

库存回补值得期待 政府对冲仍需加力

——2020 年宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 12 月 10 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 考虑到 2019 年一季度较高的基数水平，2020 年初稳增长所要求的逆周期调节力度仍将进一步加力，而且作为脱贫攻坚战收官之年，“稳中求进”大原则下，前者将在 2020 年持续保持相对重要的位置。
- 2020 年全球贸易总量同比增速明显回升的背景下，中国出口有望出现较为明显的反弹，与此同时考虑到中国维稳经济所需及加大进口的政策导向，进口增速同样会出现反弹，贸易顺差将从 2019 年的比差模式过渡到竞速模式。虽然 2020 年贸易顺差仍有望小幅抬升，但净出口对名义 GDP 的拉动率却将显著回落。
- 对于内需，因经济前瞻不佳和信贷环境制约，2020 年非金融企业降低杠杆的主动性依旧较高，居民部门杠杆率在持续抬升中则将面临愈加沉重的压制，因此维稳中国经济必然需要依赖于政府杠杆率的抬升，在企业和居民部门休养生息中政府将作为逆周期调节的扛鼎者，且中央政府应当加力作为。
- 春节因素叠加翘尾高涨将令 CPI 在上半年维持高位，而 PPI 则因需求不足继续走低。尽管我们一贯认为供给所导致的 CPI 高涨对货币放松的牵制有限，但是我们同样认为在需求不足的情况下，货币宽松效果不佳，再加上我国信用市场的二元结构，全面的降准降息更加无法有效解决“融资难融资贵”这一结构性问题。因此，在需求扩张乏力的情况下，货币政策的逆周期调节更多地是为积极的财政政策提供助力，以提升财政刺激效果，在总量层面要做到同潜在产出和物价稳定相匹配，不可过力，调控重点在于理顺信用传导机制，否则精准滴灌也难以形成高效的良性循环。
- 2020 年国内经济仍在探底之中，然而经济金融风险的防控效果逐步显现，而且部分行业随着产能去化的推进，行业集聚持续演进，龙头公司的竞争优势日渐明显。只有大潮退却方知谁在裸泳，只有临危不惧、砥砺前行者方可存活下来迎接更加灿烂的明天，“剩者为王”的故事将成为中国经济未来一段时期内的重要组成部分，这也就是我们所一直希望达到的高质量发展的应有一环。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 外需有望改善 净出口却难提升	5
1.1 全球增长有所改善 贸易增长显著回升	5
1.2 进出口增速均回升 贸易顺差仍将保持	6
2. 企业居民休养生息 财政刺激维稳需求	9
2.1 高杠杆压力难消退 消费承压仍将延续	9
2.2 房地产投资料下行 制造业投资看库存	11
2.3 政府加力稳定杠杆 赤字比率料将上调	14
3. 翘尾主导 CPI 新涨主导 PPI	16
3.1 翘尾高涨已成定局 CPI 同比高位运行	16
3.2 翘尾将成拖累因素 PPI 改善还看新涨	17
3.3 货币调控重在辅助 呵护数量理顺机制	18
4. 增长仍承压 质量在改善	20

图 目 录

图 1: 进出口累计同比增速	6
图 2: 当月贸易顺差	6
图 3: 中国对主要国家与地区出口同比增速	6
图 4: 中国在发达经济体进口总额中占比	6
图 5: 欧盟 28 国进口增速 (分国别)	7
图 6: 欧盟 28 国进口增速 (分国别_续)	7
图 7: 日本进口增速 (分国别)	7
图 8: 日本进口增速 (分国别_续)	7
图 9: 宏观杠杆率再度小幅提升	9
图 10: 居民杠杆率一骑绝尘	9
图 11: 地方政府仍是政府加杠杆的主力	9
图 12: 金融企业杠杆率延续回落	9
图 13: 消费增速持续缓慢回落	10
图 14: 乡村消费更具韧性	10
图 15: 居民杠杆率水平对消费增长的影响	10
图 16: 社零季调环比增长中枢逐年回落	10
图 17: 城镇居民可支配收入同比增速持续回落	11
图 18: 城镇领取失业金人数缓步走高	11
图 19: 2019 年城镇调查失业率高于 2018 年	11
图 20: 住户存款同比增速持续回落	11
图 21: 商品房销售面积维持低增速	11
图 22: 房屋竣工面积依旧负增长	11
图 23: 房地产开发资金维持低增速	12
图 24: 居民部门新增贷款动能减弱	12
图 25: 产能利用率虽有所回升但仍较低	13
图 26: 中国对越南投资情况	13
图 27: 库存去化有望终结	14
图 28: PMI 原材料库存收缩力度趋于稳定	14
图 29: 出口交货值同比增速略领先于产成品库存同比增速	14
图 30: 出口交货值同比增速受制于中美贸易争端	14
图 31: 10 月财政支出未能延续 9 月份的强势	15
图 32: 四季度财政支出将进一步加力	15
图 33: 10 月份财政赤字大幅增加	15
图 34: 财政收支累计差额同 GDP 对比	15
图 35: 2019 年 11 月以来猪肉价格环比显著下降	16
图 36: 食用农产品价格见顶回落	16
图 37: 2020 年上半年 CPI 翘尾维持高位	16
图 38: 一、二月 CPI 环比涨幅较高	16
图 39: PPI 同比持续走弱	17
图 40: 食品类 PPI 涨幅明显	17

图 41: 2020 年全年 PPI 翘尾影响维持低位	17
图 42: 一季度 PPI 难有起色	17
图 43: 猪肉进口增速大幅抬升	18
图 44: 生猪生产能力有所企稳	18
图 45: 结构性杠杆去化取得一定成果	20
图 46: 金融风险有所降低	20
图 47: 样本行业 ROE	22
图 48: 样本行业 CR5 公司同行业 ROE 比较	22

表 目 录

表 1: 世界主要经济体 GDP 增长前瞻	5
表 2: 2020 年贸易顺差情景分析	7
表 3: 各子行业对制造业固定资产投资增长的拉动率	12

2019 年良好的开局令经济下行的担忧明显缓和，股市的显著反弹更加激发了乐观情绪，然而中美贸易争端再度加剧以及“调结构”关注度的抬升，经济增长的疲弱态势在二季度卷土重来，随之“稳增长”的诉求重归首位，然而随着全球经济扩张动力的疲弱及加征关税冲击的持续显现，国内稳增长的诉求在三季度继续强化，特别是考虑到 2019 年一季度较高的基数水平，2020 年初稳增长所要求的逆周期调节力度仍将进一步加力，而且作为脱贫攻坚战收官之年，“稳中求进”大原则下，前者将在 2020 年持续保持相对重要的位置。

1. 外需有望改善 净出口却难提升

1.1 全球增长有所改善 贸易增长显著回升

数据显示，尽管相较于 7 月份，IMF 在 10 月份对全球的经济前瞻有所下调，但是 2020 年全球 3.4% 的 GDP 同比增速仍较 2019 年有所回升，其中新兴经济体是经济增长回升的主力，其 2020 年 GDP 增速将达到 4.6%，较 2019 年 3.9% 的预期增速回升 0.5 个百分点，而发达经济体 2019 和 2020 年 GDP 增速则均为 1.7%。与此同时，IMF 预测 2020 年全球贸易量将增长 3.2%，明显高于 2019 年 1.1% 的预期增长水平，其中发达经济体和新兴经济体的进口增长分别将从 2019 年的 1.2% 和 0.7% 提升至 2.7% 和 4.3%。

表 1：世界主要经济体 GDP 增长前瞻

	2018	2019	2020	相较 7 月预测变动	
				2019	2020
全球	3.6	3.0	3.4	-0.2	-0.1
发达经济体	2.3	1.7	1.7	-0.2	0.0
美国	2.9	2.4	2.1	-0.2	0.2
欧洲	1.9	1.2	1.4	-0.1	-0.2
德国	1.5	0.5	1.2	-0.2	-0.5
法国	1.7	1.2	1.3	-0.1	-0.1
意大利	0.9	0.0	0.5	-0.1	-0.3
西班牙	2.6	2.2	1.8	-0.1	-0.1
日本	0.8	0.9	0.5	0.0	0.1
英国	1.4	1.2	1.4	-0.1	0.0
加拿大	1.9	1.5	1.8	0.0	-0.1
发展中经济体	4.5	3.9	4.6	-0.2	-0.1
中国	6.6	6.1	5.8	-0.1	-0.2
印度	6.8	6.1	7.0	-0.9	-0.2
俄罗斯	2.3	1.1	1.9	-0.1	0.0

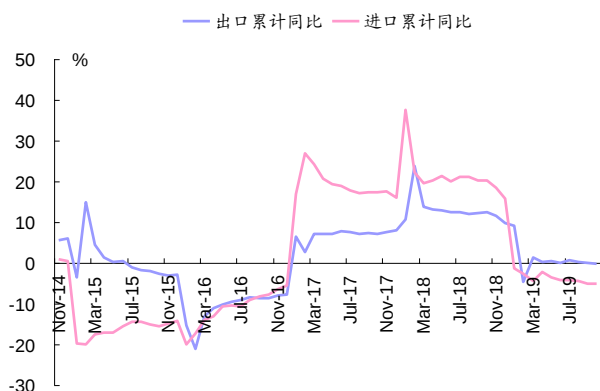
巴西	1.1	0.9	2.0	0.1	-0.4
墨西哥	2.0	0.4	1.3	-0.5	-0.6
沙特	2.4	0.2	2.2	-1.7	-0.8
南非	0.8	0.7	1.1	0.0	0.0

资料来源: IMF, 渤海证券研究所

1.2 进出口增速均回升 贸易顺差仍将保持

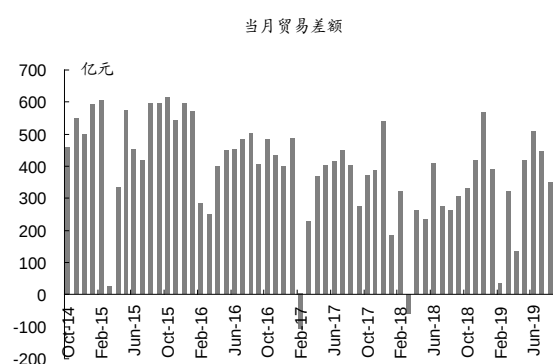
回顾 2019 年中国进出口态势, 不难发现, 全球贸易增长缓慢及中美贸易争令中国出口持续承压, 但是疲弱的内需令进口降幅更为明显, 进而导致衰退式顺差的持续。

图 1: 进出口累计同比增速



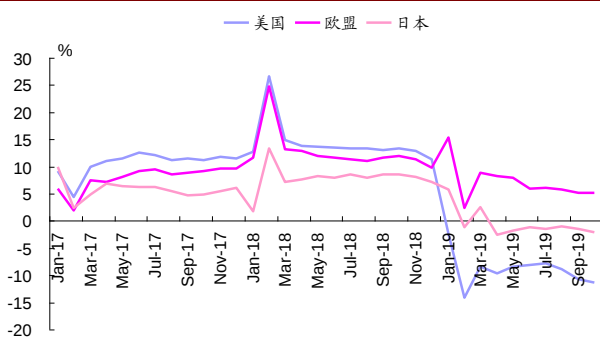
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 当月贸易顺差



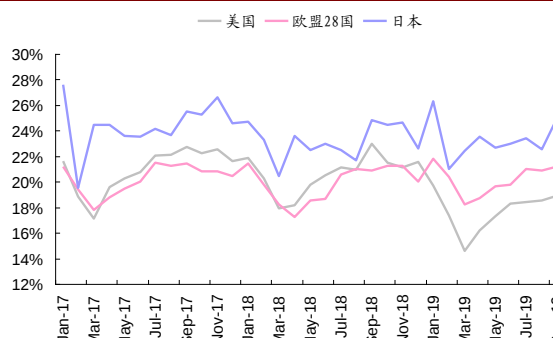
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 中国对主要国家与地区出口同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 中国在发达经济体进口总额中占比

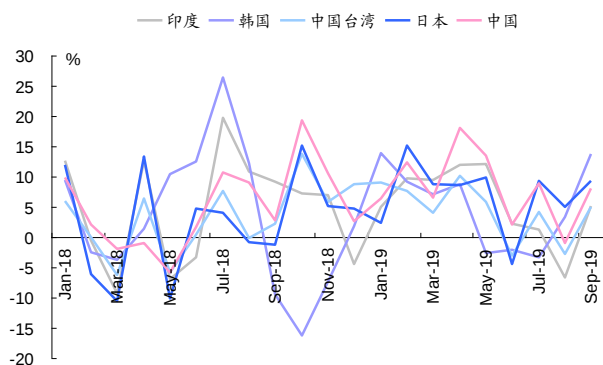


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2019 年内, 贸易争端令中国对美出口呈现较为明显的负增长, 且在其国内进口总额中的占比也出现小幅回落; 与之对比, 中国在日本和欧盟进口中的份额则保持相对稳定, 这表明中国出口产业的国际竞争力并未因为中美贸易争端而出现明显弱化; 与此同时, 对比其他国家对欧日的出口增速也可以看到, 大多保持了相类

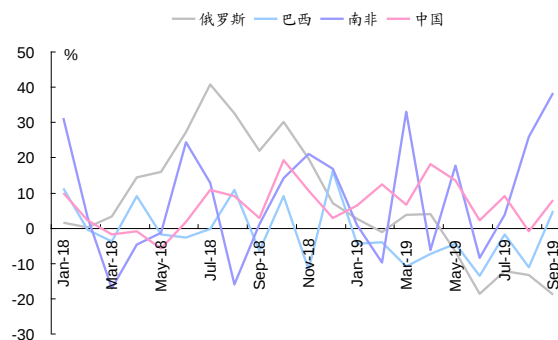
似的变动趋势，即中国对欧日出口的承压更多地来自于其国内经济增长动能的疲弱，而非中国出口产业竞争力的弱化。

图 5: 欧盟 28 国进口增速（分国别）



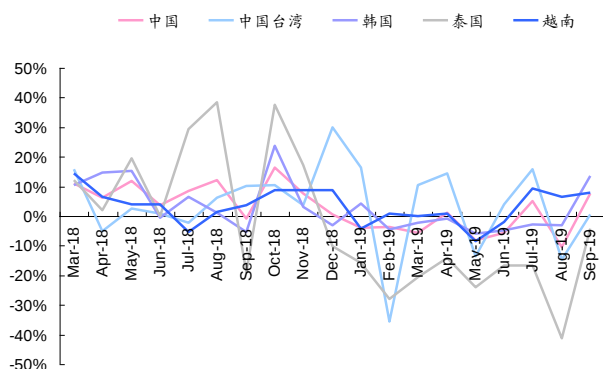
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 欧盟 28 国进口增速（分国别_续）



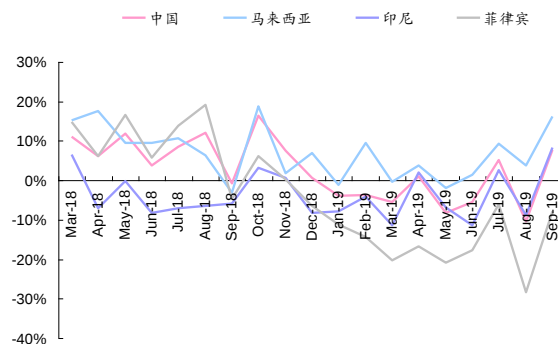
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 日本进口增速（分国别）



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 日本进口增速（分国别_续）



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

因此，在 2020 年全球贸易总量同比增速明显回升的背景下，中国出口有望出现较为明显的反弹，与此同时考虑到中国维稳经济所需及加大进口的政策导向，进口增速同样会出现反弹，贸易顺差将从 2019 年的比差模式过渡到竞速模式。

表 2: 2020 年贸易顺差情景分析

贸易顺差 (亿美元)		进口增速				
		1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%
出口 增速	3.0%	4633	4572	4510	4449	4387
	3.3%	4707	4645	4584	4522	4461
	3.6%	4781	4719	4658	4596	4535
	3.9%	4854	4793	4731	4670	4608
	4.2%	4928	4867	4805	4744	4682

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

对于贸易顺差的预判，我们认为一方面全球 GDP 增速从 2019 年的 3.0%回升至

2020 年的 3.4%，另一方面中美贸易摩擦的冲击将较 2019 年减弱，于是出口增速有望回归至新兴市场国家的平均水平，即 3%-4% 左右；与此同时，考虑到国内需求的不足，虽然基数降低对 2020 年进口同比增速形成支撑，但是进口增速则难以达到新兴市场国家平均水平，即假设为 1%~2%，由此进行情景假设，则 2020 年贸易顺差将接近 4700 亿美元，较 2019 年小幅提升，但贸易顺差的同比增速将显著回落，进而净出口对名义 GDP 的拉动率也将回落至 0.2% 的较低水平。

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_8496

