



中融汇信期货投资研究中心

2020 年年度策略报告

【宏观经济】



宏观经济预测

项目	预测
经济增速	5.9%
通胀	前高后低
货币政策	量稳价降

范围和

投资咨询号: Z0014795

Email: fanguohe@zrhxqh.com

联系人

杨一波

从业资格号: F3056310

Email: yangyibo@zrhxqh.com

地址: 上海市东育路 255 弄 5 号 B 座 29 层

网址: www.zrhxqh.com

电话: 021-51557588

投资咨询业务资格:

吉证监许【2013】1 号



2020 年宏观经济展望： 结构调整与短周期复苏

核心观点

- **消费:** 消费预计小幅回落。实际社零增长在经济增速换挡、收入增长放缓、杠杆率高位、高通胀的背景下预计继续下行，但促消费政策托底，下行幅度有限；地产销售在稳增长与“房住不炒”的双向约束下预计小幅下降；汽车消费在政策扶持与低基数下，降幅有望显著缩窄。
- **投资:** 投资预计小幅改善。地产投资由于新开工与竣工的剪刀差收敛，施工面积增速下行，预计显著回落；制造业随着库存周期触底、贸易风险中枢下行、融资改善，预计小幅改善；基建在加强逆周期调节下预计显著上行；高新技术投资有望高增。
- **进出口:** 进出口预计均好转，贸易结构改变，净出口显著下行。明年预计我国大幅降低关税总水平，增加对外进口；出口方面，全球制造业 PMI 出现见底迹象，预计边际好转，但幅度难以与进口增幅匹配。
- **通胀:** CPI 前高后低，PPI 整体上行。明年上半年猪肉供给尚未恢复，低基数下 CPI 预计保持高位，下半年供给修复后预计显著回落。PPI 方面，库存周期有望经历被动去库至主动补库，叠加制造业中长期贷款支持、外围风险中枢下降，预计企业信心增强，生产改善，PPI 上行。
- **货币与财政政策:** 货币量稳、价降。M2、社融增速预计保持与 GDP 增速匹配，政策利率整体下行，带动信用利差下降，企业贷款成本降低。财政方面，减税降费效益犹在、基建多因素利好下预计显著上行。

策略观点

看好地产后周期商品、权益市场，关注通胀预期反转的商品。

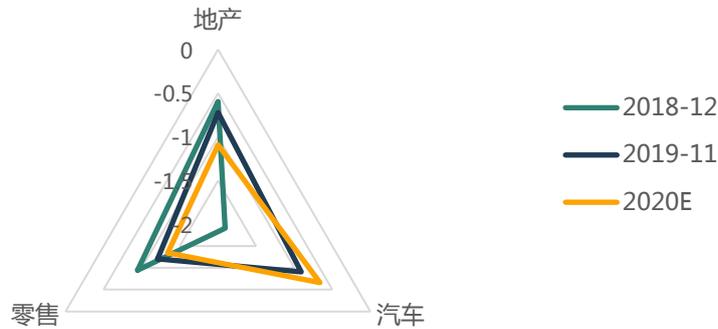
风险提示

中美贸易摩擦反复；美国经济陷入衰退，全球经济继续下行。

一、消费：汽车拖累减弱、房屋销售预计走弱

核心结论：消费预计小幅回落。社会零售在经济增速换挡、收入增长放缓、杠杆率高位的背景下预计继续下行，但促销费政策托底下行幅度有限；地产销售在稳增长与“房住不炒”的双边约束下预计小幅下降；汽车消费在政策扶持与低基数下，降幅有望显著缩窄。

图 1 2020 年消费主要分项展望



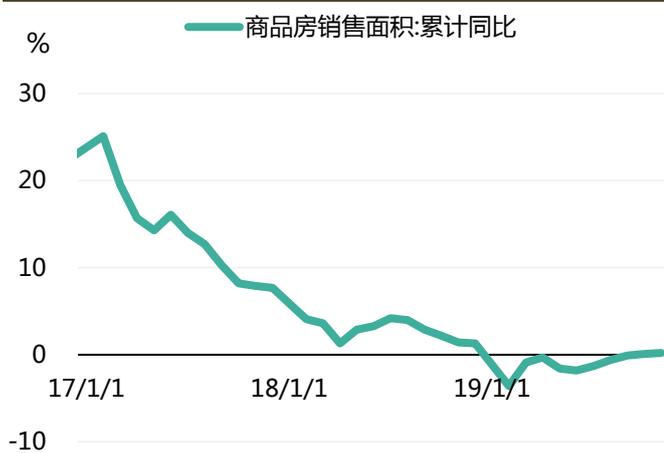
*根据2010年至2019年数据标准化调整

数据来源：中融汇信期货

（一） 房地产

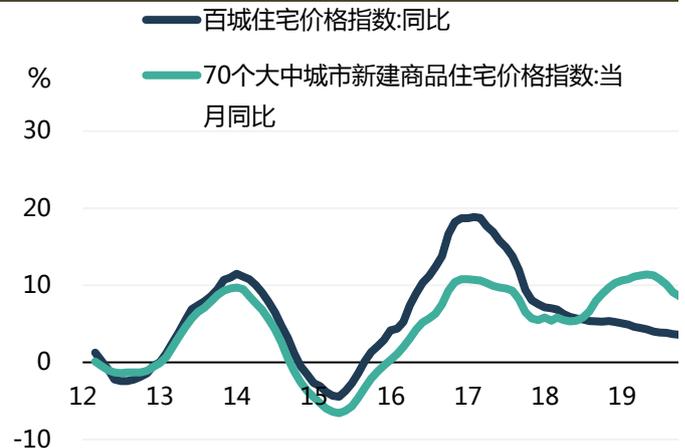
房地产销售 2019 年整体低位小幅上行，房价增速持续回落。年初货币条件边际较松，房贷利率下降，居民中长期贷款多增，一季度带动商品房销售持续回暖。年中开始，明确短期刺激不靠房地产，重申“房住不炒”，同时货币宽松预期被打压，房屋销售、居民中长期贷款数据再度走弱。年末三四线城市以价换量，货币强调稳，基数较低，使得房屋销售增速逐步小幅回暖。

图 2 商品房销售几乎零增长



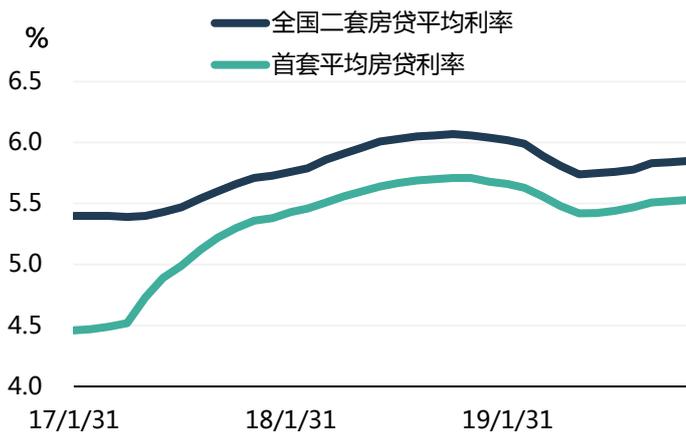
数据来源：Wind 资讯

图 3 房价增速放缓



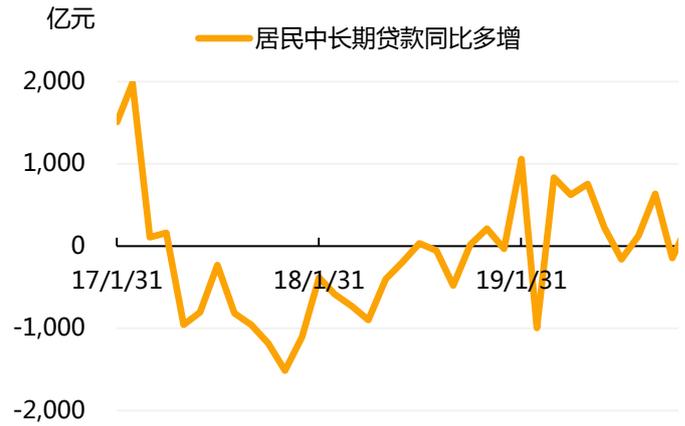
数据来源：Wind 资讯

图 4 房贷利率先降后升



数据来源: Wind 资讯

图 5 2019 年居民中长期贷款重返多增



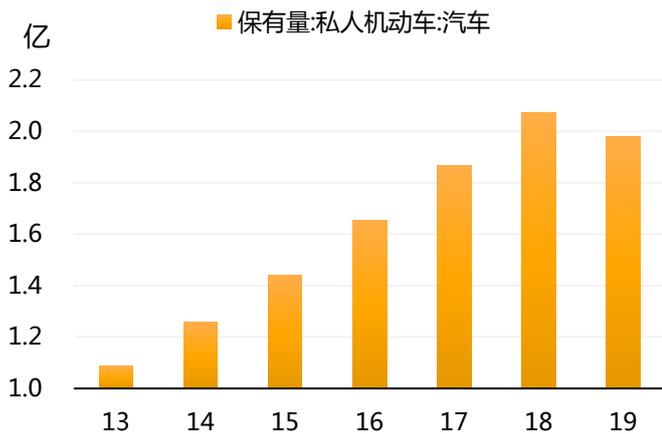
数据来源: Wind 资讯

展望 2020 年地产消费, 预计商品房销售面积增速下降, 价格小幅上行。销售面积增速方面: 正面因素包括, 1) 货币政策边际宽松, 定向降准, 降息适度托底地产的可能性较大; 2) 二线城市刚改占比同样逐渐超过刚需, 但过去两年二线城市人才政策积极, 人才流入与销售数据存在一定背离, 对未来商品房需求形成提振。负面因素包括: 1) 一线城市存量市场, 刚改占比大于刚需, 在收入前景中性、财富效应无边际增益的环境下难以撑起增速; 2) 三四线城市以价换量透支未来需求, 持续性有待观察, 历史上量价背离往往不超过四个月, 本轮已接近该时限; 3) 居民部门杠杆率高位限制地产需求。综合来看, 销售面积增速将下滑。价格方面, 2020 年掣肘货币政策的通胀预计在明年有所下行, 降息空间打开, 但在货币稳健、地产“房住不炒”的定位下, 价格也难以大幅上涨, 因此预计价格稳步小幅上行。综合来看, 销售额增速小幅下行。

(二) 汽车

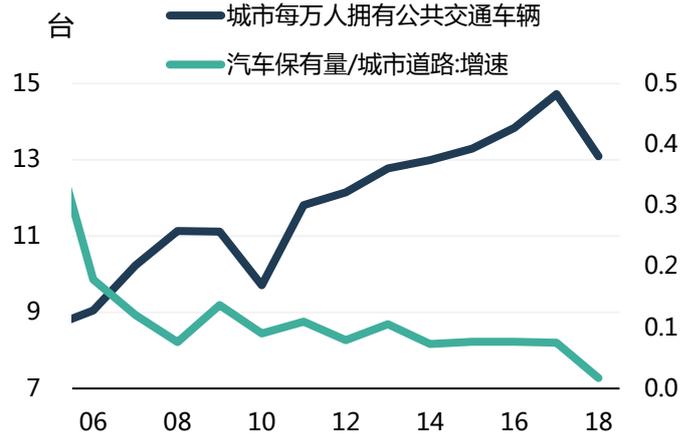
汽车消费增速自 2018 年下半年以来快速下行, 2019 年全年大幅负增长, 下半年以来受益于低基数, 降幅有所收窄。汽车消费萎靡的原因主要包括: 1) 城市汽车几乎饱和, 截至今年 6 月我国汽车保有量 2.5 亿量, 汽车驾驶人 3.8 亿人, 城市平均道路的汽车保有量增速已接近 0, 从增量市场逐渐转变为存量市场; 2) 居民收入增速放缓, 杠杆率高, 消费者信心不强, 金融市场、房地产市场价格稳定, 财富效应不强, 综合来看消费意愿低; 3) 出行替代选择增多。过去的地铁基建项目大量建成, 地铁路线长度高速增长, 同时网约车等共享经济模式提高了汽车使用率, 也制约了总量的上涨; 4) 国六排放政策、新能源汽车补贴退坡等政策影响。

图 6 汽车保有量迈过高点



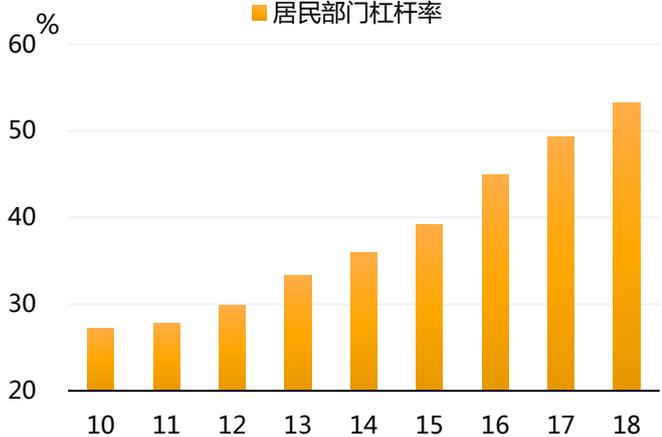
数据来源: Wind 资讯

图 7 城市道路平均汽车量接近饱和



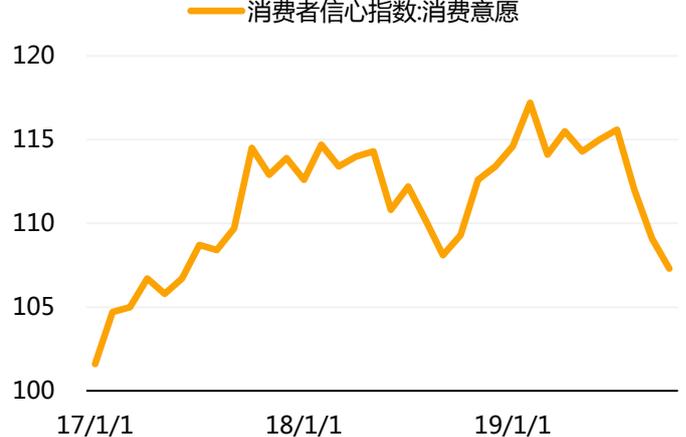
数据来源: Wind 资讯

图 8 居民部门杠杆率高企



数据来源: Wind 资讯

图 9 消费者信心不足



数据来源: Wind 资讯

图 10 地铁路线长度高速增长



数据来源: Wind 资讯

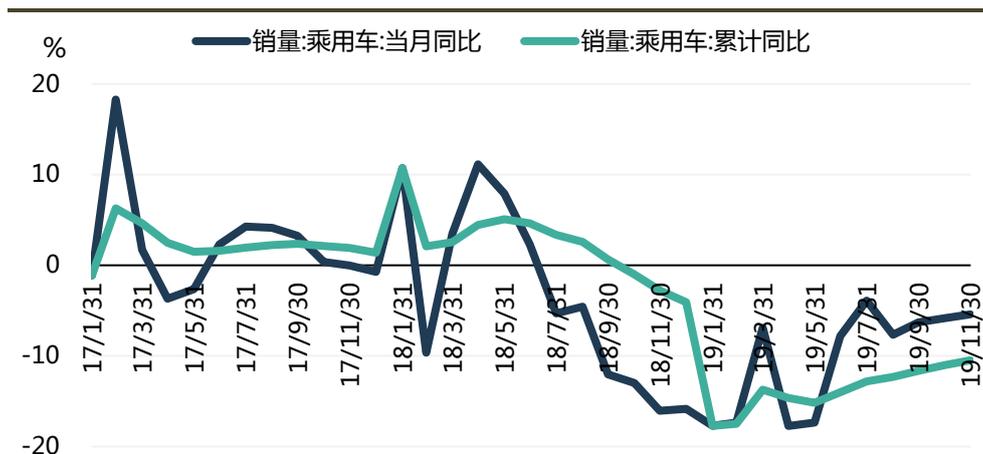
图 11 地铁进入更多城市



数据来源: Wind 资讯

展望明年汽车消费，预计小幅负增长（-2%至0）。具体来看正面因素包括：1）2020年制造业预计进入补库阶段，经济短周期有望回暖，同时2020年美国大选年，中美贸易摩擦缓和，有望修复消费者信心；2）明年进口量有望快速上行，关税总水平下降，汽车成本降低利于降价促销；3）三四线城市与农村汽车消费仍有较大空间；4）城镇化率仍有提高空间；5）特斯拉投产，有望带动新能源车市场复苏。负面因素包括：1）一二线城市汽车饱和，存量市场特征不会改变；2）轨道交通等增长速度不会放缓。

图 12 乘用车销量大幅下滑



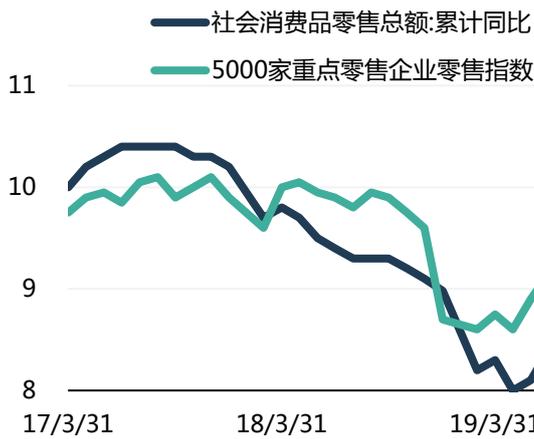
数据来源：Wind 资讯

（三） 社会零售

2019年零售增速整体下台阶，从2018年年末的累计同比8.98%下跌到2019年11月的8%。下跌的主要因素包括：1）经济增速下行，收入增长减弱；2）居民债务率高位；3）贸易摩擦降低消费者信心；4）资本市场、房地产市场财富效应边际贡献低；5）猪肉价格攀升，挤出其他消费。结构上，必须消费强于可选消费，可选消费中化妆品类显现穿越周期属性。网络消费全年累计同比增速较上年减缓5个百分点，但仍处于17年年末增速水平，好于总体社零表现，显示出韧性。

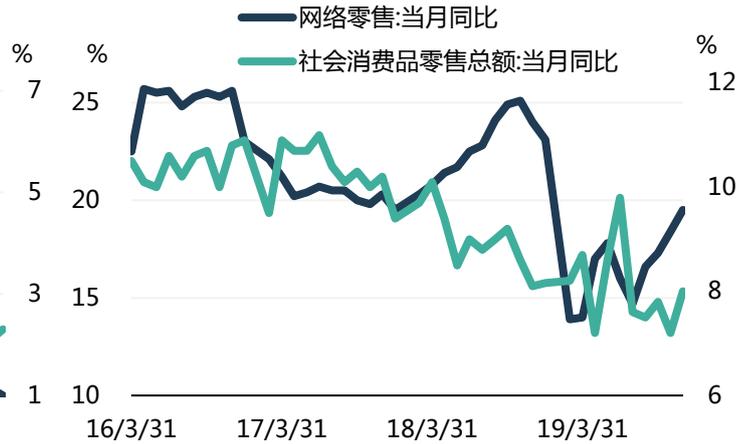
展望明年，经济增速换挡、大部分耐用品处于存量市场的大背景下，社零增速预计稳步下行。但明年促销费、稳增长政策预计进一步加码，针对汽车、家电、消费电子产品的更新消费政策预计不断出台，因此增速下行幅度有限。

图 13 零售增速下台阶



数据来源: Wind 资讯

图 14 网络零售有韧性

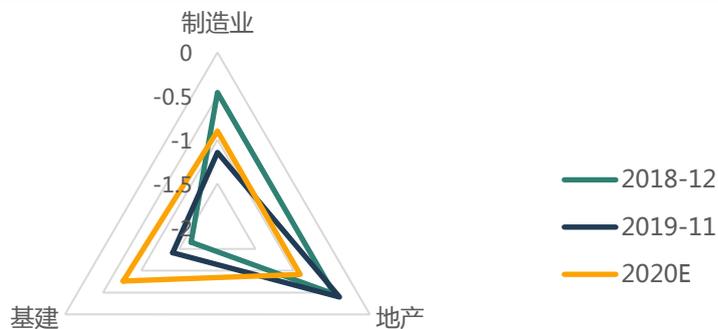


数据来源: Wind 资讯

二、投资：地产投资预计承压、基建发力

核心结论：投资预计小幅改善。地产投资由于新开工与竣工的剪刀差收敛，施工面积增速下行，预计显著回落；制造业随着库存周期触底、贸易风险中枢下行、融资改善，预计小幅改善；基建在加强逆周期调节下预计显著上行。

图 15 2020 年投资分项展望



*根据2010年至2019年数据标准化调整

数据来源: Wind 资讯

(一) 地产投资

地产投资全年保持较高增速，呈现 2 个主要趋势，1) 产业重心后移，前端新开工增速下行，后端竣工增速上行，剪刀差收敛；2) 地产投资主要靠前中端拉动，但土地购置价格的支撑不再，土地购置面积负增长。

前端拿地方面，去年支撑地产投资的土地购置费高位快速回落，不同于 2018 年价格带动的土地购置费高企，2019 年价格增速显著回落，土地购置面积负增长，总体土地购置费

增速下移，年末加速下行，累计同比接近零增长。

前端新开工方面，新开工增速仍然较高，但全年呈现增速下行趋势，显示政策强调“房住不炒”，货币政策强调稳，下游需求不振的大背景下，房企补库意愿下降。新开工虽然趋势下行，但仍然处于高位，与之相应的设备购置增速高位支撑地产投资。

中端施工方面，随着新开工与竣工增速的收敛，施工增速全年不再明显上行，但整体增速水平较高，与建筑工程投资高增相验证。

后端竣工方面，整体增速仍低，但降幅出现收窄趋势，显示目前期房交付压力大，企业可能为了加速回款开始减少工期的延长。

图 16 地产投资连续上行



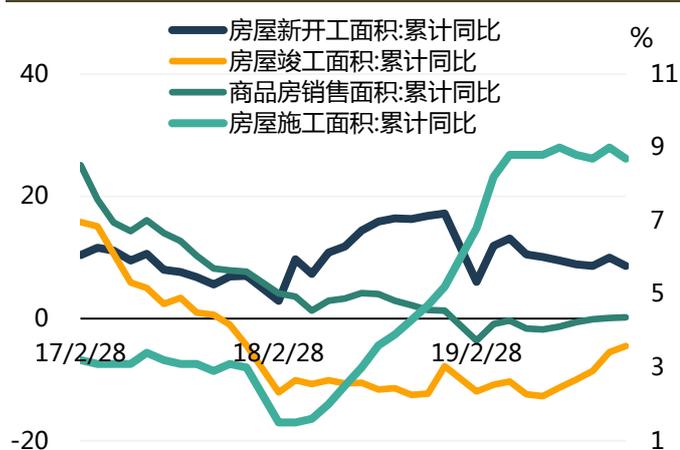
数据来源: Wind 资讯

图 17 土地购置价格拉动效应减弱



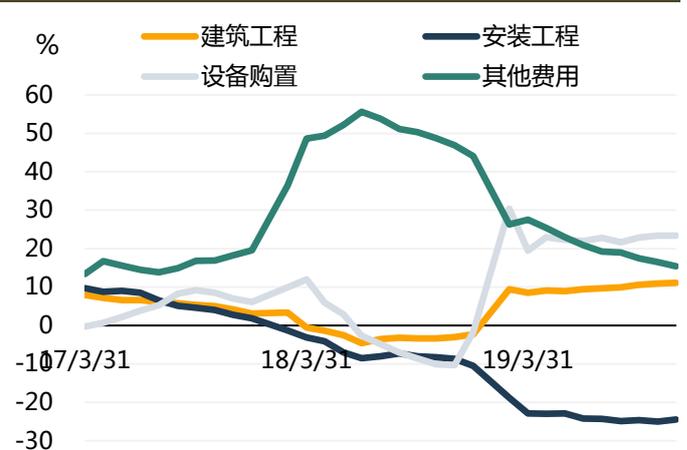
数据来源: Wind 资讯

图 18 地产端重心后移



数据来源: Wind 资讯

图 19 地产投资分项



数据来源: Wind 资讯

展望明年房地产投资，预计地产重心后移延续，地产投资增速显著下行。房住不炒的大背景下，政策整体难松，经济下行压力较大，终端需求增长疲弱，预计地产商拿地积极性进

一步下行，补库动力不足，新开工增速预计进一步下降。竣工增速预期转正，剪刀差的减小将导致施工增速明显下行，从而降低地产投资的设备购置、建筑工程等分项增速，安装费预计受竣工提振对地产投资的拖累降低。

图 20 新开工与期房销售



数据来源：Wind 资讯

图 21 新开工与竣工剪刀差



数据来源：Wind 资讯

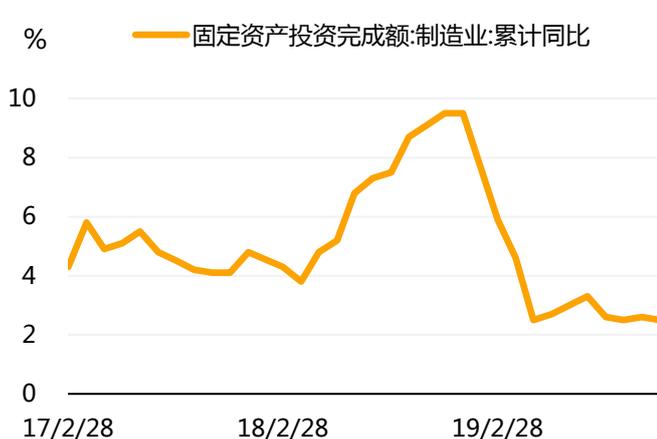
(二) 制造业投资

2019 年制造业投资拖累整体固定资产投资，落后于地产与基建投资，主要受中美贸易摩擦、库存周期两方面因素影响。

固定资产投资的回落始于 2018 年下半年，企业受贸易摩擦的不确定性影响信心大挫，PMI 同步快速回落，企业放缓投资活动。这一主要风险因素在 2020 年随着中美第一阶段贸易协议的落地将会中枢下行，利好制造业的信心修复。

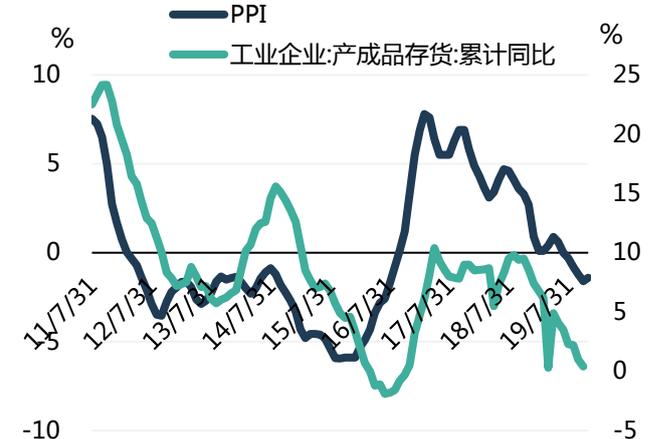
库存周期上，中美贸易摩擦以来库存周期恰逢主动去库伊始，贸易不确定性以及消费的低迷拉长了本轮主动去库存的时长，加重了制造业投资的回落。

图 22 制造业投资低迷



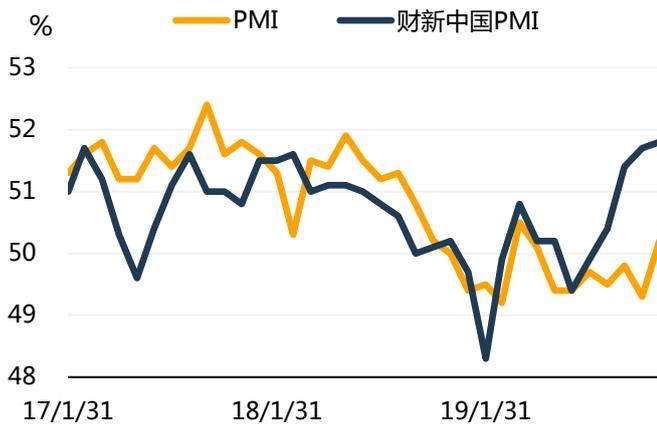
数据来源：Wind 资讯

图 23 库存周期处于去库尾声



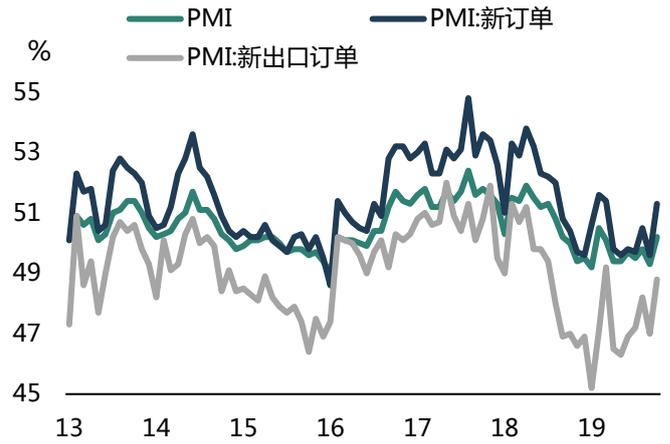
数据来源：Wind 资讯

图 24 年末 PMI 开始上行



数据来源: Wind 资讯

图 25 PMI 分项



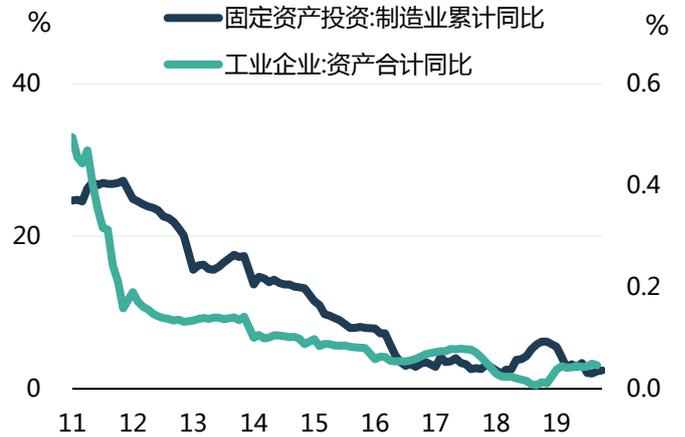
数据来源: Wind 资讯

图 26 工业企业利润负增



数据来源: Wind 资讯

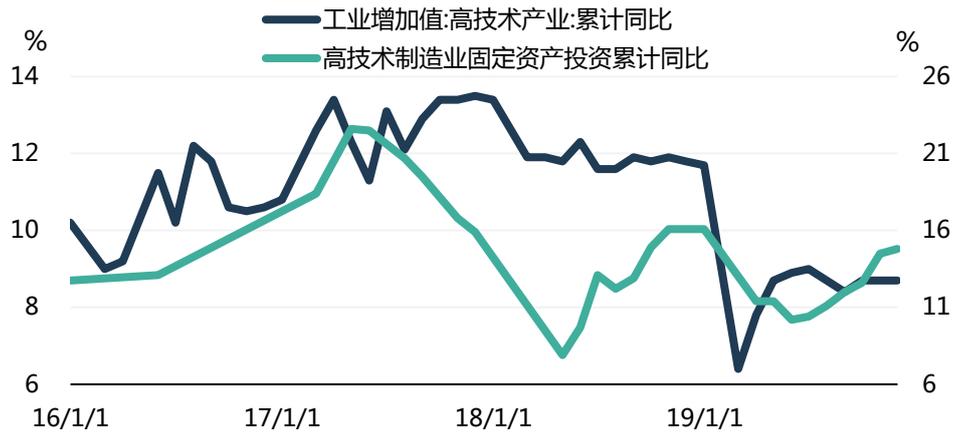
图 27 工业企业资产低增



数据来源: Wind 资讯

展望 2020 年, 制造业投资预计小幅上行。主要驱动因素如下: 1) 中美贸易摩擦风险中枢下行, 利好企业信心恢复; 2) 中央经济会议强调加大制造业中长期融资; 3) 库存周期有望经历被动去库到主动补库; 4) 高技术制造业投资受政策倾斜快速上行。

图 28 高技术制造业投资



数据来源: Wind 资讯

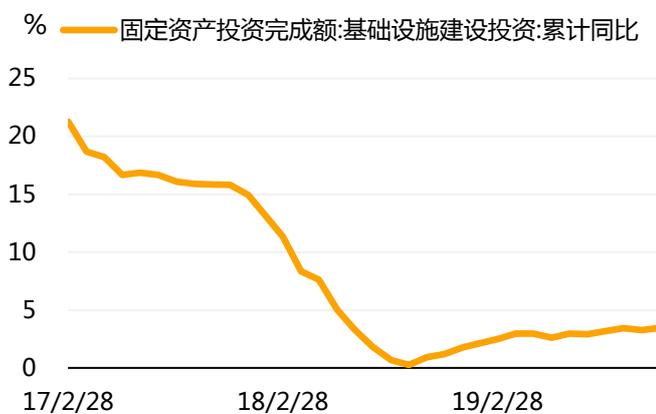
(三) 基建投资

过去一年基建投资低位持续回暖, 尽管财政政策较积极, 但基建低于预期的原因包括:

- 1) 地方政府债务率高叠加财政赤字压力, 新上项目意愿不强;
- 2) 非标管控、PPP 项目出清;
- 3) 新增专项债投向基建比例受限, 且主要用于棚改与土储, 难以作为资本金;
- 4) 建筑企业已大量垫资, 继续扩张乏力。

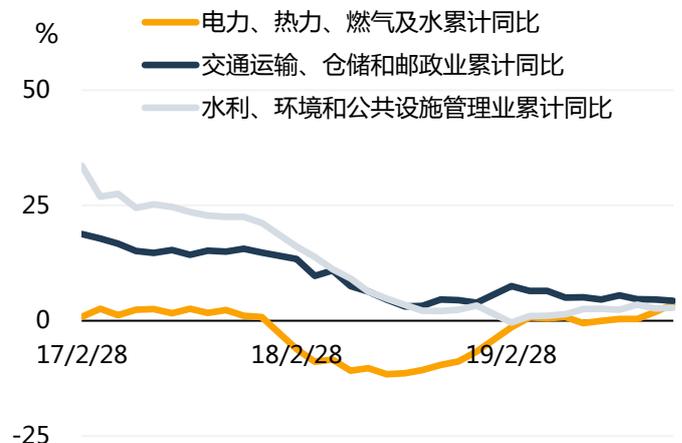
2020 年预计基建投资增速将明显上行, 年末中央经济会议强调继续实施积极的财政政策, 加强逆周期调节, 利好金融机构配套融资; 专项债提前发放; 基建资本金比例的调整、专项债可作部分项目资本金利于拉动基建投资。但资管过渡期最后一年, 需关注非标的表内承接情况。

图 29 基建投资低位增长



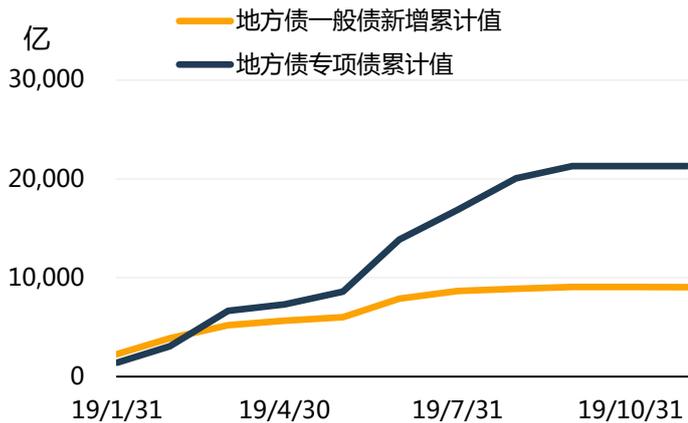
数据来源: Wind 资讯

图 30 基建分项



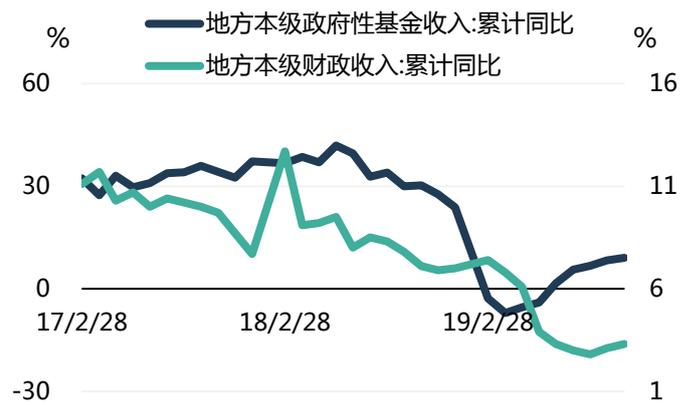
数据来源: Wind 资讯

图 31 地方债新增累计值



数据来源: Wind 资讯

图 32 地方政府收入

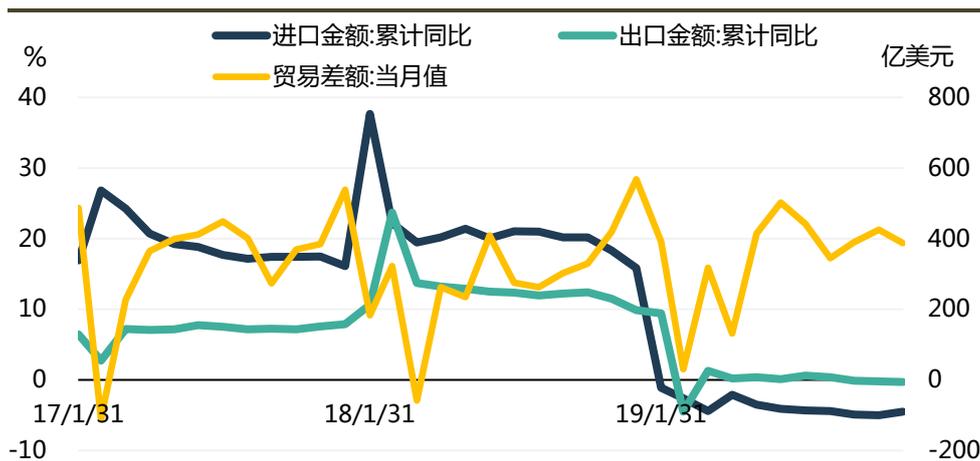


数据来源: Wind 资讯

三、进出口：贸易总量增速预计增加，净出口被动走弱

2019 年进出口整体下行，进口下滑速度大幅快于出口下行速度，净出口被动向好。影响进口下行的因素包括：1) 中美贸易摩擦，中国从美进口大幅下行；2) 经济下行压力较大，居民杠杆率较高，消费者信心不足，需求较弱。影响出口的因素包括：1) 美国对我商品增加关税，中国出口美国商品大幅下滑；2) 全球经济持续下滑，需求不足；3) 全球化受到挑战，多国之间产生贸易纠纷；4) 人民币贬值部分冲抵了加税影响，但被无理戴上“汇率操纵国”帽子。

图 33 贸易差额被动向好

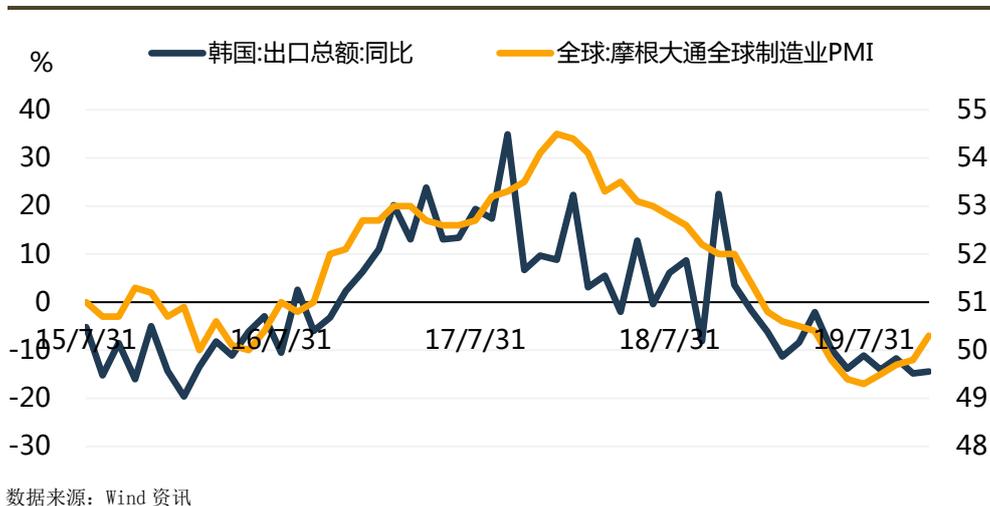


数据来源: Wind 资讯

展望明年外贸，预计出口进口均会好转，进口上行速度快于出口上行速度，贸易顺差缩减。进口方面，经济换挡，居民部门受制于杠杆率需求较弱，制造业进入补库阶段，预计明年来自内需的进口增长仍将偏弱，但中美协议范围内的进口将会大幅增加，从而整体明显抬

升进口增速；出口方面，全球制造业 PMI 出现见底迹象，2020 年美国大选年，过去两年美国四处引战对全球经济造成的不确定将下降，出口预计边际好转。综合来看明年净出口预计下行。

图 34 全球经济领先指标出现见底迹象



四、通胀：CPI 前高后低，PPI 上行

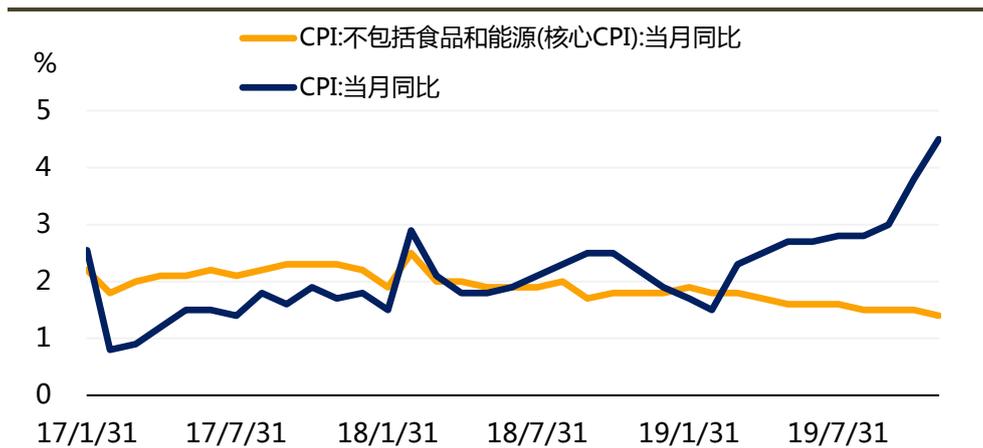
核心结论：CPI 前高后低，PPI 整体上行。明年上半年猪肉供给尚未恢复正常水平，低基数下 CPI 预计保持高位，下半年猪肉供给修复后高基数下预计显著回落。PPI 方面，库存周期有望经历被动去库至主动补库，叠加政策支持制造业中长期贷款、外围风险中枢下降，预计企业信心增强，生产改善，PPI 趋于上行。

(一) CPI

CPI 增速全年单边上行，四季度加速上行，但核心 CPI 增速全年单边缓慢下行，呈现“拿掉猪肉全是通缩”的特征。猪肉价格 8 月以来快速上行，除了主要受到非洲猪瘟影响，生猪大量死亡外，过去环保一刀切亦是促成猪肉供给稳定性下降的原因之一。核心通胀则受终端需求的影响不断下降。年末 CPI 连续突破 3%、4%，并可能突破 5% 的高位，保供稳价政策不断出台，能繁母猪存栏同比降幅 10 月以来出现触底迹象，国内生猪预计在明年下半年开始恢复正常供应。

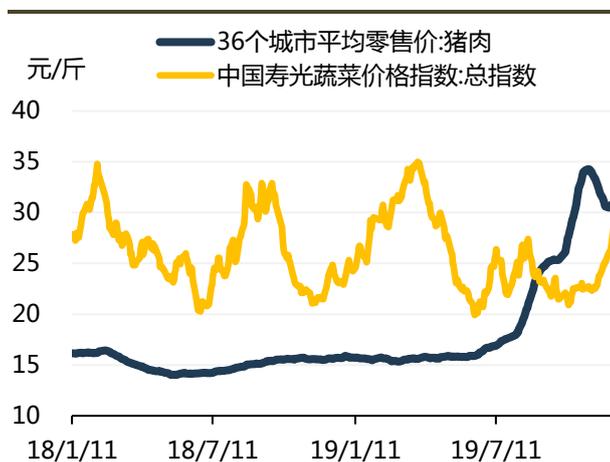
明年 CPI 预计前高后低。上半年基数较低，且生猪供应尚未恢复，猪价仍将维持高位，但自美增加的猪肉及替代品进口以及政策的干预将限制猪肉的进一步涨幅。下半年基数高企，国内猪肉供应逐渐恢复正常，预计会带动 CPI 增速快速下行。

图 35 CPI 快速上行，核心 CPI 小幅回落



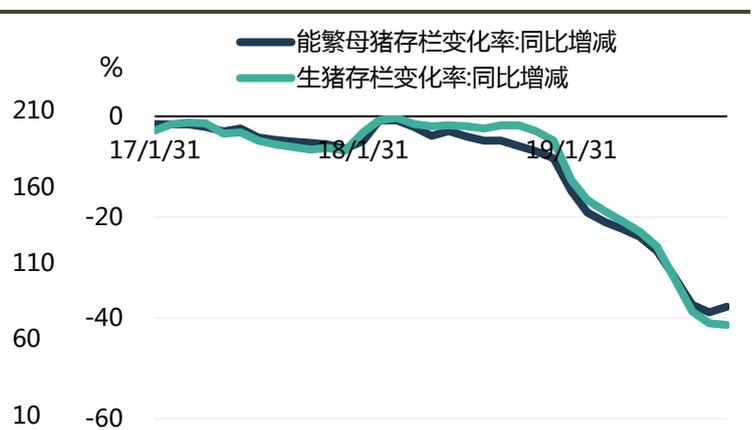
数据来源: Wind 资讯

图 36 CPI 下半年以来冲高



数据来源: Wind 资讯

图 37 能繁母猪变化率见底



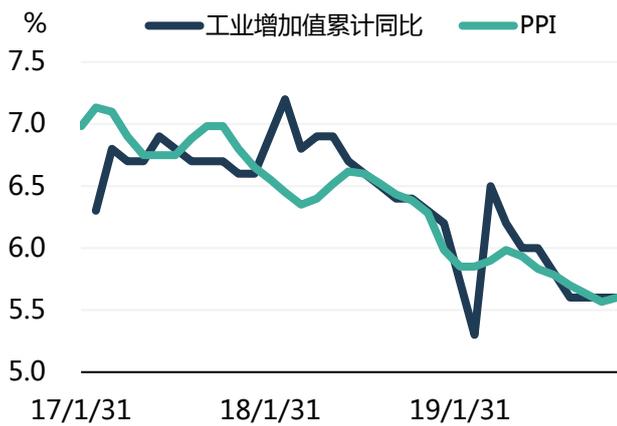
数据来源: Wind 资讯

(二) PPI

PPI 增速全年下行，下半年以来持续负增长，降幅于年末小幅收窄。PPI 与工业增加值同步走弱，制造业企业全年整体处于主动去库阶段，下游需求的疲弱及对未来的不确定性降低了企业信心，PMI 指数长期处于 50 荣枯线下方。11 月以来高频指标显示工业生产同比有所回暖。

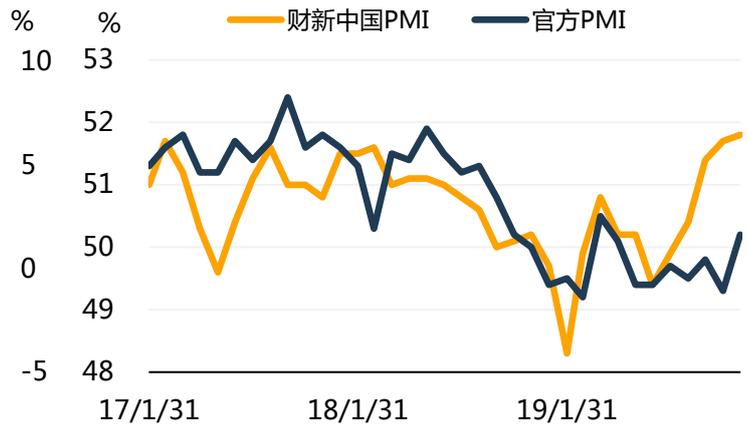
展望明年，PPI 有望逐步上行。1) 今年中央经济会议强调增加制造业中长期贷款，降低融资成本，制造业融资环境预计有所改善；2) 中美贸易摩擦缓和，企业信心增强；3) 明年随着库存周期经历被动去库至主动补库阶段，生产端有望逐渐回暖。

图 38 PPI 连续下行约两年



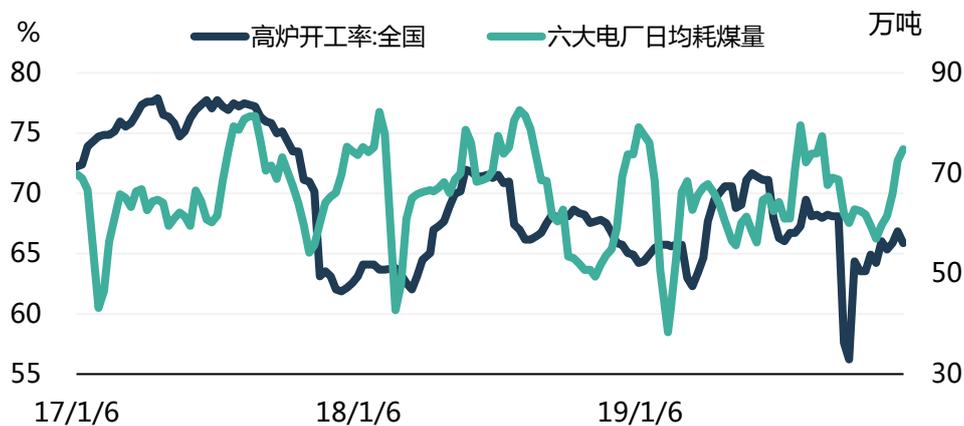
数据来源: Wind 资讯

图 39 PMI 年底重回荣枯线上方



数据来源: Wind 资讯

图 40 年底高炉开工率、电厂耗煤数据均显著上行



数据来源: Wind 资讯

五、货币与财政政策：货币量稳价跌、财政积极

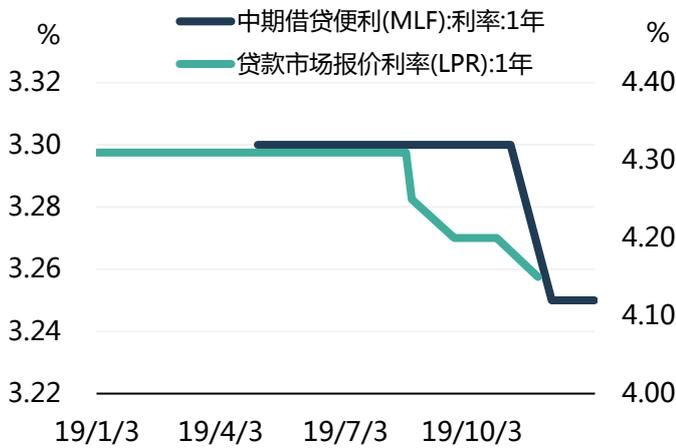
2019 年货币政策稳中有松，量稳价降。货币量方面，全年 M2、社融增速与 GDP 增速相匹配。货币价格方面，降准降息双管齐下，MLF-LPR 新框架下，利率下调，但价格的结构矛盾较突出，国企信用利差全年不断回落，而民企信用利差居高不下。

2019 年财政政策方面，基建投资较弱，但减税降费政策持续发力。全年预计减税降费超过 2 万亿元，占 GDP 比重超过 2%，拉动 GDP 增长 0.8 个百分点，对固定资产投资、消费的拉动可分别达到 0.5 个百分点，与 1.1 个百分点。

展望明年，上半年通胀掣肘仍在，预期更多结构性调整，货币价格指标下行，民企信用利差回落。下半年通胀掣肘大幅消除后，货币量、房地产政策等均可能进一步边际放松。中央经济会议定调货币量增速与 GDP 增速继续相匹配，全年若出现 M2、社融等指标的大幅超预期或大幅不及预期需要关注后续政策的边际调整。2020 年财政政策减税降费效益犹在，

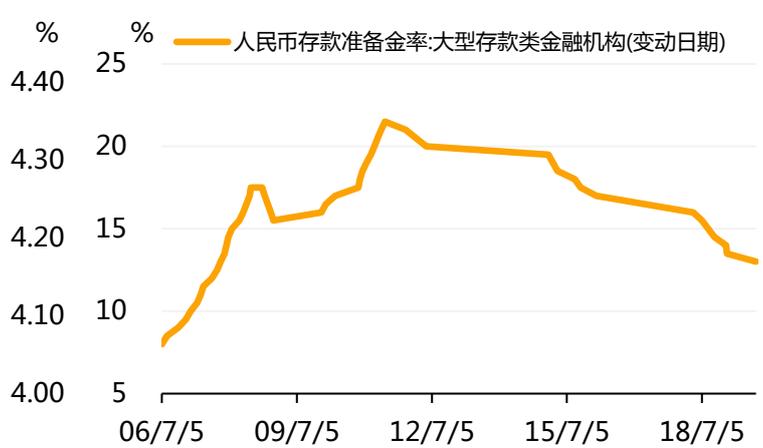
在专项债增量、专项债提前发放、专项债作为资本金、资本金比例下调、专项债支持基建项目比例上调的多种因素下基建投资增速有望上行。

图 41 2019 下半年降息



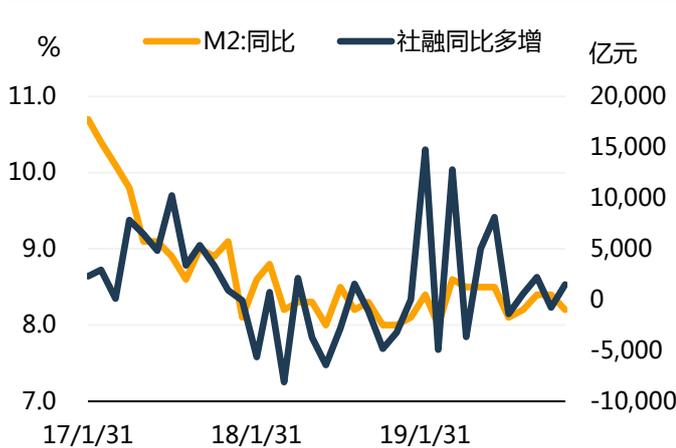
数据来源: Wind 资讯

图 42 存款准备金率下调



数据来源: Wind 资讯

图 43 M2、社融基本稳定



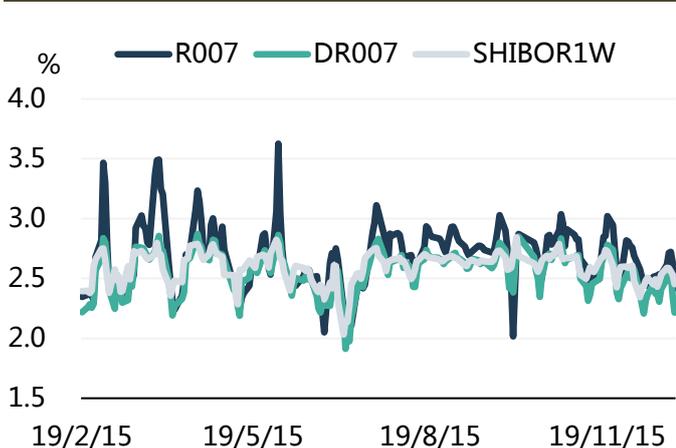
数据来源: Wind 资讯

图 44 民企信用利差高企, 国企利差下行



数据来源: Wind 资讯

图 45 银行间利率全年较平稳



数据来源: Wind 资讯

图 46 国债利率全年窄幅震荡



数据来源: Wind 资讯

六、策略推荐

（一）看好地产后周期商品

地产重心后移确定性强，前期土地购置面积增速显著下行，房住不炒下新开工预计大幅下行。过去两年来，前端抢开工导致竣工持续下行，交房压力不断增大，今年下半年以来新开工与竣工开始收敛，明年继续收敛的确定性强，利好地产后周期板块。

（二）看好权益市场

明年估值、盈利有望双增长，带动权益市场震荡上行。盈利方面，目前工业企业利润累计负增、库存周期位于去库尾声、PPI 初步触底，库存短周期上明年有望经历被动去库至主动补库阶段，随着 PPI 的回升以及融资利率的下行，盈利短周期上有望改善，但经济换挡下新产业尚未完全接棒，旧产业存量博弈，盈利大幅增长可能性低。估值方面，明年美国大选年，虽然仍有风险但预计整体外贸上的风险中枢会较今年有所下行，此外全球制造业 PMI 出现触底迹象，对外贸以及全球投资者信心均可能有所提振，下半年通胀警报解除后货币边际宽松预期将显著增强提高估值水平。风险方面，经济下行压力仍然巨大，消费中零售与地产均预期差于今年，投资中地产投资预计显著下行，基建迎来考验。海外方面，虽然明年美国衰退概率大降，但制造业 PMI、耐用品订单等持续低迷，美股若大幅下跌将影响国内权益市场情绪。

（三）关注通胀预期反转的相关标的

通胀是明年的重要变量，基本上明年大概率 CPI 前高后低，PPI 持续上行，但中美协议的具体落地节奏预计会显著影响各个相关品种，并反转部分品种原本的基本面走势，同时也意味着更多的交易机会。

免责声明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信期货力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信期货不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

商品走势评级体系

走势评级	中期（3-6 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%， +5%
看跌	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上

备注：本体系涨跌幅度仅为参考，不作为投资依据，具体请仔细阅读免责声明。