

2019 年 12 月 08 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

出清之痛

——2020 年中国宏观经济展望

相关报告

《中国经济如何摆脱房地产依赖？：大幕开启》——2019-10-30

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）：降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？》——2019-09-16

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（四）：非银机构的流动性紧张何时结束？》——2019-09-04

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（三）：美国银行业常态化退出机制对中国的借鉴》——2019-08-28

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（二）：包商事件监管部门系列公告藏玄机》——2019-08-08

投资要点：

- **工业企业应收票据及账款激增、现金流紧张值得关注。**当前宏观经济运行的一个突出特点是工业企业应收票据及账款大幅上升，过去两年间约增加 4 万亿人民币，占总资产比重创出了 1999 年以来新高；应收账款及票据的回收期也显著拉长。从其它一些方面考察，应收票据及账款的上升并不来自于银行汇票而主要与企业间的直接欠款有关；而考虑到中央政府今年以来强力推动地方政府和相关国企偿还民企和中小企业的欠款超过 4800 亿元，地方政府和国企的欠款也不能解释 2019 年以来工业企业部门应收账款类资产的持续上升。
- **经济下行非国有企业盈利的恶化可能是当前企业资金链紧张的主要解释。**由于贸易摩擦的意外升级、以及财政赤字扩张不及预期，2019 年下半年中国经济增速持续下行，低于我们在半年度《宏观经济展望》中的估计。整体工业企业盈利的水平正在逼近 2015 年上一轮经济周期底部的水平。然而详细考察国企和非国企的利润增长、亏损率、风险溢价等多种指标，非国企的经营状况可能面临过去 20 年以来最严峻的挑战；应收账款的激增也主要体现在非国企工业部门。
- **2020 年中国经济可能逐步进入出清时刻。**非国企工业部门的史无前例的资金链紧张可能意味着经济下行对于企业经营的冲击正在到达某个临界点。伴随着 2020 年中国经济增速进一步下行“破 6”，企业部门可能逐步进入到出清时刻。刺激总需求有三种方法：刺激，改革（与创新）以及出清。由于结构方面的原因，中国经济近十年来始终面临总需求趋势性弱于总供给的压力。第一种方法刺激需求似乎已经用到尽头，第二种进展相对迟缓，第三种方式的到来也不能算是意外。健康的市场出清可能为更长期的经济繁荣奠定基础。
- **预计 2020 年 GDP 增速 5.8%，显著低于市场一致预期。**虽然政府仍将适当托底经济并防范各类系统性的风险，但是企业资金链偏紧，制造业投资与补库存投资可能都会弱于预期。一些企业可能在市场出清的过程中受到冲击，但是更低的无风险利率、被出清释放出的便宜资源、以及政府托底的相关政策意味着投资者仍有获益的机会。

风险提示：政策超预期刺激、经济下行超预期，中美关系恶化超预期

内容目录

1、 2019 年下半年经济为何低于预期？	4
1.1、 贸易摩擦超预期与财政扩张不及预期	4
1.2、 市场对 2020 年经济的乐观与中性预期	8
2、 工业企业应收账款激增之谜	9
2.1、 解释一：政府与融资平台的欠款	10
2.2、 解释二：企业经营状况恶化	11
2.3、 刺激、改革与出清	17
3、 2020 年宏观经济展望	19
3.1、 2020 年海外经济和出口展望	19
3.2、 2020 年消费增速或仍将下行	21
3.3、 2020 年投资难有起色	22
3.4、 价格水平与货币政策	25
4、 市场出清与资产配置	28
5、 风险提示	28

图表目录

图表 1: 中国的出口（美元计价）增速和出口交货值增速	4
图表 2: 中国制造业投资单月同比增速	5
图表 3: 社会消费品零售: 汽车同比	5
图表 4: 社零除汽车同比 VS 全部社零同比	5
图表 5: 中国总财政平衡的估算	6
图表 6: 中国基建投资单月同比	7
图表 7: 政府基金预算: 专项债额度与未被当年使用的资金	7
图表 8: 工业企业应收票据及账款占总资产比重	9
图表 9: 工业企业应收账款及票据回收期	9
图表 10: 实体部门持有的未贴现银行承兑汇票	10
图表 11: 国务院和相关部委关于清偿对民企、中小企业欠款的部署	10
图表 12: 银行体系对于企业的贷款和企业部门的存款	12
图表 13: 企业的信贷存款同比增速差与制造业投资增速	12
图表 14: 名义 GDP 增速与工业企业盈利同比	13
图表 15: 应收账款及票据/工业企业总资产: 国企 VS 非国企	13
图表 16: 工业企业利润总额累计同比: 全部以及国有和国有控股企业	14
图表 17: 工业企业利润总额累计同比: 非国企	14
图表 18: 工业企业亏损率: 全部、国有和非国有	15
图表 19: 兴业民营企业信用利差 (BP)	15
图表 20: 工业企业资产负债率	15
图表 21: 2019 年以来部分知名企业破产违约	16
图表 22: 中国的城镇调查失业率	17
图表 23: 联邦基金利率 (%)	19
图表 24: 欧元区制造业与服务业 PMI	20
图表 25: 美国对华加征关税对相关产品出口同比增速的影响	21
图表 26: 中国的进口出口增速 (美元计价) 同比	21
图表 27: 社会消费品零售单月同比增速	22
图表 28: 名义 GDP 增速与城镇居民可支配收入名义增速	22
图表 29: 商品房销售面积单月同比和房地产建安工程投资单月同比增速	23
图表 30: 商品房: 住宅库存去化周期	23
图表 31: 100 城土地出让面积及金额累计同比	24
图表 32: 固定资产投资: 主要科目累计同比	24
图表 33: 中国固定资产投资: 制造业单月同比	25
图表 34: 中国的制造业与工业产成品库存波动	25
图表 35: CPI 同比: 典型结构性通胀 (%)	26
图表 36: 能繁母猪存量和生猪出栏同比增速 (%)	26
图表 37: 广义社融同比增速	27

1、2019 年下半年经济为何低于预期？

我们曾经在 2019 年下半年宏观经济展望中预计在积极的财政政策的支撑下 2H9 的经济增速有望维持在 2Q19 的水平上(《财政归来——2019 年下半年宏观经济展望》)，然而 3 季度 GDP 增速进一步下滑到 6%，4 季度相对乐观的预期也就是与 3 季度持平。为什么经济增长低于我们的预期？

1.1、贸易摩擦超预期与财政扩张不及预期

我们认为一个主要的原因在于中美贸易摩擦的超预期升级对中国经济产生了广泛的负面冲击。8 月份初，美国特朗普政府意外宣布对中国 3000 亿美元进一步加征关税。虽然出口增速名义值在二、三季度间仍然保持了相对平稳，但是与工业生产直接相关的出口交货值增速显著下滑，似乎暗示贸易商部门预期发生变化，出现了明显的去库存的行为。

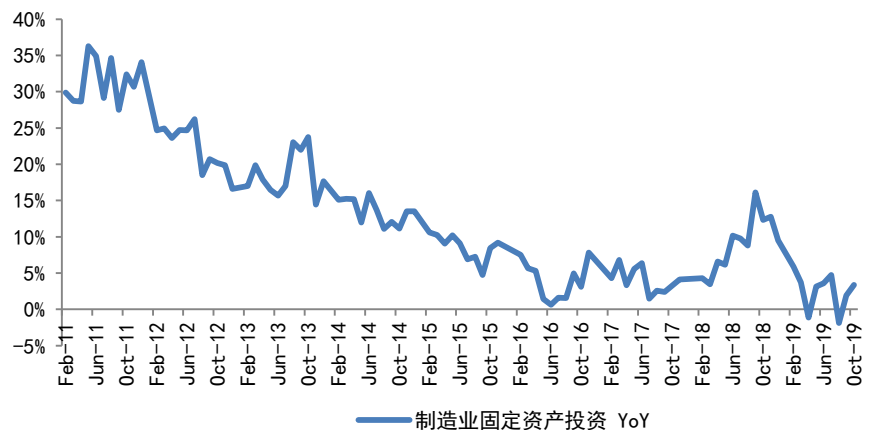
图表 1：中国的出口（美元计价）增速和出口交货值增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

此外，贸易摩擦通过预期的渠道可能对于企业家和消费者信心产生了相当的冲击。例如，在贸易摩擦再度意外升级的 8 月当月，制造业投资显著下滑并出现了负增长，可能是企业家信心受到冲击的直接表现。

图表 2: 中国制造业投资单月同比增速



注: 部分年份 12 月的数据因为统计的原因存在异常, 这里做了平滑处理。资料来源: Wind, 国海证券研究所

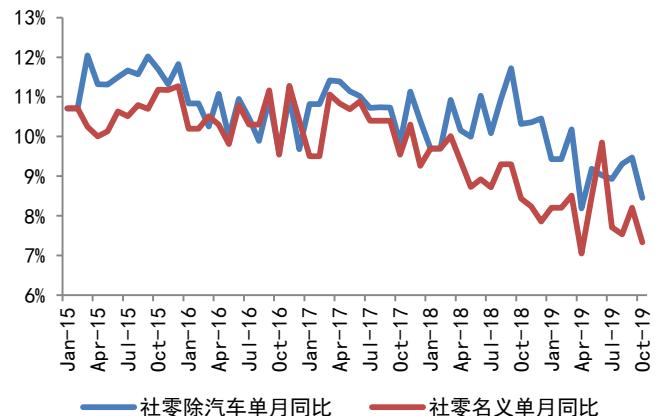
而汽车零售也在贸易摩擦意外升级的 8 月也出现了大幅下滑, 这一情况与 2018 年 6 月贸易摩擦意外升级之后 6 月份汽车零售的大幅下滑比较类似¹。而从社零剔除汽车和不剔除汽车的增速对比来看, 汽车销售的下滑是三季度社会消费品零售较二季度下滑的主要原因。

图表 3: 社会消费品零售: 汽车同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 4: 社零除汽车同比 VS 全部社零同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

另外一个方面, 我们也注意到政府财政赤字扩张的力度也比我们原来的预期要弱。按照 IMF《政府财政手册》的规范, 我们估算从总需求角度研究中国政府的财政赤字² (总财政平衡) 应该包括一般公共预算的收支差额, 沉淀财政资金的使用, 央行的利润上缴, 政府基金预算的收支差额, 对土地出让金的调整, 新增融资平台债券等 (参见《财政归来》)。我们的估算显示, 2019 年三季度, 中国的总财政平衡 (赤字) 占 GDP 的比重为约-2.8%, 和去年同期相比, 三季度³ 的总财政赤字未能出现显著扩张。

¹ 虽然 2019 年 5 月特朗普也以中国谈判拖延为由意外升级贸易战, 对华 2000 亿美元关税上升到 25%, 但是 5-6 月汽车零售增速很高, 似乎消费者信心不受影响。我们认为这个说法不确切。当时存在国五、国六标准改变、车企降价促销的因素, 不具备可比性。

² 还可以从财政可持续性角度研究政府赤字, 用的指标和从总需求的角度会不一样。

³ 由于对于 2018 年 1 季度和 2 季度财政赤字的估计没有包括一些隐性赤字 (财政整顿才刚刚开始), 存在低估, 2019 年 1 季度和 2 季度赤字较去年的显著增加可能难以说明财政政策的显著扩张——参见《财政归来》。

图表 5: 中国总财政平衡的估算

年份	科目	1Q	2Q	3Q	4Q
2019	一般公共预算收支差额	-4,973	-10,719	-12,242	
	沉淀资金及央行利润上缴	-787	-1,795	-2,295	
	政府基金预算收支差额	-4,581	-788	-3,236	
	土地出让金调整 ⁴	-4,824	-5,866	-7,210	
	新增政府融资平台债券	-3,262	-2,502	-2,317	
	合计	-18,427	-21,669	-27,300	
	总财政平衡占 GDP (约 97.2 万亿) 比重	-1.9%	-2.2%	-2.8%	
2018	一般公共预算收支差额	-451	-6,811	-10,198	-20,096
	沉淀资金及央行利润上缴	-250	-250	-250	-250
	政府基金预算收支差额	3,142	-35	-3,487	-4,777
	土地出让金调整	-5,331	-5,446	-6,143	-9,119
	新增政府融资平台债券	-1,916	2	-899	-3,035
	政策性银行棚改贷款	-3,125	-3,125	-3,125	-25
	合计	-7,931	-15,665	-24,102	-37,302
	总财政平衡占 GDP (90 万亿) 比重	-0.9%	-1.7%	-2.7%	-4.1%

注：2018 年数据直接来自于《财政归来》，资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

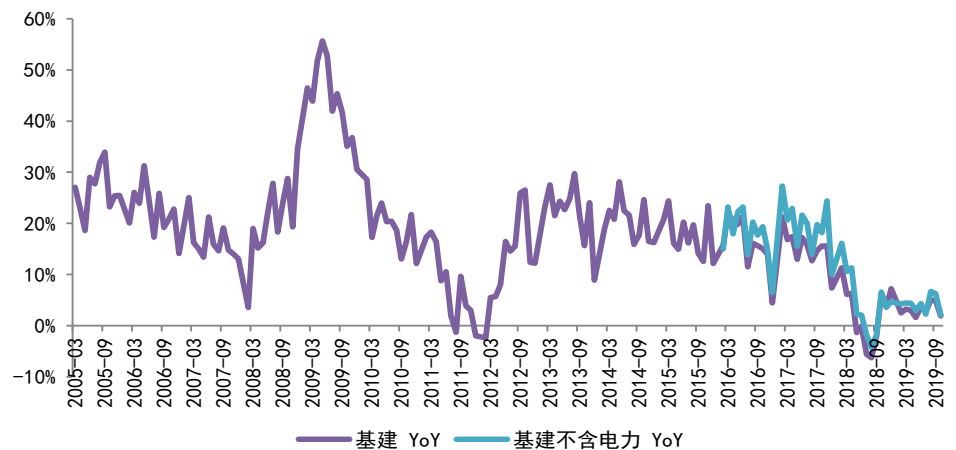
与我们原来的估算相比，央行的利润上缴以及存量财政资金的使用规模要小一些——预计全年 8000 亿左右，低于我们原来估计的 1.3 万亿，但是最大的问题来自于地方政府基金预算的支出安排。

2019 年地方政府专项债安排规模为 2.15 万亿；但是迄今为止，地方政府专项债发债额度已经全部用光，但是地方政府基金预算的收入（不含专项债收入）减支出形成的赤字仅仅为 8400 亿元，与年初财政部向全国人大汇报的“汇总中央和地方预算，全国政府性基金收入 77947.71 亿元……加上上年结转收入 358.24 亿元和地方政府专项债务收入 21500 亿元，全国政府性基金相关收入为 99805.95 亿元。全国政府性基金相关支出 99801.72 亿元⁵。”——所暗含的约 2.2 万亿赤字有较大差异。实际上，虽然三季度以来基建投资有所反弹，但是整体力度弱于市场的预期。

⁴ 为国有土地使用权净收入，即国有土地使用权总收入的 40%

⁵ 参见中国政府网 http://www.gov.cn/xinwen/2019-03/17/content_5374492.htm

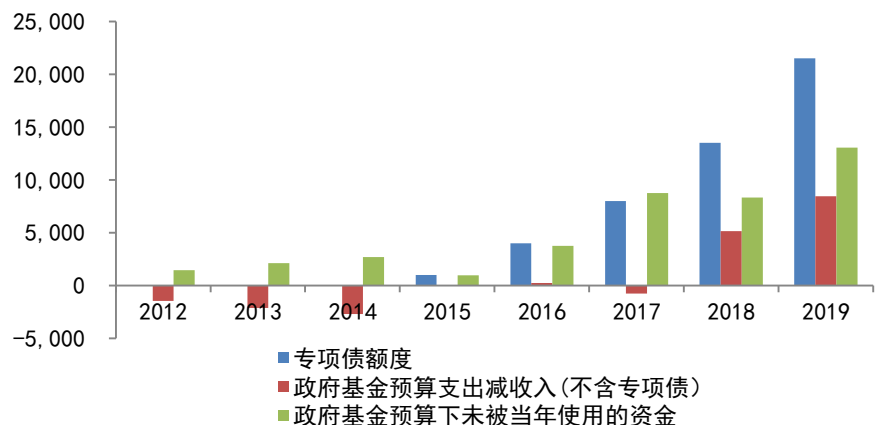
图表 6: 中国基建投资单月同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

我们重新详细的考察了历史上政府基金预算的赤字安排。我们发现历年的政府基金收入减支出造成的赤字都小于专项债的额度——政府基金预算下的一些资金似乎常规性的不能被当年及时使用, 并有不少资金结转和调入到第二年使用。2019 年出现情况不能算极其异常, 但确实低于我们此前的估计。

图表 7: 政府基金预算: 专项债额度与未被当年使用的资金



注: 地方政府专项债从 2014 年开始发行, 首期额度为 1000 亿。2019 年的数据截至到 10 月份。资料来源: Wind, 财政部, 全国人大, 国海证券研究所

此外, 由于部分财政支出可能被用于偿还政府旧账(理论上是增加财政储备), 进一步减少了实际财政赤字, 影响了财政政策的积极程度。

- 一方面, 在地方政府财政整顿的局面下, 一些地方政府的隐性债务难以完全展期, 面临流动性的压力, 专项债获得的部分资金可能被用于替换隐性债务。事实上, 为了改善财政支出效率, 今年 9 月 4 日国常会专门提出“专项债资金不得用于……置换债务……”。
- 另一方面, 政府和国企还存在一些对企业的欠款、对农民工的白条。这一部分债务虽然应该算作政府隐性债务, 但是相关债务甚至不计入金融统计。今年国务院多次督促地方政府用债务资金优先偿还“白条类”欠款, 也影响了

实际财政赤字的扩张。

1.2、市场对 2020 年经济的乐观与中性预期

站在展望 2020 年的时点上，一些投资者预计 2020 年地方政府专项债额度提前发放且全年可能进一步扩容到 3 万亿之后，将会对基建投资构成强有力的支撑。基建投资的反弹和库存去化接近尾声补库存的周期有望助推中国经济出现阶段性的企稳，实现 6% 的经济增速（Wind 一致预期）。

另外一些更乐观的投资者则认为，基建投资的强势、补库存周期的来临，以及贸易摩擦的缓解，甚至可能带动企业利润的回升并刺激制造业投资反弹。中国经济甚至有可能实现超过 6% 的经济速并实现反弹。

我们的看法并没有这么乐观。在名义 GDP 增速被上修 2.1% 之后，过去若干年的实际 GDP 有较大概率被上修（《或能缓解 2020 年稳增长的压力——国家统计局修正 2018 年 GDP 点评》11 月 24 日），2020 年政府可能不再被 6% 的经济增长目标所束缚。在这种情况下财政政策扩张的力度可能比较温和。

实际上，如果考虑到大规模减税已经结束，2020 年央行利润和政府财政存量资金的上缴可能从 2019 年约 8000 亿的水平回到正常年份可以忽略不计的水平，如果一般公共预算的赤字继续维持在 2.8-3% 的水平，单纯把地方政府专项债额度从 2019 年的 2.15 万亿提升到 2020 年的 3 万亿，2020 年财政政策的积极程度（以总财政平衡占 GDP 比重衡量）与 2019 年相比也难言显著上升。

如果 2020 年地方政府专项债没有出现超预期的扩容，基建投资的反弹可能仍是比较温和的。在这种情况下，考虑到当前工业企业部门表现出资金链紧张的一系列迹象，补库存投资与制造业投资反弹的力度可能都比较疲弱。而如果经济增速再受到房地产投资下行、美国 12 月进一步加征关税和就业压力拖累消费增长的影响而进一步下行，企业盈利的状况可能进一步恶化，并在资金紧张的情况下触发相当程度的市场出清——2020 年有可能是中国经济新一轮出清的开始之年。

这也是我们报告题目《出清之痛》的基本含义。

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_8556

