

深度报告
2019 年 12 月 5 日

中流击水

——2020 年宏观经济与资本市场展望

丁安华

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭海鸣

☎ 0755-22699059 ✉ tanhaiming@cmbchina.com

谭卓

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢王炳、步泽晨、韩剑、杨薛融、柏禹含、朱肖炜、

陈峤、成亚曼对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概要

- **寒夜阴云起，凌寒独自开。**贸易摩擦、负利率环境以及中国的经济增长目标将是理解 2020 年全球经济前景的三大线索。第一，今年以来，全球贸易摩擦的负面影响通过中国这一“世界工厂”快速往全球产业链的上下游蔓延，全球制造业活动萎缩。明年美国大选，贸易摩擦烈度可能下降，或带动全球贸易和制造业回暖。第二，全球主要经济体负利率时代渐近，而中国利率水平正常，中国资产吸引力将显著上升，外资流入规模有望继续扩大，助力经济维持外部均衡。第三，明年我国将如期全面建成小康社会，不必过分强调 GDP 的增长目标，应更加重视经济增长的“质”而非“量”。
- **中流击水，曙光乍现。**基准情形下，2020 年中国 GDP 增长 5.9%。总需求有所回落，房地产投资增速下滑至 6.0%，部分地区房地产调控政策或边际放松；制造业投资增速低位企稳于 3.5%；贸易摩擦趋向缓和，以美元计价的出口增速或回升至 1.8%，但对 GDP 的拉动将明显降低。基建和消费可能成为明年经济的两大支撑因素。基建投资在财政政策进一步发力下，增速可能小幅回升至 5.0%；汽车消费企稳复苏拉动社会商品零售总额同比增速提升至 8.0%。总供给方面，中下游部分行业盈利增速回升，营收也好于工业生产，已经展现出产出回暖的曙光。在冲击和乐观情形下，GDP 增速分别为 5.7%和 6.1%，主要变数仍然来自于贸易摩擦。
- **博观约取，谋定后动。**财政政策方面，我们预计，基准情形下赤字率将上调至 3.0%，新增地方政府专项债达到 3.35 万亿元，减税降费与央地税收划分改革进一步推进，财政新规也将落地起效，但地方政府偿债高峰的到来将制约地方积极财政的发力空间。货币政策方面，结构性政策重要性将进一步上升，预计有望降准 3 次，幅度为 150 bp，并通过下调 MLF 利率以引导 LPR 下行。
- **风起云动，迢迢前行。**海外市场，美债利率或区间性波动，中枢在 1.6%-1.8%；美股存在阶段性向下风险。人民币汇率的弹性和韧性增强，USDCNY 汇率围绕 7.0 附近反复波动；黄金存在中期做多机会。固收市场，利率中枢下行，节奏或有波折，建议逢收益率高点配置；城投债相对安全，产业债精挑细选，关注地产债尾部风险。权益市场，2020 年 A 股中枢有望上行，指数大概率将于 2700-3500 区间运行。

招商银行研究院宏观经济数据预测 (%)

	GDP	房地产 投资	固定资 产投资	CPI	PPI	社会消费 品零售	社融	十年期国债	汇率 (USDCNY)
2019	6.1	9.5	5.0	2.9	-0.3	7.8	10.8	3.0-3.4	6.7-7.2
2020	5.9	6.0	5.1	3.2	0.2	8.0	10.6	2.8-3.4	6.9-7.2

资料来源：Wind、招商银行研究院

目录

一、不畏浮云遮望眼：宏观经济的三大线索	1
（一）寒夜阴云起：贸易摩擦的产业链影响	1
（二）凌寒独自开：负利率下的中国资产韧性	3
（三）见远山无碍：经济增长的目标与实现路径	5
二、全球经济展望：荆棘丛生，处困求通	10
（一）全球经济：多事之秋，震荡磨底	10
（二）全球政策：处困求通，延续宽松	12
（三）全球汇率：周期不同，趋势有变	14
三、中国经济展望：中流击水，曙光乍现	15
（一）总需求：收缩筑底，动能转换	15
（二）总供给：整固升级，曙光乍现	23
（三）通胀：“猪周期”冲高回落，PPI 筑底反弹	25
（四）进出口：增速回升，顺差收敛	26
四、宏观政策展望：博观约取，谋定后动	28
（一）财政政策积极延续，减税降费空间受到制约	28
（二）货币政策空间充足，“稳增长”下“定力”犹存	31
五、资本市场展望：风起云动，迤邐前行	35
（一）历史样本中滞胀与大类资产价格的关系：一因不解一果	35
（二）海外市场展望：揣而锐之，不可长保	36
（三）人民币汇率展望：疾风知劲草	39
（四）债券市场展望：曲径通幽	40
（五）A 股市场展望：周行而不殆	43

图目录

图 1: 全球贸易从增长引擎到拖累	1
图 2: 制造业持续萎缩, 服务业景气度波动向下	1
图 3: 制造业在名义 GDP 中占比近三成	1
图 4: 制造业对名义 GDP 增长的拉动快速下行	1
图 5: 2018 年末以来我国进出口增速迅速回落	2
图 6: 对美出口是我国出口增速下滑的主要拖累项	2
图 7: 中国制造业不景气拖累全球产业链	2
图 8: 中国制造业投资和工业生产增速先后下滑	2
图 9: 出口依赖度高的行业工业增加值增速显著下滑	3
图 10: 中下游企业工业增加值增速显著下滑	3
图 11: 出口依赖度高的行业投资增速显著下滑	3
图 12: 中游行业制造业投资受拖累较为明显	3
图 13: 中外利差持续升至历史高位	5
图 14: 外商直接投资实际使用金额上升	5
图 15: 美国劳动生产率显著下行	5
图 16: 美国劳动力数量持续萎缩	5
图 17: 我国 GDP 增速自 2011 年开始趋势性下行	6
图 18: 高新技术产业增速较工业整体更高	7
图 19: 重化工业营收占比接近 50%	7
图 20: 民企固定资产投资增速快速下滑	7
图 21: 2019 年民企盈利状况显著优于国企	7
图 22: 2019 年 1 季度我国宏观杠杆率跳升 5.1pct	8
图 23: 基准情形下全球主要经济体 GDP 增速及风险预测	10
图 24: 政策不确定性处于历史高位, 阻碍全球经济	11
图 25: 全球经济增速有望在 2020 年缓中趋稳	11
图 26: “美强欧弱”将延续, 但增速差收敛	12
图 27: 通胀低迷使得货币政策倾向于继续宽松	12
图 28: 全球央行掀起的“宽松潮”将在 2020 年延续	12
图 29: 美、欧、日央行将继续保持宽松货币政策	12
图 30: 联邦政府公共债务余额上升	13
图 31: 美国联邦财政盈余/GDP 比例负向扩大	13
图 32: 2015 年美国利率率先触底, 当前集体下行	14
图 33: 路透经济学家汇率预测中值	14
图 34: 商品房销售面积同比增速延续疲弱态势	16
图 35: 热点城市高价房延迟备案使房价增速虚高	16
图 36: 土地购置费增速与建安施工增速分化	16
图 37: 施工面积增速提升支撑建安投资	16
图 38: 土地市场降温	17
图 39: 期房与现房销售增速持续分化	17
图 40: 地产链条消费受到显著拖累	17
图 41: 地产基建链条生产的景气独木难支	17
图 42: 2019 年制造业投资中占比较高的中游产业增速较大幅度下滑	18
图 43: 进出口对于中游产业投资影响较大	18
图 44: 设备产量先于企业产能扩张	18
图 45: 制造业投资与企业前一年盈利高度相关	19
图 46: 上游企业利润同比增速大幅回落	19
图 47: 基建投资增速低位企稳	20
图 48: 一般公共预算资金对基建支持有限	20
图 49: 政府性基金收入增速下滑制约基建资金增加	20
图 50: 基建项目在新增专项债中的占比较低	20
图 51: PPP 形式的基建投资总体保持稳定	21
图 52: 2017 年以来城投债净融资额增幅较小	21
图 53: 社零消费增速呈明显下行趋势	21
图 54: 汽车消费拖累石油制品及整体消费增长	21
图 55: 涉房消费增速位于近年来较低水平	22
图 56: 居住边际消费倾向对其它领域有挤出效应	22

图 57: 预计明年房屋销售增速或将延续低迷	22
图 58: 人口抚养比与社零增速呈明显负相关关系	22
图 59: 宏观景气度持续疲弱	23
图 60: 服务业生产指数下行斜率变陡	23
图 61: 上游行业利润、营收增速低于增加值增速	24
图 62: 中游利润、营收增速变化好于生产变化	24
图 63: 下游行业利润增速高于增加值增速	24
图 64: 中下游行业利润和营收增速好于生产	24
图 65: 今年 CPI 增速提升主要是猪肉驱动	25
图 66: 2020 年 CPI 走势前瞻	25
图 67: 2020 年全球需求有所改善	26
图 68: 2020 年 PPI 走势前瞻	26
图 69: 2019 年净出口对 GDP 正向拉动	26
图 70: 贸易顺差呈现“衰退式”增长	26
图 71: 2020 年石油价格跌幅或将收窄	27
图 72: 全球电子产品景气度回升	27
图 73: 2020 年进口增速预测	27
图 74: 2020 年出口增速预测	27
图 75: 地方政府债务偿还即将迎来高峰	28
图 76: 城投债到期偿还量依旧较高	28
图 77: 截至 2018 年末, 我国各地区显性债务偿还压力	29
图 78: 2020 年目标赤字率和实际赤字率均会有所提高	29
图 79: 继续上调国有资本经营预算调入公共财政比例	30
图 80: 社融存量增速与贷款余额增速放缓	31
图 81: 实体经济融资成本下降不显著	31
图 82: 中小银行资产规模增速显著放缓	32
图 83: 小微企业贷款余额增速触底反弹	32
图 84: 国企和民企信用利差间的分化逐渐收敛	33
图 85: 我国法定存款准备金率存在调整空间	33
图 86: MLF 操作利率尚有调整空间	33
图 87: 2020 年社融增速或将小幅回落	34
图 88: 2020 年 M2 增速或将小幅回升	34
图 89: 2020 年信贷增速或将小幅回落	34
图 90: 美债利率拟合模型	38
图 91: 今年 S&P500 的上行多由估值端贡献	38
图 92: 美股盈利端仍有下行压力	38
图 93: 实际利率或继续下行, 但空间不大	39
图 94: 负利率债券对黄金的推动	39
图 95: 中美利差维持高位	39
图 96: 银行结售汇逆差平稳	39
图 97: 2019 年 10 年国债、国开债利率低位波动	40
图 98: 2019 年信用债表现好于利率债	40
图 99: 利率定价模型预测 2020 年无风险利率中枢向下	41
图 100: 此轮信用扩张下, 加杠杆部门结构分化	43
图 101: 银行信用扩张期内, 贷款和债券利率向下	43
图 102: 沪指涨跌幅与盈利及估值相关性显著	43
图 103: 类滞胀时期上市公司盈利与估值表现未必同向	44
图 104: A 股盈利同比增速与 PPI 同向性显著	44
图 105: 2019 年板块盈利分化现象	44
图 106: A 股估值较全球主要指数更具吸引力	45
图 107: 外资青睐绩优且低估的标的	45

表目录

表 1: 2020 年宏观经济各项指标预测表	9
表 2: 滞胀/类滞胀样本下的权益和房地产市场走势	35
表 3: 滞胀/类滞胀样本下的国债市场走势	36
表 4: 大类资产表现回顾 (截至 2019 年 11 月 26 日)	36
表 5: 关税对美国核心 PCE 的直接影响	37

一、不畏浮云遮望眼：宏观经济的三大线索

（一）寒夜阴云起：贸易摩擦的产业链影响

今年以来，中美、日韩、美欧等经济体之间的贸易摩擦对全球经济造成了显著的负面影响。全球贸易持续收缩，从前两年的全球增长引擎转变为主要拖累项。贸易限制性措施数量达历史新高，贸易前景持续恶化，全球供应链被动经历解体和重构。不断上升的关税和贸易政策相关的不确定性加速了全球经济周期下行的过程，导致制造业陷入衰退，投资力度大大减弱，并开始影响服务业和消费。

图 1：全球贸易从增长引擎到拖累

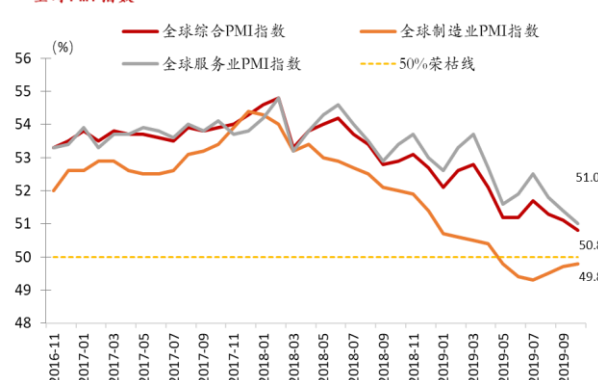
全球工业增速与全球贸易增速



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 2：制造业持续萎缩，服务业景气度波动向下

全球PMI指数

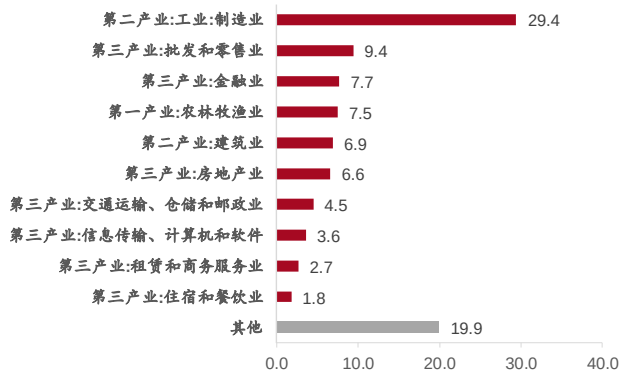


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

去年末以来，中美贸易摩擦对我国的负面影响愈发凸显。从生产法看，对我国2019年GDP增长拖累最大的是与外需息息相关的制造业。2019年制造业增加值增速较低，1-10月工业增加值同比5.6%，处于金融危机以来的最低位置。由于制造业在名义GDP中占比接近30%，其对名义GDP增长的拉动更是快速下行，从去年的2.6个百分点跌至今年1-9月的1.5个百分点。当然，制造业增速下行也部分受到PPI的拖累。

图 3：制造业在名义 GDP 中占比近三成

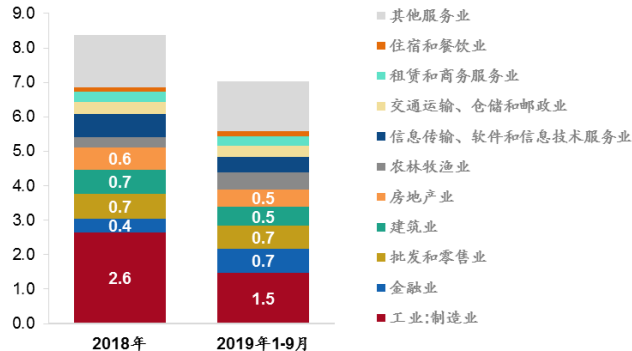
名义GDP的构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：制造业对名义 GDP 增长的拉动快速下行

各产业对名义GDP的拉动



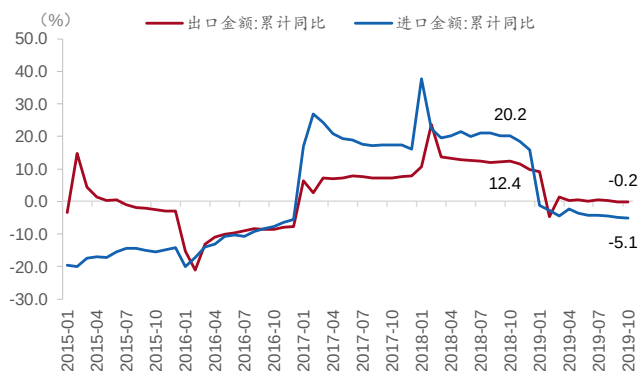
资料来源：Wind、招商银行研究院

贸易摩擦加剧背景下，全球贸易产业链上的制造业活动萎缩。突出表现是中国进出口增速下滑，且进口增速下滑更快。随着前期“抢出口”效应的消退，2018年末以来我国的出口增速迅速回

落。以美元计价的出口累计增速从去年10月的12.4%快速滑落至今年10月的-0.2%。其中对美出口是主要拖累项，在同一时期从13.3%大幅下滑至-11.3%。而在此期间我国的进口增速则以更快的速度下行，从20.2%大幅下滑至-5.1%。

图 5：2018 年末以来我国进出口增速迅速回落

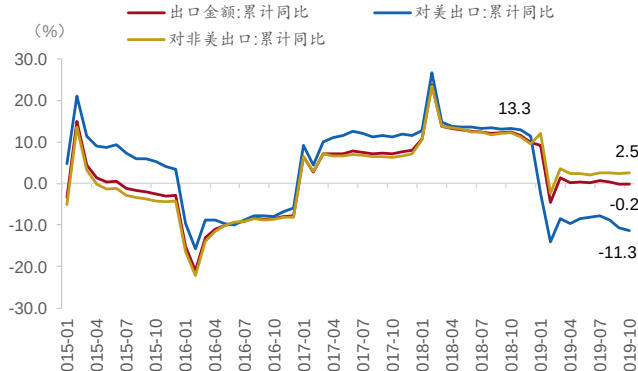
进出口累计同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：对美出口是我国出口增速下滑的主要拖累项

对美出口与对非美国出口增速

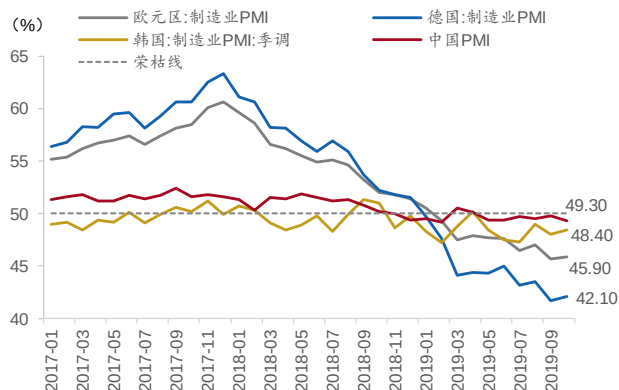


资料来源：Wind、招商银行研究院

全球主要经济体均无法对贸易摩擦免疫。关税上升后美国对中国产品需求下降，对外贸易增速大幅放缓，但其总贸易赤字仍在扩张。贸易摩擦对欧洲的出口依赖型经济体冲击最为直接，德国首当其冲，其超过四成的GDP来自于出口，预计2019年其出口增速将大幅放缓至0.5%。日本、韩国、新加坡、中国台湾、中国香港等出口型经济体亦是如此，出口增速的迅速下跌甚至萎缩冲击工业生产，并影响整体经济活力。全球制造业PMI仍处于下行通道，今年以来不断回落，截至10月已下滑至49.8，连续6个月位于荣枯线以下。东亚特别是韩国、欧洲特别是德国，还有中国，都在荣枯线以下。这是当前全球经济形势的一大特征，预计还将持续一段时间。

图 7：中国制造业不景气拖累全球产业链

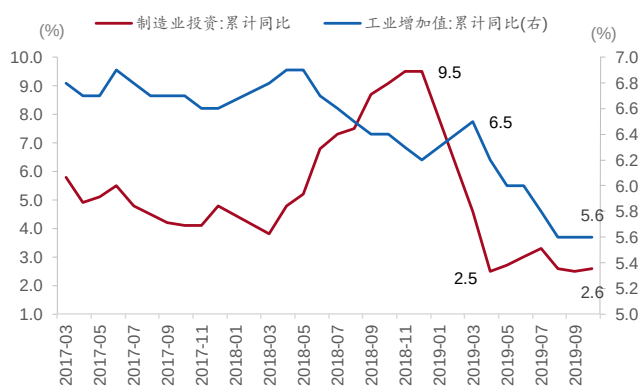
全球制造业PMI



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：中国制造业投资和工业生产增速先后下滑

制造业投资和工业增加值



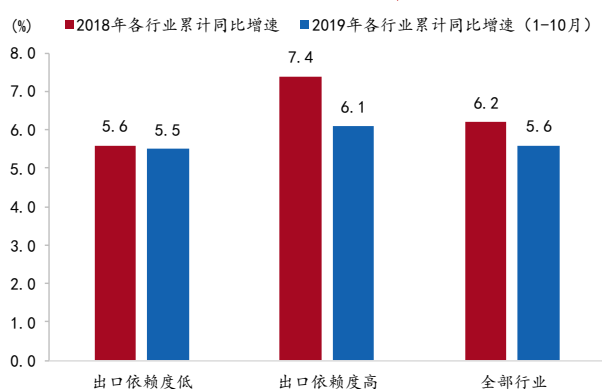
资料来源：Wind、招商银行研究院

贸易摩擦对我国产业链的冲击主要体现在中游行业。从工业生产看，今年我国工业增加值增速处于金融危机以来的最低位置，10月累计同比为5.6%，上中下游的景气度总体依次递减。外部需求走弱、内部需求低迷拖累了中下游行业的生产和投资，而上游行业在基建回暖、供给侧结构性改革效果显现的背景下相对保持了生产和投资的韧性。今年1-10月，计算机通信及其他电子设备制造、通用设备、专用设备等行业增加值累计同比增速分别较2018年全年下滑4.3、3.3、4.0个百

分点，而这三个行业的营收在制造业中的占比接近15%。从投资看，今年我国的制造业投资增速在年初开始“倒U型”反转。2018年我国制造业投资增速受民间投资增长拉动超预期反弹影响，全年累计同比增长9.5%，较前一年上升了4.7个百分点。但今年以来制造业投资增速持续下滑，1-10月累计同比增速仅为2.6%，较2018年下降了6.9个百分点。其中，出口依赖度相对较高的行业的投资增速下滑幅度要显著高于出口依赖度相对较低的行业，表明投资增速的下滑主要受到贸易摩擦的拖累。中游行业制造业投资受拖累较为明显，累计同比增速较去年下滑幅度达8.6个百分点。特别是通用设备制造业、金属制品业以及电气机械及器材制造业，今年1-10月的投资累计同比增速分别为0.9%、-3.3%、-7.5%，较去年分别下行7.7、18.7、20.9个百分点。

图 9：出口依赖度高的行业工业增加值增速显著下滑

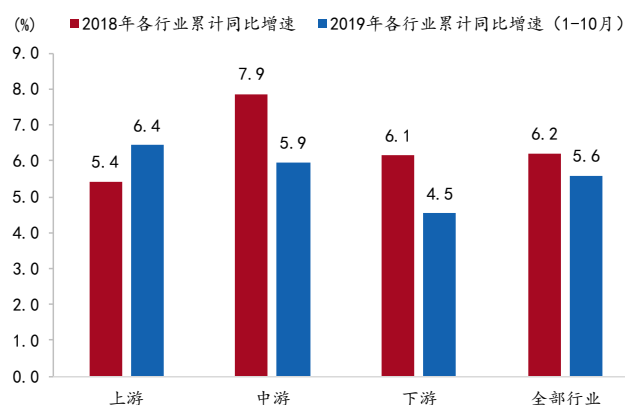
区分出口依赖度的行业增加值增速（各行业中位数）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：中下游企业工业增加值增速显著下滑

上中下游增加值增速（各行业中位数）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：出口依赖度高的行业投资增速显著下滑

区分出口依赖度的制造业投资增速

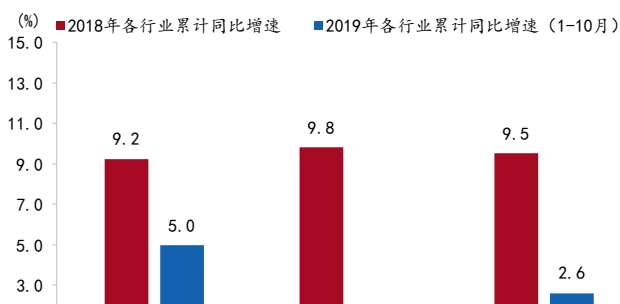
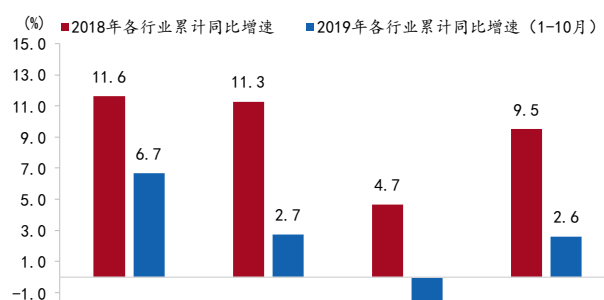


图 12：中游行业制造业投资受拖累较为明显

上中下游制造业投资增速



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_8278

