

首席宏评 (第 84 期):

2020: 稳增长、调结构与控风险的微妙平衡之年

首席经济学家

张明

中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

证券分析师

陈骁

投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟

投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿

一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56800141
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析, 不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 2020 年经济增长与通胀展望

展望 2020 年, 消费走势大致趋稳, 汽车消费增速有望触底温和反弹, 制约消费增速的最大障碍, 依旧来自居民部门杠杆率的走向。制造业投资可能呈现低位震荡、弱势反弹之势。然而, 在房地产调控措施依然严格、基建投资受制于地方政府债务难以大幅上扬的前提下, 难以出现制造业企业大规模补库存的行为。房地产投资增速将会更加显著的回落, 基建投资增速将会呈现较大幅度的反弹, 全年固定资产投资增速回暖至 5.6% 左右。出口增速有望呈现弱势震荡, 而进口增速则可能明显修复, 预计 2020 年中国出口与进口增速均为 -1.0% 左右。

预计本轮猪肉价格的最高点将会出现在 2020 年第一季度, 届时 CPI 同比增速有望突破 5.0%。但从 2020 年第二季度开始, CPI 增速有望出现快速回落。考虑到总需求下行压力有限、CPI 高企对 PPI 的传导以及较低的翘尾因素, 2020 年 PPI 增速有望温和反弹。我们预计, 2020 年的 CPI 增速可能达到 3.5% (高于今年的 2.9%), PPI 增速可能达到 0.1% (高于今年的 -0.5%)。

■ 对 2020 年 GDP 增速是否保 6 之争的评论

第一, 我们不应该把宏观经济短期分析与长期分析相互混淆。稳增长是短期 (经济波动) 分析的范畴, 而调结构与控风险是长期 (经济增长) 分析的范畴, 两者的分析框架不一样; 第二, 稳增长是否一定与调结构、控风险相互背离? 这里需要指出的是, 稳增长未必就是“大水漫灌”, 而是应该在总结 2008-2009 年 4 万亿经验教训基础上的理性政策作为。对中国这样特殊国情的大国而言, 如果增长率不能稳住, 是否会导致系统性风险变得更加严重? 例如, 我们衡量宏观杠杆率, 既要看分子 (债务), 也要看分母 (增长)。如果分母萎缩过快, 是否会导致杠杆率进一步快速上升? 第三, 稳增长的确可以与调结构统一起来。这次中央经济工作会议非常强调“补短板”, 而非像过去那样强调“三去”, 这一供给侧结构性改革的新思路, 明显更加具有把稳增长与结构调整结合起来的政策意向。

■ 2020 年政策展望

在综合考虑稳增长、调结构、控风险这三大政策逻辑之后, 2020 年中国政府仍将实施逆周期宏观经济政策, 但政策力度与政策重点均在审慎考虑的范围内, 而且可能随着经济增速、风险暴露的演进而动态调整。

货币政策方面, 2020 年仍将延续温和放松基调, 降准、公开市场操作与降息三者仍将有机结合起来。预计将有 2-3 次降准, 最近的一次降准可能发生在春节之前或者两会前后; 伺机下调 OMO 操作利率、MLF 利率与 LPR 报价利率, 下调幅度可能达到 15-30 个 BP。货币政策宽松的空间可能要到 2020 年第二、三季度才会打开, 届时的货币政策加快宽松将给整个金融市场带来阶段性投资机会。

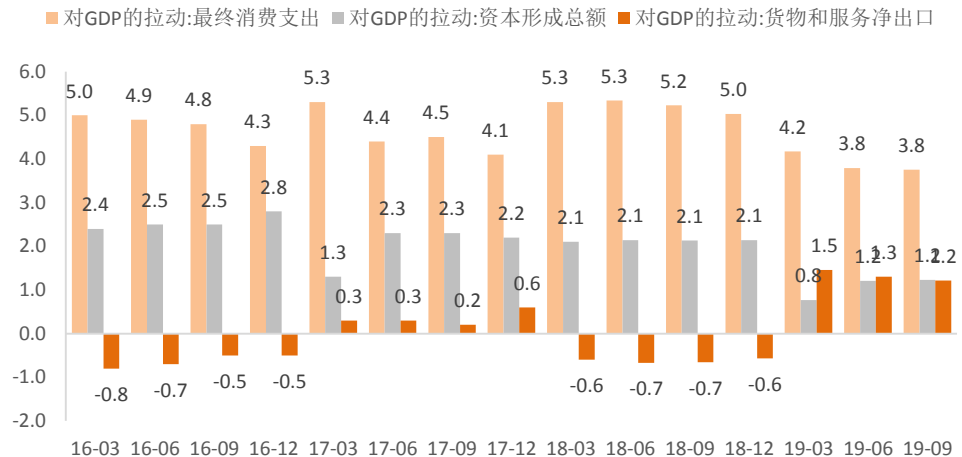
财政政策方面, 一是公共预算赤字率将由 2019 年的 2.8% 上升至 3.0% 左右; 二是专项债发行规模可能超过 3 万亿, 且会要求地方政府将大部分专项债用于基础设施建设; 三是调低部分基建项目的资本金比例, 以吸引信贷资金与社会资金的参与; 四是加大对地方政府隐性债务的置换处理力度。

2020 年可能呈现出财政上半年发力、货币下半年发力的特点, 完成全面建设小康社会的目标无忧。但我们还是不能忽视结构调整与防范系统性风险的中长期任务。如何解决地方债问题 (以及与地方债关联密切的房地产问题), 将在未来五年内继续考验中国政府的智慧、勇气与决心。

2007 年至 2018 年，中国 GDP 增速由 14.2% 持续下行至 6.6%。2019 年前 3 季度，中国 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2% 与 6.0%。预计 2019 年第 4 季度 GDP 增速将低于 6.0%，2019 年全年 GDP 增速约在 6.1% 左右。如果没有意外的话，2020 年 GDP 增速将会低于 2019 年，且可能低于 6.0%。这就意味着，本轮中国经济增速探底即使在 2020 年也还尚未完成。过去 12 年中国经济增速由 14% 以上降至目前 6% 左右，一方面的确与人口年龄结构老化、人口流动速度下降、服务业占比上升等结构性因素有关，另一方面也与中国政府以去杠杆、控风险为基调，对金融体系与房地产市场进行调控有关。

支出法一般是我们预测短期经济增长的主要框架。2019 年前三季度，最终消费支出对当季经济增长的拉动分别为 4.2、3.8 与 3.8 个百分点；资本形成总额的拉动分别为 0.8、1.2 与 1.2 个百分点；货物与服务净出口的拉动分别为 1.5、1.3 与 1.2 个百分点。与 2016 年至 2018 年相比，2019 年前三季度的特点是，消费与投资对经济增长的拉动弱于前三年，但净出口对经济增长的拉动强于前三年。因此，我们对 2020 年经济增速的预测就可以归结于，在市场力量与政策力量的作用下，消费、投资与进出口各自对经济增长的贡献究竟是能改善、保持还是会消退？

图表1 三大需求对 GDP 的拉动 (%)

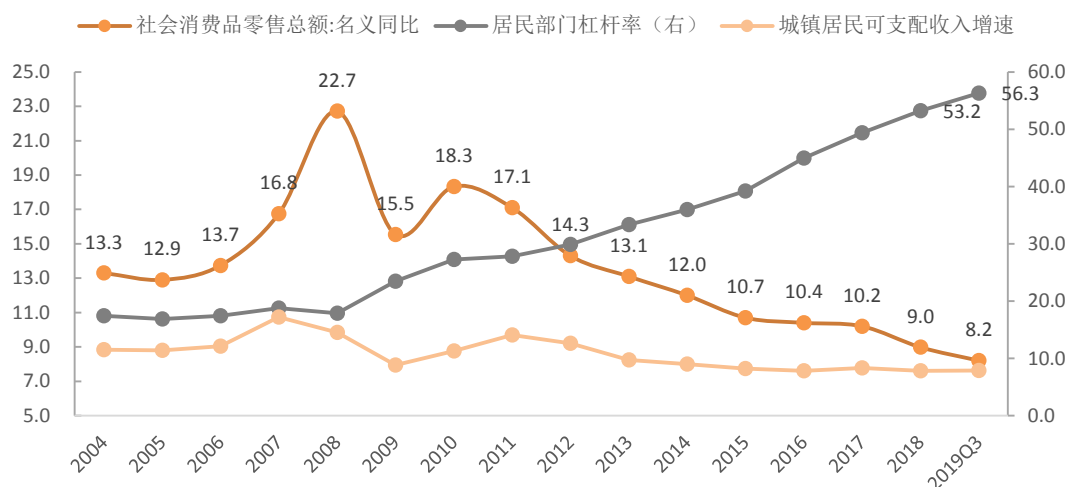


资料来源: WIND, 平安证券研究所

2016 年至 2018 年，社会消费品零售总额月度同比增速的年度均值分别为 10.4%、10.3% 与 9.0%。2019 年 1 至 11 月，该指标年度均值进一步下降至 8.1%。分项来看，汽车消费低迷是拖累 2019 年消费的主要原因。例如，2019 年 7 至 11 月，社会消费品零售总额月度同比增速的均值为 7.6%，但扣除汽车消费之外的社会消费品零售总额月度同比增速均值则达到 8.9%。但总体来看，近年来消费增速持续下降是不争的事实，我们认为，导致消费增速下降最重要的原因，则是近年来居民部门杠杆率的快速上升。根据央行区域金融运行报告的估算，其他因素不变，居民杠杆率每上升 1 个百分点，将会导致社零增速下降 0.3 个百分点。2019 年前三季度，居民杠杆率累计上升 3.1 个百分点，按照上述拇指法则，这一点就会导致社零增速下降 0.9 个百分点左右。

展望 2020 年，预计居民可支配收入增速能够稳定在 8% 左右，汽车消费增速有望触底温和反弹，因此制约消费增速的最大障碍，依旧来自居民部门杠杆率的走向。我们认为，2020 年，消费走势大致趋稳。

图表2 社零增速、居民收入增速与居民杠杆率 (%)

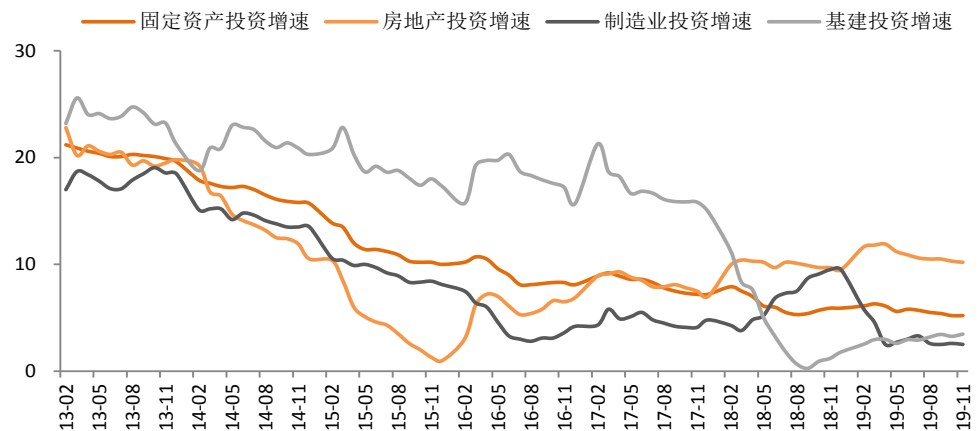


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2019 年 11 月, 固定资产投资完成额累计同比增速为 5.2%, 而 2016 年至 2018 年同期指标分别为 8.3%、7.2%与 5.9%, 可谓一年下一个台阶, 但 2019 年固定资产投资增速的下行幅度明显低于 2018 年。分项来看, **三大投资在 2019 年呈现出制造业投资弱势回落、房地产投资韧性极强与基建投资温和反弹的特征**。截至 2019 年 11 月, 制造业、房地产与基建投资完成额累计同比增速分别为 2.5%、10.2%与 3.5%。与 2018 年同期相比, 制造业投资累计同比增速下降了 7.0 个百分点, 房地产投资累计同比增速上升了 0.5 个百分点, 而基建投资累计同比增速上升了 2.3 个百分点。大致可以这样来总结, 在 2019 年, 制造业投资增速回落符合预期, 而房地产投资韧性之强与基建投资反弹之弱都超出市场预期。内外最终需求疲弱、融资成本与不确定性高企, 是 2019 年制造业投资增速进一步回落的主要原因。前几年棚户区改造形成的市场需求, 以及 2018 年房地产企业集体采用高新开工低施工的策略, 导致 2019 年施工面积增速依然平稳, 是 2019 年房地产投资具有韧性的主要原因。地方政府债务高企, 很大一部分新增融资用于借新还旧, 2019 年专项债主要流向棚改与土地储备, 是 2019 年基建投资增速未能呈现强势反弹的原因。

展望 2020 年, **预计制造业投资可能呈现低位震荡、弱势反弹之势。中美贸易谈判出现转机、PPI 通缩压力有所缓和、利率市场化改革造成融资成本更大幅度下降等, 都可能提振制造业投资**。然而, 市场上热炒的新一轮库存周期, 则很可能是一个伪命题。在房地产调控措施依然严格、基建投资受制于地方政府债务难以大幅上扬的前提下, 难以出现制造业企业大规模补库存的行为。预计 **2020 年房地产投资增速将会更加显著的回落**, 这是因为 2019 年的土地购置费用增速不到 2018 年增速的三分之一, 针对房地产企业融资渠道的全面收紧进一步降低了开发商拿地的热情。**预计 2020 年基建投资增速将会呈现更大幅度的反弹**, 这是因为 11 月 13 日的国务院常务会议要求针对基建与补短板领域显著放松资本金要求, 且 2020 年的专项债将会更加严格地限定资金用途。**预计 2020 年制造业、房地产与基建投资累计同比增速将分别达到 3.5%、6.0%与 7.0%, 全年固定资产投资增速回暖至 5.6%左右**。

图表3 固定资产投资及其三大分项 (%)

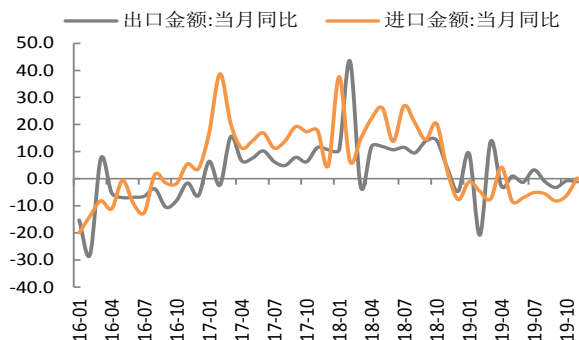


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2019年1月至11月,中国出口与进口月度同比增速的均值分别为-0.3%与-4.5%。2016年至2018年同期,中国出口月度同比增速的均值分别为-7.7%、7.4%与12.6%,进口月度同比增速的均值分别为-6.5%、18.0%与18.8%。不难看出,2019年中国进出口均不及2017年与2018年,但2019年的特点在于,进口增速的下降远快于出口增速,导致贸易顺差不降反升。2019年1月至11月,中国进出口贸易顺差达到3781亿美元,而2016年至2018年同期的贸易顺差分别为4701、3657与2941亿美元。这意味着,2019年中国的贸易顺差远高于2018年,这就是为何虽然中美贸易摩擦不断加深,但2019年净出口对中国经济增速的贡献远高于前两年的原因。然而值得警惕的是,造成这一现象的最大原因是进口增速的下行,而这本身意味着中国国内需求的下降。此外,一旦进口增速下行不会持续,那么进口增速的反弹就可能快于出口增速,从而导致贸易顺差的快速下降。

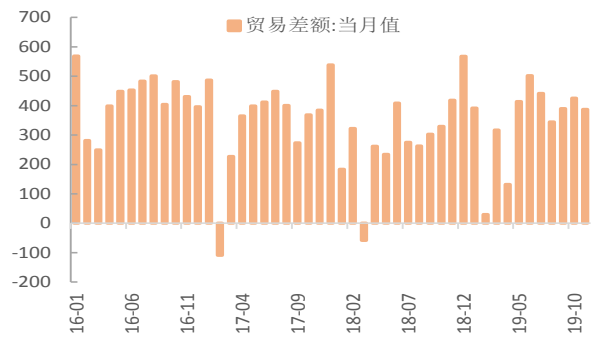
展望2020年,我们认为,出口增速有望呈现弱势震荡,而进口增速则可能明显修复。中美贸易谈判取得进展、人民币有效汇率略有贬值,这些因素可能导致出口增速反弹,但全球经济增速持续低迷,前两轮美国关税加征的时间累积效应,将会导致出口增速受阻。在进口方面,中国的扩大进口战略、中国加大进口美国商品的力度、制造业投资增速温和反弹等,都可能导致进口增速边际修复。而出口增速大致不变、进口增速有所复苏的格局,将会导致贸易顺差增速下降,从而降低进出口对中国经济增长的拉动。**预计2020年中国出口与进口增速均为-1.0%左右。**

图表4 进、出口同比增速走势 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 海关总署货物贸易差额 (亿美元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

2019 年 1 至 11 月，中国 CPI 同比增速由 1.7% 上升至 4.5%，PPI 同比增速由 0.1% 下降至 -1.4%。两者形成鲜明的反差。2019 年中国 CPI 增速的上升主要源自猪肉价格的上涨。2019 年 11 月，扣除食品价格的 CPI 增速仅为 1.0%。而导致猪肉价格飙升的原因，主要来自非洲猪瘟疫情的蔓延以及环保领域生硬的“一刀切”措施。考虑到政府与农户已经采取应对措施，**预计本轮猪肉价格的最高点将会出现在 2020 年第一季度，届时 CPI 同比增速有望突破 5.0%。**但从 2020 年第二季度开始，CPI 增速有望出现快速回落。考虑到总需求下行压力有限、CPI 高企对 PPI 的传导以及较低的翘尾因素，2020 年 PPI 增速有望温和反弹。我们预计，2020 年的 CPI 增速可能达到 3.5%（高于今年的 2.9%），PPI 增速可能达到 0.1%（高于今年的 -0.5%）。如果剔除猪肉价格的影响，则 2019 年与 2020 年的通胀格局仍是总需求下行过程中的通缩局面。

在经济增速持续下行、通缩压力有所加剧的背景下，按照常理而言，中国政府应该实施更大力度的逆周期宏观调控政策。但微妙的是，当前中国政府还面临着结构调整与防范系统性风险两大任务。如何在稳增长、调结构、控风险之间取得平衡，是非常困难的事情。**在这种背景下，2019 年年底国内发生了是否应该保 6 的争论。对此我们的评论是：**第一，我们不应该把宏观经济短期分析与长期分析相互混淆。稳增长是短期（经济波动）分析的范畴，而调结构与控风险是长期（经济增长）分析的范畴，两者的分析框架不一样，而国内很多参与讨论的学者把分析框架混淆了；第二，稳增长是否一定与调结构、控风险相互背离？这里需要指出的是，稳增长未必就是“大水漫灌”，而是应该在总结 2008-2009 年 4 万亿经验教训基础上的理性政策作为。对中国这样特殊国情的大国而言，如果增长率不能稳住，是否会导致系统性风险变得更加严重？例如，我们衡量宏观杠杆率，既要分子（债务），也要看分母（增长）。如果分母萎缩过快，是否会导致杠杆率进一步快速上升？第三，稳增长的确可以与调结构统一起来。这次中央经济工作会议非常强调“补短板”，而非像过去那样强调“三去”，这一供给侧结构性改革的新思路，明显更加具有把稳增长与结构调整结合起来的政策意向。

换言之，在综合考虑稳增长、调结构、控风险这三大政策逻辑之后，2020 年中国政府仍将实施逆周期宏观经济政策，但政策力度与政策重点均在审慎考虑的范围内，而且可能随着经济增速、风险暴露的演进而动态调整。

在货币政策方面，预计 2020 年仍将延续温和放松基调，降准、公开市场操作与降息三者仍将有机结合起来。预计 2020 年仍将有 2-3 次降准，最近的一次降准可能发生在春节之前或者两会前后。如果说降准是用于流动性短缺的结构性时机，那么公开市场操作就是用于流动性的日常管理。在降息层面，2020 年的降息将会继续和贷款基准利率改革结合起来。近期央行发布了将存量贷款业务与 LPR 利率渐进挂钩的要求，这将进一步打通从货币市场到信贷市场的利率传递渠道。我们认为，在 2020 年，中国央行将会继续伺机下调 OMO 操作利率、MLF 利率与 LPR 报价利率，下调幅度可能达到 15-30 个 BP。考虑到 2020 年第一季度，CPI 增速有望继续上行，因此，**货币政策宽松的空间可能要到 2020 年第二、三季度才会打开，届时的货币政策加快宽松将给整个金融市场带来阶段性**

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_8076

