

明年经济有望企稳

发展研究中心 宏观金融组

电话: 020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

本周要点:

今年中央经济工作会议的通稿中,有29次提及“稳”字,比2018年多了6次,因此可以预计明年稳经济是最核心的工作。从经济总量的角度来看,目前,国内确实存在着一定程度的通缩压力。但是下行压力更多来源于结构性的,经济下行压力部分原因来自于外需的放缓,而传统制造业并未拖累经济发展。因此明年政策的发力方向依旧是在国内。

策略要点:

股指:中美第一阶段的协议落地,成果小幅超出预期,中央经济工作会议对2020年的定调以稳为主,外资和杠杆资金持续加仓,近期多方力量较强。操作上,建议着手布局春季行情,IF1912入场点位3970-3990,止损点位3950。

国债:上周虽基本面数据大多表现良好利多债市,但价格并未有充分反映,周五受消息影响,期债大幅下行,本周,MLF即将到期,需关注央行操作以及后续LPR招标等事宜,期债或将持续震荡运行,建议投资者维持观望,谨慎为上。

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1292号

联系信息(宏观金融研究小组)

王荆杰(咨询编号 Z0010774)

020-88818042,

wangjingjie@gf.com.cn;

胡岸(咨询编号 Z0011267)

020-88818001,

huan@gf.com.cn;

郑旭(咨询编号 Z0014217)

020-88818015,

zhengxu@gf.com.cn;

王凌翔(咨询编号 Z0014488)

020-88818003,

wanglingxiang@gf.com.cn;

吴施志(咨询编号 Z0014992)

020-88818031,

wushizhi@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周焦点：明年经济有望企稳	1
(一) 2020 年经济“稳”字当头.....	1
(二) 货币政策目标明确.....	1
(三) 财政政策提质增效.....	1
(四) 辩证思维主导，化外部压力为改革动力	1
(五) 房地产市场的平稳发展.....	1
二、本周策略：期指布局做多，期债延续震荡	2
三、宏观表现：基本面数据跟踪	3
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	6
免责声明.....	9

一、本周焦点：明年经济有望企稳

（一）2020年经济“稳”字当头

今年中央经济工作会议的通稿中，有29次提及“稳”字，比2018年多了6次，因此可以预计明年稳经济是最核心的工作。对于经济形势的判断，会议认为2020年“结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。”相比起2018年的表达来说，明年经济发展的压力更多的来自于国内，且是结构性的。

（二）货币政策目标明确

货币政策“灵活适度”的表达比起“松紧适度”来说拓宽了货币政策的操作空间。明年货币政策主要面临的制约因素依旧是通胀。我们预计2020年生猪供应难以恢复，预计猪价全年都会在高位运行。根据我们的测算，明年CPI中枢会在3%-3.7%之间，而今年的中枢在2.75%左右。简而言之，明年CPI通胀压力将显著大于今年。而受益于石油产业链和黑色冶炼业的回暖，明年PPI也将出现一定程度改善，通胀压力或较今年有明显增加。但值得注意的是，“灵活适度”的货币政策或意味着明年通胀是结构性的，影响货币政策的是节奏和力度，但是并不影响宽松的方向。因此我们预计货币政策虽然难有“量”上的大幅宽松，但是依旧会有“价”的下调。

此外，本次会议新增了明年货币政策的目标，即增加制造业中长期融资。去年以来，货币政策的一个目标是疏通货币政策传导机制，本质上来说就是为了支持实体经济发展，而本次会议特意强调增加制造业中长期融资，反映出货币政策的目标也要为了高质量发展而做出努力。

（三）财政政策提质增效

积极财政政策从“加力提效”变为“大力提质增效”，同样也突出了“质”的特点。一方面，会议明确提出“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”。另一方面，未来政策集中发力的特点会更加明显，本次会议提及财政与货币政策“要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力”，并且将资金投向“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”。

基建是明年财政发力的另一个主要方向，从当前的情况来看，西部地区明年依旧是全国基建的重镇，许多重大项目已经或即将开工，本次会议也明确提及要“推进川藏铁路等重大项目”的建设。明年专项债额度已经提前下发，专项债作为重大项目资本金的比例也再次被下调，因此可以预计的是明年基建将有明显的提速，是经济托底的主要力量。

（四）辩证思维主导，化外部压力为改革动力

本次会议提及“世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多”，这势必对我国的出口造成较大影响，为了缓解外部经济的影响，主动改革才是出路。首先不仅要继续扩大对外开放，向“更大范围、更宽领域、更深层次的方向”，主动参与全球治理变革，通过多边贸易的确定性去对冲双边贸易的不确定性。其次也要加强国内体制改革，引导金融机构服务实体经济，完善资本市场的建设，提升企业的活力和竞争力。

（五）房地产市场的平稳发展

会议再次提及“住房不炒”的定位，在全面实施因城施策的背景下，新增加了“稳地价、稳房价”的表达。因此从政策的角度来看，房地产市场明年仍有平稳增长的可能性。

二、本周策略：期指布局做多，期债延续震荡

股指期货

上周前4个交易日市场在观望12月15日的关税是否会停止加征，股指窄幅震荡，周四盘后公布中央工作会议的报告，整体中性偏多，叠加特朗普发推特称即将达成协议，周五股指跳空高开。

市场期待已久的中美第一阶段谈判结果终于出炉，避免了两国争端再次升级，美方声明是对2,500亿美元的商品维持25%关税不变、1200亿美元的商品关税由15%减半到7.5%，原计划12月15日加征现在取消，中国则同意在未来两年内至少再购买320亿美元的美国商品和服务等。此外，还有关于知识产权、技术转让、金融服务、汇率和透明度等方面的协议。往后看，关于第二阶段的谈判，美国希望中国抑制住对国有企业的补贴，关注点会在数字贸易、数据本地化、跨境数据流等方面。整体来看，达成第一阶段的协议是符合市场预期的，但是协议的结果小幅超过市场预期。在周五盘后两国官宣之前，特朗普和外媒或多或少已经对良好的协议做出了表态，周五高涨的股指也已经部分定价了这个中美改善的预期。美国贸易代表莱特希泽也说，任何执行方面的变化，都可能导致关税“突然反弹”。而且2018年至今两国关系起起伏伏的记忆仍存，一个较长时间的不确定性将会持续存在。

上周中央经济工作会议终于落幕，财政政策强调要“提质增效”，和去年相比删掉了“较大幅度增加地方政府专项债券规模”；货币政策由去年的“松紧适度”转变为“灵活适度”，而且专门提到要“增加制造业中长期融资”；楼市方面增加了“稳地价、稳房价、稳预期”，而且年中提及的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”在这次并未提及；金融方面肯定了过去去杠杆的成绩，接下来要保持杠杆率问题。整体来看2020年的主基调是稳，稳预期、稳增长、稳房价、稳杠杆等，整体来看我们认为对2020年的A股市场中性偏多，小幅超出市场预期。

上周资本市场改革的若干举措落地。一级市场方面，12月13日《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》正式发布，较此前的征求意见稿，有多项关键内容的调整，包括把10亿元的盈利门槛调低至6亿元；允许最近三年内使用募资规模不超过子公司净资产10%的子公司分拆；放宽了子公司董事、高管的持股限制等。虽然审核依然严格，但可操作性更强，满足条件的上市公司也会有所增加。此举可以优化上市公司的估值体系，不同业务的母公司和子公司分别定价，而且拓宽了股权融资的渠道，此外，也能增加券商的业务收入。衍生品方面，沪深300股指期货和两个沪深300ETF期权定下来要在12月23日上市。

中美第一阶段的协议落地，成果小幅超出预期，中央经济工作会议对2020年的定调以稳为主，外资和杠杆资金持续加仓，近期多方力量较强，操作上，建议着手布局春季行情，IF1912入场点位3970-3990，止损点位3950。

国债期货

上周，债市宽幅震荡，市场在前半周整体走高，无惧通胀数据以及政策面的利好，但周五受中美贸易谈判取得进展等消息影响，期债大幅走低。后续来看，在年底时点多重因素影响下，市场运行方向或仍将保持震荡格局。

具体来看，首先，上周基本面数据出炉，通胀数据继续超预期表现，CPI录得同比增长4.5%，虽然PPI有小幅回暖，但剪刀差仍在扩大，进出口则略有上升，按人民币计价都呈同比增长态势，社融方面，新增人民币贷款以及社融增量均超预期，料与逆周期调节政策不断推进有关，从数据的表现来看，基本面有一定企稳迹象，但是否是趋势性好转仍有待观察。

其次，消息面有一定变化，13号晚间中美双方各召开记者招待会，宣布就一阶段协议文本达成共识，双方将各自暂缓加征关税，并部分减免前期所增加的额外关税，市场对于贸易战暂缓的预期也是导致周五期债大幅下跌的原因之一。同时，美联储也宣布本月将不调整联邦基准利率，符合市场预期，受此影响，权益市场继续上行，市场避险情绪亦有所下降，因此，本周的消息面对期债的影响是偏负面的。

再次，中央经济工作会议于上周结束，就明年经济工作进行部署，总的来看，保持战略定力、科学稳健逆周期调节将是明年政策面的主线，货币政策也将更加灵活，支持制造业的中长期融资，在政策支持下，基本面大概率能企稳，保持平稳状态。

总结而言，上周虽基本面数据大多表现良好利多债市，但价格并未有充分反映，周五受消息影响，期债大幅下行，本周，MLF即将到期，需关注央行操作以及后续LPR招标等事宜，期债或将持续震荡运行，建议投资者维持观望，谨慎为上。

三、宏观表现：基本面数据跟踪

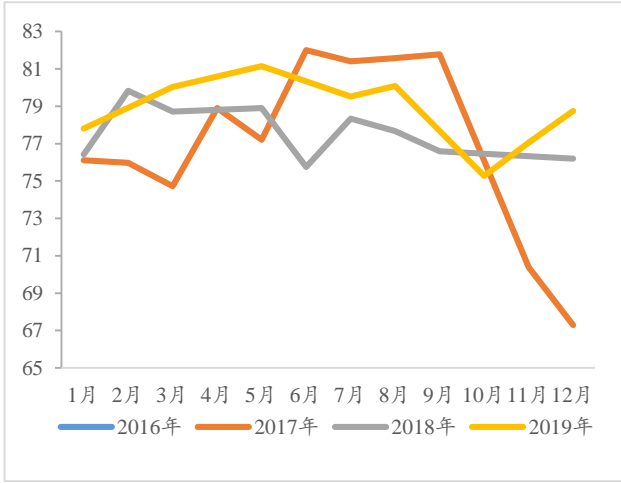
经济：12月中旬，焦炉开工率出现回升，录得开工率为78.92%，较前一周上升了0.35个百分点。高炉开工率上周为65.88%，较前一周回落了0.97个百分点。12月中旬，六大发电集团平均耗煤量达到74.56万吨/日，较前一周上升了1.35万吨/日，螺纹钢库存开始回升，环比前一周增长了0.84万吨。钢厂利润恢复，吨钢正利润背景下产量压力明显，钢材需求季节性转弱，钢材进入季节性累库阶段，但钢材累库速度是市场关注焦点。30大中城市商品房销售平均成交面积9月、10月和11月分别为54.8万平方米、47.1万平方米和54万平方米，整体需求向好。12月初，乘用车销售厂家批发同比下降了35.4%，零售大幅下降了50.81%。

物价：2019年12月15日据猪价格网统计全国生猪均价为33.40元/公斤，价格较上周下跌1.54元/公斤。目前能繁母猪存栏大幅下降，因此生猪供应需先补充母猪数量，从小猪到母猪至少需要7-8个月时间，而母猪再生小猪到生猪出栏则另外需要6个月的时间。因此如果现在开始增加供应的话，最乐观的情况也需要13-14个月，也就是2021年才会看到生猪存量的明显恢复，而乐观估计的前提是猪瘟的不再复发。在目前尚未有疫苗上市的情况下，大规模增加供给的难度仍较大。

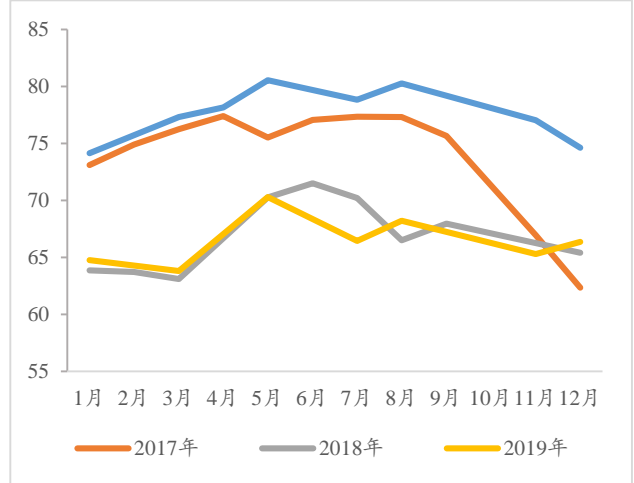
流动性：央行上周继续暂停公开市场操作，12月13日shibor隔夜为2.13%，较上周涨6.00个基点；shibor1周为2.47%，较上周跌0.80个基点；

shibor2周为2.44%，较上周跌3.30个基点；shibor3月为3.03%，较上周涨0.80个基点。下周央行公开市场有500亿元国库现金定存和2860亿元MLF到期。重点关注MLF续作情况。

图：焦炉开工率 (%)

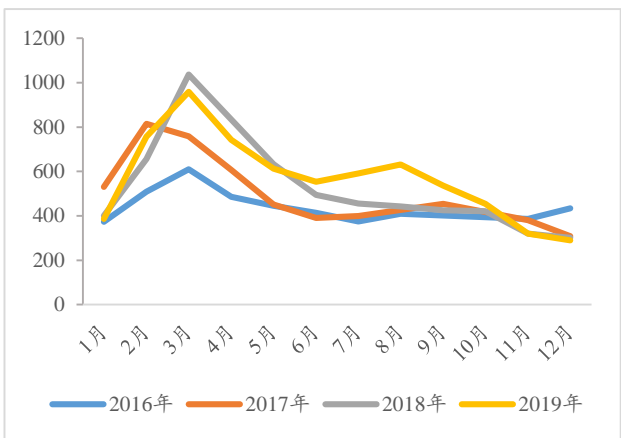


图：高炉开工率 (%)

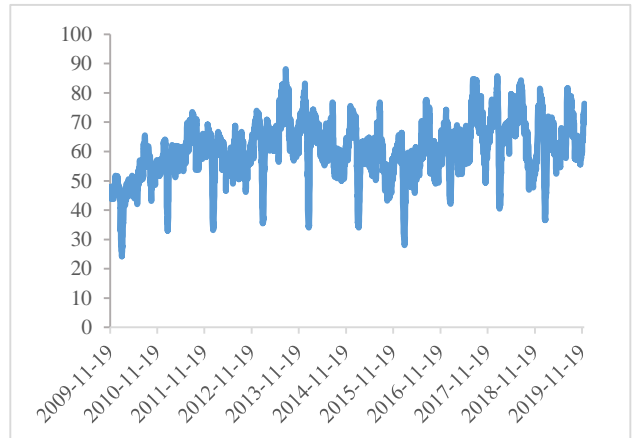


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：螺纹钢库存 (上海, 万吨)

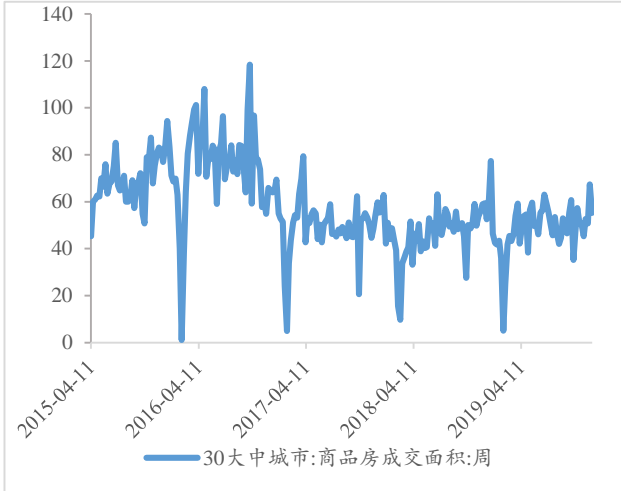


图：6大发电集团耗煤 (万吨)

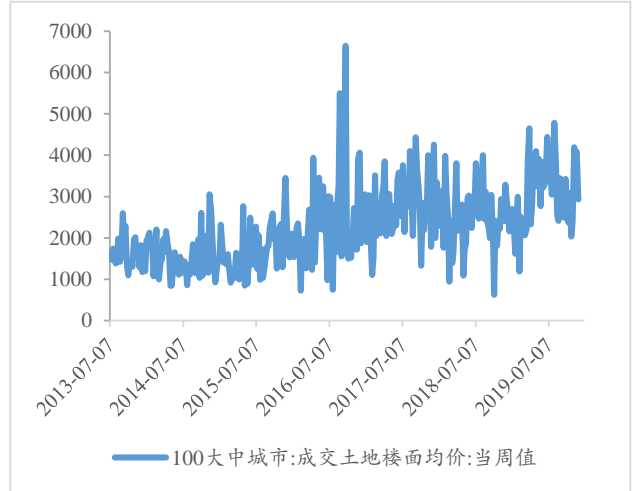


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：30大中城市商品房成交面积 (万平方米)

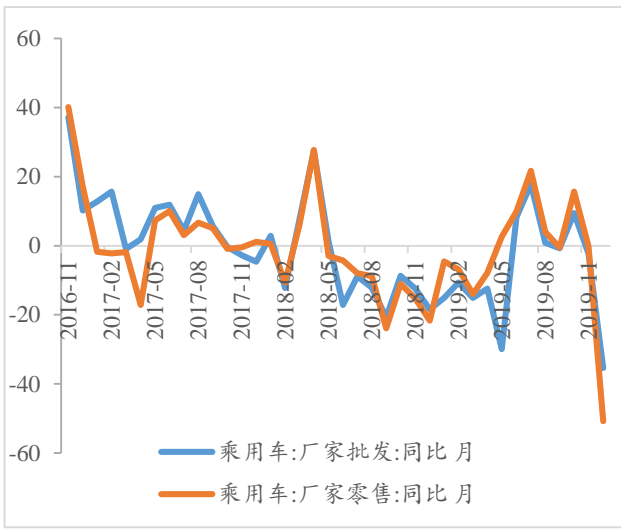


图：100大中城市成交土地楼面均价 (元/平方米)

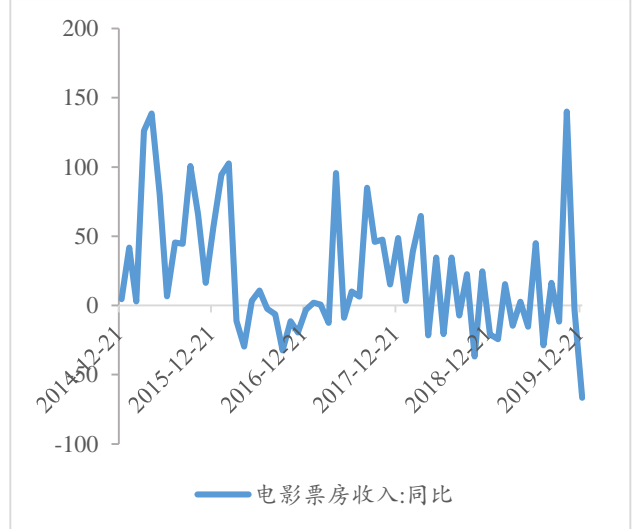


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：乘用车厂家批发和零售同比增速 (%)

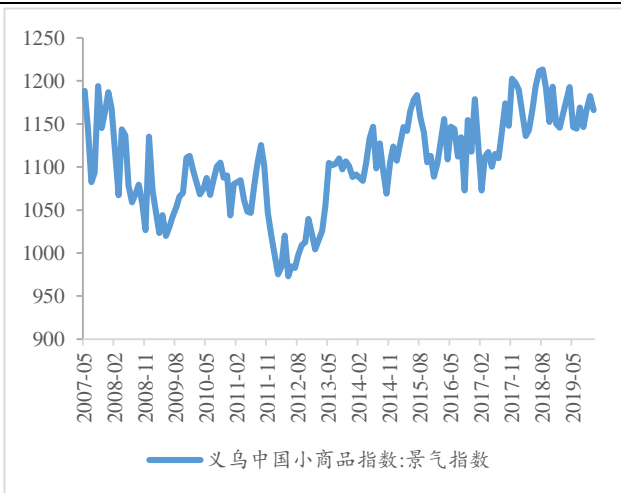


图：电影票房收入同比增速 (%)

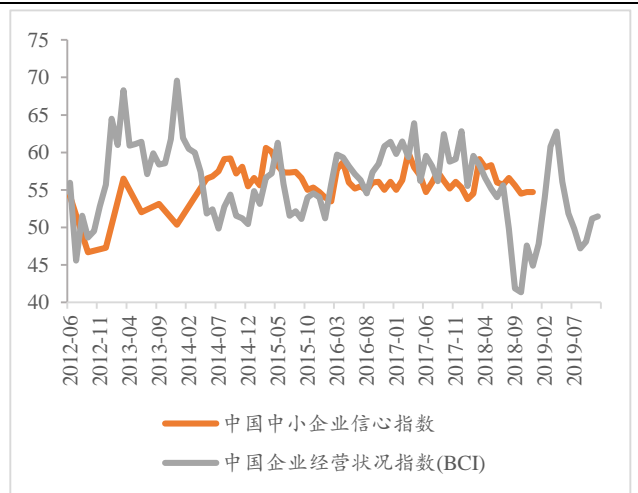


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

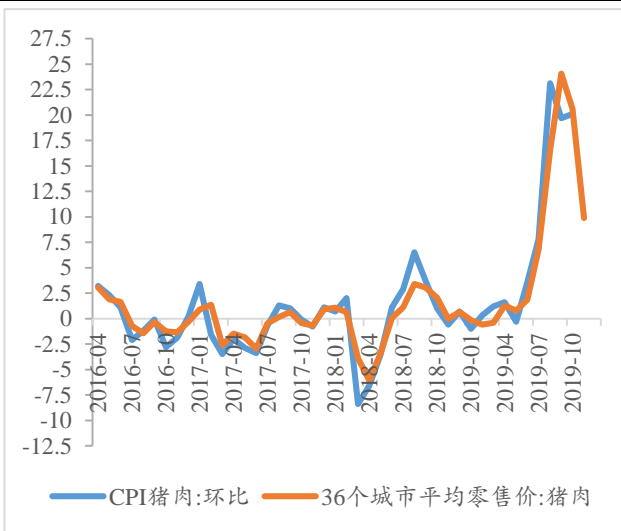
图：义乌中国小商品指数 (%)



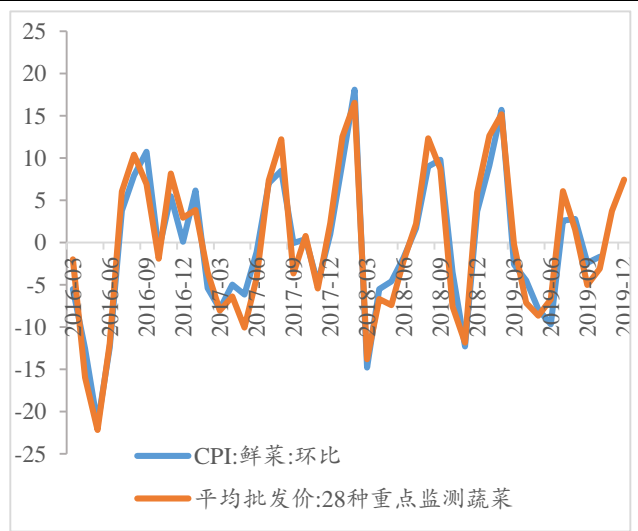
图：中国企业指数 (%)



图：猪肉价格环比增速 (%)



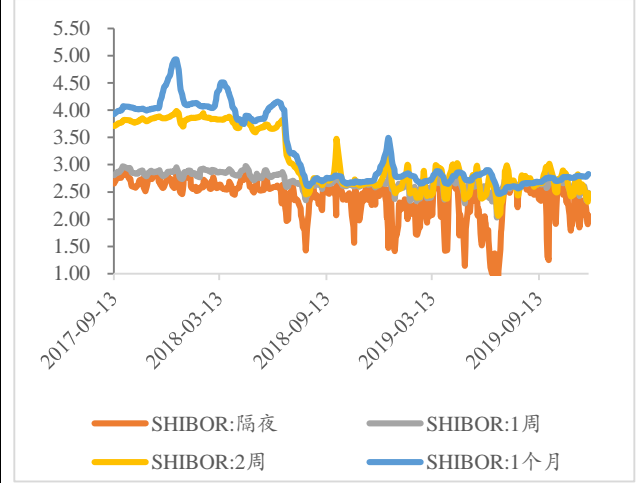
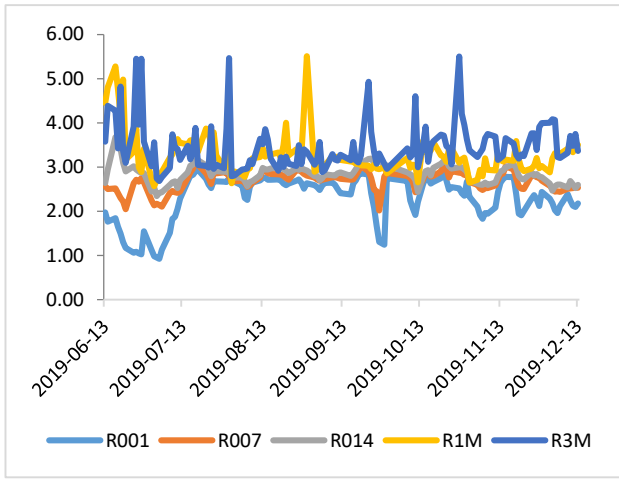
图：蔬菜价格环比增速 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：质押式回购利率 (%)

图：SHIBOR利率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

四、市场表现：股指国债期货数据跟踪

股指期货

上周，上证综指上涨1.91%，深证成指上涨1.28%，创业板指上涨1.66%，沪深300指数上涨1.69%，上证50指数上涨2.26%，中证500指数上涨1.26%。期指方面，上周IF主力合约上涨2.04%，IH主力合约大涨2.5%，IC主力合约大涨1.91%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从7.21点升至11.38点，IH期现价差从-2.42升至-0.11点，IC期现价差从5.09点升至19.31点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓减少了1629手、IH净持仓减少了342手、IC净持仓减少了491手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓增加了975手、IH净持仓增加了548手、IC净持仓减少了1208手。

流动性方面，央行上周公开市场无资金投放也无回笼。截至上周五，上周隔夜Shibor利率微涨6个基点，R007涨9.41个基点。

股市资金面方面，截至上周四（12月12日），A股融资融券余额为9815.63亿元，较前一交易日的9802.81亿元增加12.82亿元。外资方面，上周陆股通净流入205.06亿元，前周净流入205.51亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数上涨0.43%，德国DAX指数涨0.88%，日经225指数上涨2.86%，恒生指数大涨4.49%。

国债期货

上周，国债期货宽幅震荡。10年期国债期货主力合约T2003上涨0.05%至97.760。5年期国债期货主力合约TF2003上涨0.08%至99.635，2年期国债期货主力合约TS2003不涨不跌维持100.230。

成交量方面，10年期国债期货成交158722手，5年期国债期货共成交45065手，2年期国债期货成交128347手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有82784手持仓，5年期国债期货共有26388手持仓，2年期国债期货持仓为14632手。

现券收益率方面，2年期国债中债到期收益率下行1.13bp，5年期国债

中债到期收益率上行0.5bp, 10年期国债到期收益率上行0.77bp。

图:新增投资者数量(万户)

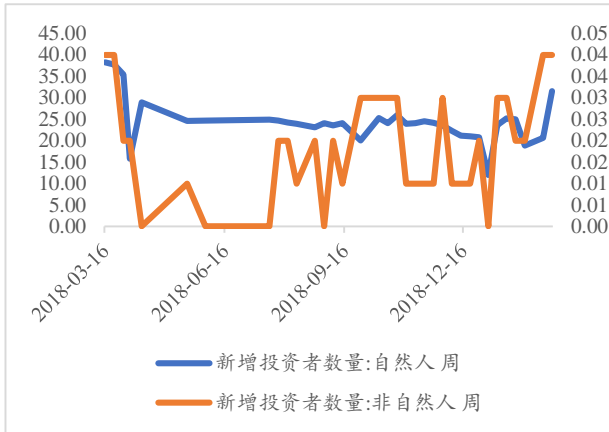
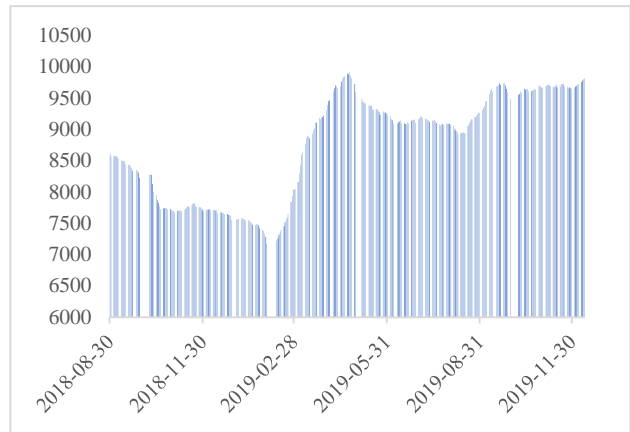


图:两融余额(亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:沪股通、深股通净流入金额(亿元)

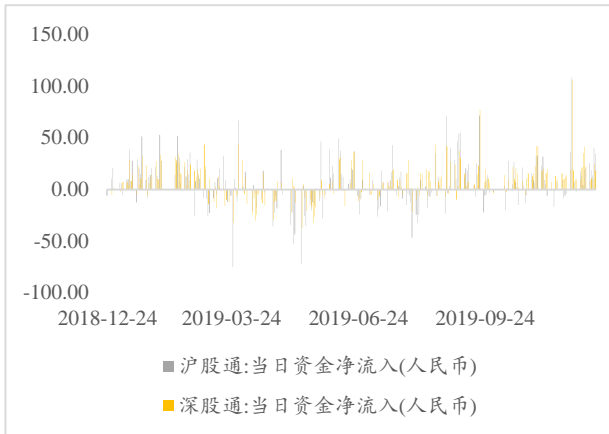
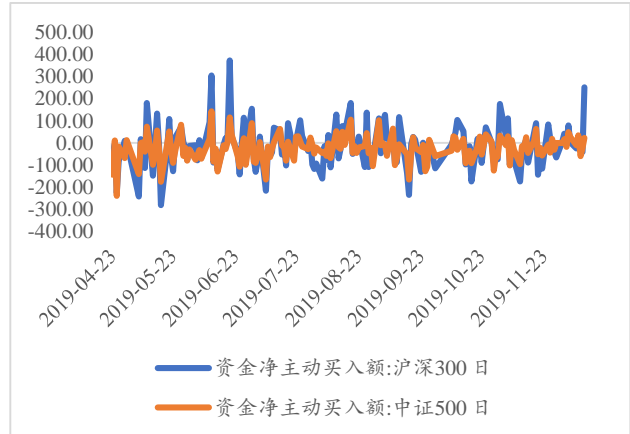


图:资金净主动买入金额(亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额(%)

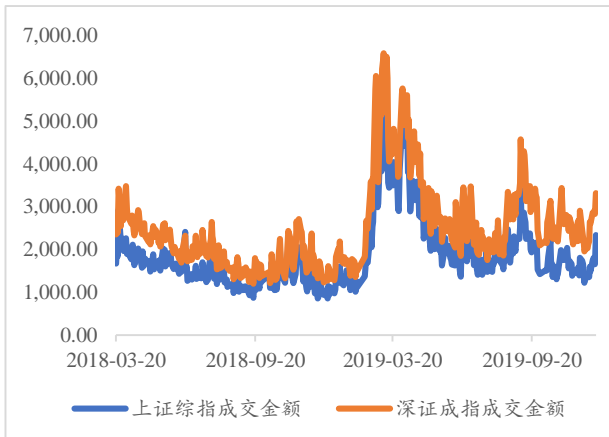
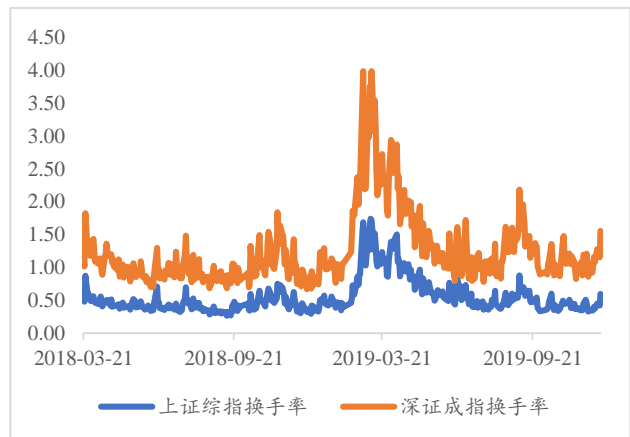


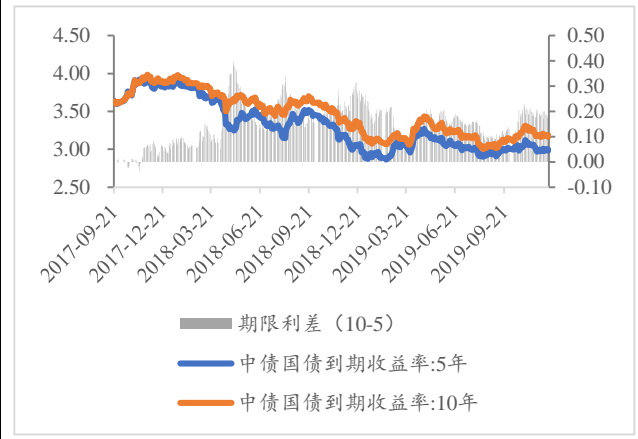
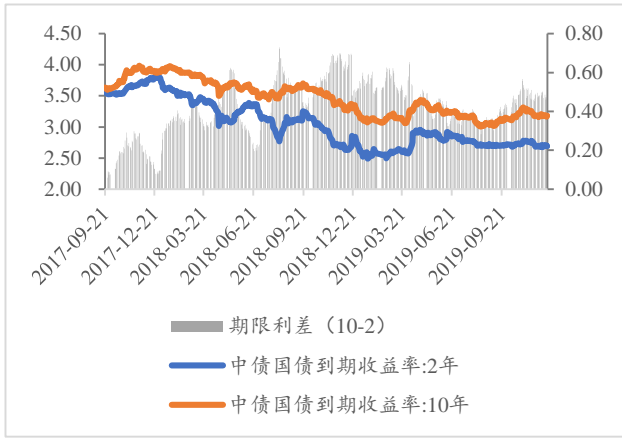
图:两市换手率(%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:10年和2年期限利差(%)

图:10年和5年期限利差(%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 信用利差 (%)

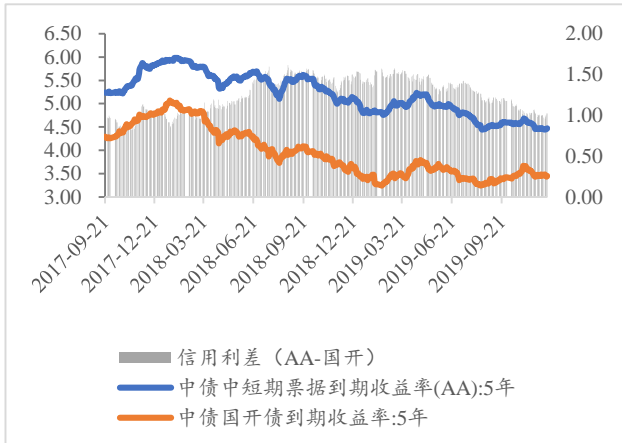
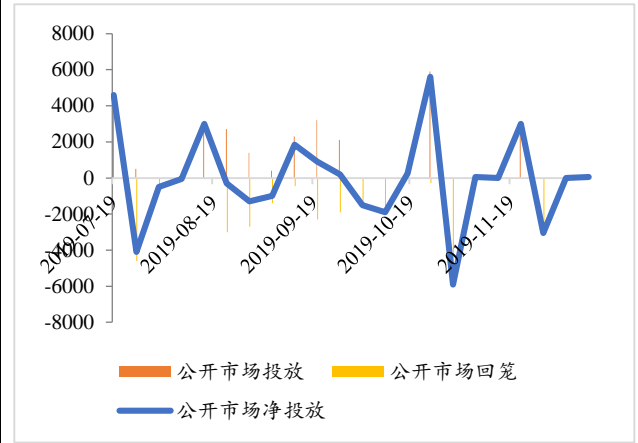


图: 公开市场操作



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620