



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

逆周期政策调控与经济下行的博弈

2020年宏观经济展望

2020年1月3日

分析师：张志鹏

Tel: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

执业编号: S0820510120010

联系人：杨松晓

Tel: 021-32229888-25525

E-mail: yangsongxiao@ajzq.com

- ◆ 2020年经济基本面继续探底，基建和地产投资将决定经济下行幅度的多少。2019年地产投资中的建安投资是维持地产韧性的重要支撑，而在明年，建安投资预计是地产投资的最后支撑，全年地产投资预计将小幅下行；从基建投资来看，最大的制约因素是资金，但政策驱动下的基建投资预计将在明年继续小幅上行；制造业投资依旧难见起色。消费上看，2019年减税降费力度空前，预计明年难有相同规模，汽车类消费在低基数、汽车换车周期以及相关政策的扶持下，预计将出现小幅反弹，并对社零起到微弱支撑。而出口仍将受到中美贸易谈判结果以及全球经济增长放缓的制约。
- ◆ 货币政策方面，在逆周期政策调控指导下，预计央行将采取结构性的宽松，适时调降MLF利率，主动引导实体融资成本降低，并配合财政政策专项债的发行，及时投放流动性，同时在必要的时候进行降准，避免经济下行压力过大。社融方面将继续企稳回升，人民币贷款和专项债是主要贡献。由于猪肉价格上涨带来的结构性通胀预计不会对货币政策产生较大影响。汇率方面，长期来看人民币仍然面临贬值压力。
- ◆ 财政政策方面，逆周期调控将实施更加积极的财政政策，财政赤字有望在明年提升至3%，地方政府专项债也将继续保持较快发行速度，发行规模预计将达到3-3.5万亿。
- ◆ 明年债市预计将维持震荡，十年期国债收益率预计在2.9%-3.3%之间，逆周期调控下更需要抓住波段操作的机会。

目录

1

经济基本面继续探底，基建地产是关键

2

货币政策结构性宽松，流动性保持合理充裕

3

赤字率有望提升，财政政策更加积极

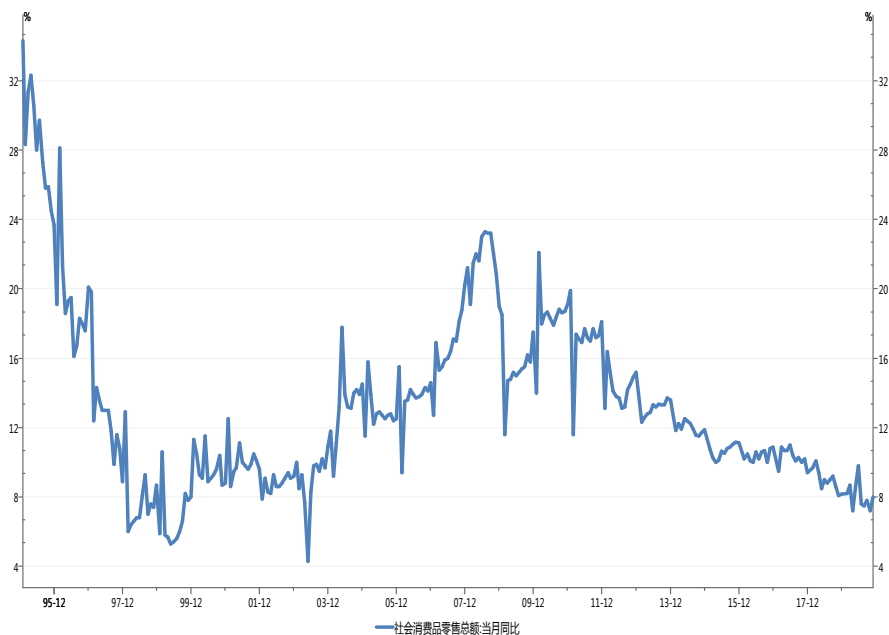
4

债市继续在震荡中前行

1.1 消费预计仍将维持在低位徘徊

- ◆ 11月，全国社会消费品零售总额同比增速8%，较去年同期下滑0.1个百分点，其中，汽车类消费虽然依旧在拖累社零，但其下滑幅度在逐渐减小，从中汽协公布的乘用车销量来看，11月乘用车销量同比下滑5.4%，较去年同期下滑减少7.59%，汽车零售额也从去年同期下滑10%缩减至下滑1.8%。
- ◆ 2020年，汽车消费可能在2019年低基数、汽车换车周期以及相关政策的扶持下出现小幅企稳反弹，汽车类消费将给社零带来微弱支撑。

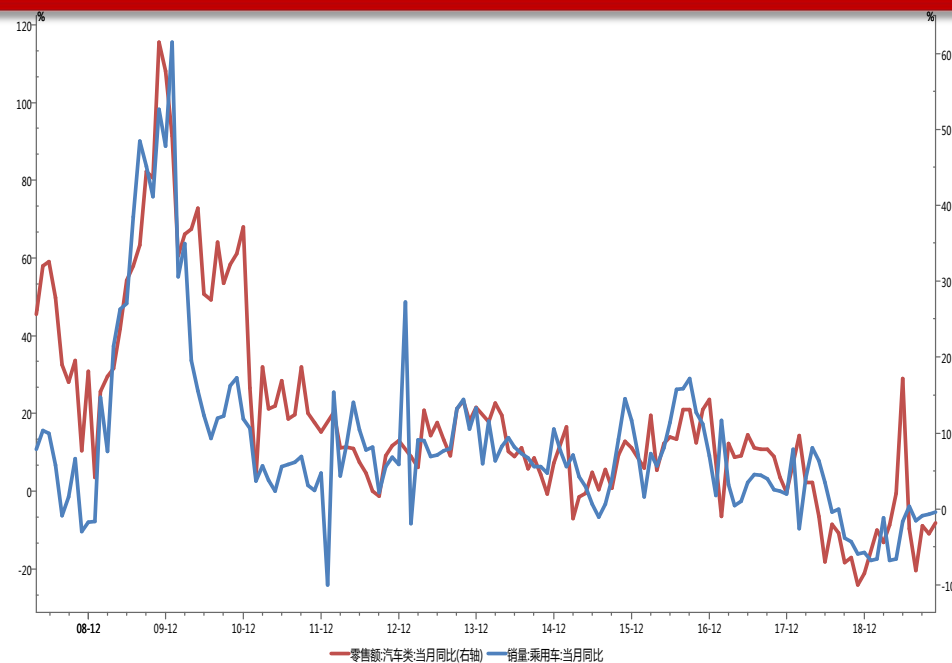
图1：社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

图2：汽车销售增速与零售额



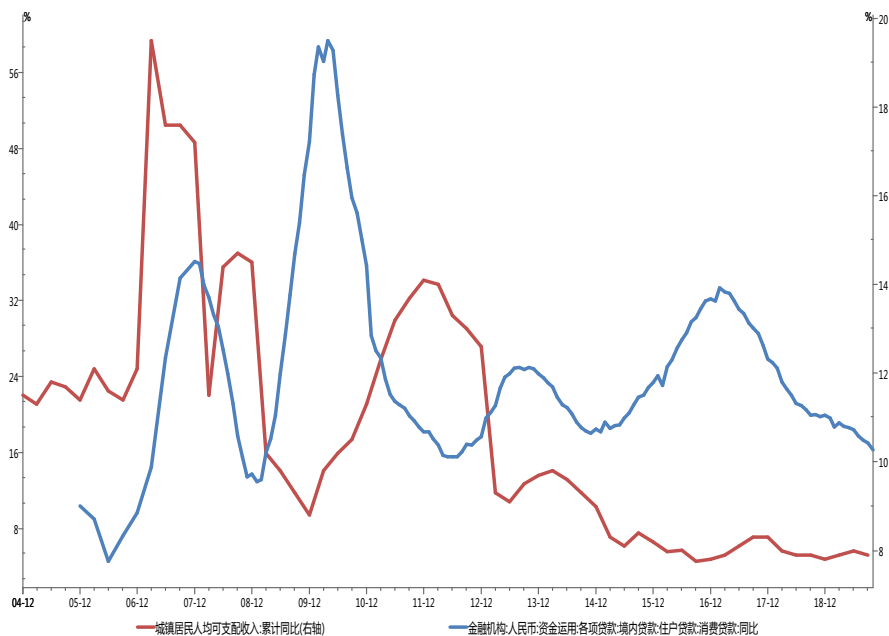
数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

1.2 消费预计仍将维持在低位徘徊

- ◆ 2019年1-9月，城镇居民可支配收入累计同比增加7.9%，依旧维持在低位，11月住户消费贷款同比增加16.31%，触及此前低点，但能否反弹仍有待观察，其中最重要的影响因素是居民部门的杠杆率，中国居民部门杠杆率目前已经远超日本和欧元区，并且有进一步向居民部门杠杆率最高的美国趋近的倾向，居民部门杠杆率也是影响居民消费信心的最大因素。

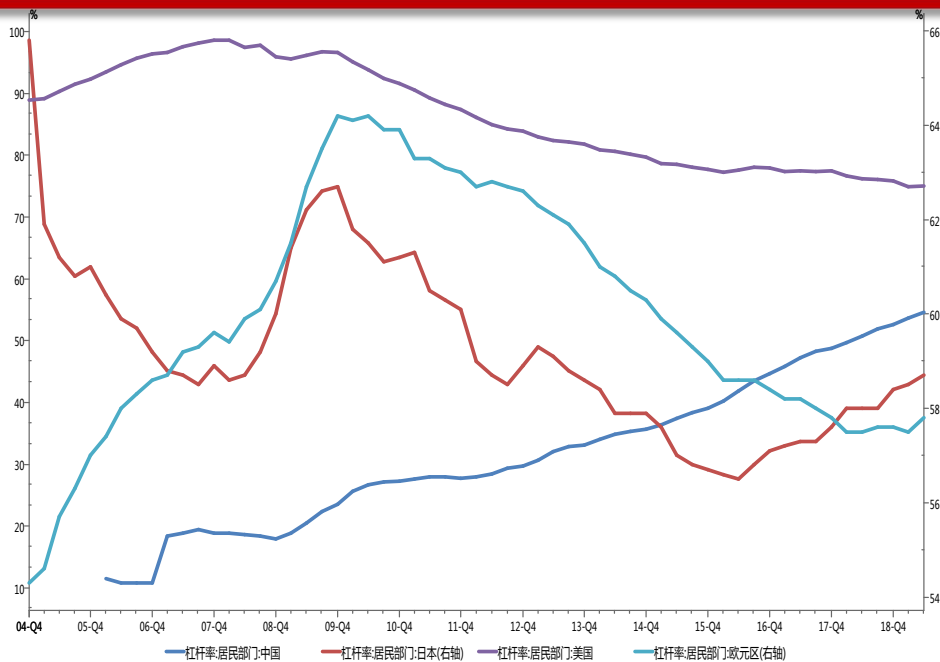
图3：城镇居民人均可支配收入与住户消费贷款



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

图4：居民部门杠杆率：中国、美国、日本、欧元区

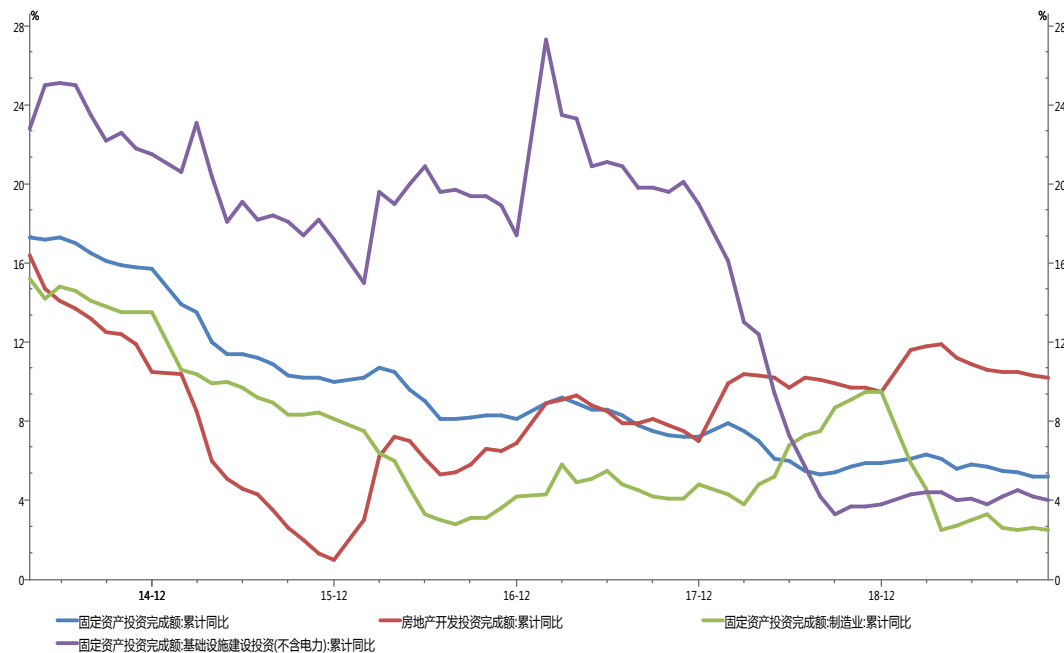


数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

1.3 固定资产投资：地产和基建是决定因素

图5：固定资产投资及其分项

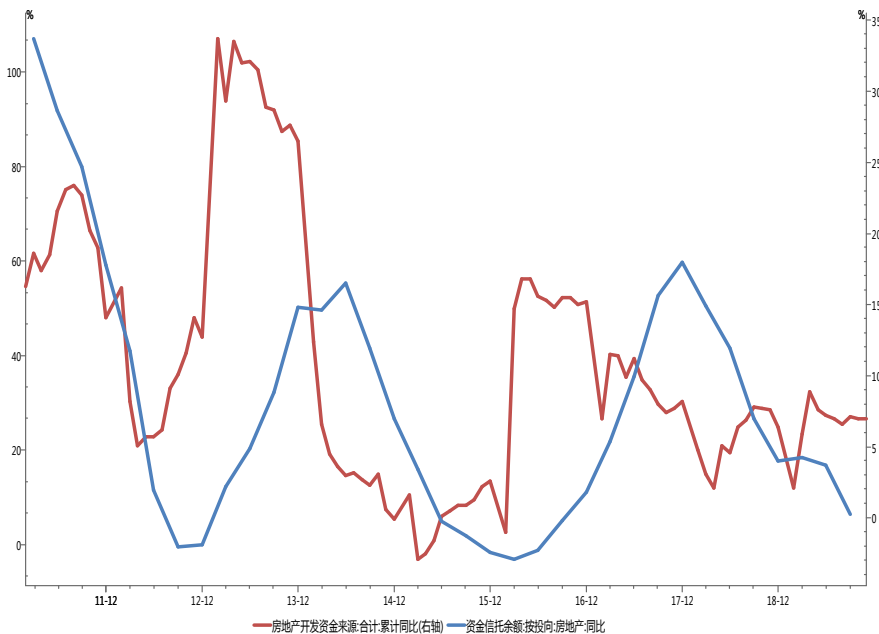


- ◆ 2019年1-11月，固定资产投资累计同比增加5.2%，其中房地产投资从年中的10.9%小幅下滑至10.2%，制造业投资依旧低迷，维持在2.5%左右，基建投资略有企稳回升。
- ◆ 展望2020年，房地产投资在“房住不炒”的政策下预计继续小幅下行；基建投资主要受资金约束的影响，但总体上明年呈现小幅上行；而制造业投资在明年虽不会出现大幅下滑，但也难见明显起色。

1.4 地产投资预计继续小幅下行

- ◆ 2019年下半年以来，在房住不炒的政策调控下，房地产开发资金来源明显下降，其中，信托资金投向房地产的项目明显降低。
- ◆ 房地产开发投资主要包括土地购置费以及建筑安装工程投资，这两项占比达到房地产开发投资的90%以上。从土地购置费来看，2019年下滑幅度较大，主要依靠建安投资支撑。

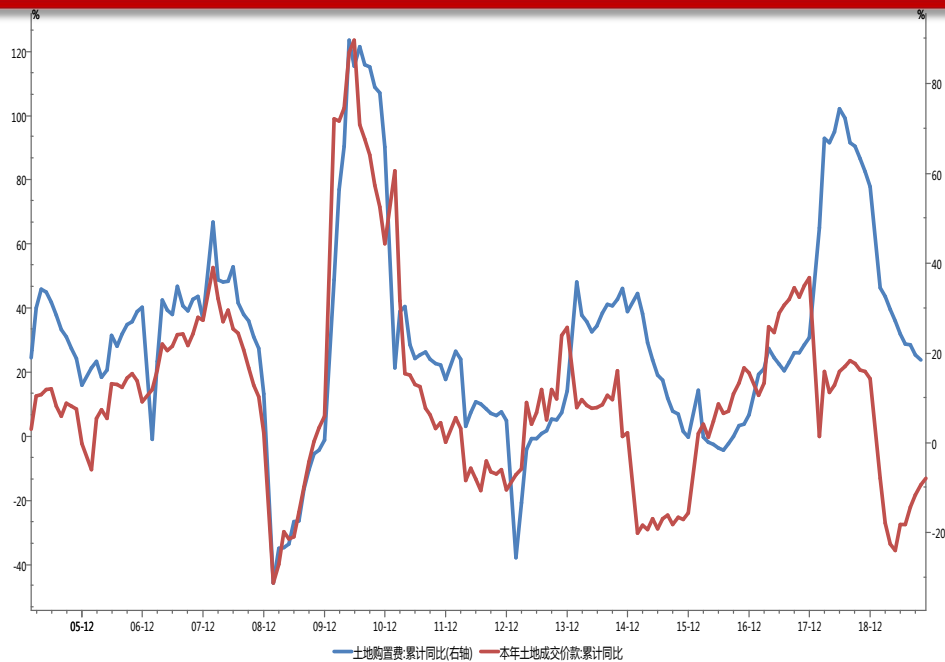
图6：房地产开发投资资金来源



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

图7：土地购置费与土地成交价款



数据来源：Wind，爱建证券研究所

数据来源：Wind

1.5 地产投资预计继续小幅下行

- ◆ 从建安投资来看，新开工面积与竣工面积之间的差距有进一步缩小的倾向，建安投资中的施工面积和竣工面积预计是2020年地产投资的最后支撑。
- ◆ 2019年，商品房销售有所回暖，销售回款也对房屋新开工形成一定的支撑，但在宏观经济下行以及地产调控的影响下，2020年地产投资预计小幅下行。

图8：房屋新开工面积、施工面积与竣工面积

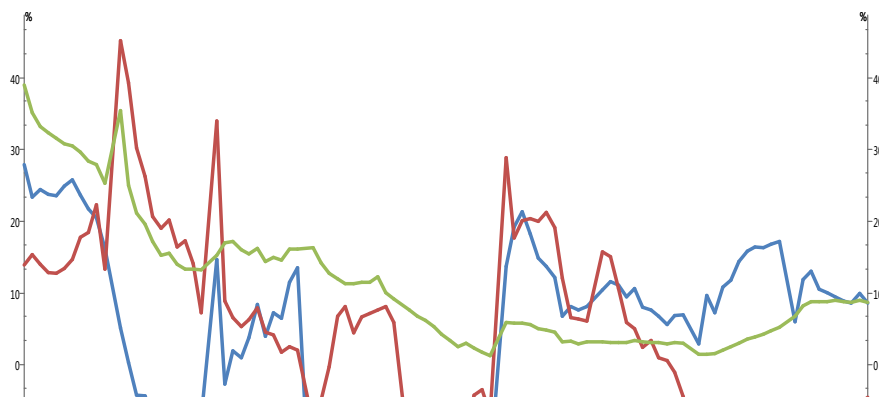
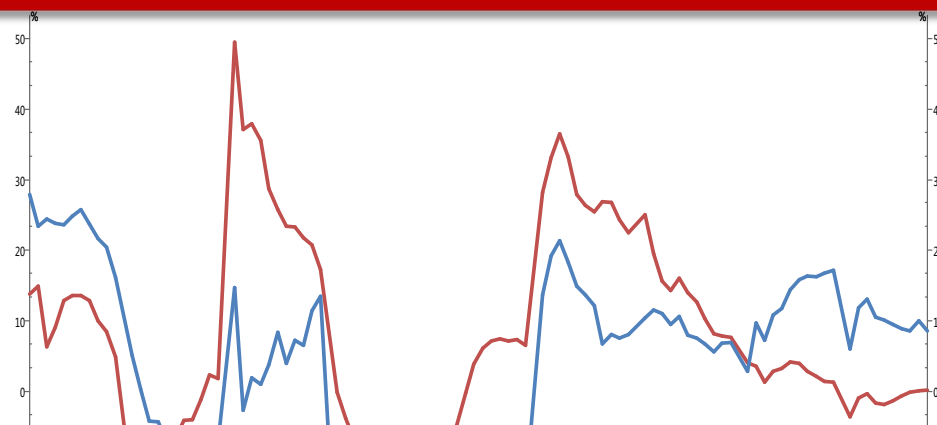


图9：房屋新开工面积与销售面积



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_8005

