

证券研究报告/宏观专题

## 决胜小康——2020 年国内宏观经济及资产配置展望

### 报告摘要：

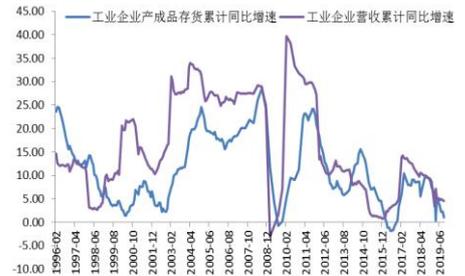
展望 2020 年，通胀方面，我们预计明年前三季度 CPI 均可能维持在 4% 的高位，高点可能在 6% 左右，之后在高基数的作用下回落，全年 CPI 中枢大约为 4.5%。PPI 同比增长中枢小幅回升至 0% 左右。明年猪价的上涨将继续推动通胀上行，但目前来看仍然是结构性通胀，而且通胀在明年下半年的下行趋势确立。我们预计新一轮的慢降息周期已经开启，通胀约束了节奏而非货币政策的趋势。

我们认为明年固定资产投资增速相较今年将有望回升。制造业投资谨慎乐观，随着贸易摩擦缓解、明年 1 季度库存周期见底、企业利润修复、政策支持等因素影响，制造业投资回升预计中性情形下明年增速将回升至 4% 附近。今年土地成交规划面积增速放缓预示房地产投资可能会小幅回落，但房地产开发计划总投资前十个月增长 13.9%，所以增速回落不会太多，预期中枢在 6-7% 的区间。10 年国债利率、贷款利率领先住房销售，慢降息周期下，住房销售预计平稳。决胜小康，房价需要稳定，所以购房潮不会形成。明年基建资本金约束总体压力不大，配套资金会继续倾斜，全口径基建投资将企稳复苏，全年中枢在 6% 左右。消费方面，我们预估明年社会消费品零售总额名义增长约 8.5%。我们选了 9 个零售板块预判社零，其增速应可回稳。外贸方面，我们预计进出口增速均将回升，净出口贡献下降。

明年是全面实现小康社会的攻坚年，我们认为宏观逆周期调节仍然会发挥作用，确保经济和居民收入增长实现翻番目标。综合经济各项指标表现，不考虑未来历史 GDP 修正的情形下，我们预计明年经济增长速度有望保持 6% 左右的增长速度。面对内外部形势压力，我们认为中国经济发展的长期方案不外乎持续的改革开放、创新举动。

基于我们对明年国内外宏观经济、政策等基本面的判断，我们预计 2020 年权益资产表现将好于固定收益。工业品整体预计将偏弱，猪周期未完待续，黄金仍具配置价值。

风险提示：1. 外部环境最大的不确定性仍然来源于中美关系，谈判变数较大，这将影响到企业投资预期、汇率变化、进出口增长等等。2. 国内较大的不确定性可能来自于基建资金的不到位，行政干预下猪价涨幅低于我们的预期，房地产投资继续超预期等。



### 行业数据

GDP(%)	6
M2(%)	8.5
CPI 中枢(%)	4.5
PPI 中枢(%)	0
固定资产投资(%)	6.1
社会消费品零售额(%)	8.5
美元兑人民币	6.9

### 相关报告

《全球货币政策延续宽松，经济共振到分化，人民币有望升值——2020 年海外宏观年度展望》（20191120）

《2020 年通胀走势预测及货币政策展望》（20191117）

《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》（20190903）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

## 目录

<b>1. 2020 年：货币慢宽松，价格中枢抬升，经济收官“翻番”</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 明年 CPI 中枢显著上移至 4.5%，PPI 中枢约为 0%</b> .....	<b>6</b>
<b>3. 投资修复，消费回稳，净出口贡献将下降</b> .....	<b>7</b>
3.1. 明年制造业投资有望修复至合理水平.....	8
3.2. 房地产投资增长小幅下行，商品房销售有望维持平稳.....	11
3.2.1. 房地产投资增速回落幅度不会大.....	11
3.2.2. 预计房地产销售保持稳定.....	12
3.3. 预计明年基建投资将继续复苏，全年中枢在 6%左右 .....	14
3.3.1. 资本金：项目资本金不足是结构性问题，明年总体压力不大.....	15
3.3.2. 配套资金：政策支持下有望向符合有效投资条件的基建项目倾斜.....	17
3.3.3. 老旧小区改造工程、政策性金融债将为基建回升提供助力.....	19
3.4. 结构上显积极迹象，预计 2020 年消费有望回稳.....	20
3.4.1. 政策继续助力消费.....	20
3.4.2. 权重零售板块表现预判.....	21
3.5. 预计 2020 年净出口对经济贡献下降.....	25
<b>4. 全面实现小康攻坚、改革开放、科创</b> .....	<b>27</b>
<b>5. 资产配置建议：权益机会多于固定收益</b> .....	<b>29</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>31</b>
图 1: 2020 年 PPI 翘尾形态 .....	7
图 2: 2020 年布伦特原油同比有望回升 .....	7
图 3: PPI 同比与房地产开发投资.....	7
图 4: PPI 同比与布伦特原油月均同比.....	7
图 5: PPI 生活资料与 CPI 猪肉走势.....	7
图 6: PPI 与企业利润.....	7
图 7: 制造业固定资产投资增速各行业表现.....	8
图 8: 库存周期的历史比较.....	9
图 9: 化工行业库存周期.....	10
图 10: 汽车行业库存周期.....	10
图 11: 计算机、电子通信行业库存周期.....	10
图 12: 电气机械行业库存周期.....	10
图 13: 黑色冶炼行业库存周期.....	11
图 14: 房地产开发计划投资增速.....	13
图 15: 土地成交规划与房地产开投资.....	13



图 16: 土地成交价款与土地购置费 .....	13
图 17: 房地产开发-建安投资、其他费用 .....	13
图 18: 居民杠杆率增速稳中回落 .....	14
图 19: 国债收益率(逆序)领先商品房销售 .....	14
图 20: 住房贷款加权利率(逆序)与住房销售 .....	14
图 21: 房价走势与商品房销售 .....	14
图 22: 基建资本金主要来源表现平稳 .....	15
图 23: 交运仓储业投资持续放缓 .....	16
图 24: 其他基建行业投资回升弱于土地出让金 .....	16
图 25: 年内一、二线城市土地出让收入改善更明显 .....	16
图 26: 交运仓储业投资与中长期贷款余额表现分化 .....	17
图 27: 水利环境和公共设施管理业投资与中长期贷款增速一致 .....	18
图 28: 地方政府专项债净融资情况 .....	19
图 29: 9 月后 PSL 当月净投放转正 .....	20
图 30: 剔除汽车和石油及制品零售后的社零增速 .....	20
图 31: 各类促消费政策 .....	21
图 32: 9 类消费品零售增速 .....	23
图 33: 餐饮、粮油食品零售增长 .....	23
图 34: 汽车消费下台阶中受政策刺激影响 .....	24
图 35: M1 增长与汽车零售额 .....	24
图 36: 油价增长与石油及制品零售增长 .....	24
图 37: 通信技术发展与通讯器材零售 .....	24
图 38: 中西药品和日用品零售增长快于全部社零 .....	24
图 39: 家电零售随地产销售及刺激政策波动 .....	24
图 40: 服装鞋帽纺织品消费下台阶与生育政策刺激 .....	25
图 41: 我国出口与进口同比增速 .....	26
图 42: 各主要经济体 PMI .....	26
图 43: 一般贸易进口与进料加工进口缺口扩大 .....	26
图 44: 贸易差额与 PPI 价格负相关 .....	26
图 45: 中美贸易摩擦导致出口预测偏离真实值 .....	26
图 46: 进口预测 .....	26
图 47: 今年以来股票、黄金表现最佳 .....	30
图 48: 房地产投资与商品价格 .....	31
表 1: 明年主要宏观经济指标预测 .....	5
表 2: 8 月以来中美贸易谈判进程 .....	27
表 3: 今年加大开放执行情况 .....	28
表 4: 今年自贸协定谈判新进展 .....	29

## 1. 2020年：货币慢宽松，价格中枢抬升，经济收官“翻番”

2019年年初在稳增长政策积极发力下，国内经济一季度表现出韧性，但随着实体经济杠杆率复苏、房价上涨较快等苗头显现，二季度政策基调边际转向调结构与防风险。出于经济下行压力，7月政治局会议后政策砝码再度向稳增长倾斜。今年面对经济下行压力增大，货币政策保持较为宽松的状态，但10月以来的宽松幅度受到高企的通胀水平的限制。从实体经济角度回顾来看，投资方面，年初至今固定资产投资增速已落至5.2%；社会消费品零售总额累计同比增速即跌至8.2%，随后低位持稳，前十月录得8.1%；外贸方面，今年全球经济显疲态，全年PMI新出口订单指数在低位徘徊，衰退式顺差再现，1-10月美元计进出口同比增速转负，大幅低于去年同期。而从贸易环境来看，今年中美贸易摩擦在曲折中逐渐升级，但四季度以来出现缓和迹象并有望达成第一阶段贸易协议。

展望2020年，我们认为固定资产投资增速相较今年将有望回升。贸易摩擦冲击企业家信心是今年制造业投资超常下滑的主要原因，而四季度以来贸易摩擦出现缓和迹象，企业盈利有望企稳回升，库存周期将在明年1季度前后见底，产能利用率仍在历史高位，我们对2020年制造业投资谨慎乐观，预计中性情形下明年增速将回升至4%附近。土地成交回落，房地产销售稳定但难有购房潮，这些将拖累房地产投资，但房地产开发计划总投资高增长、施工预计仍将较快增长，我们预计明年房地产投资可能会小幅回落，预期中枢在6-7%的区间。考虑到资本金不足是结构性问题以及补短板的有保有压影响，加上专项债补充资本金、资本金比例下调等政策，明年基建资本金不会构成基建的约束，叠加旧改与政策性金融债以及银行贷款与专项债向配套资金倾斜的意愿，我们预计明年全口径基建投资将企稳复苏，全年中枢在6%左右。

消费方面，我们预估明年社会消费品零售总额名义增长约8.5%。今年社会消费品零售增长中枢下滑主要受到汽车与石油及相关制品消费的拖累，剔除这两类后我们发现今年同比增速整体保持平稳，在人均可支配收入、企业投资增速均下滑的背景下，这说明国家减税降费、促进消费等政策发挥了作用，明年促消费的政策将延续并为社零稳定继续提供助力。从细分板块的角度，我们选取社会消费品零售中占比最高的9个类别分析后认为，明年餐饮、汽车、石油及制品、粮油食品、通讯器材类等零售均有望回升，日用品与服装鞋帽及纺织品将面临下行压力，中西药品消费刚性较强，家电音像有望弱势回稳，总体看消费增长有较强的支撑。

外贸方面，我们预计2020年净出口对经济的贡献下降。全球经济从今年的共振走弱转向分化，中美阶段协议有望达成，人民币汇率有望小幅升值，大宗商品价格有望企稳修复，叠加基数较低，我国进出口增速均有望较今年回升，预计2020年美元计出口增速区间约为-3-4%，美元计进口增速0-5.5%，但是贸易顺差将有所收窄，也即净出口对经济贡献下降。

2020年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年，我们认为宏观逆周期调节仍然会发挥作用，预计明年货币政策将保持宽松，确保

经济和居民收入增长，实现翻番目标。综合经济各项指标表现，我们预计明年经济增长速度有望保持 6% 左右的增长速度。

我们预计明年 CPI 中枢显著上移至 4.5%，PPI 中枢升至 0% 附近。2019 年 CPI 增长中枢约 2.9%，形态呈前低后高，主要受到猪价上升的影响，并且这一影响将在明年延续，推动 CPI 中枢继续上行。我们预计 2020 年前三季度 CPI 均可能维持在 4% 的高位，高点可能在 6% 左右，之后在高基数的作用下回落，全年 CPI 中枢大约为 4.5%。PPI 方面，我们预计 2019 年 PPI 增速约 -0.3%，总体呈前高后低形态，形态变化主要受到基数效应影响，环比增速全年低速平稳。分生产资料和生活资料看，我们可以明显发现 2019 年 PPI 下降主要受到生产资料同比增长回落的影响，而伴随 CPI 的回升，近几个月 PPI 生活资料同比增速也出现了明显回升。考虑到明年 CPI 中枢的上移将带动生活资料 PPI 上升，我们预计 2020 年 PPI 同比增长中枢小幅回升至 0% 左右，并且在基数效应影响下，PPI 从 2019 年四季度到 2020 年将整体呈现一个见底弱回升的形态。

2019 年，猪价推动 CPI 持续走高，而 PPI 持续为负，经济下行压力较大，央行在 19 年 1 月与 9 月两次降低存款准备金率，11 月接连下调 MLF、逆回购与 LPR 利率，表明了不会因为通胀的高企而实施紧缩政策的态度。明年猪价的上涨将继续推动通胀上行，但目前来看仍然是结构性通胀，而且通胀在明年下半年的下行趋势确立。我们预计新一轮的慢降息周期已经开启，通胀约束了节奏而非货币政策的趋势。

面对内外部形势压力，我们认为中国经济发展的长期方案不外乎持续的改革开放、创新举动。

明年全球经济走势有望从共振走弱走向分化，美欧日等主要经济体货币政策将保持宽松，全球流动性将保持相对充裕。2020 年人民币汇率大概率稳中小幅升值，利好 A 股市场，中美贸易摩擦对 A 股的扰动将进一步缓解。国内政策总体以逆周期调节为主，猪周期带来的结构性通胀影响货币宽松节奏，而非慢降息周期的趋势。2020 年我国将迎来“翻番目标”收官验证年，一些在今年存在明显压力的领域如制造业投资、消费受到自身扰动因素变化以及政策支持的影响预计在明年企稳或回升，基建领域则延续逆周期功能。PPI 增长有望企稳弱回升，带来企业盈利增速的见底回升。我们尤其提示市场关注明年企业库存周期见底弱回升的可能性。经济增长仍然有压力，但可以完成翻番目标，不会出现超预期下行。面对内外部形势压力，中国经济发展需要寻找长期方案，我们认为这不外乎持续的改革开放、科技创新，这些制度红利将在明年继续释放，资本市场也可以从中获取线索。基于以上基本面的判断，我们认为 2020 年权益资产表现将好于固定收益。工业品整体预计将偏弱，猪周期未完待续，黄金仍具配置价值。

表 1: 明年主要宏观经济指标预测

指标	中性	区间
GDP(%)	6.0	5.9~6.1
M2(%)	8.5	8.0~9.0
CPI 中枢(%)	4.5	4.0~5.0

PPI 中枢(%)	0	-0.16~0.18
固定资产投资(%)	6.1	5.4~6.8
制造业投资(%)	4.0	2.0~6.0
房地产投资(%)	6.5	6.0~7.0
社会消费品零售额(%)	8.5	8.0~9.0
出口(美元, %)	0.0	-3.0~4.0
进口(美元, %)	2.75	0~5.5
美元兑人民币	6.9	6.7~7.1

数据来源：东北证券

注：第四次经济普查后，统计局对 2018 年 GDP 做了修正，统计局将根据 2018 年 GDP 修订结果对 GDP 历史数据进行修订。由于工作量大，GDP 历史数据修订工作目前尚未完成。这将影响经济数据的预测结果。

## 2. 明年 CPI 中枢显著上移至 4.5%，PPI 中枢约为 0%

2019 年 CPI 增长中枢约 2.9%，形态呈前低后高，主要受到猪价上升的影响，并且这一影响将在明年延续。主要考虑猪价的波动因素后，我们预计明年 CPI 中枢将显著回升至 4.5%，具体测算逻辑和过程请参见我们已发布的专题报告《2020 年通胀走势预测及货币政策展望》，本篇报告中不再赘述，主要分析 PPI 走势预测。

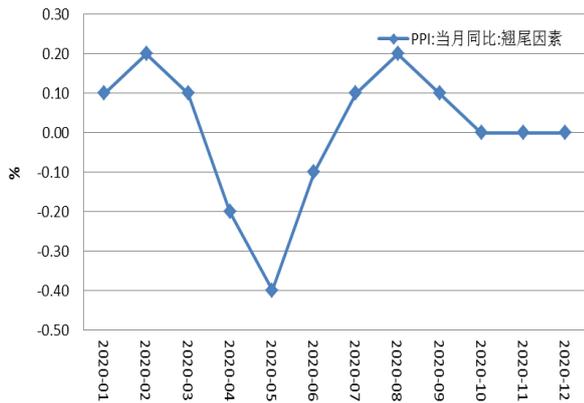
我们预计 2019 年 PPI 增速约 -0.3%，总体呈前高后低形态，形态变化主要受到基数效应影响，环比增速全年低速平稳。前 10 个月环比平均增长 -0.05%，略低于去年全年 0.07% 的环比平均增速。

基于截至 11 月 20 日的南华工业品增长环比小幅回落，我们预计 11 月的 PPI 环比增速与近两月大约持平。如此，我们可以得到 2020 年 PPI 同比增长速度的翘尾效应走势图，如下所示。分生产资料和生活资料看，我们可以明显发现 2019 年 PPI 下降主要受到生产资料同比增长回落的影响，而伴随 CPI 的回升，近几个月 PPI 生活资料同比增速也出现了明显回升（我们的拟合结果显示，PPI 生活资料中食品权重约 38%，衣着占比约 11%，一般日用品占比约 22%，耐用消费品占比约 27%）。因此，我们可以判断明年占 PPI 权重约 25% 的生活资料增速将保持相对的高增长，这将被考虑进我们明年的 PPI 预测当中。历史经验表明，我们的考虑是合理的，上几轮涨幅较为明显的猪周期中，生活资料与 CPI 食品走势趋同。基于此，生活资料 PPI 同比增速预计较今年明显回升。

我们估算的 2020 年 PPI 同比增长区间四舍五入后在 -0.2%~0.2% 左右，同比中枢接近 0 增长。也即，2020 年 PPI 同比增长中枢较今年小幅回升，由于今年 PPI 呈现前高后低，因此可认为 PPI 从 2019 年四季度到 2020 年整体呈现一个见底弱回升的形态。由于 PPI 与企业利润走势紧密关联，据此我们可以推断未来企业盈利大概率也将呈现企稳弱回升的状态。

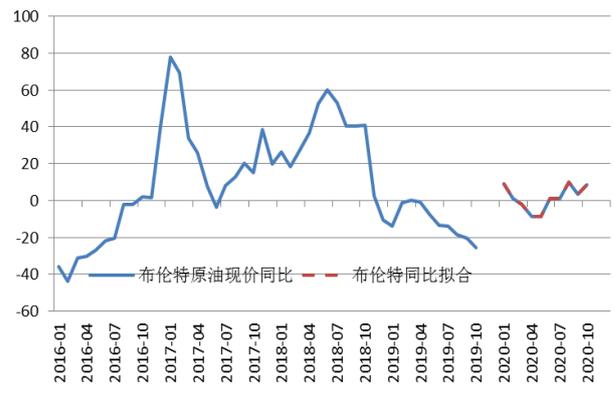
需要说明的是，我们将依据未来实际数据发布以及其他情况的变化更新我们的预测。

图 1: 2020 年 PPI 翘尾形态



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 2020 年布伦特原油同比有望回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PPI 同比与房地产开发投资



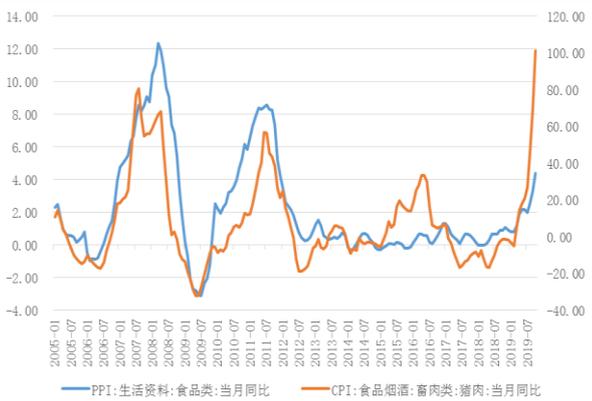
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PPI 同比与布伦特原油月均同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: PPI 生活资料与 CPI 猪肉走势



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: PPI 与企业利润



数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 投资修复, 消费回稳, 净出口贡献将下降

2019 年年初在稳增长政策积极发力下, 国内经济一季度表现出韧性, 但随着实体经济杠杆率复苏、房价上涨较快等苗头显现, 二季度政策基调边际转向调结构与

防风险，出于经济下行压力，7月政治局会议后政策砝码再度向稳增长倾斜。回顾来看，投资方面，年初至今固定资产投资增速已落至5.2%；消费方面，今年年初社会消费品零售总额累计同比增速即跌至8.2%，随后低位持稳，前十月录得8.1%；外贸方面，今年全球经济显疲态，全年PMI新出口订单指数在低位徘徊，衰退式顺差再现，而从贸易环境来看，今年中美贸易摩擦在曲折中逐渐升级，但四季度以来出现缓和迹象并有望达成第一阶段贸易协议。

展望明年，我们认为三驾马车中净出口贡献将下降，消费名义增速回稳，房地产投资构成明显的拖累力量，基建继续发挥逆周期调节作用，贸易摩擦缓解、弱补库周期开启有助于制造业投资的回升。

### 3.1. 明年制造业投资有望修复至合理水平

我们在2019年年度中期报告中指出上半年制造业投资的滑落已超出基本面影响，贸易摩擦冲击企业信心可以解释制造业投资的超常下滑。我们据此得出了“随着利润改善、预期修复以及政策的持续发力等，年内制造业投资将归于合理，后续有望企稳回升”的判断。随后在6、7月基数高升的背景下制造业投资如期实现修复，同时7月政治局会议首提“稳定制造业投资”，均有力检验了我们的看法。但受下半年中美谈判过程曲折、关税加征升级的影响，企业家信心再度受挫，截至11月制造业投资小幅回调至2.6%的水平。

展望2020年，我们认为今年抑制制造业投资的因素将有所弱化，一些积极因素正在出现。另外，十九大提出“提高供给体系质量”、“加快建设制造业强国”的目标、今年7月政治局会议历史首提“稳定制造业投资”等利好也有望在明年对制造业投资形成支撑。基于以上分析，我们对2020年制造业投资谨慎乐观，预计中性情形下明年增速将回升至4%附近，区间2-6%。

图 7: 制造业固定资产投资增速各行业表现

行业名称	18年增速	19年1-10月增速	行业名称	18年增速	19年1-10月增速	行业名称	18年增速	19年1-10月增速
食品	3.8%	-3.8%	石油、煤炭及其他燃料加工	10.1%	15.4%	汽车	3.5%	-0.3%
酒、饮料和精制茶	-6.8%	5.4%	化学原料及化学制品	6%	6.6%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	-4.1%	-5.9%
烟草	1.3%	0.1%	医药	4%	7.9%	电气机械及器材	13.4%	-7.5%

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\\_8782](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8782)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn