

告别老路

——2020年宏观经济、政策、大类资产配置展望

引言：近一段较长时期，房地产和基建一直是我国经济发展中的核心力量，但当资金过度集中于这些领域将导致资本回报率长期低迷。当前，我国经济增速持续下行，但系统性金融风险却不断放大。因此，告别老路、寻求新的发展模式实现高质量增长成为我国当务之急。本文以此为切入点，提出了未来经济转型可能的发展方向。

1、告别老路：从地产基建驱动到创新消费驱动。依托房地产和基建拉动经济增长的老路已走到尽头，原因在于：过去资金过度集中于房地产和基建已造成我国企业资本回报率长期低迷，现阶段我国几乎所有部门都与房地产有着不可分割的关联，而我国实际房价水平也已升至世界前列，房地产泡沫风险不言而喻。同样，基建作为过去地方政府打造优秀政绩的“法宝”，也引来难以磨灭的债务问题。总之，依靠基建和地产拉动经济的老路已千沟万壑，那么未来经济增长靠什么？我们认为，未来新兴产业和消费有望迎来跨越式发展，而它们也将作为未来的核心资产全面带动我国技术创新和全要素生产率提升。告别老路意味着旧的经济增长模式退出历史舞台，经济增速将会下行，但在新兴产业和消费的引领下经济发展质量将显著提升。

2、经济展望：前高后低，“斜N型”企稳。我们判断2020年经济增长将呈现“斜N型”，全年实际GDP同比为5.9%。“斜N型”的具体理解为：一季度上扬，二季度探底，下半年企稳，整体前高后低。支撑这一判断的理由主要有三点：第一，资本回报率低迷仍是我国经济增长面临的核心问题，潜在增速中枢下移是短期增长的长期背景；第二，2020年政策将是积极的，财政扩张，降准降息将对下行的经济做逆周期调节；第三，2020年下半年海外需求可能逐渐回暖，带动我国经济整体企稳。物价方面，猪价不是核心影响因素，无法推升全面通胀；预计CPI前高后低，PPI回升至0附近震荡，2020年名义GDP将与实际GDP背离。政策方面，2020年财政赤字率可能定在3%，但广义财政继续扩张，聚焦中央政府加杠杆；货币政策在杜绝“大水漫灌”的基础上，宽松确定，节奏渐进。

3、外部环境：预计全球经济在2Q2020企稳回升。中国的实际GDP增速有望在2019年4季度企稳在6.0%附近，并在2020年保持相对稳定的格局，因此可能成为本轮全球经济复苏的领头羊。由于欧元区和日本、韩国等经济体对中国需求的依赖较高，随着中国经济增速企稳，这些经济体的增速也可能逐步企稳。而美国的私人非住宅投资在2Q2020企稳回升的概率较高，将带动美国整体私人投资企稳回升；同时，美国私人消费与政府消费和投资相对稳定，那么届时美国经济也将企稳回升。由于美元指数整体保持相对弱势，以及发达经济体和中国需求的企稳，整体新兴市场经济可能也从弱势中温和复苏。因此，2020年2季度可能是本轮全球经济整体企稳回升的一个时点。不过，从时间节点和风险事件来看，贸易战是否会继续恶化，可能会影响全球经济增长的节奏和力度。

4、价值凸显：全球流动性扩张，中国资产吸引力上升。全球货币政策迎来新一轮宽松，全球流动性扩张，央行资产负债表扩张。全球流动性扩张背景下，利率水平总体下降；以10年期国债收益率来衡量，当前日本、德国、法国收益率均为负值。全球负利率债券规模也持续攀升。银行对私人部门债权规模上升，特别是亚太新兴市场上升明显。但非常规货币政策对经济的刺激效果边际递减。当前我国汇率稳定，利率相对较高，且货币政策更有空间，我国资产吸引力正在上升，外资也逐步加大对我国股市和债市的配置。

5、大类资产：A股处于新一轮转型驱动和盈利驱动的牛市起点。股市方面，预计A股2020年将走出一轮由转型驱动和盈利支撑的“业绩牛”，美股保持震荡格局；债市方面，中国利率债收益率前高后低，美国国债收益率进一步下行空间有限；其他类资产方面，美元指数先下跌再反弹，整体相对偏弱；人民币总体稳定、有所升值；布伦特原油价格在50-70美元/桶震荡；美国实际利率进一步下行空间有限，金价上涨受阻。

风险提示：财政宽松不足、货币过紧、房地产泡沫、中美贸易摩擦升温等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

引言 告别老路，迎接新平衡.....	7
一、告别老路：从地产基建驱动到创新消费驱动.....	8
1、被房地产绑架的中国经济.....	8
2、为什么不走“地产拉经济”的老路？.....	9
3、逆经济周期的基建.....	12
4、为什么不走“基建拉经济”老路？.....	13
5、告别老路，迈向创新、消费驱动型经济.....	16
6、转变增长方式：重构政府、企业、居民和金融四大部门关系.....	18
二、经济展望：前高后低，斜“N”型企稳.....	22
1、GDP：前高后低，“斜 N 型”企稳.....	22
2、外贸：2020 年进口将先于出口改善.....	24
3、投资：基建投资回升，制造业企稳，房地产投资下滑.....	27
4、消费：名义 GDP 上行，减税降费，2020 年社零增速稳中有升.....	32
5、通胀：CPI 上行，但 PPI 下行.....	33
6、政策：财政政策更加积极，货币政策边际宽松.....	34
三、外部环境：预计全球经济在 2Q2020 企稳回升.....	39
1、美国经济可能在 2Q2020 年企稳，再度降息 1-2 次左右，财政空间不大.....	39
2、欧元区经济企稳迹象显现.....	40
3、日本经济表现相对较好，外部需求走弱是主要拖累.....	42
4、新兴市场资本流出压力缓解，经济增速企稳回升.....	43
四、价值凸显：全球流动性扩张，中国资产吸引力上升.....	45
1、全球货币政策迎来新一轮宽松.....	45
2、非常规货币政策对经济的刺激效果边际递减.....	48
3、中国资产吸引力上升.....	50
五、大类资产：A 股处于新一轮转型驱动和盈利驱动的牛市起点.....	52
1、流动性进一步推升 A 股估值较难，盈利上行带动上涨确定性更高.....	52
2、预计 2020 年美股保持震荡格局，港股近期的估值修复确定性较高.....	55
3、预计 2020 年，中国利率债收益率前高后低，信用利差可能分化.....	56
4、预计 2020 年，美国国债收益率进一步下行空间不大.....	57
5、预计 2020 年，美元指数先下跌再反弹、整体相对偏弱，人民币汇率温和升值.....	57
6、预计 2020 年，需求将对油价形成一定支撑，铜价也将跟随需求上行，金价震荡下行.....	60

图表目录

图表 1: 房地产投资对经济增长的贡献大.....	8
图表 2: 中国房地产投资占 GDP 比重大.....	8
图表 3: 住房资产在居民资产中占比高 (万亿元)	9
图表 4: 个人住房贷款在五大行中占比均较高.....	9
图表 5: 房地产投资占 GDP 比重高.....	9
图表 6: 房地产对经济的拉动作用大.....	9
图表 7: 中国居民部门杠杆率已升至较高水平 (%)	10
图表 8: OECD 实际房价指数 (2015 年=100)	10
图表 9: 70 个大中城市二手房住宅价格同比.....	10
图表 10: 美国房价上涨过快造成经济衰退.....	11
图表 11: 日本房价上涨过快造成经济衰退.....	11
图表 12: 全面上涨的房价 (万元)	11
图表 13: 主要代表城市的涨幅.....	11
图表 14: 房地产 ROE 高于多数行业 (%)	12
图表 15: 房地产信用利差低于多数行业 (BP)	12
图表 16: 基建投资占 GDP 比重高.....	13
图表 17: 基建投资对 GDP 拉动.....	13
图表 18: 基建投资回报率低.....	13
图表 19: 政府资金占比上升, 社会资金占比下降.....	13
图表 20: 基建投资回报率低.....	14
图表 21: 政府资金占比上升, 社会资金占比下降.....	14
图表 22: 基建稳增长边际效用递减.....	15
图表 23: 2010-2016 年产能过剩	15
图表 24: 走老路造成资本回报率长期低迷.....	16
图表 25: 90 年代美国新经济时期 (%)	17
图表 26: 90 年代美国信息通信技术为核心行业 (%)	17
图表 27: 新经济对我国 GDP 的拉动作用.....	17
图表 28: 与美国、日本、德国相比, 我国居民消费率偏低.....	18
图表 29: 2014 年以来农村居民消费支出增速高于城镇.....	18
图表 30: 2010 年以来, 农村居民收入增长明显高于城镇.....	18
图表 31: 重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系.....	19
图表 32: “四本账”收入占 GDP 比重较高.....	19
图表 33: 我国综合税率高于大部分发达国家.....	19
图表 34: 近年来国有企业效率有所提高, 但私营企业效率持续下滑.....	20
图表 35: 我国居民消费支出占 GDP 比重依然偏低.....	20
图表 36: 我国金融业增加值占 GDP 比重较高.....	21
图表 37: 银行利润占比较高.....	21

图表 38: 改革开放: 全面提高全要素生产率	21
图表 39: 三大需求对 GDP 的拉动	22
图表 40: 预计 2020 年实际 GDP 增长目标调至 6.0% 左右	23
图表 41: “斜 N 型”经济走势	24
图表 42: 名义 GDP 向上确定性较高	24
图表 43: 信用供给约领先名义 GDP 一年	24
图表 44: “衰退型顺差”上升	25
图表 45: 净出口对 GDP 同比的拉动不降反升 (%)	25
图表 46: 外需向下, 2020 年二季度或是拐点	26
图表 47: 中美贸易摩擦负向影响扩大	26
图表 48: PPI 同比下行, 进口增速随之走低	27
图表 49: 国内政策有支撑, 进口好于出口	27
图表 50: 2018 年表外融资受限, 基建投资资金来源紧张	28
图表 51: 减税降费带动利润回升	29
图表 52: 高新技术与传统制造业增速仍高 (%)	29
图表 53: 今年以来, 建安投资增速回升	30
图表 54: 2011 建安投资链值得借鉴 (%)	30
图表 55: 固定资产投资增速将会下行 (%)	31
图表 56: PPI 与存货累计同比走势基本一致	32
图表 57: 2011PPI 与存货变动占 GDP 比重走势基本一致	32
图表 58: 名义 GDP 上行带动社零回升	32
图表 59: 图表 汽车消费对社零影响较大	32
图表 60: 2018 年食品和交通工具用燃料推升 CPI	33
图表 61: 核心 CPI 已经开始下行	33
图表 62: 2018 年食品和交通工具用燃料推升 CPI	34
图表 63: 核心 CPI 已经开始下行	34
图表 64: 综合 CRB 略微领先于 PPI	34
图表 65: 原油和钢铁价格处于下行趋势	34
图表 66: 财政支出与收入产生缺口	35
图表 67: 中央政府具有加杠杆空间	35
图表 68: 企业实际利率被动抬升	36
图表 69: 中央政府杠杆率、赤字率上升	37
图表 70: 货币政策宽松	37
图表 71: 2019 年及 2020 年经济数据预测	38
图表 72: 3Q2018 以来美国经济逐步放缓 (%)	40
图表 73: 私人投资下滑是本轮美国经济走弱的主要拖累 (%)	40
图表 74: 美国的私人消费支出相对稳定 (%)	40
图表 75: 美国私人住宅投资自 1Q2019 逐渐回升 (%)	40
图表 76: 美国私人住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度 (%)	40

图表 77: 美国 ISM 制造业 PMI 和 Markit 制造业 PMI 从分化到一致改善.....	40
图表 78: 欧元区实际 GDP 同比增速仍处于自 2018 年初开始的下降趋势当中 (%)	41
图表 79: 德国经济走弱的速度高于欧元区整体平均水平	41
图表 80: 德国经济走弱的主要拖累在于外部需求 (%)	42
图表 81: 德国机电产品和运输产品增速下滑较大 (%)	42
图表 82: 德国制造业 PMI 与中国汽车销售的相关性升高	42
图表 83: 德国中央政府债务较低且持续下降 (%)	42
图表 84: 2019 年以来日本实际 GDP 增速逐季回升 (%)	43
图表 85: 日本开始逐渐重新加杠杆的进程 (%)	43
图表 86: 出口依然对日本经济形成拖累 (%)	43
图表 87: 通胀低迷意味着日本货币政策将保持宽松 (%)	43
图表 88: 韩国经济增速放缓 (%)	44
图表 89 阿根廷和土耳其经济现企稳迹象 (%)	44
图表 90: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整 (%)	45
图表 91: 主要央行资产结构.....	46
图表 92: 主要央行负债结构.....	47
图表 93: 利率水平下降(%).....	48
图表 94: 全球负利率债券规模上升.....	48
图表 95: 银行对私人部门债权规模上升	48
图表 96: 特别是对亚太新兴市场私人部门债权上升较快.....	48
图表 97: 非常规货币政策对银行贷款利率的传导相对较弱	49
图表 98: 非常规货币政策对经济的刺激效果是在减弱的, 上图日本, 下图欧元区	50
图表 99: 人民币汇率相对稳定	50
图表 100: 我国利率水平相对较高 (%)	50
图表 101: 存款准备金率 (%)	51
图表 102: 当前我国利率走廊.....	51
图表 103: 北上资金净流入	51
图表 104: 境外机构持有债券规模持续上升.....	51
图表 105: M2 同比-名义 GDP 同比是股票市场出现“水牛”的必要条件之一 (%)	53
图表 106: 整体 A 股 ROE 有望在未来几年回升.....	53
图表 107: 今年减税降费规模超出市场预期	54
图表 108: 个人所得税和增值税收入增速明显下降 (%)	54
图表 109: 实际资金成本上升到相对高位 (%)	54
图表 110: A 股非金融上市公司 ROE 企稳概率上升 (%)	54
图表 111: 信用改善对 A 股形成支撑.....	54
图表 112: 贷款利率和国债收益率中枢下移 (%)	55

图表 113: 2020 年风险偏好有望上升	55
图表 114: A 股风险溢价处于相对高位, 较国债具有更高的配置价值 (%) ...	55
图表 115: 以“CAPE”衡量的美股估值处于历史高位 (%)	56
图表 116: 中国潜在增长率逐步下移	57
图表 117: 机械设备行业信用改善较地产行业更为明显 (BP)	57
图表 118: 美国 10 年期国债收益率下行空间有限 (%)	57
图表 119: 市场认为美联储 2020 年降息 1-2 次 (%)	57
图表 120: 美德利差将先收窄再走阔 (%)	59
图表 121: 美国与欧元区的经济增长动能存在差	59
图表 122: 中美经济收敛趋势确定	59
图表 123: 中美利差与汇率背离	60
图表 124: 中美贸易摩擦时间轴梳理	60
图表 125: 中美经济周期从分化走向收敛	60
图表 126: 2020 年人民币先升值后贬值	60
图表 127: 预计布伦特原油价格区间震荡	61
图表 128: 铜价与全球经济相关性依然较高	61
图表 129: 金价在 4Q2019 可能在 1350-1550 美元/盎司的区间震荡	61

引言 告别老路，迎接新平衡

改革开放 40 年，我国经济增长取得巨大成就，房地产和基建发挥着至关重要的作用。但现阶段地产和基建引致的问题愈发严重，资本回报率低迷成为我国经济增长的核心问题。因此，告别老路、寻求新的经济发展模式实现高质量增长成为我国当务之急。本文以此为切入点，提出了未来经济转型可能的发展方向。我们认为，未来应摆脱依靠地产和基建拉动经济增长的老路，转型为依靠创新和消费驱动的新经济发展模式。当然这一过程将导致经济增速下一个台阶，不过，这种转型从历史角度看是必要的、也是必需的，多数国家从此走上高质量增长之路，迎来了新旧发展模式的新平衡。未来新兴产业和消费有望迎来跨越式发展，它们也将作为未来核心资产全面带动我国技术创新和全要素生产率提升，这也是我们提出第二次改革开放的核心落脚点。

本文第一部分重点阐述“告别老路”的含义：从地产基建驱动到创新消费驱动。过去经济增长主要依赖房地产和基建，造成了偏高的居民杠杆率和房地产泡沫；当前基建存量已经较高，且项目回报率较低，难以有效撬动社会资本，造成了地方政府杠杆率的攀升。因此，需要告别房地产、基建驱动增长的老路，迈向创新、消费驱动型经济。这意味着经济增速将下行，但经济发展质量将得到提升。

第二部分基于短期视角对 2020 年经济增长作了展望：前高后低，“斜 N 型”企稳。预计 2020 年经济增长呈现“斜 N 型”，一季度上扬，二季度探底，下半年企稳。一季度高点源于基建和建安，二季度低点在于地产拖累，三四季度企稳在于外需回暖，全年实际 GDP 增长 5.9%；全年 CPI 前高后低，中枢为 3.0% 左右；财政政策将更加积极，聚焦中央政府加杠杆；货币政策宽松确定，节奏渐进。

第三部分重点分析了外部环境，提出了一个重要判断：预计全球经济在 2Q2020 企稳回升。当前美国经济增速下滑主要受到私人投资的拖累，美国私人非住宅投资将在 2020 年 2 季度左右企稳回升；本轮欧元区经济增长滞后于中国，德国具有财政扩张的诉求和空间；日本经济表现相对较好，外部需求走弱是主要拖累；新兴市场资本流出压力缓解，经济增速企稳回升。

第四部分着重强调了我国资产在全球资产中的价值凸显。全球货币政策迎来新一轮宽松，但非常规货币政策对经济的刺激效果边际递减。全球流动性扩张，利率水平总体下降，负利率债券规模也持续攀升。当前我国汇率稳定，利率相对较高，且货币政策更有空间，我国资产吸引力正在上升。

第五部分通过对宏观经济的整体把握提出对大类资产的走势判断。我们认为中国 A 股正处于新一轮转型驱动和盈利驱动的牛市起点。预计 A 股全年呈现创新驱动型结构牛市，从 3Q2019 开始，将走出一轮“业绩牛”；中国利率债收益率前高后低；美元指数将先走弱、后走强，但整体走势相对今年偏弱；人民币总体稳定、有所升值；布伦特原油价格在 50-70 美元/桶震荡；美国实际利率进一步下行空间有限，金价上涨受阻。

一、告别老路：从地产基建驱动到创新消费驱动

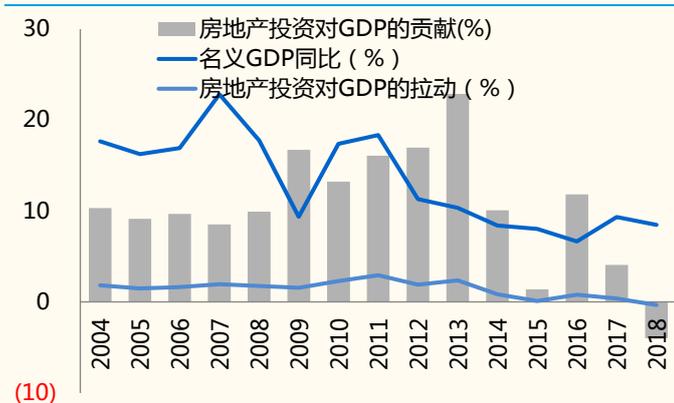
我们认为我国经济依托房地产和基建的老路已经走到尽头，原因在于当资金过度集中于房地产和基建会造成资本回报率长期低迷，当前我国几乎所有部门均与房地产有着不可分割的关联，而房价泡沫已发展至全球较高水平，同样基建作为过去地方政府打造优秀政绩的“法宝”也引来难以磨灭的债务问题。总之，依靠基建和地产拉动经济的老路已千沟万壑，那么未来经济增长靠什么？我们认为未来新兴产业和消费有望迎来跨越式发展，而它们也将作为未来核心资产全面带动我国技术创新和全要素生产率提升。告别老路意味着旧的经济增长模式退出历史舞台，经济增速将会下行，但在新兴产业和消费的引领下经济发展质量将显著提升。

1、被房地产绑架的中国经济

1) 房地产投资对经济增长贡献高。

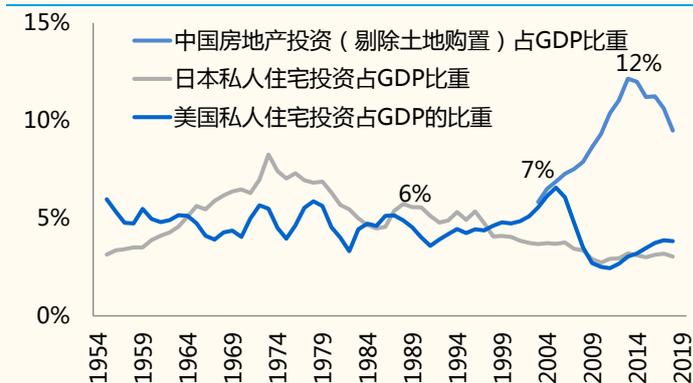
过去 40 年，我国经济增长高度依赖房地产。从占比上看，剔除土地购置费的房地产投资额占 GDP 比重的 10% 左右，最高点达到 12%，远高于日本和美国 3%-4% 水平，日本 1985-1990 年地产泡沫破灭前私人住宅投资才占到 GDP 的 6%，美国 2008 年次贷危机之前，最高点私人投资才占到 GDP 的 7%，因此，从国际视角的对比来看，我国经济增长高度依赖房地产。从对经济的拉动上看，房地产投资对名义 GDP 的拉动在 0-3% 之间。考虑到诸多产业终端对应房地产（如工程机械、钢铁、家电、装潢等），因此实际房地产对经济增长的贡献应高于此。

图表 1：房地产投资对经济增长的贡献大



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：中国房地产投资占 GDP 比重大



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

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_8663

