

## 残虹收度雨——宏观经济年报

### 摘要

2019 年是全球经济震荡加剧的一年。中美贸易争端、英国脱欧、阿根廷、土耳其等新兴国家经济剧烈震荡等因素都使得全球经济增长蒙上了阴影。展望 2020 年，美国经济存在下行压力，我们预计其经济增速可能跌破 2%的水平。而欧洲、日本和英国等发达国家经济仍旧低位徘徊。

中国经济也存在下行压力。在投资没有得到有效增长的情况下，国内的消费就成为拉动经济的主要力量。我们预计 2020 年国内消费在房地产和汽车方面会有部分分化情况，汽车的消费将有恢复性增长，但力度很弱；房地产市场仍旧疲软，在“房住不炒”的前提下，2020 年的房地产市场会有部分下滑的迹象。制造业投资仍维持低位徘徊，企业的盈利能力仍依赖于外部环境的好转。总体来看，我们认为中国 2020 年的经济增速可能会落在 6%左右。其中一季度可能会有跌破 6%水平的情况出现。

从大宗商品角度看，随着地缘政治和变化和全球环境的不确定性，农产品和能源化工类在前期通胀的影响下仍有上攀的空间。黄金和部分有色品种具有投资机会。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟

[zyw89@nawaa.com](mailto:zyw89@nawaa.com)

投资咨询资格证号:

Z0010392

黎敏

[limin@nawaa.com](mailto:limin@nawaa.com)

投资咨询资格证号:

Z0002885

## 目录

第 1 章 全球经济进入不稳定状态.....	4
1.1. 中美贸易争端的起因.....	4
1.2. 美国经济增速下滑.....	4
1.3. 其它经济体前景也不明朗.....	6
第 2 章 2020 年中国经济年化增速可能下滑至 6.1%左右.....	7
2.1. 2020 年经济下行主因是内需.....	7
2.2. 通胀或见顶回落.....	9
2.3. 财政加力，货币适度.....	10
第 3 章 对风险资产的影响.....	11
免责声明.....	12

## 图表目录

图 1.1.1: 全球主要贸易流示意图.....	4
图 1.2.1: 全球贸易量变化% .....	5
图 1.2.2: 美国 GDP 分项.....	5
图 1.2.3: 美国制造业仍旧不振 .....	6
图 1.2.4: 美国消费者信心保持强势.....	6
图 1.2.5: 欧洲 GDP 分项.....	6
图 1.2.6: OECD 国家投资增速持续低迷 .....	6
图 1.3.1: 日本经济仍旧低迷.....	7
图 1.3.2: 英国经济有些韧性.....	7
图 2.1.1: 地产投资将成为明年经济的重要拖累项.....	8
图 2.1.2: 房地产开发可能拖累经济.....	8
图 2.1.3: 基建投资明年可能托底.....	9
图 2.1.4: 汽车销售有回暖的迹象, 但仍处负值.....	9
图 2.1.5: 对美国出口下滑.....	9
图 2.1.6: 进出口同比仍很薄弱 .....	9
图 2.2.1: 猪肉供给还是严重不足.....	10
图 2.2.2: CPI 上行主要是肉禽类的贡献.....	10

## 第1章 全球经济进入不稳定状态

### 1.1. 中美贸易争端的起因

中美贸易争端表面上是两个国家因贸易结果不对等而互相采取的一些关税措施，但本质上是全球经济格局变化导致的结果，或者说是两个国家因经济实力等方面的变化所引起的较量。我们认为这将不单单会影响这两个国家的经济政治发展现状，也会对全球经济格局发生深刻的影响。在一定时期内，这种两个国家的角力会对全球风险资产产生重大影响。

贸易争端首先是由美国发起。在 2008 年金融危机后，美国自身的经济实力确实在下降。同时美国采取的宽松货币政策以及经济策略导致内部经济结构越来越不稳定，在全球化经济格局以及高科技快速发展的情况下，美国产业结构对制造业极为不利，引起产业外移；同时内部二次分配出现重大问题，导致贫富分化严重，社会阶层开始分化，一个明显的结果就是特朗普的当选总统。特朗普上台后明显采取全球战略力量收缩的政策，同时对以前的对外经济战略扭转方向，把矛盾的焦点引向中国。采取的措施就是以关税为主要手段，目的是把当前以中国为贸易中心点的全球贸易生产链打乱，意图遏制中国的发展进度。

但对于我们国家来讲，由于我们处在全球贸易产业链中的中间关节（见图 1.1.1），而且在高科技产业中高端技术基本集中在美国公司手中，贸易争端过程中我们被动性更大，因此市场短期内对中国的悲观情绪会多一些。但美国在中长期同样会遭受重大不利影响。

图 1.1.1：全球主要贸易流示意图



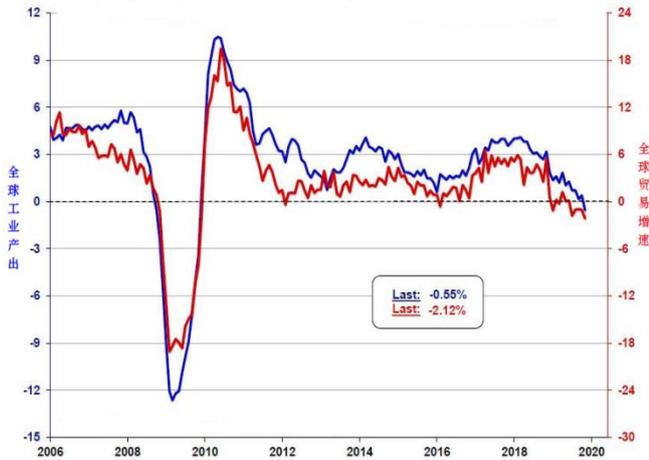
数据来源：WIND 南华研究

### 1.2. 美国经济增速下滑

美国经济增长依靠的是国内的消费。2019 年美国国内消费能力依然不错，主要来源于三个方面，一是过去三年就业率非常好，普通家庭收入预期不错，消费意愿较强；二是 2018 年下半年开始工资收入增长较快，加上通胀较低，家庭实际收入增长，实际消费能力也在增长；三是美国股市一直在扮演财富神话，股市不断上涨，居民的财富感增强，消费意愿高涨。

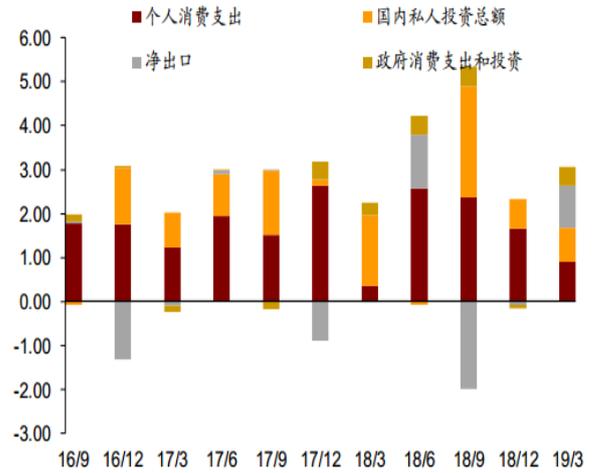
但从 2020 年看，美国居民的消费能力可能会被削弱。首先，美国的就业形势似乎正在发生不利的迹象。一方面，美国非农空缺职位数下降，表明企业招工意愿下降，劳动力需求可能接近饱和，就业率可能达到近期顶点；另一方面，劳工的每周工资增速出现放缓迹象，如果叠加今年通胀的上行，是的实际收入增速将会下滑，就会削弱居民对消费的支撑

图 1.2.1: 全球贸易量变化%



资料来源：CPB 南华研究

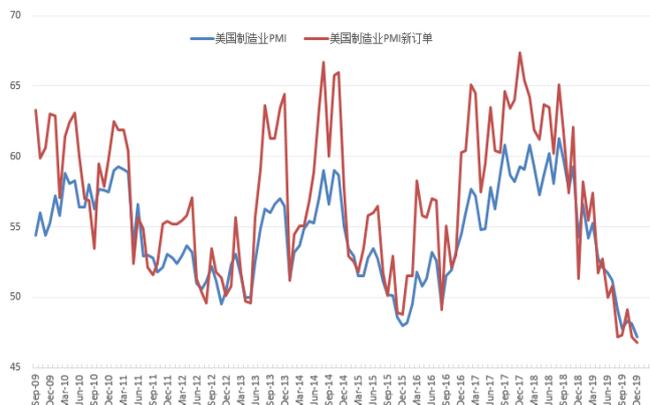
图 1.2.2: 美国 GDP 分项



资料来源：WIND 南华研究

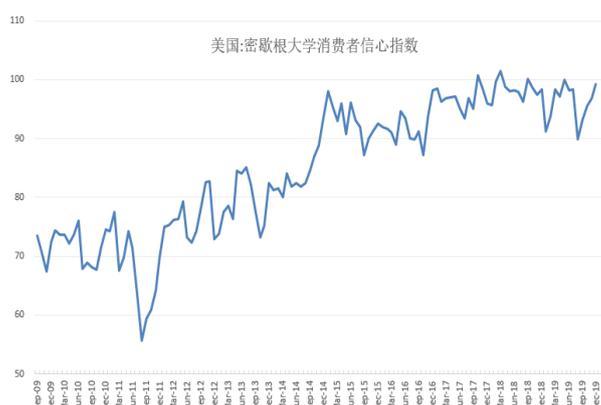
另外，中美贸易争端对美国的影响也将会很严重。首先，全球自由化的最受益者是总部主要在美国的大型跨国企业。美国近几年经济增长不错的一个最主要原因就是其企业盈利一直不错，利润不断回馈本国经济。美国标准普尔 500 指数公司海外营收占比大约在 45% 左右，我们根据 2017 年年报统计，在中国营收最多的前 20 名美国跨国企业，其在中国营收占其总比重加权平均值约为 26% 左右，也就是说其 500 指数公司的收入越有近一半来自中国。如果中美贸易争端在 2020 年下半年恶化，这将会导致美国资本市场翻天覆地的变化。短期内会对美国经济产生超过 0.5 个百分点的影响。同时考虑到替代作用不畅和产业链的重建，也将会对美国的通胀产生不小的压力。

图 1.2.3: 美国制造业仍旧不振



资料来源: WIND 南华研究

图 1.2.4: 美国消费者信心保持强势

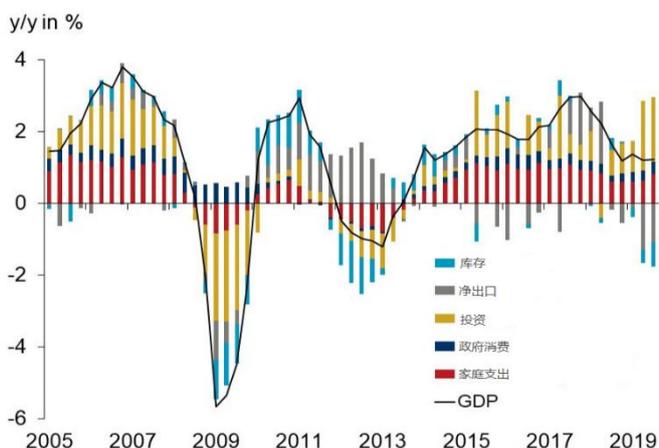


资料来源: WIND 南华研究

明年美国的总统大选也将会对经济产生一些影响。无论是共和党的特朗普连选还是民主党入魁,后期都可能采取对华强硬政策,贸易争端重新开启的可能性较大。这会对美国消费和资本市场产生较大不利影响。所以明年四季度美国经济下滑的概率非常大。

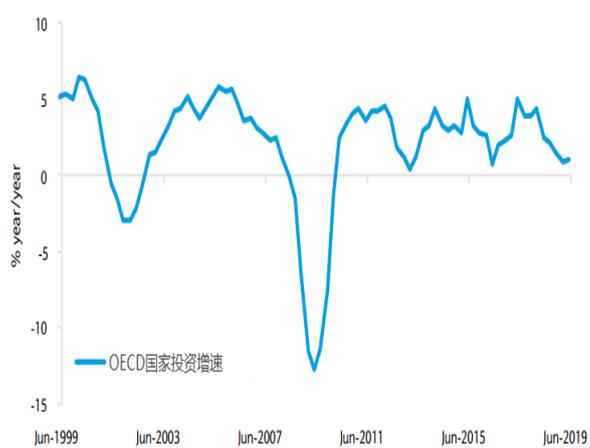
综合起来看,美国 2020 年经济增速不会像今年这样高,2019 年如果是在 2.3%附近的增速,2020 年的增速将不会超过 2%。美联储仍会采取宽松的货币政策,降息的概率不大,但购买资产的力度会持续。美联储的资产扩大对风险资产的影响力在减弱。

图 1.2.5: 欧洲 GDP 分项



资料来源: WIND 南华研究

图 1.2.6: OECD 国家投资增速持续低迷



资料来源: WIND 南华研究

### 1.3. 其它经济体前景也不明朗

欧洲的经济一直在受本地区需求不振和全球经济疲软的干扰,其根本是内部消费能力有限,内部

市场仍没有成为一个有效且不断扩大的市场，不得不借助外需来弥补。2019 年其政府投资对经济拉动较强，但受出口拖累。2020 年出口形势可能在上半年会比去年好一些，但前景仍不明朗。欧亚大陆的地区冲突和地缘政治的不断变化仍会对其经济产生不利影响。我们认为 2020 年欧洲的经济增速可能还会维持在 1%左右的水平。而英国虽然继续受到脱欧的影响，但我们认为最危险的时刻已经过去，2020 年英国经济会迎来相对不错的一年。同样也存在不确定性，而且经济增速也仅仅是恢复性增长。

日本因为其外向型经济结构的局面，受到贸易争端的影响更大。政府的经济刺激政策又受到国内人口结构和现有格局的限制，没有起到真正的作用。2020 年国际贸易形式在上半年可能会比去年好一些，对日本来说是件好事；同时中、日、韩三国的自由贸易协定的签署也会对日本经济有刺激作用。但乐观程度有限。我们认为 2020 年日本的经济增速仍不会达到 1%的水平。

图 1.3.1：日本经济仍旧低迷

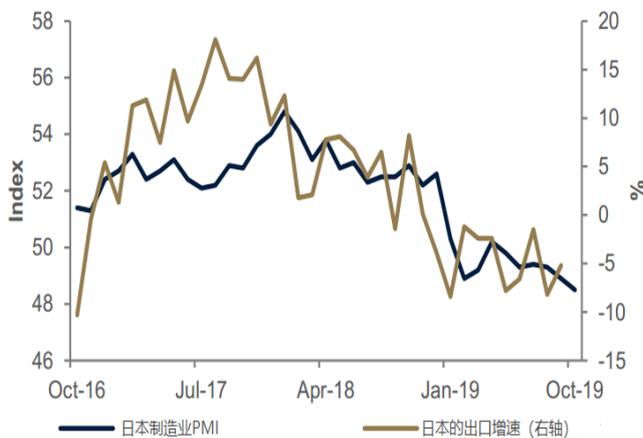


图 1.3.2：英国经济有些韧性



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

## 第2章 2020 年中国经济年化增速可能下滑至 6.1%左右

### 2.1. 2020 年经济下行主因是内需

2020 年经济下行主因是内需，未来几个季度经济下行压力不减，个别季度甚至加大，GDP 增速或维持在 6.1%左右。投资有下行下行的压力，地产与制造业或面临下行。

2020 房地产投资或将拖累经济。房地产投资增速从去年的-3.2%上升到今年前十个月的 6.9%，成为今年少有的拉动经济的增长点，但有可能在近期冲高回落。1、政策方面不允许房地产继续上行。“房住不炒”基调下的“因城施策”可能使部分城市根据当地形势略放松限购、社保要求等，但融资形势决定了房地产销售仍将继续低迷。2、地产先行指标下行。房地产销售面积增速去年 1.3%，今年迄今为止只有 0.1%。新房开工增速已经从去年的 17.2%下行到今年前十个月的 10.0%。开发商今年买地数量同比下跌 16.3%。3、融资环境收紧。政府本轮调控房价的决心较为坚决，开发商融资环境有所收紧。短期内一二线城市放宽限价、限售、限购和限贷等调控政策可能性较小。在三四线城市，随着房价飞

升、居民部门负债快速增加、家庭储蓄逐渐耗竭，面临需求透支和棚改红利衰退，市场下行压力较大。

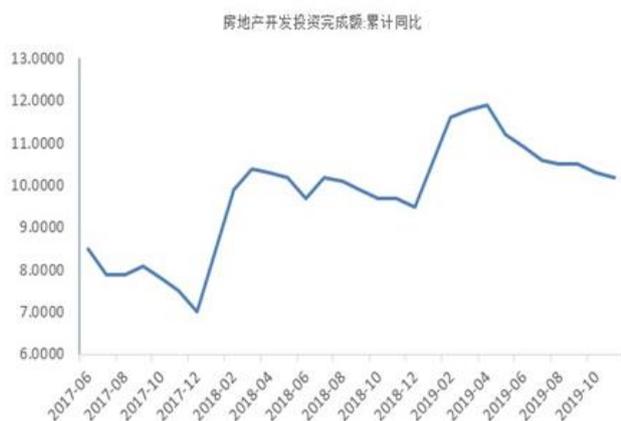
制造业或将拖累经济。制造业投资或延续低迷。全球经济下行和贸易摩擦升级导致出口受冲击，PPI 转负通缩，企业利润承压，企业中长期贷款占比有所上升但仍偏低，制造业投资将处于低位，虽然中央经济工作会议强调增加制造业中长期融资，但信用分层现状仍未改变。

基建投资有望托底。2020 年，基建或可托底。基建资本金比例下调，11 月 13 日，国务院常务会提出三大措施完善固定资产投资项目资本金制度。降低部分基建项目资本金比例。港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。项目资本金比例的下调有助于基建项目提升融资能力、提升杠杆率，扩大投资，意味着用相同的资产金可以用更高的杠杆比例撬动相关领域投资，对明年的基建有积极的促进作用。另外财政部决定提前下达 2020 年部分新增专项债务额度一万亿，总体新增额度高于去年，并且提前发行的专项债不能用于棚改和土储项目，因此对基建的实际拉动效果料将显著强于去年同期。结合项目资本金比例下调的范围也向基建领域倾斜，财政逆周期政策料将支持一季度基建回升。明年基建有望托底，并且基建投资的提升或可能带动黑色、有色商品价格的上行。

消费缺乏上涨动力。2019 年消费主要受汽车消费的拖累，2020 年消费主要受股市回调、居民部门杠杆率高及高涨的失业率，后续消费回升受压制。城镇调查失业率上升，PMI 从业人员指数仍为十年低点，就业压力大、就业质量下降，收入增速下行，众所周知今年股市房市财富效应较弱，居民杠杆率高挤压。

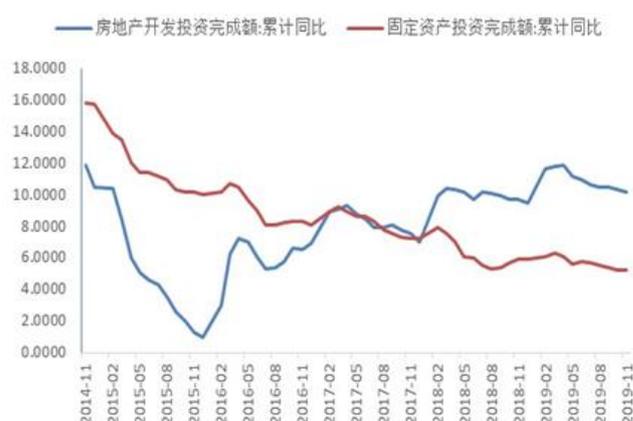
2019 年出口主要是美国出口拖累中国整体对外出口的，2020 年全球经济增长放缓和贸易摩擦将继续冲击出口。

图 2.1.1: 地产投资将成为明年经济的重要拖累项



资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.2: 房地产开发可能拖累经济



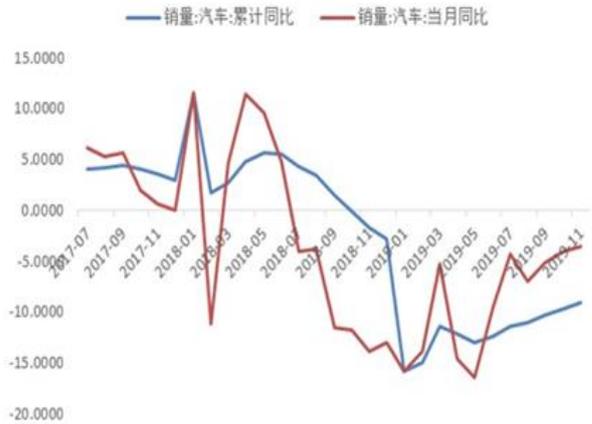
资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.3: 基建投资明年可能托底



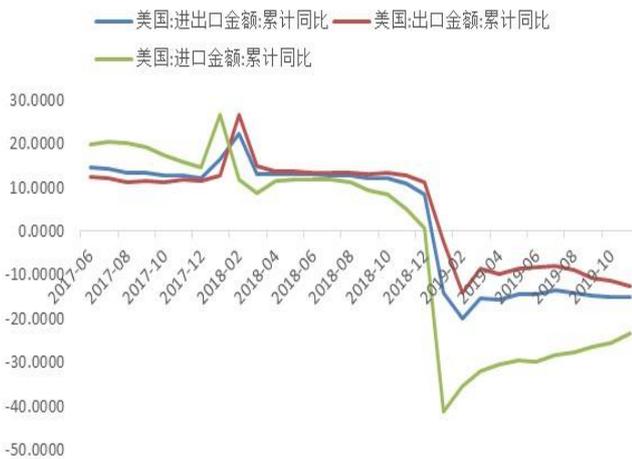
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.4: 汽车销售有回暖的迹象，但仍处负值



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.5: 对美国出口下滑



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.6: 进出口同比仍很薄弱



资料来源：WIND 南华研究

## 2.2. 通胀或见顶回落

2019 年 CPI 上行主要是猪肉及带动肉类上行推动。猪肉价格推升 CPI。今年 8-10 月猪肉价格快速上行，主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化。部分养殖户可能存在压栏行为，加剧了短期市场猪肉价格的上涨幅度。农业部数据显示 10 月份能繁母猪存栏近五年来首次出现环比小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下，部分养殖企业已在补栏过程中，猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成，2020 年可能 CPI 见顶回落。猪肉价格上行促使牛羊肉价格上行。猪肉持续涨价，可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代，牛羊禽蛋价格可能跟随

猪周期上涨。我们认为明年春节附近是年内 CPI 高点，2020 年 CPI 冲高回落。首先全国能繁母猪存栏首次下降回升。10 月份，能繁母猪环比增长 0.6%，这是自去年 4 月份以来能繁母猪存栏环比首次增长。其次，全国规模养猪场生猪生产持续较快恢复。10 月份，全国年出栏 5000 头以上的规模猪场生猪存栏环比增长 0.5%，能繁母猪存栏环比增长 4.7%。全国年出栏 5000 头以上的规模养猪场，全口径统计一共有 1.3 万家，规模猪场生猪存栏和能繁母猪存栏均已连续两个月环比增长。再次，全国生猪存栏降幅进一步收窄。最后就是春节了，南方有做腊肠的习俗，预计春节前猪肉会带动 CPI 到最高点。10 月份，全国生猪存栏环比降幅是 0.6%，与 8 月份、9 月份相比，分别收窄了 9.2 和 2.4 个百分点。预计明年 CPI 可能见顶回落。

图 2.2.1：猪肉供给还是严重不足

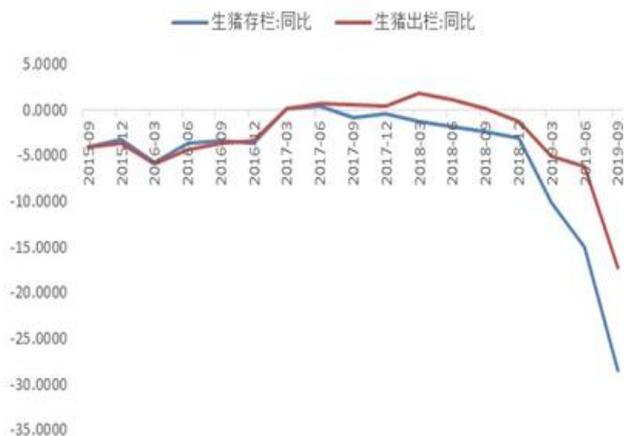
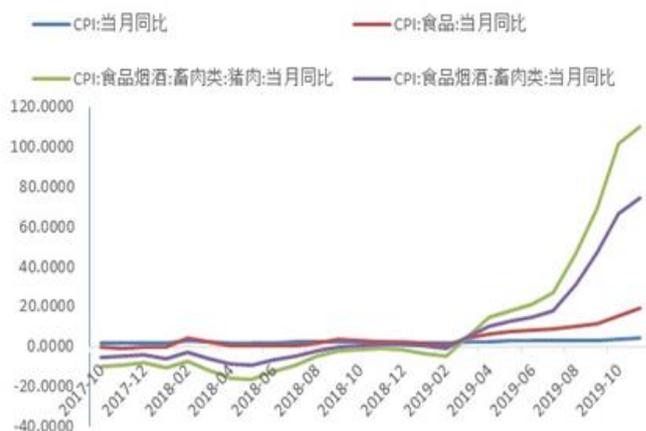


图 2.2.2：CPI 上行主要是肉禽类的贡献



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

## 2.3. 财政加力，货币适度

财政加力，货币适度。中央经济会议提出，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。

国内货币政策由于受到经济下行的压力将保持要保持流动性合理宽裕，但 CPI 会对货币政策宽松的力度形成一定的掣肘。中国的货币政策要保持流动性合理宽裕。未来货币政策走向如何，取决于国内的增长和通胀情况。国内经济下行明显需要宽信用来稳增长，需要宽货币来配合，资金面明显收紧的可能性不大。

1、经济下行，需要货币政策适度宽松。2019 年为来应对经济下行，分别在今天的 1 月及 9 月进行全面降准，并伴随一定的定向降准操作，并且今年的社融增速回升，货币政策效果是适度宽松的，根据我们前文的预测明年的 GDP 年化收益率大约在 6.1%左右，经济下行压力不减，那么在这个背景下，货币政策仍然有适度宽松的必要性。

2、实体经济融资难融资贵的问题也没解决，目前中小企业利率仍然偏高，并且 PPI 转负，其实我们处在一个通缩的环境，我们认为央行对利率的调降是有必要的。19 年 8 月，中国新型降息方式 LPR 打通了引导降息渠道。1) 报价方式由参考基准利率改为参考公开市场操作利率，即以中期借贷便利 (MLF) 为基础加点形成；2) 增加 5 年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的

利率定价提供参考；3) 报价行在全国性银行基础上增加城商行、农商行、外资行和民营银行各两家，从 10 家全国性银行变为 18 家；4) 报价频率降低至每月一次。改革后，LPR 利率将由 18 家银行在 MLF 操作利率的基础上，根据各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素加点形成。央行要求其他银行应在新发放的贷款中主要参考 LPR 利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 利率作为定价基准，实现市场利率和贷款利率并轨，未来降息方式改变，将由降低基准利率变为降低 MLF 操作利率。我们预计未来有更多的降息空间支撑中小企业融资，来对冲 PPI 转负给中小企业带来的融资压力。

财政政策，保持积极取向，注重结构调节，支撑消费及投资。会议提出，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。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”。要巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构。

2019 年财政政策的减税降费取得很好的成效，财政赤字增加，2020 年土地市场景气度减弱、财政收支压力加大、我们预计主要靠专项债额度的扩大来支撑经济。我们预计 2020 年专项债新增限额预计将为 26000-34000 亿元，并且专项债中的基建投向比例将大幅提高。

根据 9 月国常会会议精神，提前下达的 1 万亿额度“不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”。事实上，今年以来土储与棚改等房地产相关领域专项债占比已至 65%（意味着基建比例低于 35%），严重挤占基建投资项目资金。因此 2020 年，提前下达额度中基建投向规模占比至少将提高至 65%甚至更高，即 6500-10000 亿元；余下约 20000 亿元专项债额度，假设基建由原先的不足 35%，小幅提高至 35-40%，则有 7000-8000 亿元，合计 13500-18000 亿元。因此，专项债对基建投资的贡献，较今年至少将提高 6600 亿元。这一新规意味着 2020 年提前批专项债投向基建比例有望提高至 65%甚至更高，而全年专项债投向基建比例有望至少提高至 50%以上，专项债对基建的支撑力度大大增加。

### 第3章 对风险资产的影响

美国总统大选及全球贸易纠纷持续，都会大概率使中美货币政策延续适度宽松这个状态，在流动性较为宽松的背景下。市场会出现初期风险资产价格快速下滑，但随后商品类中的工业品会快速反弹，但农产品会继续滑落。债券市场可能冲高回落，股指及金价的上行；商品类中与基建有关的品种仍比较强势，但价格已经处于上扬的末期，随时会发生快速回调，即波动率很大。国内方面，经济下行，通胀过快上行压力凸显，商品表现并不是特别抢眼，有色、农产品和贵金属稍好于其它品种。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点