

## 中国：经济在防守中“复苏”

——2020 年宏观经济半年度更新（二）

### 摘要：

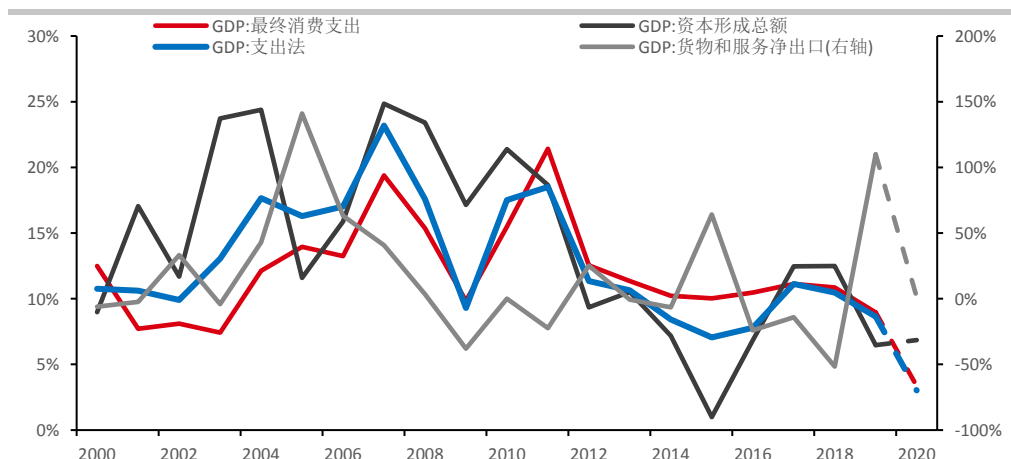
预计 2020 年中国经济增速将在 3% 到 4% 之间，即 GDP 增量在 102.49 万亿元至 103.48 万亿元之间。2020 年消费和投资仍对经济增长构成主要支撑，预计同比增长 3% 和 6.9%；出口项受到外部环境局势不明及全球疫情尚未结束影响，预计维持去年增长量，同比为 0%。

**消费：后疫情时代，消费仍受抑制。**疫情期间国家政策对企业信贷支持较多，对个人家庭现金补贴较少，使得消费增长恢复较慢。经济停摆对居民消费影响巨大，第一季度在 GDP 同比为 -6.8% 的情形下，消费对经济的负向拉动达到 64.1%，我们预计今年最终消费支出同比增量将难超去年。

**出口：逆全球化环境，出口较为艰难。**在全球主要经济体生产要素优势丧失的大背景下，结合疫情黑天鹅影响，各国经济增长乏力促使政府对内求增长（稳就业）、对外采取贸易保护主义，逆全球化趋势加速蔓延。同时国外疫情持续发酵，外需在全球防疫获得重大突破前将持续低迷。

**投资：在居民消费修复缓慢，外部环境高度不确定的大背景下，投资成为 2020 年拉动经济增长的主要动力。**投资将主要受到公共部门的拉动，大力发展基建稳经济，同时私人部门对于房地产行业的长期青睐将正向拉动房地产投资。

图 1： 预测 2020 年消费、投资、出口总额同比较上年略有下降，但持续为正，与 GDP 同比走势相同（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

出口冲击对国内流动性影响的推演

2020-03-17

疫情对美股不同行业回购的影响

2020-03-10

美取消发展中国家优惠待遇——近期中美贸易政策跟踪和评述

2020-02-21

## 2020 年隐含目标经济增长：3-4%

疫情影响宏观经济下行压力增大，2020 年政府计划首次将 GDP 具体增速目标转换为以保就业为首的“六稳六保”。虽然政府工作报告中并未对 2020 年 GDP 增长率设置具体目标，但是对财政赤字与就业率指标都有明确计划。因此，根据往年财政赤字、就业率与 GDP 的关联性，我们仍然可以推测出今年经济的目标增长率。

——引

### ➤ 赤字率推算经济增速：3.6%

**2020 年名义 GDP 增速预计 5.4%。**政府工作报告表示，今年财政赤字规模将比去年增加 1 万亿元，即 3.76 万亿元；同时财政赤字率拟按 3.6% 以上安排。因此运用  $\text{赤字规模} / \text{赤字率} = \text{名义 GDP}$  公式可以粗略预测出，2020 年名义 GDP 约在 104.4 万亿元左右，再结合 2019 年名义 GDP 总额为 99.09 万亿元，我们大致得到了 2020 年名义 GDP 增速为 5.4%。

**2020 年 GDP 平减指数预计 1.5%。**2019 年 GDP 平减指数增长率为 1.3%，由于平减指数是指没有剔除物价变动前的 GDP 增长与剔除了物价变动后的 GDP 增长之商，能够更加准确地反映一般物价水平走向，与 CPI 和 PPI 都存在一定相关性。根据目前 CPI 与 PPI 走势，我们预计 CPI 受食品价格影响导致的结构性通胀压力已经逐步缓解；PPI 虽持续跌势，但已经见底，CPI 与 PPI 的剪刀差将逐步缩小。因此 GDP 平减指数将在下半年小幅回落，全年将从一季度的 1.6% 回落至 1.5% 左右。

**2020 年实际 GDP 增速预计 3.6%。**我们使用 1.5% 的 GDP 平减指数数据得出 2020 年实际 GDP 增长率大约在 3.6% 左右 ( $5.4\% / 1.5 = 3.6\%$ )。

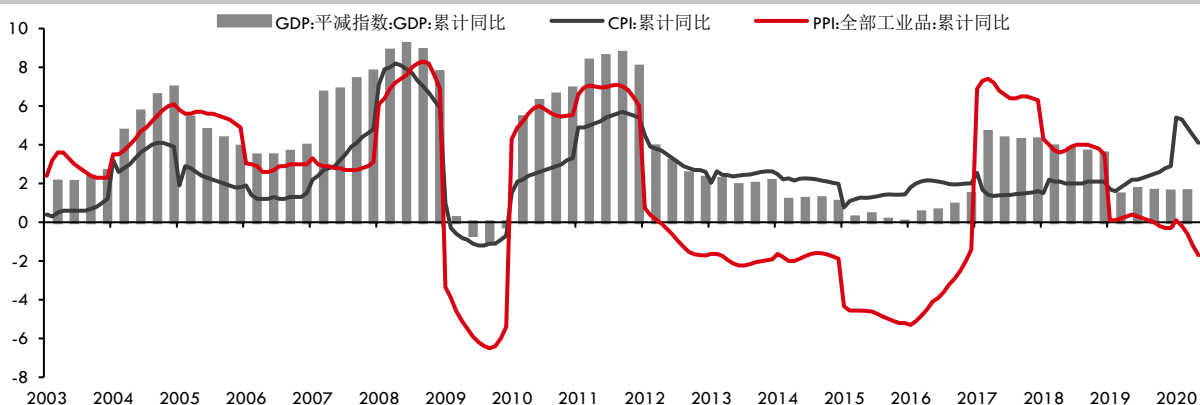
### ➤ 就业目标推算经济增速：3.2-3.6%

**2019 年单位 GDP 的就业拉动：220 万人。**我们根据政府报告中对于就业率的目标再次推算 2020 年隐含的经济增长目标。由于 2020 年的稳就业目标为城镇新增就业 900 万以上，城镇调查失业率 6% 左右，登记失业率 5.5%；根据 2019 年数据，新增实际就业 1352 万人，实际经济增速 6.1%，计算出 2019 年就业弹性为  $1352 / 6.1\% = 220$  万人，即 2019 年 GDP 每增长 1% 可以带动就业增加 220 万人。

**2020 年单位 GDP 的就业拉动：250-280 万人。**由于我国近年就业弹性系数呈现上涨趋势，叠加今年全力保就业的大政策方向下，预计 2020 年就业弹性系数将继续增大，可能达到 250 万到 280 万之间。以 250 万为例，2020 年经济增速将达到  $900 \text{ 万} / 250 \text{ 万} = 3.6\%$ ；以 280 万为例，2020 年经济增速将达到  $900 \text{ 万} / 280 \text{ 万} = 3.2\%$ 。

综上所述，我们认为 2020 年政府隐含 GDP 预期目标增长率将在 3%-4% 之间。由于国内疫情基本平稳，复工复产有序进行，宏观宽松政策持续“精准滴灌”帮助小微企业走出困境，我们认为中国经济已经开始缓慢复苏之路。但是，由于 2020 年第一季度受疫情影响 GDP 增长率仅为 -6.8%，若要达到全年 3% 的增长率，剩下三个季度经济平均增长率需达到 5.8%，若要达到全年 4% 的增长率，剩下四个季度经济平均增长率需达到 7%，难度较大。因此，本文将根据 GDP 支出法分别讨论传统三架马车，消费、投资、出口对 GDP 的拉动分析 2020 年达到预计目标 GDP 增长率的可能性。

图 2： 通胀压力减小，PPI 见底，GDP 平减指数预计下半年略有回落



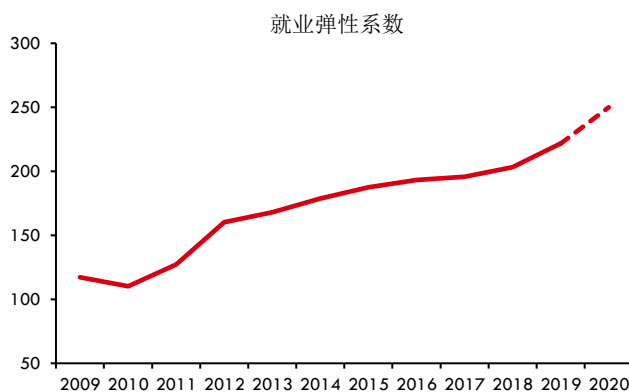
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 3： 历年中国实际 GDP 增速变化情况



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 4： 近年中国就业弹性系数呈现上涨趋势



数据来源：WIND 华泰期货研究院

· 投资：资本形成占 45%

在居民消费修复缓慢，外部环境高度不确定的大背景下，投资预计将成为 2020 年拉动经济增长的主要动力。2015 年以来，投资项对 GDP 的拉动率在 35%至 40%左右徘徊；资本形成总额逐年上升，2019 年达到 42.8 万亿元。而根据我们的预测，2020 年 GDP 增长率将在 3%-4%，即 GDP 增量在 102.49 万亿元至 103.48 万亿元之间。为了更好地预测 2020 年投资对经济的拉动和占比，我们观察资本形成总额的分项并进行逐一分析预测。

资本形成总额主要分为固定资本形成总额和存货增加两项：

固定资本形成总额是指常住单位在一定时期内获得的固定资产减处置的固定资产的价值总额；

存货增加是指常住单位在一定时期内存货实物量变动的市场价值，即期末价值减期初价值的差额，再扣除当期由于价格变动而产生的持有收益。

➤ 存货增加预计约 8000 亿元

存货增加项目近五年来基本平稳，在 8000 亿元上下，因此我们假设 2020 年存货价值总额仍为 8000 亿元，与往年基本持平。

➤ 固定资本形成总额预计约 45.0 万亿元

固定资本形成总额难以测算拆分，为方便预测，我们选择更易分析的固定资产投资总额进行替代。固定资产投资总额和资本形成总额概念相似，但统计口径略有差异。两者之间区别用公式表示：

$$\begin{aligned}
 \text{固定资产投资总额} &= \text{规模以下投资额} \\
 &+ \text{无形资产投资额} \\
 &- \text{购买以前年度产品额} \\
 &- \text{土地交易金额} \\
 &= \text{资本形成总额}
 \end{aligned}$$

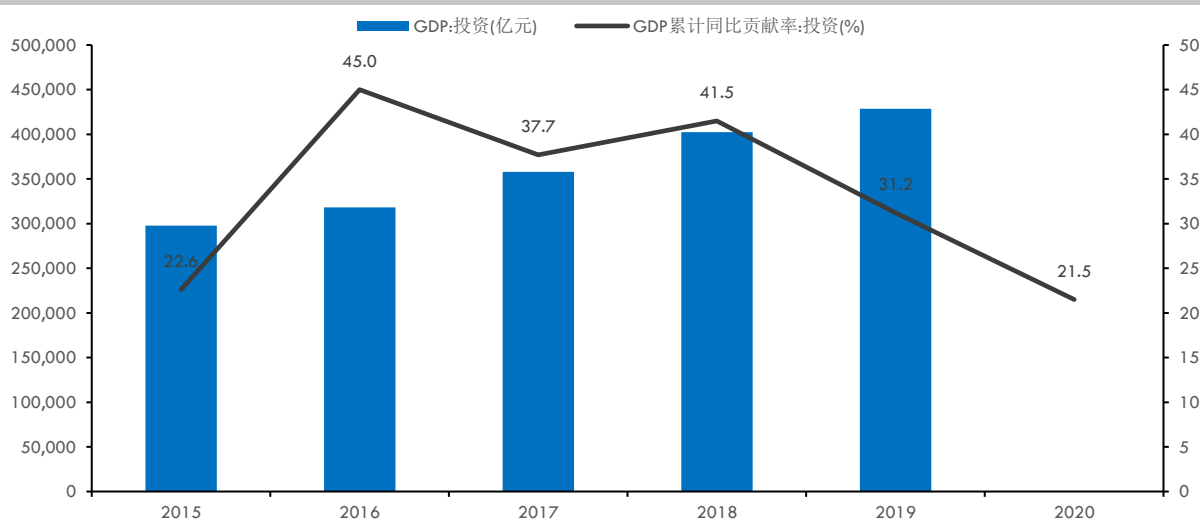
由历史数据可以得到，2015 年前两者同比增速方向一致，固定资产投资完成额同比略高于固定资本形成总额；而 2015 年之后，固定资产投资完成同比开始持续回落。具体来看：

土地交易金额增加使得 2015 年之前两者背离扩大。随着城镇化的快速推进带来城市住房货币化，2002 至 2015 年间房地产行业逐渐崛起，成为拉动中国经济的“支出行业”。而土地交易金额也受到房地产行业热潮推动逐年走高，使得两者出现背离。全社会固定资产投资总额逐渐大于资本形成总额，而且两者之间的差距越来越大。

经济结构转型（房住不炒+科技创新）驱动 2015 年之后两者背离缩窄。2015 年后，一方面受到政策影响房地产行业增速放缓，土地购置费开始出现下降；因此两者差距逐渐缩小。另一方面，在 2017 年 7 月 12 日国务院关于中国国民经济核算体系（2016）的批复，新的核算体系调整了研究与开发支出的处理方法，将能为所有者带来经济利益的研究与开发支出不再作为中间投入，而是作为固定资本形成计入国内生产总值。因此 2017 年后无形资产投资额项目开始增大，两者差距加剧缩减。

2020 年两者差额预计在 20 万亿元。到 2019 年，固定资产投资完成额（55.1 万亿元）与固定资本形成总额（42.2 万亿元）差额缩小至 12.9 万亿元，远低于 2018 年。我们认为，2020 年虽然维持“房住不炒”的政策基调，但逆周期调节带来的宽松政策刺激，叠加居民实际利率处在低位、银行理财出现亏损驱动的投资需求将会小幅刺激房地产行业投资，同时我们预计在美国对中国科技战的推动下，研究与开发支出将维持稳定上涨比例。因此，谨慎估计差额将受到房地产行业小幅回升的影响较 2019 年略有扩大至 20 万亿元左右。

图 5： 近 5 年来投资对 GDP 的拉动和贡献率（万亿元，%）



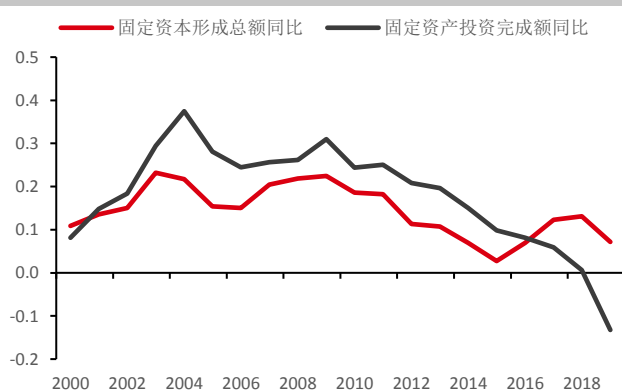
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 6: 固定资本形成总额为拉动 GDP 中投资分项增长的主要项目 (亿元)



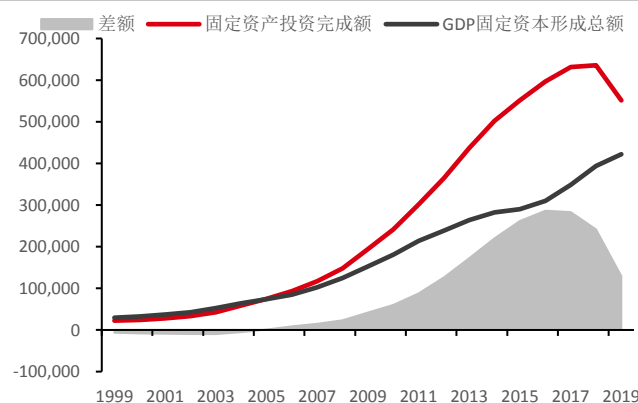
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 近几年资本形成总额与固定资产投资完成额增速出现背离 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 8: 固定资产投资完成额近两年出现回落 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 9: 18 至 19 年土地购置费增幅明显减缓 (亿元, %)



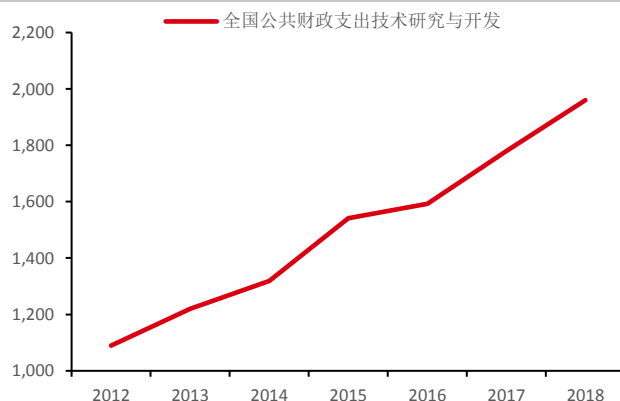
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 10: 2020 年成交土地溢价率小幅回升 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 11: 研究与开发支出增速平稳 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

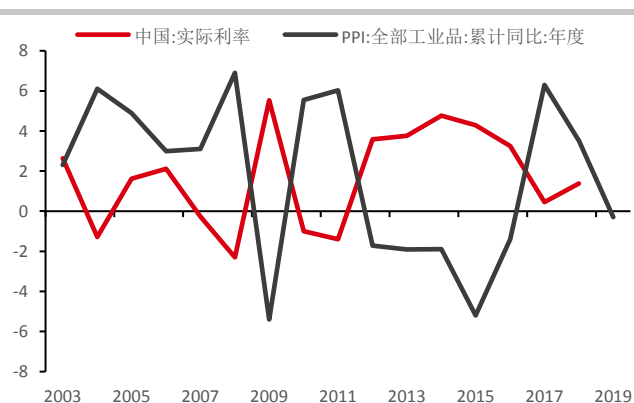
#### ➤ 私人部门-制造业, 房地产投资

**乐观预期制造业投资下半年开始回暖。**实际利率指标与 PPI 同比呈现强负相关性, 系数约达-0.9。由于当前 PPI 同比位于低点, 而企业实际利率处于相对高位, 不利于刺激制造业投资发展。短期来看 PPI 环比降幅有所收窄, 同时工业生产和下游需求出现改善; 国际油价触底回升和国内工业生产修复, 我们认为 PPI 底部可能初现。**观察中国金融条件指数可以发现当前金融条件逐渐宽松, 若 PPI 已经见底, 预计将带动制造业投资将出现复苏; 若 PPI 将在底部反复, 则制造业投资复苏可能延缓。**总体而言, 下半年制造业投资将开始回暖但 2020 年全年同比增长不及往年。

**房地产行业投资恢复较快。**截止 2020 年 5 月, 房地产投资同比基本由负转正, 较第二产业与第三产业投资同比回暖较快。观察购置土地面积与土地成交价格变化可以发现, 作为房地产投资的领先指标, 截止 4 月土地成交市场已经基本回归疫情前水平, 且同比增速略高于 2019 年部分月份。由于 2015 年至 2019 年房地产投资同比增速稳定, 属于缓慢上涨趋势, 我们认为房地产行业韧性较强, 但受政策“住房不炒”限制, 预计不会出现大幅上涨趋势。



图 12: 实际利率与 PPI 呈现强负相关性 (年度, %)



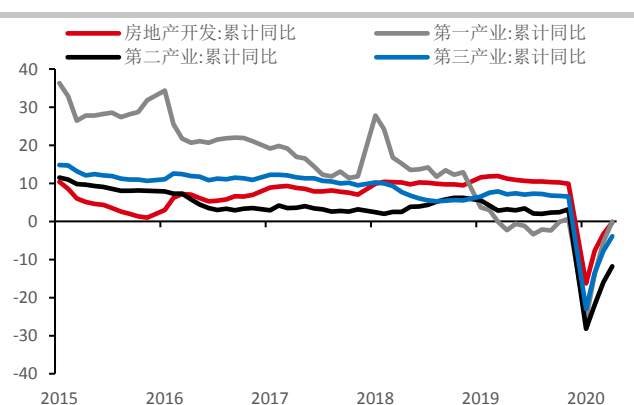
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 13: PPI 与金融条件指数均处在低位 (月度, %)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 14: 房地产投资逐渐回暖 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 15: 购置土地面积基本回归疫情前状态 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4339](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4339)

