

2020 年中国经济需要守住三条底线

——2020 年宏观经济形势展望

宏观专题报告

2019 年 12 月 23 日

报告摘要：

2020 年，在压力、挑战、使命、梦想的交织下，中国经济需要牢牢守住增长、风险、转型三大底线。

- **2020 年，预计全球经济仍处于深度调整之中。**这一轮美国失业率在底部盘桓时间有所延长，与多重因素有关，2020 年将进入上行周期。美国失业率上升后，企业部门将逐渐进入去杠杆阶段，我们推算美国企业部门杠杆率将不晚于 2020 年下半年触顶，将进一步加剧美国经济放缓。若非主要经济体重新开启合作，全球经济同步放缓的趋势就难以在短期内结束，景气放缓将逐渐从制造业传导到服务业。
- **守住增长底线：**2019 年房地产投资具有两个突出特点，一是建筑工程和安装工程走势明显分化，二是期房销售明显好于现房销售。其背后原因在于，面对房住不炒调控高压，开发商采取了抢施工抢销售的应对策略。但施工增长快于销售不可持续，我们判断 2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑，需要高度重视中国经济守住增长底线的重要性和紧迫性。
- **守住风险底线：**2014-2016 年是我国快速加杠杆时期，政府部门和企业部门债务均快速积累，2020 年仍处于债务到期高峰。经济下行期叠加债务到期高峰，需高度重视防范债务违约风险，包括债券违约风险和不良贷款率上升风险。此外，防范风险并不局限于金融风险，中央经济工作会议指出，全球动荡源和风险点显著增多。这要求我们强化风险意识，做好工作预案。
- **守住转型底线：**坚持推动高质量发展，中国经济转型升级方向包括从低端制造向高端制造转型，从外需依赖向内需驱动转型，从工业化向服务化转型等多个方面。货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力。2020 年我们将迎来一个“地产萧萧下+基建款款升”的组合，总需求总体仍然偏弱。但重要的是，只要我们守住上述三条底线，经济结构就将持续优化。
- **风险提示：**
全球经济加速放缓、中国逆周期调节不及预期、改革落地攻坚遭遇阻力等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

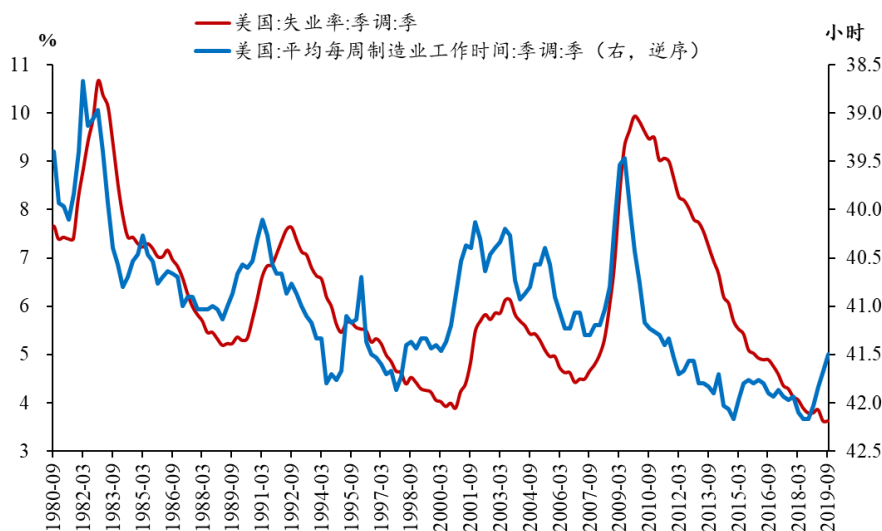
1. 时代背景：全球经济仍处于深度调整之中	3
1.1 美国失业率将进入上行周期	3
1.2 景气放缓逐渐传导到服务业	4
1.3 全球贸易不确定性仍然较高	5
2. 增长底线：房地产高投资还能持续多久？	6
2.1 2019 年房地产投资呈现两个突出特点	6
2.2 源于开发商采取抢施工抢销售的行为	9
2.3 2020 年一季度起房地产投资面临快速下滑压力	10
3. 风险底线：防范各种风险处于何种位置？	12
3.1 2020 年我国仍处于债务到期高峰	12
3.2 2020 年仍需要高度重视防范风险	13
4. 转型底线：中国经济转型升级路在何方？	14
4.1 不管外部风吹和浪打，继续坚持三个转型方向	14
4.2 总量增速或继续放缓，结构优化将成核心特征	16
5. 政策展望：稳字当头，攻心为上	16
风险提示	17

1. 时代背景：全球经济仍处于深度调整之中

1.1 美国失业率将进入上行周期

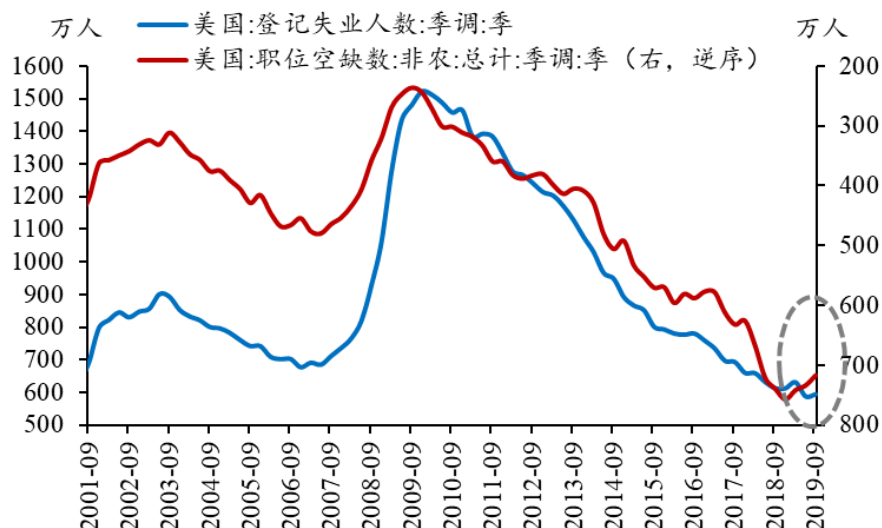
美国失业率的先行指标已出现恶化。2019 年，美国投资、出口、制造业库存等多项重要经济指标不断放缓，但失业率维持在半个世纪以来低位，似乎就业市场与其他指标之间出现了割裂。我们曾经指出，失业率是滞后指标，就业市场的一个重要领先指标是每周工时，每周工时对失业率具有稳定的领先关系，领先时间一般为 2-4 个季度（图 1）。截至 2019 年第三季度，美国制造业和全部私人非农企业每周工时均已连续 4 个季度下降，揭示出美国企业持续收缩生产经营，意味着 2020 年美国失业率将进入上行周期。

图 1：从先行指标来看，美国失业率将进入上行周期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国职位空缺数和失业人数走势出现暂时背离

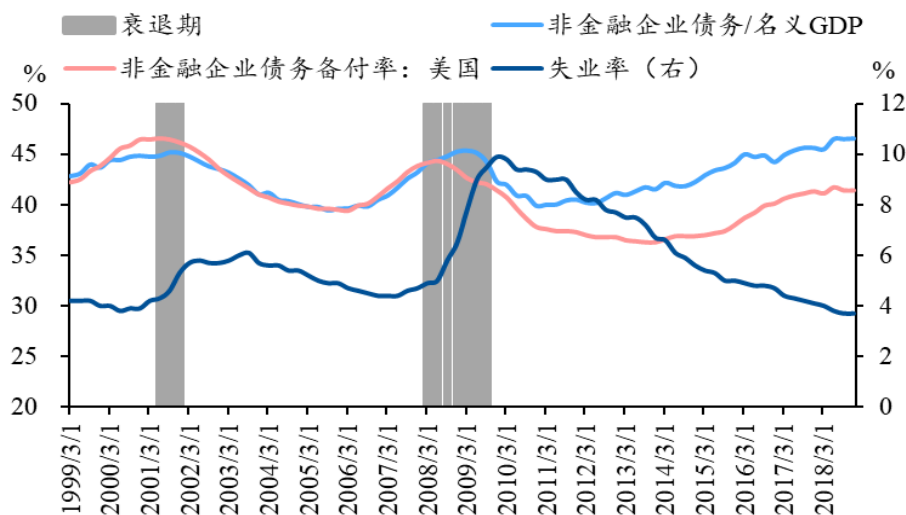


资料来源：Wind，民生证券研究院

这一轮美国失业率在底部盘桓时间有所延长，与多重因素有关。2019 年 4 月以来，美国失业率盘桓在 3.5-3.7% 的低位已达半年之久。其原因，从中长期看，与美国人口老龄化和限制移民导致的劳动年龄人口在总人口中占比减少有关；从短期看，与企业家信心不断走低，但消费者信心尽管有波动，仍保持较强韧性有关，这也造成了职位空缺数和失业人数走势的暂时背离（图 2）。美国密歇根大学消费者调查有关负责人表示，近期信心上升的消费者主要集中在高收入家庭。后续随着消费者信心走势向企业家信心收敛，美国失业人数走势也将向职位空缺数收敛，美国失业率上升只是一个时间问题。

美国失业率上升后，企业部门将逐渐进入去杠杆阶段。基于前述美国失业率走势的判断，我们进一步研究发现，美国失业率触底回升是企业部门杠杆率触顶的领先指标，其上升趋势形成领先杠杆率顶点三个季度左右（图 3）。当前美国企业部门杠杆率已超上一轮峰值，触顶概率逐渐上升。2008 年至今，企业债券增量超 3 万亿美元，其中 BBB 债券增量就达 2.2 万亿美元，占比从 08 年的 36.4% 上升至 18 年的 47.4%。十年来大量增发的 BBB 债券积累下不少风险，我们推算美国企业部门杠杆率将不晚于 2020 年下半年触顶，将进一步加剧美国经济放缓。

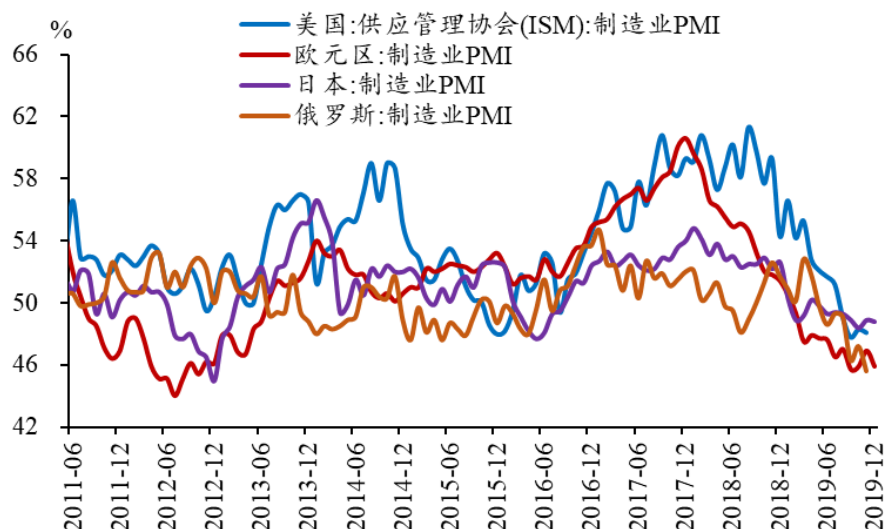
图 3：美国失业率拐点是企业部门杠杆率拐点的领先指标



资料来源：FED，民生证券研究院

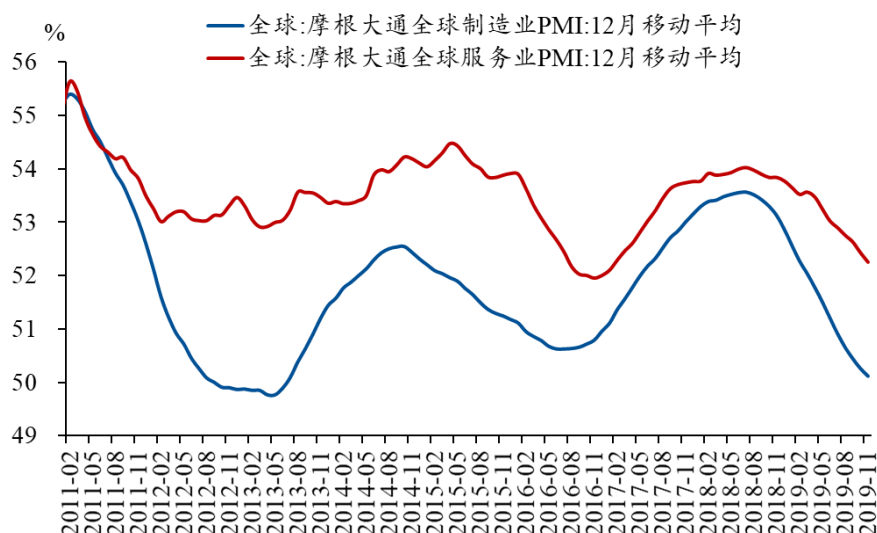
1.2 景气放缓逐渐传导到服务业

全球经济同步放缓趋势仍在延续。2018 年下半年以来，在贸易保护主义阴云之下，主要经济体经济增长呈现出同步放缓趋势，突出表现在制造业 PMI 共振下行。2019 年 10-11 月，受中美谈判预期向好、英国脱欧再次延期等因素影响，美国、欧元区、日本、俄罗斯等主要经济体制造业 PMI 纷纷出现暂时反弹，引发了市场上关于全球经济是否触底的讨论。实际上，若非主要经济体重新开启合作，全球经济同步放缓的趋势就难以在短期内结束。事实也是如此，2019 年 11-12 月，美国、欧元区、日本、俄罗斯等制造业 PMI 均再度出现回落（图 4）。

图 4：主要经济体制造业 PMI 短暂回升后再度回落


资料来源：Wind，民生证券研究院

全球经济景气放缓逐渐从制造业传导到服务业。从经济景气的传导来看，生产端一般是从制造业逐渐传导到服务业，需求端一般是从出口、投资逐渐传导到消费（图 5）。这是由于，制造业、出口、投资对外部条件变化的敏感度要高于服务业和消费。本轮全球经济景气放缓的传导也不例外，制造业景气持续放缓背景下，服务业和消费景气放缓也已经开始出现，最新公布的美国 11 月零售销售月率低于预期，核心零售销售月率仅有小幅增长。2020 年，景气放缓可能进一步传导到服务业。

图 5：全球经济景气放缓逐渐从制造业传导到服务业


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 全球贸易不确定性仍然较高

中美第二阶段谈判难度加大。12 月 13 日，中美同时宣布，双方就第一阶段经贸协议文本达成一致。从目前已经披露的内容看，协议尽管包含较多内容，但核心仍是农产品采购和降低

部分关税。美国仅对9月起加征的约1200亿美元中国商品从15%关税降低至7.5%，中国承诺在未来几年采购大量美国农产品和其他商品服务。诸多难啃的骨头留待第二阶段谈判解决，后续谈判难度加大，双方需加大彼此的信任度，2020年美国大选拉开序幕，民主党可能将带来更多的变数。

英国与欧盟的贸易谈判仍充满变数。12月13日，强硬脱欧派约翰逊领导的保守党在英国大选中掌握了议会下院绝对多数席位，约翰逊的脱欧方案将不会受到约束，英国在1月31日前完成脱欧已成为大概率事件。按照保守党承诺，在脱欧之后，英国须在2020年底脱欧过渡期结束前与欧盟达成一份贸易协议。围绕这份贸易协议，英国和欧盟之间仍将展开耗日持久的博弈。

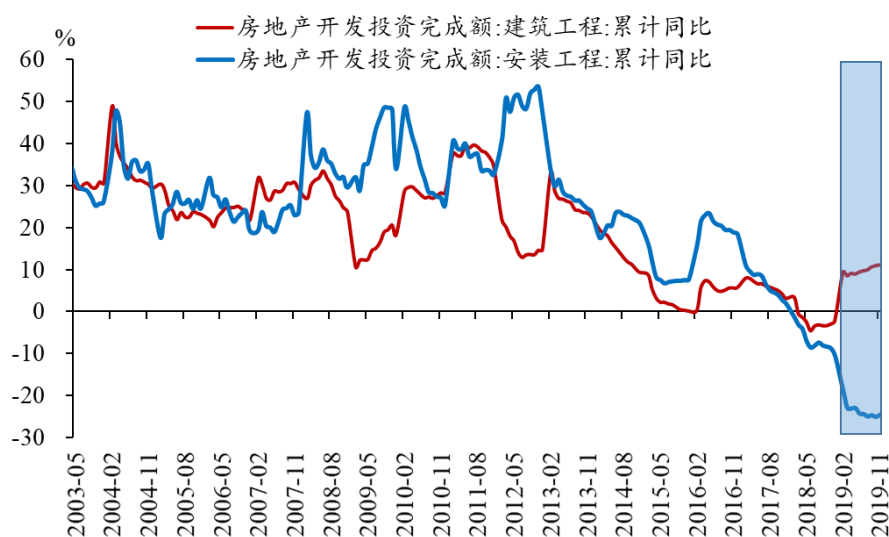
一句话，2020年全球经济仍将处于深度调整之中，外部环境依旧严峻，对于中国经济而言，首要任务仍然是修炼内功。

2. 增长底线：房地产高投资还能持续多久？

2019年，在制造业投资走势疲弱、基建投资上升缓慢的情况下，房地产投资却保持了10%左右的高韧性增长。一个不可避免的问题是，房地产的高投资还能持续多久？这是攸关中国经济如何守住增长底线的大问题。

2.1 2019年房地产投资呈现两个突出特点

图6：2019年房地产建筑工程和安装工程走势明显分化



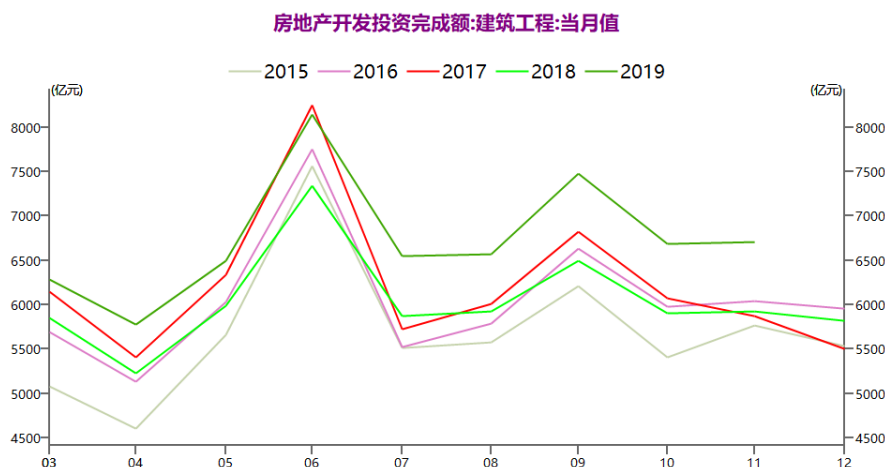
资料来源：Wind，民生证券研究院

特点一：建筑工程和安装工程走势明显分化，前者强后者弱。房地产投资包含建安工程和土地购置费两个主要部分，建安工程占比达六成以上，土地购置费占比约三成。建安工程又可进一步分为建筑工程和安装工程，其中建筑工程是大头，安装工程的体量仅为建筑工程的约十分之一。建筑工程和安装工程的走势多数情况下保持一致，出现分化的时候也偶有发生。2019

年以来，建筑工程走势一路向上，截至 2019 年 11 月，累计同比增速达到 11.1%；与此同时，安装工程走势一路向下，截至 2019 年 11 月，累计同比增速为-24.5%。历史上二者分化时都是安装工程表现更强，而这次是建筑工程表现更强，这种分化还是历史上首次出现（图 6）。

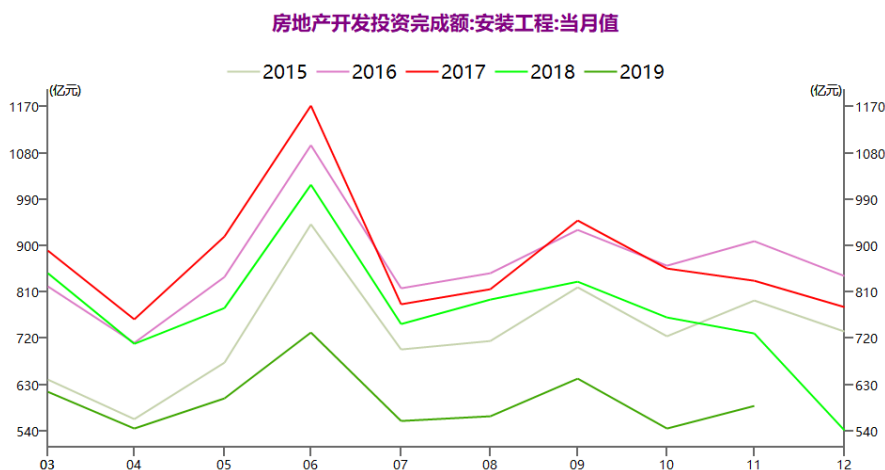
从当月投资额来看，2019 年建筑工程和安装工程的表现同样明显分化。根据统计局公布的投资累计值数据，我们可计算出当月投资额。2019 年 1-11 月，建筑工程月均值为 6743 亿元，为过去五年来最高；安装工程月均值为 600 亿元，为过去五年来最低（图 7-8）。

图 7：2019 年建筑工程月均值为过去五年来最高



资料来源：Wind，民生证券研究院

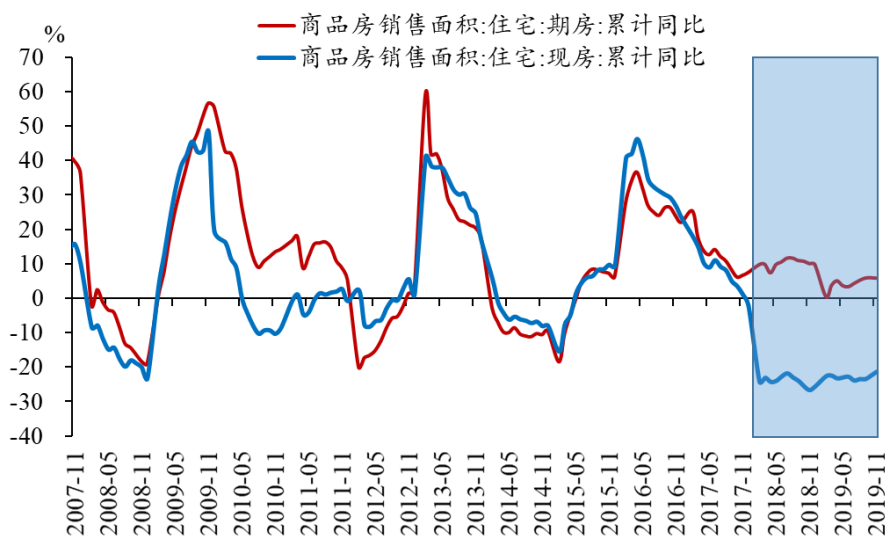
图 8：2019 年安装工程月均值为过去五年来最低



资料来源：Wind，民生证券研究院

特点二：期房销售和现房销售走势明显分化，前者强后者弱。我国实行商品房预售制度，开发商销售的全部商品住宅中，期房占比现已接近九成，现房占比略高于一成。期房销售和现房销售一般情况下保持一致，很少出现明显分化。但 2019 年以来，期房销售表现出较强韧性，截至 2019 年 11 月，累计同比增速为 5.9%；与此同时，现房销售持续负增长，截至 2019 年 11 月，累计同比增速为-21.5%。二者增速差距如此之大，持续时间如此之长，也是历史上首次出现（图 9）。

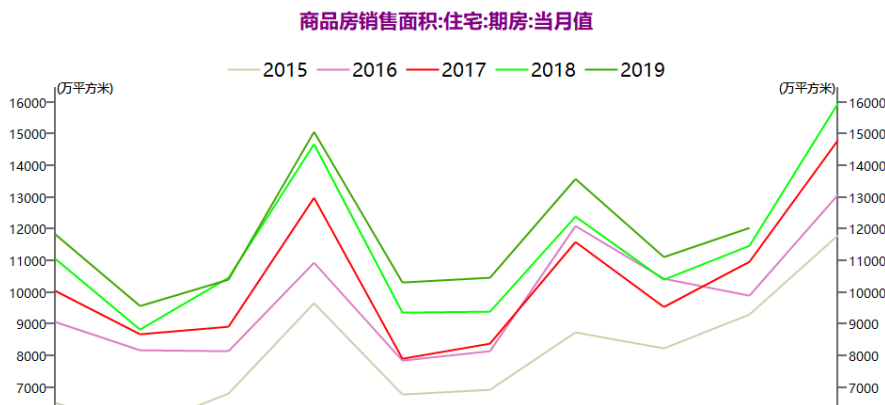
图 9：2019 年商品房期房销售和现房销售走势明显分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

从当月销售面积来看，期房销售和现房销售的表现也同样明显分化。我们同样根据统计局公布的销售面积累计值数据，计算出当月值。2019 年 1-11 月，商品住宅期房销售面积月均值为 1.16 亿平方米，为过去五年来最高；现房销售面积月均值为 1565 万平方米，为过去五年来最低（图 10-11）。

图 10：2019 年商品住宅期房销售面积月均值为过去五年来最高



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_8195

