

## 乌云金边——2020 年宏观经济展望



报告发布日期

2019 年 11 月 26 日

## 研究结论

- 2019 年国内经济的承压因素到 2020 年仍然延续，除了关税的压制之外，回报率下降带来投资信心疲弱，消费被经济下行、边际支出倾向减弱等因素制约，地方财政纪律与地产调控难以有转向性的放松，金融监管仍然在位。即使本轮普查能够对以往 GDP 进行一定修正，对 2020 年经济增速的要求仍然不低，这对稳增长的形式和力度提出了更高的要求。
- **通胀：CPI 前高后低，PPI 低位徘徊。**（1）10 月能繁母猪环比刚刚止跌回升处在 0 附近，距离猪肉价格彻底下降仍需时间，并不改未来半年的上涨趋势，测算 CPI 高点出现在一季度（5.2%），全年呈现前高后低，三季度回到 3% 以下；（2）伴随着地产投资下行、出口交货值同比负增长扩大，工业品价格仍然承压，PPI 预计低位徘徊，二季度触底。
- **货币政策：2020 年是资管新规过渡期的最后一年，监管方面难有放松，因此即便存在较高通胀，货币政策也需要保持宽松并为表外回表以及实体经济稳增长提供支持。**或持续降准，LPR 降低 2-3 次，节奏由银行间资金面、信贷规模变化、外部风险等因素决定。
- **税收制度：落实原有减税政策+深化支持重点领域。**（1）历史经验与中外比较均显示，在经济面临下行压力的情况下，消费税倾向于增而不是减，我们预计消费税改革明年将从若干品类开始起步，但距离弥补地方财政缺口还任重道远；（2）增值税“三档并两档”值得期待，或将与消费税改革具体措施落地实现增减之间的协同，可能并不是明年。
- **财政：预计“前门”大开。**明年赤字率或顶格达到 3%（则中央赤字规模增速 15%，前值 18%，地方赤字增速 17%，前值 12%）；（2）专项债提高到 3.2 万亿（过去几年地方专项债/名义 GDP 呈逐年提高）。
- **消费：尽管经济下行，仍有望保持平稳增长。**（1）2020 年将迎来高竣工交付的大周期，进一步带动地产后周期消费；（2）汽车也有望低位改善：考察以往汽车行业的固定资产投资、工业增加值与乘用车销量可以发现，生产增速高于投资增速往往意味着销量的回升，而当前正处于临界状态。
- **投资：近两年项目大量批复叠加资金来源拓宽，基建有望向上对冲地产和制造业投资下行：**（1）2019 至今发改委批复重大项目投资额增速较去年增长 13%，多数项目可以在今年开工，延续到至少 2021 年，2018 年审批通过的金额也将在 2020 年继续体现；（2）资金来源的角度，除赤字与专项债规模扩张之外，另有三因素能够对基建形成支撑，分别是专项债投资领域进一步向基建转移（当前不足 20%）、降低资本金与创新融资模式的举措持续落地、PPP 有望在 2020 年对基建形成更有力补充（落地率不断提高）。
- **经济增速：库存周期拉动下 2020 年经济增速下半年或好于上半年，全年预计 6%：**库存周期从主动去库向被动去库切换时，第二产业 GDP 累计增速（扣除过去一年平均值）多呈现上行，而明年下半年 PPI 触底回升后有望拉动营收，进一步推动库存周期进入下一个阶段。
- **风险提示：**（1）出口产业链承压，摩擦性失业可能持续处于较高水平，为居民收入增速乃至社会治理带来压力；（2）经常账户顺差减少进一步提高央行利用外汇储备维护汇率的难度，或导致人民币呈现稳中有贬。

证券分析师

孙金霞

021-63325888\*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

王仲尧

021-63325888\*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

证券分析师

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

联系人

曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

船到中流浪更急——2019 年下半年宏观经济展望 2019-07-01

济展望

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 2019 关键词：动能放缓，政策趋宽 .....              | 4  |
| 贸易摩擦加剧叠加内需下行 .....                    | 4  |
| 出口交货值增速转负 .....                       | 4  |
| 汽车显著拖累消费 .....                        | 5  |
| 监管余温仍在，影响投资意愿 .....                   | 6  |
| 受制于财政纪律，基建投资回升但低于预期 .....             | 6  |
| 逆周期调节始终在位，通胀逐渐成为重点问题 .....            | 6  |
| 去杠杆转向稳杠杆，流动性明显改善 .....                | 6  |
| 减税降费，提高赤字 .....                       | 7  |
| 利率市场化取得突破 .....                       | 8  |
| 猪周期逐渐成为焦点，尚未成为货币政策掣肘 .....            | 8  |
| 从 2019 到 2020，哪些改变正在发生？ .....         | 8  |
| 中美博弈的领域继续扩大，已加征关税仍将延续 .....           | 8  |
| 美、欧各有症结，海外复苏可能性不大 .....               | 9  |
| 下行压力明显，稳增长需进一步加强，扶贫、农村将是关键议题 .....    | 11 |
| 2020 关键词：乌云金边，迎接企稳 .....              | 12 |
| 货币政策不改宽松，呵护市场力度延续 .....               | 12 |
| CPI：前高后低，斜率陡峭 .....                   | 12 |
| PPI：二季度触底，中枢较低 .....                  | 15 |
| 资管新规过渡结束，“堵后门”加速 .....                | 16 |
| 货币政策仍将成为流动性保障 .....                   | 17 |
| 财政大开前门 .....                          | 18 |
| 消费税改革启动，弥补地方财力任重道远 .....              | 18 |
| 增值税“三档并两档”值得期待，但可能不是 2020 年 .....     | 20 |
| 赤字率或顶格，专项债或超预期 .....                  | 20 |
| 什么是三驾马车最大抓手？消费平稳，基建向上 .....           | 21 |
| 地产后周期与汽车有望贡献于消费增速平稳 .....             | 21 |
| 项目批复叠加资金来源拓宽，基建有望向上对冲地产和制造业投资下行 ..... | 23 |

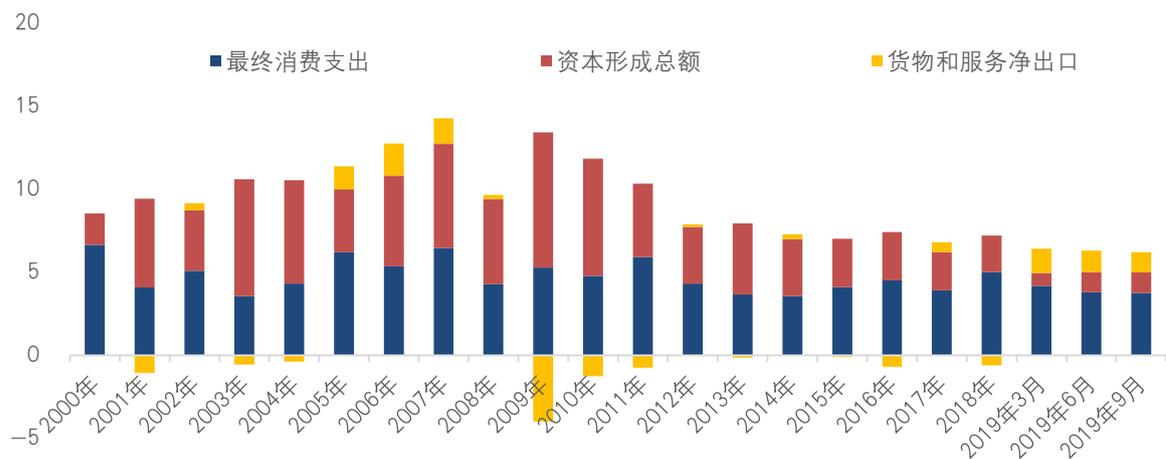
|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 库存周期拉动下 2020 年经济增速下半年或好于上半年 | 25 |
| 风险提示.....                   | 27 |

## 2019 关键词：动能放缓，政策趋宽

金融危机后，我国经济增速整体保持着下行趋势，最终消费支出与资本形成总额对 GDP 增长的拉动中枢不断下移。2019 年，外部风险叠加内需疲弱，国内经济进一步减速，尤其是投资和消费，净出口由于抢出口叠加进口萎靡，仍保持着正贡献。在此背景下，财政与货币政策均较 2018 年力度更大，利率市场化、减税降费等环节取得重要突破，对经济起到了托底的作用。

回顾开年至今各项特征，我们将其概括为以下几点：

图 1：三驾马车对 GDP 增速的贡献（%）

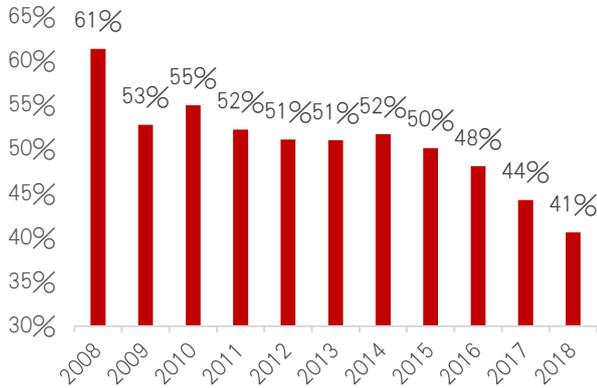


数据来源：Wind，东方证券研究所

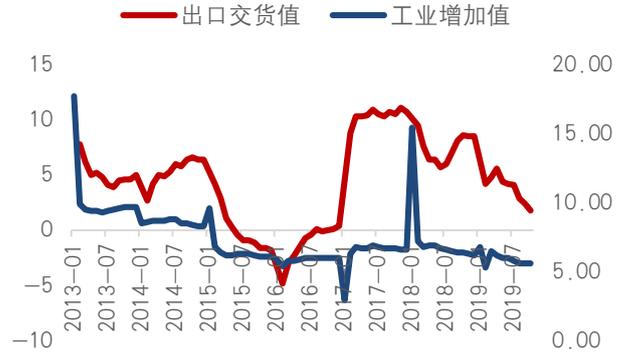
## 贸易摩擦加剧叠加内需下行

### 出口交货值增速转负

如果将 2018 年 4 月美国贸易代表办公室公布对华 301 调查征税产品建议清单作为本轮中美摩擦升级的开始，则到目前已经一年有余，但由于抢出口、新订单反应滞后等原因，出口交货值直到近期才刚刚转负，今年 8 月录得-4.3%，之后连续 3 个月同比收缩。需要指出的是，出口交货值占整体工业增加值的比例仍在 40%以上，对工业增加值的变动具备一定解释力。

**图 2：出口交货值/工业增加值**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：出口交货值与工业增加值（右）累计同比（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

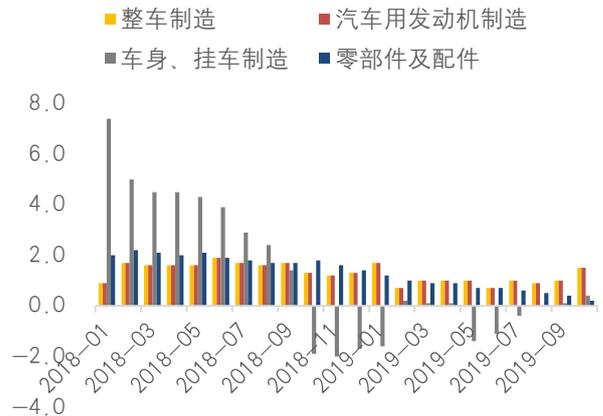
### 汽车显著拖累消费

2019Q3，最终消费支出对 GDP 增速的贡献为 60.5%（前值 60.1%，更之前连续 5 个季度在 65% 以上），拉动 GDP 累计增速（6.2%）3.8 个百分点，持平于前值，系 2015 年 3 月以来最低水平。

汽车显著拖累消费。从社会消费品零售总额的角度，汽车（占整体限额以上零售额 27%，其增速与整体消费增速强相关）量价齐跌是拖累消费的主要原因：除 2019 年 6 月国五转国六导致冲量之外，汽车零售增速自去年 5 月份以来始终保持负增，当前单月同比-3.3%，累计同比 0.1%，价格角度，汽车各细分行业 PPI 相对整体工业品 PPI 的差值今年也有明显走低。

**图 4：汽车消费增速 vs 整体（累计同比，%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：汽车各细分行业 PPI（扣除整体全行业 PPI，%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 监管余温仍在，影响投资意愿

### 受制于财政纪律，基建投资回升但低于预期

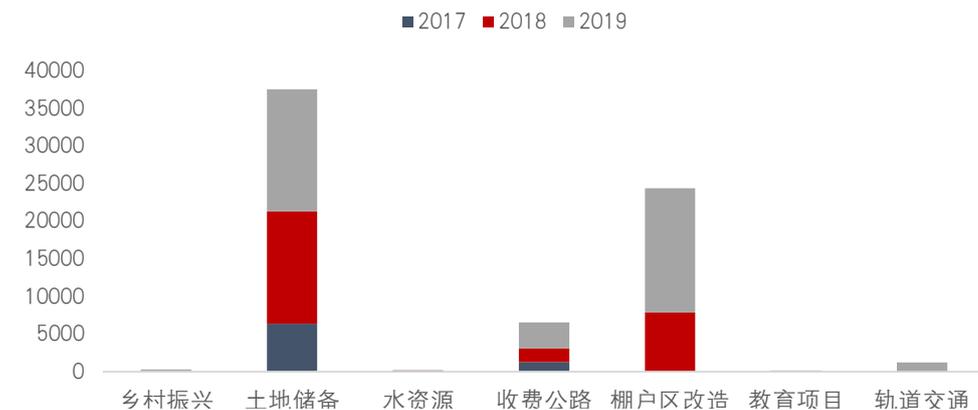
2019Q3 资本形成总额对 GDP 累计同比的拉动为 1.2 个百分点，从固定资产投资的情况来看：

(1) 地产投资韧性仍强，当前累计同比增长 10.3%，大幅高于整体固定资产投资增速（5.2%），主要由建安投资高增速拉动；

(2) 今年 4 月起制造业投资始终保持在 2.5%-3.5% 的区间，低于一季度末（4.6%），更大幅低于去年年末的水平（9.5%）；

(3) 基建小幅提升但低于预期。基建高预期的一个重要原因在于今年专项债额度扩张（从 1.35 万亿增加到 2.15 万亿），但实际上投入基建的比例有限，当前棚改与土地储备占比超过 86%，与此同时城投债与非标监管仍然严格，地方财政纪律并未放宽，综合导致基建增速并未如期走高，当前累计同比 4.2%，仅略高于去年年末 0.4 个百分点。

图 6：专项债领域分布（截至 2019 年 11 月 24 日，亿元）



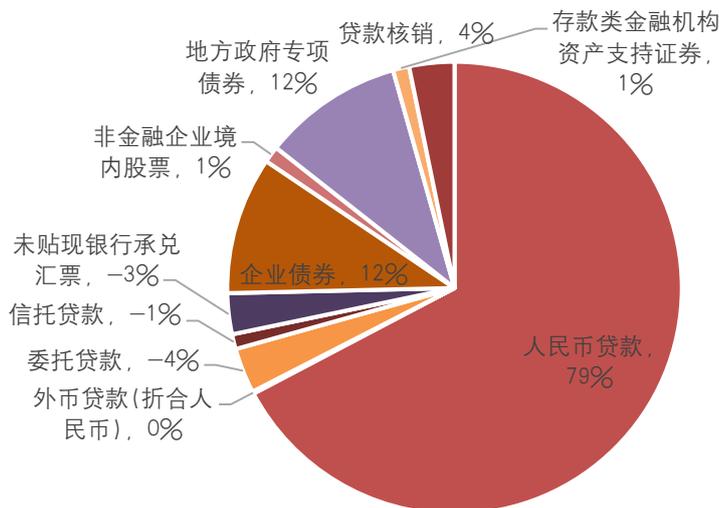
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 逆周期调节始终在位，通胀逐渐成为重点问题

### 去杠杆转向稳杠杆，流动性明显改善

受制于贸易摩擦与国内经济下行压力，过去两年严厉的去杠杆到今年出现明显缓和，稳增长代替了防风险成为政策重心。截至 10 月，社融累计规模 19.4 万亿，明显高于去年同期 16.2 万亿，存量增速 10.73%，去年年末 9.85%，已从金融去杠杆带来的信用紧缩中部分恢复。从细分项看，人民币贷款的改善是主导因素（80%），其次是直接融资（13%）与专项债（12%）。

图 7：今年以来各细分项对社会融资总额存量的贡献拆解



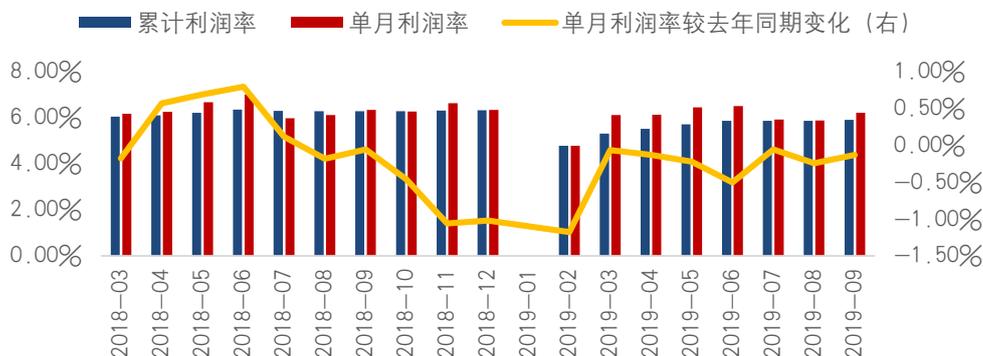
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 减税降费，提高赤字

今年前三季度，全国累计新增减税降费 17834 亿元，其中新增减税 15109 亿元，新增社保降费 2725 亿元。根据财政部部长刘昆 11 月 22 日在优化营商环境高级别国际研讨会上透露的内容，今年全年减税降费规模有望达到 2.3 万亿，超额完成目标。从减税对工业企业利润数据的实际影响来看，尽管整体企业利润率仍低于去年同期，但如果考察走低的幅度，今年已经结束去年的走低态势，出现企稳。

为了缓解减税降费后财政的不足，2019 年赤字率从 2018 年 2.6% 提高到 2.8%，其他补充财力的途径还包括压缩政府一般性支出、增加特定国有金融机构和央企上缴利润，等等。财政部预算显示，2019 年“国有资本经营收入（部分金融机构和中央企业上缴利润）”一项为 5650 亿元，较前一年 3218 亿大增 2433 亿。

图 8：2018 年至今工业企业利润率变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 利率市场化取得突破

8月17日央行发布公告改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，LPR自此成为各银行新发放贷款中的主要参考。不同于原贷款基准利率，LPR利率一月一更新，灵活程度大大超过传统的降准、降息操作，同时央行与报价行的态度均能在形成机制中得到反映。LPR改革落地后首次报价即较之前降低，之后的9月、11月继续降低，呵护市场意图明显。

在此背景下，11月16日，央行发布第三季度货币政策执行报告并设置了“改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制”专栏，指出要进一步打破贷款利率隐性下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，并抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案，这也将成为LPR改革之后的方向。

### 猪周期逐渐成为焦点，尚未成为货币政策掣肘

2019年一季度CPI维持平稳，但猪周期带来的结构性通胀促使整体CPI在4月份冲抵2.5%，9月达到3%，10月更是达到3.8%，食品项与非食品项形成了明显的剪刀差，后者伴随着经济下行压力呈现持续下行的态势。

PPI与核心CPI类似，需求萎靡、供给侧改革红利趋尽叠加去年基数的压力，当前已连续4个月为负。与CPI的剪刀差同样在快速拉大。

图 9：历年同期生猪价格变化（元/千克）

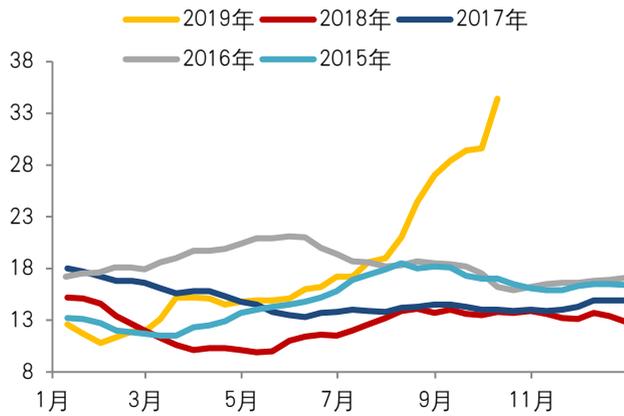
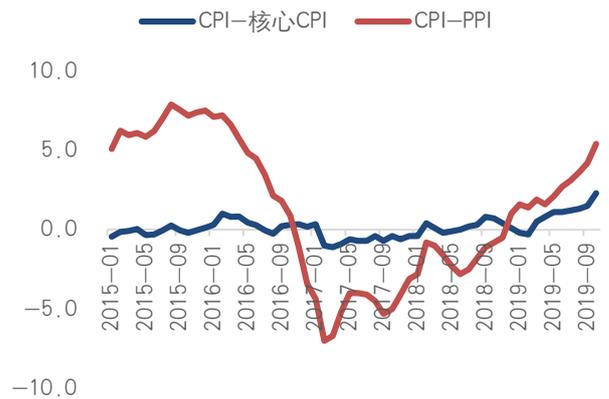


图 10：CPI vs 核心CPI 以及 CPI vs PPI (%)



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\\_8778](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8778)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn