800 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率较此前中标利率下降 5 个基点，这是 7 天期逆回购利率逾四年来首次下调；11 月 20 日，1 年期 LPR 利率调降 5 个基点，5 年期 LPR 利率调降 5 个基点。

图表 3：2019 年货币政策三阶段



数据来源：Wind，弘业期货

## 1.2 从财政政策来看

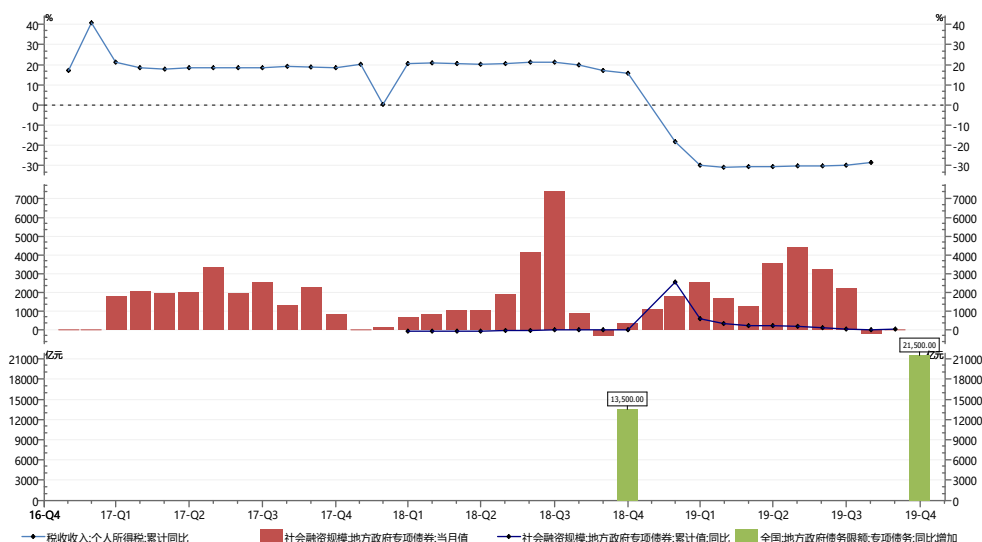
2018 年底中央经济工作会议上，对 2019 年的财政政策所作的表述是：“积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”。因此我们采用个人所得税收入增速、社会融资规模中的地方政府专项债分项的增速（以下简称“社融\_地方债分项”）作为财政政策工具的代表。

在第一个阶段，2019 年 1 月 1 日起实施新的个人所得税法，个人所得税同比增速大幅下降，由 2017 年以来的 20% 左右大幅下降为 2019 年的 -30% 左右，这是“更大规模减税降费”的重要体现之一。2019 年的地方专项债新增额度是 21500 亿元，较 2018 年的 13500 亿元增加了约 60%，这是“较大幅度增加地方政府专项债券规模”的体现；而在 2019 年 1 季度，社融\_地方债分项累计同比增速高达 600%，地方债在第一阶段发行并使用的力度大、节奏快。

在第二个阶段，6 月 10 日印发的《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》明确，允许专项债资金作为符合条件的重大基建项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持。这是地方债重点投向基

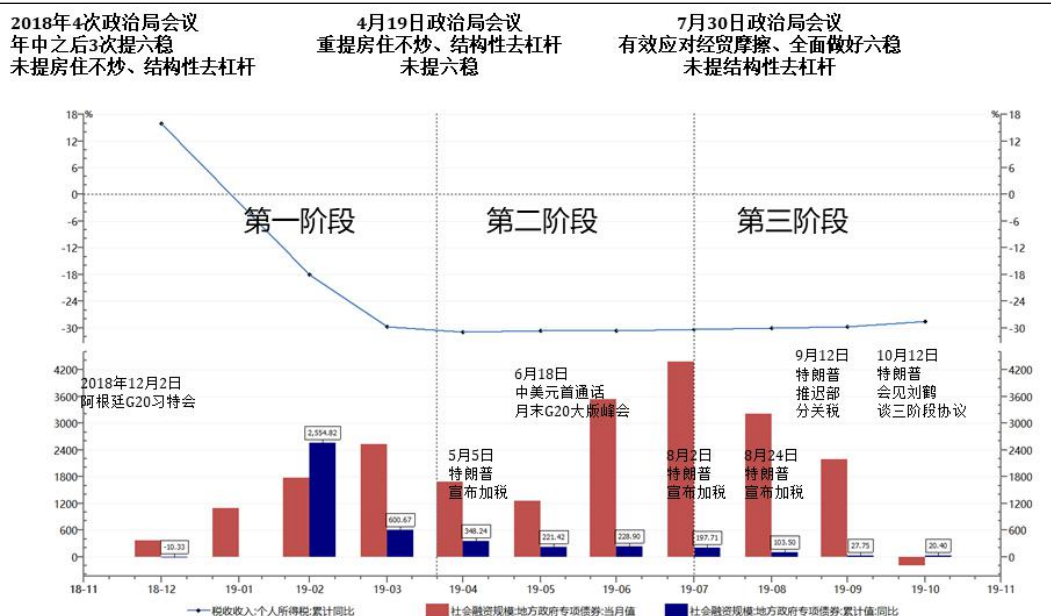
建项目的重大转变。通知还提出各地要力争当年9月底前发行完毕，尽早发挥资金使用效益。

图表 4：更大规模减税降费、较大幅度增加地方债



数据来源：Wind，弘业期货

图表 5：2019 年财政政策三阶段



数据来源：Wind，弘业期货

在第三个阶段，9月4日国务院常务会议决定，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，并扩大地方债用于基建项目

的范围。11月13日国务院常务会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，对补短板的基础设施项目，最多可降低资本金最低比例5个百分点，多数基建项目之前的资本金比例为25%-30%，此次降低使得地方债用于基建项目的杠杆倍数由3-4倍提升至4-5倍。

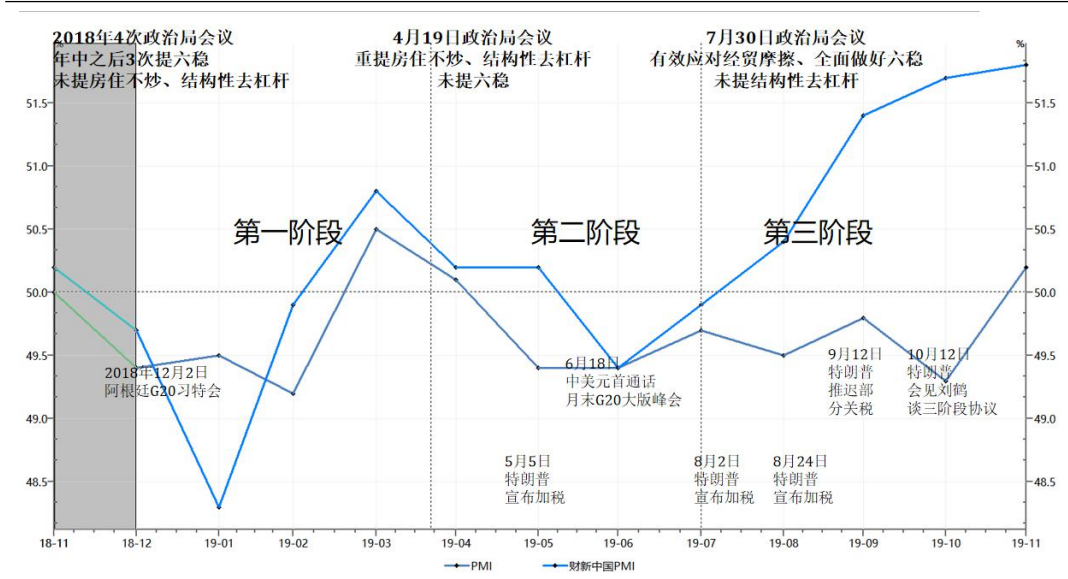
## 2. 宏观经济表现三阶段

宏观经济表现主要从总产出（增长）和总价格水平（通胀）两个方面进行回顾。

### 2.1 从总产出（增长）来看

由于GDP指标每个季度公布一次，2019年目前只有3个季度GDP数据，因此我们采用数据频率更高的PMI数据来表征总产出。由于中国物流与采购联合会PMI（官方PMI）与财新PMI两个指标调查样本范围不一致，两个指标走势也不尽一致，我们采用这两个指标来共同印证总产出（增长）的走势。

图表6：2019年产出增长（以PMI表征）三阶段



数据来源：Wind，弘业期货

在第一阶段，两个PMI的走势总体上都是由1、2月份位于荣枯线50以下的低点，在3月底大幅走高至荣枯线50之上，趋势上行。

在第二个阶段，两个 PMI 的走势仍然大体一致，都是从 3 月底的高点震荡回落至荣枯线 50 的下方，趋势下行。

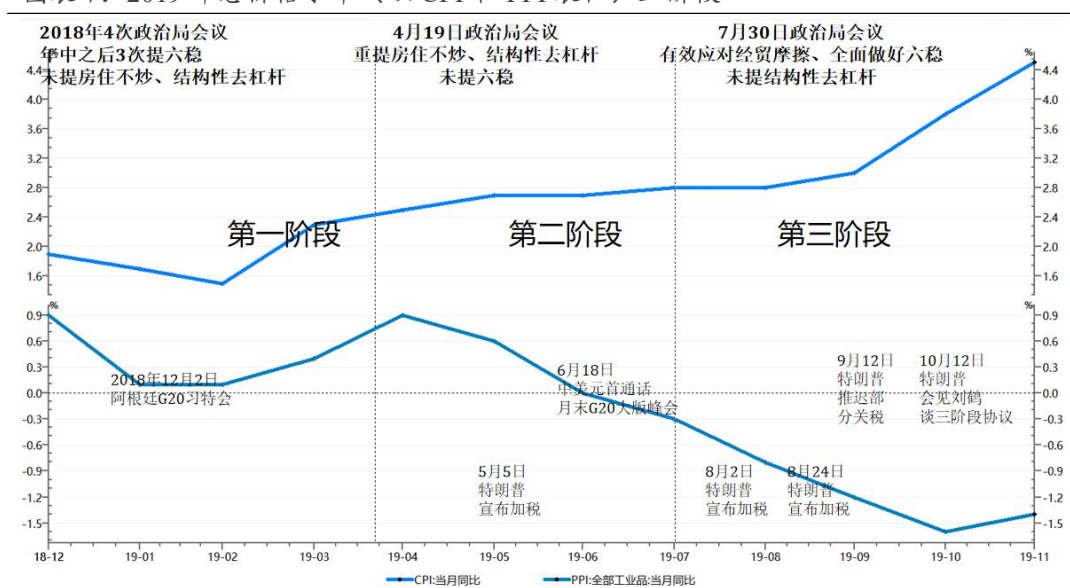
在第三个阶段，两个 PMI 的走势出现了一定的分化，官方 PMI 走势较弱、财新 PMI 则于第三阶段伊始就强势的上冲至荣枯线之上并逐月走高。但总体来看，两个 PMI 的趋势都是上行。

不难看出，PMI 在三个阶段走出了“上-下-上”的特征，与宏观经济政策“宽-紧-宽”的阶段特征恰好对应。

## 2.2 从总价格水平（通胀）来看

由于工业品和农业品的价格走势不尽一致，我们选取 PPI 和 CPI 两个价格指数来表征总价格水平。

图表 7：2019 年总价格水平（以 CPI 和 PPI 表征）三阶段



数据来源：Wind，弘业期货

在第一阶段，两个指标走势基本一致，由 1、2 月份的低点走向 3 月份的高点，与 PMI 的走势很类似。

在第二阶段，两个指标有一定的分化；CPI 缓慢上行；PPI 由 3 月底的高点回落，并于 6、7 月份落入 0 轴下方，陷入负增长。

在第三阶段，两个指标分化严重；CPI 大幅走高；而 PPI 则继续在 0 轴下方走低。

CPI 的走高反应了猪肉价格的大幅快速上涨；PPI 走低则反应了由于经济短周期疲弱，工业品需求不足、价格跌势未止。

### 3. 金融市场表现三阶段

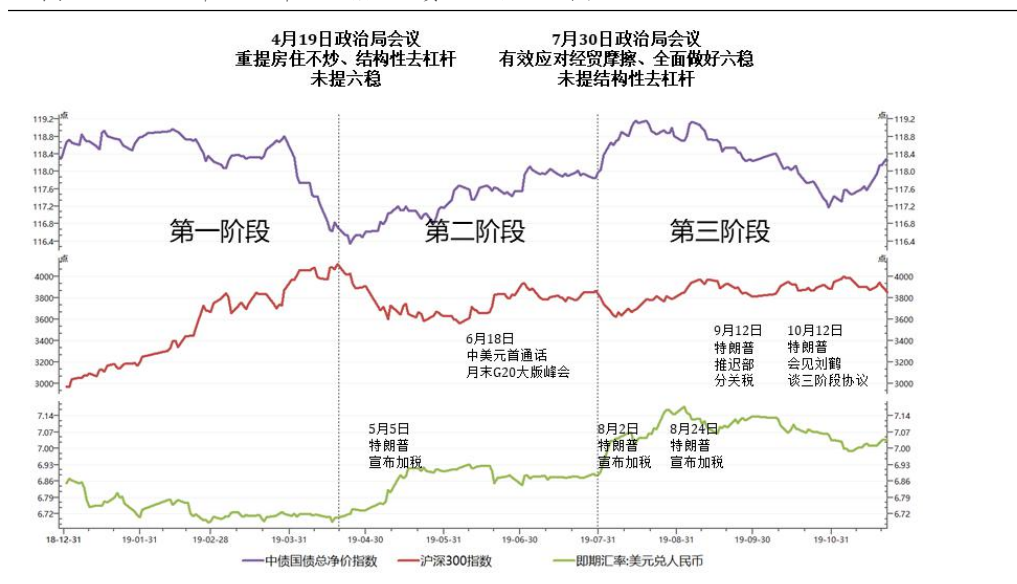
金融市场主要从股、债、汇三个市场进行回顾。股票市场选取沪深 300 指数作为代表，债券市场选取中债国债总净价指数作为代表，汇率市场选取美元兑人民币即期汇率作为代表。

在第一阶段，政策偏宽松、PMI 上行、通胀较低、中美贸易关系缓和；映射在金融市场上，股涨债跌，人民币升值。

在第二阶段，政策边际收紧、PMI 下行、通胀仍低、中美贸易摩擦升级；映射在金融市场上，股震荡调整，债涨，人民币在中美贸易摩擦升级时阶梯式贬值、缓和时反弹。

在第三阶段，政策边际放松、两 PMI 分化、CPI 大幅走高、中美贸易摩擦升级；映射在金融市场上，股震荡横盘，债宽幅震荡（涨-跌-涨）；人民币在中美贸易摩擦升级时阶梯式贬值、缓和时反弹。

图表 8：2019 年金融市场（股、债、汇）三阶段



数据来源：Wind，弘业期货

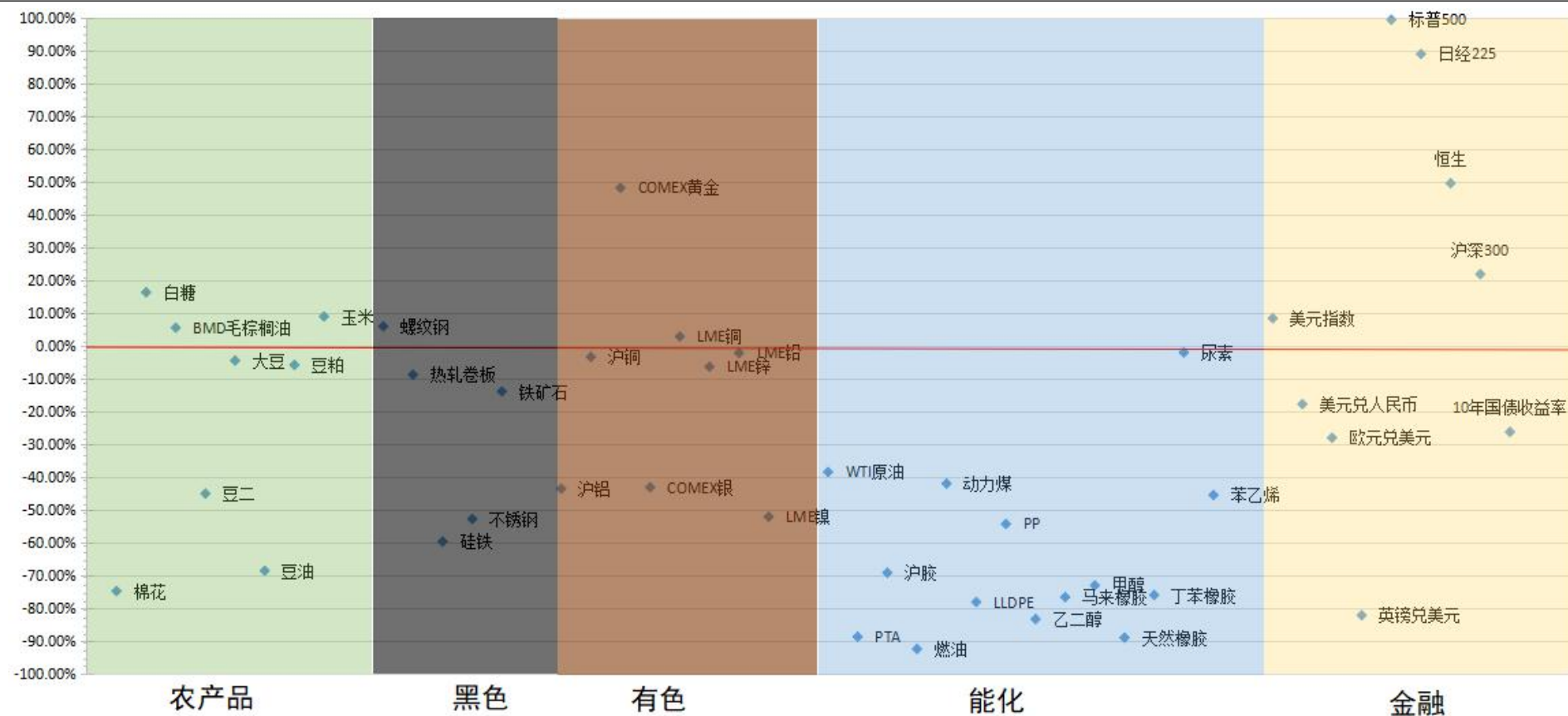
总体来看，2019 年“两条主线、三个阶段”，每个阶段的宏观经济政策、宏观经济表现、金融市场表现大体都能相互印证。



附图：

## 当前各品种所处的历史位置

图表：当前各品种所处的历史位置（2007-2019）



数据来源：Wind，弘业期货



## 弘业商品指数

弘业有色金属指数 (20181218-20191218)



弘业农产品指数 (20181218-20191218)



弘业化工指数 (20181218-20191218)



弘业黑色指数 (20181218-20191218)



数据来源: Wind, 弘业期货官网 <http://www.ftol.com.cn/main/yfzx/hongyeyzhishu/sshq/index.shtml>

# 收官之年、温和复苏

## ——2020 年中国宏观经济与政策展望

### 摘要：

**从经济周期的视角来看。**中国经济高速增长时代结束，经济正在向中增速、高质量发展的“新常态”切换。中周期来说，如果用“谷-谷”法对名义 GDP 增速进行周期划分，目前可能处于 2017 年以来的新一轮中周期的复苏阶段。短周期来说，2020 年 PMI 短周期仍有望继续回升，2020 年底前后可能是制造业 PMI 短周期见顶期。

**从经济政策的视角来看。**2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年。2019 年 12 月 6 日政治局会议、12 月 10 日-12 日中央经济工作会议罕见的提出“坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具”。无论明年外部环境如何风云变幻，宏观经济政策都将会“坚持目标导向、结果导向”，确保 2020 年经济增长目标的实现。至于逆周期政策的节奏和力度，以及整个宏观经济的年内节奏、最终需求结构，还是要视外部环境而定。中美贸易摩擦升级，逆周期调节政策加力；中美贸易关系好转，逆周期调节政策保持定力。

**从经济结构的视角来看。**2020 年制造业固定资产投资增速筑底或略温和反弹、房地产投资增速持稳或略温和回落、汽车消费增速筑底小幅回升至 0 附近、中美贸易关系影响下的出口仍旧存在不确定性，为了确保完成“十三五”规划、全面建成小康社会的目标，基建投资在 2020 年仍将担当托底重任。从需求侧结构来看 2020 年中国经济有望延续目前的短周期复苏态势。

2020 年春节之后猪肉价格将继续持稳回落，预计 CPI 在一季度达到峰值后温和回落；2020 年原油价格大幅下跌可能性非常小，中国总需求温和回暖之下，PPI 有望摆脱 2016 年末、2017 年初以来的下行趋势，筑底企稳于 0 轴附近。CPI 下行、PPI 企稳，CPI 与 PPI 的剪刀差有望收窄；整体通胀水平温和，对货币政策几无掣肘。

**总之，**中国经济长期而言增速换挡，2020 年短期温和复苏；根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，本文认为 2020 年股票将在大类资产中表现较优，商品和债券表现次之，人民币汇率进入升值通道。

## 正文

本文从宏观经济周期、宏观经济政策、宏观经济结构三个视角，对 2020 年中国经济进行展望分析。

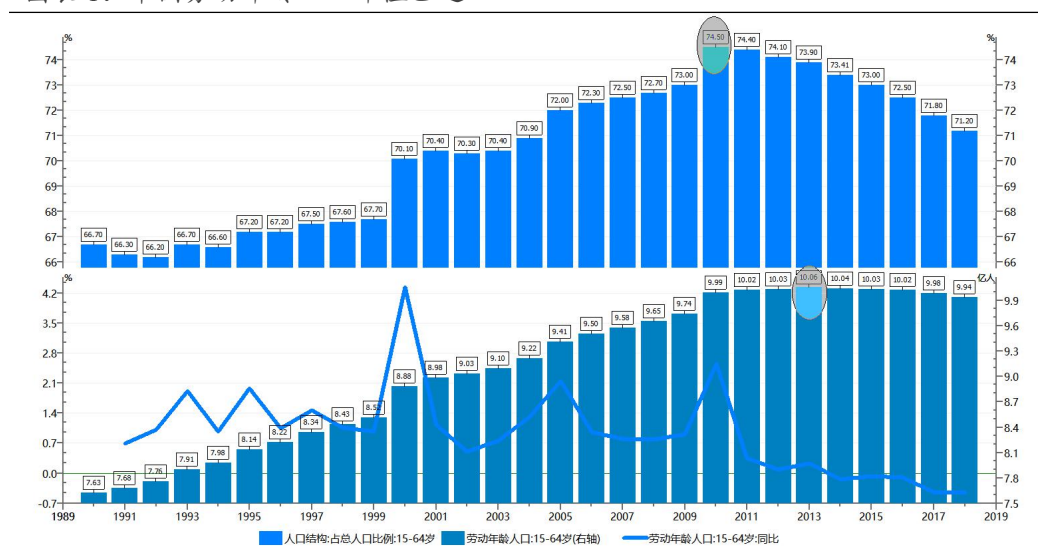
## 1. 长期增速换挡、短期温和复苏：经济周期的视角

### 1.1 从供给侧来看长期的经济潜在产出

从供给侧来看中国经济未来的长期增长潜力，劳动、资本的要素驱动模式已经难以为继。未来经济的主要驱动力来自于技术创新、进一步改革开放所带来的全要素生产率的提升。

看劳动。中国劳动年龄人口占总人口比重于 2010 年达到峰值，劳动年龄人口绝对值于 2013 年达到峰值；此后，中国人口老龄化开始加速。

图表 1：中国劳动年龄人口峰值已过



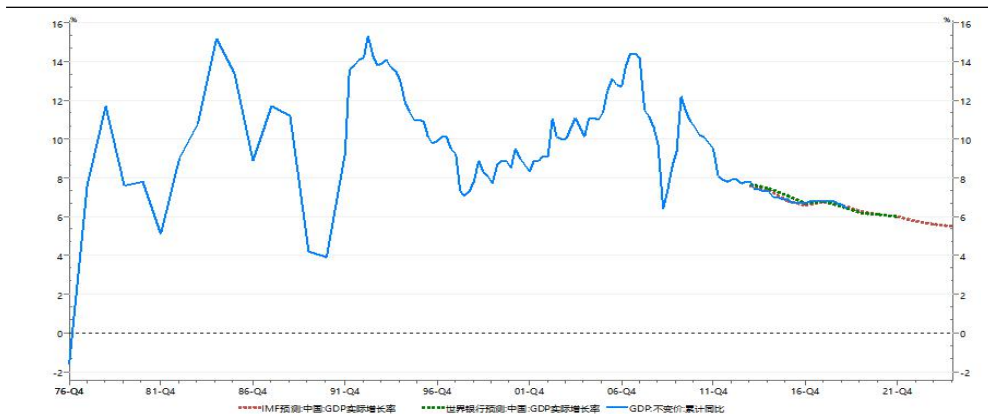
数据来源：Wind，弘业期货

看资本。经过 70 年的积累，中国目前的人均资本拥有量已经大幅提高，工业化已经基本完成，城镇化水平大幅提高并还将继续推进，虽然仍然具备巨大的投资潜力，但投资增速的峰值也已经成为过往。

看改革开放。对内改革、对外开放，大幅提升了中国的全要素生产率，并仍将继续提升；但爆发性的提升也已成为过去。

根据 IMF 和世界银行的预测，2021 年开始中国的经济潜在增速将落在 6% 以下，长期来看 6% 以上的增速将难得一见。高增长时代结束，经济正在向中增速、高质量发展的“新常态”切换，由要素驱动迈向创新驱动。

图表 2：中国经济潜在增速进入“新常态”

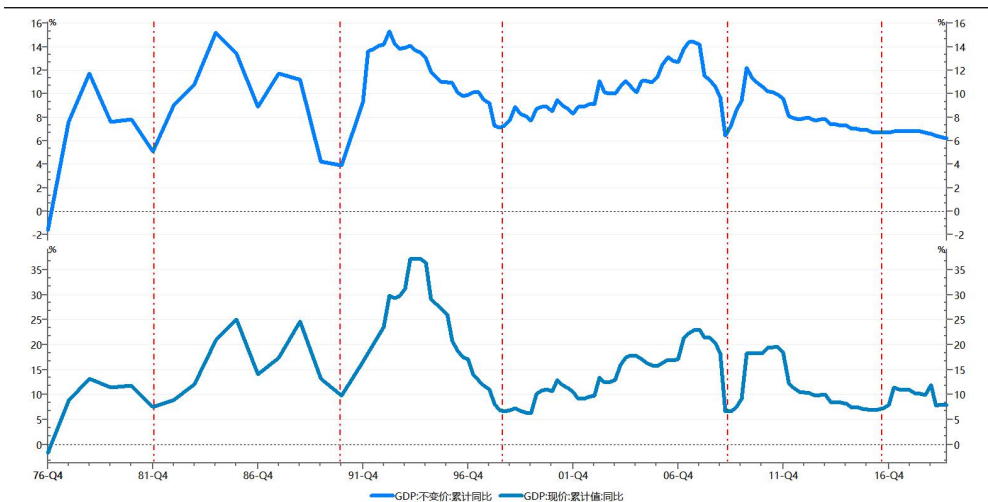


数据来源：Wind，弘业期货

## 1.2 从经济中周期来看

我们以 GDP 同比增速指标用“谷-谷”法划分经济中周期。自 1976 年至今，中国经济可以划分为 5 轮中周期，每轮周期 5-11 年，平均 7-8 年。

图表 3：中国经济中周期划分（1976-2019）



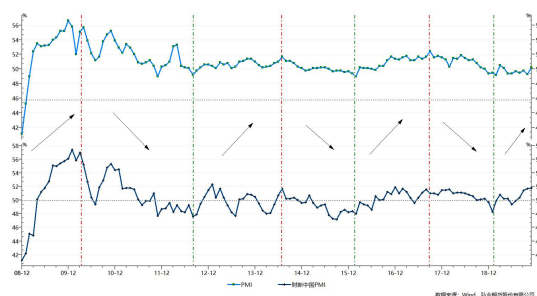
数据来源：Wind，弘业期货

2008 年金融危机之后，2009 年开始的一轮中周期，如果以实际 GDP 增速来看，2012 年至今没有明显的波动，曲线比较平直；如果以名义 GDP 增速来看，2016 年名义 GDP 有一个明显的谷底，2017 年之后有一个明显的回升。因此，如果用“谷-谷”法对名义 GDP 增速进行周期划分，2009 年以来的一轮中周期可能已经于 2016 年结束；目前可能处于 2017 年以来的新一轮中周期的复苏阶段。由于经济潜在产出增速长期趋于下行，因此以名义 GDP 衡量的本轮经济中周期可能会表现较弱。

### 1.3 从经济短周期来看

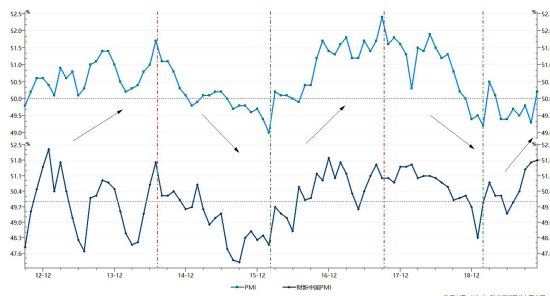
我们以制造业 PMI（包括中国物流与采购联合会制造业 PMI 和财新中国制造业 PMI）来衡量经济短周期。自 2009 年中周期以来，可以划分为 3 轮半 PMI 短周期，一轮短周期时长 3-5 年，上升、下降的半周期大约 1-2 年，平均 1.5 年左右。2016 年初至 2019 年初可以视为“谷-谷”法的一轮 PMI 短周期。

图表 4：中国经济短周期划分（2009-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

图表 5：中国经济短周期划分（2012-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

自 2019 年初以来，中采制造业 PMI 筑底弱势回升，而财新制造业 PMI 触底后强势回升。从简单的经验法则来看，2020 年 PMI 短周期仍有望继续回升，2020 年底前后可能是制造业 PMI 短周期见顶期。

## 2. 收官之年、目标导向：经济政策的视角

### 2.1 “全面建成小康社会”收官之年

2019 年 12 月 6 日政治局会议、12 月 10 日-12 日中央经济工作会议指出，“2020 年是全面建成小康社会和‘十三五’规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标”。早在本世纪初的十六大上，中央就明确提出了到 2020 年“全面建成小康社会”的目标，以迎接 2021 年建党 100 周年；此后的十七大、十八大、十九大，均以“全面建成小康社会”为主题。在顶层设计当中，2020 年是一个政治含义非常重大的关键节点，是中国政治经济发展的关键转折之年。毫无疑问，2020 年各项改革发展目标尤其是硬性目标都必定完成。

从经济增速指标来说，“到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”是一个硬性目标，对于明年的经济工作是一个硬约束。2019 年 12 月 6 日政治局会议、12 月 10 日-12 日中央经济工作会议罕见的提出“坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具”。无论明年外部环境如何风云变幻，宏观经济政策都将会“坚持目标导向、结果导向”，确保 2020 年经济增长目标的实现。至于逆周期政策的节奏和力度，以及整个宏观经济的年内节奏、最终需求结构，还是要视外部环境而定。中美贸易摩擦升级，逆周期调节政策加力；中美贸易关系好转，逆周期调节政策保持定力。

此次中央经济工作会议对于“三大攻坚战”的部署尤其值得关注。2017 年底中央经济工作会议提出“今后 3 年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战”，其中“防风险”被列为三大攻坚战之首。而此次中央经济工作会议将“防风险”移至末位，且表述非常乐观：“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定”。这个重大变化再次表明，2020 年“去杠杆”将被淡化，宏观经济政策基调偏边际宽松。

### 2.2 财政政策为主，货币政策为辅

2019 年中国宏观经济政策的一个特征是“财政政策为主，货币政策为辅”。究其原因，中国经济面临的一大核心主题是“经济结构转型升级”；财政政策除了具有总量效应，其结构性、针对性更强；而货币政策主要作用于总量，即使央行提出“精准滴灌”、创设了定向降准、TMLF 等“结构性货币政策工具”，但是相对于财政政策而言货币政策的效果还是更加难以“定向”。例如，在“房住不炒”的当下，如果货币政策过于宽松，很容易加大房地产市场的价格波动。2020 年逆周期调节政策的着力点不能指望房地产投资，还是要落在基建投资上；宏观经济政策仍将延续“财政政策为主、货币政策为辅”的格局。

此次中央经济工作会议对财政政策和货币政策总的表述是：“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”，总基调仍然是这些年来一以贯之的“积极”、“稳健”；而资金投向则明确“先进制造”和“民生、基础设施建设”。

### 2.2.1 积极财政政策：“地方债+基建”

中央经济工作会议对财政政策的表述是：“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生”。“提质增效”前面的定语“大力”表明了力度。

地方专项债作为资金来源、基建投资作为资金投向，“地方债+基建”组合预计将是 2020 年财政政策进行逆周期调节的主要工具。

2019 年 6 月 10 日印发的《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》明确，允许专项债资金作为符合条件的重大基建项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持。这是地方债重点投向基建项目的重大转变。11 月 13 日国务院常务会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，对补短板的基建项目，最多可降低资本金最低比例 5 个百分点。多数基建项目之前的资本金比例为 25%-30%，此次降低使得地方债用于基建项目的杠杆倍数由 3-4 倍提升至 4-5

倍，使得地方债用于基建项目资本金所能撬动的投资规模大增。9月4日国务院常务会议决定，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，并扩大地方债用于基建项目的范围。这将确保2020年一季度乃至整个上半年基建投资发力，为托底全年经济增长目标提前打好基础、留出余地。

### 2.2.2 稳健货币政策：“灵活适度”

中央经济工作会议对货币政策的表述是：“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。相较去年，此次会议对流动性的表述没有改变，仍为“合理充裕”，但稳健货币政策的总要求从“松紧适度”改成了“灵活适度”，意味着货币政策要“以目标为导向，结果为导向”，视全年目标完成情况而定，视中国通胀和增长形势、中美贸易关系、美联储货币政策等灵活微调。全面降准、定向降准、降MLF利率并引导LPR利率下行等货币政策工具，将视情况需要灵活推出。

## 3. 基建托底、通胀温和：经济结构的视角

### 3.1 房住不炒、基建托底

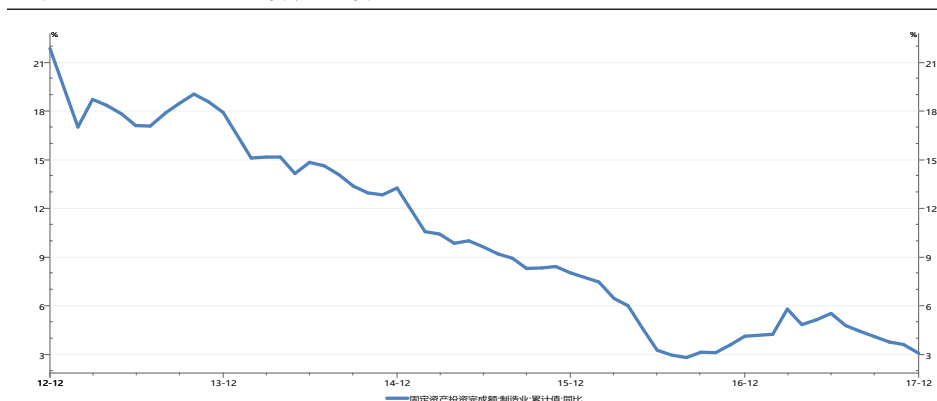
从总需求的视角看，经济周期波动的主要来源是投资需求的波动。在我国当前的投资需求结构中，制造业固定资产投资、房地产投资、基础设施建设投资是总投资三大支柱，三项合计约占总投资的80%左右。此外，消费需求当中汽车消费的占比和波动相对较大。

#### 3.1.1 从制造业固定资产投资来看

自2011年见顶以来，制造业固定资产投资增速处于2008年金融危机之后的中周期下行趋势中，2016年降至3%以下；2017年尤其是2018年出现了明显的反弹，一度达到2018年底的9%左右；而2019年再度快速下行至3%以下。

我们认为，经过供给侧改革去产能（尤其是 2016-2017 年），制造业的产能过剩状况得到极大改善，市场臻于出清；2018 年中美贸易战环境下制造业投资增速反弹即是证明。2019 年企业对于中美贸易摩擦的长期性有了充分认识，固定资产投资心态谨慎，增速再次探底。在 2020 年货币政策边际偏宽松的判断下（尤其是对长期固定资产投资刺激作用较大的 5 年期 LPR 利率），我们认为 2020 年制造业固定资产投资增速有望筑底成功，不排除温和反弹的可能，增速应在 3% 以上。

图表 6：制造业固定资产投资增速（2012-2019）

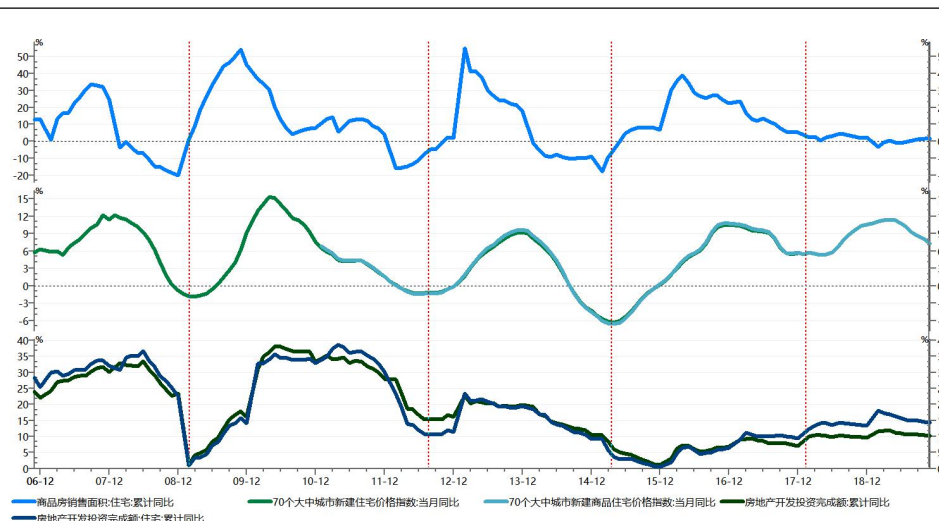


数据来源：Wind，弘业期货

### 3.1.2 从房地产投资来看

我们采用销售面积、房价、房地产开发投资增速 3 类指标来描述房地产市场。

图表 7：房地产短周期（2007-2019）

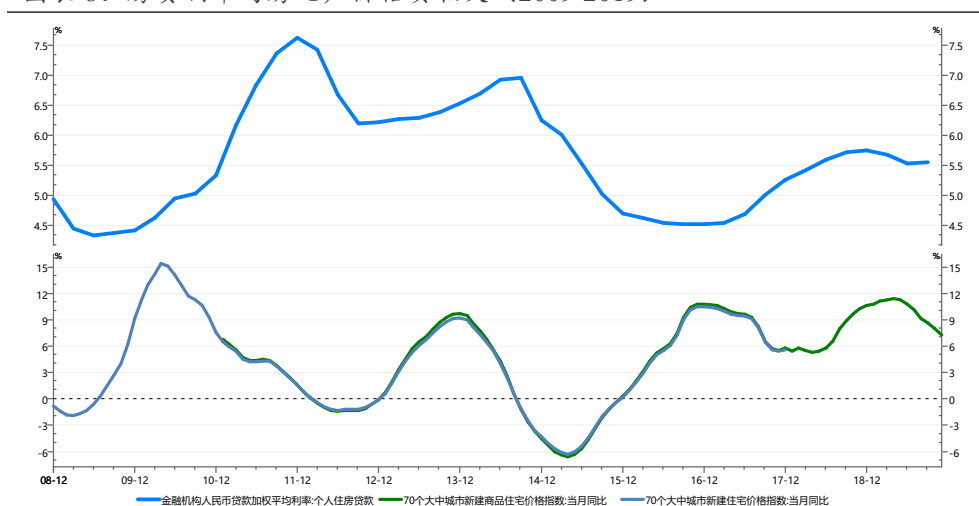


数据来源：Wind，弘业期货

自 2009 年以来，房地产市场经历了大约 4 轮短周期，每轮短周期 3 年左右，目前正处于第 4 轮短周期的回落期。前 2 轮周期波动峰谷比较明显，第 3 轮短周期波动减弱，目前的第 4 轮短周期波动最小（除了房价的波动在图中能辨识出来，销售面积和房地产开发投资增速的峰谷在图中几乎无法辨识）。

进一步来看，房地产短周期与货币政策周期关系非常密切，房贷利率与房价从长期来看呈现高度负相关关系。

图表 8：房贷利率与房地产价格负相关（2009-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

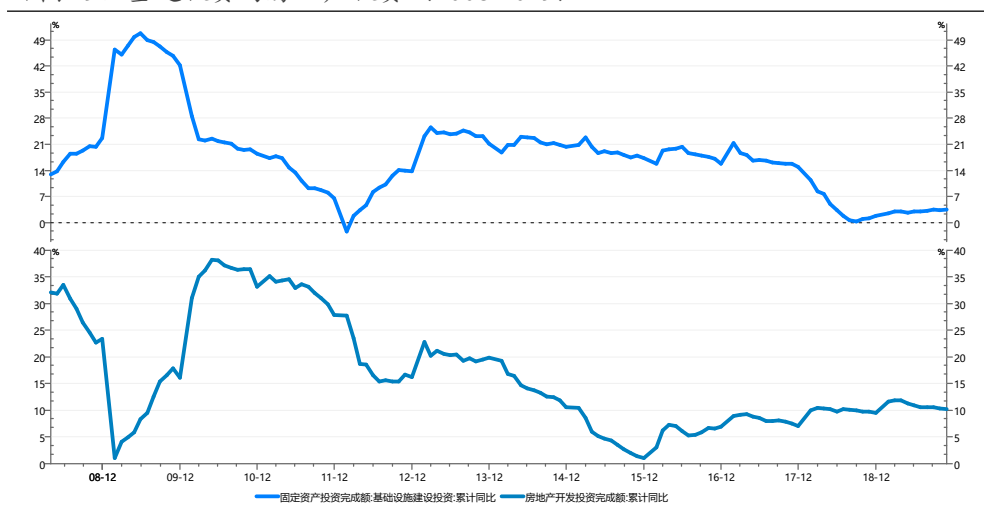
目前，从货币政策判断，“房住不炒”之下，房贷利率难以大幅下行，但在货币偏宽松周期里，也不会上行，稳字当头；2020 年房价增速仍可能温和回落，但也不会出现之前几轮短周期中的负增长，仍是以稳为主。商品房销售面积增速可能维持目前 0 轴上下波动、房地产开发增速可能从目前的 10% 左右略回落至 6%-8%。

### 3.1.3 从基建投资来看

基建投资历来是逆周期调节的重要政策工具，尤其是 2008 年金融危机以来表现得尤其明显。从图 9 可以看出，房地产投资增速与基建投资增速在长期呈现一定的负相关关系；每当房地产投资增速处于阶段性低谷时，基建投资增速就会发力；反之，每当房地产投资增速高企时，基建投资增速都会

回落。2018 年数次降准之下，虽然房贷利率由于“房住不炒”依然略有上升，但房地产价格同比增速仍然录得上行，房地产投资增速充分体现出韧性。在此背景下，基建投资增速 2018 年大幅下行，由近几年的 15%-25% 左右一度降至 0 附近。2019 年为了对冲贸易摩擦带来的经济下行压力，基建投资增速有所回升，反弹至 3% 上下。

图表 9：基建投资与房地产投资（2008-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

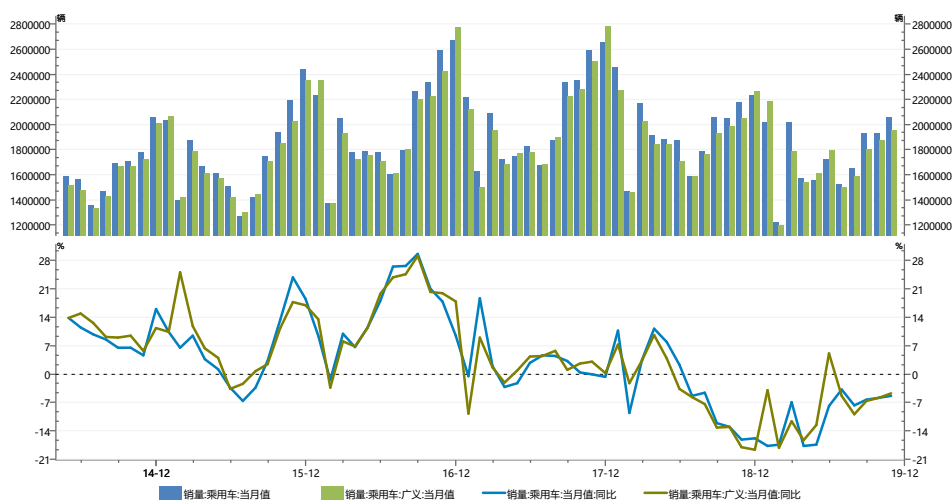
前文提到，2020 年房地产投资保持韧性略温和回落，制造业投资筑底或温和反弹，中美贸易关系影响下的出口仍旧存在不确定性；为了确保完成“十三五”规划、全面建成小康社会的目标，基建投资在 2020 年仍将担当托底重任。预计上半年力度较大、为全年目标实现打下坚实基础，下半年视中美关系、经济目标实现情况而定；全年基建投资增速可能在 5% 以上，如果房地产投资增速、中美贸易关系影响下的出口增速等方面不及预期，基建投资增速将更高。

#### 3.1.4 从汽车消费来看

2018-2019 年中国汽车销量同比连续负增长，宣告中国汽车消费双位数高增长时代结束，正式进入存量时代。但受益于 2018-2019 年以来的低基数，2020 年汽车消费同比增速有望小幅回升至 0 附近。

图表 10：汽车销量（2013-2019）

请务必阅读文后的免责声明部分



数据来源: Wind, 弘业期货

总之,制造业固定资产投资增速筑底或略温和反弹、房地产投资增速持稳或略温和回落、汽车消费增速筑底小幅回升至 0 附近、中美贸易关系影响下的出口仍旧存在不确定性,为了确保完成“十三五”规划、全面建成小康社会的目标,基建投资在 2020 年仍将担当托底重任。从需求侧结构来看 2020 年中国经济有望延续目前的短周期复苏态势。

### 3.2CPI 通胀回落、PPI 筑底企稳

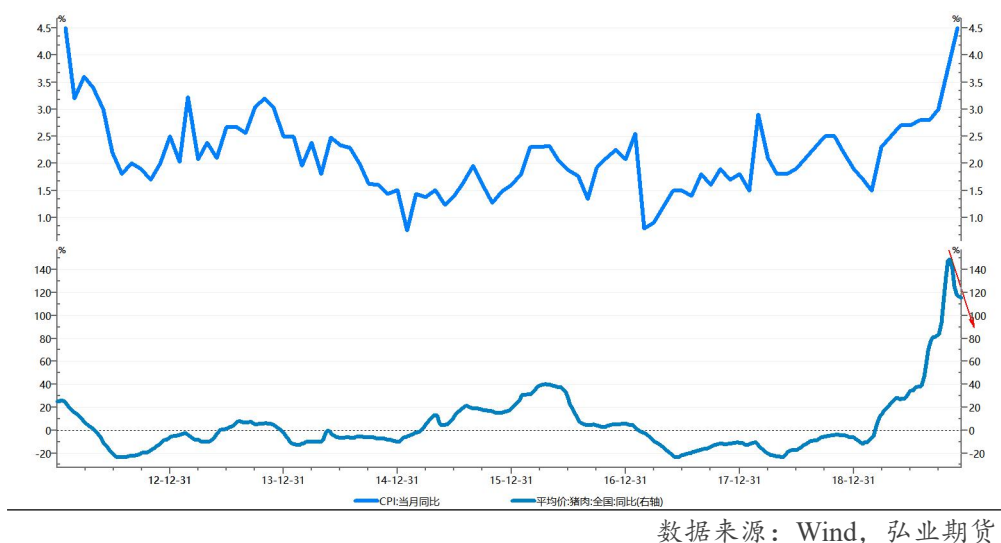
我们以 CPI 和 PPI 两个指标来共同研判价格水平。

#### 3.2.1 从 CPI 来看

由于食品价格在 CPI 中占权重较高,而食品当中猪肉和蔬菜水果的波动相对于粮食而言波动更大,因此猪肉和蔬菜水果的价格与 CPI 走势相关度较高,尤其是猪肉占比较大,猪肉价格同比与 CPI 同比之间从中周期来看的相关性较高。

2019 年 8 月 21 日国务院常务会议提出了稳定生猪生产和猪肉保供稳价的综合措施,而且中美贸易第一阶段协议实施后中国将从美国扩大进口大豆、猪肉、禽肉等农产品。预计猪肉供给的增加将确保猪价在明年 1 季度稳中回落,“猪通胀”对货币政策将没有任何掣肘。

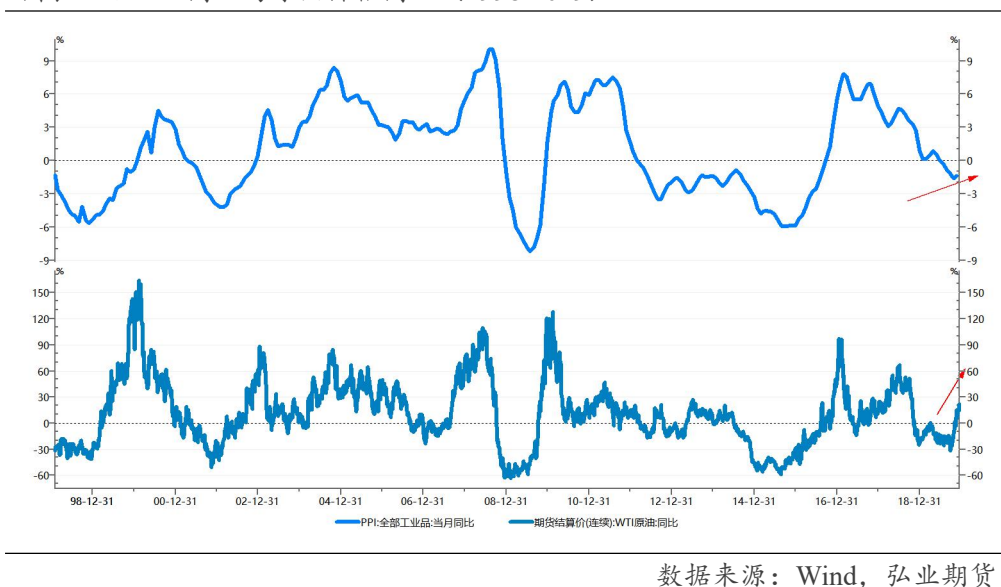
图表 11: CPI 同比与猪肉价格同比 (2008-2019)



### 3.2.2 从 PPI 来看

原油价格与 PPI 从长期来看的相关性较高。2018 年 4 季度原油价格一度快速下跌，低基数效应下，原油价格同比增速于 2019 年 4 季度摆脱了前 3 个季度的同比负增长、快速上行至 0 以上，PPI 的下行态势有所趋缓。

图表 12：PPI 同比与原油价格同比（1998-2019）

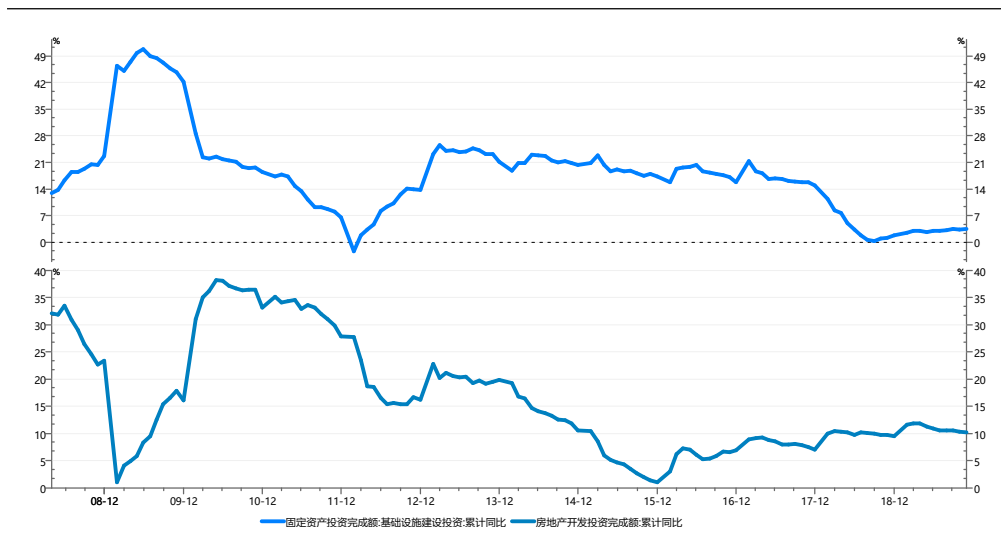


2020 年全球主要经济体当中，中国和欧洲经济由于 2018-2019 年的低基数有望弱复苏，美国经济从高位回落、可能继续有所放缓，综合来看全球经济的总需求在 2020 年没有太大的下行压力，原油价格大幅下跌可能性非常

小。中国总需求温和回暖之下，PPI 有望摆脱 2016 年末、2017 年初以来的下行趋势，筑底企稳于 0 轴附近。

CPI 下行、PPI 企稳，CPI 与 PPI 的剪刀差有望收窄。整体通胀水平温和，对货币政策几无掣肘。

图表 13：CPI 与 PPI 剪刀差（2008-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

#### 4. 结论及大类资产配置建议

总之，从经济周期视角来看，中国经济长期而言增速换挡，2020 年短期温和复苏。从经济政策的视角来看，2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，宏观经济政策将以目标为导向；逆周期调节仍以财政政策为主，货币政策为辅。从经济结构的视角来看，“房住不炒”定位之下，完成 2020 年经济增长目标仍需基建托底；CPI 下行、PPI 企稳，CPI 与 PPI 的剪刀差有望收窄，整体通胀水平温和，对货币政策几无掣肘。

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，本文认为 2020 年股票将在大类资产中表现较优，商品和债券表现次之，人民币汇率进入升值通道。建议 2020 年大类资产配置策略上，增加股票类资产配置权重，保持一定的债券类资产，精选大宗商品种类（摒弃对美国经济增速放缓敏感的品种）；做多中国优质资产。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。