



中融汇信期货投资研究中心

2020 年年度策略报告

【宏观经济】



宏观经济预测

项目	预测
经济增速	5.9%
通胀	前高后低
货币政策	量稳价降

范围和

投资咨询号: Z0014795

Email: fanguohe@zrhxqh.com

联系人

杨一波

从业资格号: F3056310

Email: yangyibo@zrhxqh.com

地址: 上海市东育路 255 弄 5 号 B 座 29 层

网址: www.zrhxqh.com

电话: 021-51557588

投资咨询业务资格:

吉证监许【2013】1 号



2020 年宏观经济展望： 结构调整与短周期复苏

核心观点

- **消费:** 消费预计小幅回落。实际社零增长在经济增速换挡、收入增长放缓、杠杆率高位、高通胀的背景下预计继续下行，但促消费政策托底，下行幅度有限；地产销售在稳增长与“房住不炒”的双向约束下预计小幅下降；汽车消费在政策扶持与低基数下，降幅有望显著缩窄。
- **投资:** 投资预计小幅改善。地产投资由于新开工与竣工的剪刀差收敛，施工面积增速下行，预计显著回落；制造业随着库存周期触底、贸易风险中枢下行、融资改善，预计小幅改善；基建在加强逆周期调节下预计显著上行；高新技术投资有望高增。
- **进出口:** 进出口预计均好转，贸易结构改变，净出口显著下行。明年预计我国大幅降低关税总水平，增加对外进口；出口方面，全球制造业 PMI 出现见底迹象，预计边际好转，但幅度难以与进口增幅匹配。
- **通胀:** CPI 前高后低，PPI 整体上行。明年上半年猪肉供给尚未恢复，低基数下 CPI 预计保持高位，下半年供给修复后预计显著回落。PPI 方面，库存周期有望经历被动去库至主动补库，叠加制造业中长期贷款支持、外围风险中枢下降，预计企业信心增强，生产改善，PPI 上行。
- **货币与财政政策:** 货币量稳、价降。M2、社融增速预计保持与 GDP 增速匹配，政策利率整体下行，带动信用利差下降，企业贷款成本降低。财政方面，减税降费效益犹在、基建多因素利好下预计显著上行。

策略观点

看好地产后周期商品、权益市场，关注通胀预期反转的商品。

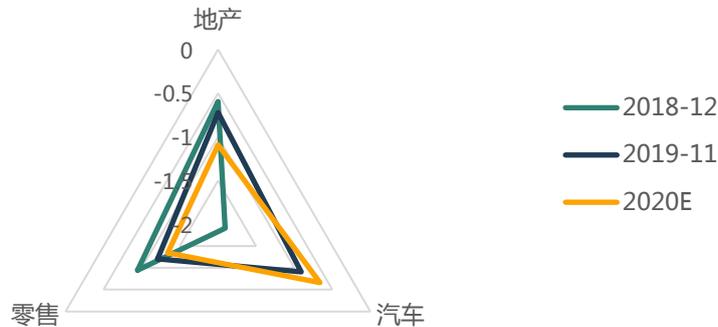
风险提示

中美贸易摩擦反复；美国经济陷入衰退，全球经济继续下行。

一、消费：汽车拖累减弱、房屋销售预计走弱

核心结论：消费预计小幅回落。社会零售在经济增速换挡、收入增长放缓、杠杆率高位的背景下预计继续下行，但促销费政策托底下行幅度有限；地产销售在稳增长与“房住不炒”的双边约束下预计小幅下降；汽车消费在政策扶持与低基数下，降幅有望显著缩窄。

图 1 2020 年消费主要分项展望



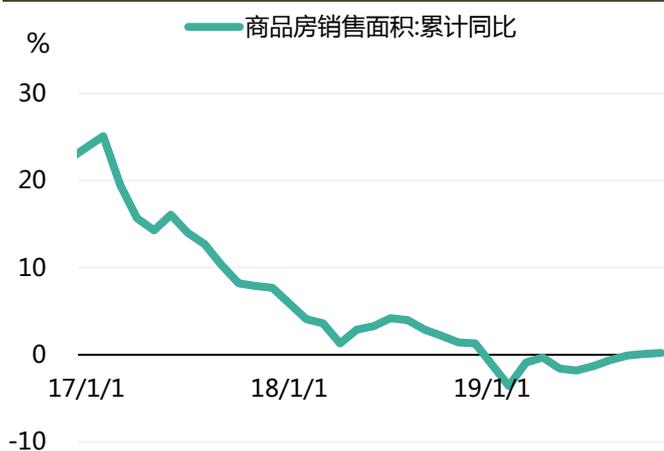
*根据2010年至2019年数据标准化调整

数据来源：中融汇信期货

(一) 房地产

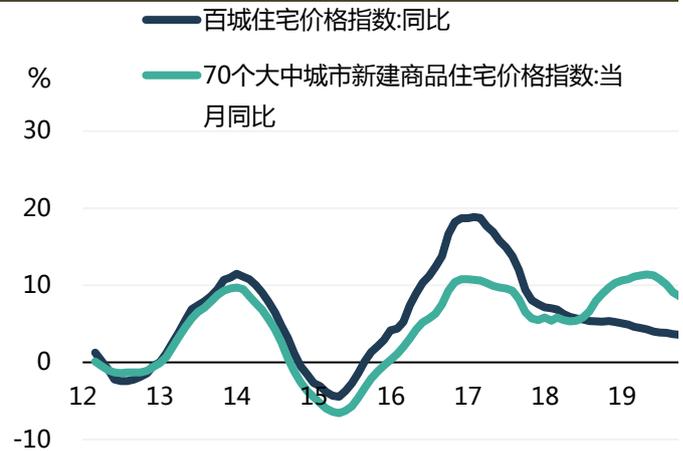
房地产销售 2019 年整体低位小幅上行，房价增速持续回落。年初货币条件边际较松，房贷利率下降，居民中长期贷款多增，一季度带动商品房销售持续回暖。年中开始，明确短期刺激不靠房地产，重申“房住不炒”，同时货币宽松预期被打压，房屋销售、居民中长期贷款数据再度走弱。年末三四线城市以价换量，货币强调稳，基数较低，使得房屋销售增速逐步小幅回暖。

图 2 商品房销售几乎零增长



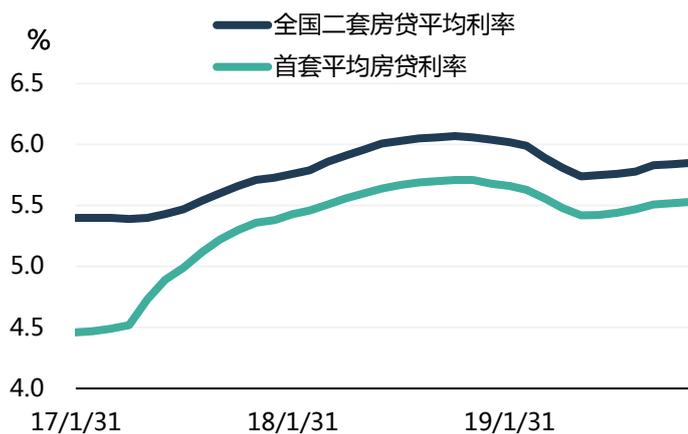
数据来源：Wind 资讯

图 3 房价增速放缓



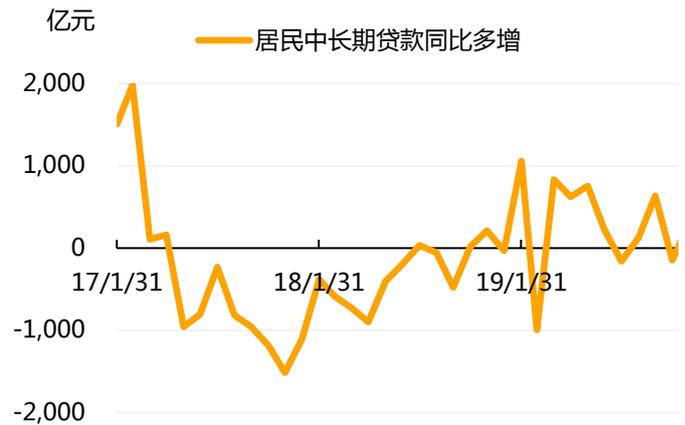
数据来源：Wind 资讯

图 4 房贷利率先降后升



数据来源: Wind 资讯

图 5 2019 年居民中长期贷款重返多增



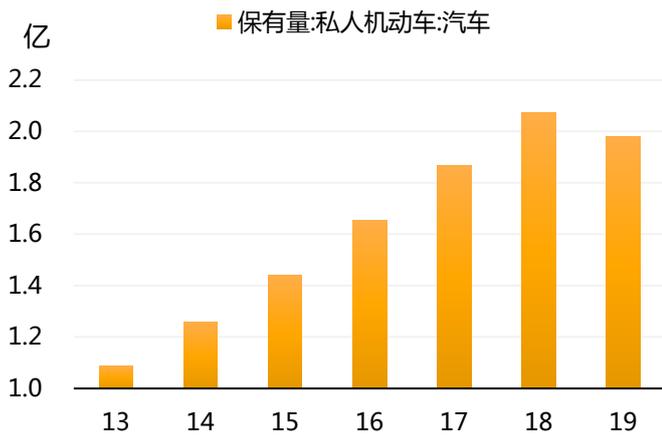
数据来源: Wind 资讯

展望 2020 年地产消费, 预计商品房销售面积增速下降, 价格小幅上行。销售面积增速方面: 正面因素包括, 1) 货币政策边际宽松, 定向降准, 降息适度托底地产的可能性较大; 2) 二线城市刚改占比同样逐渐超过刚需, 但过去两年二线城市人才政策积极, 人才流入与销售数据存在一定背离, 对未来商品房需求形成提振。负面因素包括: 1) 一线城市存量市场, 刚改占比大于刚需, 在收入前景中性、财富效应无边际增益的环境下难以撑起增速; 2) 三四线城市以价换量透支未来需求, 持续性有待观察, 历史上量价背离往往不超过四个月, 本轮已接近该时限; 3) 居民部门杠杆率高位限制地产需求。综合来看, 销售面积增速将下滑。价格方面, 2020 年掣肘货币政策的通胀预计在明年有所下行, 降息空间打开, 但在货币稳健、地产“房住不炒”的定位下, 价格也难以大幅上涨, 因此预计价格稳步小幅上行。综合来看, 销售额增速小幅下行。

(二) 汽车

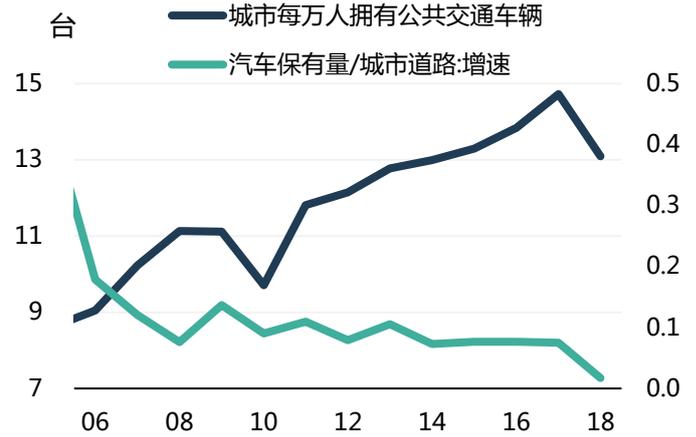
汽车消费增速自 2018 年下半年以来快速下行, 2019 年全年大幅负增长, 下半年以来受益于低基数, 降幅有所收窄。汽车消费萎靡的原因主要包括: 1) 城市汽车几乎饱和, 截至今年 6 月我国汽车保有量 2.5 亿量, 汽车驾驶人 3.8 亿人, 城市平均道路的汽车保有量增速已接近 0, 从增量市场逐渐转变为存量市场; 2) 居民收入增速放缓, 杠杆率高, 消费者信心不强, 金融市场、房地产市场价格稳定, 财富效应不强, 综合来看消费意愿低; 3) 出行替代选择增多。过去的地铁基建项目大量建成, 地铁路线长度高速增长, 同时网约车等共享经济模式提高了汽车使用率, 也制约了总量的上涨; 4) 国六排放政策、新能源汽车补贴退坡等政策影响。

图6 汽车保有量迈过高点



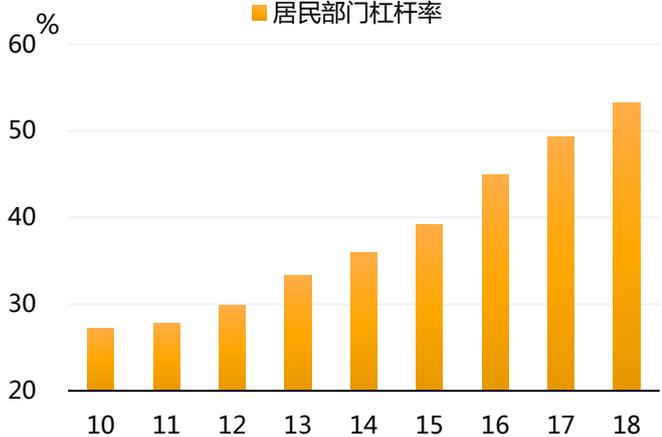
数据来源: Wind 资讯

图7 城市道路平均汽车量接近饱和



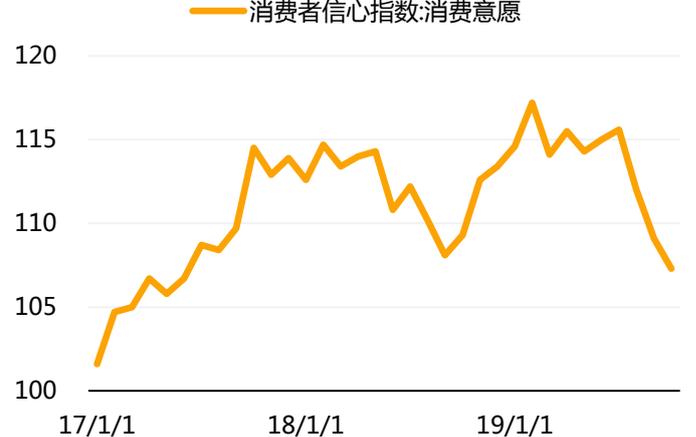
数据来源: Wind 资讯

图8 居民部门杠杆率高企



数据来源: Wind 资讯

图9 消费者信心不足



数据来源: Wind 资讯

图10 地铁路线长度高速增长



数据来源: Wind 资讯

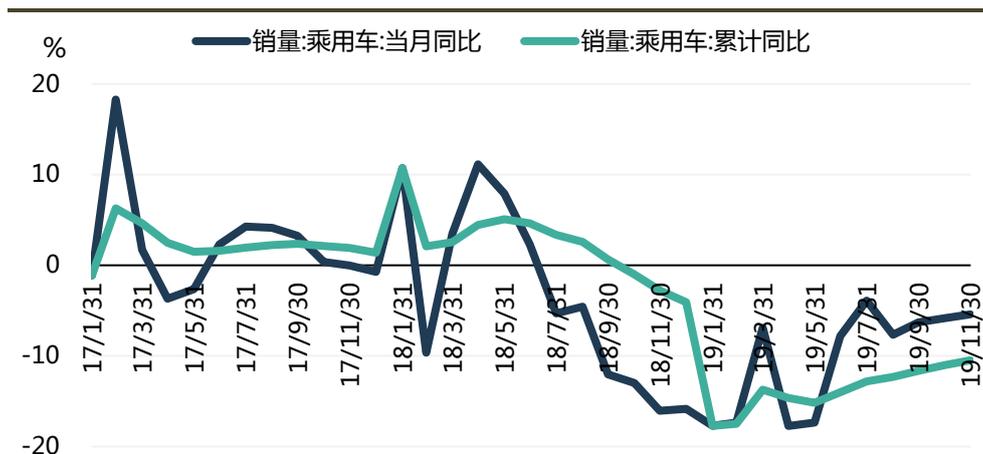
图11 地铁进入更多城市



数据来源: Wind 资讯

展望明年汽车消费，预计小幅负增长（-2%至0）。具体来看正面因素包括：1）2020年制造业预计进入补库阶段，经济短周期有望回暖，同时2020年美国大选年，中美贸易摩擦缓和，有望修复消费者信心；2）明年进口量有望快速上行，关税总水平下降，汽车成本降低利于降价促销；3）三四线城市与农村汽车消费仍有较大空间；4）城镇化率仍有提高空间；5）特斯拉投产，有望带动新能源车市场复苏。负面因素包括：1）一二线城市汽车饱和，存量市场特征不会改变；2）轨道交通等增长速度不会放缓。

图 12 乘用车销量大幅下滑



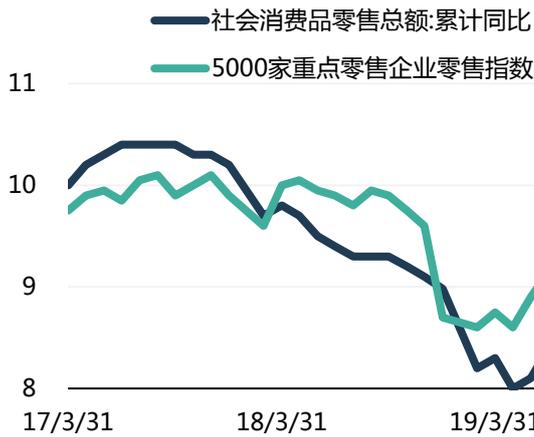
数据来源：Wind 资讯

（三） 社会零售

2019年零售增速整体下台阶，从2018年年末的累计同比8.98%下跌到2019年11月的8%。下跌的主要因素包括：1）经济增速下行，收入增长减弱；2）居民债务率高位；3）贸易摩擦降低消费者信心；4）资本市场、房地产市场财富效应边际贡献低；5）猪肉价格攀升，挤出其他消费。结构上，必须消费强于可选消费，可选消费中化妆品类显现穿越周期属性。网络消费全年累计同比增速较上年减缓5个百分点，但仍处于17年年末增速水平，好于总体社零表现，显示出韧性。

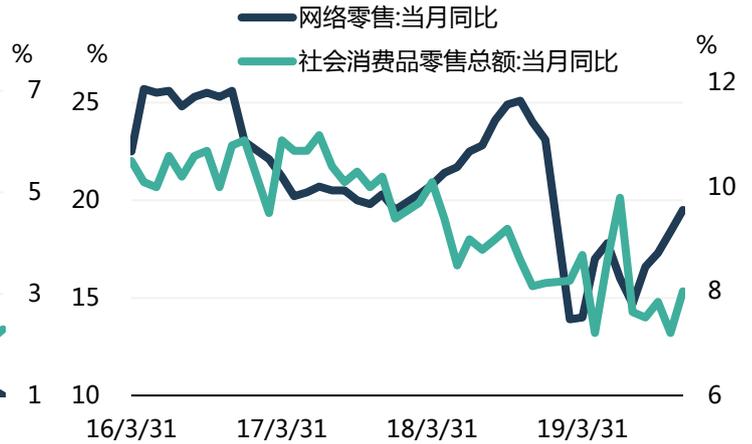
展望明年，经济增速换挡、大部分耐用品处于存量市场的大背景下，社零增速预计稳步下行。但明年促销费、稳增长政策预计进一步加码，针对汽车、家电、消费电子产品的更新消费政策预计不断出台，因此增速下行幅度有限。

图 13 零售增速下台阶



数据来源: Wind 资讯

图 14 网络零售有韧性

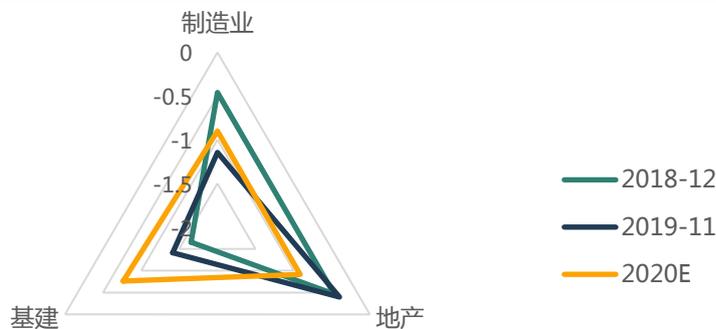


数据来源: Wind 资讯

二、投资：地产投资预计承压、基建发力

核心结论：投资预计小幅改善。地产投资由于新开工与竣工的剪刀差收敛，施工面积增速下行，预计显著回落；制造业随着库存周期触底、贸易风险中枢下行、融资改善，预计小幅改善；基建在加强逆周期调节下预计显著上行。

图 15 2020 年投资分项展望



*根据2010年至2019年数据标准化调整

数据来源: Wind 资讯

(一) 地产投资

地产投资全年保持较高增速，呈现 2 个主要趋势，1) 产业重心后移，前端新开工增速下行，后端竣工增速上行，剪刀差收敛；2) 地产投资主要靠前中端拉动，但土地购置价格的支撑不再，土地购置面积负增长。

前端拿地方面，去年支撑地产投资的土地购置费高位快速回落，不同于 2018 年价格带动的土地购置费高企，2019 年价格增速显著回落，土地购置面积负增长，总体土地购置费

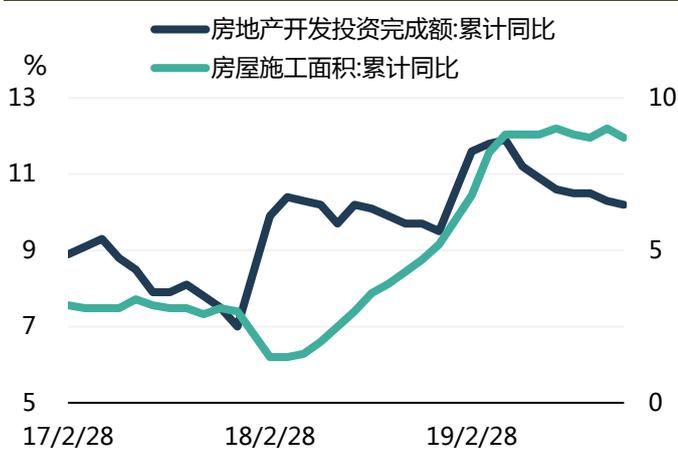
增速下移，年末加速下行，累计同比接近零增长。

前端新开工方面，新开工增速仍然较高，但全年呈现增速下行趋势，显示政策强调“房住不炒”，货币政策强调稳，下游需求不振的大背景下，房企补库意愿下降。新开工虽然趋势下行，但仍然处于高位，与之相应的设备购置增速高位支撑地产投资。

中端施工方面，随着新开工与竣工增速的收敛，施工增速全年不再明显上行，但整体增速水平较高，与建筑工程投资高增相验证。

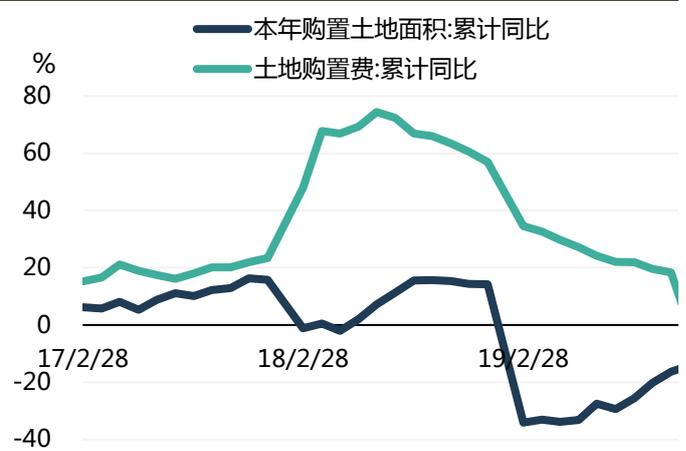
后端竣工方面，整体增速仍低，但降幅出现收窄趋势，显示目前期房交付压力大，企业可能为了加速回款开始减少工期的延长。

图 16 地产投资连续上行



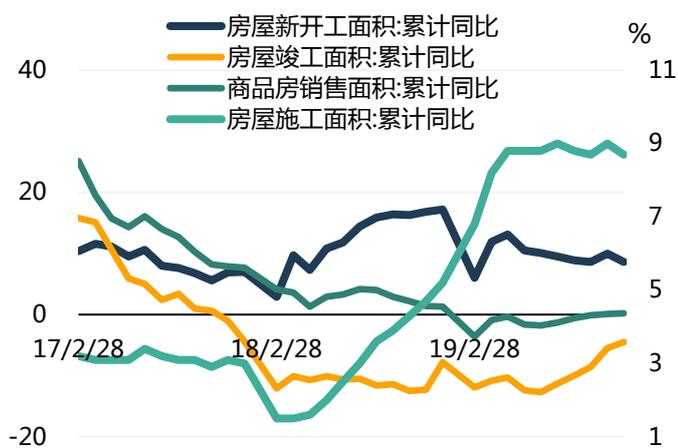
数据来源: Wind 资讯

图 17 土地购置价格拉动效应减弱



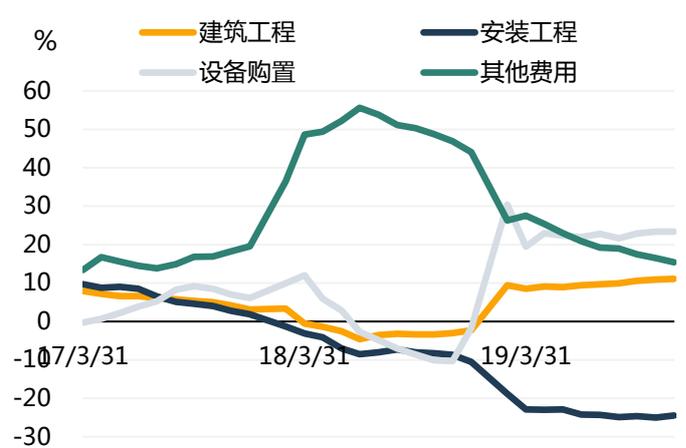
数据来源: Wind 资讯

图 18 地产端重心后移



数据来源: Wind 资讯

图 19 地产投资分项



数据来源: Wind 资讯

展望明年房地产投资，预计地产重心后移延续，地产投资增速显著下行。房住不炒的大背景下，政策整体难松，经济下行压力较大，终端需求增长疲弱，预计地产商拿地积极性进

一步下行，补库动力不足，新开工增速预计进一步下降。竣工增速预期转正，剪刀差的减小将导致施工增速明显下行，从而降低地产投资的设备购置、建筑工程等分项增速，安装费预计受竣工提振对地产投资的拖累降低。

图 20 新开工与期房销售



数据来源：Wind 资讯

图 21 新开工与竣工剪刀差



数据来源：Wind 资讯

（二）制造业投资

2019 年制造业投资拖累整体固定资产投资，落后于地产与基建投资，主要受中美贸易摩擦、库存周期两方面因素影响。

固定资产投资的回落始于 2018 年下半年，企业受贸易摩擦的不确定性影响信心大挫，PMI 同步快速回落，企业放缓投资活动。这一主要风险因素在 2020 年随着中美第一阶段贸易协议的落地将会中枢下行，利好制造业的信心修复。

库存周期上，中美贸易摩擦以来库存周期恰逢主动去库伊始，贸易不确定性以及消费的低迷拉长了本轮主动去库存的时长，加重了制造业投资的回落。

图 22 制造业投资低迷

图 23 库存周期处于去库尾声

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_7926



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn