恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

2020年中国经济能否划出“经济L型”的一横？
——全面解读12月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/1/17

首席经济学家： 任泽平

首席宏观研究员： 罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

研究员： 孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

研究员： 华炎雪

huayanxue@evergrande.com

事件：

2019年GDP同比增长6.1%，预期6.1%，2018年增速为6.6%。分季度看，第一、二、三、四季度分别增长6.4%、6.2%、6.0%、6.0%。

2019年固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，预期5.2%，1-11月增速为5.2%，2018年增速为5.9%。

2019年房地产开发投资同比增长9.9%，1-11月增速为10.2%，2018年增速为9.5%。

2019年12月规模以上工业增加值同比增6.9%，预期5.7%，前值6.2%。

2019年12月社会消费品零售总额同比增长8%，预期7.8%，前值8%。

12月社会融资规模增量为21000亿元，预期16114亿元，前值17500亿元；M2同比增8.7%，预期8.4%，前值8.2%。

目录

一、 核心观点：经济短期企稳，“经济 L 型”和新周期有待八大改革二次入市 4
二、 2019 年 GDP 实际增速 6.1%，为 1991 年以来新低，人均 GDP 突破 1 万美元 8
三、 固定资产投资增速回升，主要是制造业投资带动，房地产和基建投资增速下滑 10
四、 房地产销售转负，资金仍紧，投资缓降 11
五、 制造业投资反弹，高技术投资相对较快 12
六、 基建增速略下滑，主要受水利投资拖累，2020 年初将集中发力 13
七、 消费平稳，未来受居民杠杆率高、收入下行、房市财富效应弱的抑制 14
八、 中美贸易摩擦暂缓、海外经济短暂回暖，进出口回升 16
九、 生产继续上升，主要受出口短期上升、汽车补库及政策利好高技术制造业影响 17
十、 金融数据短暂回升，但全年信贷结构依然不佳，信用分层问题严重 19
十一、 猪肉价格继续推高 CPI，PPI 同比降幅收窄但仍负增长 20
十二、 中美贸易摩擦暂缓、前期政策发力和部分行业补库存推动 PMI 短暂回暖 22

图表目录

图表 1： 2019 年 4 季度 GDP 实际增速 6.0% 9
图表 2： 2019 消费累计拉动 GDP 3.5 个百分点 9
图表 3： 12 月房地产和基建投资下滑，制造业投资略反弹 11
图表 4： 房地产投资下行，销售延续降温 12
图表 5： 土地购置面积仍为负增长 12
图表 6： 制造业投资持续低迷 13
图表 7： 高技术制造业保持高增长 13
图表 8： 12 月基建投资增速略下滑 14
图表 9： 12 月社会消费品零售总额增速平稳 15
图表 10： 我国居民杠杆率持续攀升，挤压消费 15
图表 11： 12 月进出口回暖（%） ..... 错误!未定义书签。
图表 12： 12 月美、欧、日 PMI 仍低于枯荣线 ..... 错误!未定义书签。
图表 13： 11 月欧、日等经济体 PMI 略有回升，但仍低于枯荣线 ..... 错误!未定义书签。
图表 14： 12 月工业增加值增速继续上升 18
图表 15： 2019 年 12 月新增社融结构 ..... 错误!未定义书签。
图表 16： 2019 年 12 月金融机构新增信贷结构 ..... 错误!未定义书签。
图表 18： 食品和非食品 CPI 同比严重背离 ..... 错误!未定义书签。
图表 19： 核心 CPI 同比持续下滑 ..... 错误!未定义书签。
图表 20： 12 月 PMI 指数分项一览 ..... 错误!未定义书签。
图表 21： 12 月制造业 PMI 较上月持平 ..... 错误!未定义书签。

一、 核心观点：经济短期企稳， 2020 年能否划出“经济 L 型”的一横？

（一）中美贸易摩擦暂缓、财政货币政策发力、补库存带动经济短期弱企稳，但中期形势严峻

2019 年交卷了，GDP 增速 6.1%，创 1991 年以来新低，但在中美贸易摩擦暂缓和财政货币政策放松支撑下，2019 年底以来经济短暂企稳，三驾马车中的出口和投资略升，消费企稳。

同时，人均 GDP 突破 1 万美元，在全球预计排名第 72 位左右，离人均 12500 美元的高收入经济体门槛仅一步之遥，百年来中国从未离发达国家的梦想如此之近！

岁末年初，业界对 2020 年宏观经济分歧颇大，拿掉猪以后都是通缩、保 6、中国经济正在稳下来等观点引起较大讨论。

作者在 2010 年前后参与研究“增速换挡”，2014 年下海预测“新 5%比旧 8%好”，均得到了验证。2015 年预测“经济 L 型”、2017 年预测“新周期”，正在等待历史和市场的检验。

从经济自身运行的三大周期角度，中国经济正处在短期补库存周期、产能新周期底部和房地产调控周期尾声。

由于出口和投资需求恢复、PPI 降幅收敛等，企业在 2019 年底开始进行适度的库存回补。

作者在 2017 年初曾提出“我们正站在产能新周期的起点上”：经过 2010-2015 年市场自发去产能，叠加 2016 年以来供给侧改革和环保督查，中国产能周期触底，产能出清充分，行业集中度提升，行业格局剩者为王，产能利用率提升，企业资产负债表修复，制造业投资筑底。近年我们在钢铁、化工、煤炭、玻璃、造纸、养猪、银行、地产等行业均广泛地观察到了“剩者为王、强者更强”的产能出清新周期证据，也成为资本市场的主要逻辑之一。

在房地产长效机制实施、棚改退潮、融资偏紧、开发商以价换量等共同作用下，预计 2020 年房地产市场将呈销售平稳、区域分化的格局。区域分化将加大，房地产正逐步回归到人口和经济的基本面（房地产长期看人口中期看土地短期看金融）。一二线城市较为平稳，销售面积和销售金额均维持正增长；三四线城市销售面积和金额小幅负增长。2020 年房地产开发投资预计增长 7%左右，比 2019 年下降 3 个百分点。

从节奏上，我们维持“2019 年底-2020 年上半年经济阶段性企稳、2020 年再下台阶”的判断。

当前市场对经济形势判断边际上乐观起来，认为经济正企稳，PMI、PPI、社融等数据企稳回升。短期经济企稳，三大主因：一是中美达成第一阶段协议，降低了脱钩风险、部分稳定了预期；二是中央经济工作会议强调逆周期调节和“六稳”，财政货币政策齐发力，1 月全面降准，专项债发行加快；三是企业利润近期有所修复，库存处于低位，补库存动力增强。

我们认为经济只是短期弱企稳，企稳的基础并不牢固，如果没有深入的改革开放，中长期看形势仍严峻，可能重演 2019 年初“小阳春”之后的再度下行。

从外部看，中美贸易摩擦只是缓和而非结束，出口仍存不确定性；从内部看，房地产投资受融资收紧影响处在下行通道、基建年初发力制约后续回

升空间、居民部门高杠杆率和就业压力大制约消费回暖。同时，企业家信心、地方政府积极性和激励机制有待改善。

2020 年中国经济能否划出“经济 L 型”的一横？这是近十年经济持续下行的最后一跌吗？能否开启新周期新时代？

这都需要我们以第二次入世的勇气推动改革开放。

同时，我们正面临三大全新的挑战：中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性；渐行渐近的人口危机来临；必须调动地方政府和企业家的积极性。

毫无疑问，如果能够推动市场化、国际化导向的新一轮改革开放，未来最好的投资机会就在中国！

（二）具体看，当前宏观经济呈现十大特点和趋势：

1、2019 年中国经济增速创 1991 年以来新低，人均 GDP 突破 1 万美元，在全球排名第 85 位左右，属于中高等收入水平，与高收入经济体仅一步之遥。2019 年 GDP 实际增长 6.1%，较上年下滑 0.5 个百分点，整体上逐季下行，四个季度增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%、6.0%。

从结构看，一二三产业增速均下滑，其中信息传输、软件和信息技术服务业保持较快增长，同比增长 18.7%，但较 2018 年下滑 12 个百分点；消费对经济的贡献依然占主导。

2、固定资产投资增速较上月略回升，其中房地产投资继续放缓、基建投资略回落，制造业投资反弹但仍低位筑底。2019 年固定资产投资同比增长 5.4%，较 1-11 月回升 0.2 个百分点，较 2018 年全年下滑 0.5 个百分点；12 月当月增速 11.8%，较 11 月回升 6.6 个百分点。其中，民间固定资产投资同比 4.7%，较 1-11 月回升 0.2 个百分点，较 2018 年下滑 4.0 个百分点。

中美贸易摩擦暂缓利好出口和制造业投资，年初专项债集中发力基建将上升，一季度固定资产投资可能短期回暖。

但是，房地产投资仍处于下行通道、PPI 通缩压制企业利润、中美贸易摩擦仍有反复可能、年初财政发力透支后续空间，年中固定资产投资或重新回落。

3、12 月房地产销售增速转负，其中一线城市销售面积增速大幅下滑，主因前期房企大力促销透支需求。“房住不炒”基调下的“因城施策”可能使部分城市根据当地形势略放松限购、社保要求等，但融资形势决定了房地产销售仍将继续低迷。12 月当月房地产销售面积同比为-1.7%，较上月下滑 2.8 个百分点；从累计看，2019 年全年销售同比为-0.1%，较 1-11 月下滑 0.3 个百分点，较 2018 年下滑 1.4 个百分点。分城市看，一线城市销售回落，与前期房企大力促销透支部分购房需求有关，二线城市销售回升但仍保持负增长。

12 月房企到位资金增速回升，主要支撑仍是居民定金及预收款。2019 年全年房地产到位资金累计同比 7.6%，较 1-11 月提高 0.6 个百分点，较 2018 年提高 1.2 个百分点；12 月当月同比 13.8%，较上月回升 7.3 个百分点。其中，国内贷款累计同比 5.1%，较 1-11 月下滑 0.4 个百分点，反映房地产融资偏紧；12 月当月同比为 0.9%，较上月回升 18 个百分点。定金及预收款对房企资金的支撑地位突出，全年累计同比 10.7%，较 1-11 月上升 0.7 个百分点；12 月当月同比 17.2%，较上月回升 1.8 个百分点。定金及预收款占房地产到位资金的比例保持高位，12 月占比为 38.0%，较上月提高 3.4 个百分点。个

人按揭贷款累计同比 15.1%，较 1-11 月提高 1.2 个百分点；12 月当月同比 26.3%，较上月回升 14.1 个百分点。

2019 年中央经济工作会议重申“房住不炒”，政策总体仍偏紧。房企融资收紧、销售降温、土地购置负增长，房地产投资后续将继续回落，但支撑力量是竣工加快和旧改。2019 年房地产投资累计同比 9.9%，较 1-11 月下滑 0.3 个百分点，较 2018 年提高 0.4 个百分点；12 月当月同比 7.4%，较上月下滑 1.0 个百分点，体现政策偏紧下的投资缓慢回落。其中，新开工面积增速略下滑，主要是前期土地购置面积持续负增长传导至新开工。竣工累计增速继续回升主要反映 2016 年前后的大批期房销售临近交房，是近期施工和房地产投资的支撑。**2019 年土地购置面积负增长，成交溢价率呈下滑态势，土地市场降温。**2019 年土地购置面积同比-11.4%，较 1-11 月回升 2.8 个百分点，较 2018 年下滑 25.6 个百分点。据中指院数据，2019 年 300 城土地平均成交溢价率 13%，与 2018 年总体持平，但分季度看溢价率呈下滑态势，一二季度溢价率分别为 13%和 21%，三四季度分别为 10%和 9%。

4、当月基建增速下滑主要受水利投资拖累，水电热气继续高增长，道路运输持续回升。2019 年 1-12 月基建投资（含水电燃气）累计增速为 3.3%，较 1-11 月下滑 0.2 个百分点，较 2018 年提高 1.5 个百分点。**2020 年初专项债发行提速，一季度基建投资增速将反弹。**截至 2020 年 1 月 17 日，全国地方政府债发行规模预计达 6865 亿元，其中专项债 6499 亿元，一般债 367 亿元，已超过 2019 年 1 月规模。**但中央经济工作会议未提及大幅增加专项债、地方政府严控隐性债务，2020 年铁路投资目标仅持平 2019 年，年初基建发力将透支后续空间，全年基建增速前高后低。**

5、制造业投资反弹，高技术投资相对较快。2019 年制造业投资累计同比 3.1%，较 1-11 月回升 0.5 个百分点，较 2018 年下滑 6.4 个百分点；12 月当月同比 9.2%，较 11 月回升 7.6 个百分点。**分行业看，**1-12 月计算机行业投资累计同比 16.8%，较 1-11 月回升 3.2 个百分点，主要受益于政策红利和 5G 建设加速，利润持续修复。**本月制造业投资反弹主因中美贸易摩擦暂缓、出口环境好转、货币财政政策逐步见效，与企业中长期贷款占比回升一致。**

但是，全球经济下行、PPI 通缩压制企业利润、信用分层问题依然突出，制造业投资反弹空间有限。第一，全球经济下行，全球降息潮带来的利好效应将减退，出口改善幅度有限。第二，12 月 PPI 同比为-0.5%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点，但连续 6 个月负增长。第三，当前民企融资难、融资贵问题仍突出，民营企业融资规模增速、结构以及成本均不及国有企业。2019 年 4 月至今，民企国企信用利差超 200BP，持续位于历史高位。

6、12 月社零增速平稳，汽车消费由负转正。未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、房市财富效应弱的抑制。2019 年全年社会消费品零售总额同比 8%，较上年下滑 1 个百分点，实际增速 6%，较上年下滑 0.9 个百分点。12 月当月社会消费品零售总额名义增速 8%，与上月持平。**从消费品类看，汽车、石油及制品为主要拉动项，地产相关消费品为主要拖累项。**1）汽车消费同比 1.8%，较上月上升 3.6 个百分点，剔除汽车后的消费同比 8.9%，较上月下降 0.2 个百分点。2）受油价上调影响，石油及制品消费同比 4%，较上月上升 3.5 个百分点。3）受商品房销售增速下滑影响，家用电器和家具消费同比分别为 2.7%和 1.8%，分别较上月下滑 7 和 4.7 个百分点。

未来消费难起：1）就业形势严峻。12 月 PMI 从业人员指数 47.3%，位于十年来的较低水平；城镇调查失业率 5.2%。2）全国居民人均可支配收入逐季下行，2019 年全年实际增速 5.8%，较 2018 年下滑 0.7 个百分点。3）中国居民部门杠杆率持续上升，2019 年三季度已达 56.3%，挤压消费。4）股市房市财富效应减弱，抑制消费。

7、12 月出口同比由负转正，主要受益于中美贸易摩擦暂缓、全球经济短暂回暖和低基数效应。12 月中国出口金额同比增长 7.6%，较 11 月回升 8.9 个百分点；2019 年全年累计出口同比 0.5%，较 1-11 月累计同比上升 0.7 个百分点。1）中美贸易谈判进展改善外贸企业预期，11 月以来外贸企业对短期出口乐观程度提高；2）春节提前，企业集中在 12 月报关。3）基数较低。**12 月进口同比增幅扩大，中国自美进口连续 2 个月实现恢复性增长。**12 月中国进口金额同比增长 16.3%，较 11 月上升 15.5 个百分点；2019 年进口同比-2.8%，较 1-11 月累计同比上升 1.5 个百分点。

未来短期内进出口将因中美贸易摩擦缓和、企业预期改善而有所恢复，但中长期进出口仍受到全球经济下行和美国对中国遏制战略等负面因素制约。

8、社融口径再次调整，旧口径新增社融基本符合市场预期，新口径下社融并未大幅提高。从全年信贷结构看，短贷及票据占比提升幅度远高于企业中长期贷款，结构仍需继续改善，期待宽信用政策持续发力。旧口径下 12 月新增社融约 1.7 万亿，存量社融增速 10.8%，较 11 月上升 0.1 个百分点。从社融结构来看，表内贷款仍是主力，其中企业、居民中长期贷款均有所回升，反映前期货币政策逆周期调节加码等。从全年信贷结构看，短贷及票据占比提升幅度远高于企业中长期贷款，结构仍需继续改善，宽信用需持续发力。M2 同比增长 8.7%，较上月提升 0.5 个百分点，主要受到贷款需求短期改善和财政存款减少的推动。M1 同比增长 4.4%，较上月回升 0.9 个百分点，反映年末居民及企业交易性需求回升。

预计一季度社融短期延续企稳态势，但 2020 年年中经济下行压力仍大，信用分层状况未改善，全年社融或呈现前高后低走势，金融形势仍然严峻。

9、12 月 CPI 同比 4.5%，环比 0%，主要推动力仍是食品尤其是猪肉。食品方面，猪肉价格同比上涨 97.0%，影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点。随着生猪生产开始恢复、进口增加、政府储备投放力度加大，猪肉供需矛盾有所缓解。受冷空气及大范围降雪影响，鲜菜、鲜果生产和储运成本增加，价格分别上涨 10.6%和 0.6%。**非食品方面，**非食品 CPI 同比仅为 1.3%，核心 CPI 同比 1.4%。预计 2020 年 CPI 同比约 3.5%，前高后低。

2019 年 12 月 PPI 同比-0.5%，降幅较 11 月收窄 0.9 个百分点，主因油气涨价、前期财政货币政策的滞后效果显现、中美贸易摩擦暂缓。专项债提前加快发行、地方储备项目较多叠加暖冬天气，基建预期较好，基建类建筑业 PMI 大幅上升，带动黑色、有色金属冶炼业环比由降转涨，非金属矿物加工业环比仍较高。预计 2020 年 PPI 同比约 0.1%，由负增长缓步回升至 0 以上。

10、制造业 PMI 指数为 50.2%，连续两个月在 50%以上，主要是生产和新出口订单支撑。从分项看，采购量增加、原材料库存下降，主要是生产在加快；企业经营预期下滑，政策仍需发力稳增长；PMI 回升主要由中型企业贡献，大企业扩张速度放缓，但小企业 PMI 数据全面下滑；季节性因素推动建筑业景气度下滑，但主要是房地产建筑业拖累。

（三）政策建议：通过减税基建降息来稳增长，供给侧结构性改革应从做减法到做加法

当前宏观经济形势的主要矛盾是经济下行压力大，“拿掉猪以后都是通缩”，要把稳增长放在更加重要的位置。短期经济的主要矛盾是总需求不足，需加强逆周期调节，财政、货币、汇率等政策协同发力，财政优于货币，货币优于汇率。长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，以第二次入世的勇气推动改革开放。

我们建议 2020 年财政政策更积极，平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，赤字和专项债达到两个“3 万亿”，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需。在货币政策效果有限的情况下，财政政策应承担更大责任，且财政政策是结构性政策，可以解决货币政策难以解决的结构性问题。

第一，适度扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破 3%，赤字总额 3 万亿，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。

第二，增加专项债额度，从 2019 年的 2.15 万亿上调至 3 万亿。尽快修改地方债务终身追责，允许人口流入的都市圈和区域中心城市进行适度超前的基础设施投资。

第三，优化减税降费方式，从当前主要针对增值税的减税格局转为降低社保费率和企业所得税税率，提升企业获得感。

第四，增加国有企业利润上缴比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

第五，削减民生社保之外的开支，精简机构人员，优化支出结构，提高财政支出效率。

第六，改革财政体制，给地方放权，稳定增值税中央和地方五五分成，落实消费税逐步下划地方。

建议 2020 年货币政策进行正常的逆周期调节，不大水漫灌，通过小幅、高频、改革方式降息，引导实际利率下行。**疏通利率的传导机制，改善流动性分层，消除所有制歧视，纠偏房地产融资过紧，对刚需和改善型需求给予重点保障，从宽货币转向宽信用。**当前的物价形势是通缩而非通胀，拿掉猪价是通缩，尤其不能把当前经济形势界定为“滞胀”，当前并不具备全面通胀的基础。同时，不要把正常降准降息的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌。

经过 2016-2019 年的“去产能、去库存、去杠杆”之后，我们建议，从 2020 年开始供给侧结构性改革应该从过去的做减法到未来的做加法，以八大改革为突破口，开启高质量发展新时代：放开管制对内对外同时开放；减税降费放水养鱼；在人口流入地区适度超前基建补短板；推动以人地挂钩和金融稳定为核心的房地产长效机制建设；以注册制改革为抓手完善多层次资本市场配套制度；鼓励市场化并购重组激发资本市场活力；纾解股权质押风险，增强民营企业信心。

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_7657