

日期：2019年11月20日



经济变局 核心确立

——2020年宏观经济展望

分析师：胡月晓
 Tel: 021-53686171
 E-mail: huyuexiao@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870510120021

分析师：陈彦利
 Tel: 021-53686170
 E-mail: chenyanli@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

2020年是全面建成小康社会的最后一年，即“国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番”。根据当前已知的经济增速，计算出2019-2020年的GDP年平均增速需在6.1%左右。我们要注意到2019年3季度的GDP创下6%的历史低位，央行也给出了下行压力持续加大的判断，因此逆周期调节仍需加码，才能完成目标。财政政策在2020年的力度有增无减，聚焦专项债发力，以及松绑基建资金约束政策的出台，目前相关工作我们看到已经展开，2020将进一步延续。货币政策仍然以稳健为基调，但中性偏松将仍可预见，降准、降息仍不会缺席。

作为一个典型的投资型经济体，我国目前的第一经济增长动力是仍然是投资。从整体投资增速看，2018年表现出来的企稳回升势头，在2019年2季度后并未得到持续，中国经济投资只是不再下降，从态势上看只是艰难走稳。第一增长动力回稳的乏力，也使得2019年经济运行偏弱。就投资结构来看，具有顺周期属性的制造业投资在2019年始终低迷，但我们认为未来货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应（企业中长期贷款的稳步回升）逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局；在更加积极的财政政策下，专项债与基建资金松绑政策共同发力，基建仍可期；房地产投资严调控下趋势向下，但幅度可控。另外从生产迂回程度来看，经济下行时期使得各类投资下降，资本集中在靠近消费终端环节，导致生产迂回程度缩短。但从投资结构表现来看，远终端的迂回投资先后企稳，尤其是制造业投资中，最为远离终端的计算机、通信与其它电子设备、电气机械及器材、通用设备、专用设备投资等，在2019年1季度前后都进入了走稳或回升阶段。这也表明了生产迂回程度重新增长，中国经济的资本密集度将重新恢复上行，因而中国经济增长的底层动力将进一步发展。2020中国经济新增长动能将初现端倪，科技赋能首次明确经济转型和产业升级方向；虽然旧风险处置增加了经济运行压力，但经济增长质量将更高。生产的迂回程度见底回升，经济网络协调性增强，在中国经济内生增长动力结束持久的“厚积”后将“薄发”。

目 录

一、2019 年全球经济、金融形势	1
1. 2019 年世界经济形势回顾.....	1
2. 2020 年国际经济形势展望.....	8
二、2019 年中国经济、金融形势	8
1. 下行压力显现.....	8
2. 猪肉主导结构性通胀.....	14
3. 高通胀下货币维持偏宽.....	15
三、2020 年货币展望	16
1. 中国基础货币投放压力持续上升.....	16
2. 货币结构改善助力经济韧性.....	17
3. 高通胀制约有限，“双降”仍可期待.....	18
四、2020 年宏观经济展望	19
1. 外部环境或优于 2019 年.....	19
2. 小康社会成果验收，逆周期调节加码.....	20
3. 厚积薄发.....	20

图

图 1 新兴经济体经济增速 (GDP, %/季)	1
图 2 发达经济经济放缓 (GDP, %/季)	1
图 3 美国制造业和就业稳中向好 (月, %)	2
图 4 美国住房价格和房产市场景气有所回落 (月, %)	2
图 5 欧元区制造业产能利用率 (月, %)	3
图 6 欧元区就业市场和消费情况 (%)	3
图 7 新兴市场国家经济增长分化 (GDP, 当季同比/%)	4
图 8 发达经济体 CPI 表现 (当月同比, %)	5
图 9 发达经济体核心 CPI 表现 (当月同比, %)	5
图 10 新兴市场国家 CPI 普遍回升 (当月同比, %)	6
图 11 美国金融市场波动率略有上升 (月度, %)	6
图 12 名义美元指数波动 (月度, 广义)	7
图 13 各国 10 年期国债利率表现 (月, %)	8
图 14 经济转型时期经济增长状况	9
图 15 规模以上主营业务收入、产成品存货增速 (同比, %)	10
图 16 原材料库存、产成品库存、采购量指数 (%)	10
图 17 房地产、制造业、基建投资增速 (月, %)	11
图 18 社会消费品零售总额 (同比, %)	12
图 19 城镇居民可支配收入 (%)	12
图 20 进口、出口增速 (同比, %)	13
图 21 进口、出口价格指数 (%)	13
图 22 工业企业利润同比增速%	14
图 23 当前 CPI 变动走势 (当月同比, %)	15
图 24 货币市场利率整体下行 (% , 日)	16
图 25 金融机构超储率 (% , 季度)	16
图 26 中国流通货币增长平稳依靠货币乘数提高 (同比, %)	17
图 27 中国企业部门信贷增长的期限分布 (亿元)	18

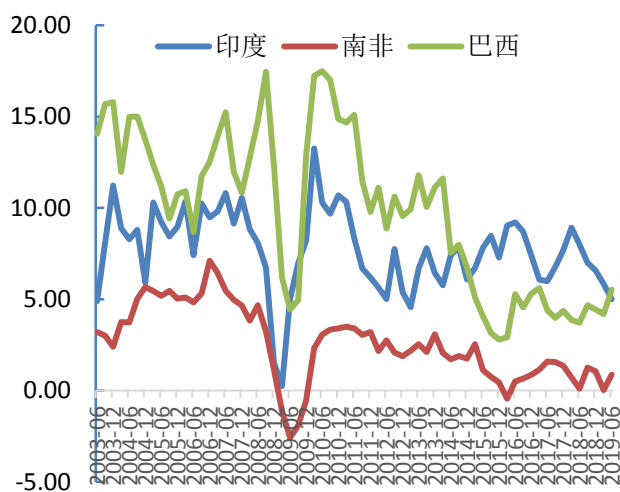
一、2019 年全球经济、金融形势

1. 2019 年世界经济形势回顾

1.1 全球经济增长：增长动能减弱

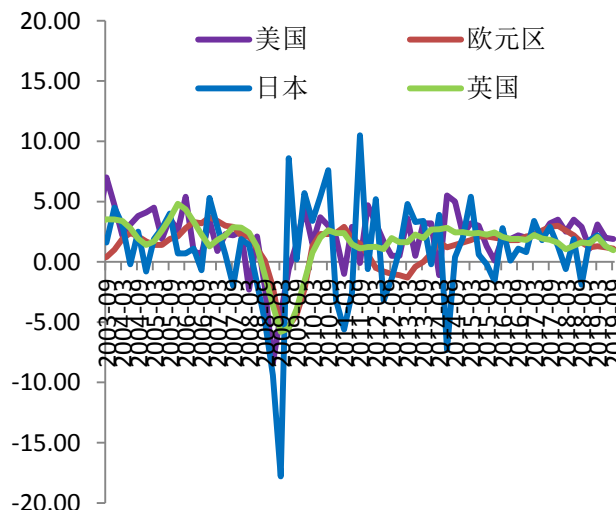
全球经济增长动能减弱，下行压力加大，全球掀起降息潮共抗衰退。发达经济体方面，经济增长放缓。美国经济在发达国家中表现相对较好，欧元区经济增长疲软，日本经济增长仍显低迷，脱欧再度延后拖累英国经济表现。新兴市场经济体也面临着经济增长的放缓。美国所挑起的外贸摩擦以及英国脱欧进展都是全球经济的不确定因素。具体来看，美国第三季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.9%，虽较二季度 2.0%略有下滑，但高于此前市场比较悲观的 1.6%的预期。美国经济在消费支出支撑下虽有下滑，但仍显韧性。个人消费支出季率为 2.9%，高于预期。欧元区增长势头有所放缓，三季度欧元区 GDP 同比分别增长 1.1%，前值 1.2%，同时 10 月 PMI 为 45.9%，上升 0.2 个百分点，制造业景气度略有回升。其中法国为 50.7%，上升 0.6 个百分点，德国为 42.1，上升 0.4 个百分点。英国三季度 GDP 同比初值放缓至 1%，不及预期 1.1%，创 2010 年一季度以来最低水平，二季度 GDP 同比增长 1.3%。日本第三季度 GDP 年率增长 0.2%，连续第四个季度实现增长，但增幅远逊于市场预期。与第二季度相比，第三季度 GDP 环比增长 0.1%，略低于平均预期的 0.2%。随着全球经济复苏动能普遍减弱，以及各国经贸关系的不确定性上升，新兴经济体经济增长受到影响，增速下滑。

图 1 新兴经济体经济增速 (GDP, %/季)



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 2 发达经济经济放缓 (GDP, %/季)

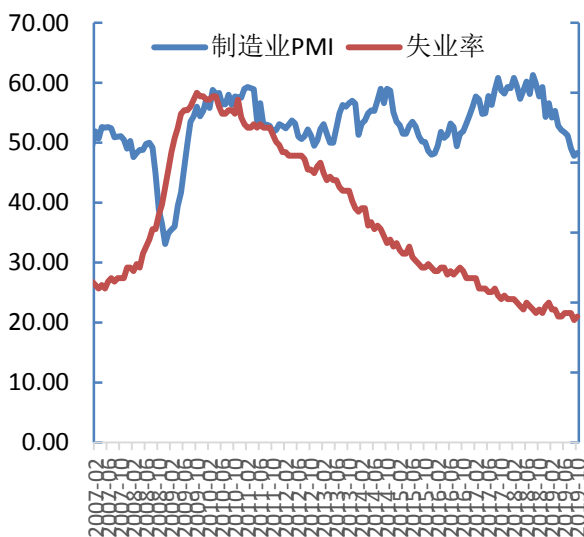


数据来源：Wind、上海证券研究所

美国经济增长韧性，就业表现仍强。美国经济虽有下滑，但仍显韧性，尤其是就业市场表现突出。10 月新增就业人数 12.8 万，高于预期 8.5

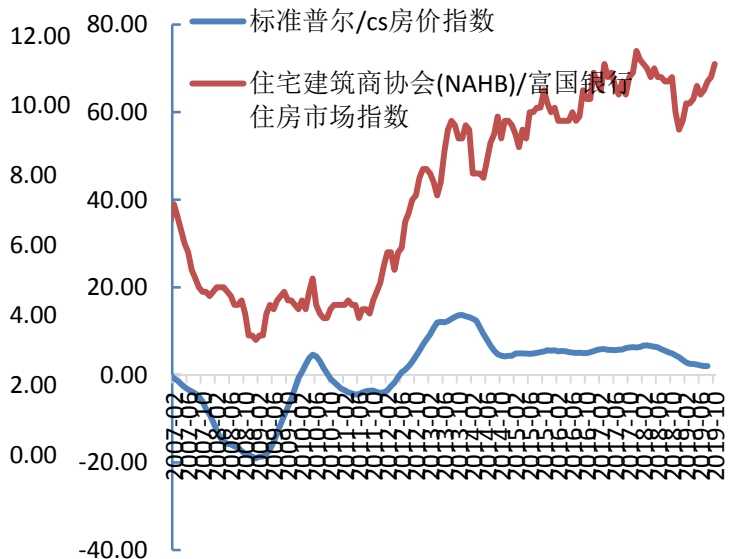
万，9月数据从13.6万大幅上修至18万，8月数据则从16.8万大幅上修至21.9万。10月失业率上升0.1%至3.6%，符合预期。受罢工事件影响下就业市场仍能维持良好增长态势。但制造业景气度的低迷也会美国经济增长埋下隐患。美国ISM制造业指数录得48.3，低于预期49，较此前的低点略有回升，但已连续3月低于荣枯线。通胀温和回升，美国10月CPI环比上升0.4%，预期0.3%，前值0%。美国10月CPI同比上升1.8%，预期1.7%，前值1.7%。房地产市场方面，美国住房价格自2012年后已进入了企稳反弹阶段，2018年也保持平稳上升的趋势，但下半年来略有回落，19年持续回落。房地产市场在2011年下半年就走出低谷开始回升，2018年以来先升后降，但在19年地产景气度有所回升。

图3 美国制造业和就业稳中向好（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

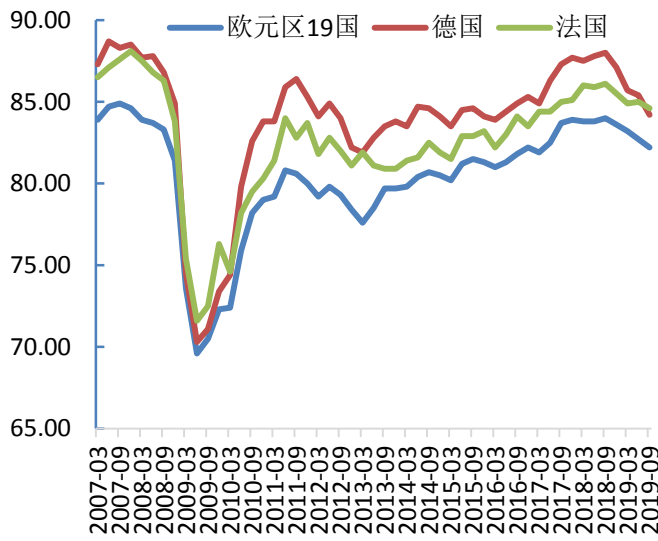
图4 美国住房价格和房地产市场景气有所回落（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

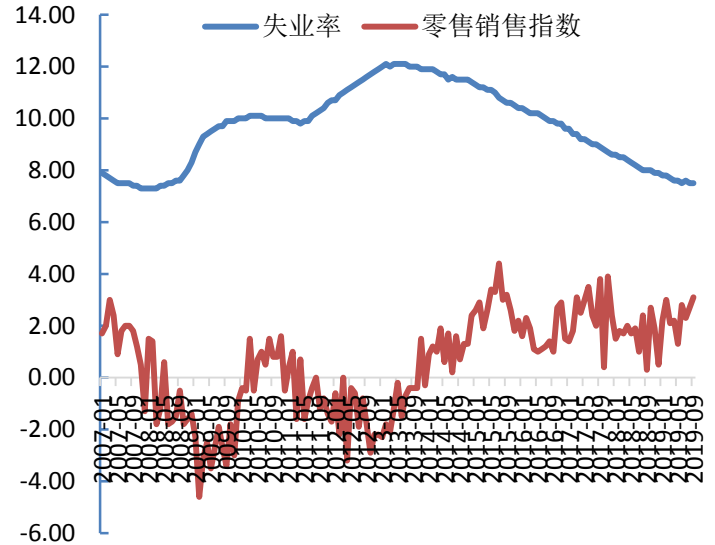
欧洲经济增长有所放缓。三季度欧元区GDP同比增长1.1%，较上季度回落0.1个百分点，经济增长速度有所放缓。过高的贸易依存度在全球贸易环境恶化下深受影响，主要动力引擎德国发展乏力，法国依赖于国内市场，表现相对较好。从欧元区经济体内部的工业经营活动情况看，自2013年以来，其制造业产能利用率持续缓慢回升，18年曾接近2008年金融危机前水平，但19年以来持续回落；就业市场自2013年不断改善，失业率维持在低位；此外，作为消费型经济体的欧洲零售销售指数在18年的下台阶后有所回升。

图 5 欧元区制造业产能利用率（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

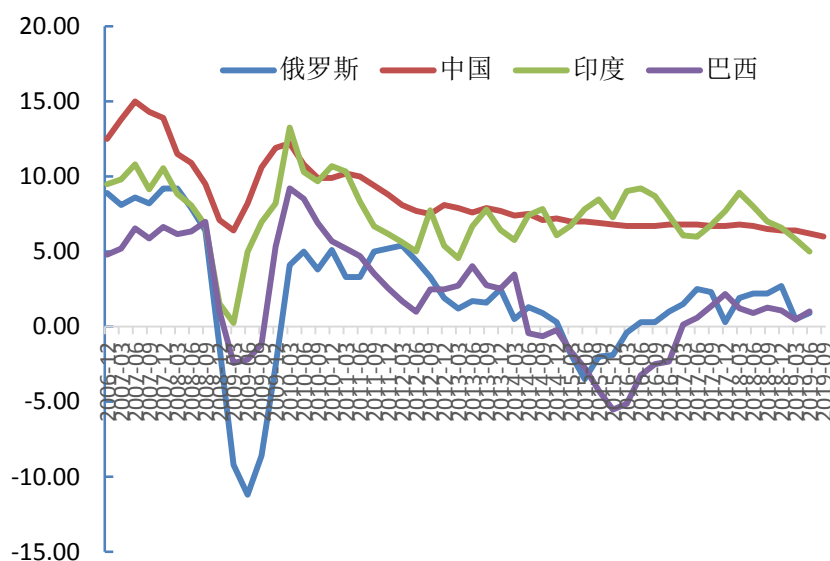
图 6 欧元区就业市场和消费情况（%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

新兴市场国家经济增速整体面临下滑。自从2008年经济危机以来，新兴经济体国家经济一直表现疲软，甚至在2015年经济直线下行。但是自2016年整个新兴市场经济略微回升，2017年以来新兴市场经济逐步复苏回暖，但差异化加大。2019年由于全球经济增长的放缓，新兴市场国家同样面临经济下行压力。其中中国、印度表现相对较好，保持在6%左右的增速，但俄罗斯、巴西等国增长明显承压，仅有1%左右的增速。受全球贸易形势影响，2018年中开始新兴市场国家外贸普遍下滑，外需拉动作用将有所减弱。加息周期下，美元处于强势地位，新兴市场将面临货币贬值和资本外流的压力。但随着美联储开启降息，外汇压力有所下降。另外新兴市场国家自身的债务问题以及地缘政治冲突的多点爆发也将使得新兴市场国家的经济发展存在更多的不确定因素。

图 7 新兴市场国家经济增长分化 (GDP, 当季同比/%)

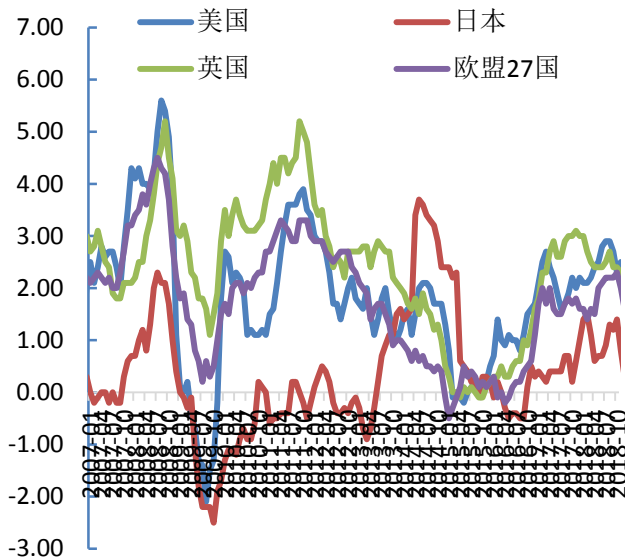


数据来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 通胀低迷, 全球开启降息潮

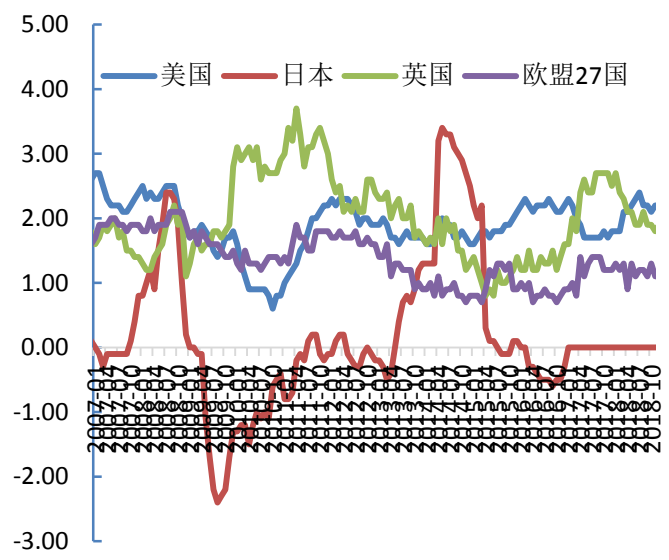
今年以来由于全球经济增长的放缓, 各国开启了降息, 并且随着美国、欧洲、日本等宣布降息到达了高潮, 全球货币宽松周期重启。但在 10 月底美国宣布年内第三次降息后, 释放出暂停降息的信号。而欧洲、日本国家也相继宣布按兵不动。一方面虽然经济有放缓趋势, 但部分数据表现仍可圈可点, 全面衰退的风险下降; 而金融危机后长期的低利率政策对经济的提振效用降低, 而对于某些低利率发达国家而言, 降息的空间已非常狭窄。因此, 各国对于后续宽松的政策仍较谨慎, 以观后效。就通胀而言, 2018 年由于石油等大宗商品价格的回升, 全球通胀整体有所回升, 但在 2019 年再度回落。2018 年美国价格水平持续维持在高位增长, 核心 CPI 运行区间为 [1.8, 2.4], 通胀接近目标水平。2019 年 CPI 有所回落, 持续在 2 以下运行, 核心 CPI 表现稍好, 运行区间为 [2, 2.4]。英国通胀同样有所回落, 核心通胀率维持在 2 以下运行, 但脱欧进展仍是英国甚至整个欧元区的一大风险。日本通胀依然疲软。2014 年日本受“安倍经济学”空前的量化宽松力度影响, 已逐步走出长达 15 年的通缩, CPI 一路上行, 最高水平达到 3.4%。但 2015 年内需低迷、大宗商品价格下跌极大抑制了通胀情况, 日本经济陷入低迷。又由于 2016 年消费不振导致物价低迷, 核心通胀已连续多月维持负增长, 甚至到 2016 年 9 月处于 -0.6% 的水平。而 2017 年一直到今年通胀仍在 1 以下运行, 也与 2% 的通胀目标相去甚远。欧元区的通胀水平基本维持低通胀格局, CPI 同比连续下滑, 但其核心通胀率呈现出小幅波动、基本平稳的态势, 远低于目标水平。

图 8 发达经济体 CPI 表现 (当月同比, %)



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 9 发达经济体核心 CPI 表现 (当月同比, %)



数据来源: Wind、上海证券研究所

新兴市场国家通胀表现分化。从新兴市场经济体的通货膨胀走势看,表现分化,俄罗斯、巴西有所下降,而印度、中国的有所回升。受世界经济复苏、石油等大宗商品价格回升,2018 年俄罗斯经济企稳,通胀有所回升。但随着 19 年全球经济的整体放缓,能源市场价格波动,CPI 增速从年初同比增长 5% 的水平下滑至今年 10 月的 3.8%;而巴西经济复苏的势头放缓,CPI 增速从最高的 5% 的水平降至 2.5%。中国通胀水平自 2014 年企稳后,大部分时间就一直处于“1 时代”。但今年以来受猪瘟引发猪肉供给短缺影响,猪肉价格大幅上涨,带动 CPI 升至 3.8%,但其余价格均弱,结构性通胀格局凸显。印度通胀形势维持在高位,面临一定的通胀压力,上半年 CPI 一度高达 8.6%,但目前已有所回落,CPI 同比增速为 7%。整体来看,目前新兴市场国家通胀还是处于相对低位,也给货币政策提供了空间。

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_8850



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn