

2020 年宏观经济展望和大类资产配置

宏观经济/股指

内容提要:

- ◆ 在全球新一轮货币宽松的刺激下, 2020 年世界经济有望迎来阶段性复苏, 中国经济增速将实现平稳着陆, 预计全年 GDP 增速维持在 6% 左右, 全面建成小康社会和“十三五”规划将圆满收官。
- ◆ 固定资产投资增速跌势放缓, 其中房地产投资仍有回落空间, 基建制造业投资有望企稳回升, 基建投资将保持强劲, 继续发挥经济托底的作用。
- ◆ 中美贸易磋商达成第一阶段协议, 但之前加征的关税尚未取消, 影响将进一步显现, 出口仍有下行压力, 稳外贸政策将继续实施。
- ◆ 消费增速降幅收窄, 扩内需政策效果逐渐显现。随着减税降费、汽车家电下乡等一系列政策的支持下, 消费增速有望企稳回升, 整体保持平稳增长的态势。
- ◆ 受非洲猪瘟和猪周期因素的影响, 猪肉价格历史性上涨, 推动 CPI 突破 3% 的目标上限。但全球经济下行压力加大, 国内外需求疲软, 大宗商品价格下跌, PPI 持续下滑, 工业通缩压力加大, 扩大内需是当务之急。
- ◆ 货币政策保持宽松倾向, 央行先后下调 MLF、逆回购和 LPR 利率, “结构性降息”的空间打开, 有利于降低企业融资成本, 提升股指的估值水平。
- ◆ 积极的财政政策将加力提效, 重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度。财政部提前下达明年部分新增地方专项债 1 万亿, 各地正在加快项目申报, 尽早实现对投资的有效拉动。
- ◆ 全球经济复苏和新一轮库存周期背景下, 债牛周期或已接近尾声, 债券不再是首选配置; 股指将迎来重要的投资机会, 重点关注一季度行情; 全球货币宽松和低利率环境下, 美元指数将趋于走弱, 黄金依然具备投资价值。

程 伟

宏观分析师

从业资格证: F3012252

投资咨询证: Z0012892

TEL: 0516-83831160

E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

宏观政策加强逆周期调节, 股指春季行情有望缓慢开启 (月报)

货币政策加强逆周期调节, 中期反弹思路不改 (周报)

政策面释放稳增长信号, 短期或面临方向性选择 (周报)

中美贸易磋商传递积极信号, 短期回调不改向上格局 (周报)

三季度盈利继续改善, 股指中期反弹有望延续 (月报)

基本面因素总体偏多, 股指有望展开修复性反弹 (月报)

第一部分 2020 年中国宏观经济展望

一、 中国 2019 年宏观经济回顾

2019 年国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓，中国经济下行压力加大，GDP 增速从一季度的 6.4% 降至三季度的 6.0%，前三季度 GDP 同比增长 6.2%，预计全年能够实现预期发展目标。从拉动经济增长的三驾马车来看，进出口增速降幅扩大，投资增速跌势放缓，消费增速企稳回升。

进出口增速降幅扩大，关税影响进一步显现。按美元计价，中国 9 月进口同比下降 8.5%（前值-5.6%），创今年 5 月以来最大降幅，连续 5 个月负增长。出口同比下降 3.2%（前值-1%），降幅创年内新高。9 月实现贸易顺差 396.5 亿美元（前值 384），结束连续两个月下降。整体来看，1-9 月份进口同比下降 5%，出口同比下降 0.1%，分别低于去年同期 25.2 和 12.3 个百分点。9 月进出口增速降幅扩大，主要受美国对华 3000 亿美元部分商品加征关税的影响，虽然中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国暂停对 2500 亿美元商品提高关税，但之前加征的关税影响将进一步显现，四季度出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。

投资增速跌势放缓。中国 1-9 月固定资产投资同比增长 5.4%（前值 5.5%），连续 3 个月下滑，但降幅逐渐收窄。其中房地产投资同比增长 10.5%，连续两个月持平，房屋新开工面积同比增长 8.6%（前值 8.9%），连续 5 个月下滑，土地购置面积同比下降 20.2%（前值-25.6%），连续 8 个月负增长。房屋施工面积增速维持高位，房屋竣工面积企稳回升，表明房地产销售回暖背景下，去年堆积的地产项目在今年加快施工，房企并没有进一步拿地的积极性。基建投资同比增长 4.5%（前值 4.2%），连续两个月回升，创去年 8 月以来新高，随着明年新增地方专项债额度的提前下达，以及新一轮基建项目的落地，基建投资将继续回升。制造业投资同比增长 2.5%（前值 2.6%），连续两个月回落，但随着企业盈利的持续改善，制造业投资有望企稳回升。综合以上分析，我们判断房地产投资增速将继续回落，基建和制造业投资有望显著回升，固定资产投资全年将呈现降中趋缓的走势。

消费增速企稳回升，扩内需政策效果逐步显现。中国 9 月社会消费品零售总额同比增长 7.8%（前值 7.5%），创 7 月以来新高，前三季度消费品零售总额同比增长 8.2%，高于年内低点 0.2 个百分点，其中汽车销量降幅收窄，家电销售增速明显回升。中汽协公布的数据显示，2019 年 9 月我国乘用车销量同比下降 6.3%（前值-7.7%），连续 15 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。9 月份家电和音响器材类销售同比增长 5.4%（前值 4.2%），连续两个月回升。随着我国经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019 年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。

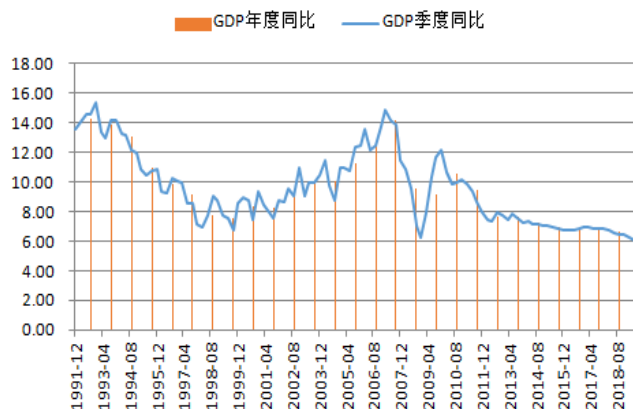
二、 2020 年中国经济增速有望平稳着陆

我国本轮经济下行周期始于 2017 年四季度，GDP 增速从 2018 年一季度的 6.8% 降至 2019 年三季度的 6.0%，除了周期性规律以外，中美贸易摩擦、金融去杠杆等因素放大了经济下行的斜率。从库存周期的角度来看，当前经济仍在主动去库存阶段，但已经接近尾声，预计 2020 年一季度将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性回暖。

（一）固定资产投资增速跌势放缓，稳投资效果逐渐显现

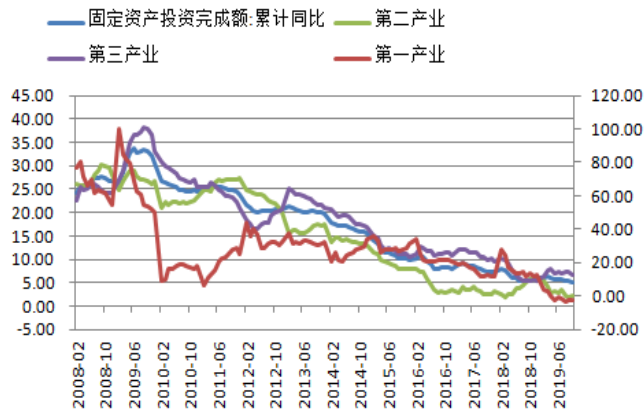
2019 年 1-10 月固定资产投资同比增长 5.2%（前值 5.4%），连续 4 个月下滑，创去年 8 月以来新低。其中房地产投资增速高位回落，制造业投资大幅下滑，是拖累固定资产投资下行的主要原因，基建投资增速弱于预期，未能有效对冲投资下行压力。展望 2020 年，随着减税降费、降准等逆周期调节政策的深入落实，企业盈利将持续改善，制造业投资有望止跌回升。明年新增地方专项债已在四季度提前下达，预计基建投资将继续回升，充分发挥经济托底的作用。“房住不炒”的政策深入人心，在不以房地产作为短期刺激经济的手段背景下，房地产投资仍将延续下滑态势。

图 1.经济增速迎来阶段性底部



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2.投资增速跌势放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

1.楼市调控政策短期内不会放松，房地产投资进入下行周期

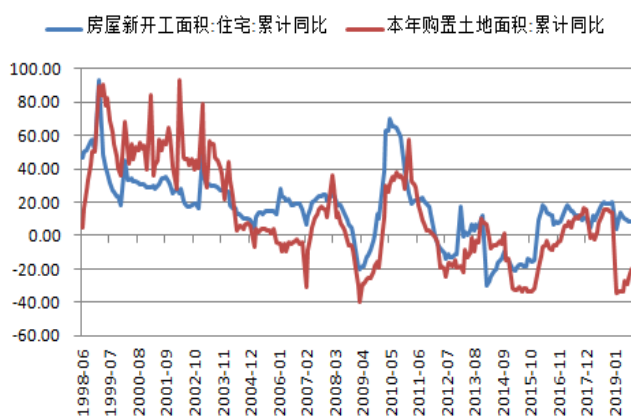
本轮房地产调控政策始于 2016 年 9 月，同年 12 月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的政策定位，随后全国各地陆续出台限购、限售、限贷等楼市调控政策。房地产投资增速自 2016 年初进入上行周期，并于 2019 年 4 月达到阶段性高点，之后呈现逐渐回落的态势。今年 7 月中央政治局会议首次提出，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着尽管经济下行压力加大，但不会走房地产刺激经济的老路，房地产政策短期内不会放松。

2019 年房地产投资表现依然强劲，房地产投资增速在 4 月份达到 11.9% 的高位，为 2014 年 12 月以来新高，之后开始回落。截止 1-10 月份，房地产投资同比增长 10.3%（前值 10.5%），连续 5 个月放缓，但仍高于去年同期 0.6 个百分点。从房地产开发来看，2019 年 1-10 月份，房屋新开工面积同比增长 10%（前值 8.6%），低于去年同期 6.3 个百分点。土地购置面积同比下降 16.3%（前值 -20.2%），连续 9 个月负增长。房屋施工面积同比增长 9%（前值 8.7%），创 2015 年 2 月以来新高，较去年同期加快 5.7 个百分点。房屋竣工面积同比下降 5.5%（前值 -8.6%），降幅连续 4 个月收窄，创 2018 年 2 月以来新低。从房地产销售来看，1-10 月商品房销售面积同比增长 0.1%（前值 -0.1%），今年 2 月以来首次转正，商品房销售额同比增长 7.3%（前值 7.1%），连续 4 个月回升，创 5 月以来新高。数据显示，房屋新开工面积和土地购置面积同比呈下降趋势，而房屋施工面积和竣工面积增速边际回升，表明房地产销售回暖背景下，前期堆积的地产项目在今年加快施工，是房地产投资超预期的主要原因。

从房地产投资的资金来源看，2018 年四季度以来，我国房地产开发贷款增速呈现快速回落的态势，截至 2019 年三季度末，房地产开发贷款余额 11.24 万亿元，同比增长 11.7%，连续 4 个季度下滑，低于去年同期 12.8 个百

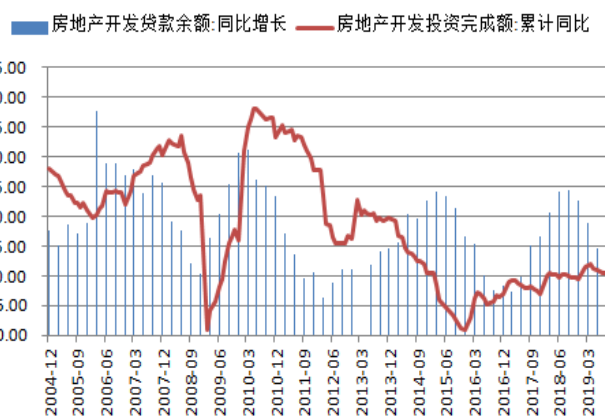
分点。今年 7 月中央政治局会议提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，2020 年房地产投资仍将延续下滑态势。

图 3.房屋新开工和土地购置面积同比下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4.房地产投资高位回落

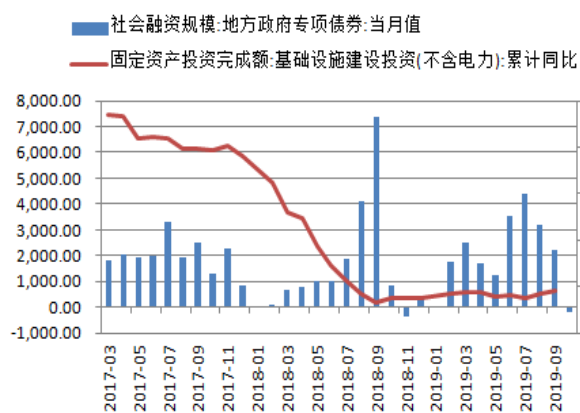


资料来源：WIND 新纪元期货研究

2.基建投资有望保持回升，继续发挥经济托底的作用

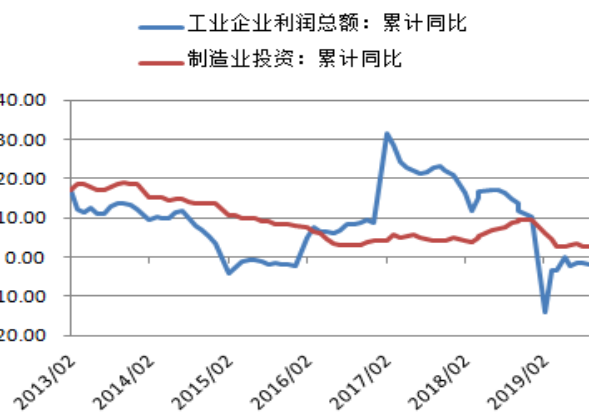
2019 年政府工作报告明确今年新增地方专项债 2.15 万亿，额度较 2018 年增加 8000 亿，截至今年 9 月底，新增地方专项债额度已发行完毕。今年下半年以来，随着地方专项债发行进度的加快，以及新一轮基础设施项目的落地，基建投资呈现企稳回升的态势。2019 年 1-10 月基建投资同比增长 4.2%（前值 4.5%），高于去年同期 0.5 个百分点。

图 5.基建投资企稳回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6.制造业投资再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究

为加快发行使用地方政府专项债券，9 月 4 日国务院常务会议决定，（1）根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目。（2）将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右。（3）加强项目管理，防止出现“半拉子”工程。按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地

区。

根据国务院部署，11月中旬财政部提前下达明年部分新增地方专项债额度1万亿元，预计全年规模将在2.15万亿的基础上进一步增加，充分发挥基础设施补短板的作用。随着新一轮基建项目的审批和落实，2020年基建投资将保持回升态势，继续发挥经济托底的作用。

3.企业盈利增速见底，制造业投资有望企稳回升

今年以来，工业品价格下跌，工业增速显著下降，规模以上工业企业利润增速转负，制造业投资同比从9.5%的高位开始回落。2019年1-10月制造业投资同比增长2.6%（前值2.5%），结束连续两个月下滑，低于去年同期6.5个百分点。

截止2019年10月，规模以上工业增加值同比增长4.7%（前值5.8%），低于去年同期1.2个百分点。前10个月规模以上工业增加值同比增长5.6%，连续三个月持平，较上年同期下降0.8个百分点。1-10月规模以上工业企业利润同比下降2.9%（前值-2.1%），连续9个月负增长，低于上年同期17.6个百分点，但降幅呈现逐渐收窄的态势。进入2020年，随着减税降费、降准等一系列支持实体经济发展的政策深入落实，企业盈利将进一步改善，工业企业利润增速有望转正。

截止2018年，我国制造业总产值为264820.4亿元，占GDP总量的比重为29.4%，为世界第一制造业大国，制造业在我国经济发展中占据非常重要的地位。近年来，随着我国产业结构的转型升级，高端和装备制造业发展明显加快，人工智能、高铁、工程机械等制造技术达到世界先进水平。国家发改委公布的数据显示，2019年1-10月高技术制造业投资增长14.5%，连续6个月回升，增速比1-9月加快1.9个百分点，高于全部制造业投资11.9个百分点。

（二）消费增速降幅收窄，扩内需政策效果显现

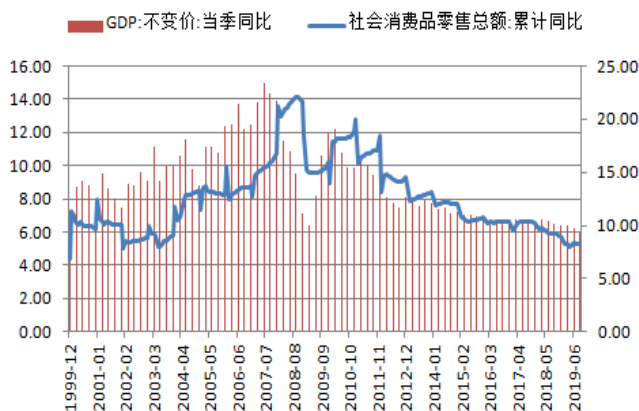
2018年以来，受汽车行业进入下行周期的影响，我国消费增速呈现逐渐放缓的态势。截止2019年10月，中国社会消费品零售总额同比增长7.2%（前值7.8%），低于去年同期1.4个百分点，前10个月社会消费品零售总额同比增长8.1%（前值8.2%），连续3个月下滑，较去年同期下降1.1个百分点。随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要驱动力，国家统计局公布的数据显示，前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率达到60.5%，比上半年提高0.4个百分点，且明显高于资本形成总额及货物和服务净出口对经济增长的贡献率。

消费增长很大程度上取决于居民可支配收入的增长，而居民收入的增长又与国民经济发展密切相关。2010年以来中国经济增速缓慢下行，社会消费零售增速也呈现相应的下降趋势，但消费增速仍高于实际GDP增速。图7中数据显示，我国GDP当季同比从2010年一季度的12.2%降至2019年三季度的6.0%，社会消费品零售总额累计同比从2011年1月份的19.9%降至2019年10月份的8.2%。

在增加居民收入方面，我国推行了个人所得税改革，除了提高个税起征点之外，还增加了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金和赡养老人等六项专项附加扣除。国家税务总局公布的数据显示，前三季度个人所得税改革新增减税4426亿元，累计人均减税1764元。个人所得税的减少，直接增加了居民收入，提

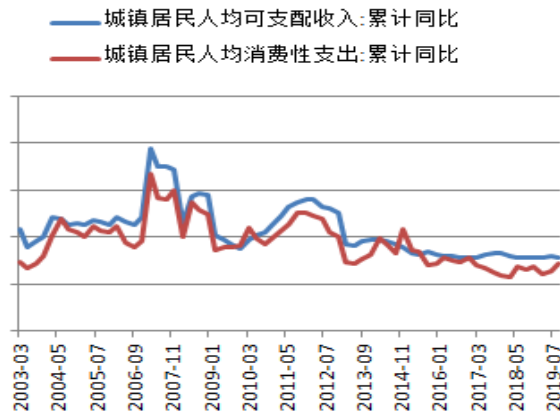
升了居民消费能力，前三季度反映居民消费活力的生活服务业销售收入同比增长 16.2%，互联网批发和零售销售收入同比增长 16.8%，分别高于三产销售增速 4.7 和 5.3 个百分点。

图 7.消费与经济增长高度正相关



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 8.城镇居民可支配收入与支出



资料来源: WIND 新纪元期货研究

2019 年 1-9 月份，我国城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%（前值 8%），与去年同期持平。人均消费性支出同比增长 7.2%（前值 6.4%），连续两个季度回升，高于去年同期 0.7 个百分点。今年以来，居民消费性支出有所加快，表明新个税法的实施给工薪阶层带来了实实在在的红利，提高了居民可支配收入，从而促进消费者支出增加。

在促进消费升级方面，国务院下发《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出 20 条支持消费的举措，包括逐步放宽或取消汽车限购、扩大成品油市场准入以及释放农村地区消费潜力等。国家发改委组织召开促进消费专题会议指出，要千方百计确保各项促消费政策落实落地，下一阶段更要通过不定时召开专题会、现场会和开展联合调研等形式，及时研究促进消费工作的具体思路和举措。中汽协公布的数据显示，2019 年 10 月我国乘用车销量同比下降 5.8%（前值-6.3%），连续 16 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。10 月份家电和音响器材类销售同比增长 0.7%（前值 5.4%），主要受假期以及季节性因素的影响，整体呈现降中趋稳的走势。

2019 年 1-10 月新增居民中长期贷款累计 44987 亿元，较去年同期增加 2957 亿元，新增居民短期贷款累计 16023 亿元，较去年同期减少 4384 亿元。受房地产融资收紧的影响，今年房地产企业加快推盘回收现金流，恒大、万科等大型房企带头打折促销，是住户部门中长期贷款增加的主要原因。为防止短期贷款进入房地产市场，今年消费贷监管趋严，导致居民短期贷款下降。长期来看，“房住不炒”的政策理念深入人心，投机性需求逐步得到遏制，房价逐渐回归平稳，有利于改善居民生活水平，从而拉动其他领域的消费增长。

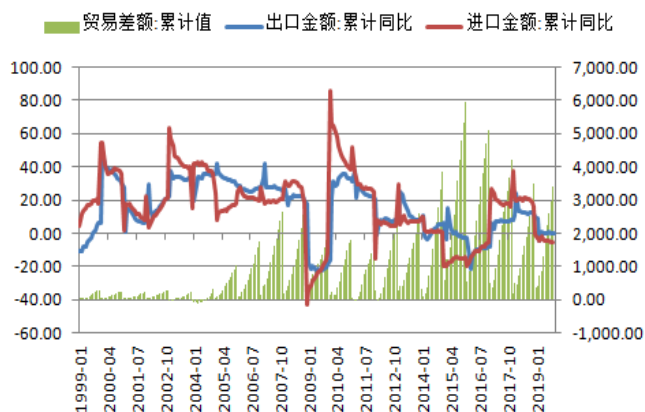
综上所述，进入 2020 年，随着减税降费、汽车家电下乡等促进消费的政策进一步落实，社会消费品零售总额将保持平稳增长，预计全年增速有望维持在 9% 左右。

（三）加征关税影响进一步显现，进出口仍有下行压力

2019 年以来，随着中美贸易摩擦的进一步升级，我国进出口增速呈现加速下滑态势。按美元计价，2019 年 10 月中国进口同比下降 6.4%（前值-8.5%），出口同比下降-0.9%（前值-3.2%），实现贸易顺差 428.1 亿美元（前值 369.5）。从全年来看，中国 1-10 月进口同比下降 5.1%，出口同比下降 0.2%，分别低于去年同期 25.3 和 12.6

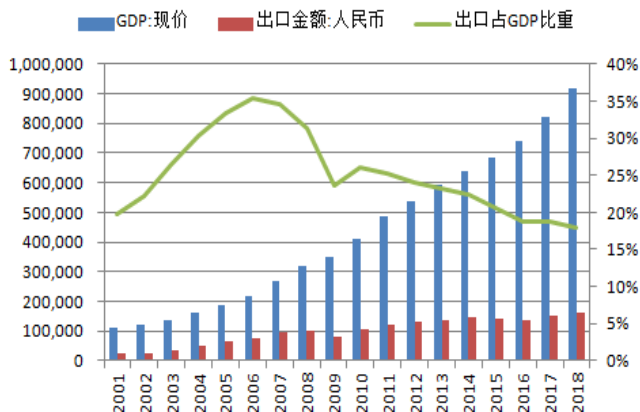
个百分点。前 10 个月实现贸易顺差 3402.90 亿美元，较去年同期扩大 880.02 亿美元。2016 年以来，我国贸易顺差呈现阶梯式的下降，经常项目顺差占 GDP 的比重，以及外贸依存度进一步下降，表明随着经济结构转型的有序推进，我国经济正在由主要依靠外需拉动，向依靠内需拉动转变。

图 9. 进出口仍有下行压力



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 外贸依存度持续下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究

今年以来，中美贸易摩擦一波三折，期间伴随着升级一缓和一升级的过程。直到 10 月初，中美第十三轮高级别贸易谈判达成初步协议，美国暂停对华 2500 亿美元输美商品上调关税，中国加大对美国农产品的采购，贸易摩擦才出现实质性缓和。中美经贸团队牵头人多次通话表示，第一阶段协议文本基本完成，但双方在随协议进展分阶段取消加征关税方面还存在分歧。中国商务部发言人表示，如果双方达成第一阶段协议，应当根据协议内容，同步等比率取消已加征关税，这是达成协议的重要条件。美国商务部长罗斯在接受采访时表示，总统特朗普尚未同意以取消任何关税作为达成协议的一部分，况且中国采购美国农产品的规模有待确认。虽然中美贸易磋商取得实质性进展，美国暂停对华 2500 亿美元商品提高关税，但双方尚未在取消已加征关税方面达成共识，能否达成第一阶段协议存在不确定性。随着之前加征的关税影响逐渐显现，2020 年出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。

为应对经济下行压力，今年以来，我国出台了诸多稳外贸的相关举措，并取得了积极成效。2019 年前三季度，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 6.65 万亿元，增长 9.5%，占我国外贸总值的 29%。同期，我国与前两大贸易伙伴欧盟、东盟的贸易额分别为 3.57 万亿元、3.14 万亿元，分别增长 8.6% 和 11.5%，分别占我国外贸总值的 15.6% 和 13.7%。商务部部长钟山在答记者问时表示，下一步将从三个方面做好稳外贸工作，一是在政策落实上下功夫，推动稳外贸政策尽快落地、早见成效；二是在优化市场布局上下功夫，要以共建“一带一路”为重点，鼓励企业开拓新兴市场，完善国际营销网络；三是在高质量发展上下功夫，要强化科技创新、制度创新、模式创新和业态创新，做强一般贸易，提升加工贸易，发展其他贸易。

综上，虽然中美贸易摩擦阶段性缓和，但之前加征的关税尚未取消，影响将进一步显现，2020 年出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。

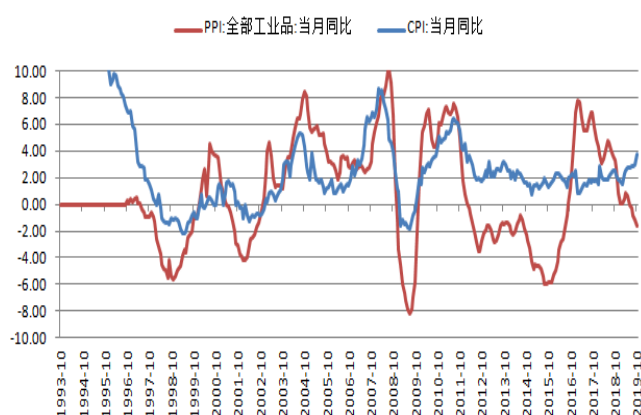
三、物价整体保持稳定，CPI 与 PPI 剪刀差有望收窄

2019 年以来，受非洲猪瘟以及猪周期因素的影响，CPI 持续走高，2014 年以来突破 3% 的目标上限。与之形

成鲜明对比的是，PPI 持续下滑，2016 年 9 月以来首次出现负增长。当前经济形势下，CPI 与 PPI 走势严重分化，引发市场对经济“滞胀”的担忧。我们认为今年物价上涨依然是结构性的，表现为猪肉价格历史性上涨，带动其他肉类等替代品价格上涨，其他食品和非食品价格并不存在持续上行的基础。国际贸易形势严峻，全球经济加速放缓背景下，国内外需求疲软，大宗商品价格下跌，工业通缩压力显著，扩大内需是当务之急。

2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%（前值 3.0%），高于去年同期 1.3 个百分点，涨幅创 2012 年 2 月以来新高。前 10 个月 CPI 同比上涨 2.6%（前值 2.5%），高于去年同期 0.5 个百分点，涨幅创 2014 年以来新高。但 10 月核心 CPI（剔除食品和能源）同比上涨 1.5%，连续三个月持平，为 2016 年 2 月以来新低。在 CPI 的主要构成中，猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果等食品所占权重较大，表明今年猪肉价格持续上涨，并带动其他肉类等替代品价格上涨，是推动 CPI 走高的主要原因。

图 11. CPI 与 PPI 剪刀差有望收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 原油价格维持宽幅震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

中国农业农村部公布的数据显示，2019 年 10 月农产批发价格 200 指数同比为 107.10，菜篮子批发价格 200 指数同比为 108，分别低于去年同期 2 和 2.6 个百分点。截止 2019 年 10 月底，鸡蛋平均批发价格为 11.84 元/公斤，高于去年同期的 9.02 元/公斤，同比上涨 31%。28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 3.90 元/公斤，高于去年同期的 3.73 元/公斤，同比上涨 4.6%。猪肉平均批发价格为 52.33 元/公斤，大幅高于去年同期的 19.35 元/公斤，同比上涨 170%。7 种重点监测水果平均批发价格为 5.11 元/公斤，低于去年同期的 5.65 元/公斤，同比下降 9.6%。数据表明，今年猪肉、鸡蛋价格较去年大幅上涨，而蔬菜、水果等食品价格总体保持稳定。

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_8283

