

宏观 2020 年度报告

风物长宜放眼量——决胜之年增长无忧，结构性改革亟待发力

首席经济学家

张明

中国社会科学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

薛威

投资咨询资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿

一般从业资格编号：
S1060118070054
010-56800141
GUOZIRUI807@pingan.com.cn

在岁末年初，纠结于中国经济是否应该保“六”似乎意义不大。我们既不应该把保六与大水漫灌结合起来，也不应该把保增长与促改革对立起来。中国经济增长动力仍在，但长期强刺激增长所遗留的风险也仍在。中国经济仍将在稳增长、控风险、促改革之间寻求艰难的平衡。平衡是很难做的，因此短期增长与投资前景都依然具有不确定性。但如果能够把眼界放到未来 3-5 年，或许我们能够看到更加长期的逻辑，以及找到更加确定的资产配置方式。

2020 年是中国完成小康目标的决胜之年，中国经济仍然需要应对来自多方面的压力：外部环境仍然错综复杂、国内经济增速存在回落压力、金融风险逐渐显性化、经济结构仍需持续优化。幸运的是，无论货币政策还是财政政策，中国都有充足的工具和空间进行对冲，2020 年完成国内生产总值相对 2010 年翻一番的目标无忧。从中期来看，经济放缓是定局，金融风险逐渐显性化，地方债问题也可能带来新的风险，投资如何应对这些风险至关重要。不过，挖掘国内消费市场整合释放的活力、突破关键技术瓶颈的创新与新时代区域经济一体化提速，这三大趋势也蕴含着新的投资机遇。

■ 经济企稳讨论：库存周期难言重启，结构分化机遇仍存

驱动中国库存周期的变化既可能来自总需求量的改善，也可能来自工业品价格的变化。其中，总需求量的改善主要来自房地产投资增速和出口增速的回升，企业的去库存通常也伴随着房地产投资增速和出口增速的回落。因此，我们认为在房地产投资处于下行趋势但远未见底的条件下，本轮企业去库存可能还未接近尾声。出口增速与房地产投资增速的分化以及房地产投资韧性的存在将使得本轮去库存可能持续的更久。考虑到本轮房地产投资下行的韧性，短期的库存行为可能会存在“异化”。若房地产投资下行延续缓慢态势、出口增速震荡企稳以及 PPI 通缩压力缓解，2020 年不排除工业企业短期会在某一库存水平震荡徘徊。2020 年基建投资增速的反弹可能难以支撑整个工业企业补库存，但有助于相关链条企业的景气修复。

■ 国内经济：经济下行压力仍存，决胜之年增长无忧

2020 年是中国完成小康目标的决胜之年，经济下行压力仍存，但完成国内生产总值相比 2010 年翻一番的目标料将无忧，预计实际 GDP 同比增速将小幅放缓至 5.9%。三大需求走势分化，消费受居民可支配收入增速的支撑而逐渐企稳，但掣肘于杠杆率的高企难有亮眼表现，消费震荡中枢料将小幅下移，不过汽车和地产消费有望边际改善；固定资产投资在地产投资韧性仍存以及基建投资回暖的支撑下将会小幅反弹，制造业投资仍将保持低位震荡；出口受全球经济回落及多轮关税负面影响的显现将继续保持弱势，“衰退型”顺差对经济的支撑将会减弱。物价方面，CPI 中枢将由于翘尾因素的抬升与猪肉价格的上涨进一步上升至 3.3% 左右。预计猪肉价格将持续上涨至 2020 年二季度，一季度将成为通胀高点，CPI 同比走势上会是前高后低。PPI 同比增速将会有所回升，工业通缩压力缓解，2020 年全年大致在 0.1% 左右。2020 年下半年 CPI 与 PPI 之间的分化将会显著收敛。

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。

■ 宏观政策：货币趋松财政发力，深化改革立足转型

面对短期的周期性下行压力，需要货币政策与财政政策继续宽松加强逆周期调节作用。在全球经济普遍回落、各国开启降息潮，以及中国经济延续下行的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变。2020 年货币政策的重心将更加偏向稳增长，降准 2-3 次、OMO 操作利率以及 MLF 利率下调都值得期待。结构性通胀的高企会影响货币政策宽松的幅度和节奏，但不会改变货币政策的方向，二、三季度货币政策宽松的空间有望打开。金融监管料将以稳为主，巩固过去成果，增量不会强化。财政政策仍将继续发力稳增长，公共财政赤字率有望继续提升，但难以突破 3%；地方政府专项债资金使用效率提高、规模继续提升并将前置发力稳增长；地方政府隐性债务置换可能边际放松。

面对中长期的下行压力，需要深化结构性改革，继续推动户籍制度、土地流转、资本市场改革以及国有企业改革等。短期稳增长与长期调结构并行不悖，稳增长是为调结构创造平稳的宏观环境，保障新旧动能平稳切换。未来发挥国内消费市场整合释放的活力、突破关键技术瓶颈的创新与新时代区域经济一体化提速，这三大趋势将蕴含着新的投资机遇。

■ 海外经济：全球经济同步下行，不确定性否极泰来

2020 年全球经济增长将由 2019 年的非同步下行转为同步下行，全球经济增速或将维持在近十年的低位。2020 年，随着美国经济投资出口双弱带动劳动力市场与消费转弱，“美强欧弱”格局或将转为“美欧双弱”，不过美国经济回落程度仍存在不确定性，料难以失速下行。2020 年新兴经济体或将迎来边际改善，贸易摩擦阴影转淡，本币贬值压力或有所减轻，可能重新成为全球经济增长的主引擎。

2019 年全球政治经济面临的三重不确定性或在 2020 年有所消减，有望否极泰来。贸易局势方面，美方经济存下行压力，大选年有对“稳经济”和“稳市场”的较强诉求，且驴象之争及弹劾压力会压缩美国内部施政效率，特朗普政府有阶段性缓和对华贸易摩擦的动力。加上韩日贸易谈判即将开启，全球贸易摩擦蔓延升级趋势将遇阻。社会分化方面，英国脱欧局势缓和，欧元区内部分歧有所缓和；地缘政治方面，美俄博弈趋缓，中东地缘局势降温，全球地缘局势逐渐趋于缓和。不过，全球经济政治不确定并非完全消退，2020 年美国大选及其外溢效应将是不确定性的主要来源。在该背景下，全球央行货币政策协同宽松，降息与扩表将是 2020 年全球各大央行货币政策的主流。但美联储将在独立性与讲政治之间纠结，2020 年降息节奏恐难以固定，这将进一步加剧美股的波动程度。

正文目录

一、 2020 年宏观经济：风物长宜放眼量——决胜之年增长无忧，结构性改革亟待发力 ...	7
二、 经济企稳讨论：库存周期难言重启，结构分化机遇仍存	8
2.1 当前库存周期的位置	8
2.2 中国库存周期的驱动因素	10
2.3 本轮库存周期将如何演绎	14
2.4 库存周期的结构性投资机遇	15
三、 国内经济：经济下行压力仍存，决胜之年增长无忧	17
3.1 经济增长：预计 2020 年 GDP 增速小幅降至 5.9%	17
3.2 生产端： 工业生产将小幅趋弱	20
3.3 需求端： 消费趋稳、投资小幅反弹、外贸承压	20
3.4 通胀：CPI 前高后低，PPI 通缩缓解	27
四、 宏观政策：货币趋松财政发力，深化改革立足转型	29
4.1 货币政策：温和宽松，降准 2-3 次，继续降息	30
4.2 财政政策：前置提效积极发力	32
4.3 人民币汇率：贸易摩擦是主导，基本面小幅升值	34
4.4 产业政策：创新驱动，促进转型	36
4.5 结构性改革：亟待发力，提效增质稳信心	37
五、 海外经济：全球经济同步下行，货币政策协同宽松	41
5.1 美国：增速温和下行，大选带来扰动	42
5.2 欧元区：经济低位震荡，货政持续宽松	44
5.3 日本：出口拖累经济，弱势震荡延续	45
5.4 新兴经济体： 资本外流缓和，企稳回升可期	46
六、 三重不确定性有望降低，2020 年将否极泰来	47
6.1 全球经贸摩擦将有所缓和	47
6.2 发达经济体内部分化将有所消减	49
6.3 全球地缘政治局势将有所降温	50
6.4 美国大选将是 2020 年不确定性的主要来源	50

图表目录

图表 1	2020 年中国宏观经济展望逻辑	8
图表 2	中国的库存周期变化 (%)	9
图表 3	2000 年以来中国的库存周期时长与幅度 (%)	9
图表 4	工业企业利润负增长区间的时长	10
图表 5	中国的库存周期滞后名义 GDP 增速 2-3 个季度 (%)	11
图表 6	中国不同的库存周期分别受总需求或价格驱动 (%)	11
图表 7	库存周期与消费和投资的走势 (%)	12
图表 8	企业库存行为与房地产投资相关性较强 (%)	13
图表 9	企业库存行为与出口相关性较高 (%)	13
图表 10	企业库存行为与基建投资增速很大程度是负相关 (%)	13
图表 11	本轮库存周期的驱动因素 (%)	14
图表 12	企业的库存周期与利润变化紧密相关 (%)	16
图表 13	工业企业的库存周期与利润的自发变动关系变化	16
图表 14	各行业的库存周期变动与利润变动情况分布 (%)	17
图表 15	2020 年中国经济增速将回落至 5.9% 左右 (%)	19
图表 16	考虑经济普查不同情形下 2020 年的 GDP 增速预测	19
图表 17	2020 年经济数据预测表	19
图表 18	工业增加值增速累计同比 (%)	20
图表 19	工业增加值当月同比 (%)	20
图表 20	社零增速、居民收入增速与居民杠杆率 (%)	21
图表 21	汽车消费增速低位徘徊 (%)	22
图表 22	房地产相关消费的累计增速 (%)	22
图表 23	促进汽车消费政策陆续出台	22
图表 24	固定资产投资增速走势 (%)	24
图表 25	2019 年专项债资金流向 (%)	24
图表 26	商品房销售面积与销售额增速 (%)	24
图表 27	购置土地面积累计增速 (%)	24
图表 28	房屋新开工与施工面积增速 (%)	24
图表 29	房企资金来源增速 (%)	24
图表 30	进、出口同比增速走势 (%)	26
图表 31	海关总署货物贸易差额 (亿美元)	26
图表 32	对美出口增速与我国整体出口增速对比	26
图表 33	对美进口增速与我国整体进口增速对比	26
图表 34	中美贸易战抢出口提前透支出口需求	26

图表 35	CPI 与核心 CPI 同比走势 (%)	28
图表 36	2020 年 CPI 翘尾因素显著抬升 (%)	28
图表 37	猪肉价格走势 (元/千克)	28
图表 38	生猪存栏大幅下降 (%)	28
图表 39	PPI 同比走势 (%)	29
图表 40	PPI 翘尾因素与 2019 年持平 (%)	29
图表 41	PPI 生产资料和生活资料的背离 (%)	29
图表 42	2020 年 PPI 生活资料可能上涨 (%)	29
图表 43	2020 年的政策重心将是稳增长	30
图表 44	存款准备金率仍有下调空间	31
图表 45	1 年期 MLF 利率和 LPR 利率 (%)	31
图表 46	金融机构一般贷款利率下行有限 (%)	31
图表 47	猪肉价格变化与政策利率调整 (%)	32
图表 48	月度财政支出占全年预算支出比例 (%)	33
图表 49	月度地方政府专项债规模 (亿元)	33
图表 50	中国财政赤字规模 (亿元)	33
图表 51	2019 年地方债监管边际放松与核心监管原则	34
图表 52	2019 年年初以来人民币汇率走势	35
图表 53	人民币汇率与美元走势	35
图表 54	中美 10 年期国债利差处于高位 (%)	35
图表 55	人民币汇率走势与中美贸易摩擦进展	35
图表 56	产业转型升级从顶层设计演变到细化工作部署	37
图表 57	不同经济体转型前后十年经济增速对比变动 (%)	37
图表 58	2019 年的重大改革举措	39
图表 59	中国提升潜在增速的未来改革方向	41
图表 60	不同城市群的核心城市定位	41
图表 61	全球 PMI 整体持续震荡下行	42
图表 62	2019 年美欧经济增速在下滑中仍保持分化	42
图表 63	消费端是美国经济韧性的主要来源	43
图表 64	美国 ISM 制造业 PMI 震荡下行后现企稳迹象	43
图表 65	欧元区 PMI 指数持续低于荣枯线	45
图表 66	欧元区与美国经济增速一直维持较大差距	45
图表 67	日本出口持续负增长	46
图表 68	日本制造业 PMI 低位震荡	46
图表 69	主要新兴经济体制造业 PMI 走势	46
图表 70	部分新兴经济体通胀走势	46
图表 71	2019 年全球不确定性指数持续震荡上行	47

图表 72 2019 年中美贸易谈判频历波折（暗底色代表摩擦缓和，亮底色代表摩擦升级）	48
图表 73 济体内部的分化局面在 2020 年将迎来缓和	49
图表 74 2018-19 年原油价格走势复盘：地缘政治冲突对油价的影响(美元/桶).....	50
图表 75 2020 年美国大选或是不确定性的主要潜在来源	51

一、2020 年宏观经济：风物长宜放眼量——决胜之年增长无忧，结构性改革亟待发力

在岁末年初，纠结于中国经济是否应该保“六”似乎意义不大。我们既不应该把保六与大水漫灌结合起来，也不应该把保增长与促改革对立起来。中国经济增长动力仍在，但长期强刺激增长所遗留的风险也仍在。中国经济仍将在稳增长、控风险、促改革之间寻求艰难的平衡。平衡是很难做的，因此短期增长与投资前景都依然具有不确定性。但如果能够把眼界放到未来 3-5 年，或许我们能够看到更加长期的逻辑，以及找到更加确定的资产配置方式。

2020 年是中国完成小康目标的决胜之年，中国经济仍然需要应对来自多方面的压力：外部环境仍然错综复杂、国内经济增速存在回落压力、金融风险逐渐显性化、经济结构仍需持续优化。幸运的是，无论货币政策还是财政政策，中国都有充足的工具和空间进行对冲，2020 年完成国内生产总值相对 2010 年翻一番的目标无忧。从中期来看，经济放缓是定局，金融风险逐渐显性化，地方债问题也可能带来新的风险，投资如何应对这些风险至关重要。不过，挖掘国内消费市场整合释放的活力、突破关键技术瓶颈的创新与新时代区域经济一体化提速，这三大趋势也蕴含着新的投资机遇。

2020 年中国所面临的外部环境仍然错综复杂。其一，全球经济同步下行。2020 年全球经济增长将由 2017 年的同步上行、2018 年出现分化、2019 年的非同步下行转为同步下行，全球经济增速或将维持在近十年的低位。2020 年，随着美国经济投资出口双弱带动劳动力市场与消费转弱，“美强欧弱”格局或将转为“美欧双弱”，不过美国经济回落程度仍存在不确定性，料难以失速下行。其二，全球经济政治不确定性依然存在。2019 年全球政治经济面临的三重不确定性或在 2020 年有所消减，有望否极泰来。贸易局势方面，美方经济存下行压力，大选年有对“稳经济”和“稳市场”的较强诉求，且驴象之争及弹劾压力会压缩美国内部施政效率，特朗普政府有阶段性缓和对华贸易摩擦的动力。加上韩日贸易谈判即将开启，全球贸易摩擦蔓延升级趋势将遇阻。社会分化方面，英国脱欧局势缓和，欧元区内部分歧有所缓和；地缘政治方面，美俄博弈趋缓，中东地缘局势降温，全球地缘局势逐渐趋于缓和。不过，全球经济政治不确定并非完全消退，2020 年美国大选及其外溢效应将是不确定性的主要来源。其三，全球央行货币政策协同宽松，降息与扩表将是 2020 年全球各大央行货币政策的主流。但美联储将在独立性与讲政治之间纠结，2020 年降息节奏恐难以固定，这将进一步加剧美股的波动程度。

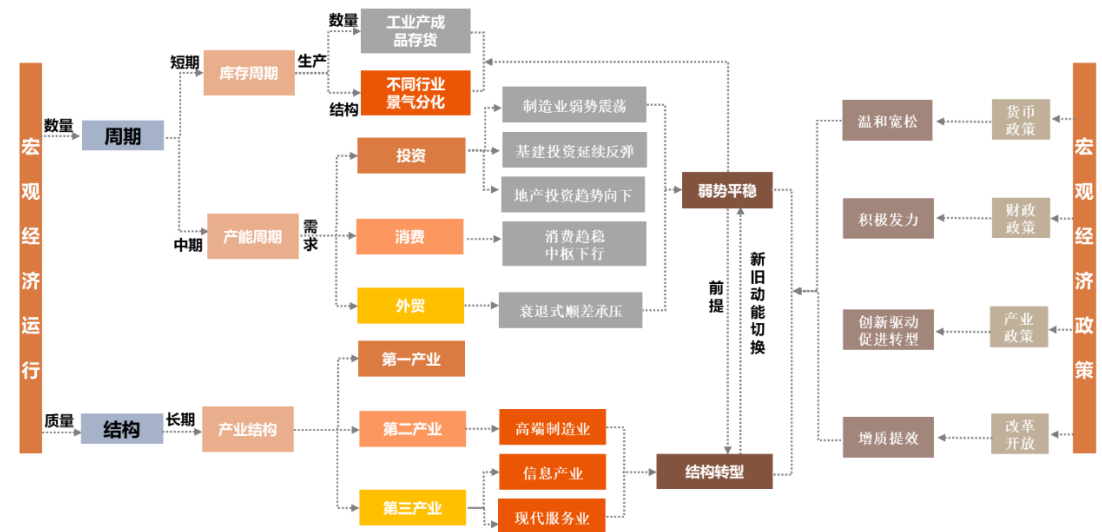
2020 年中国经济面临短期周期性下行和中长期结构性下行压力的叠加。周期性下行压力来自三大需求的分化，消费受居民可支配收入增速的支撑而逐渐企稳，但掣肘于杠杆率的高企难有亮眼表现，消费震荡中枢料将小幅下移，不过汽车和地产消费有望边际改善；固定资产投资在地产投资韧性仍存以及基建投资回暖的支撑下将会小幅反弹，制造业投资仍将保持低位震荡；出口受全球经济回落及多轮关税负面影响的显现将继续保持弱势，“衰退型”顺差对经济的支撑将会减弱。预计 2020 年中国实际 GDP 同比增速将小幅放缓至 5.9%。至于市场热议的中国库存周期能否在 2020 年见底反弹，我们认为房地产投资韧性的存在将使得本轮去库存可能持续的更久，2020 年库存周期趋势仍将下行。库存行为具有顺周期性，通过企业补库存来判断经济企稳或者反弹可能是因果倒置。中长期结构性下行压力则主要由于支撑中国经济潜在增长的因素都出现了不同程度的下滑，例如全要素生产率、投资回报率、劳动力数量等出现系统性回落。

面对短期的周期性下行压力，需要货币政策与财政政策继续宽松加强逆周期调节作用。在全球经济普遍回落、各国开启降息潮，以及中国经济延续下行、就业压力增大的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变。2020 年货币政策的重心将更加偏向稳增长，降准 2-3 次、OMO 操作利率以及 MLF 利率下调都值得期待。结构性通胀的高企会影响货币政策宽松的幅度和节奏，但不会改变货币政策的方向，二、三季度货币政策宽松的力度有望加大。金融监管料将以稳为主，巩固过去成果，增量不会强化。财政政策仍将继续发力稳增长，公共财政赤字率有望继续提升，但难以突破 3%；地方政

府专项债资金使用效率提高、规模继续提升并将前置发力稳增长；地方政府隐性债务置换可能边际放松。

面对中长期的下行压力，结构改革亟待发力，继续推动户籍制度、土地流转、资本市场改革以及国有企业改革等，提升中国经济的潜在增速。短期稳增长与长期调结构并行不悖，稳增长是为调结构创造平稳的宏观环境，保障新旧动能平稳切换，从而实现中国经济增质提效。从中期来看，经济放缓是定局，金融风险逐渐显性化，地方债问题也可能带来新的风险，投资如何应对这些风险至关重要。不过，挖掘国内消费市场整合释放的活力、突破关键技术瓶颈的创新与新时代区域经济一体化提速，这三大趋势也蕴含着新的投资机遇。

图表1 2020 年中国宏观经济展望逻辑



资料来源：平安证券研究所

二、经济企稳讨论:库存周期难言重启, 结构分化机遇仍存

自 2012 年以来,中国经济增速进入了漫长的下行阶段,随着近年来宏观逆周期调控政策的托底发力,中国实际 GDP 同比增速波动范围日趋收窄,中国的“经济周期”似乎消失。在经济趋势下行的过程中,中国企业产成品的存货还存在着显著的周期性波动。2019 年,我国制造业 PMI 连续六个月跌至荣枯线以下,工业增加值增速在震荡中呈现下行趋势,工业品出厂价格同比也跌至负区间,工业企业利润增速更是持续在负增长区间徘徊。工业企业是年度数据外下行通道,其工业总产值在 2019 年 12 月达到 10.1 万亿元,同比增长 1.1%,较 2018 年 12 月下降 0.1 个百分点。

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_8494

