

# 钱流横溢满骠骑 物需浩荡经方济

——宏观发展思路激变大宗商品引领时代之 2020 年(代)

经 济、通 胀  
货 币、财 政  
金 融 市 场  
国 际 政 治  
国 际 收 支

前 篇：乌蒙滂沱走丸泥 金沙飞度广原旖

——经济调整之字前行扩张金融市场逶迤之 2019 年

夕岚拥我刷山新 烟波抚江愁人静

——经济初升仍需努力再造金融市场磨合之 2018 年

阵雁抹霞湛蓝稀 长城入锦云天齐

——宏观需求基建结构启动微观创新发力之 2017 年

西风贱趣东谷疑 寇埋桂陵横秦起

——宏观问题清晰待解缓慢微观凸显混战之 2016 年

(魏宏杰 从业资格证号：F0209358 投资咨询证号：Z0000599 李明 从业资格证号：F0275445)

倍特期货有限公司

二〇一九年十二月

随着自然日历的 2019 年过去，新世纪里第二个十年开始，也是 2008 年西方金融危机之后经历的整整十年的结束而应该成为远去的历史。如同早在 2000 年人们对新世纪的诸多发展很期待一样，2020 年开始进入的新的一个时代，在经历长期的经济增长低迷、全球社会问题增多之后，同样会对新的十年具有更多期望。为此，本年度的《宏观年报》我们也略微做了调整，既考虑应对 2020 年，也略有拓展至一个新的十年的展望思考。例如，在 2000 年时的期待之中，人们未曾完全预料到却实际发生的大宗商品“崛起”，不仅成就了世界经济增长的一个时代奇迹，也成就了中国制造业和一批国家的发展。由于上百年乃至更长期历史均已表明经济周期、发展周期、结构周期规律的普遍存在和难以否认，所以，值此新的十年开启之际，如果以周期规律角度将大宗商品重新拉回到比较重要的视点上，完全属于对基本经济规律尊重之下的合理思考。

回顾过去五年，在 2014 年末的倍特期货《宏观年报》中，我们提出：被西方金融及政客破坏后突围或自赎之 2015 年，当时我们预计无论大宗商品、世界经济还是金融市场整体，乱像及负面作用会加强，同时也初步估计将是“一个负面高潮之年”，后经实际验证，各方面均证实成为负向周期的顶峰，之后的现实回升周期不可阻挡；在 2015 年末，我们将重点指向经济问题：宏观问题清晰待解缓慢微观凸显混战之 2016 年，当时看到无论中国经济还是世界经济，各种问题再争论已无必要，而是实际的重点指向微观经济问题突出且如何重点化解，在成文之际中国政府还没有明确“三年供给侧结构性改革”战略，后经证实这一战略对策不仅对经济理论和现实具有重大突破的贡献，也使得中国和世界以及商品股市等随后受益；在 2016 年末，我们指出在经济对策中更加缩小范围的重点：宏观需求基建结构启动微观创新发力之 2017 年，事实上，2017 年证实了我们当时的预期——无论中国基建项目相对增多，或是“一带一路”进展带来受益最大的一年，从而提振了中国和世界的实体经济需求，也使得例如中国股市中的沪深 300 指数大企业成分股业绩提升后使得股指回升性走势的延长扩大；在我们 2015 年率先以“世界经济回升”为前提预期并抨击 IMF 等国际官方机构低估经济的基本内生潜力之后，在 2017 年末，以此考虑广泛存在的“经济一回升就会自满”的可能性，我们指出：经济初升仍需努力再造金融市场磨合之 2018 年，事实证明，经济状况虽然维持但不再进一步扩大上升，金融市场在 2018 年也是过渡性的平淡一年或者只是仍处在消化经济的滞后翘尾利好而已。在未曾预料到贸易摩擦升级的前提下，我们也指出无论经济增长还是贸易 2017 年的明显大幅增长的不可持续性，就金融市场扭曲地把贸易摩擦作为唯一重点的现象，我们始终明确认为仅仅是金融市场常有的找某个事件当替罪羊而自说自话的过度夸大而已；在 2018 年末的《宏观年报》中，我们重点转向了最基本的经济理论以及金融市场反应机制方面，并指出：经济调整之字前行扩张金融市场透迤之 2019 年，如题所示，一方面，我们不仅比 IMF、世行、OECD、WTO 等官方机构提前至少半年指出经济和贸易将下滑并得到实际基本面印证，而且明确

“金融市场极为平淡的一年”，整体的区间震荡或波幅缩小代表的“透迤”也在 2019 年实际上得以体现；另一方面，既然标题中明确了“经济只是调整且周期性之字前行”，那么，2018 年底的观点已经就意味着调整总有结束的时候，且经济再度上升只是时间而已。

在去年末的基础之上，作为 2019 年末的《宏观年报》，去年末就已经提前预留并最终采纳的“钱流横溢满骠骑、物需浩荡经方济”，顺理成章。一方面，在本文的经济分析展望部分明确“世界经济调整已经在 2019 年或随后某个或长或短的过渡期里将结束”；另一方面，本次也引入更多的相对较长周期经济社会发展展望以及对金融市场方面的思考。从而，重点指出：宏观发展思路激变大宗商品引领时代之 2020 年（或 2020 年代）。

## 一、经济

### （一）中国经济

无需重复赘述过去数年里我们及中国政府强调的“中国经济增速趋势性下滑压力巨大”，这一较长时期经济增速下滑压力依旧存在，并可能在一般情形下会持续到 2025 年左右。2019 年，前三季度 GDP 平均同比增速 6.2%，比上一年的 GDP 增速 6.6% 收缩 0.4 个百分点，预计 2019 年全年经济增速在 6.3% 左右，比上一年增速下滑 0.3 个-0.4 个百分点，属于正常，并考虑这个时期中国经济规模不断扩大后的合理趋势潜力增速，好于预期，且在世界主要大经济体中属于最高。不仅宏观经济增速正常、总体平稳，还在经济质量及经济结构调整战略时期的考虑之下，稳中有进。“稳”主要体现在总体经济增速保持了合理前提下的稳定，“进”则主要体现在：其一，在去年底中央经济工作会议部署的“六稳”任务指引下，就业在难度增高后也保持了稳定，假如以新增就业状况来评估经济总量和增速，实际的经济增速要高于统计数据所显示的 6.2% 增速，这主要是中国经济结构调整实际进展近两年明显加快加深，在承认任何统计数据均有误差的前提下难以完全覆盖各领域的经济增量；其二，投资增速在经历两年不正常低迷之后 2019 年得以恢复，除了水利、环境生态投资保持重点投入之外，物流枢纽及西部交通大项目在 2019 年的增加也提振了投资增速，而符合经济结构调整及高质量发展要求的先进服务业基础设施及企业技改与研发投资，在 2019 年对投资增速的贡献也特别突出，民间投资和房地产投资在 2018 年恢复加快之后 2019 年也总体上得以保持；其三，在企业债务杠杆因供给侧改革促进而连续下降之后，得益于税制改革和减税降费的政策红利，企业库存虽然受制于总需求不足略有抬头，但企业杠杆率及产成品库存总体控制在较好水平，地方政府债务杠杆也与经济增长基本匹配，这大大稳定了企业和地方政府的经济预期，并将精力投入到结构调整、增长方式转型升级、研发和需求订单市场拓展中，这对于中国经济可持续增长的根基加

固上大有裨益，也从微观层面一改 2013-2016 年明显行动滞后的局面，反而在 2018 年显现结构调整战略具体行动加快之后，2019 年进一步加快且具体体现出“经济有进”的积极实效；其四，具有讽刺意味的是货物进出口，因为贸易摩擦被实体经济和金融市场广泛关注，但不仅 2019 年货物净出口继续正贡献中国宏观经济增长，而且贡献仅比 2018 年稍有放缓，就货物贸易而言，如我们去年所指出的那样，中国企业需要面对现实而不再仅仅依赖于西方发达国家有限的需求增量，在现实出口压力之下，2019 年多数产业和广大企业积极进取，从“一带一路”沿线等广泛地区寻求了新的需求增长点，这是 2019 年最大的“进”的体现之一，其积极的经济意义远不止数据本身。

2019 年中国宏观微观经济暴露的问题主要体现在：其一，消费尤其是实物消费疲软，这可能是趋势性压力并将继续存在，即便考虑新型消费等结构性转移，总体的消费支出既有本身的放慢趋势，也有受制于居民收入的压力影响，更有多年低通胀下的负向抑制；其二，服务业无论增速还是服务跨境贸易，虽然总体表现增速较高但均有放慢，相对其过去数年贡献宏观经济增速稳定功不可没来说，还会体现压力增加；其三，工业生产受制于国内总需求以及全球总需求制约，2019 年不少产业扩大了生产，但一扩产就体现库存有所增加并主要体现出不得不再度使用“降价销售”，在压低 PPI 重归负值周期并影响宏观财税、企业新增投入的同时，还直接体现在当期企业收入与利润的下滑，从而抵消了其他方面所提振的企业经济预期的红利，尽管国家政策在减税降费及央行大力推行降低企业融资成本，也并未完全抵消掉企业收入和利润因 PPI 下滑的负面压力，所以，单靠减税降费与压低融资成本，在其边际效应已经下降且必将继续下降的基础之上，扩大总需求并提振 PPI 来促进微观经济有能力市场均衡消化压力，才是关键，这也隐含对一些宏观政策思路值得思考。

展望 2020 年以及 2020-2025 年，经济趋势性下行压力还将增大，并且可能是中国经济面临趋势增速下滑最快、压力最大的关键时期。就在 2020 年，中国经济总量将迈过 100 万亿的当期量，如此庞大的总量之下，要保持 6% 的实际增速会压力巨大。如果 2020 年还能保持实际经济增速 6%，那就是人类经济发展史上又一大奇迹，如果 2020 年实际经济增速下破 6%，这一方面延续了我们去年末所认为的 2019 年单季度接近或下破 6% 之后的正常预期，另一方面也是正常合理的中国趋势经济增速的实际潜力反映，不必过高估计或者过度夸大预期中国经济的增速。在 2019 年三季度经济数据公布后出现的有关中国经济增速的讨论，我们看待的角度与国家统计局的耐心解释略有不同：虽然这种关于宏观经济增速的争议存在“边际增长动能和当期实际总量增速”之间的概念混淆问题，但是不可否认以边际增速折算的经济增速的确会朝向 5% 下行，这也就是以短期边际不断均衡最终成为实际总量增速从而存在经济趋势潜力下行周期压力的根本所在。2020 年，当期的总量增速自 2019 年的 6.3% 左右，逐年靠向 2020-2025 年长期趋势潜力的低端 5% 左右，成为合理趋势。在近三年中国宏观经济实际增速每年以 0.4 个百分点左右收缩之后，2020 年当经济总量达到 100 万亿的

巨大规模，放大到每年下滑 0.5 个百分点以上，属于正常，因此，2020 年中国经济增速要稳定在 5.9% 的压力巨大。我们预计，2020 年中国经济实际增速通过各种改革、促进的努力会保持在 5.7%-6.1% 之间。只要能保持全年经济增速在 5.7% 以上就算成功地“稳中有进”了，而且这可能需要相当艰难的全社会各种努力才能实现。如果说单从经济趋势潜力方面强调了增速下滑到 5.7% 左右的合理性，那么，从另一个角度说也存在高于 5.7% 的“意外”利好一面，那就是对产业并进而对宏观经济影响的重要变量“大宗商品价格”。假如 2020-2021 年大宗商品价格上涨明显，将使得中国经济增速明显高于趋势潜力的合理水平，短期依旧还能维持在 6% 左右或略高，也并非不可能。

在我们过去数年的研究中，多次阐述并通过宏观经济实际状况印证了：大宗商品与 PPI 及企业经营指标、微观经济与宏观经济、大宗商品与财政收支并进而影响国家短期政策等方面的较高正相关关系，尤其是在经历了 2017 年-2019 年的多方面实际关系演变，相信企业及政府部门对这些相关重要性的感受更加深刻。假如 2020 年短期大宗商品价格继续下跌，显然 5.7% 的经济增速都难以保证，假如 2020 年大宗商品价格明显上涨，不仅企业和产业直接受益并改善经济预期，而且从中央财政到地方政府压力均可能大幅减小，从而有利于重点转向长期发展战略实施上。然而，大宗商品却不是凭空想象的终极变量，那也是诸多经济金融因素均衡的结果。其中，没有实体经济总需求扩大，不可能有大宗商品价格的无端上涨；产业企业过度生产导致非正常降价，即便有总需求扩大也难以抵挡住对价格到宏观经济的一连串照样伤及。因此，如何扩大经济总需求尤其是实体经济总需求，成为 2020 年乃至 2020 年-2025 年“十四五规划”的重要考虑。在截止 2019 年已经明显显示居民收支和终端消费转软、服务业周期开始疲软的背景下，现行的多年以深化改革稳定经济的政策举措虽然在过去功不可没，但是其边际效应体现出开始“疲劳”，所以，将实体经济总需求重新纳入重点考量，成为 2020 年以及 2020-2025 年并不影响其他方面经济战略前提下的顺理成章的合理选择。大宗商品价格的难点在于已经不只是中国经济单方面的均衡结果，所以，也不可能单独实现其价格周期的提振。需要既扩大国内实体经济总需求，还需要中国推动产业、企业、金融等各方向“一带一路”战略中的加大投入，从国内国际两种市场资源考量下加大创造，方能在一定滞后时期后提振大宗商品价格、加快实物产业需求循环并促进中国经济总需求和经济净增量的扩大。

就 2020 年短期而言，在我们去年末指出 2018 年投资增速超幅下滑主要是发改委工作失误之后，2019 年相关工作在补基建短板方面明显改进，才使得 2019 年中国经济稳中有进在投资和经济总需求上得以体现。到了 2020 年，进入制订“十四五规划”的准备阶段，我们有必要再度指出的是：作为“十三五规划”的最后一年，工作上不应当再次出现松懈，因为不仅需要考虑当前经济增速压力加大的客观现实，而且不应当忘记“十二五规划”的不少指标尤其是投资方面指标没有完成，作为“五年规划”，对中国经济过去长期取得成功具有巨大的积极作用，任何一个五年规划都是经过

多方面考虑并付出了巨大艰辛才促成的，不应当出现“连续两个五年规划都没能完成预定指标”，希望我们这种担心在 2020 年是多余的。按照前面四年的实际进程，2020 年要完成“十三五规划目标”，还需要很大努力，其中，基建项目只是顺应当前经济发展总要求调整与完善结构方面，在总量上说，基建和投资还有许多欠账要补。此外，不仅项目投放与开工需要明显加快，而且当前实际遇到了新困难在于——2019 年全国人大扩大的财政赤字和地方政府专项债务额度提高后明显存在“使用不完”的情形，这也是在 2020 年工作中需要更加艰难考量的问题。在 2019 年末的发改委新闻发布会上，表示在 2020 年将加快补短板，加快推进“八纵八横”高铁骨干、公路网骨干、内河高等级航道建设等等。

## （二）世界经济

如同我们早在 2018 年秋天开始预期 2019 年世界经济将放慢一样，实际在 2019 年已得到广泛印证，与此同时，不出所料的是具有评估滞后性的国际官方机构的权威预估在 2019 年夏天出现不断警告经济下滑并增加了下调经济增速的力度。据国际官方机构的汇总数据，2019 年前三个季度世界经济增速在 2.43%左右，比 2018 年前三个季度同比增速 3.17%大幅放缓，也比 2018 年全年世界经济增速 2.65%放慢 0.2 个百分点左右。尽管数据会在未来两年里多次修正，使得最终显示的世界经济增速 2019 年预计会高于目前数据显示的 2.5%左右，但是，2019 年世界经济增速基本上又回到了 2013-2016 年的低增速局面，可谓弱不禁风，世界经济动能的深层次问题依然没有解决。与 2017 年出现的近年最高增速 3.3%、2010 年出现的金融危机后最高增速 4.2%相比（这些年份也是大宗商品价格表现强劲的年份，并对提振世界经济还是起到了实体经济的重要贡献），2019 年世界经济增速下滑的幅度还是大大超过了我们去年底年报中的预期，但也印证了我们的观点：不要指望在世界经济总量中占比高达 60%以上的西方发达阵营出现经济奇迹，其困境难以突破；欧元区因为发达国家众多，其经济一旦下滑也从数据显示最甚，从一个侧面也可以佐证。可以预言：在一个新的十年里，无论世界经济还是西方发达阵营，都将依赖广大发展中地区实际存在的巨大经济需求总量所派生的经济增量，发达国家经济也将因为发展中地区经济增量而得到“反哺式”提振。从意大利、法国、德国、英国、日本、韩国以及更多的成熟发达国家愿意积极加入中国倡议的“一带一路”战略来看，也是趋向务实的必然考虑。

2019 年前三个季度，初步数据显示发达国家经济增速约为 1.73%，低于 2018 年前三季度的 2.35%，但略高于 2018 年全年的经济增速 2.2%，低于近年来最高的 2017 年增速 2.47%；初步数据显示发展中地区前三个季度经济增速约为 3.74%，低于 2018 年前三季度的 4.73%，但略高于 2018

年全年经济增速 3.56%，同样远低于近年来最高的 2017 年增速 4.73%。由此可见，印证了去年底我们预期的对世界经济评估中可能出现差异主要在于发展中地区经济增长并不会比 2018 年弱的观点，实际上，发展中地区在 2019 年前三个季度总体增速还略高于 2018 年全年的增速，考虑数据误差以及待修正，2019 年发展中地区总体经济增速并未大幅下滑，世界经济增速 2019 年超预期的下滑主要来自于总量占比大的发达国家。这只是国际官方机构按照美元计价计算的世界经济增速的情形；依据我们以各经济体本币加总数据来看，更能体现这种差异特征。2019 年前 11 个月，发展中地区消费的确出现疲软但并未大幅下滑，真实需求存在下的工业化在部分低收入国家体现出强劲进展，如同我们去年指出的那样，因为规模太小还无法明显提振世界经济增量和增速，随着时间推移和更多小型经济体的规模扩张，相信发展中地区对世界经济增长的贡献不可小视。其中，以越南较为典型可作为单一国家的例子。由于先行工业、消费、投资、通胀一起下行调整之后，2019 年再度出现了多项上升的周期扩张迹象。其它的一批国家如孟加拉、缅甸、巴基斯坦、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、菲律宾、印尼、乌干达、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、埃及、科特迪瓦、几内亚、匈牙利、捷克等虽然没有越南那样典型和成功，但均在某一或某些方面取得了相当亮眼的进展。

针对 2019 年主要因为发达国家经济超预期下滑或者主要由于大经济体增速下滑拉低世界经济再度步入低迷的客观现象，以及 2019 年 IMF、世行等官方权威机构评估世界经济的方式特点，我们有必要在此提出尖锐的分歧观点，目的是引出“面对世界经济以低迷姿态步入又一个十年发展之际如何对策”的更深层思考，亦如本文题中所示——需要“宏观发展思路的激变”。

1、关于通胀的“只见树木不见森林”。在 2019 年国际官方机构不断下调世界经济增速的同时，特别突出强调了通胀下滑的风险，也多次强化警告各国政府“需要政策前瞻性应对”。的确，我们一直强调通胀与经济增长正相关性的基本原理，这些国际机构在评估通胀与经济增长关系时无论在预期上还是在基本原理上都与我们不谋而合，但是，权威机构和经济金融专家们给出的“政策”并未明示何种政策，其模糊的“政策”我们不清楚是不是指货币政策。如果是，那我们认为就是“只见树木不见森林”的毫无作用的建议。其一，在 2019 年世界经济与通胀同步下滑的过程中，在全球通胀下滑约 0.4 个百分点里，发达国家下滑了约 0.65 个百分点，发展中地区平均下滑了 0.15 个百分点，目前发达国家总体利率接近 0 加上十年之久的量化宽松，难道还不足以宣告货币政策提振通胀的失效或者彻底失败？通胀绝不是虚无缥缈，可以存在与经济增长无关的物价走高，但是没有实际经济需求的特定情形绝不会通胀的持久。所以，没有提振宏观总需求的对策既不可能提振经济增速，也同样不可能“政策性提振通胀”来保持经济增长的平衡环境；其二，进一步深入分析通胀和世界经济，可以得出更深层次的发展启迪。2019 年发展中地区经济和通胀虽然也在下滑，但是明显因为发达国家的经济和通胀下滑幅度决定了世界总体情形。我们认为：发展中地区由于发

展水平低，众多人口还没有满足实物需求，经济中服务的占比要远低于发达国家，所以实体经济明显对于经济和通胀起到了支撑作用，因此放缓的幅度不大；反观发达国家，由于服务消费和服务业在经济中占比高，所以才出现了 2019 年经济、通胀同时超预期下滑。那么，焦点便集中到了服务业上，同样就可以得出推论——金融危机后十年来发达国家的货币政策、财政政策如果存在走出衰退的积极作用，服务业也是受益最大的，从而对于实际增加就业、以美国为典型的降低失业率也因为服务业的贡献最大。然而，在并没有专门的世界服务业经济增速数据的背景下，2019 年发达国家经济增速和通胀超预期下滑均因为服务业周期见顶，才是至关重要的。事实上，2008 年金融危机后，由于工业生产、货物贸易、矿业投资均出现了大幅衰退，服务业不仅在发达国家也包括在中国这样的高增速国家中，均起到了至关重要的对经济的贡献作用。在已经经历约十年的服务业扩张周期之后，任何经济增长均具有不可否认的周期规律的前提下，发达国家服务业乃至全球服务业周期在 2019 年见顶也是客观的经济周期规律使然。以何种政策还可以抵御服务业周期步入或长或短的几年下行周期？从而再以服务业高速增长和高贡献率提振世界经济这片森林？我们要明确指出：以 2019 年世界经济尤其是发达国家和大经济体实际客观表现为据，再辅之以 2019 年发展中地区经济和通胀下滑不明显的正面意义，在又一个十年发展的开端之际，不把实体经济需求纳入发展周期的重点，将不可能有任何世界经济出路的意义所在。否则，不通过促进投资、促进广大发展中地区实物消费需求的手段，十年之后的世界经济就将还会在 2019 年情形下徘徊不前；

2、关于投资不足共识的“从开端走向实际”。早在几年之前，在分析世界经济低迷的症结时，我们就将“投资不足问题”排在了首位。时间过去几年之后的 2019 年，见到三大现象：其一是 IMF、世行等权威机构在评估世界经济时 2019 年首次将“投资不足”提到了重要位置；其二是在外交或重大活动场合政府官员也开始明显指出“投资不足”；其三是欧央行行长德拉吉告别发布会上还不忘其最近一年来反复提及的财政政策提振经济重要性。投资虽然既涉及基建和工业等实体经济，也涉及服务业经济，但是都与激发实物需求直接或间接有关（服务业里包括货物贸易、工业生产配套等生产性服务业），或者根本不能忽略大宗商品相关的实物要素需求。过去几年里，政府官员和官方机构专家们很少呼应我们关于“投资不足”的观点，德拉吉在雄心勃勃以量化宽松、负利率里再降息等货币政策后看到经济乏力而最终反复施压德国芬兰等财政领先国家增加投资却始终被德国等政府抵触，G20 峰会自 2015 年布里斯班开始由澳大利亚提出基建和财政投入刺激经济也得不到其它国家统一的支持，到了 2019 年开始见到更多强调投资这一发展思路，虽然只是艰难的开端，也可认为是认识的提升和重大转变的开始。相信未来，世界经济尤其是发达国家面对 2019 年经济下滑严峻现实、当均衡方式达到极其困难之后，总会警醒，并将从认识主动或被迫地走向实际行动。

在世界经济增速实际自 2018 年潜在疲弱、2019 年实际显现成为下滑的现实之后，进入 2020

年，我们认为世界经济将见底回升，或者，2019 年世界经济下滑已经潜在地结束。之所以称作潜在结束，是因为经济增长不像金融市场价格，可以明显看见高低点，往往是在一个时间期内徘徊且不容易明确地具体到一个时间点划分。与国际官方机构的评估不同，即便纳入发达国家乏力的时间还会延长的现实困境、以及纳入往往存在的尾部拖长现象（我们 2019 年末《宏观年报》也没有再使用 2013 年那样的尾部警惕性不确定标题），我们也不认为世界经济继续放缓的程度有多大，不认为减速下行的周期会持续太久。在本轮始自 2016 年的、可更长展望的世界经济回升周期并未完结的前提下，即便调整周期不容易确定，重回上升期预计也将出现在 2020-2021 年的某个时段，这将由未来进一步观察、感知与评估经济实际进展来得出更准确的世界经济冷暖。其中，在指望发达国家率先回升并不现实的前提下，发展中地区的经济进展动向仍旧最具有指标意义。去年底我们指出企业应当更多关注发展中地区经济信号并争取订单，从 2019 年全国跨境贸易数据好于预期以及各地各产业转移贸易结构的实际努力效果来看，也已经得以体现，2020 年发展中经济体的经济信号对于中国产业企业的意义只会增大。

## 二、通 胀

如同去年底的预计，在 2019 年，中国 PPI 进一步承压，再度出现月度同比负增速并扩大。PPI 自 2016 年 9 月在大宗商品价格提振下滞后回到 0 之上以后，2019 年 1 月跌回到 0.1，6 月重回 0 值，经历了约三年正值周期。受大宗商品价格回落影响并基本同步的 PPI，在微观经济层面对企业经营和股指、在宏观层面对财政收入均显现出压力增大。其中，2019 年生产环节税收收入明显受到影响。我们预计，本轮 PPI 下行周期一般来说不会持续太久，且不会重回 2015 年下半年的-5.9% 那样的深幅负值区间，但这在 2020 存在变数的是：产业及企业是否再度出现没有自律情形下的过度扩产而不得不降价销售行为。一般说来，产业及企业按需实际生产、无极端非理性行为出现加上 2020 年可能的大宗商品价格同比回升，PPI 就会进入温和的上升周期，相比之下，2020 年对于企业收入中主要的价格贡献部分、财政收入、股市指数等等，均有至少是消除下行压力的利好体现。

作为与经济增长正相关且互为因果的主要通胀指标——中国消费物价 CPI，2019 年取得了非凡的进展，尽管这只是一个消费物价的同比数据，但是其意义远不止通胀率涵义本身。中国消费物价自 2012 年跌破 2% 之后，分别于 2015 年 1 月、2017 年 2 月低见 0.8%，在长达接近六年的漫长时期里，处于 0.8%-3.2% 的低值区间，其中有一半的时间都低于 2% 的水平，无论是大企业生产后受制于下游终端消费活动压力，还是街上铺面不断更迭招牌的现象，与 CPI 低位形成的压力不无关系，通胀作为极其重要的经济均衡变量，不仅如同国际官方机构 2019 年中警告通胀下行对世界经济的压

力所隐含的基本原理一样，而且在实际的经济运行中，还广泛超出人们认知地无形中作用于经济增长平衡，过去六年多中国经济增速不断下行的压力与低通胀周期情形相吻合，经济增速放慢既压低了通胀，经济也因为低通胀而不断扩大压力；在过去两年里，当中国消费零售数据出现放缓的“意外”时，国家统计局仅从消费零售数据本身给出一些特殊因素影响下的解释，并不能自圆其说，我们也指出：中国消费尤其是实物消费增速放慢除了其他一些客观因素外，还在更深层次受到了“低通胀下的虚假自满”现象的影响，并通过消费行为的放慢作用到宏观经济增长，也就是低通胀实际上超出人们认识地扩大形成了经济下行压力的一部分。回顾历史，在2000年以后，大约八年时间里，中国通胀以五浪式的标准形态呈现了完美的上升周期，正是这段通胀上升周期，对应地成就了中国经济总量持续扩张、中国制造业不断壮大的经济奇迹。这也是自改革开放40年以来，唯一能够找得到的一段通胀与经济均衡合理扩张的完美历史周期。

以中国目前GDP增速6%考虑，合理的通胀水平应该在3%-3.7%，表明通胀经济均衡或者中国经济增长的模式最为合理，否则，就一定是经济运行中一些方面出现了问题，例如产能过剩、结构不合理、经济质量欠佳而不可持续等等。在过去数年里中国通胀明显低于经济增速，恰好反映了中国经济中一定存在的问题，所以才需要经济结构调整战略、转变增长方式战略、供给侧改革、新时期高质量发展等等。2019年，中国消费物价通胀重回3%以上，代表的最重要意义在于经济与通胀均衡重回合理状态，从而也反映了经济运行质量的提升和可持续性增强，这可能意味着单一从经济总量考虑的经济下行压力增大会被部分通胀均衡有益贡献所抵消，从而会适度地或部分地放慢经济下滑的速度，也就是通胀合理水平起到了无形中的“发展质量对增速的贡献部分”。我们认为：中国在2019年已经确立了新一轮通胀上升周期，这对于大宗商品、企业经营环境和效益指标及股市指数、财政收入、总体的从微观进而到宏观经济活动促进等等方面，均具有积极的周期性提振意义。

在正视通胀经济均衡理论意义并将在2020年体现诸多方面现实积极效果前提下，我们也应当理性看待本轮通胀上升周期。其一，在中国经济增长自身周期具有下行压力持续较长周期特征的基础之上，通胀周期的强弱必然会受限，或者说不可能出现通胀失控走高的担忧，在历史上最好的2000-2008年通胀上升周期中，经济高增速扩张周期之下的通胀也没有失控，且其间也是次级周期的上下波动而不是通胀直线式走高，所以，2019年出现的个别月份CPI接近5%根本不可能进一步扩大而持续。此外，就目前因为个别食品因素的走高而推高的整体物价，其个别的周期会自动修正拉低整体通胀，成为只是总体通胀周期的短期影响波动而已，不必具有“一说通胀就夸大成担忧过度”的心态；其二，尽管本轮通胀上升周期因为工业产能过剩、消费趋势也存在下行压力的周期制约，但不能否认通胀上升周期。主要在于：随着中国生活水平提高尤其是农村收入改善、扶贫战略提振，无论是全国趋势性的成本作用，还是结构性的尤其是农村及农产品生产成本提高、城市服

务业雇工成本上升，都将从成本因素支持通胀上升周期，否则又将是经济运行中出现了某种结构性问题；其三，由于已经存在可以预料的各种正向的、负向的影响通胀的因素交织，以及还有未曾预料到的影响变化，本轮通胀上升周期可能一般与以往特征不同的是“波动频繁、次级周期杂乱”，因此，更不必担忧通胀过强或直线式失控，当然，相关受益诸多方面也不必过高地、不实际地、急功近利地期望通胀红利——例如：企业盲目扩产、商品期货市场从多年扭曲地忘记通胀到过于激进地夸大通胀预期等等。

在去年末我们对全球通胀的预计：2019年，全球通胀受制于传统生产过剩、总体消费及就业增长力度不太强等因素，也将与经济一道下滑，但预计通胀波动程度更大；消费物价下滑尤其是受石油跌价影响后的消费物价、受大宗商品乏力或先行下跌所影响的生产物价，总体增速下行程度要大于经济增速下滑，这对包括中国在内的全球企业总体而言，会大大增添经营压力，不仅业务放慢、竞争加剧，即便通过金融或货币因素偏大反应后的全球股市，受制于企业收入影响也将因低通胀而承压。除了“通胀波动程度会比经济大”的预期不符合，这些预期基本上符合2019年的实际情形。

在2019年，除了前述经济分析中我们发现并指出发达国家通胀与经济均衡中的“服务业周期见顶、未来一个十年主动或被动转向全球视野下实体经济提振经济增长”的对策意义之外，却首次遭遇了“通胀困惑现象”。主要是：在发展中经济体中一部分国家或个别地区，出现了消费、工业生产、通胀、经济增速几者之间的背离或异常，一方面我们还无法认识到其中的原因，另一方面这对未来通胀及发展中地区经济增长是否具有某种正面还是负面的意义，也有待进一步观察和探究，目前尚无法给出解释与结论。

2019年，按世行对全球196个经济体加总计算数据，前11个月平均通胀同比为2.5%，比2018年全年的2.8%下滑了0.3个百分点，考虑误差后基本上与世界经济增速的下滑幅度持平。其中，发达国家前11个月平均通胀同比1.36%，比2018年全年通胀1.93%下滑约0.57个百分点；发展中地区前11个月平均通胀同比4.19%，比2018年全年通胀4.16%轻微上升，这也与发展中地区经济增速下滑不明显的情形相互印证。依据我们对全球约65个大国及主要发展中经济体消费物价的跟踪数据，2019年平均通胀率在2.73%左右，比2018年全年平均2.57%的水平反而走高。根据通胀从一个侧面看待世界经济，把2019年情形作为2020年的基础，预计2020年世界经济并不会太差。

展望2020年，就全球通胀整体变化而言将是相当平淡或者说平稳的一年；由于全球平均通胀变化往往滞后于经济增长变化，所以2021年更可能全球通胀明显上升。然而，有趣的是因为加入了人为心理因素可能又是极其复杂的一年。这种复杂可能并非通胀本身的变化，而是人们过度分析、刻意预期之下的“弄得复杂”，当2020年结束之后再看，可能并没有人们其间所想的那么复杂。无论是国际官方机构在评估通胀和经济时、各国央行在评估政策依据时、金融市场为了预期分析尤

其是扭曲过深的债市为了利益时，都可能复杂化通胀预期。我们认为：在 2019 年下滑之后，2020 年全球整体平均通胀表现平稳或者底部震荡式平淡，即便短期波动难免但全年变化不会太大，全球会维持 2019 年低位或仅微幅提升。在 2019 年已经出现结构分化之后，2020 年还会加大差异，主要是发达地区、发展中地区因为经济增长和其它影响不同，继续差异；发展中地区之间以及分批次的国家之间，周期不同而差异更大。如果说通胀在 2020 年有复杂性一面，也主要不是总体平均通胀而是结构性差异的确很复杂。例如：越南、哈萨克斯坦、非洲一些先行通胀下行国家，2019 年已经出现上升，2020 年可能率先进入通胀上升周期；东欧国家受欧元区影响，通胀周期基本与欧元区一致而可能继续下行与经济增长情形有所差异；占比更多的大部分发达及发展中经济体 2020 年通胀会延续 2019 年继续下行，但下行空间不大，持续疲弱时间还可能半年以上；在大国中的发达国家和新兴经济体如美国、印度、巴西、俄罗斯等各自差异也可能持续一段时间相对低通胀等等。

### 三、货 币

如我们去年底关于“平衡经常账户收支下的流动性投放渠道改变后不必太高的银行准备金率”的建议，中国央行 2019 年对准备金率实施了一轮普降，除此之外，还延续了近几年对于小微企业、三农贷款、绿色金融等国家政策倾斜方面所要求的与准备金率有关的流动性投放，还针对银行资本金补充方面的市场化要求增加了永续债互换工具、为了促进人民币国际化及其它更深远考虑的香港市场央票发行密度等等，加上早已存在的各类窗口便利贷常规数量工具，可以说，中国央行目前采取的是“按需供应”，在流动性方面既支持了实体经济的需求又稳定了金融体系及金融市场的需求。

在国家经济工作总体要求货币政策稳定和金融服务于实体经济的方针下，鉴于过去包括我们在内的对“银行信贷基准利率报价”长期没有波动而质疑的问题，下半年中国央行也进行了实质性改革，不仅增加了五年期报价而且还具体部署督察银行信贷要按照报价执行以使得该市场利率起到真正的作用，实施短短的几个月来，信贷利率已有走低，有利于减轻企业和地方政府信贷利率负担。

2019 年，如我们去年底所预计，央行在货币政策没有太多余地前提下除了保持实体经济和金融稳定所需的流动性宽松之外应当保持稳健，事实上，这一年中国央行一方面在流动性上已经实现按需供给，另一方面也保持了货币政策的稳定和与经济需求之间的匹配。但是，我们去年底对于来自社会各方面可能向央行施压的担心还是有所发生。对于 2019 年这些可能存在的并不合理、不具专业水准且不负责任的施压声音，中国央行如我们去年底所述“在事实上货币政策已经过于宽松的背景下顶住压力”，在最容易犯货币政策错误的 2019 年保持住了稳定，中国央行坚持货币政策该有的稳健独立，没有犯盲目驱使下的错误。

2020年，我们认为并建议中国央行“基于货币政策回归正常化的存款基准利率上调”，也就是说，2020年里中国央行应当在综合考虑下实施非趋势性走高的加息，意在使得利率与通胀、经济等综合要素之间回归相对合理均衡。首先，中国的官方基准存款利率实际为负值的时间在2020年就进入第五个年头，这是改革开放以来历时最长的；即便以一年移动均值看，历史上最长的1993-1996年也只持续了40个月，而本轮实际负利率截止2019年末就已经持续了45个月了。任何经济金融因素持续偏离正常区间过久之后，其意想不到的负面作用、适得其反的效应会远超理论计算；其次，连经验丰富的美联储在这几年加息周期、降息周期中也引起了来自诸多方面的争议，之所以如此是因为其大约自2012年后就开始犯下了节奏错误从而与其它各种经济金融因素的周期错位，因此其难以自圆其说，使得货币政策初衷理论没错而实际效果有错，因此，中国央行应当在该回归正常化时采取合理举措，至少为未来留下更多余地，在不可否认任何经济金融因素均具有周期性特征前提下，长期而言反而保持了货币政策中的利率工具的合理周期，从而发挥其正确的服务于经济金融的功能效果；再次，经济预期对于市场经济实际运行很重要，金融预期也不例外，过高的利率持续过久会形成错误预期并催生鲁莽大胆的经济行为，过低的利率持续过久也会形成错误预期并催生一轮复一轮的经济悲观预期。只有在合理匹配区间内的利率，对经济金融预期和实际经济行为的功效才最大并趋于合理。而当下客观情形是实际负基准利率持续过久，显然已经到了不仅是防止而是为了该纠正错误预期的时候了，只有向上调整基准存款利率。否则，对任何有常识的企业都可能有这样的误导：存款利率那么低，同等比较下的经济收益一定低，所以谁敢并愿意增加投资？现在老百姓也有常识：存款利率都那么低，经济一定出问题了，谁敢多消费？所以，我们这里说加息，是以已经不正常的过低利率为前提的，主要以形成合理适度预期特别是适度消除过度悲观经济预期下的利率回归正常化，并非是以目前经济趋势性下滑背景下就定论为“利率上升周期”，短期而言，加息幅度不可能大，频次也在目前看不到有多少次，还只能称作人们更容易接受的、通俗所说的“微调”；最后，一提“加息”，似乎当前人们就会有“洪水猛兽”般的恐慌感，各方面也会刻意夸大或过度解读，那么，这种现象是否本身就证实了“已经形成固有思维下的错误预期”呢？任何经济金融都存在周期性，有降息就必然有加息，上调利率为何就一定不合理？或者当前加息为何就一定是“不可思议”？此外，在其它政策举措尚有红利未尽之际，利率工具先一步正常化，影响也会最小，否则等到其它政策红利消失后，又不得不在发现过低利率的负面效果后再行动，将更加被动，并且对经济影响更大。回归正常化的官方基准利率调整，并不与中央经济工作会议提出的“货币政策稳定”相抵触，稳定是与经济金融等各方面综合考量下的匹配，匹配才是稳定，并不等于绝对禁止不动，所谓均衡下的稳定，就是其它因素或环境变了，相对运动下的稳定。过久的高利率是僵化而不是稳定，同样过低利率也是僵化而不是稳定，都只能起到对经济金融预期走向相反效果并

实际不利于经济金融的负面效应。

既然是以回归货币政策周期正常化为主要目的、以纠正过偏的不正常市场经济和市场金融预期为主要任务的调整基准利率，那么还应当理论结合现实前提下合理修正利差结构并尽可能与宏观经济增长均衡相匹配。在上调一年期存款基准利率的同时，可以考虑维持三年期以上基准利率不变甚至大胆下调利率，这相当于使用了利差结构修正模型（在自然时间幂函数基础上引入经济增速均衡因子）来适配当前一个时期经济增速下行周期的压力。修正利差结构的利率工具效果在于：既纠正了短期存在的过偏市场经济、市场金融的预期，有利于从抑制到增强各方面的预期信心中防止微观经济中破坏经济结构调整战略的过度生产并降价销售所引起新过剩；又不影响符合发展目标的长期项目的成本甚至会促进转向长期实体经济投资。同时，不会立即直接抬高银行信贷市场利率中的五年期 LPR 基准利率，使得总体的基准利差收窄，从而与宏观经济增速下行周期的潜力相一致。

就全球而言，2019 年在 2018 年已经部分国家先行降息的基础之上，更多国家加入到降息之中，这在发展中地区表现明显，主要一是通胀下行国家，二是经济放缓的国家，但也有极少数国家与通胀和经济周期相一致地在 2019 年里继续加息或由降转升。2020 年，预计还有一段惯性时期，但继续降息的国家的国家会从逐步减少到年中以后大幅减少，除非世界经济出现完全出乎预料的大幅下滑。事实上，我们认为 2019 年下半年的全球利率下降后也已经触底，例如澳大利亚、新西兰、加拿大这些加减利率比较频繁的国家已经暂停，也是央行对于经济信心的增强。由于利率调整往往频次远低于经济数据变化及通胀变化，所以，常常静止不动的时间较多，从而更难以立即判断何时是周期性转折点，只有事后才能划分，因此 2020 年就全球而言只能预计利率相对稳定，不太会大幅转折。

人民币汇率在 2019 年实际表现与我们去年底预期的“合理程度阶段回升特征且波动不大”有较大差异。人民币对全球综合汇率出现了一定程度的温和下跌，但央行使用的“人民币对一揽子汇率”，这一基准指标波动不大，只有基本合理的小幅下跌；就市场及社会“过于看重而以偏概全”的单一汇率“人民币兑美元”，这一指标在 2019 年出现大幅下跌再折回一段升值的走势，总体波动较大。2019 年人民币下跌尤其是兑美元下跌幅度较大，对于企业尤其是货物贸易企业具有比货币政策更直接的作用，实际收到了宽松流动性的效果，而一揽子汇率基本稳定也实现了央行的稳定人民币汇率目标。尽管按照官方机构国际清算银行计算的人民币实际有效汇率在全球汇率中严重偏高、我们按综合汇率计算的人民币也依然长期被高估，但是，短期而言综合考虑多方面因素 2019 年人民币汇率波动基本合理。2019 年的汇率进程的意义在于：首次体现了央行“对一揽子均衡稳定原则”和“人民币兑美元”之间的关系。要保持“人民币对多个货币的一揽子综合汇率”的稳定，如果综合汇率过高，就需要“人民币对美元”相应下跌来平衡、对冲，反之亦然。这也是中国汇率政策稳定原则与市场运行之间必然且合理协调的规律，2019 年是一次较好的协调，可谓得以普及。

2020年，人民币对全球综合汇率将大幅下跌，这对中国微观经济总体上将带来利好。即便2020年假定人民币站着不动，由于对手币值大幅走高，人民币也将被动地大幅下跌。仅仅在过去约五六年里，很大一批中小经济体尤其是“一带一路”沿线国家的货币汇率贬值了50%以上，有的贬值了70%以上，在目前这些国家经济基本面表现强劲或未来至少不会太差的前提下，这些经济体货币走升并可能持续较长时间，将成为必然。如果2020年人民币对全球综合汇率被动下跌明显，那么，将不仅对国内企业相当于流动性投放或者变相增加收入从而具有很大利好，而且，对于先行在“一带一路”沿线有投资的企业，额外的资本收益将相对增加，这有利于企业对外收益再投资，扩大“一带一路”战略及地区经济增长。所以，一方面2020年应当政策性加强“一带一路”工作，另一方面先行企业的示范作用会加快中国资本输出，从而有利于改善近年来“一带一路”进程的疲软，对于中国利用内外两个市场资源战略具有中期的积极意义。此外，关于人民币国际化进程，也可能因此收到意想不到被市场行为加快的效果，当然也可能在不断变化中出现一些未曾意料到的新问题。

由于人民币对“一揽子”汇率的可能下跌，2020年“人民币兑美元”将在均衡稳定原则下出现升值，但是，应当坚持防范过度升值，因为长期以来“人民币兑美元”都是该跌时跌得少、该涨时过度夸大而涨得多的“非理性市场行为”，就目前中国经济仍然处于下行周期压力下而言，相比回归正常化的基准利率上调，人民币如果过度升值的危害要远大于加息，因为人民币过度升值要多一个快速、直接的负面作用——促使过度进口和工业生产过剩，破坏高质量发展经济的微观环境。

## 四、财 政

在得益于供给侧改革促进微观经济活力、大宗商品涨价促使2017年中国财政收支增速出现四年里的最快达7.4%之后，2018年财政收支增速已经放慢，对于2019年收支增速进一步放慢就是意料之中。实际上的2019年，因为降低增值税的实施，也是财政收入增速进一步下滑和收支平衡压力增大的主要因素，使得2019年的财政收入数据相对不可比，需要在基数影响消除之后的2020年财政收支增速才更具可比性。

2019年1-11月，中国财政收入增速仅有3.8%，低于2018全年的增速6.2%，全国一般公共预算收入中的税收收入149699亿元，同比增长0.5%；为平衡收入压力，在削减其它一般性非税负担的前提下，同时加强了该收的非税项目如国企和金融领域等，非税收入29268亿元，同比增长25.4%。其中，直接受财税政策变化影响的两项的增速下降最为明显。因为在收入中量值最大、占比超过30%的增值税下调，其增速仅有2.3%；个人所得税9502亿元，同比下降26.8%。此外，企业所得税的名义金额为36888亿元，名义同比增长5.7%，如果扣除通胀变成与GDP增速可比的实际增速还

会更低，所以远低于 GDP 的实际增速 6.2%左右，表明宏观税负过高尤其是企业所得税过高的“证券市场说法”没有道理。

除了上述增值税、所得税与大宗商品价格直接间接相关之外，还包括直接相关的进口货物增值税 14686 亿元，同比下降 8.7%，关税 2638 亿元，同比下降 2.2%。所以，2019 年大宗商品价格相对较低不仅影响 PPI，也影响了财政收入的增速。

2019 年 1-11 月累计，全国一般公共预算支出 206463 亿元，同比增长 7.7%，低于 2018 年全年的增速 8.7%并持平于 2017 年全年的增速 7.7%，所以财政支出虽然也有放缓但收缩力度相对较小，体现了“积极财政”对社会经济发展的支持。相应地，支出和收入增速的剪刀差扩大，显现了财政收支压力在 2019 年也是最大的一年，为此，一开年李克强总理就部署了“政府部门过紧日子以支持经济”、“增大国企及金融领域的贡献来平衡收支压力”等等，无论中央财政还是地方财政，对于 2019 年实现 GDP6.2%左右增速、中央部署全年“六稳”工作都起到了“积极财政”的重要作用。

与此同时，在 2018 年末，为稳定经济，在两会还没有召开前全国人大就提前给出了专项债额度提高并等到 3 月份两会期间确认；中央财政为支持重点战略任务早在 11 月份就提前下达了多方面的转移支付，在 2019 年末同样提前下达了 2020 年多项转移支付。这些都是积极财政支持经济的具体体现，财政不仅通过 2019 年下调企业增值税和改变个人所得税来实际支持实体经济，还在支出紧平衡压力之下支持扶贫战略、农业现代化产业项目、环保生态发展、基建项目、稳定就业等等。

2020 年，随着大宗商品可能涨价，以及在 2019 年税制改变影响基数效应的消除，财政收入增速的压力将大为减轻，出现 5%-6%左右的收入正常增速，将是大概率；但是，在“十三五规划”最后一年基建项目开工增多，以及确保全面实现小康社会及扶贫战略任务的背景下，需要用钱的地方太多，例如教育支出这一大项需要确保占 GDP 达到 4%等等，所以财政收支的压力不仅不会减轻，反而可能还比 2019 年的压力更大。为此，2020 年全国人大批准较高赤字额度依然必要，同时，如何确定地方政府专项债额度会遇到新的难题，主要是 2019 年前 10 个月实际使用赤字和专项债额度的进程慢于预期，到底问题出在哪里，这需要政府综合评估，以便不至于在 2020 年影响投资及宏观总需求，尤其是需要考虑 2020 年可能地方政府财政的压力远大于中央财政的现实。

2019 年 1-11 月累计，全国政府性基金预算收入 68080 亿元，同比增长 9.5%，支出 75976 亿元，同比增长 19%，尽管支出大于收入，但收支增速比 2018 年均大幅放慢。其中，地方政府基金预算中的土地出让收入同比增长 8.1%，土地支出下降 5.3%。这反应土地开发进展在放慢，其中，地方市政工程项目可能在放慢，需要 2020 年针对性地解决，以免滞后体现在影响 2020-2021 年宏观总需求。在我们 2017 年末发现并建议加快使用土地收支结余额之后，实际在 2018 年已经大幅使用了当年和历年的收支结余额，房地产等开发投资增速明显回升。2019 年，出于综合考虑实际上土地

支出放慢，且重新回归了结余，这种短期张弛变化也属于合理，因为 2018 年集中使用了的额度相当巨大，2019 年出现结余，也可能为 2020 年再度适度加快土地相关支出打下可用资金的基础。

就世界范围的政府财政而言，经历 2016 年艰难、2017-2018 平淡之后，2019 年总体财政收支压力随着经济减速、物价下跌尤其是工业产品价格下跌影响生产环节税、消费支撑但未能进一步增强会略有影响消费环节税、货物贸易增速放慢等等原因，财政收入的压力增大，许多国家采取了节支并进而压缩了经济增长及民生开支。无论发达国家中的具有优势的德国芬兰荷兰与其它国家情形的差异，还是广大发展中经济体更复杂的差异，世界范围内的财政形势差异分化极大，因此，世界经济过去十多年低迷与难以形成财政经济对策认识上的统一有很大关系，即便国际官方机构也多有指出且在 2019 年明显开始转向更加重视财政支持提振世界经济、以及像欧央行前行长德拉吉施压德国芬兰等国增加财政支出以便为扭曲的货币政策松绑而始终得不到让步、即便 2015 年澳大利亚率先在 G20 场合提出财政支持基础设施建设也始终未能得到大国统一认识，所以连认识都无法形成，更不用说付诸行动，使得世界经济低迷与财政收支压力形成了恶性循环，世界经济至今尚未度过漫长低迷周期就不足为奇了。在过去几年甚至追溯到金融危机后，也只有东部亚洲经济体比较积极使用财政举措提振经济，在近两三年里发达国家中只有日本韩国法国使用过财政刺激举措，2019 年仅见到年末日本政府提出了 2020 年的扩大财政支出的经济计划。

2019 年，发展中地区因为受制于财政压力而对于基建勉为其难的情形更加突出，这直接影响了“一带一路”战略与各个国家自身提出的长期经济战略的实际进展，个别国家还明确表达了因为短期财政或资本压力难以启动一些长期有益的大项目。2019 年中国承包工程量虽然保持，但是可能都主要是前面几年努力协商下的后续体现，至少“一带一路”沿线国家新增大项目不多，2019 年因工程带动的中国工业品货物直接出口明显乏力，这将是 2020 年以及后续一两年的制约，并成为发展中地区经济增长中的一个软肋。只有寄望于经济领域其他方面的良性循环，来综合弥补财政压力，再为未来后续的基建等项目加快提供基础。

在世界经济于漫长低迷周期中挣扎了一个时代之后，尽管目前认识未能达成，但是，相信进入新的 2020 年代，压力总会最终促成认识，再付诸于行动，任何问题总会要努力寻找解决途径并最终突破。2020 年代，关于世界经济如何发展的宏观思路激变，相信最终会在财政与经济关系上取得突破。我们不相信还需要再经历漫长周期的低迷，才认同经济低迷的现实和才开始寻找突破，也不相信还真地会再经历一个世界经济低迷的 2020 年代。

## 五、市 场

痛击债市——成为 2020 年代亟需并极为可能的一大主题与实际。金融危机后乃至更长期以来，在不否认债市是合理信贷及资本体系下服务于实体经济的一部分之前提下，债市不仅自身扭曲成为非理性虚假繁荣，与世界经济低迷形成不正常的鲜明对照，还因为西方量化宽松直接利益输送债市、直接扭曲财政收入又并未向实体经济对策中投入而破坏了货币政策，更有甚者债市的不合理经济金融预期间接打击实体经济投资、债市资金堆积将流动性变成宏观经济的黑洞直接破坏了世界经济发展。世界范围内有正常思维的人都已经形成了“货币政策失灵并对实体经济作用失败”的共识，只有债市利益相关者和那些穿着“皇帝新衣”的央行及财政官员们还“揣着明白装糊涂”地口口声声辩护。欧洲少数几个发达国家在债市实际收益率长时间为负前提下其优势财政却一直见不到主动对提振世界经济的财政经济对策贡献，2019 年美国债市日内出现的“经济衰退预期指标”在世界范围内被广为传导从而形成了“世界经济有多烂”的不良效果，如此例子在过往不短的历史时期里比比皆是。债市的服务经济配套体系的有益功能部分，因为其对世界经济延长链条上和过度扩大的负面影响，早已被抵消。在世界需要发展、经济需要增长的 2020 年代，宏观发展思路激变要想突破，首先得从重新合理认识债市并加以强制性治理开始。例如：既然债市自身辩护其预期经济，那么，利差结构之中就应当纳入更高的资本利得税，不仅使得收益率总体修正抬高到与经济增长趋势潜力相一致，而且收益率利差结构要符合流动性进入实体经济的状况。否则，在货币政策失灵责任长期以来已经因为债市的前提下，再多流动性也是流入债市黑洞而不是流入实体经济，反过来还不断加大悲观经济预期、严重压缩实体企业增加投资的意愿。世界范围内没有实体经济投资，哪里来的经济增长周期，那么，再冠冕堂皇的债市理由也将无法抵挡对债市存在的必要性的质疑了。2020 年代需要宏观发展思路的激变，但相信不至于非要矛盾激化到“否认债市存在性”的那种地步，才开始认识与治理，那样的话，世界经济不仅会长期低迷，可能世界经济已经承受了难以预料的后果。

2020 年，如果将债市非理性虚假繁荣比喻成电子游戏里的虚拟金融“骠骑”，将遭遇世界实体经济表现的骠骑，这可能就是 2020 年痛击债市进程的第一小步；2021 年，当世界范围内通胀随后整体走高进入上升周期的话，很可能会是 2020 年代开端应有的猛击债市的第二大步。

对于中国债市，在宏观经济下行周期未完、官方实际负基准利率、通胀走高、财政支出扶持经济的压力增大综合背景下，类似于 2019 年初政府加大国企和金融领域对缓解财政压力的贡献的道理，要想平衡经济，有必要考虑并加快实施加大债市征税。短期缓解财政压力，长期而言使得收益率及其结构与经济增长潜力相一致，并减轻央行压力使得货币政策工具向有效性进一步正常回归。

就主流投资者的风险意愿金融市场而言，2019 年表现平淡的“逶迤特征”和“两段式”基本符合预期，但是波动幅度各有不同以及节奏有所出入，主要是个别短期夸大的因素如贸易摩擦影响被市场提前使用，但最终又回到了需用大量时间来消耗的相一致状态上。对于中国大宗商品及其期

货市场，我们担心的“三年供给侧改革结束后产业缺乏自律”现象，有所发生，体现在不少产业企业盲目扩产而不是按订单需求生产进而降价销售行为扩大，造成产品跌价并因过剩而综合性压低了工业产值增速，所幸的是2019年尚未造成严重跌价与过剩后果，尽管产业产品价格周期已经大幅下滑使得微观经济环境有所转坏，但因为人民币下跌，又起到了抑制盲目造成过剩的有利作用一面。

2020年，大宗商品价格将大幅上升，黄金价格也会在合理调整期后恢复上涨。这将对于提振PPI和改善微观经济环境、改善企业收入以及缓解财政收入压力方面予以贡献。对于中国以及全球的大宗商品价格，因为其周期性特点决定的历史规律，波动率2018-2019年大幅下降之后，2020年将波动率大幅提升，虽然既可以通过价格扩大下跌也可以通过价格大幅上涨来实现波动率放大，但是我们认为2020年会因为价格上涨来推高波动率；就中国大宗商品期货市场价格而言，诸多产业的产品价格周期已经率先降到了接近2008年、2015年的低位，产业产品价格周期只可能上行，而期货市场在2019年以阴跌方式消化后的确存在要么补跌、要么扩大已经形成的价格抵抗下跌的潜在背离而转为大幅上涨，在这两种可能性选择中，要依据基本面包括宏观环境如基建项目需求、世界经济是否企稳或转好、产业供应量等多方面的考虑，因此，如果说大宗商品期货价格在2020年需要基本面评估变化并考虑一些或有不可预料因素影响应该更温和地说“大宗商品期货价格至少会出现一定程度的上涨阶段”，那么，在具体节奏上，分阶段尤其是年中的综合评估将具体促成期货市场实际运行。如果说2020年打乱大宗商品价格上涨或者出现变数的主要根源，将是工业品产业中的生产量变化，工业品现货期货价格有待于2019年中扩产之后的产业自律与选择，在工业品中，又主要集中在少数几个产业上的可变与压力。对于这些部分产业，如同我们在2019年下半年几次指出的那样——面临2014年初的相同情形，是否再现2014-2015年、尤其是当扩产推动现货期货价格下跌后的2015年钢铁行业大幅减产也无力回天止住价格滚动连锁下跌的那一幕，完全取决于部分的产业自律和合理经济行为，否则，即便2020年作为“十三五最后一年”会扩大需求端，如今中国经济规模如此之大，不可能大水漫灌，假如盲目扩产超出需求，也难以阻挡价格下跌。

2020年中国股市也将存在并至少呈现阶段性上涨。一方面，尽管中国宏观经济压力巨大，但是股市对微观经济信心未必一致以及对基建投资等个别领域的重点反应，还有来自于如果商品期货涨价的企业支撑和对世界经济悲观预期的改善等等，在经历了2019年数月横盘的长时间准备后，市场人心思涨的内生动力具有上推作用，并可能还会受如上所述的一些因素影响市场；但另一方面，在官方实际基准利率为负的背景下，中国股市长期历史显示还不具有持续上升周期的潜力，要想2020年出现股市大涨，就必然会改写历史，也就需要改写历史的条件，所以，我们对于股市能否持续大幅上涨，因为不确定性而相对谨慎。此外，依据我们对股市、经济、金融长期历史下的研究指标，目前（仅限于2020年）还难以具备商品股市同时大涨的条件，如果出现，也将是改写历史。

同理，在基本可以得出 2020 年商品、股市至少有一个应该并极为现实地大幅上涨的前提下，假如实际上 2020 年商品期货市场表现平淡，反而可能股市这种还不确定的大幅上涨就成为可能（仅限于 2020 年）。可以借鉴的 2017 年商品价格领先上涨后股市得益于企业收入翘尾和“一带一路”收入的股市延长性的上涨（尤其是当时沪深 300 指数），在 2020 年还不具备条件。考虑历史规律以及其它诸多因素综合，尽管市场总是事后被看得简单，但实际都是渐变进程，因此，假如 2020 年商品成功上涨，必然滞后作用于微观经济效益，然后股市再大幅上涨是最为理性的推断。但是，加上例如具有负面效应的“年年春季情结”打乱节奏、各种经济金融及市场心理因素等对股市的复杂影响，所以，我们无法预计股指 2020 年的结构性变化及节奏，也需要动态评估及相应的改变。此外，我们也考虑一个不确定还无法给出结论所以谨慎的原因在于：因为财税红利原因，2019 年实际上股指已经享受了这一红利，其中，企业收入和利润均有放慢但并没有下滑过多，也是减税降费的红利体现，但是，当 2020-2021 年随着时间推移，其基数将回归正常之后，是否在数据上还能体现支撑、即便商品涨价是否可以抵消企业收入利润增速一般会在减税降费基数效应消除后的可能下滑，尚需要等待未来的实际数据观察。

2019 年股市成交量在年初一度迅速放大，但随后在较长时间里随价格震荡而交易量转为平淡，但就全年而言，依然是 2016 年以后近四年的最高成交量，表明投资者投资意愿增强；2019 年商品期货市场持仓量创写新的历史，一度接近 4000 万手大关，无论年度总持仓还是净增仓峰值均创下新的历史，除了新增部分上市品种带来的增量之外，主要还是投资者的增加，即便在总体价格波动表现平淡、波动率创下多年新低的背景下，也使得全年保持较高持仓量并带入 2020 年。此外，商品期权市场的成交和总持仓量也表现平稳，股指期货市场尽管持仓增幅不大并且随价格短线行为导致频繁增减仓，但是总体也体现了持仓增加的投资意愿增强态势。股市及商品期货市场成交、持仓在 2019 年显示，在经济趋势性下滑、通胀经历多年低迷、实际利率为负的大背景下，投资者获利渠道与真实的投资意愿之间，存在巨大反差，因此，这将是 2020 年中国股市及商品期货市场有望进一步改善并吸引投资者的有利环境。如果我们以“钱流横溢满骠骑”来记录 2019 年中国金融投资市场历史，那么，相信未来中国股市、商品期货市场投资者的投资获利将必然与“物需浩荡经方济”所能够从基本面提供给金融市场的宏观环境情形相一致。

人民币汇率如前所述，人民币对全球综合汇率可能 2020 年开始加快下跌，相应地，要满足“一揽子均衡稳定”，使得“人民币兑美元单一汇率”将会适度上涨。这种“适度”将因为过去历史中“该跌时人民币兑美元跌得少、该涨时人民币涨的过多”的影响，具体路径难以预计。值得一提的是，由于社会及金融市场过重看待“人民币兑美元汇率”，当其升值如果过度时，实体经济领域会感到强烈的收紧作用。例如：货物出口企业当人民币兑美元上涨 1%，基本上就会大部分抵消掉政

府减税降费、央行降低实体企业融资成本的红利；中国股市乐于过度反应的“人民币兑美元升值促进外资买中国”，其实这种推论下的外资主要流进中国债市，人民币上涨对股市的红利也会被主要收紧企业的微观经济利益相抵消。

顺便一提的是美国股市，其作为指标的心理影响和对例如铜价这样的全球价格的好坏影响，始终存在。我们认为，如同 2016 年全球范围内大肆渲染的“英国脱欧”被我们看淡一样，即便假定美国股市存在风险并影响全球金融市场，其影响力也将在 2020-2021 年大为降低，如同我们去年底指出发展中地区经济对于西方发达经济减速的免疫力增强一样，不用说美国股指对其它方面的影响力会像“英国脱欧”因素几年来的实际影响一样下降，即便是受影响最为典型的铜价，也将显示短期影响抵挡不住世界经济增长强弱才是第一要素的长期作用。

## 六、政 治

吵吵嚷嚷、动荡频发、难民人数创历史新高，在如此情形中度过 2019 年。

虽然我们不认为是世界发展的和平环境就彻底倒退的一年，但是从短期现实角度而言，2019 年的确对于寄望和平、重点转向发展经济并提高人民生活水平的积极力量是极其失望的一年。

因为世界长期发展的不平衡及广大地区社会经济发展滞后，“三个世界”所代表的不同发展程度及环境依然存在，经历 2008 年西方金融危机后十多年的加剧不平衡以及近几年重新抬头的西方尤其是美国极端政治势力的破坏作用，实际上世界发展环境的“二元结构”初见端倪。在“三个世界”和“新二元结构”复杂交错叠加的过程中，已经使得促进和平与发展社会经济的难度增高，这在 2019 年这一年短期体现得特别明显。

凡事总有辩证，进入 2020 年代，我们并不会因为 2019 年短期的社会经济发展环境复杂化所增加的发展难度就转为悲观，相反，更多有利的积极动力将反而在相反力量的表演中促成，从而促成世界经济与社会在 2020 年代可能取得长期以来未能取得的突破性成就。

首先，正因为有正反力量的博弈，才提供了双向选择的可能性，才可能打破历史旧有格局，才可能突破长期以来制约世界发展不平衡瓶颈的可能，才使得 2020 年代真正成为“世界百年未有的大变局”，既然是变局，最终朝向积极发展方向的可能性就会升高；

其次，在西方尤其是美国极端政治势力介入下，给隐藏在全球社会中的各种复杂社会极端势力变相壮胆，因此，2019 年这些势力浮出水面并走到前台，这本身是利有弊，有利一面至少在于可以看清到底有多少影响发展的负面力量，可谓 2019 年成为一种指标，并且“反面的骠骑”也使得发现各种问题并进而在全球各地寻找解决之道提供了方向。无论是 2019 年增加在欧洲、北非、

加勒比的恐怖袭击，还是出现在香港、拉美、中亚及俄罗斯的一些社会动荡，都是一种暴露，尽管在 2019 年实际影响了例如香港经济大幅下滑，但是毕竟只是世界发展经济版图中的一小部分，而且动荡之后将更加促进更多地区积极发展经济。因此，我们相信，2019 年不管什么原因造成的问题提早暴露，都难以阻挡 2020 年代世界经济与社会发展的脚步，不仅不是世界加剧动荡而影响发展的开始，反而是 2020 年代加快经济社会发展并可能收到意想不到效果的开端；

最后，待到山花烂漫时，谁在丛中笑？尽管 2019 年不幸如同我们去年所担心的那样：美国被孤立后会加紧帝国存在感下的表演并给世界积极发展意愿的人们增添现实难度；但是，却不能忽视美国也帮了世界的大忙——更多的大众看清事实后会积极面对现实将有利于促进世界和平并积极发展经济，全世界期望和平发展环境并改善民生的政治、社会力量及大众将更加团结，并努力寻找 2020 年代发展的新思路、新对策。进入 2020 年代，美国自身是否有能力应对世界发展大潮流的滚滚车轮并最终自讨没趣地反而倒戈加入，这种意想不到的结果我们不屑推测，但是，我们只坚定地认为：正因为有反面力量的存在，才使得正面力量更加越抱越紧，人类命运共同体才会更显其突出意义，正面力量终将更加强大地战胜负面力量。2019 年令人意外的一幕出现在冷战时代遗物的北约峰会上：从未提及过中国的北约，居然首次提出希望中国力量参与贡献世界和平环境的治理例如反恐等，这本身就是对未来世界发展具有重要启迪意义的提前写照。

在金融市场体系关注突发事件的现象中，2019 年原本是我们预计可以忽略的一方面，事实上金融市场随着本身的多年低迷而已经对这些事件的反应力度下降，但是，2019 年还是出现了未曾预料的一幕：因为极端势力袭击沙特油田，一度造成了石油价格大幅波动。最终价格回归该有的沉寂，也体现了金融市场暗中不欢迎这些过分夸大突发事件或者实际反应力度在下降的趋势。尽管无法排除未来不断变化和下结论说将来突发事件不会影响金融市场，但是，我们认为一般来说金融市场还会维持并不欢迎夸大突发事件影响的近年来的新趋势。

在 2019 年，与大宗商品相关的世界社会经济发展动态以及一些国际政治经济事件均将大宗商品作为为了媒介，这样的相关可能预示着未来还会出现更多的与大宗商品相关的进展，以及逐步显示出 2020 年代大宗商品相关的实物经济发展的重要性。一方面，中国“一带一路”战略不仅促进了多地水电水利项目的加快，而且 2019 年分散在几大洲的有中国企业工程参与、投资合作、技术支持的煤动力热电站竣工或者已经投入使用，大大改善了当地民众生活缺电的情形，受到欢迎和赞誉。同时，中国高压电网技术加快输出以及直接合作的项目也在增多，未来还会进一步改善发展中地区巨大缺口的工业用电需求，促进工业化的加快。这些进展显示了大宗商品需求的增加以及对世界经济的总体贡献；另一方面，当美军宣告叙利亚战场结束后却未从油田撤出，对于在世界石油储量中占比轻微的叙利亚发生的“油田争端”，以及美国制裁德国-俄罗斯之间新的天然气输气管道建设，

都反映了当金融危机后十年来美国页岩气逆转油气供求局势之后的新变化，2020 年代的新“商品政治”可谓翻开了新的历史，其未来如何复杂演变和影响，也值得我们警惕。

## 七、收 支

2019 年虽然全球各国官方总储备变化不算剧烈，但是其意义令我们感到意外：如果说 2017 年全球官方总储备得益于世界经济增速为近几年最高而使得储备增加出现了多年未有的一个小高峰 7890 亿美元，但是，2019 年在世界经济增速下滑背景下出现总储备增加约 3800 亿美元，可谓官方以储备方式对世界经济收缩了 3800 亿美元，这一幅度基本上与世界 GDP 增量减少的幅度相当，突显官方储备对世界经济的负面收缩作用，以及印证了我们过去几年连续呼吁的各国政府应当将储备转化为刺激低迷的世界经济的手段的重要性。不过，如果扣除 2019 年黄金储备由于价格升值的部分以及多个国家削减美元转增黄金，各国官方外汇储备大约只有 3000 亿美元增加，可以提供用于补贴美国债市的官方增量资金也在 1800 亿美元左右，与历史相比，这一规模不算大，而从美联储关于外国央行购买美国国债的资金下降来看，也基本上与这一趋势相吻合；如果只看发展中地区，2019 年预计总储备增加约 2700 亿美元，考虑发展中地区 2019 年经济增速与上年基本持平，储备增加幅度基本合理。这种平衡关系从另一个侧面也显示 2020 年发展中地区经济增长潜力并不会差。

在吸收外国直接投资方面，2019 年世界总体呈现放慢，其中大部分发展中地区持平或放慢，但是金砖国家吸收外国直接投资明显增加，成为 2019 年突出的亮点。在其它地区中，西亚北非及非洲东部吸引外资实体投资表现较好，非洲西部出现大幅下滑，其余地区相对疲软或有所下滑。

货物跨境贸易 2019 年大幅放缓。以美元计价的名义金额数据看，世界货物出口前三个季度同比增长约 0.05%，低于 2018 年全年的增速 9.56%，发展中地区货物出口前三个季度同比增长约 0.03%，低于 2018 年全年的增速 11.87%；世界及发展中国家的货物进口 2019 年前三个季度均为同比增长 0.03%，分别低于 2018 年全年的增速 11.96%和 12.77%。2019 年前三个季度世界货物进出口逆差为 8.458 万亿美元，比 2018 年同期收窄 1.18 万亿美元，反映了 2019 年前三个季度工业和投资的实物需求、终端消费实物需求放慢以及产品价格下跌，从货物赤字收窄看，也体现了 2019 年前三个季度世界经济增长扩张的力度在减弱；发展中地区（含有几个高收入的新兴经济体的数据重复统计）2019 年前三个季度货物进出口逆差为 10.16 万亿美元，比 2018 年同期收窄 1.27 万亿美元；高收入经济体 2019 年前三个季度货物进出口逆差为 8.28 万亿美元，比 2018 年同期收窄 1.05 万亿美元。即便剔除部分重复统计，由于发达国家经济总量是发展中地区的一倍以上，显然发达国家 2019 年前三个季度实物经济扩张力度减弱要大于发展中地区，加之发达国家 2019 年出现的服务

业转弱，2020 年发展中地区经济增长将主要影响世界经济增长情形以及实物需求的增量。

与世界经济增长 2019 年减速、跨境贸易大幅放慢（其中含有部分美元升值因素对金额影响）、货物赤字显示经济活动收缩等方面相一致，我们跟踪约 160 个经济体的不完全数据显示，经常账户出现了意外改善，在其反映经济活动放慢的同时，有利有弊且形成原因复杂。其一，除去中日韩三个大经济体后的东部亚洲，是唯一经常账户收入明显下降的地区。其中主要受到了贸易摩擦及出口产品跌价的影响，但也有菲律宾老挝因为工业和投资需求强劲而增加了进口的原因；其二，西亚北非及部分非洲国家得益于高通胀的明显下降，以及部分产品增加了对外出口，使得经常账户改善，同时显现其消费内需疲弱；其三，比较费解的南亚地区尽管消费强劲但还是经常账户改善，其收入增加也可能来自于工业品出口相对较强、旅游或其它收入，同时也可能因为为了平衡经常账户而主动减少进口并放任通胀走高，南亚是 2019 年为数不多的通胀上行地区；其四，中亚及蒙古因为工业化、基建投资和消费均表现突出，总需求强劲从而支出增加，也出现了经常账户收入的良性下滑。

综合经常账户、消费看，2020 年除了工业、消费及经常账户均极其疲弱并会影响经济表现继续承压的拉美加勒比之外，其余发展中地区终端消费潜力均不会弱，加之 2019 年世界无论发达国家还是发展中国家的失业率均持续下降，发展中国家的失业率下降在 2019 年特别明显，就业的继续改善可能进一步扩张终端消费，2020 年发展中地区经济增长和通胀表现均可能超出预期地增强。

## ❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



### 倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-666-1333
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com