

远近高低各不同，也有风雨也有晴

2020年中国宏观经济展望和策略

核心结论

预计2020年实际GDP增速为6.0%。2019年地产投资成为表现最亮眼的部门，出口也展现了一定的韧性，但基建和制造业投资成为增速主要的拖累项。展望2020年，预计GDP增速会从今年的6.2%小幅下滑至6.0%，但仍可实现2020年国内生产总值比2010年翻一番的目标。分季度看，我们预测明年的GDP增速会“前高后低”，明年一季度的闰年因素会帮助宏观经济超预期表现，但一季度之后增速会下行。预计2020年季度GDP增速分别为6.2%、6.0%、5.9%、5.8%。

消费：汽车消费小幅好转，看好地产竣工链消费和创新型消费，但整体消费仍有压力。主要原因是，1) 经济下行周期中居民担忧未来收入增长；2) 居民债务处于较高水平；3) 2020年高通胀降低居民实际购买能力。我们预测社零实际增速放缓至6.0%，但高通胀拉动社零名义增速上升至8.6%。


投资：房地产投资增速回落，制造业小幅回暖，基建托底。1) 2020年“房住不炒”调控基调不变，但整体来看地产行业环境不会进一步明显收紧。同时，房企交付压力提升将协助地产投资保持一定韧性，预计2020年地产投资增速小幅回落至7.1%。2) 对制造业投资我们相对谨慎，近期制造业有止跌回稳的迹象，但主要的上行因素是来自于宽松的货币政策，而不是经济的内生增长，预计全年增速小幅反弹至3%。3) 基建仍是逆周期调节的重要手段，预计全年专项债额度扩大到3万亿，金融机构配套融资也有望边际改善，预计2020全年基建投资同比增长6.8%。

进出口：最有风险的部门，主要原因是全球经济在2020年仍面临着比较大的不确定性。另外，今年抢出口以及汇率贬值的支撑效应在2020年相对减弱，明年的出口形势仍难乐观。**通胀：CPI前高后低，高点出现在一季度；PPI通缩压力有所缓解。**预计明年油价相对比较稳定，基建加码和制造业投资小幅回暖有助于工业需求回暖，预计2020年PPI增长0.2%。**货币政策：中性偏宽松基调。**2020年货币政策需要兼顾逆周期调节和稳定通胀预期的双重目标，稳增长仍是主基调，货币政策基调偏宽松，但高通胀或会影响货币宽松的节奏。预计2020年MLF可能多次小幅下调。


我们认为2020年有25%的概率出现乐观的假设和经济增长结果。原因在于贸易争端可能出现多种演绎结果，在乐观假设下，特朗普政府为了总统选举和股市的考虑，决定取消目前大部分甚至所有对中国商品增加的额外关税，中美贸易争端出现极大缓和。在这个乐观假设下，明年国内的制造业投资和出口会大幅上行，带动消费和GDP超预期表现。

风险提示：贸易争端激化，房地产调控超预期。

分析师

 田维韦 S0800518080003



 tianweiwei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩



18548912118
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《全球经济和资产配置系列之一，贸易：全球经济的阿喀琉斯之踵》2019-09-28

宏观：《西部宏观2020年展望系列之一，闰年因素助经济在2020年1季度超预期表现》2019-12-01

索引

内容目录

预计 2020 年 GDP 增速为 6.0%.....	4
消费：汽车消费反弹，看好地产竣工链和创新型消费	5
汽车消费：底部弱回升	6
关注地产竣工产业链消费的增长	8
看好升级型消费，尤其是 5G 相关通讯类消费	9
居民收入增速放缓和高债务制约消费反弹空间	10
投资：基建仍是主要对冲工具.....	11
房地产进入竣工周期，投资仍将保持一定韧性	12
逆周期加力提效，基建投资增速提升	13
制造业投资受外围环境影响，是 2020 年经济最大的不确定性因素	15
进出口：贸易争端仍是主要影响因子	17
CPI 前高后低，PPI 通缩压力有所缓解.....	18
猪价仍是明年 CPI 的核心变量，高点或出现在 2020 年一季度	19
PPI 通缩压力有所缓解，预计全年累计同比增长 0.2%	20
货币政策：主线稳增长，核心是疏通传导机制	21
相机抉择，稳增长的基调不变.....	21
降低实体融资成本需要降低银行负债压力，货币操作量价可期，以价为主导.....	22

图表目录

图 1：中国居民消费占 GDP 的比重仍有提高空间.....	5
图 2：2017 年是乘用车销量阶段性高点	6
图 3：2019 年 6 月汽车透支消费	6
图 4：乘用车库存处在低位	7
图 5：乘用车价格增速明显低于居民可支配收入增速	7
图 6：网约车用户规模快速增长.....	8
图 7：2018 年末全国轨道交通长度达 5761 公里	8
图 8：地产后周期消费有空间	8
图 9：17 年四季度开始房屋竣工增速持续负增长	8
图 10：17 年以来三四线城市期房销售明显好于一二线	9
图 11：三四线及一二线城市住宅竣工面积均呈下降态势	9
图 12：三四线城市消费能力不及一二线	9
图 13：不同类型消费增长差异较大.....	10
图 14：城镇居民可支配收入增速下行	10
图 15：房价逐步趋于稳定	10

图 16: 中国家庭部门债务/家庭部门可支配收入比值提升较快	11
图 17: 住户中长期贷款占住户贷款总额比重提升至 70%以上	11
图 18: 2007 年和 2010-2011 年的高通胀拉动名义社零增速提升	11
图 19: 19 年地产投资韧性主要来自建筑工程增速反弹	12
图 20: 19 年房屋施工面积增速回升较快	12
图 21: 19 年购置土地面积负增将拖累 2020 年土地购置费增速	13
图 22: 商品房销售面积和销售额均有所回升	13
图 23: 基建投资提供逆周期对冲,	14
图 24: 2019 年基建投资增速小幅反弹	14
图 25: 地方财政收入增速降至低位	14
图 26: 地方政府项目收益专项债 70%以上用于土储和棚户区	14
图 27: 19 年城投债募资有所回暖	14
图 28: 19 年前 11 个月有 8 个月官方 PMI 处于荣枯线以下	16
图 29: 制造业增速与出口增速关联度高	16
图 30: 工业企业利润负增制约制造业增速反弹	16
图 31: 工业企业资产增速企稳	16
图 32: 19 年前 10 月农副食品加工业/汽车制造业/电气机械及器材制造业投资均降为负增	16
图 33: 主要经济体制造业 PMI 均处于荣枯线以下	17
图 34: 贸易战抢出口效应明显	18
图 35: 美国去全球化发酵, 全球贸易量趋势向下	18
图 36: 中国向美国出口金额大幅下降且未见明显好转迹象	18
图 37: 人民币汇率贬值空间被压缩, 支撑效应在 2020 年减弱	18
图 38: 此轮通胀具有显著的结构特征	19
图 39: 10 月猪肉价格上涨拉动当月 CPI 同比增加 2.43 个百分点	19
图 40: 此轮猪价上涨幅度和上涨速度均超过历史周期	20
图 41: 能繁母猪存栏下降幅度有所收窄	20
图 42: PPI 连续 4 个月负增, 且有扩大态势	20
图 43: PPI 走势主要受原油价格影响	20
图 44: 工业企业存货继续下行空间有限	21
图 45: 中美 PPI 联动向下	21
图 46: 中国 PPI 对贷款基准利率具有非常强的信号作用	22
图 47: CPI 对货币政策也具有一定的信号作用, 但不及 PPI	22
图 48: 存款准备金率仍有下调空间	23
图 49: 央行 19 年三次投放 TMLF	23
表 1: 宏观经济关键数据预测 (单位: %)	4
表 2: 季度 GDP 增速均值 (单位: %)	5

预计2020年GDP增速为6.0%

我们预测 2019 年全年实际 GDP 增速为 6.2%，2020 年的 GDP 增速为 6.0%，实现 2020 年国内生产总值较 2010 年翻一番的目标。在即将过去的 2019 年，全球经济下行叠加贸易争端为中国经济带来了不小的挑战，预计 2019 年全年 GDP 增速为 6.2%，较 2018 年下降 0.4 个百分点。其中地产投资成为表现最亮眼的部门，出口也展现了一定的韧性，但基建投资和制造业投资成为增速主要的拖累项。对于 2020 年的中国经济，我们认为实际消费仍然有一定的下行压力，主要的下行压力来自于明年上半年高通胀对实际购买力的侵蚀以及居民高债务水平对消费的制约，但是汽车消费的回暖以及地产后周期消费则会起到相当的对冲作用。对于地产投资，虽然我们看好明年的地产交付情况，但是在 2019 年的高基数基础上和今年下半年的数据趋势来看，地产投资预计在 2020 年难以保持两位数以上的增速，但仍然会有 7% 的增速。对明年的制造业，我们相对谨慎，虽然近期全球制造业 PMI 有止跌回稳的迹象，但主要的上行刺激因素是来自于各国央行的大幅宽松，而不是经济的内生增长。我们预计制造业投资在 2020 年仍然会低速增长。从近期的政策来看，基建投资作为稳增长的主要动力，是我们最看好的部门。进出口则是我们认为最有风险的部门，主要原因是全球经济尤其是美国经济在 2020 年仍面临着非常大的不确定性。另外需要指出的是，经济普查的结果可能会对 2019 年的 GDP 增速有修正。

分季度来看，我们预测 2020 年的 GDP 增速会“前高后低”，预计 2020 年各季度 GDP 增速分别为 6.2%、6.0%、5.9%、5.8%。2020 年一季度，闰年因素会帮助宏观经济超预期表现，在闰年里，涉及到存量概念的经济数据，特别是 GDP，都会受到正面的推动。我们考察了美国从 1947 年以来的所有季度 GDP 增速数据，在闰年的第一季度，美国 GDP 增速平均值为 4.4%，高于所有季度的均值 3.2%，也高于非闰年第一季度 3.1% 的均值和闰年其余季度的均值 2.9%。同时，我们考察了中国从 1992 年以来的季度 GDP 增速，GDP 增速平均值在闰年的第一季度为 10.0%，高于所有季度的均值 9.6%，以及非闰年第一季度的 9.8% 和闰年的第二/三/四季度的均值 9.5%。我们估算闰年因素对中国第一季度 GDP 额外贡献为 0.2%，预计 2020 年一季度中国的实际 GDP 增速可能反弹至 6.2%，但一季度之后增速会小幅下行。

表 1：宏观经济关键数据预测（单位：%）

同比增速（%）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 预测值	2020 预测值
实际 GDP	6.7	6.8	6.6	6.2	6.0
社会消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	8.1	8.6
社会消费品零售总额（实际）	9.6	9.0	6.9	6.2	6.0
零售额汽车类（限额以上）	10.1	5.6	-2.4	-0.8	3.0
固定资产投资完成额	8.1	7.2	5.9	5.1	5.7
固定资产投资完成额：制造业	4.2	4.8	9.5	2.5	3.0
固定资产投资完成额：基础设施建设投资	15.7	14.9	1.8	3.6	6.8
固定资产投资完成额：房地产业	6.8	3.6	8.3	9.4	7.0
房地产开发投资完成额	6.9	7.0	9.5	10.1	7.1
出口增速（美元计价）	-7.7	7.9	9.9	-0.5	0.5
进口增速（美元计价）	-5.5	16.1	15.8	-5.4	-2.0
CPI	2.0	1.6	2.1	2.7	3.4
PPI	-1.3	6.3	3.5	-0.4	0.2

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

表 2: 季度 GDP 增速均值 (单位: %)

	美国 (1947 年 Q2 至今)	中国 (1992 年 Q1 至今)
闰年第一季度	4.4	10.0
所有季度	3.2	9.6
非闰年第一季度	3.1	9.8
闰年第二/三/四季度	2.9	9.5

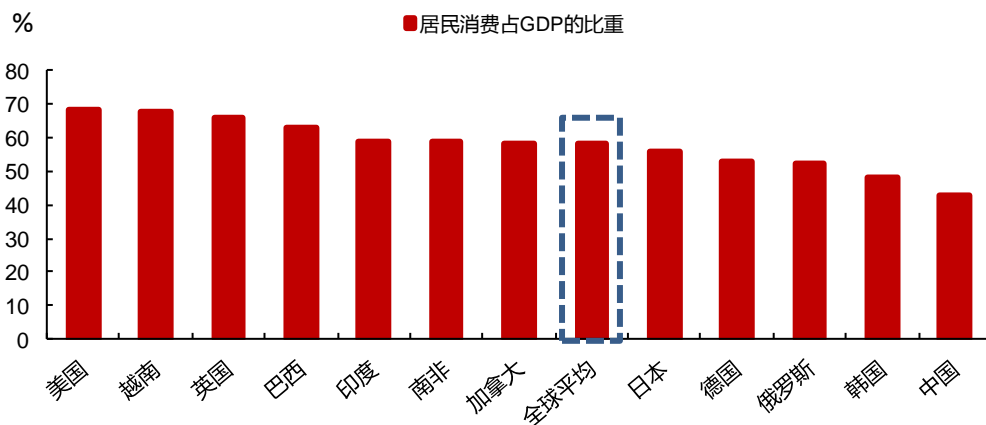
资料来源: WIND 资讯, 西部证券研发中心

以上为我们的基准假设和预测, 但同时我们也认为明年有 25% 概率出现乐观的假设和经济增长结果, 主要原因在于贸易争端具有难以预测的特征, 在明年可能出现多种结果。在乐观假设下, 中美贸易争端完全缓和, 例如特朗普政府为了股市和选举的考虑, 在美国经济下行和美联储按兵不动的情况下, 决定取消大部分甚至所有对中国商品加征的额外关税。在这个假设下, 明年国内的制造业投资和出口会大幅上行, 从而带动消费和 GDP 超预期表现, 对全球经济来说也是大幅的上行力量, 我们把这个情境称为“天堂模式”, 我们判断“天堂模式”在明年出现的概率为 25%。

消费: 汽车消费反弹, 看好地产竣工链和创新型消费

核心结论: 预计 2020 年社零实际增长 6.0%, 高通胀带来名义社零总额增长 8.6%。我们看好 2020 年汽车消费反弹以及地产竣工产业链消费增长, 以 5G 为代表的创新型消费仍将维持较好增长。但考虑到经济下行, 居民会担忧未来收入增长, 当前居民债务处于一个较高水平, 以及 2020 年上半年延续的高通胀等都会对实际消费形成制约, 因此我们预计社零实际增速小幅放缓至 6.0%, 但高通胀拉动社零名义总额增速上升至 8.6%。

图 1: 中国居民消费占 GDP 的比重仍有提高空间



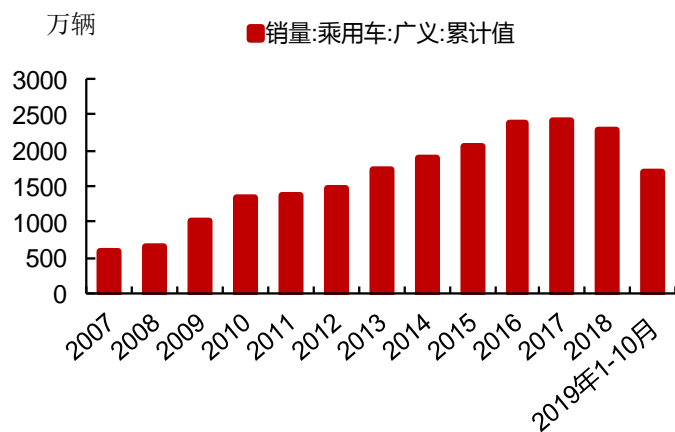
资料来源: 联合国, 西部证券研发中心

汽车消费：底部弱回升

2019年1-10月社零累计同比增长8.10%，较18年全年增速回落0.9个百分点，重要拖累因素之一是汽车消费大幅下行。我们预计在低基数以及行业利好政策的刺激下，2020年汽车消费大概率底部反弹。

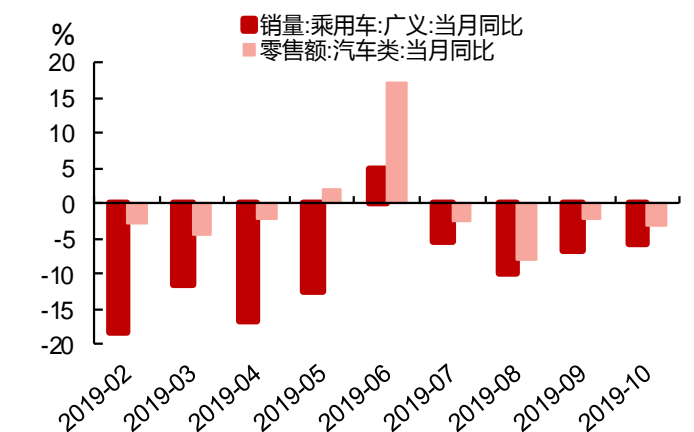
- ✓ **低基数效应，且今年下降幅度较去年已有改善。**购置税政策的透支效应从2018年持续显现，进入2019年，叠加全球经济下行压力加大等影响，汽车销量持续下滑。但经过长达一年半的长时间调整，汽车消费的调整逐步趋近底部，而且近期有止住下滑的迹象。19年1-10月限额以上汽车零售额累计下降1%，优于18年-2.39%的增速。短期内，我们预计汽车消费可能继续疲软，但是政策刺激叠加其他利好因素，预计明年下半年开始汽车消费会有所反弹。
- ✓ **车企调整销售战略去化库存与行业利好政策的落地。**2019年8月27日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，指出探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施；11月15日发改委发言人再次提出要调整限购政策。虽然从目前跟进的情况来看，地方政府跟进并不积极，只有深圳、广州、贵阳和海南等城市和省区放宽限购，而且部分放开需要等到2020年底，预计限购政策见效可能要到2020年底或者2021年初。但考虑到汽车消费在总体消费中的重要性，不排除明年刺激政策大幅加码的可能性。
- ✓ **国五转国六透支效应在年底基本消化完毕。**国五转国六的透支效应主要发生在今年6月，6月当月汽车消费零售额同比大增17.2%，带动1-6月累计零售额增速由负转正，累计同比增长1.20%。此后，汽车零售额在下半年持续下降，汽车消费在7、8、9和10月的同比负增长率累计已有-16.2%，也使得1-10月汽车零售额累计负增-1%。从这个角度看，6月的透支效应接近尾声，我们判断6月的透支效应会在年底基本消化完毕，2020年开始这个因素不会再是拖累项。

图2：2017年是乘用车销量阶段性高点



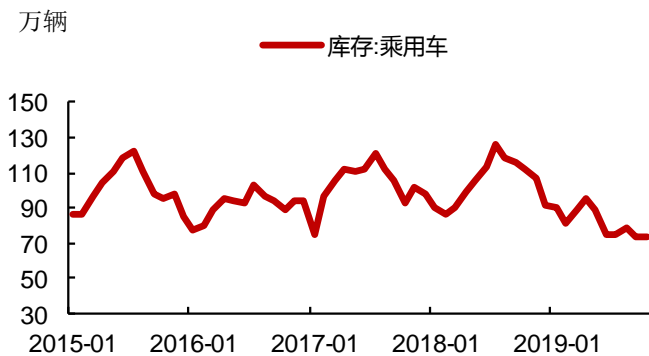
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图3：2019年6月汽车透支消费



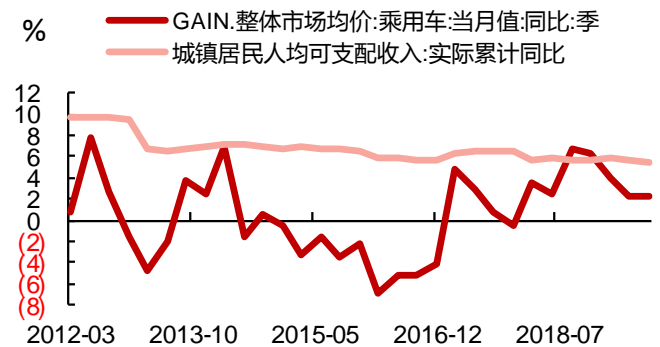
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 4：乘用车库存处在低位



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 5：乘用车价格增速明显低于居民可支配收入增速

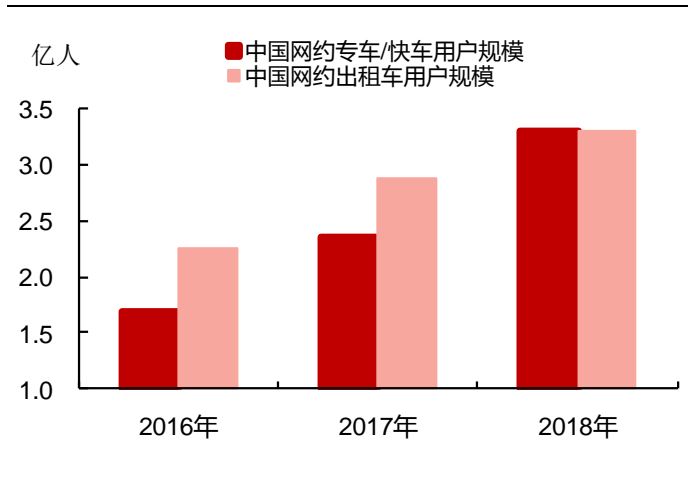


资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

但在经济下行、汽车消费结构失衡以及新的出行方式普及度提升的大环境下，2020 年汽车消费反弹仍不乐观，预计全年汽车零售额增速约 3%。

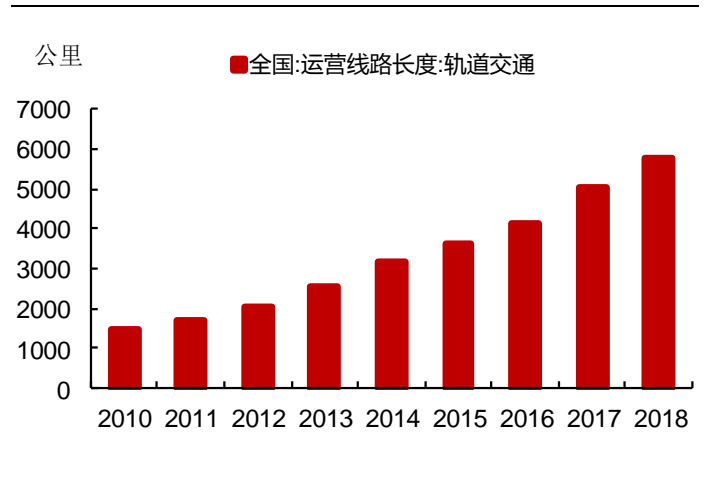
- ✓ **经济下行，收入增速放缓制约汽车消费。**汽车作为大类可选消费，如果居民对未来收入增长预期有一定的担忧，汽车消费就会受到制约。在双十一大促下，10 月和 11 月的高频乘用车数据表现仍比较差，背后反应的是居民购买力不足，从这个角度来说，汽车消费在 2020 年的反弹空间有限。
- ✓ **汽车消费结构性失衡：一二线城市需求受汽车限购等政策限制，三四线城市需求受财富效应影响下降。**中国整体汽车千人保有量仍有较大的提升空间，但从需求结构上看，一二线城市整体保有量水平较高，且受到交通管制、汽车限购等多种因素限制，需求难以持续高增长。三四线城市近几年成为中国汽车销量增长的重要驱动力，主要受益于棚改货币化带动房价上涨的财富效应，但是 18 年以来随着金融去杠杆和房地产调控政策持续深入，三四线城市房价上涨势头趋缓，财富效应对汽车消费拉动作用下降。
- ✓ **新的出行方式或许会减少私家车的的需求。**近几年网约车越来越受欢迎，方便了居民出行，降低了购买汽车的必要性。截止 2018 年末，中国网约专车/快车的用户规模为 3.33 亿人，增长速度达到 40.2%，网约出租车用户规模为 3.30 亿人，同比增长 39.8%。另外，公共交通系统越来越完善，尤其是地铁为主的轨道交通方便了居民的出行，近年部分城市的地铁竣工快速增加，也在一定程度上降低了对汽车出行的依赖度。

图 6：网约车用户规模快速增长



资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

图 7：2018 年末全国轨道交通长度达 5761 公里



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

关注地产竣工产业链消费的增长

2020 年地产竣工加速确定性高，关注 2020 年商品房交付增长对地产后周期消费的拉动。17 年 4 季度以来房屋竣工持续负增长，在很大程度上制约了地产后周期消费增长，近期竣工面积降幅已有所收窄，在交付压力下，我们预计明年竣工增速大概率转正，将提振地产后周期消费。但 17-18 年商品房期房销售面积中三四线城市表现明显好于一二线城市，此轮交付也将以三四线城市为主；需要指出的是，受制于收入因素，三四线城市的消费能力一般弱于一二线城市，因此此轮交付对地产后周期的拉动效应仍有不及市场预期的可能。

图 8：地产后周期消费有空间

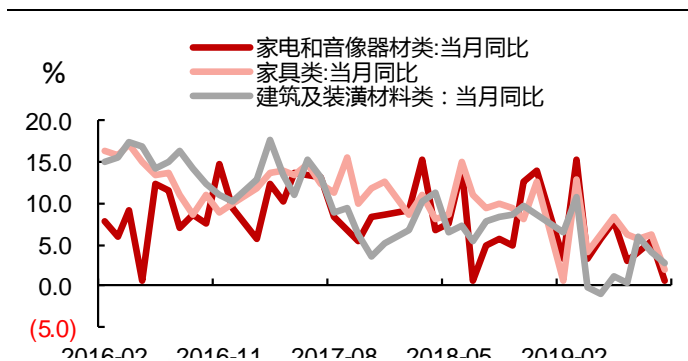
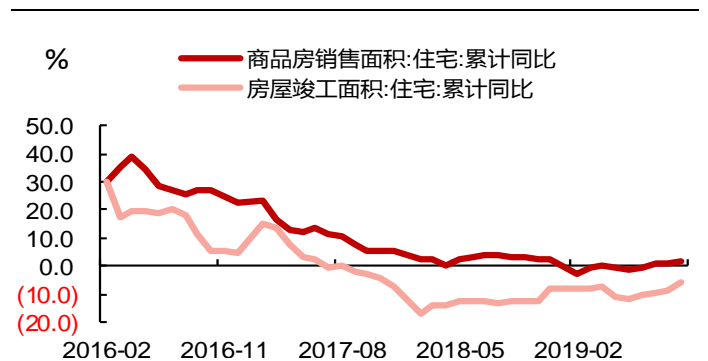


图 9：17 年四季度开始房屋竣工增速持续负增长



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_8619



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn