



核心观点

2019 年我国经济 GDP 增速小幅下降，但仍位于合理区间；基建、先进制造支撑全年投资、生产增长平稳。2020 年经济增长将从以下几点发力：首先，高端制造领域结构延续升级优化；基建补短板、扩内需作用持续突出；粤港澳、长三角、雄安新区遍地开花，由点及面助推“稳增长”。

❖ 固定资产投资增速有望企稳，投资结构延续优化

基建方面，2019 年我国基建投资增速整体波动向下，但政策因素使基建投资结构中不乏亮点。交通强国建设纲要的出台对铁路运输业、道路运输业的投资形成良好支撑，交运相关基建项目增速快于整体，2020 年基建项目的主要推动力仍在政策。

制造业方面，随着“稳定制造业投资”政策推进，2020 年下半年，我国制造业投资有望稳健回暖，在基建的影响下，国内建筑业的较高景气度有望有力支撑制造业需求。

❖ 工业企业盈利回暖，产业结构升级延续

我国工业发展具备较为明显的“技术升级”特点。2019 年我国工业生产结构持续优化；战略新兴产业是全年经济的重要增长点。在外需整体疲软的大背景下，我国高新技术产品的内外需求均较强韧，2020 年以计算机、通信和其他电子设备制造业为代表的新兴产业盈利有望持续增长，高技术产业在工业发展中的地位有望再度提升。

❖ 通胀数据扰动短期持续，但对流动性掣肘有限

食品项成为 2019 年 CPI 数据上行的主要动力，考虑到补栏节奏和生猪的生长周期，食品项的价格强势或将在 2020 年上半年延续。但从政策端出发，监管对猪肉价格考虑较为充分；预计 2020 年，通胀因素对货币政策的掣肘有限，经济发展的融资需求才是我国货币政策的主要考虑。

❖ 市场展望：科技、先进制造有望发力，静待改革红利

2020 年战略新兴产业有望迎来加速发展。从内部因素看，我国正处于“中国制造”到“中国创造”的重大转型阶段，产业结构优化升级延续。着眼外部环境：贸易因素不明朗助推“国产替代”、“自主可控”。叠加资本市场改革的引流助力，2020 年国内企业在战略新兴产业的突围有望到来。

❖ 风险提示：外部经济形势不明朗，下游需求低于预期。

证券研究报告

所属部门	总量研究部/宏观团队
报告类别	宏观深度
报告时间	2019/12/17

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

陈琦

证书编号：S1100118120003
010-66495927
chenqi@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、生产、投资双擎驱动，产业结构优化升级	4
1.1 固定资产投资增速有望企稳，投资结构延续优化	4
1.11 地产投资韧性中长期难以维系	4
1.12 制造业投资有望趋稳	5
1.13 财政发力基建托底经济	5
1.2 工业企业盈利回暖，产业结构升级延续	7
二、通胀扰动短期持续，但对流动性掣肘有限	9
2.1 2020 年食品项价格仍将强势	9
2.2 生产资料价格有望随需求好转	10
2.3 通胀因素对货币政策的影响有限	11
三、外贸回暖尚需确认，改革激发内在动力	11
3.1 全球经济上行承压，外贸回暖仍需观察	11
3.2 市场展望：科技、先进制造业有望发力，市场静待改革红利	13
3.21 科技、先进制造业有望继续发力	13
3.22 改革相关投资机会值得关注	14
3.23 市场流动性：结构性货币政策值得期待	16
风险提示	17

图表目录

图 1:	地产投资对投资的支撑作用仍存	4
图 2:	基建与制造业增速整体趋稳	4
图 3:	地产销售对房地产开发资金支撑较强	4
图 4:	2019 年 PSL 增速显著下滑	4
图 5:	地产新开工整体下滑	5
图 6:	房企拿地意愿下降	5
图 7:	新开工面积下降	8
图 8:	房企拿地意愿下滑	8
图 9:	2019 年新兴产业的盈利能力韧性较强	8
图 10:	先进制造业均保持较高增速	8
图 11:	食品项是 CPI 上行动力	9
图 12:	需求压制生产资料价格	9
图 13:	焦炭价格 2019 年持续下行	10
图 14:	电煤价格 2019 年位于下行区间	10
图 15:	东盟是我国进口商品的主要支撑	12
图 16:	出口整体相对弱势	12
图 17:	我国高新技术产业的出口结构	13
图 18:	一带一路对需求的支撑较为稳定	13
图 19:	2019 年我国利率中枢持续下行	16
图 20:	信用利差表现稳定	16
表格 1:	2019 年地方政府专项债明显前倾	6
表格 2:	CPI 各分项权重测算	10
表格 3:	2019 年 11 月央行货币操作梳理	11
表格 4:	高新技术产品外需强韧	12
表格 5:	2019 年重要货币政策梳理	16
表格 6:	中央经济工作会议的政策梳理	14

一、生产、投资双擎驱动，产业结构优化升级

1.1 固定投资增速有望企稳，投资结构延续优化

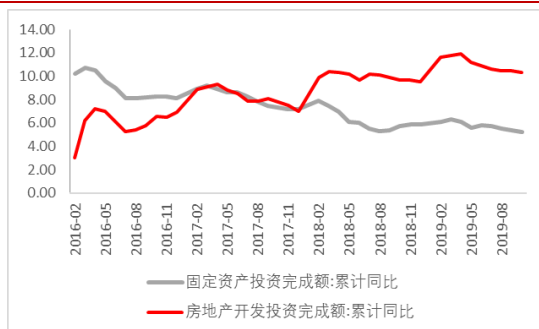
1.1.1 地产投资韧性中长期难以维系

地产对固定资产投资增速的贡献有望趋稳。2019 年我国固定资产投资增速放缓，但整体维持较高韧性；但及至年底，固定资产月增速仍维持在 5.2% 左右，较 2018 年同期降幅有限。

短期地产投资将维持韧性。当前由于房地产融资端收紧，市场对地产投资的延续性普遍存在担忧。但从房地产行业的基本面看，2019 年下半年，小部分行业数据表现超预期，其中 9 月商品房销售回暖、10 月土地购置面积、成交价款月同比均转正，地产行业基本面呈现韧性，房企主动去库、以价换量的逻辑支撑房企业绩。

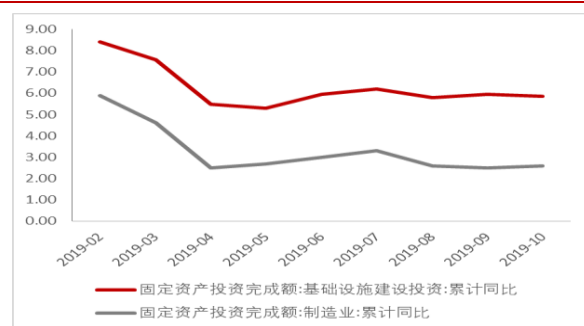
此外，在我国商品房销售结构中，期房占比较高，2019 年个人按揭贷款、售房定金及预收款已成为我国房地产开发资金的最大来源，预计期房销售有望在未来 3-6 个月中继续拉动地产被动投资，对地产投资短期韧性形成支撑。

图 1： 地产投资对投资的支撑作用仍存



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 基建与制造业增速整体趋稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 地产销售对房地产开发资金支撑较强

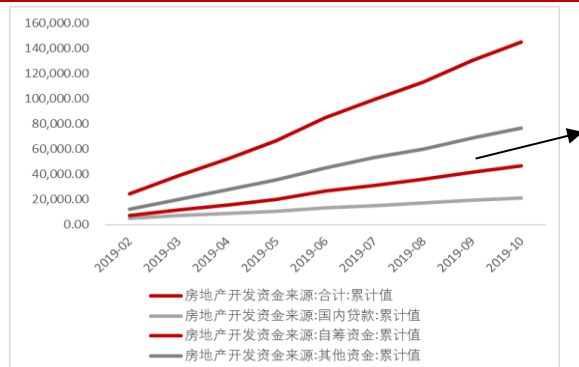
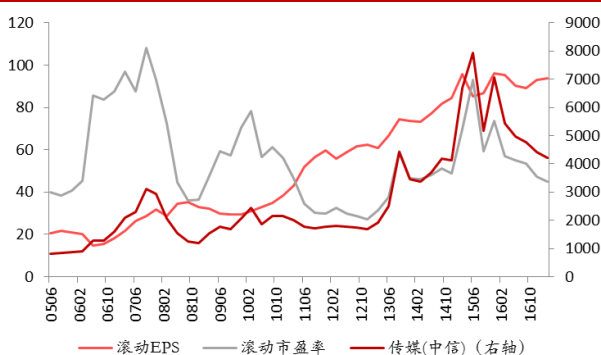


图 4： 2019 年 PSL 增速显著下滑



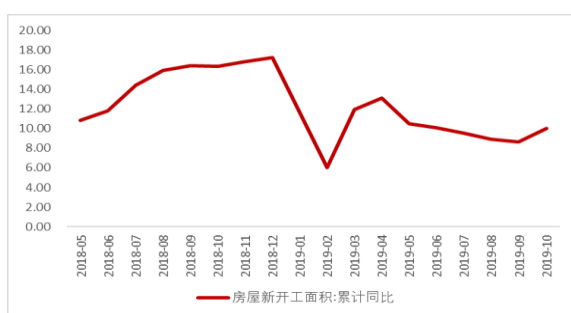
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源: Wind, 川财证券研究所

资料来源: Wind, 川财证券研究所

中长期地产投资将趋弱下行。2019 年年初起, 国家对房地产政策显著收紧, “棚改”规模减半、政府基金性收入下降, 压制年内地产投资稳定增长, 逆周期调节政策是 2019 年地产投资的最主要影响因素。政策端, 2019 年“房住不炒”被多次重申, “不把房地产作为短期刺激经济的手段”也被着重强调, 政策对房企实体融资利率、房企信托融资及居民购房利率的把控愈发严格, 年内 PSL 水平显著下滑, 地产开发到位资金规模整体收缩, 房企拿地走弱影响 2019 年地产新开工, 中长期地产投资趋弱。

图 5: 地产新开工整体下滑



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 6: 房企拿地意愿下降



资料来源: wind, 川财证券研究所

1.12 制造业投资有望趋稳

“技术升级”是我国制造业投资的主要特点。2019 年外需明显走弱, 制造业扩产热情低迷, 且在我国制造业投资中, 民间投资占比较高, 制造业投资全年不振, 制造业投资增速从 2018 年 12 月的 9.5% 大幅下降至 2019 年年底的 2.5% 左右。但我国制造业投资具有较强的技术升级特点, 高技术制造业投资固定累计投资增速持续增长, 全年高技术制造业投资增速累计增速有望超过 15%, 较 2019 年 1 季度末加快 3.1 个百分点。“技术升级”往往收效周期相对较长。相比于投产新建或扩建项目, “技术升级”对产能的拉升扩充作用较弱, 且往往与我国“去产能”相结合; 但技术升级是产业结构优化在投资角度上的体现, 在中长期有望推动我国制造业高质量发展。

2020 年制造业投资有望趋稳。展望 2020 年, 先进制造业将继续成为我国制造业投资的重要增长点, 国家逆周期调节政策将对制造业环境有所改善。在“稳定制造业投资”的政策基调下, 2020 年下半年, 我国制造业投资有望稳健回暖, 国内建筑业的较高景气度有望在 2020 年拉动制造业需求。

1.13 财政发力基建托底经济

政策助推 2020 年基建投资。回顾 2019 年, 基建投资在年初短暂下跌后趋于平稳; 政策端, 基建的扩内需、补短板作用被反复强调。从已公布的 2019 年数

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

据看，虽然 2019 年我国基建投资增速整体波动向下，但政策因素使基建的投资结构不乏亮点。交通强国建设纲要的出台对铁路运输业、道路运输业的投资形成良好支撑，交运相关行业 10 月基建项目增速分别快于整体基建投资 1.7 和 3.9 个百分点；2020 年基建项目的主要推动力仍将是政策。

区域经济发展派生基建需求。2019 年区域化经济发展步伐加快，继雄安新区、粤港澳大湾区之后，长江经济带也迎来政策聚焦。2019 年 11 月底，《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》正式印发，目标到 2025 年，“在科创产业、基础设施、生态环境、公共服务等领域基本实现一体化发展”，基本建成轨道上的长三角，进一步提升省际公路通达能力，形成世界级机场群体系、港口群。预计随着几大区域化经济发展政策共同发力，我国基建投资将稳定增长。

地方政府专项债蓄势待发。资金端，2019 年我国地方财政明显前倾，地方政府专项债的发行节奏明显加速，但在此前发行的专项债中，相当额度的专项债资金被用于土地储备及棚改项目，债务发行前倾并未对基建形成显著提速，但专项债资金用途在 2019 年不断矫正；在 2020 年专项债提前批额度的申报中，土地储备、棚改等与稳增长关联性不强的项目并未列入申报，2020 年地方政府专项债对基建领域明显倾斜。

2019 年 11 月，2020 年地方政府专项债额度提前下发，虽然考虑到发行进度、年底停工等因素的影响，提前批专项债额度对 2019 年全年的基建投资增速提振有限。但随着我国促基建政策的不断加码，2020 年全年地方政府专项债使用额度有望再度增长。在区域经济一体化政策的助推下，我国交运类项目储备良好，区域经济发展政策有望为我国基建投资带来更多优质项目，叠加财政政策的助力，基建投资有望在 2020 年 1 季度迎来提速。

表格 1. 2019 年地方政府专项债明显前倾

月份	新增一般债	新增专项债	置换债	借旧还新
1	2276.00	1411.70	0.00	492.10
2	1607.30	1666.50	0.00	368.00
3	1303.50	3563.00	0.00	1378.60
4	456.10	636.50	0.00	1174.10
5	354.90	1301.70	0.00	1386.60
6	1902.90	5267.50	114.70	1710.50
7	768.10	2997.10	210.50	1583.60
8	226.60	3194.50	603.10	1670.60
9	295.50	1239.80	1387.10	243.58
前三季度总计	9190.90	21278.30	2315.40	10007.68
年内限额占比	>98%	>98%		

信息来源：财政部官网；Wind；川财研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

值得一提的是，2019 年我国地方政府的债务管控能力也相应增强。从全年地方财政的投资性支出看，2019 年前 10 个月，全国共计发行专项债 2.53 万亿元，其中新增专项债券 2.12 万亿元，置换债券及再融资债券 4,018 亿元。2019 年前 10 月，当年地方政府专项债的发行工作已基本完毕，全国地方政府专项债务余额为 9.45 万亿，未超过此前全国人大审议批准的 10.76 万亿元专项债限额。同时，依据 wind 数据初步测算，2019 年前 3 季度，我国地方政府的显性负债率为 34.70%，较 2018 年同期仅上行 2.8 个百分点；考虑到今年地方债务发行前置，近年来，政策对我国地方政府债务的管理能力稳定，同时也说明地方政府债对我国经济增长的助推作用并未边际弱化。

1.2 工业企业盈利回暖，产业结构升级延续

2019 年工业增长总量放缓，企业盈利能力承压。2019 年全年，我国工业总量增速放缓，工业增加值整体处于累计下行区间。尽管 11 月工业增长速度出现回暖，但纵观全年，前 10 月我国工业增加值的单月同比增速累计下行 1.2 个百分点，环比平均降速 0.23%，制造业是全年工业增长放缓的重要原因；年内工业产品销售下滑，需求走弱对生产的制约仍存，与今年我国工业产品出厂价格（PPI）的持续低迷相互印证。

利润方面，需求同样压制我国工业企业的盈利能力，今年我国工业企业利润增速同样位于负增长区间，2019 年前 10 个月，我国工业企业利润的累计同比降幅为 2.90%，需求端的弱势表现通过生产销售、出厂价格传导至企业盈利端。

细分行业中，2020 年食品、汽车制造业的盈利能力值得关注。自 2019 年下半年起，CPI 环比数据中的猪肉价格增长连续提速；与此同时，我国食品制造业增速进入回落区间，原料成本挤压企业增长，考虑到猪肉价格具有较为明显的周期性，2020 年上半年，食品制造业的成本端压力或将延续。

此外，2019 年汽车制造业成为制造业的重要拖累项，行业盈利能力持续下行，2019 年我国汽车制造企业的利润总额持续下行，耐用消费品需求下降叠加行业内部的技术革新是汽车制造盈利能力承压的主要原因。

产业结构优化升级，高技术产业是新的增长点。2019 年我国工业生产结构持续优化。2019 年前 3 季度，我国战略新兴产业、高技术产业增加值的累计同比增速分别为 8.4%、8.7%，增速维持韧性，且高于同期工业增加值 2.8、2.1 个百分点，战略新兴产业是全年经济的重要增长点；新兴产业代表行业-计算机、通信和其他电子设备制造的全年平均增速有望突破 7.5%。工业生产的结构优化态势延续，医疗仪器设备、电子及通信设备制造业和医药制造业增速分别快于规模以上工业 9.3、3.8 和 2.3 个百分点，高技术、战略新兴产业始终维持较快增长。

图 5：制造业对工业增长有所拖累

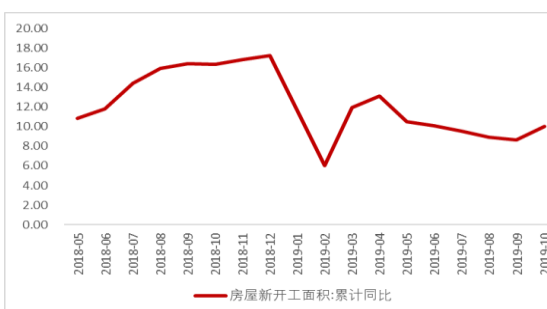
图 6：2019 年汽车行业盈利承压

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



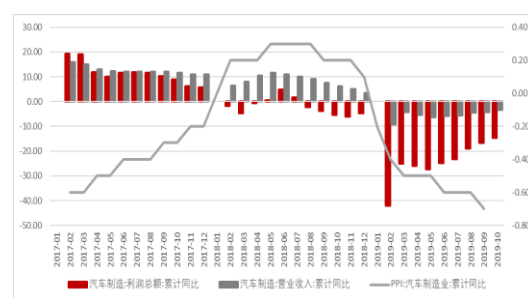
资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 新开工面积下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 2019 年新兴产业的盈利能力韧性较强



资料来源：wind，川财证券研究所

图 8： 房企拿地意愿下滑



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10： 先进制造业均保持较高增速

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_8284

