

宏观固收

稳中趋缓 待时而动

2019 年 12 月 03 日

——2020 年我国宏观经济分析与展望

分析师：刘雷

执业证书号：S1030519110001

0755-83199599

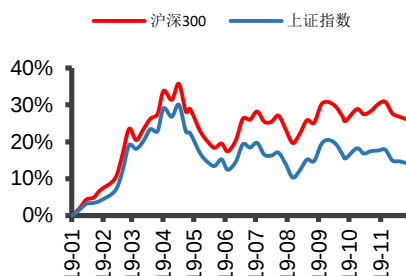
liulei5@csc.com.cn

核心观点：

- 1) 从整体来看，实体经济短期并不具备反弹动能。我们预测 2020 年我国经济稳中趋缓，增速在 5.8%-6.1% 之间，且季度增速大概率破 6%。
- 2) 投资增速或稳中趋缓。短期内投资难以支撑经济触底回升：一是制造业投资或在低位盘整；二是房地产投资虽较有韧性，但后续恐有所放缓；三是基建投资或会发力，稳定宏观经济。
- 3) 消费可能缓中趋稳。消费增速面临着居民部门杠杆增速较快、居民可支配收入增速收窄、消费意愿降低的约束，但政府提振消费意愿强烈，技术驱动消费两端对接更加高效，且一、二线城市之外的下沉市场潜力巨大。
- 4) 出口有望小幅回暖。一是中美贸易争端暂时缓和，有利于缓和紧张局势。二是在逆周期的调节下，2020 年全球经济或可企稳，支撑国内出口小幅回暖。
- 5) 境内外逆周期政策调节目标有所差异。境外经济体围绕着新的稳态增速中枢波动，逆周期调节以熨平经济波动为主要目的，而我国目前尚处于寻找新的稳态经济增速阶段，经济长期增长呈 L 型趋势，逆周期调节的主要目标是防止经济“跳水”，让经济稳中趋缓，安全到达新的稳态中枢，而不是强行逆转经济下行趋势。
- 6) 风险提示：中美贸易争端反复，实质性进展不及预期。房地产市场失去韧性。逆周期调节力度不及预期。

公司具备证券投资咨询业务资格

沪深 300 与上证综指的对比表现



经济预测（一致预期）		
%	19E	20E
GDP	6.2	5.9
CPI	2.7	3.1
PPI	-0.3	0.1
工业增加值	5.6	5.4
固定资产投资	5.4	5.1
出口增速	-0.2	2.2
进口增速	-5.0	1.1
社消增速	8.5	8.3
M2 增速	8.6	8.4
人民币汇率	7.00	7.05

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责条款

目录

一、2019 年全球宏观经济同步放缓.....	3
1. 2019 年全球经济正经历金融危机以来最艰难的时刻.....	3
2. 我国宏观经济已连续五个季度下行.....	3
二、2020 年“三驾马车”：投资增速或稳中趋缓.....	4
1. 制造业投资增速可能保持在低位盘整.....	5
2. 房地产投资或将趋缓.....	5
3. 基建投资增速或将有所改善.....	6
三、2020 年“三驾马车”：科技助力新零售，消费可能缓中趋稳.....	7
1. 2019 消费增速有放缓的迹象.....	7
2. 2020 年居民消费增长面临较大的放缓压力.....	7
3. 居民消费呈现出不少积极方面.....	8
四、2020 年“三驾马车”：对外贸易有望小幅回暖.....	9
五、2020 宏观经济展望.....	10
1. 2020 年全球宏观经济或可回暖.....	10
2. 我国在货币及财政政策上或保持适当的逆周期调节.....	10
3. 2020 年我国宏观增速整体稳中趋缓.....	11
六、风险提示.....	12

图表目录

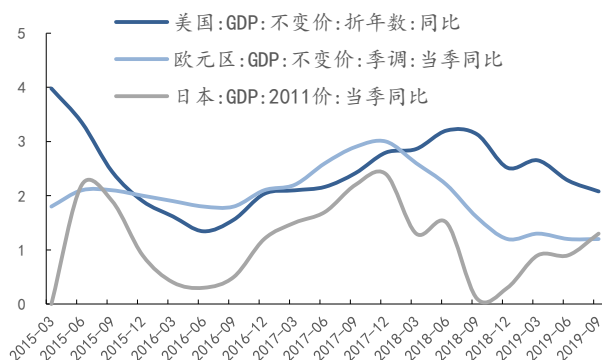
Figure 1 境外发达经济体整体处于放缓状态 (%)	3
Figure 2 新兴市场国家经济增速分化 (%)	3
Figure 3 我国实际 GDP 季增速持续放缓	3
Figure 4 规模以上企业工业增加值震荡下行 (%)	3
Figure 5 第一、二产业同比增速拖累整体经济增速 (%)	4
Figure 6 三大产业对 GDP 贡献率保持稳定 (%)	4
Figure 7 固定资产投资完成额增速放缓	4
Figure 8 制造、房地产、基建占投资的比重有所上升 (%)	4
Figure 9 工业企业负债融资面临约束 (%)	5
Figure 10 企业利润增速不足以支撑企业增加投资	5
Figure 11 工业企业存货同比仍处于下行阶段 (%)	5
Figure 12 经理人采购指数 PMI 长期徘徊在荣枯线徘徊在荣枯线之下	5
Figure 13 房地产开发投资仍颇具韧性 (%)	6
Figure 14 房地产开发投资占比呈上升趋势 (%)	6
Figure 15 商品房销售增速略有回升 (%)	6
Figure 16 房屋新开工面积增速稳定，土地市场偏冷 (%)	6
Figure 17 基建投资增速小幅回升 (%)	6
Figure 18 三大基建子行业投资增速边际改善明显 (%)	6
Figure 19 近 10 年来居民部门杠杆率增长了近两倍 (%)	7
Figure 20 社会消费品零售总额增速疲软 (%)	7
Figure 21 居民实际可支配收入增速下降	8
Figure 22 汽车销量增速在低位徘徊 (%)	8
Figure 23 消费者信心指数与消费者意愿指数背离	8
Figure 24 居民人均消费支出第三季度回升 (%)	8
Figure 25 短期内我国出口形势难以恢复到 2017 年的水平	9
Figure 26 对美进出口受到中美贸易摩擦影响 (%)	9
Figure 27 全球经济羸弱拖累我国进出口贸易 (%)	9
Figure 28 OECD 国家实际 GDP 季度同比增速已到波底 (%)	10
Figure 29 摩根大通全球 PMI 指数已连续下行 21 个月	10
Figure 30 我国食品价格拉动 CPI 上行 (%)	11
Figure 31 我国同比 CPI 与 PPI 走势背离 (%)	11
Figure 32 境外主要经济体 CPI 处于下行阶段 (%)	11
Figure 33 贷款利率并未随着央行降息而下降 (%)	11
Figure 34 国内消费与投资经济增速的两大核心动力 (%)	12
Figure 35 投资对 GDP 的拉动稳中趋缓 (%)	12
Figure 36 消费对 GDP 的拉动稳中趋缓 (%)	12
Figure 37 净出口对 GDP 的拉动波动加大 (%)	12

一、2019 年全球宏观经济同步放缓

1. 2019 年全球经济正经历金融危机以来最艰难的时刻

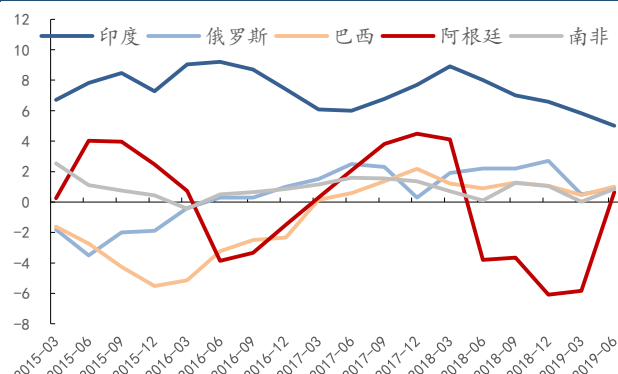
受贸易摩擦、制造业低迷影响，2019 年全球宏观经济处于同步放缓状态。一方面，发达经济体增速整体下滑。其中，美国经济冲高回落，前三年季度不变价 GDP 环比呈下行趋势，分别录得 3.1%、2.0%、1.9% 的增速；欧洲经济增长乏力，欧元区 19 国实际 GDP 增速，前三季度为 1.3%、1.2%、1.1%，比 2018 年分别减少 1.3%、1.0%、0.5%。另一方面，新兴市场国家经济增速也呈现分化：其中，印度经济增速明显下滑；巴西、南非、俄罗斯增速处在较低的水平；阿根廷经济去年经历大幅下滑后，今年三季度虽然呈现触底反弹，但增速依然缓慢。

Figure 1 境外发达经济体整体处于放缓状态 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

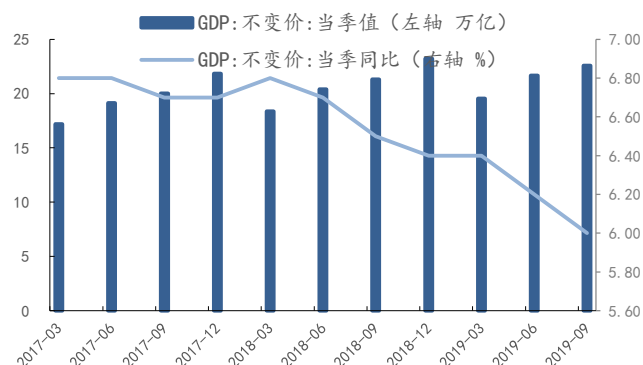
Figure 2 新兴市场国家经济增速分化 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

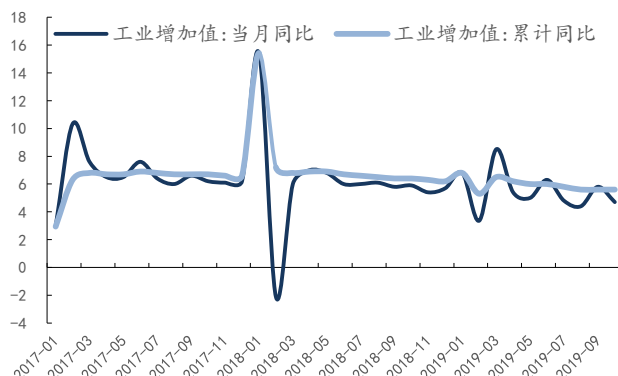
2. 我国宏观经济已连续五个季度下行

Figure 3 我国实际 GDP 季增速持续放缓



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 规模以上企业工业增加值震荡下行 (%)

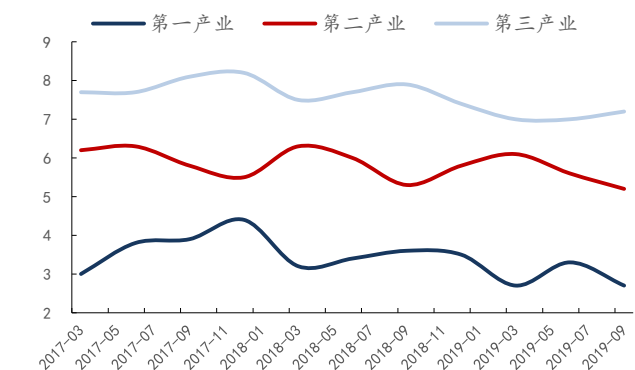


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

我国宏观经济下行压力加大，未见反弹迹象。从 2018 年第二季度开始，我国

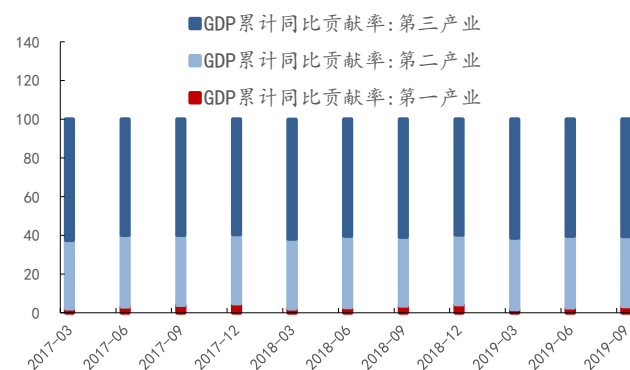
不变价 GDP 季同比增速已连续下行了 5 个季度。2019 年前三季度我国宏观经济录得了平均 6.2% 的增速，其中三季度为 6.0%，创近 30 年新低。规模以上企业工业增加值呈现震荡下行态势。分产业看，第一、二产业增速放缓，拖累整体经济增速。三大产业对 GDP 的贡献率保持稳定，其中第三产业对 GDP 的拉动最大，贡献率保持在 60% 左右，第二产业 36% 左右。

Figure 5 第一、二产业同比增速拖累整体经济增速 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 三大产业对 GDP 贡献率保持稳定 (%)

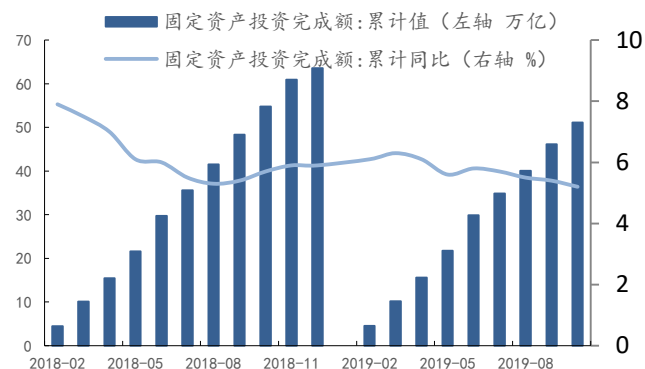


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

二、2020 年“三驾马车”：投资增速或稳中趋缓

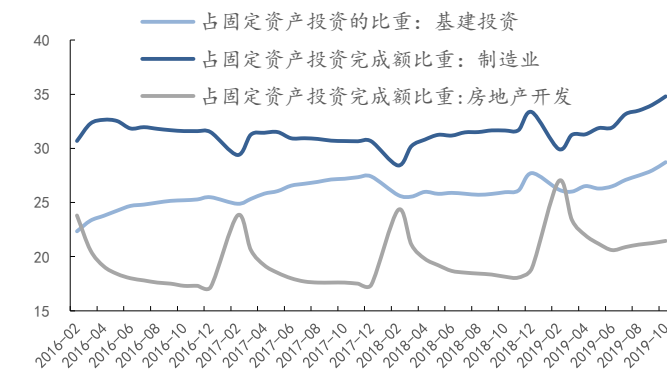
2019 年 1-10 月固定资产投资增速创历史新低，仅录得 5.2% 的增速，为近 30 年的新低。从比重看，2019 年基建投资、制造业投资与房地产开发投资在固定资产投资中的比重有所上升，结合投资增速下行的背景，可知其它投资下降的幅度相对更大，而制造业投资、基建投资与房地产开发投资支撑着固定资产投资。

Figure 7 固定资产投资完成额增速放缓



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 制造、房地产、基建占投资的比重有所上升 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

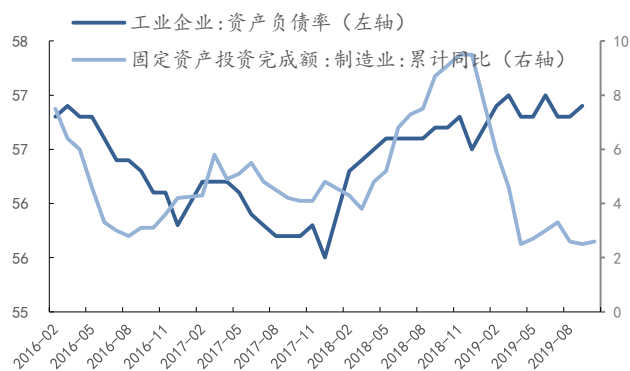
2020 年，预计我国固定资产投资增速或稳中趋缓，其主要的结构性特征表现为：制造业投资可能保持在低位盘整；房地产投资后续恐有所放缓，但仍较

有韧性；逆周期调解下，基建投资或会发力，稳定宏观经济。

1. 制造业投资增速可能保持在低位盘整

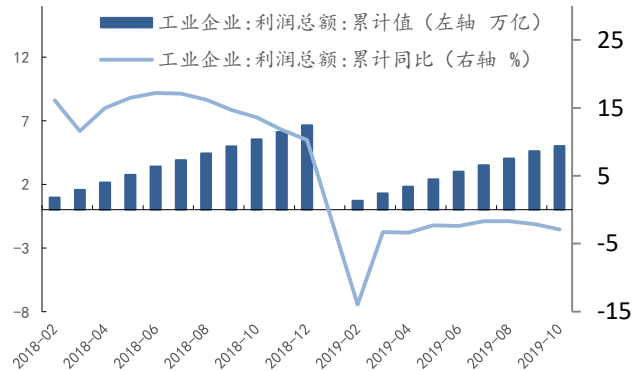
2019年制造业投资增速下滑较大,从2018年全年的9.5%下滑到2019年1-10月的2.6%,拖累全年宏观经济增速。我们预计,2020年制造业投资难有明显起色:一方面企业资产负债率高企,而2020年又是结构性去杠杆的最后一年,这制约了企业通过负债加杠杆投资的空间;另一方面企业盈利能力尚未改善,限制了企业通过自身利润积累增加投资的可能。此外,从先行指标看,企业存货增速下行,制造业PMI二季度以来长期徘徊在荣枯线之下,制造业景气度持续下行。

Figure 9 工业企业负债融资面临约束 (%)



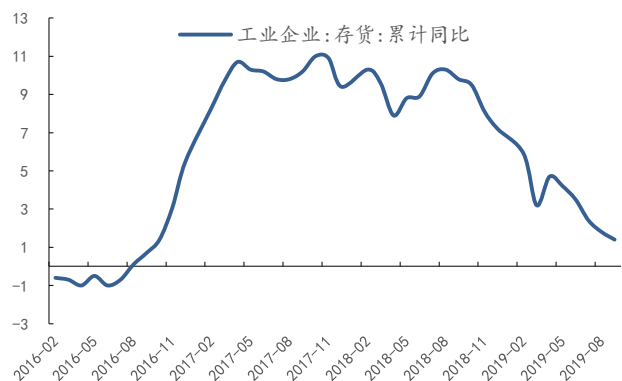
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 企业利润增速不足以支撑企业增加投资



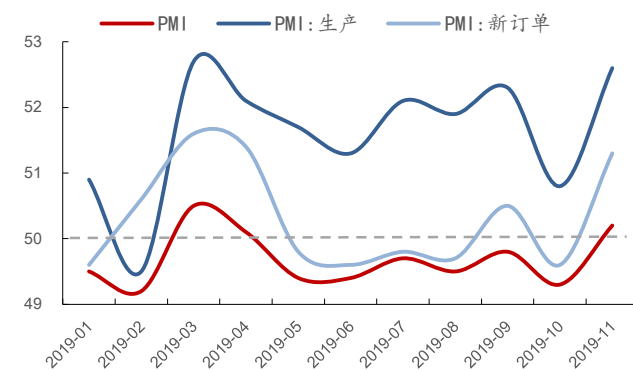
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 工业企业存货同比仍处于下行阶段 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 经理人采购指数PMI长期徘徊在荣枯线徘徊在荣枯线之下



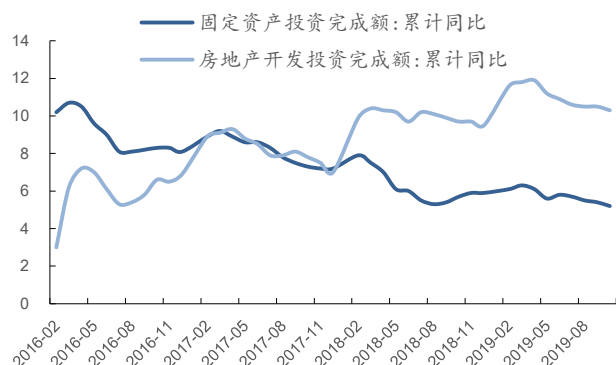
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

2. 房地产投资或将趋缓

固定资产投资仍明显依赖地产投资,2019年1-10月房地产开发投资增速为10.3%,远高于固定资产投资的5.2%。房地产颇有韧性,尽管土地成交市场

偏冷，但商品房销售额略有回升，前三季度同比增长7.1%，新开工面积增速1-10月重回10%。不过央行发文明确强调，不将房地产作为短期刺激经济的手段，房贷增速已有所回落，开发商融资收紧，或将一定程度压制地产投资的增速。

Figure 13 房地产开发投资仍颇具韧性 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 房地产开发投资占比呈上升趋势 (%)



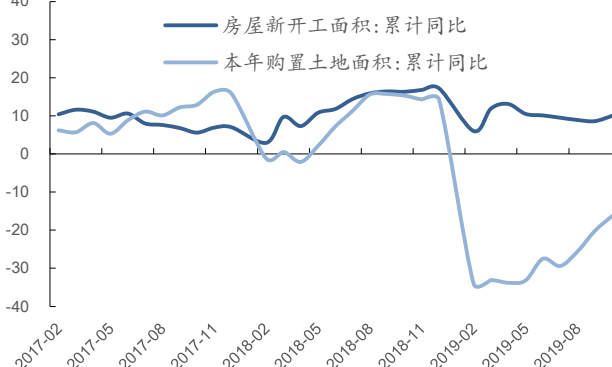
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 15 商品房销售增速略有回升 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

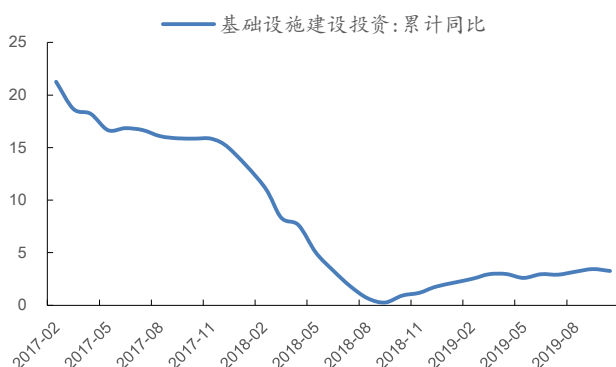
Figure 16 房屋新开工面积增速稳定，土地市场偏冷 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

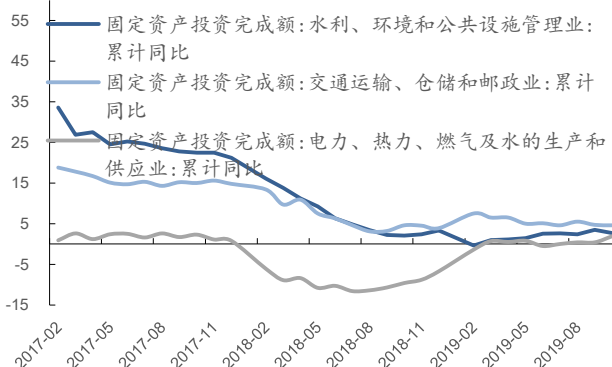
3. 基建投资增速或将有所改善

Figure 17 基建投资增速小幅回升 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 18 三大基建子行业投资增速边际改善明显 (%)



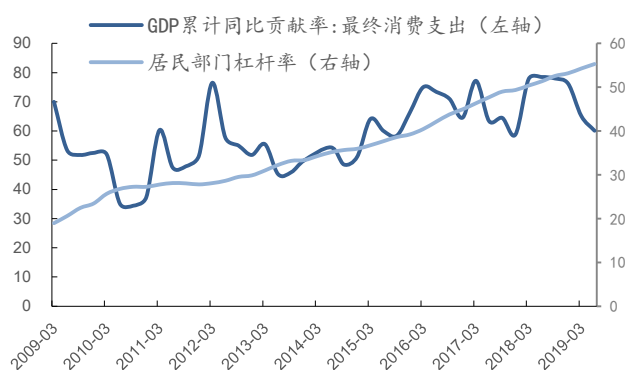
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

以基建投资稳定经济增长是财政政策的重要手段，因此得益于“稳增长”的需要，基建投资呈现出逆周期特征。前期基建投资已开始小幅发力，增速略有回升，但从实际的效果看，力度有限。目前我国基建投资仍有较大的发力空间：一方面基建投资增速在低位徘徊，比较温和；另一方面政府部门的杠杆率不到 40%，低于境外国家 80% 的水平，有提升的空间。在大幅度货币宽松和财政减税空间都相对有限的情境下，政府进一步加大基建投资力度，提振基建投资，带动基建行业投资，或是未来可能性较高的一个政策选择。

三、2020 年“三驾马车”：科技助力新零售，消费可能缓中趋稳

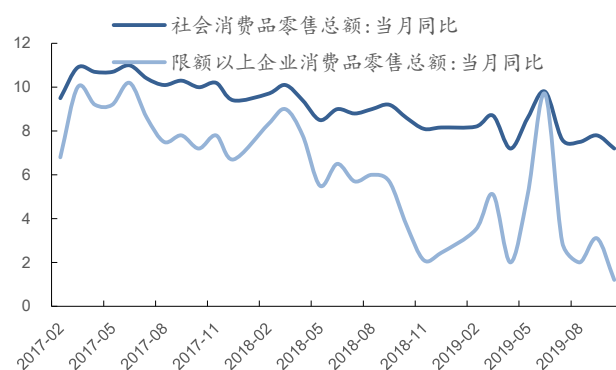
消费整体对经济的拉动较为稳健，近几年来对 GDP 同比增速的贡献率较大且稳定。2018 年全年消费对 GDP 的贡献率为 77.6%，2019 年前三季度贡献率下降到了 61.9%，但仍是拉动 GDP 的主要力量。

Figure 19 近 10 年来居民部门杠杆率增长了近两倍 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 20 社会消费品零售总额增速疲软 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1. 2019 消费增速有放缓的迹象

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_8655

