

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

宏观：全球经济增速放缓 政策托底改革驱动

本期导读：

2019年，受全球贸易放缓、地缘政治紧张以及脱欧等政治乱局影响，全球经济增速整体呈放缓趋势。全球货币政策由紧转松，在经历了近一年的放缓之后，全球经济在年末有所企稳。从几个主要经济体来看，美国经济较为良好，就业市场及消费支出支撑了整体经济的发展，不过制造业的持续萎缩，临近大选的不确定性因素加剧了美国经济的下行风险。欧元区受全球经贸放缓的影响，制造业遭受严峻打击，经济在2019年持续萎靡。接近极致的货币宽松以及有限的财政刺激空间使其经济增长动能乏力。在全球风险因素减少的背景下欧元区经济在年末有所复苏，但经济前景依旧不容乐观。英国经济受脱欧持续的不确定性拖累而几乎没有增长，不过10月份英国脱欧出现转机，明年或正式退出欧盟并开启贸易谈判。短期内英国经济仍趋向下行，未来经济走势仍需要关注英欧贸易谈判的进展。日本经济在2019年显露疲态，持续萎靡的通胀以及外需疲弱导致经济放缓，三季度初更险些濒临衰退。在经济下行近人口老龄化加剧的压力下，日本政府在今年上调消费税并采取大规模的财政刺激，但政策效果仍有待时间检验。另外，奥运会在明年将于日本举行，其带来的经济红利将给疲弱的日本经济带来一定支撑，但整体来看经济复苏的前景依旧暗淡。

2019年国内经济“前高后低”。受全球经济放缓及中美贸易影响，中国GDP在一季度反弹后便延续下滑趋势，国内经济下行压力明显。从三驾马车来看，投资增速受基建及制造业拖累略显疲弱，房地产投资保持稳健。预计2020年在政策支持下基建及制造业投资将会有所反弹。消费受内需放缓影响呈下行趋势，主要受汽车消费加剧下行的拖累。不过随着消费结构进一步转型升级，明年消费增速仍有望企稳回升。出口下滑较为明显，因全球经济放缓和中美贸易摩擦导致外需疲弱较为疲弱，不过随着贸易结构的持续优化、对外贸易进一步开放，以及贸易局势的转暖，预计出口降幅将有所收窄。整体来看，目前国内经济仍有下行压力，但随着外部环境边际改善，国内逆周期调节力度进一步加大，预计明年经济下行压力将有所缓解，2020年全年经济增速或维持在6%左右。

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、2019 年世界经济运行的主要特点 | 4 |
| (一) 全球经济增速放缓，货币政策延续宽松 | 4 |
| (二) 国际贸易局势反复，关注后续贸易谈判 | 5 |
| 二、2020 年国外宏观经济展望 | 7 |
| (一) 2020 年全球经济不确定性仍存 | 7 |
| 1. 美国：经济韧性犹存，警惕下行风险 | 8 |
| 2. 欧元区：经济或延续低迷，复苏仍面临考验 | 13 |
| 3. 英国：脱欧前景转暖，不确定性仍存 | 15 |
| 4. 日本：经济疲态显露，复苏前景黯淡 | 17 |
| 三、2019 年国内宏观经济回顾与 2020 年经济展望 | 19 |
| (一) 经济增长：预计 GDP 增速小幅降至 6% | 19 |
| (二) 投资稳中有降，经济存下行压力 | 20 |
| 1. 基建投资放缓，政策发力稳投资 | 20 |
| 2. 制造业投资或转暖，产业结构持续优化 | 21 |
| 3. 房地产投资小幅下滑，预计仍保持韧性 | 22 |
| (三) 消费增速保持平稳，消费升级拉动经济 | 24 |
| (四) 进出口有望改善，贸易不确定性仍存 | 26 |
| (五) 通胀结构性上涨，分化趋势将缩小 | 27 |
| 四、货币维持审慎宽松，财政稳投资补短板 | 29 |
| (一) 财政政策：积极财政要大力“提质增效” | 29 |
| (二) 货币政策：灵活适度，保持审慎宽松 | 30 |

一、2019 年世界经济运行的主要特点

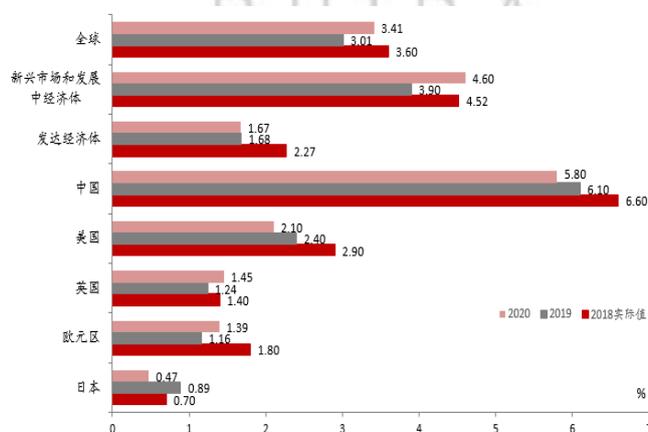
(一) 全球经济增速放缓，货币政策延续宽松

2019 年全球经济同步放缓，主要经济体货币政策由“加息”转向了“降息”。贸易保护主义导致国际贸易局势不断反复，英国脱欧、地缘政治以及多地上演的民粹主义都为全球经济带来了风险和挑战。10 月 15 日，国际货币基金组织（IMF）将 2019 年全球经济增长率由年初的 3.6% 下调至 3%，创金融危机以来的最低点。各主要经济体 GDP 增速均有所下滑。其中，较为依赖出口的欧元区经济增速大幅下滑，2019 年 GDP 预计增速仅为 1.16%。

从领先指标 PMI 来看，全球主要经济体制造业景气度从年初以来持续下滑。美国制造业 PMI 连续四个月低于荣枯线。英国制造业受脱欧影响持续萎缩。欧元区制造业受全球经贸放缓影响最重，制造业 PMI 持续处于低位，但近几个月有所回升。从摩根大通全球制造业 PMI 指数来看，全球制造业景气度至 7 月以来持续上涨，11 月份更是从回荣枯线上方，或暗示全球制造业在 1 年多的放缓之后终于有企稳回升的趋势。

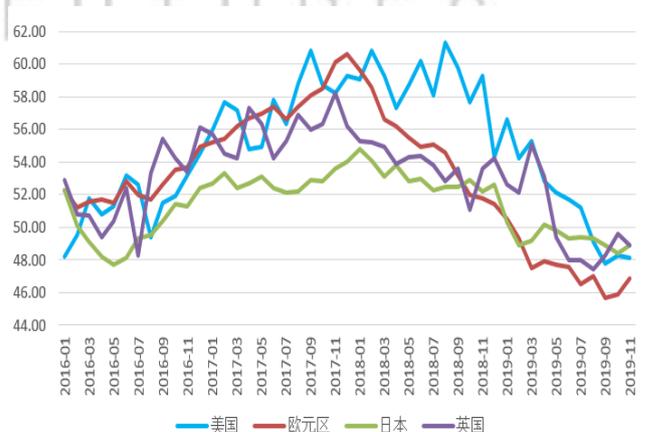
通胀方面，受全球经济及贸易放缓影响，今年以来主要经济体通胀水平持续下滑。9 月中旬因沙特石油设施遇袭导致石油价格大幅上涨，但沙特随后恢复产能，石油价格迅速回落，对通胀影响甚微。英国及欧元区通胀也呈下行趋势，不过欧元区 11 月 CPI 有所回暖。美国连续三次降息后效果显现，通胀水平有所回升，但仍低于目标。日本通胀持续低迷，日本央行称考虑进一步降息。总体来看，2019 年全球经济增速同步放缓，四季度一些不确定性减少后有所反弹，下行压力也有所减小。但考虑到全球贸易、脱欧以及美国大选等因素，明年经济仍面临风险。

图 1 全球 GDP 增长区域比较 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 2 全球主要发达经济体制造业景气指数 (%)



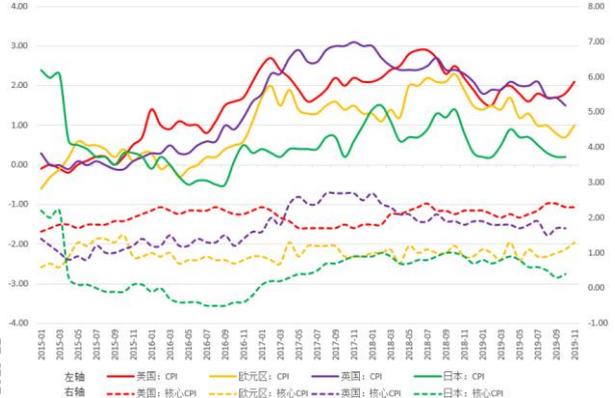
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图3 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

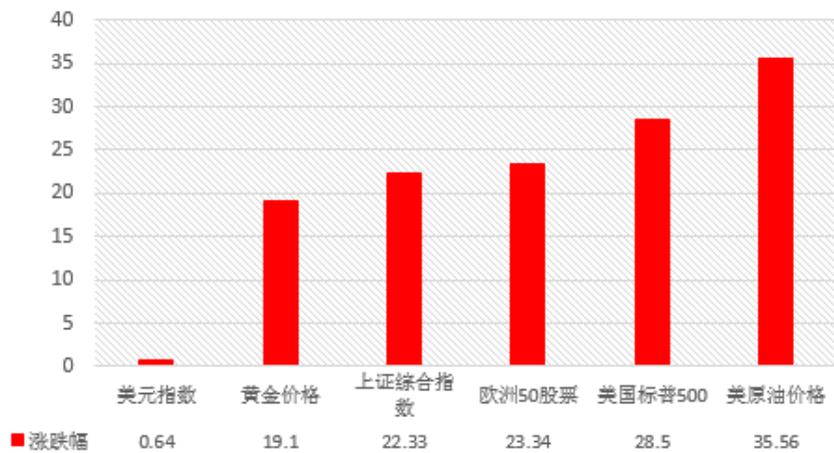
图4 全球主要经济体通胀水平 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

大类资产方面, 虽然今年全球经济呈放缓趋势, 但股市却迎来了较大增长。据德国银行计算, 全球股票的价值从年初开始的不到 70 万亿美元, 上涨至目前的逾 85 万亿美元。全球市场的大幅攀升主要仍由美国市场主导, 标普 500、道指和罗素 2000 指数今年以来的累积涨幅达到了 20%以上。中国上证指数今年也上涨近 20%。全球央行宽松的货币政策和政治形势发展帮助股市在今年实现了不错的表现。大宗商品在 2019 年的走势也较为强劲。其中, 黄金在 2019 年大幅上涨逾 17%。一方面是因为各国央行的货币宽松政策和持续增加黄金储备。另一方面, 也因全球经贸放缓导致的避险需求升温有关。2019 年油市经历了多次巨大变动, 但总体仍然上涨。NYMEX 原油上涨近 35%, 布伦特原油涨逾 23%。虽然美国的页岩油产量持续攀升, 且经济放缓导致石油需求增长乏力。但欧佩克的持续减产, 以及石油产出国政局动荡导致的对石油供应的担忧给油价提供了上涨动力。

图5 2019 年全球主要资产涨跌幅 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

看向未来，经济基本面及贸易因素仍将在 2020 年左右市场走势，虽然近期来看一些不确定因素风险在减小。不过全球央行的鸽派转向基本上已成为过去，超预期的货币宽松或财政刺激的空间也较小。主要央行似乎有意维持当前的宽松政策，利率和债券收益率可能徘徊在低位附近。此外在 2020 年，年初英国脱欧和美国大选料将成为明年资产走势的关键。

（二）国际贸易局势反复，关注后续贸易谈判

全球贸易局势是今年主导市场及经济的一个重要因素。年初至今，贸易局势不断出现反复，以美国为代表的贸易保护主义不断拖累全球贸易发展。其中，世界前两大经济体，中国与美国的贸易争端备受市场关注。近期，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致对外释放积极信号，有利于推动中美经贸合作，市场的不确定性风险在收敛，这对中美两国经济和世界经济都是利好。与此同时，美国与欧盟、巴西和阿根廷的贸易争端又起，美国甚至有可能通过所谓“232 调查”，对其他国家输美汽车及其零部件加征高额关税，这将涉及到大概 3000 多亿美元的贸易规模。预计全球贸易局势反复的局面短期内仍将持续，全球贸易是否实质性转暖仍需时日观察。

表一：12 月份中美达成第一阶段贸易协议，贸易关系有所缓和

| 时间 | 事件 |
|------------------|--|
| 2018 年 12 月 1 日 | 中美两国元首在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行晚餐会晤。双方达成共识，停止加征新的关税 |
| 2019 年 5 月 6 日 | 美国总统特朗普宣布将 2000 亿美元的中国商品关税从 10% 上调至 25%，并于 5 月 11 日生效 |
| 2019 年 5 月 13 日 | 中国宣布对已实施加征关税的 600 亿美元商品的部分，分别实施 25%，20%，10% 关税 |
| 2019 年 8 月 1 日 | 美国总统特朗普 8 月 1 日宣布，美国将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品征收 10% 的关税 |
| 2019 年 8 月 23 日 | 中方采取反制，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5% 关税 |
| 2019 年 9 月 12 日 | 中美经贸双方保持沟通，牵头人商定见面。中方企业恢复采购自美进口农产品 |
| 2019 年 9 月 25 日 | 美方公布了对中国加征关税商品的排除清单，涉及 400 多项商品。中方也对大豆、猪肉等农产品加征关税排除 |
| 2019 年 10 月 12 日 | 特朗普表示美中经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，美国将暂缓 10 月 15 号的对华加征关税 |
| 2019 年 11 月 16 日 | 刘鹤应约与美国各领域官员围绕第一阶段协议进行讨论。美国官员指出正接近达成一项贸易协定 |
| 2019 年 12 月 14 日 | 中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，美方承诺分阶段取消加征关税。中方也虑不实施原计划在 12 月 15 日生效的拟对美方进口产品加征关税的措施 |

表二：美欧贸易纷争严重，有加剧风险

| 时间 | 事件 |
|-------------|--|
| 2019年4月9日 | WTO 认为欧盟给空客的补贴对美国产生了负面影响。特朗普称美国将对价值 110 亿美元的，涉及大型商用飞机、零部件以及乳制品、葡萄酒等欧盟产品征收关税。 |
| 2019年4月17日 | 作为反制措施，欧盟委员会公布了价值 200 亿美元的美国商品清单，威胁将对商品加征关税 |
| 2019年7月 | 法国议会通过了“向互联网巨头征收 3%数字税”的法案。受影响企业大多数为美国公司，如苹果、脸书、谷歌和亚马逊等 |
| 2019年10月2日 | 美国在欧美航空业争端上获得 WTO 的有利裁决，并以此为据对欧洲进口商品加征关税 |
| 2019年10月18日 | 美方正式对空客在欧洲生产的大型民用飞机加征 10%的关税，对价值 75 亿美元的欧盟部分农产品和其他产品加征 25%的关税。欧盟称将根据世贸组织的裁决对美国施加报复 |
| 2019年12月2日 | 美国贸易代表办公室公布 301 调查结果，以“法国数字税歧视美国企业”为由，提出要对价值 24 亿美元的法国进口商品征收最高 100%的关税。最早在明年 1 月才生效。 |
| 2019年12月12日 | 欧盟宣布推出单边制裁法案，以应对世贸组织 (WTO) 争端机制“停摆”造成的冲击。这是美欧贸易关系恶化的又一进展 |
| 2019年12月16日 | WTO 驳回了欧盟方面提出的已不再补贴飞机制造商空客 (AIR. PA) 的主张。美国随即称正在考虑对更多的欧盟产品征收税率高达 100%关税。其中包括欧洲的烈酒以及农产品 |

二、2020 年国外宏观经济形势展望

(一) 2020 年全球经济不确定性仍存

展望 2020 年，美国经济目前整体维持良好状态，强劲的消费和就业仍支撑经济增长。但数据显示美国制造业持续疲弱，叠加国内政治斗争，以及贸易争端等因素仍然给经济前景带来不确定性因素。

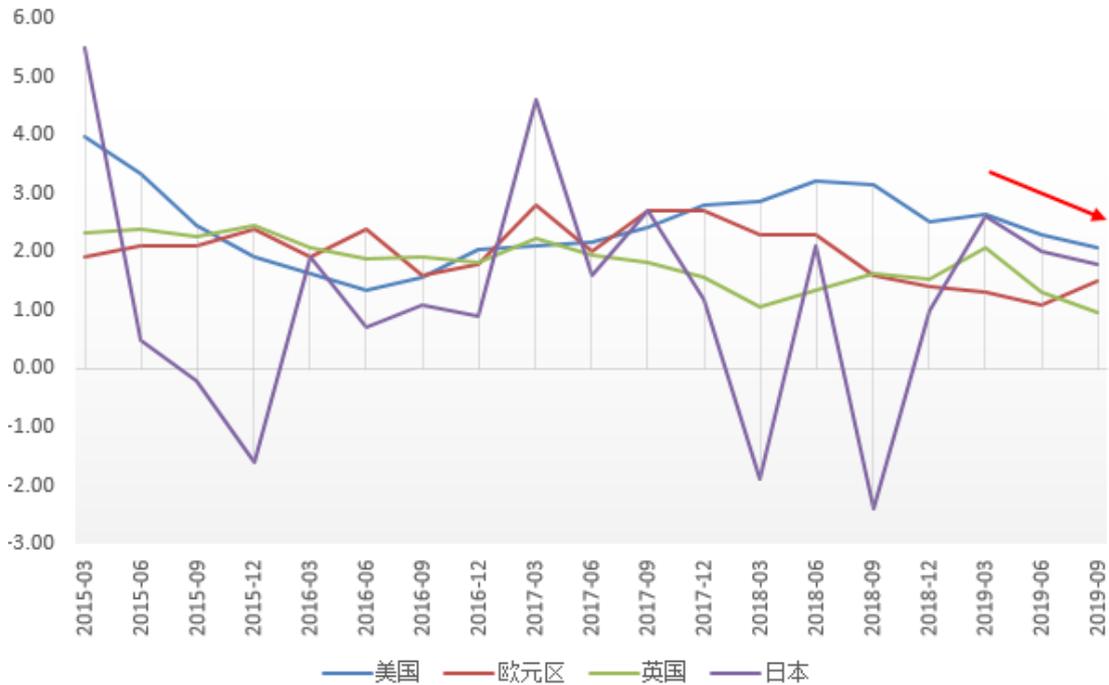
欧元区经济有企稳复苏迹象，但欧元区内部分歧、美欧贸易紧张等因素对欧元区经济构成威胁，经济前景仍不容乐观。英国经济受脱欧影响持续下滑，商业活动由于脱欧的不确定性一直受到压制。此前脱欧延期至 2020 年 1 月 31 日，约翰逊所在保守党赢得大选虽提振了顺利脱欧的预期，但约翰逊通过修订脱欧协议以确保不会延长 2020 年底的过渡期，这使硬脱欧风险上升。因此英国的经济前景仍压着脱欧这一块“巨石”。

日本经济受全球贸易放缓影响呈下滑趋势，虽然日本政府加大财政刺激力度，但本国的经

济学家并不看好刺激政策将有效的提振经济。新兴市场方面，受制于低投资、高失业、高政策不确定性以及地缘政治冲突，新兴市场经济整体上难见持续有力的增长反弹。

整体而言，目前全球经济有一定的企稳迹象，但 2020 年仍面临诸多的不确定性因素，贸易局势、美国大选、英国脱欧等事件的进展值得关注。

图 6 全球主要发达经济体 2019 年三季度实际 GDP 同比 (%)



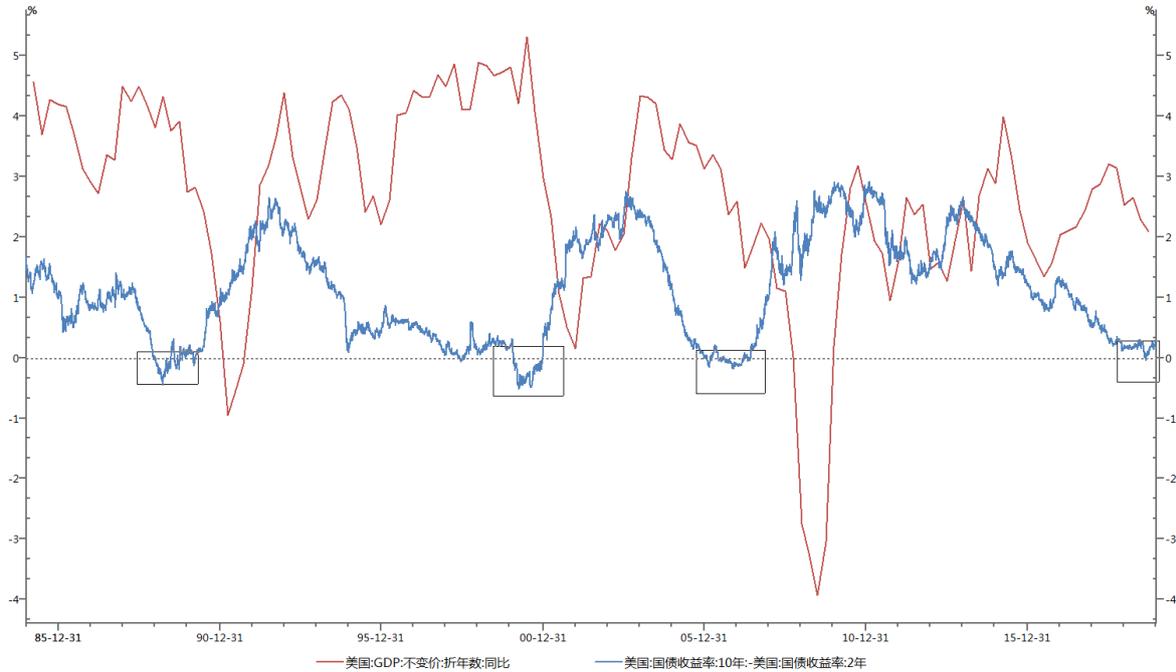
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

1. 美国：经济韧性犹存，警惕下行风险

美国三季度经济增速有所回升，但与一季度相比仍放缓。美国三季度 GDP 终值录得 2.1%，高于初读数值 1.9%和二季度实际值 2%。由于贸易政策波动，制造业疲软和商业投资减少，消费支出成了 2019 年支持美国经济增长的主要动力。在就业市场强劲的情况下，消费支出或将继续推动明年美国经济保持创纪录的扩张。不过通胀低迷、制造业疲软、商业投资回撤、全球经贸环境不明朗等因素使美国经济面临风险。另外，被市场普遍作为经济衰退指标的美国长短期国债利差在今年以来曾数次出现倒挂，预示 2020 年美国将大概率衰退。但在美联储三次降息、大规模回购和扩表的作用之后，国债收益率的利差有所修正，暗示美国经济稳定性有所增强。预计四季度美国 GDP 增速将落在 1.3%至 2.3%区间，较一季度 3.1%的增幅显著放缓，且全年可能不会实现特朗普政府制定的 3%目标。另外，制造业疲弱、贸易放缓以及国债利率倒挂的领先性暗示短期内经济增速下行的风险犹存，但长期来看，若国际贸易继续转暖，英国脱欧等风险

性事件消除，将刺激全球经济复苏。因此预计美国 2020 年经济增速呈前低后高趋势，步入衰退的可能性不大。

图 7 美国国债长短端利差和 GDP 增速



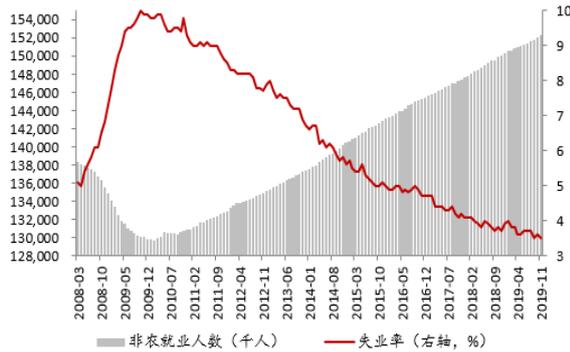
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

消费支出及就业维持稳健，为经济增长提供有力支撑。美国个人消费支出同比增速在 2018 年底大幅回落后，于 2019 年逐步企稳。占美国经济 2/3 的个人消费支出三季度年率增长 3.2%，高于预期和前值 2.9%，为美国当季 GDP 贡献了 2.12 个百分点。且此前公布的 11 月美国个人支出环比增长 0.4%，超出市场预期，或与圣诞节期间消费需求上涨有关。预示家庭消费将继续在年底发挥着经济主要驱动力的作用。美国零售销售数据虽在 11 月表现不佳，但在一定程度上是由于 2019 年感恩节时间偏晚，节日促销推迟到 12 月导致网络零售偏弱，剔除这些临时性因素来看，2019 年美国零售销售数据表现总体尚可。此外，美国住房销售有所回暖，消费者对于住房的开支企稳，尤其是新建住房销售自 7 月以来稳步回升。

另一方面，从近期的数据来看，美国失业率处于历史低位（3.5%），11 月公布的美国非农就业人数激增 26.6 万人，远超市场预期。虽然数据中包括了因为 10 月通用汽车罢工事件而恢复的就业岗位，但扣除这一影响，岗位净增幅度仍超 20 万。各项数据显示美国劳动力市场接近饱和。此外，薪资水平也在温和上涨，11 月当月美国个人收入同比增长 4.9%，创 2018 年 12 月以来最大月度涨幅。其中私营领域工资收入同比显著增长。薪资水平稳健增长推动经通货膨胀

调整的可支配收入增长 0.4%，扭转了 10 月 0.2% 的降幅。同时也使个人储蓄率上升到了 7.9%。另外，美国家庭净资产持续上行，居民杠杆率降至 75%，美国股市及房地产价格的上涨帮助美国家庭增加了财富。除此之外，美国消费者信心指数和预期指数均企稳回升，说明消费者情绪整体向好。总体来看，美国消费领域基本面依旧稳健，良好的就业市场、可支配收入的增长以及美联储年内三次降息均对消费起到了刺激作用。

图 8 美国新增非农就业人数与失业率



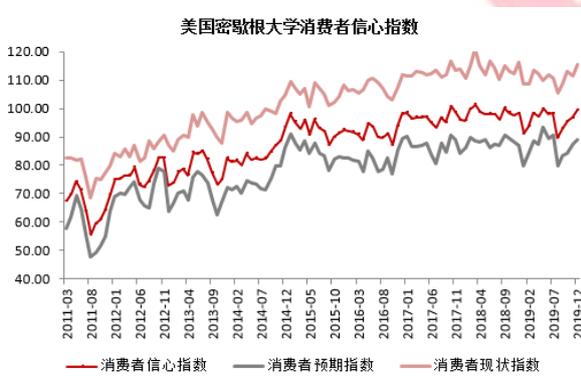
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国个人消费支出同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国消费者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 美国零售销售总额环比下滑

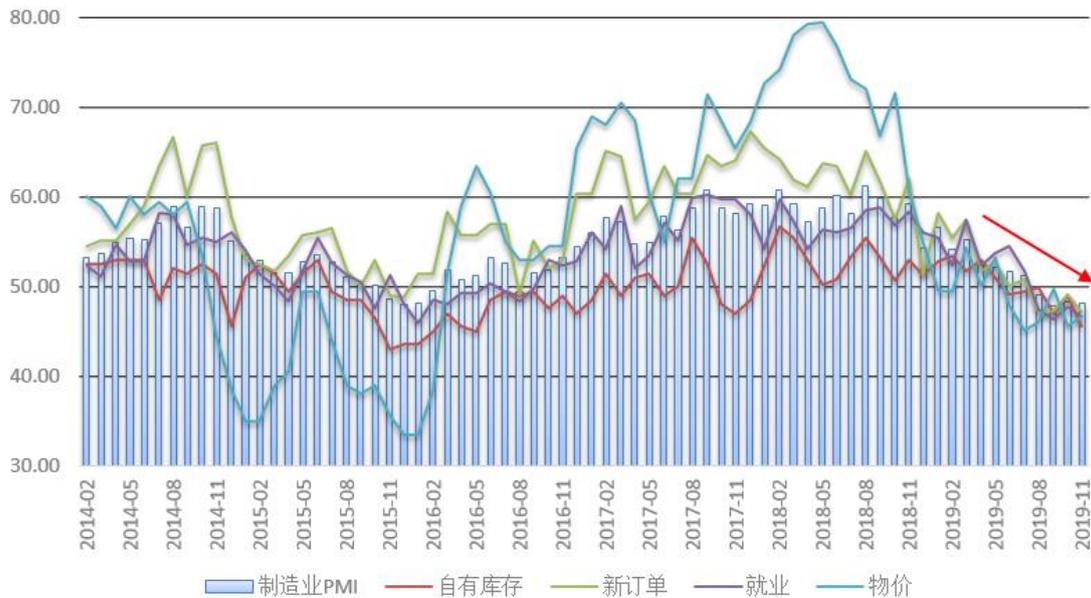


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国制造业持续萎缩，未来或迎来边际改善。受全球需求低迷和贸易紧张局势影响，美国 ISM 制造业 PMI 指数自 4 月份开始持续下行，并于 8 月份下至 50 荣枯线以下，截至上月已连续下行 7 个月。虽然 10 月份有所反弹，但 11 月 ISM 制造业 PMI 意外再次下滑至 48.1，显示制造业连续第四个月出现萎缩。其中，新订单指数由 10 月的 49.1 下滑至 47.2，显示需求仍然疲弱。另外，由于此前美国波音公司两架 737 MAX 系列客机不到半年内先后失事，致使这一机型在全球停飞，导致航空制造业产值下降 17%。而 12 月 16 日波音公司决定将于 2020 年一月份起暂停生产该系列客机，占美国制造业总产值比重巨大的波音公司此举将给美国本就疲弱的制造业雪

上加霜。值得注意的是，疲弱的制造业数据反映出特朗普政府的贸易保护主义行径并不能让美国实现“制造业回流”。2019年10月以来，中美贸易逐步缓和，目前两国已达成第一阶段协议，这或使美国制造业在随后几月迎来边际改善。

图 12 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

通胀水平依然温和，美联储暂缓降息周期，但明年仍有降息可能。11月份，受美联储青睐的通胀指标，核心PCE物价指数年率录得1.6%，较修正后的10月数值下滑0.1个百分点。数据显示美国通胀水平依然温和，美联储作为政策参考依据的核心PCE物价指数仍低于2%的目标水平。不过强劲的个人支出以及相对温和的通胀仍将支持美联储短期内维持利率不变的决议。受全球经贸放缓和通胀压力的影响，美联储2019年内共降息三次，7月31日，美联储宣布2008年12月以来的首次降息；9月18日，美联储再次宣布下调联邦基金利率25个基点到1.75%至2%的水平；10月31日美联储再次下调利率25个基点至1.5%-1.75%水平。在美联储三次降息之后，近期美国各项经济指标均有所回暖，11月份美联储暂缓降息周期。12月份的会议纪要也维持利率不变，美联储对美国经济保持良好预期，并相信通胀在前三次降息之后将达成2%的目标。多数美联储官员也发表评论称当前的货币政策处于良好位置，对2020年经济仍有刺激作用。考虑到近期美国数据的表现，以及美联储对经济的乐观预期，预计美联储2020年货币政策不会有太大改变。不过，考虑到明年美国大选的政治不确定性以及制造业或持续恶化的风险，美联储

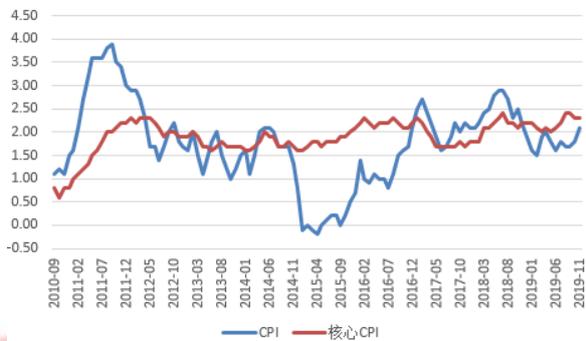
明年上半年仍有降息的可能。

图 13 美国核心 PCE 物价指标



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 美国 CPI、核心 CPI

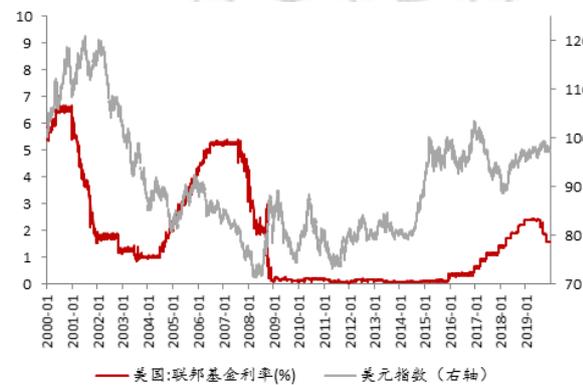


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美元指数 2020 年或难延续强势。2019 年 2 月以来，在贸易局势反复的避险需求以及美国经济基本面强于其他国家的背景下，美元指数延续强势。在 10 月份经历了大幅回调后，美指一直在 97.00-98.40 区间内波动。往后看，美国经济数据在三次降息后有所回暖，美联储也暂缓降息周期，美元获得支撑。短期来看，美元指数或维持高位区间震荡，但大幅上行的可能性不大。长期来看，若贸易局势转暖、脱欧等风险因素消除后，欧元区、日本等较为依赖出口的经济体将第一时间反弹，美国与其他国家的经济差距将会缩小，因此长线上看美元或承压下行。

金融市场方面，美国股市主要股指在 12 月中旬多次创下新高。美联储年内三次降息、美国劳动力市场稳定、消费水平仍维持在较高等因素维持了美国股市上涨的动力。而近期贸易协议传出利好消息使美国两大股指再创新高。不过标普 500 指数的市盈率已经处于历史较高位置，且美国经济仍下行风险仍存，投资者仍需警惕美股回调的风险。

图 15 美国基准利率与美元指数走势



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 美国主要股指走势



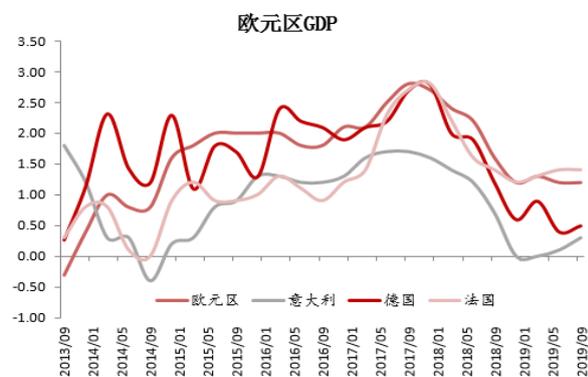
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 欧元区：经济或延续低迷，复苏仍面临考验

受全球经济、贸易放缓及英国脱欧的影响，2019年欧元区经济增速停滞不前。高度依赖出口的德国制造业一蹶不振，经济受到严重打击。欧洲央行的超宽松货币政策刺激力度有限，而各成员国对财政政策的行动有限。展望2020年，欧洲央行新任行长拉加德的登场，以及潜在的财政刺激政策出台或使欧元区迎来转机。但是美欧贸易争端以及英国硬脱欧忧虑仍给欧元区经济复苏的前景增添了不确定性。

欧元区三季度GDP有所企稳，领先指标也略有好转，预示经济或已经见底。此前公布的数据显示，欧元区三季度GDP年率终值同比增长1.2%，环比增长0.2%，与第二季度持平。德国三季度GDP意外增长0.1%，暂时摆脱了衰退的阴影，但这并没有改变德国从欧元区增长引擎变为疲弱之源的事实。法国第三季度GDP录得0.3%的增速，成为欧元区增长的主要动力。法国经济在面对全球经济放冲击时展现了较强的韧性，特别是相对于以外贸增长为主要动力的德国经济而言。从领先指标来看，11月份，以德国为首的欧元区制造业PMI数据明显好于预期，为消沉的欧洲市场增添信心。然而好景不长，12月16日最新公布的12月欧元区制造业PMI初值再次集体走低。其中，德国12月制造业PMI初值由上月的44.1下滑至43.4，不及预期。作为欧元区头号经济体，德国近期以来的复苏并不显著，由于对出口经济的严重依赖，外需疲弱、汽车等大宗消费品市场滑落，意味着德国经济在短期内获得明显增长动能的可能性不大。法国12月制造业PMI初值为50.3，较前值51.7出现明显下滑，再次接近50枯荣线。整体来看，虽然近期数据显示欧元区经济有触底迹象，但法国近期的抗议事件，英国硬脱欧忧虑，以及全球贸易摩擦对欧元区制造业需求的损害，都导致欧元区经济更加疲弱。

图 17 欧元区及主要大国 GDP 同比企稳回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 欧元区及主要大国制造业 PMI 持续疲弱



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区通胀仍旧低迷，货币政策接近极致，财政政策能否发力将成为焦点。多年的负利率和财政紧缩使欧元区陷入经济增长和通胀低迷的困境。为了应对全球经贸放缓带来的冲击，防止经济陷入衰退。今年9月份欧洲央行宣布下调存款利率10个基点至-0.5%，此为欧洲央行自2016年以来的首次降息。同时欧洲央行还宣布重启QE，并将开始实施利率分级制度，从11月1日起购债200亿欧元/月。虽然欧洲央行采取了大规模的刺激措施来振兴欧洲经济以及刺激通胀上升，不过欧元区的通胀水依旧低迷。11月份的数据显示，欧元区11月调和CPI同比涨1%较前值回升0.3个百分点。核心CPI同比增长1.3%，较前值上涨0.2个百分点。虽然欧洲央行新任行长拉加德的首个通胀数据录得上涨，但离2%的目标仍相差甚远，更何况目前欧元区货币政策处于较为宽松的状态。拉加德上任后首次欧洲央行会议延续了此前德拉基时代的宽松基调。呼吁在未来制定货币政策时需要保持团结，并再次呼吁荷兰、德国等欧洲国家在财政和结构性政策方面发挥更积极的作用。

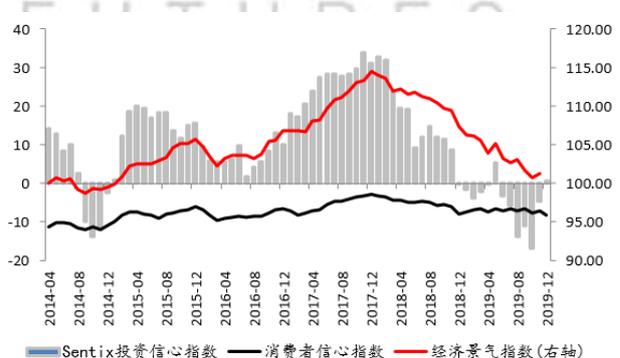
展望2020年，考虑到欧元区经济增长和通胀可能保持在低位，预计欧洲央行的货币政策仍将保持强劲宽松。不过考虑到欧洲央行货币政策以接近极致，以及欧银内部分歧严重，预计进一步宽松的可能性不大。因此，对于欧元区经济而言，财政政策能否发力将成为市场关注的焦点。不过德国央行对实行财政刺激政策显得并不热情，且欧盟对于财政赤字的限制以及欧元区各国的债务水平普遍较高等因素导致财政刺激的空间较为有限，因此市场所期待的财政刺激未必能发挥出多大的效应。整体而言，欧元区出口型的经济特征预示其经济前景仍受到全球经济景气度所左右，近期全球贸易局势虽有所转暖，但美欧贸易仍旧处于紧张状态。货币及财政政策的掣肘也使得欧元区于2020年的经济增长动能仍面临考验。

图19 欧元区通胀率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图20 欧元区景气指数和消费者信心指数低迷

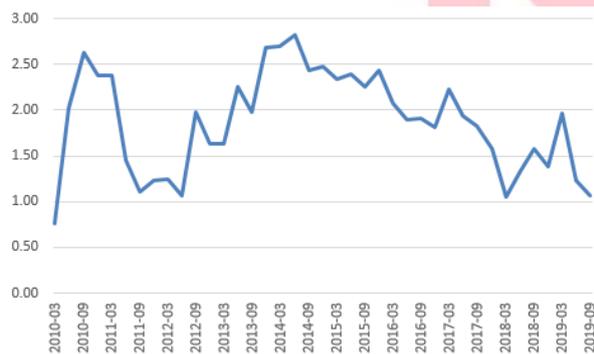


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 英国：脱欧前景转暖，不确定性仍存

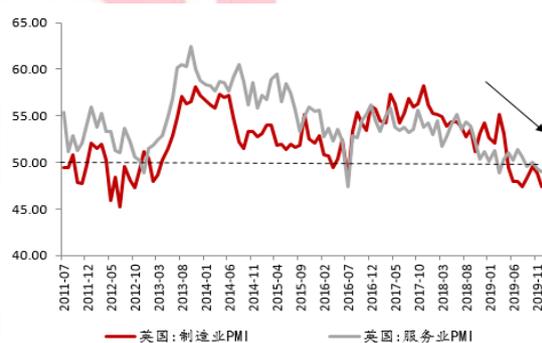
受脱欧长期的不确定性影响，2019年英国经济整体呈下滑趋势。据英国统计局公布的数据，英国截至10月国内三个月GDP年率同比增长0.7%，创下七年来最弱增长。环比与上个月持平，且8-10月当季经济也无增长。受累于疲弱的生产力增长以及因不确定性造成的投资低下，英国经济虽然在三季度避免了衰退，但仍旧停滞不前。从领先指标来看，12月Markit制造业PMI初值意外走低，仅录得47.4，远低于市场预期的49.2。细分项中，主要拖累英国制造业PMI的是制造业产出和新订单数的加速下滑。产出指数更是录得45.8，为七年以来的最猛烈下降，显示生产和需求更加疲弱。而制造业提供的新工作机会则从今年5月以来连续下降。消费方面，11月零售销售同比增幅放缓至1%，为2018年4月以来最慢增速，显示消费者需求放缓。疲弱的制造业和消费数据显示英国经济在第四季度陷入萎缩的可能性在加大。

图 21 英国 GDP 持续下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 英国制造业 PMI 跌至荣枯线下方

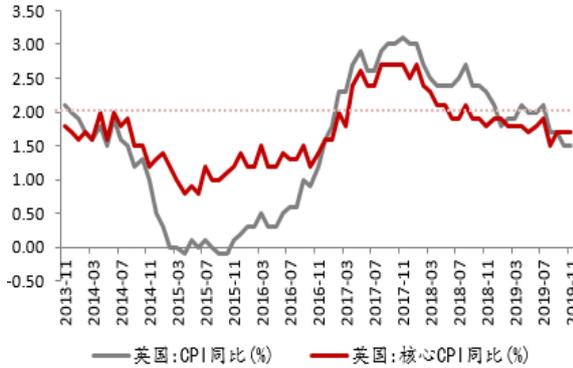


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

今年以来，全球经济放缓以及脱欧的不确定性持续拖累英国经济增长，政治动荡导致服务业、制造业、企业投资等实体领域下滑。今年10月份，虽然英国和欧盟达成了脱欧协议，但英国通过了一项修正案，脱欧协议表决被取消。首相约翰逊随后取得欧盟同意将脱欧延期至2020年1月31日。为了能够通过脱欧协议，英国提前举行了大选。12月12日，以约翰逊为首的保守党最终以大幅的领先优势于赢得大选，并获得了超过半数的席位，成为了多数党。加之12月20日议会通过约翰逊《脱欧协议法案》，这意味着约翰逊此前和欧盟达成的脱欧协议正式进入立法程序，最终成为法律基本已是“板上钉钉”。但新的法案新增禁止延长过渡期的条款，导致脱欧后英国与欧盟需要在不到1年的时间内达成贸易协议。此前欧盟和加拿大达成贸易协议耗费了7年时间。而这一次，约翰逊要在不到1年时间内达成一份“完美”的协议无疑是难上加难。若届时贸易协议无法谈成，那么过渡期结束后英国仍将“无（贸易）协议脱欧”，因此

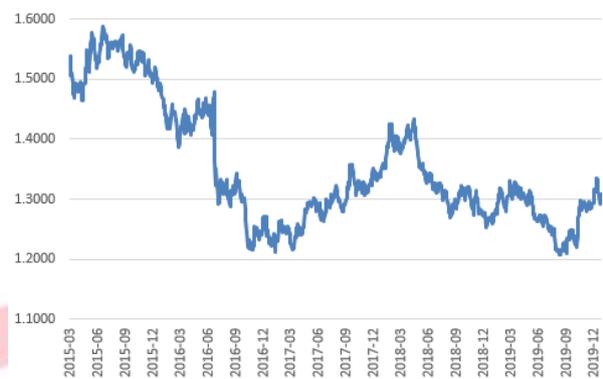
市场忧虑重燃。这也是导致 12 月经济数据下滑的一个主要原因。

图 23 英国 CPI 持续下滑



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 24 英镑汇率触底回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

受脱欧前景转暖,英镑在今年 9 月份之后触底回升,并在 12 月份约翰逊赢得大选后升至年内高点 1.35。然而,虽然随后大选结果和民调一致,但英镑却自高位掉头急转直下,12 月 20 日当周连续 5 个交易日收跌。这一方面是因市场已提前消化了保守党胜选的消息,另一方面因议会通过了约翰逊的《脱欧协议法案》,这令市场对英国无协议脱欧的担忧情绪再度抬头,英镑因而一路大幅回撤下挫。且约翰逊在选举大胜后的多次讲话中重申英国无协议脱欧的可能性,导致英镑多头情绪跌至谷底。目前来看,英镑可能会继续升势,并重新试探 1.35 高位。但若贸易谈判所带来的不确定性再度累积,预计英镑的上行动能或被削弱。

展望 2020 年,英国经济预期仍不容乐观,脱欧不确定性降低对经济增长的恢复作用仍有待观察。货币政策方面,尽管受一系列低迷数据和低于目标的通胀影响,决策者最近偏向鸽派,但大选结果以及期待中的增长复苏,促使英国央行在可预见的未来中降息一次的概率很可能降低。英国央行在 12 月会议上维持利率不变,将第四季度增长预期从 0.2% 下调至 0.1%。财政政策方面,英国政府计划大规模增加英国中北部地区的基础设施投资。此外,在社会民生领域,约翰逊政府也计划增加对医疗、教育和社会治安的投入。总体来看,国内政治、脱欧的不确定性降低,以及宽松的财政政策将帮助英国经济走出低谷。不过英国是否能在明年与欧盟达成贸易协议,全球经济下行压力能否缓解仍使英国经济前景存在诸多不确定性。预计今年四季度英国经济将小幅放缓,明年或有望企稳回升。

4. 日本：经济疲态显露，复苏前景黯淡

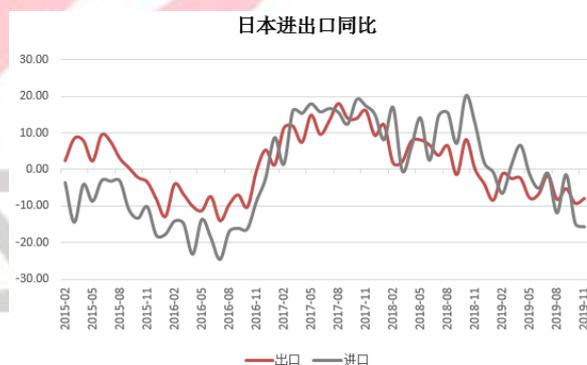
受制于全球经济及贸易争端影响，日本经济增长疲态显露。通胀持续低迷、外需疲弱拖累日本经济。2019 年日本三季度 GDP 初值录得 0.2%，濒临衰退边缘，但 12 月份公布的修正值被大幅上调至 1.8%，大超市场预期，因资本支出的大幅增长对于内需的提振作用。但尽管如此，相比于一季度的 2.6%和二季度的 2%，三季度经济增速仍有所放缓。受外需疲弱影响，日本 11 月份出口额同比下降 7.9%，连续第 12 个月同比下降。从领先指标来看，日本 11 月制造业 PMI 终值为 48.9，尽管略高于 10 月的 48.4，但这已经是日本制造业连续第七个月处于 50 的枯荣线下方。因美欧等主要贸易国家的需求放缓，出口订单创五个月以来最大降幅，显示日本制造业仍然深陷萎缩。另一方面，日本 11 月工业生产连续第二个月下滑，11 月未季调工业产出年率更是跌至-8.1%，为数年最低水平。总体来看，近期全球不确定性因素有所改善，但外贸风险依旧存在，考虑到消费税上调导致的居民消费意愿减弱以及外需疲弱对日本制造业的不利影响，预计日本四季度经济仍将延续下滑。

图 25 日本三季度实际 GDP 环比增速下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 日本进出口增速下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

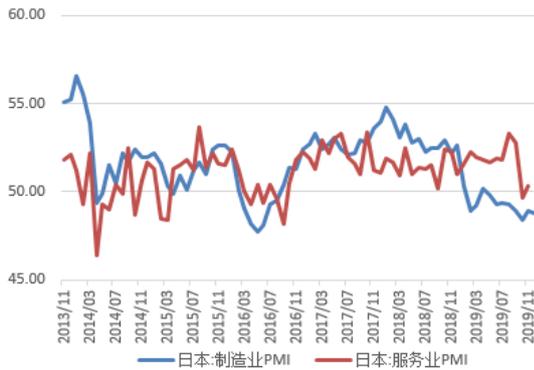
受消费税上调影响，日本消费增速愈发疲软。作为日本政府过去一年最重要的财政政策安排，日本国内消费税率自 2019 年 10 月 1 日起从 8%上调至 10%。这是日本自 2014 年将消费税率从 5%升至 8%后，时隔 5 年再次提高税率。消费税的上调增加了消费者的支出负担，对消费的影响也立竿见影。上调消费税后的第一个月，日本 2019 年 10 月经季调后的零售销售环比下跌 14.4%，降幅高于前一次消费税上调。另外，日本家庭支出同比下降 5.1%，为 11 个月来首次下降，并创下过去三年半的最大降幅。此次消费税上调幅度虽小于前一次，但对消费的影响仍超出日本业界预期。2014 年加税后日本消费支出曾连续 13 个月下降，个人消费比上一年度减少

了 2.6%。而民众个人消费在日本 GDP 的构成中占比高达 60%，因此本次消费税上调增添了对日本本就不景气的经济的担忧。

人口老龄化、生育率低是上调消费税的主要原因。近几年来，日本人口结构老龄化日渐加重，老龄人口（65 岁以上）占人口总数的 28.4%。日本共同社的一项统计数据显示，在领取低保的家庭中，65 岁以上老年人超过 50%，而去年日本近 20 座 50 万人口以上的城市就有 8287 份“无人供奉”的骨灰只能由政府来保管与安置。因此，日本不仅长期养老年金入不敷出，而且投入到老年人口身上的医疗和护理以及善后费用猛增，其中仅 2019 财年总共 34 万亿日元的社保支出预算中，老年人口的支出费用就占了三分之一。而在老年人口不断增加的同时，日本国内生育率却一直在下降。育龄人口的减少以及新生婴儿的下降，表明日本的未来劳动力供给将严重不足，因此依靠劳动人口缴纳的养老金与税收来供养老年人口的压力空前加大。而在财政无力承担的情况下，只能靠增税来缓解。其次，增税收入也会被日本政府实行“育人革命”，用于补助学费以及发放“儿童工资”。

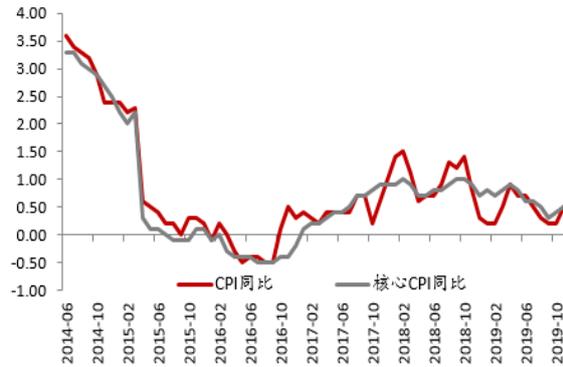
展望 2020 年，日本经济下行压力减小，但复苏前景仍然黯淡。受外需疲弱以及上调消费税等因素影响，2019 年日本经济显露疲态，四季度经济不容乐观。面对经济下行压力，安倍政府在 12 月宣布了 26 万亿日元的刺激方案，用于灾后恢复和重建、应对海外经济下行风险、投资未来和维持东京奥运后经济活力三大方面（其中 13.2 万亿日元是财政支出）。计划草案称，该计划将使实际经济增长提高约 1.4 个百分点。财政上的措施给了日本央行喘息的机会，自消费税调高之后的两个月内日本关键通胀指标持续攀升，11 月份不含生鲜食品的消费者价格同比上涨 0.5%，高于 10 月份的 0.4%。通胀下行压力的减小以及财政政策的支撑使日本央行获得了喘息机会，最近一次会议决议保持了利率不变，预计明年日本央行降息的可能性不高。总体来看，虽然，贸易风险、消费税上调以及人口老龄化的后续影响仍使日本经济的复苏前景黯淡。但大规模的财政刺激、东京奥运会将带来的经济增长等因素降低了日本经济下行的压力。预计明年日本经济失速的可能性较小，奥运会给日本经济带来的红利值得关注。

图 27 日本制造业持续萎缩



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 28 日本通胀水平较为低迷



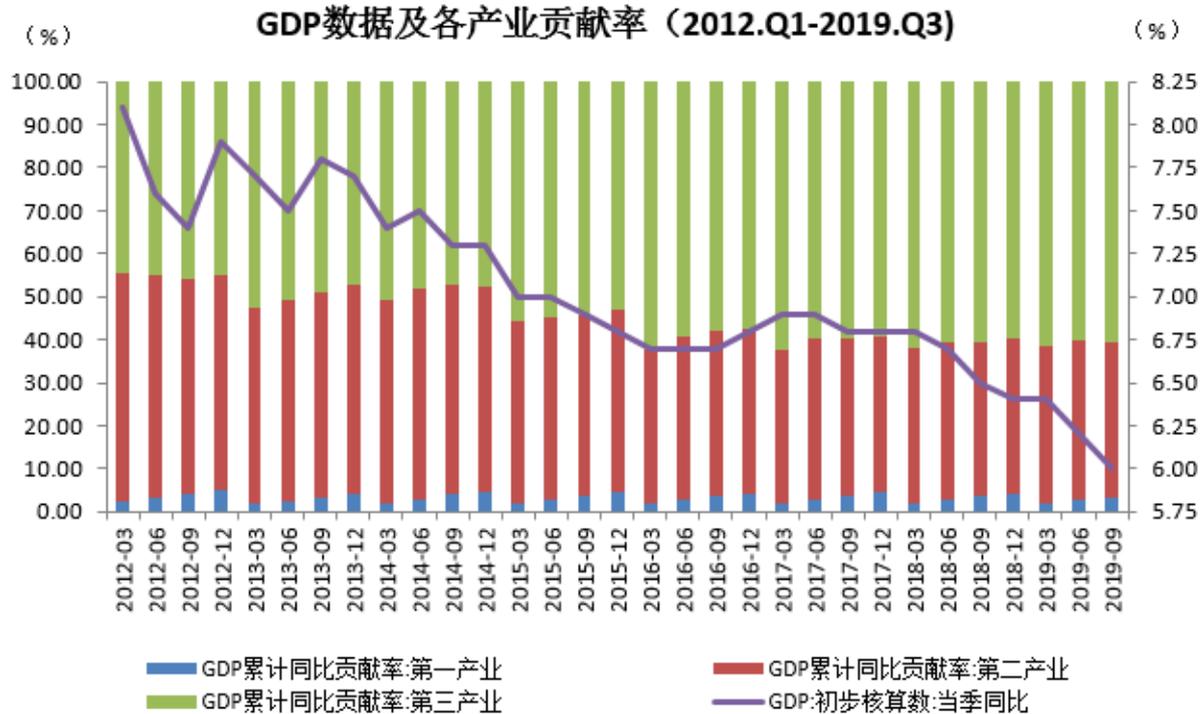
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

三、2019 年国内宏观经济回顾与 2020 年经济展望

(一) 经济增长: 预计 GDP 增速小幅降至 6 %

2019 年中国经济增速呈下行趋势, 前三个季度 GDP 同比增长 6.2%, 增速比上年全年放缓 0.4 个百分点。其中, 一季度增长 6.4%, 二季度增涨 6.2%, 三季度增长 6%, 显示经济下行压力逐季增大。一方面, 受全球经济放缓、贸易局势紧张影响, 外需疲弱, 出口受到冲击。另一方面, 受国内新旧动能转换的结构性改革, 去杠杆、控房市等政策因素影响, 房地产投资增速有所回落, 制造业增速放缓。另外, 内需疲弱造成进口下滑。同时, 受汽车销售大幅下滑的影响, 消费增速在今年也有所放缓。面对经济下行压力, 中国政府加大逆周期调节、积极实施“六稳”政策, 国内经济显示出韧性, 整体保持平稳增长。经济质量有所提升, 产业结构持续优化。投资方面, 今年政府陆续出台各项政策稳投资, 预计明年基建投资有望回升, 而房地产投资在“房住不炒”的总基调下将维持平稳。贸易方面, 随着中美贸易谈判达成第一阶段协议, 美国加征关税的负面影响可能会在明年二季度后逐步减弱, 预计 2020 年我国出口增速可能回到正增长。消费方面, 随着汽车消费跌幅逐步收窄, 预计 2020 年消费增速可能在 8%左右, 基本保持平稳。总体来看, 随着外部环境边际改善, 国内逆周期调节力度进一步加大, 预计明年经济下行压力将有所缓解, 2020 年全年经济增速或维持在 6%左右。

图 29 2019 年中国 GDP 增速延续下滑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 投资稳中有降, 经济存下行压力

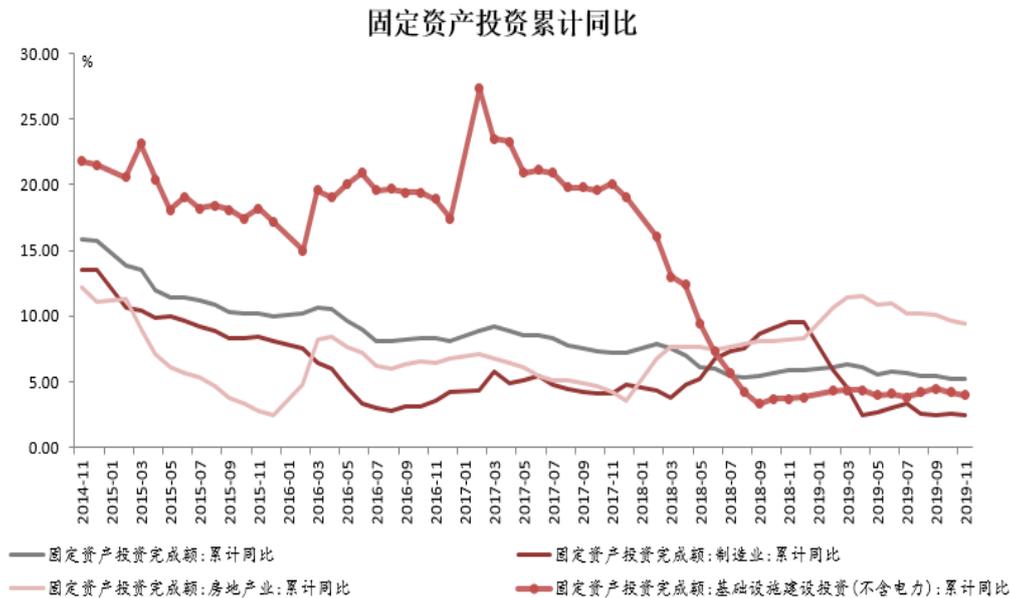
1. 基建投资放缓, 政策发力稳投资

2019年,我国固定资产投资增速呈稳中放缓趋势。前11个月固定资产投资同比增长5.2%,较上年同期回落0.7个百分点,主要受制造业及基建投资放缓所拖累。首先从基建来看,前11个月我国基础设施投资同比增长4%,增速较1-10月回落0.2个百分点,基建投资增速仍处于历史较低水平。首先是因为今年减税降费力度较大,再加上土地出让收入增速下行,导致地方财政较为吃力。其次,PPP项目持续整改、城投债融资规模改善较弱、非标融资渠道趋紧导致的资金问题使得专项债对基建投资的拉动效果不明显。

展望2020年,预计基建投资增速将有所回升,但上涨空间或有限。从今年的政策来看,基建投资是明年“稳投资”的重要抓手。近期财政部提前下达2020年专项债额度1万亿元,财政部要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目,做好专项债券发行使用工作,早发行、早使用,确保2020年初即可使用见效,确保形成实物工作量,尽早形成对经济的有效拉动。因此,明年专项债发行大概率会前倾至一季度,对基建项目支持力度可能较大。配合专项债新政和降低项目资本金比例等政策将进一步提振基建投资。

不过，考虑到财政收入吃紧以及减税降费的力度，明年资金端仍是基建投资能否取得显著回升的主要问题。财政收入方面，受名义 GDP 增速下降和 PPI 中枢下行风险的影响，税收增速面临进一步下降压力。“开源”来看，在房地产税在明年征收难度较大，而上调国企上缴利润比例不利于缓解未来老年或及养老金亏空的压力。因此预计 2020 年财政收入增速可能较 2019 年小幅放缓。针对财政收入压力较大的问题，中央经济工作会议提出要更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出。财政工作会议提出认真贯彻“以收定支”原则。预计财政支出增速或难达到 2019 年的高度，预算内基建资金增速将放缓。因此总体来看，预计 2020 年基建投资将稳中有升，但大幅上涨的可能性不大，全年增速或回升至 6%-8%。

图 30 固投增速整体稳中放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 制造业投资或转暖，产业结构持续优化

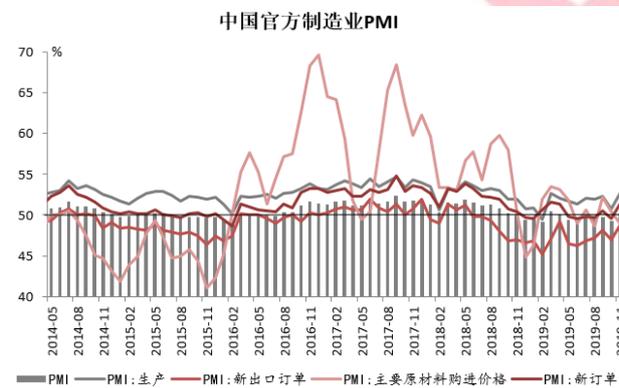
制造业产业结构持续优化，预计投资增速明年企稳后有望回暖。今年以来，全球经济贸易放缓，制造业景气度整体下降，各国制造业 PMI 均有不同程度的下滑。受此前中美贸易摩擦、国内外需求放缓的影响，国内制造业景气度也受到一定波及，制造业 PMI 多月运行于荣枯线下方，工业企业利润也下滑，制造业投资增速虽整体保持平稳，但一直运行于低位区间。1-11 月制造业投资增速小幅放缓，当月同比增速较上月回落 0.1 个百分点至 2.5%，显示制造业投资增长并不快。但这并不意味着制造业投资将持续走弱。

有几点原因将支撑 2020 年初制造业投资增长，一是 11 月份以来，中国经济持续修复，11 月制造业 PMI 重回扩张区间，12 月官方制造业 PMI 录得 50.2，连续两个月位于荣枯线以上，景

气度稳中有升。受传统节假日临近等因素影响，制造业供需两端较为活跃，生产和需求保持扩张。国外订单和原材料进口指数继续回暖，显示内外需求有所改善。二是随着工业品价格环比改善，以及低基数效应推动同比回升，工业品企业盈利水平将持续改善，这将驱动企业盈利回升。同时，19年1季度制造业投资基数效应较低，同比增速从18年4季度的11.6%下降至19年1季度的4.6%。这也将推动制造业投资从20年初开始回升。三是中美达成第一阶段贸易协议，海外风险因素也有所减小，英国脱欧预期转暖，海外需求或保持改善。如果中美贸易摩擦能在之后的阶段进一步缓和，企业信心能够有效修复，将有望带来制造业生产和投资的扎实改善。

另外，制造业投资结构也出现了明显优化，今年1-11月份，高技术产业投资同比增长14.1%，快于全部投资8.9个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长14.8%和13.1%。显示我国在转型升级的道路中，高端制造业领域具有较大的投资空间和机会。总体来看，在海外环境有所改善，国内加大逆周期调节的背景下，预计制造业投资增速在2020年将企稳回升。

图 31 制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 工业企业利润下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3. 房地产投资小幅下滑，预计仍保持韧性

受房控政策影响，2019年房地产投资增速在四月份触及高点后便开始放缓，总体仍保持较强的韧性。2019年一季度房地产“小阳春”出现后，有关部门密集出台了一系列严监管政策，419和730两次政治局会议强调“房住不炒”，730政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的工具”，致使5月以来房地产销售快速降温。另外，房地产融资全面收紧，银行和信托对房地产的融资受到重点监控，使房企到位资金延续下滑。不过从整体来看，房地产仍是2019年中国经济增长的最大动力，土地市场对于地方财政和稳增长具有重要作用，地方政府将“因

城施策”保持土地市场平稳，预计明年房地产投资增速整体将保持韧性，大幅下滑的可能性不大。

从数据来看，11月房地产市场依旧保持韧劲。1-11月全国房地产开发投资121265亿元，同比增长10.2%，增速比1-10月份回落0.1个百分点。11月当月房地产销售面积同比增长1.1%，增速较上月小幅回落0.8个百分点，增速持续放缓。其中，商品房销售面积同比增长0.2%，增速较10月快0.1个百分点。商品房销售额同比增长7.3%。这其中的主要原因是，不少头部房企在10月旺季实行“以价换量”的促销方式，带动了全国商品房销售尤其是三四线城市的销量增长。而且从高频数据来看，12月前半月30个大中城市商品房销售面积继续强韧，显示房地产市场的韧性继续存在。

从资金来源来看，1—11月份，房地产开发企业到位资金160531亿元，同比增长7.0%，增速与1—10月份持平。11月当月同比增长6.5%，增速较上月提升0.5个百分点。显示房地产企业仍有能力、有资金增加建设。到位资金中，国内贷款23013亿元，增长5.5%，较上月回落2.4个百分点，显示国内贷款对房地产的支持力度持续下降；利用外资161亿元，增长57.5%，可见境外融资增速较快。这主要是因为今年国内融资渠道收紧，使得中小房企不得不在资本市场上寻找一些“贵钱”来缓解债务兑换压力。这也使得房企融资成本分化较大，中小房企筹资要付出更高昂的利息费用。因此在当前融资环境下，房地产投资仍将承压。

新开工面积增速明显回落，开发投资额增速持续收窄。11月当月新开工面积和土地购置面积有明显回落，分别同比下跌2.9%和0.8%，增速较上月回落26.1和13.6个百分点。拿地增速的大幅下降，意味着2020年施工面积增长空间有限，叠加2020年一季度的高基数影响，施工面积增速面临较大压力。另外，新开工面积和竣工面积分叉的情况已持续好几个月，说明地产商的资金流动性偏紧以及对于未来市场的预期比较悲观。且11月70大中城市房价指数同比创下15个月来最小涨幅，房价下跌的城市超过了20家，受制于房住不炒的政策，房地产投机属性逐渐消失，资产回报率的下降将会使更多的资金撤离出房地产市场。

展望2020年，预计房地产增速延续稳步放缓态势，整体仍将保持韧性。今年中央经济工作会议提到“全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”。这意味着稳房价、稳预期，政策再继续收紧的可能性越来越小，且不排除因城施策层面出台一些边际宽松措施。另外，2019年7月政治局会提出实施城镇老旧小区改造，中央经济工作会议也再次提到“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造”根据住建部透的数据，目前我国老旧小区建筑面积约为40亿平方米，各地陆续出台老旧小区改造计划将在一定程度上支撑地产投

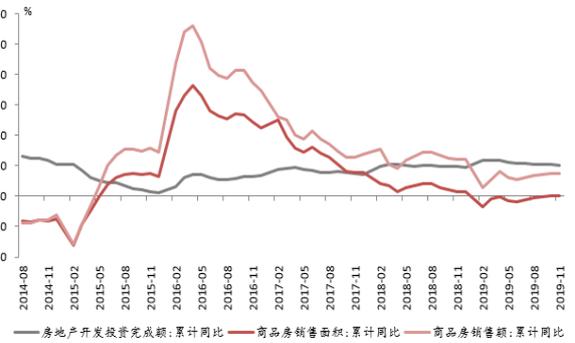
资增速。短期来看，随着基数的提升，20年初房地产投资增速或所放缓，同比增速可能下降至7%附近，但不会出现大幅下滑，预计2020年房地产投资全年将在5%-7%附近运行。

图 33 房地投资小幅下滑



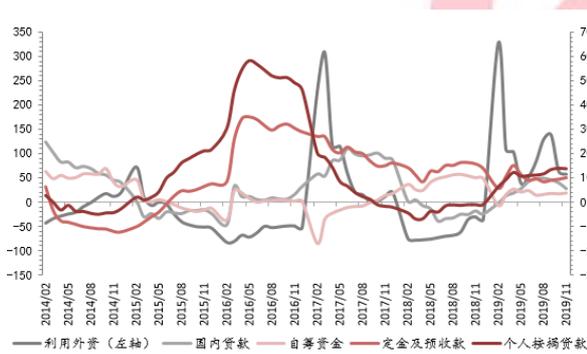
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 房地投资与销售累计同比



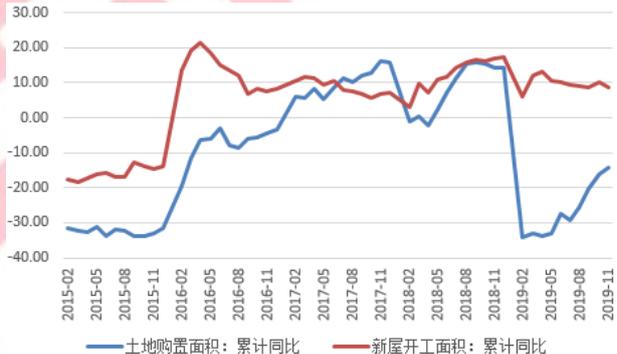
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）消费增速保持平稳，转型升级拉动经济

2019年社零增速回落明显，但消费对经济拉动作用越来越明显。前三季度，社会消费品零售总额同比增长8.2%，较去年同期有所下滑。但消费支出在经济中的占比不断提高，贡献率达到60.5%。今年消费增速有所放缓，主要是因为汽车零售的持续低迷以及居民消费支出的意愿降低。受部分地区国六排放标准提前实施以及新能源车补贴退坡等因素影响，今汽车销售增速显著下滑，拖累整体消费增速。而作为汽车的互补品，石油类消费也明显下滑。

汽车零售低迷，增速料难以大幅改善。1-11月，我国社会消费品零售总额372872亿元，同比增长8%，较10月份回升0.8个百分点。主要由于汽车销售数据持续回暖，以及“双十一”电商活动带动了生活消费品销售增速。其中，11月汽车类零售总额同比下降1.8%，降幅较10月收窄1.5个百分点。自8月以来，中国汽车销量降幅持续收窄，汽车销售持续回暖叠加去年

低基数效应，且春节提前利好 12 月份销售，预计 12 月销售增速将有所回升。不过，车市的低增长态势可能会延续至明年。首先，新能源车自补贴退坡以来销量下滑明显，明年仍会面临较大挑战。另一方面，考虑到经济下行压力以及人均 GDP，目前我国人均汽车保有量或难以保持高速增长。因此预计 2020 年汽车零售额不会有明显改善，对消费的提振有限。

消费结构转型升级，2020 年消费增速有望回升。虽然汽车消费保持低迷，但今年的消费市场运行仍有几大亮点值得注意。从消费结构来看，首先是网上零售的快速增长，1-11 月份，全国实物商品网上零售额增长 19.7%，增速高于同期社会消费品零售总额 11.7 个百分点。在新产品、网购促销等因素的带动下，11 月份限额以上单位日用品和化妆品销售额同比分别增长 17.5% 和 16.8%，通讯器材和家电的销售额同比分别增长 12.1% 和 9.7%。随着网络时代消费模式的改变及消费增长点的创新，居民消费潜力将得到进一步的释放。另一方面，我国居民消费由物质消费向服务消费升级。教育文化娱乐在居民消费占比中出现了较大回升，三季度较一季度提升了 1.5 个百分点，比去年同期提高了 0.5 个百分点；医疗保健消费较一季度提升了 0.7 个百分点，较去年同期上涨了 0.2 个百分点，居民对医疗支出的提高，一定程度上也反映出居民对服务型消费支出的重视。除此之外，近几年来一些新型消费的体量也正不断扩大，比如近几年火爆的直播、共享经济等。另外，电商消费开始布局低收入市场，低层级城市消费潜力正逐步显现。基于京东大数据的《中国消费市场研究报告》，四五线城市的消费增速领跑各线城市，体现出强大的消费潜力。从市场规模来看，我国拥有世界上规模最大的中等收入群体，居民收入在逐步增长。今年以来，就业形势整体保持稳定，社会保障覆盖面持续扩大，促进消费的政策持续加码，都在一定程度上支撑了消费增长。综上，随着消费结构的转型升级，以及居民消费潜力的释放，预计 2020 年消费增速有望稳中回升。

图 37 社零总额及同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 38 汽车销售持续下滑 (%)



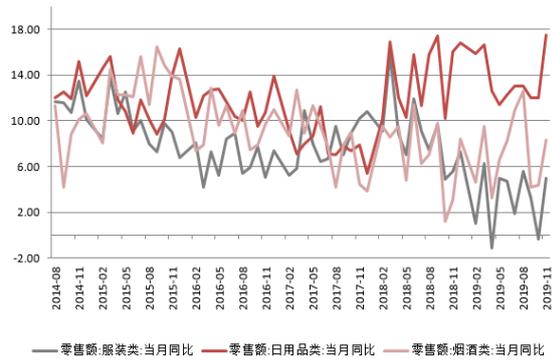
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 网上零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(四) 进出口有望改善，贸易不确定性仍存

11 月出口增速低于预期，进口大幅改善。今年以来，世界经济增长放缓，贸易保护主义持续升温。我国进出口增速有所放缓，但贸易结构有所优化，前三季度进出口同比增长 2.8%。其中，出口增速受中美贸易摩擦及外需疲弱影响而出现明显的放缓。近期，中美贸易有所好转，全球经济在宽松的货币政策下也有所修复，中国出口增速在 10 月份有所回升，不过 11 月的数据显示，以美元计，我国出口金额同比增长-1.1%，较 10 月份下降 0.3 个百分点，对美出口仍是主要的拖累。11 月我国对美出口增速为-23.0%，较前值下滑 6.8 个百分点，创今年 2 月以来新低，对整体出口同比拖累由前期-2.71%扩大至-3.87%，显示此前加征关税的负面影响仍在持续。另外，对欧盟、韩国、日本的出口金额同比增速均有所下降，其中，对欧盟出口同比由前期 3.10%大幅下滑至-3.79%。仅对东盟国家出口金额同比录得较快增长，数据显示海外外需仍然疲弱。

进口增速显著回升，农产品进口大幅增加。11 月进口同比增速较上月回升 6.8 个百分点至 0.3%，自今年 5 月以来首次由负转正。在中美贸易第一阶段协议的影响下，我国加大对美国进口农产品进口力度，对进口形成支撑。其中，11 月大豆进口金额同比增速为 53.9%，大幅反弹 64.6 个百分点。此外值得关注的是，11 月汽车和汽车底盘进口同比增速也大幅上行至 31.99%，或表明汽车行业或有边际企稳的迹象。集成电路的进口同比增速也大幅回升 24.7 个百分点，或显示加工贸易出口环境有所改善，后续加工贸易出口可能回暖。分国家来看，从欧盟、韩国、日本和东南亚国家的进口均有明显回升，结合 11 月中国制造业 PMI 从回扩张区间，进口的回升暗示国内需求的边际改善。

展望 2020 年，贸易摩擦的不确定性仍存，出口增速或延续疲弱，而进口有望延续企稳的趋

势。从有利因素来看，目前中美贸易达成第一阶段协议，考虑到 2020 年美国将举行总统大选，短期内特朗普对中国挑起贸易争端的可能性不大，对美出口将维持稳定。另一方面，全球经济有望在明年迎来拐点，外需或能出现改善，从而带动国内出口。不过，短期来看出口增速仍将受制于疲弱的外需和此前已加征关税的影响。因此预计明年出口增速将维持低位震荡，有望重回正区间。进口方面，在国内逆周期政策带动下，明年投资增速有望企稳回升，加上工业品价格触底反弹，预计明年进口增速将有所回升。总体来看，2020 年我国贸易增长在总体保持平稳的状态下有望取得进一步上涨。

图 41 进出口同比增速放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）通胀结构性上涨，分化趋势将缩小

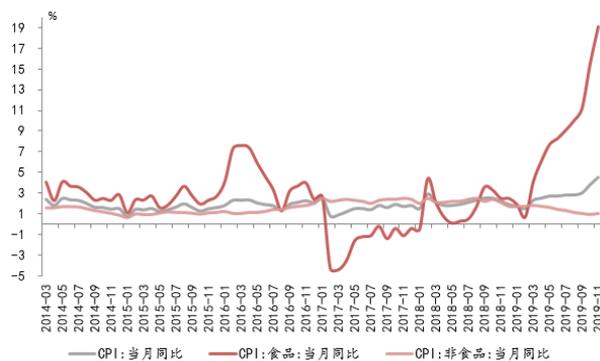
2019 年，国内 CPI 整体呈上行趋势，主要受非洲猪瘟引起的猪肉价格上涨所带动。不过去掉食品价格来看，非食品价格呈现稳中略降趋势，物价没有全面上行基础，因此本轮通胀属于结构性价格上涨，通胀整体仍在可控范围。在国家各种稳猪价的政策下，预计明年下半年 CPI 将触顶回落。11 月份 CPI 同比上涨 4.5%，较上月扩大 0.7 个百分点。其中，食品价格同比上涨 19.1%，影响 CPI 上涨约 3.72 个百分点；食品中，猪肉价格仍然是影响 CPI 波动的主要因素，11 月份猪肉价格同比涨幅超过 110%，对 CPI 涨幅贡献达到 58.9%。非食品价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.77 个百分点。核心 CPI 为 1.4%，处于平稳波动区间，主要工业消费品、服务价格、

居住类价格、能源价格基本呈现稳定或稳中略降态势。目前物价仍处于猪肉价格引发的结构性上涨，影响和波及范围可控。11 月份猪肉环比涨幅比 10 月明显缩小，是近三四个月以来最低的环比涨幅，说明一系列稳定生猪和猪肉供应的政策正在发挥积极作用。11 月份生猪和能繁母猪存栏双双止跌回升，市场生产主体积极性不断提升，为未来平抑畜肉类价格上涨创造了有利条件。

11 月 PPI 同比降幅收窄，较上月回升 0.2 个百分点。因低基数叠加油价调节缓解了 PPI 的颓势。其中，生产资料价格下降 2.5%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格上涨 1.6%，涨幅扩大 0.2 个百分点。主要行业中，涨幅扩大的有农副食品加工业，上涨 7.5%，比上月扩大 1.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.5%，扩大 0.3 个百分点。降幅扩大的有化学原料和化学制品制造业，下降 6.4%，扩大 0.2 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 2.8%，扩大 1.8 个百分点。其余行业降幅有所收窄。整体来看，虽然翘尾因素叠加库存见底将使 11 月后 PPI 逐步回升，但目前整体需求仍较为疲弱，PPI 出现较快正增长的可能性不大。

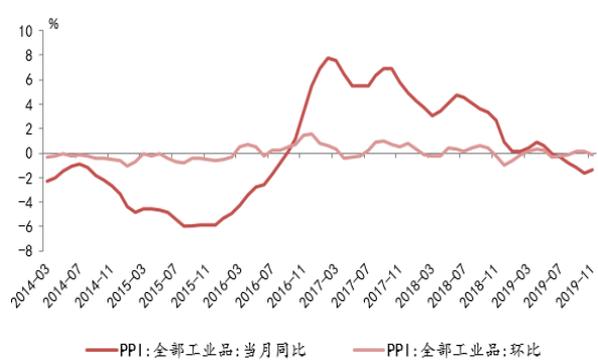
看向未来，当前政府已出台一些列稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。不过政策落地实施、能繁母猪和生猪存栏恢复产能以及生猪育肥等均需要时间，因此在政策性稳定价格措施发挥作用前，猪价大概率将继续大幅上涨，预计四季度至明年一季度 CPI 仍存在较大的上行压力。一般来说生猪育肥需要半年左右时间，因此预计明年下半年猪肉供需将逐步恢复平衡，猪肉价格才可能迎来拐点。非食品价格方面，全球经济增速放缓以及贸易局势的不确定性仍抑制原油价格，预计对 CPI 影响有限。PPI 方面，PPI 的持续下滑对企业盈利造成拖累，恶化投资预期，进一步拖累经济，形成负反馈循环，需逆周期调节政策加以对冲。看向未来，11 月高基数效应逐渐消退，预计 PPI 降幅将有所缩窄。明年 CPI 与 PPI 的剪刀差将会逐步缩小。

图 42 食品价格大幅上涨 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 43 PPI 同比走弱 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、宏观政策：货币趋松财政发力，政策托底改革驱动

2019年，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，中国经济展现出韧性，产业结构不断升级，经济质量持续提高。2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，也是我国着手编制“十四五”规划的关键一年。在此背景下，中央经济工作会议12月12日在北京举行。会议总结2019年经济工作，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。中央经济工作会议明确指出，实现明年预期目标，要坚持稳字当头。2019年国内经济下行压力明显加大，但经过各方面努力，我国经济增长依然保持在6.0%-6.5%的增长区间，这为2020年实现“两个翻一番”目标奠定了基础。而明年经济增速仍要保持在6%左右，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升，才能实现全面建成小康社会的目标。“稳中求进”落实到明年的经济工作，就是要继续扎实做好“六稳”工作。稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期“六稳”举措的落脚点是稳增长。与往年不同的是，今年中央经济工作会议明确提出，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”。

（一）财政政策：积极财政要大力“提质增效”

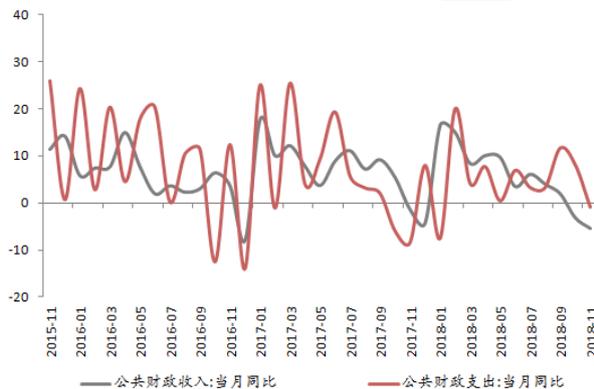
今年的中央经济工作会议上强调，在财政政策方面，要大力“提质增效”，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层工资、保运转、保基本民生。去年中央经济工作会议上强调的是财政政策要“加力提效”，在财政收支平衡压力持续增大的背景下，可见明年财政政策的“质”是重点。2019年，我国出台了规模空前的减税降费政策，减税降费超出预期，在有力支持了实体经济的同时给财政收入带来了较大压力。受减税降费及翘尾效应影响，2019年多数月份税收收入单月增速为负。前三季度我国一般公共预算收入累计同比仅3.3%，其中7省市财政收入负增长，13省市增速低于1%。除此之外，受房产调控影响，房地产市场降温导致土地出让金增速大幅回落，受此影响政府性基金收入上半年一度负增长，前三季度较去年同期回落20.3个百分点。

针对财政收支平衡压力持续增大的问题，中央经济会议提出“要切实做好财政节支工作”，认真贯彻“以收定支”原则，加大优化财政支出结构力度。中央通过多渠道盘活国有资金和资产带动相关收入增加，一定程度上可对冲减税降费带来的收支平衡压力。考虑到2020年减税降费力度不减、经济下行压力犹存，预计2020年一般公共预算收入增速或与2019年持平。

政策方面，基建投资是明年稳投资的“重要抓手”。2019年10月14日，国务院总理李克强主持召开经济形势座谈会上强调，要发挥地方政府专项债券作用，带动民间投资，加快补短板、调结构、惠民生重大项目建设，扩大有效投资。围绕群众需要和扩内需，适应市场新形势，突出重点，培育拓展新的商品和服务消费增长点，活跃城乡线上线下市场。此前，国务院常务会议将专项债可用作资本金的重大领域扩大至多种交通基础设施、生态环保项目、民生服务、市政和产业园区基础设施，并特别指出不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。这意味着未来专项债投向基建的比例有望大幅提升，同时也表明国家更加重视项目的实际需求。

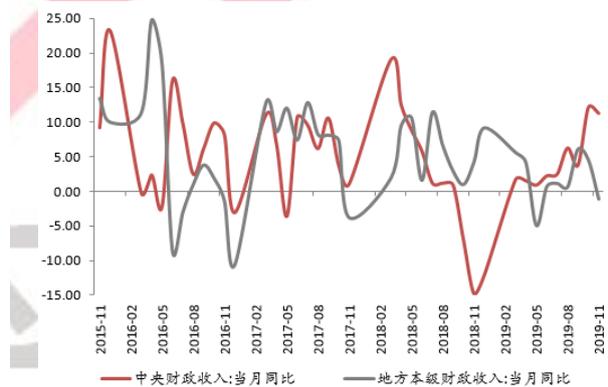
面对近期经济下行压力，国家陆续出台了多项财政政策刺激投资消费，稳定就业。11月份制造业 PMI 重回扩张区间，显示减税降费对实体经济，特别是制造业的支撑作用。在财政收入压力较大的背景下，明年减税降费的重点在于落实。为稳基建投资以及维持减税降费的力度，2020年财政赤字率以及专项债规模可能有所扩张。

图 44 财政收入压力增大 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 45 地方财政收入增速下降 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策：灵活适度，保持审慎宽松

今年在全球降息潮下，中国央行也通过降 MLF、逆回购利率等方式进行了小幅多次降息。2019年11月19日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，会议强调“坚持金融服务实体经济，实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整”。12月12日的中央经济工作会议上指出，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。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。从政策效果来看，11月社融信贷数据

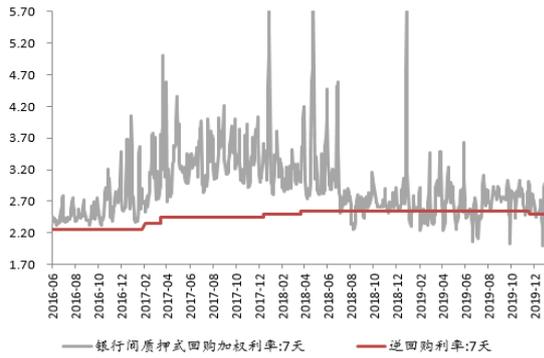
同比环比均有所好转。从新增信贷结构上看，11月短期贷款、长期贷款、居民部门贷款、企业部门贷款均较上月和去年同期有所改善，说明逆周期调控效果逐步显现，金融支持实体经济的支持力度在增强。社会融资方面，11月表外融资贡献了较多的社会融资增量，或与基建预期升温有关。M2增速基本保持平稳，较上月下滑0.2个百分点。或受债券发行年末减速、财政年末支出力度不及预期等因素影响。随着逆周期调节力度进一步加大，明年一季度社融信贷仍有望保持上涨。

展望未来，货币政策重在预期管理和疏通传导机制，继续维持结构性宽货币政策。近期通胀上涨虽然对货币政策有一定制约，但在经济下行压力、逆周期调节及财政空间有限的背景下，货币政策仍然有宽松的空间，但整体步调不会太大。今年猪价加速上涨导致CPI持续上行，预计2020年第二季度才能迎来拐点。通胀总体上行会在明年上半年对货币政策造成一定制约。不过，央行近期以多种方式进行多次小幅度的降息，显示其对于通胀的忍耐度有所提高。目前来看，短期内货币政策应对以结构性工具为主，货币政策重在预期管理和疏通传导机制未来LPR的慢下行仍然是大趋势。另外，近期货币政策释放出边际宽松的信号，此前李克强总理成都之行再提降准和降低融资成本，明年降准的空间和可能性存在。

在疏通传导机制方面，12月18日，央行深化改革LPR报价机制，公布存量浮动利率贷款的定价基准转换为LPR的方案。面对近年来的经济下行压力，我国货币政策已做出诸多努力，但实体融资利率下行仍较为缓慢，利率传导不畅的问题尤为凸显。自今年8月份LPR完善报价机制以来，LPR报价已被广泛使用，但LPR仅针对新增贷款，在总贷款比例中占比较小，因此对实体信贷利率下行的引导需要较长时间才能体现。12月央行推动存量贷款利率基准转换为LPR将有助于进一步提高市场利率向贷款利率的传导效率，带动企业贷款利率下降，企业融资难、融资贵的问题将进一步获得改善。

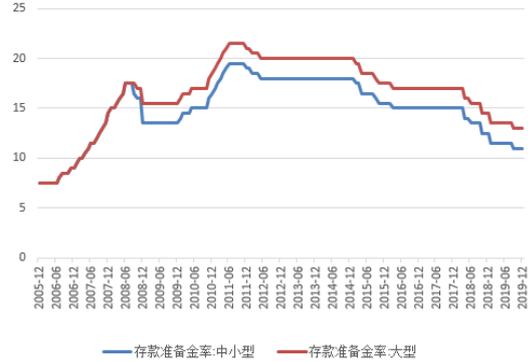
人民币汇率方面，今年8份，人民币汇率急贬破“7”，最高升至7.1854，受贸易和经济等因素影响，2019年人民币汇率波动加剧。但随着中美贸易在10月开始回暖，以及国内经济出现改善后，美元兑人民币汇率震荡下行，今年年末收于7下方。展望2020年，在维持汇率稳定方面，我国目前外储充足，市场情绪的稳定也得到验证，主要的风险因素来自于中美贸易战的波折，以及全世界范围的经济疲软。近期海外风险因素减少，国内经济有所修复，预计人民币汇率仍将保持平稳态势，2020年中间价或运行于6.9-7.2的区间。

图 46 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 47 存款准备金率下调 (%)



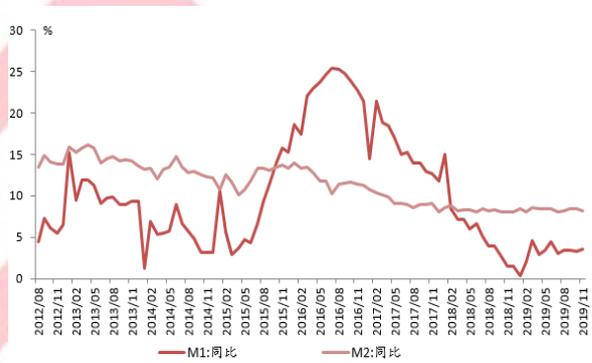
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 48 人民币兑美元中间价上行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 货币供应量同比增幅



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

瑞达期货
RUIDA FUTURES

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

晋江营业部

晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

深圳深南大道营业部

深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

厦门嘉禾路营业部

福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

鄂尔多斯市营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室