

2020年可能存在的十大超预期

——2020年经济形势及资本市场展望

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002
郑嘉伟（分析师）证书编号：S0280118070016 邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007
陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020 钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

2020年可能存在的十大超预期。第一个超预期：经济低迷的持续时间。我们预计经济低迷可能会持续更长一些时间，因为导致经济增速回落的因素到现在为止并没有出现改变。首先，规范经济带来经济参与体的不适应。其次，前期刺激政策留下的后遗症。最后，经济转型本身意味着经济增速回落。**第二个超预期：物价上涨。**我们认为物价可能超预期，CPI增速的峰值可能会到5%-6%，而且二季度只是季节性回调，并不一定是拐点。主要因为，中国的猪肉供需缺口大约在3000-4000万吨，繁母猪存栏还在下降，最为关键的是非洲猪瘟疫苗并没出来。**第三个超预期：房地产下半年有条件放松。**尽管今年中央政府想打破这个稳增长的方式，但新的方式替代也不是那么容易，由于2020年上半年经济下行的压力仍然比较大，我们认为2020年下半年出于稳增长的需要，房地产将会有条件地放松。**第四个超预期：外需会好于预期。**降息刺激下，2020年美国国会不错。同时，新兴市场经过降息也出现复苏迹象。因此，2020年的外需会好于大家的预期。**第五个超预期：中美贸易谈判再现僵局。**第二阶段的中美谈判关系到知识产权保护、技术合作、国企竞争、2025中国制造、可核查机制等，这些涉及到中国的体制，加之2020年美国国会依然不错，特朗普有资本继续与中国较劲，因此，中美贸易谈判可能重新陷入僵局。**第六个超预期：地方平台开始出现违约。**地方的负债规模不是专项债能解决的，加之经济下行，税收收入下降，房地产市场没好转，土地收入也受限，因此，不排除有些县级平台，甚至地级市平台在2020年出现违约。**第七个超预期：国企债务违约扩散。**未来经济的继续低迷，一些国有企业也将会波及，特别是一些国有企业在过去出现了加杠杆，这种较高负债的国有企业不排除2020年会出现债务违约。**第八个超预期：中小金融机构被兼并和接管扩散。**由于经济的持续低迷和金融供给侧改革的延续，我们判断未来金融机构拆雷仍将延续，不排除2020年会有更多的金融机构和更大金融机构被兼并重组或被接管。**第九个超预期：土地市场改革加快。**拉动内需，未来可以考虑低收入人群用土地资源与高收入人群做交换，这就需要从土地制度着手，政府可能会加快土地制度改革进程。**第十个超预期：国家对资本市场支持力度加码。**通过资本市场这一平台，引导全社会资金投资到实体经济中去，资本市场发展了，更多的居民参与到这一市场中来，会改善企业的资产负债表，也就可以降低非金融企业的杠杆率。当然同时还可以改变消费者预期，对拉动消费者信心起着积极作用。

高质量经济：寻找伟大企业。到了高质量发展阶段，经济波动性不大，货币政策变化也相对稳定，一些伟大的企业会诞生。同样的GDP增速，企业之间表现差异会非常大，不仅会体现在高技术行业，还可能体现在传统行业。所以，未来投资逻辑和过去完全不一样，过去看宏观政策和流动性，未来可能要花更多心思去看企业。

● 风险提示：经济政策的不确定性

相关报告

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格

2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善LPR形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论及经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验

2019-02-11

目 录

1、 2020 年可能存在的十大超预期.....	3
1.1、 第一个超预期: 经济低迷的持续时间	3
1.2、 第二个超预期: 物价上涨	5
1.3、 第三个超预期: 房地产下半年有条件放松.....	6
1.4、 第四个超预期: 外需会好于预期	7
1.5、 第五个超预期: 中美贸易谈判再现僵局	8
1.6、 第六个超预期: 地方平台开始出现违约	8
1.7、 第七个超预期: 国企债务违约扩散	8
1.8、 第八个超预期: 中小金融机构被兼并和接管扩散.....	9
1.9、 第九个超预期: 土地市场改革加快	9
1.10、 第十个超预期: 国家对资本市场支持力度加码	10
2、 高质量经济: 寻找伟大企业.....	11

图表目录

图 1: GDP 增速下滑.....	4
图 2: 固定资产投资的统计口径变化.....	4
图 3: 猪肉价格推升 CPI 增速.....	6
图 4: 房地产带动地方政府进一步扩表增加基础设施投资.....	6
图 5: 全球制造业 PMI 持续回升.....	7
图 6: 贸易摩擦影响出口	7
图 7: 部分地区债务负担较大.....	8
图 8: 违约债券数量与金额	8
图 9: 中国劳动力人数与劳动参与率下降.....	9
图 10: 未来中国城镇化率水平具有提升空间	9
图 11: 美国科网巨头总市值走势	11
图 12: 美股没有随经济增速下滑	12
图 13: 中国三大股指走势.....	12
图 14: 中美 TFP 增速 (%)	13
表 1: 美国 TFP 对 GDP 增速的贡献率 (%)	12
表 2: 中国 TFP 对 GDP 增速的贡献率 (%)	13

由于导致经济增速回落的因素没有改变，经济可能长期低迷。同时，本轮猪瘟比较特殊，物价或超预期。降息刺激下 2020 年美国经济会不错，加上新兴市场出现复苏迹象，外需可能会好于预期。不过，也要警惕一些潜在风险，比如中美贸易谈判再陷僵局，地方平台、国企债务违约，中小金融机构被兼并和接管扩散。为了稳增长，2020 年房地产或许会有条件地放松，以及进行土地市场改革、增强对资本市场的支持力度。

到了高质量发展阶段，经济波动性不大，货币政策也相对稳定，一些伟大的企业会诞生。同样的 GDP 增速，企业之间表现差异会非常大，不仅会体现在高技术行业，还可能体现在传统行业。未来投资逻辑和过去完全不一样，过去看宏观政策和流动性，未来可能要花更多心思去看企业。

1、2020 年可能存在的十大超预期

对于投资者而言，“价格”波动的核心其实是“预期差”，那么 2020 年有哪些可能会超出市场的预期呢？

1.1、第一个超预期：经济低迷的持续时间

当前 GDP 增速低迷，百业出清，这一点全市场已经达成共识了。三季度 GDP 增速降至 6%，当然市场上有人认为中国 GDP 增速可能实际只有 5% 甚至更低一些，原因在哪儿？因为根据公布的固定资产投资数据，投资累计值在去年 9 月份是 48 万亿元左右，而今年 9 月份是 46 万亿元左右，按照这个推算的话，同比增速应该是 -4.6%，但实际公布的数据是 5.4%，大家发现数据有点对不上，所以就觉得实际情况可能比看到的更糟糕一些。但这些都无所谓，大家都已经预期到了。

但经济低迷的持续时间会很长，市场可能没有预期到。现在市场上还是普遍预期未来两三年经济会企稳回升，但我们预计经济低迷可能会持续更长一些时间。为何经济低迷的持续性可能更长一些？因为导致经济增速回落的因素到现在为止并没有出现改变。首先，我们规范经济带来经济参与体的不适应。刚开始改革开放的时候，当时老百姓都没有吃没有穿，老百姓的首要任务是去赚面包，所以当时提出“不管白猫黑猫抓住老鼠就是好猫”。但现在老百姓有面包吃了，现在他们更在乎的是面包获取的公平性和分配的公平性。十八大之后就开始了这方面的规范，但规范经济发展的同时打破了之前经济高速增长的激励兼容机制，过去这个兼容机制是地方政府、地方政府官员和企业家一起，大家一致利益把 GDP 做大做强。但现在不一样了，GDP 对地方政府官员不再是第一位，在不再强调 GDP 为第一要务的时候，地方政府官员就开始把免责当作第一要务，不再强调以经济建设为中心，对于一个强势政府主导的经济体，这必然会对经济增长产生制约作用。

其次，前期刺激政策留下的后遗症。目前我们还在不断地消减这些副作用，例如金融去杠杆、P2P 的治理、地方债务的规范整顿等等，这些都是过去刺激政策和金融放开搞活带来的后遗症，治理还在延续，这对经济都会产生拖累作用。

最后经济转型本身意味着经济增速回落。生活在北京的朋友都知道，2013-2014 年大家微信圈谈论得最多的是雾霾，当时很多人以伦敦和洛杉矶的治理经验为借鉴，觉得北京没有 40 年的时间肯定治理不了，所以我们当时周围一些朋友出于健康的考虑，举家搬到深圳。但是大家没想到，强势政府仅仅用了几年的时间，还了北京一片蓝天。但是这种治理肯定会对经济产生影响，因为出现蓝天的背后肯定是关停了很多污染企业。

这些影响经济运行的逻辑都没有发生变化，所以现在去探讨经济的企稳甚至回升，都为时尚早，所以说经济低迷持续性应该会超出市场预期。

图1: GDP 增速下滑



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 固定资产投资的统计口径变化

	固定资产投资完成额: 累计值(亿元)		所谓的2018年 投资额基数调 低	固定资产投资完成额: 累计同比(%)	
	公布值	倒推值		公布值	倒推值
2018-02	44,626.00	42270.5	-2355.5	7.90	7.85
2018-03	100,763.00	95833.5	-4929.5	7.50	7.45
2018-04	154,358.00	146792.6	-7565.4	7.00	6.95
2018-05	216,043.00	206018.0	-10025.0	6.10	6.05
2018-06	297,316.00	282703.2	-14612.8	6.00	5.96
2018-07	355,798.00	330077.6	-25720.4	5.50	5.45
2018-08	415,158.00	379742.2	-35415.8	5.30	5.33
2018-09	483,442.00	437575.0	-45867.0	5.40	5.44
2019-02	44,849.00			6.10	0.50
2019-03	101,871.00			6.30	1.10
2019-04	155,747.00			6.10	0.90
2019-05	217,555.00			5.60	0.70
2019-06	299,100.00			5.80	0.60
2019-07	348,892.00			5.70	-1.94
2019-08	400,628.00			5.50	-3.50
2019-09	461,204.00			5.40	-4.60

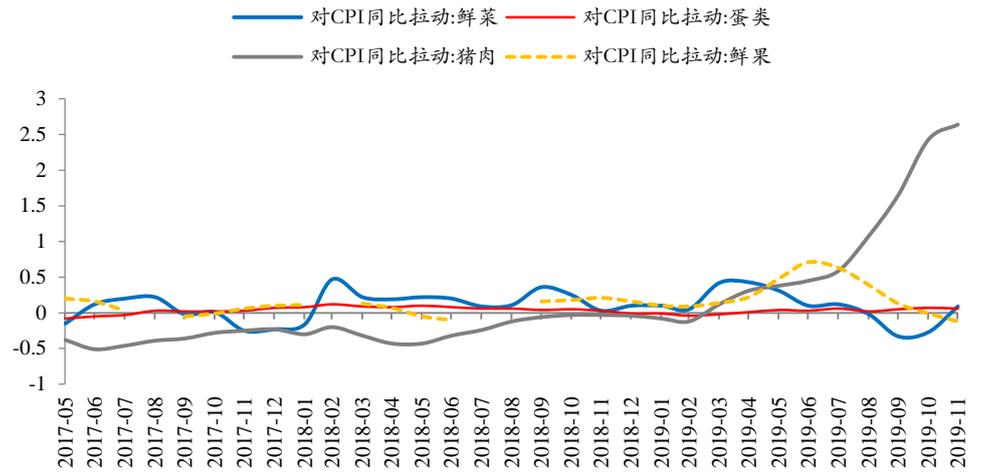
资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 倒推的投资额是由官方公布的投资额和增速倒推而来; 倒推的投资增速是由官方公布的投资额倒推而来。投资统计口径在2018年12月改变。

1.2、第二个超预期：物价上涨

现在市场普遍预期 2020 年二季度 CPI 增速将出现拐点,峰值也就 4%-5% 之间。拐点的逻辑是,第一,今年下半年基数高,2020 年二季度之后会下去;第二,大家认为 2020 年猪肉价格在二季度之后会出现下降,原因是地方政府出台多项优惠政策加大养猪扶持力度,甚至有的县不低于 50 万头的量,2020 年猪肉供应量上来,猪肉价格会下跌。

但我们认为物价超预期,CPI 增速的峰值可能会到 5%-6%,而且二季度只是季节性回调,并不一定就是拐点。这么判断的主要原因是:大家对这一轮猪肉价格大幅上涨的逻辑判断,存在一些问题。目前主流判断导致这一轮猪肉价格下降的主要原因是地方环保趋严,非洲猪瘟只是加速了短缺出现。按照这个逻辑,只要地方政府放开环保限制,那么生猪供应可以很快起来。但过去一年多调研的实际情况是产生猪肉短缺的主因是非洲猪瘟和地方政府因为免责的强势干预。为了避免非洲猪肉出现而导致地方政府追责,很多地方政府都要求管辖范围的猪(不管是否感染非洲猪瘟病毒)要么卖掉要么不要屠宰,这样的结果就是加速了生猪产业的出清和加速了非洲猪瘟病毒的广泛传播。

目前,中国的猪肉供需缺口大约在 3000-4000 万吨,很多人说未来中美贸易摩擦缓和,可以通过加大猪肉进口来平抑,怎么可能? 2017 和 2018 年全球猪肉生产量均为 1.1 亿吨左右,中国占了 5400 万吨生产量和 5500 万吨消费量,占了 50%,全球的可供贸易量是 800 万吨,美国的产量是 1100 万吨,自己消费量是 900 多万吨,能够出口的也就 100 多万吨,和千万吨供需缺口不是一个数量级。第二个我们看到能繁母猪存栏还在下降,现在的猪仔变成能繁母猪只少要 6 个月,怀了猪仔到生下至少要 4 个月,猪仔长成肥猪要 6 个月时间,一共 1 年半左右,现在能繁母猪存栏还在下降,2020 年的供应量怎么可能起来? 最为关键的是非洲猪瘟疫苗并没出来,非洲猪瘟还在肆虐,养殖户面临的风险还是血本无归,怎么可能会出现大量的复产? 因此,2020 年猪肉价格可能要接受更高的位置,而且持续性更长。现在就去判断 2020 年二季度 CPI 增速和猪肉价格就会出现拐点还是比较困难,因为,第一个方面,老百姓的消费是按购买力来算的,购买猪肉的时候发现货币在贬值,那么他们的预期会发生变化;第二个方面,猪肉价格上涨会通过比价效应影响牛羊肉等食品价格上涨,猪肉价格暂时性上涨对老百姓的预期影响不大,但假若持续时间长了,压力就会比较大,需要避免涨价效应的扩散。

图3：猪肉价格推升CPI增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、第三个超预期：房地产下半年有条件放松

过去稳增长最好的方式就是松松房地产。这里面的逻辑就是：不仅房地产本身带动几十个行业，更为重要的是社会资金都是通过房地产平台进入地方政府的财政，房价涨主要是地价涨，地价涨地方政府受益，不仅仅是卖地收入，更重要的是以地价为基础的资产负债表扩张，通过土地抵押来获取贷款，发行债券也是以土地为基础。一旦地价出现下降，那么整个地方政府债务就会出现问題，因此，房地产调控总是从需求角度来抑制，供给没有去扩张，每一次调控导致地价往上走，地方政府资产负债表就不会出现恶化，而且还可以进一步扩张，然后来加大基础设施建设。尽管今年中央政府想打破这个稳增长的方式，但新的方式替代也不是那么容易，由于2020年上半年经济下行的压力仍然比较大，所以我们认为2020年下半年出于稳增长的需要，房地产将会有条件地放松。

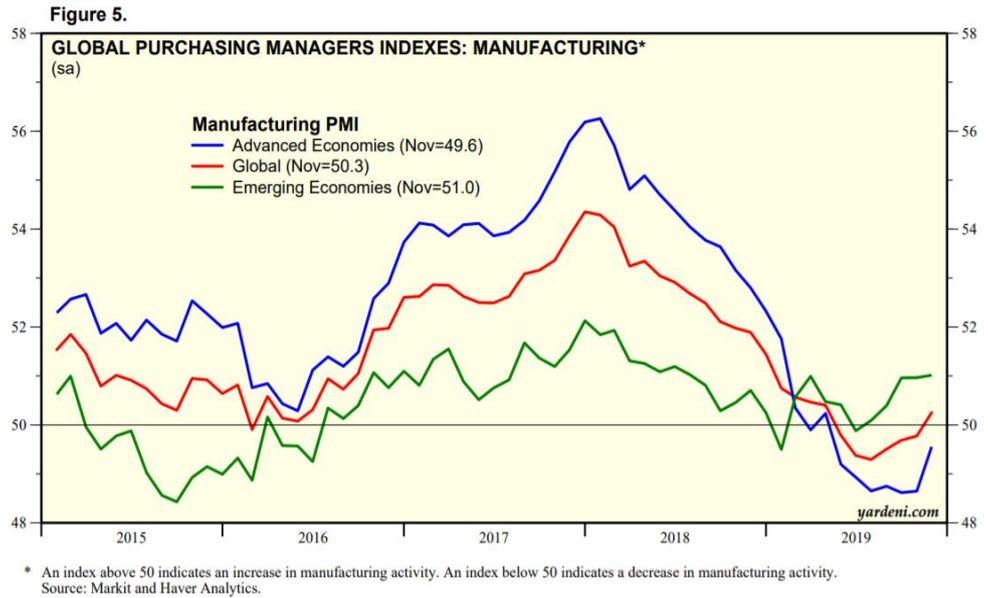
图4：房地产带动地方政府进一步扩表增加基础设施投资

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4、第四个超预期：外需会好于预期

原因之一，特朗普获取连任最需要的是经济继续维持不错的增长率，那么他主要通过两个方面来实现，其一，与中国签订第一阶段贸易协议，第一阶段的协议主要是缩减顺差和中国扩大市场准入等，这样中国2020年就会加大美国商品的进口，这会支撑美国2020年的经济。第二个方面，他要求鲍威尔不断降息，货币政策对短期经济的影响还是很大的。2019年不断地降息对经济的促进作用在2020年会显现出来，所以2020年美国的经济会不错。同时，我们看到2019年四季度以来新兴市场经过降息也出现复苏的迹象。因此，2020年的外需会好于大家的预期。

图5：全球制造业PMI持续回升



资料来源：yardeni.com，新时代证券研究所

图6：贸易摩擦影响出口



资料来源：Wind，新时代证券研究所

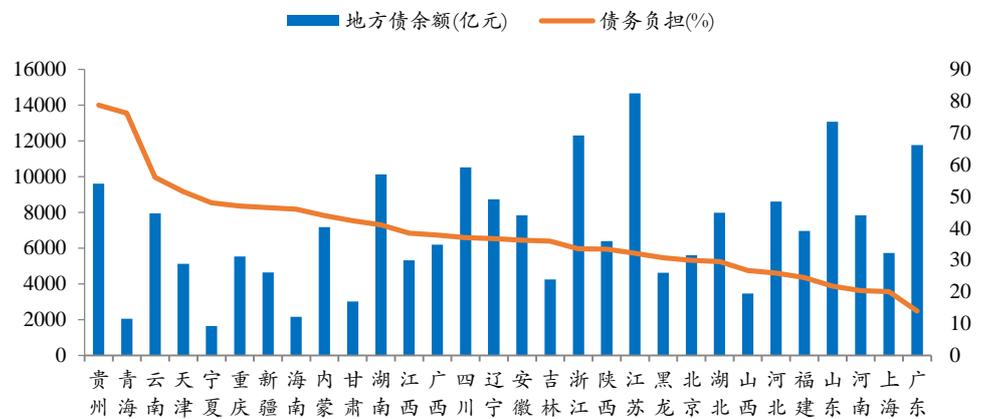
1.5、第五个超预期：中美贸易谈判再现僵局

第一阶段的协议将主要集中在缩减美中贸易逆差和扩大市场准入等方面，这两个方面问题应该不大，中国在这个时候加大对美国商品的采购和加大市场的开放，都不难，而且特朗普这时候出于竞选连任的需要，也希望2020年中国能够加大采购来促进美国经济增长。但第二阶段是关系到知识产权保护、技术合作、国企竞争、2025中国制造、可核查机制等，这些涉及到中国的体制，加之2020年美国的经济依然不错，特朗普有资本继续与中国较劲，因此，中美贸易谈判可能重新陷入僵局。

1.6、第六个超预期：地方平台开始出现违约

我们一直觉得地方政府是中央政府的派出机构，地方债务有中央政府的兜底不会出现违约，但2020年一些中西部局部地区不好说，可能会出现违约。一些中西部地区，债务水平确实比较高。最近看到一条新闻，贵州一个县，县委书记被抓了，被抓后发现这个县负债400多亿元，而他们的财政收入才十几个亿元，都覆盖不了利息，这是新闻报道出来的。但是这个现象在中西部地区应该还是比较普遍，假若这些地方的房地产市场没有转机，那么地方政府财政收入将会受限，当然目前专项债额度已经放了，但是地方的负债规模不是这些专项债能解决的，加之经济下行，税收收入下降，房地产市场没好转，土地收入也受限，因此，不排除有些县级平台，甚至地级市平台在2020年出现违约。也不排除再现上个世纪90年代的情况，一些地区出现事业单位人员发不出工资。

图7：部分地区债务负担较大



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_8405

