

2020 年中国经济展望

疾风知劲草，岁寒见后凋

经济增速下行已逐渐成为“确定”的共识。2020 年，中国经济仍将身处“外部掣肘、内需疲弱、险象环生”的大环境中。在从增量爆发向存量博弈的过渡中，选择方向和方式或许和埋头努力同等重要。在“确定”的放缓中，中国经济依然有亮点、有独特的优势、有结构性机会等待挖掘和把握。

- **宏观逆风，但悲观不宜放大。**对于市场而言，面对确定的增长阶梯式下滑，似乎要好过面对不确定性所带来的荆棘遍布。在存量博弈的时代，中国具备独特的产业和制度优势，兼备全球最大的制造供给和消费需求，“新经济”发展如火如荼，研发创新信念坚定，在一些可能通过技术变革带来全要素生产率提升的领域，中国已提前布局，蓄势待发，高质量发展的根基越来越稳固。短期来看，2020 年将有个别关键行业周期上行或边际改善，可能对宏观预测和走势构成实质性的影响，并带给投资者结构性的投资机会。
- **我们预测 2020 年中国 GDP 增长 5.9%。**我们预计整体固定资产投资增速略降，其中基建投资小幅回升，房地产投资合理下行，制造业投资稳重略升。从财富效应的角度分析，消费的内生增长动力仍不足，但在技术升级（例如 5G 手机）、低基数、政策刺激等因素的驱动下，可选商品需求料边际修复，推动名义社零增速企稳。而随着外部贸易摩擦边际缓和，进出口温和复苏，其对 GDP 增长的拉动效应减弱。通胀仍由猪价波动主导，CPI 全年预计 3.3%，PPI 重回正增长区间。
- **政策刺激保驾护航。**总体偏松的货币政策将以引导实体经济融资成本下行为工作重点，但将珍惜“正常的操作空间”，做到松紧适度。财政政策接续积极，赤字率预计上调至 3.0%，专项债新增额度同比上调超万亿，减税降费边际量虽料递减，但通过盘活存量、推进财税改革、厘清央地权责、强化政策协调，能够更灵活、有效地响应市场变化。同时，我们认为政府会出台更多产业政策穿针引线，配合货币和财政刺激落到实处。
- **中美关系将形成长期对峙的“新常态”。**除了政府在宏观层面的战略应对，行业和企业应加紧推进供应链重塑、打造自主研发能力，选对方向，做好自己。短期看，贸易摩擦或有缓和迹象，中国应对的方式也更为从容，我们认为未来一年额外加征关税的可能性不大。

2020 年经济数据预测摘要

同比增速 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
实际 GDP	6.9	6.6	6.2	5.9
CPI	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI	6.3	3.5	-0.3	0.2
城镇固定资产投资	7.2	5.9	5.2	5.1
社会零售消费品总额	10.2	9	8.0	8.1
M2	8.2	8.4	8.5	8.6
新口径社会融资规模	13.4	9.78	10.8	10.7
1 年期 LPR (期末值, %)	4.3	4.31	4.1	3.9
USD/CNY 即期汇率 (区间)	6.46-6.96	6.26-6.97	6.68-7.18	6.90-7.20

资料来源：国家统计局，人行，海关总署，财政部，彭博，招银国际证券预测，招商银行研究院

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 /

(86) 755 2367 5597

dingwenjie@cmbi.com.hk

近期报告

1. China Economy in Oct – Look beyond seasonality for stabilization in Nov and Dec – 15 Nov 2019
2. China inflation in Sep: Pork price up higher – 15 Oct 2019
3. China-US trade talk: Phase One Deal for tentative truce – 14 Oct 2019
4. 持续筑底，期待四季度阶段性企稳——8 月中国经济，2019 年 9 月 17 日
5. 猪价飙升，PPI 下行压力增大——8 月中国通胀数据点评，2019 年 9 月 11 日
6. 低位徘徊，砥砺前行——7 月中国经济报告，2019 年 8 月 15 日
7. 年初至今中国贸易数据的几个趋势——2019 年 8 月 9 日
8. 7.30 中央政治局会议要点速评——2019 年 7 月 31 日
9. 中国五月份经济数据快评 - 贸易战阴影下数据继续疲弱，静待月底 G20——2019 年 6 月 19 日

目录

从增量爆发进入存量博弈时代	3
2020 年主要经济指标预测	4
对 2020 年实体经济增长的预测	5
消费：动力不足，但可选消费或有复苏	5
投资：基建和制造业稳中有升，房地产不会太差	7
进出口：边际缓和，温和复苏	12
通胀：CPI 结构性走高，PPI 重回正增长区间	13
由“猪肉”驱动，除食品外通胀指标增长疲弱	13
猪还能飞多久？	14
未来的通胀路径预测	14
逆周期政策：关注灵活性，衔接，有效落地	15
货币政策：趋于宽松，但珍惜正常的操作空间	15
财政政策：接续积极，减税降费效应边际减弱	17
协调、相容和衔接是刺激政策能否成效的关键	18
潜在风险	19

从增量爆发进入存量博弈时代

“内外交困”的局面似乎仍然笼罩着中国经济。去年今日，我们曾用“内忧外患”来描述中国经济面临的大背景。时隔一年，这样的状况并没有出现本质改变。于外，全球经济增长失速，民粹主义、单边主义、贸易保护主义盛行，外需持续疲弱，世界主要经济体货币和财政刺激空间受到束缚。于内，传统增长引擎熄火，内需疲软，新动能仍在加紧培育，结构性问题亟待通过改革方式解决，货币政策、财政政策和产业政策仍待进一步沟通协调和持续发力。

宏观逆风，但悲观不宜放大，因为，1) 面对“确定”的增长放缓，好过面对“不确定性”所带来的阴云密布。市场最痛恨的是“不确定性”。面对“确定”的增长放缓其实要好过面对随时可能遇到的黑天鹅和灰犀牛，我们至少可以用理性的逻辑寻找资本市场和实体经济中的机会，为增长贡献力量。2) 外部风险边际缓和，中国的应对方式更为从容。合则兴，分则衰。我们看到越来越多的经济体开始反思并投身于世界经济秩序的重构；同时，在经历多回合的交锋之后，中美经贸摩擦逐渐回归经济逻辑，我们有望看到关税不再仅仅是“展示型外交”的工具，中国在贸易谈判中的应对更为从容，并愿意通过扩大进口、市场开放、完善知识产权保护等实际举措推进谈判进程，为经济和社会长期发展创造更好的环境和条件。

从增量爆发到存量博弈，中国经济具备独特的优势。如果说经济失速、红利逐渐耗尽是全球各大经济体面临的共同困境，那中国经济或许具备些许独特的优势。若能巩固和发挥好这些优势，我们坚信中国经济能够实现长期高质量发展。

- 1) **兼备最大的需求和供给市场。**中国有全球最大的消费市场，以及最大最全的制造业产业链，两者之间又有完备、高效的互联网和基础物流设施作为衔接。庞大的消费市场和不断升级的消费需求将驱动制造业企业生产更高质量的产品，企业又可以利用过程中所产生的稳定的营收现金流不断发展新的产品、提升员工工资水平，从而反哺消费，形成正向循环。
- 2) **自主创新成为坚定信仰。**如果要分析中美经贸摩擦对中国带来的影响，最大的红利之一可能就是推动自主科技创新成为全民的信仰和坚持。以此为基，随着科创体系和激励机制的逐步完善，我们相信中国会涌现出更多的“硬核”科技，并在更多关键产业领域出现具有全球竞争力的公司和品牌。
- 3) **“新经济”发展如火如荼，快速迭代，互联网赋能提升实体效率，**这背后更代表着年轻一代的活力和精神。
- 4) **社会主义基本经济制度的制度保障。**

中美关系：适应新常态，专注做好自己是最大的筹码。中美关系已迈入长期博弈的新常态，风险不容忽视。但仅就关税战而言，加征关税已经侵害到双方的经济利益，得不偿失。在我们的展望中，会基于这样的假设：中美贸易关税不会进一步升级，此前已被加征关税的部分商品可能会逐步列入豁免清单。

2020 年主要经济指标预测

图 1：经济指标预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E
实际 GDP（同比增速，%）	6.9	6.6	6.2	5.9
名义 GDP（同比增速，%）	11.2	9.7	7.8	7.5
CPI（同比增速，%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI（同比增速，%）	6.3	3.5	-0.3	0.2
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	7.2	5.9	5.2	5.1
基建投资	19.0	3.8	4.2	5.0
制造业投资	4.8	9.5	2.6	3.5
房地产开发投资	7.0	9.5	9.6	7.0
社会零售消费品总额（同比增速，%）	10.2	9.0	8.0	8.1
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	9.9	0.5	1.8
进口（以美元计，同比增速，%）	15.9	15.8	-5.0	3.1
广义货币供应量 M2（期末同比增速，%）	8.2	8.4	8.5	8.6
新口径社会融资规模增速（%）	13.4	9.8	10.8	10.7
人民币贷款增速（%）	12.7	13.5	12.5	12.3
降准预期	次数（次）	0	3	4
	幅度（ppt）	0.0	2.5	2.0
利率	1 年期 LPR（期末值，%）	4.30	4.31	4.10
	5 年期 LPR（期末值，%）	n/a	n/a	4.80
	1 年期 MLF 操作利率（%）	3.25	3.30	3.20
	7 天逆回购利率（%）	2.50	2.55	2.50
	十年期国债利率波动区间（%）	3.0-4.0	3.1-4.0	3.0-3.4
USD/CNY 即期汇率（区间）		6.46-6.96	6.26-6.97	6.68-7.18
USD/CNY 即期汇率（期末值）		6.51	6.88	7.05
一般公共预算赤字率（%）		3	2.6	2.8
新增地方政府专项债（万亿元）		0.91	1.35	2.15

资料来源：国家统计局，中国人民银行，海关总署，财政部，彭博，招银国际证券预测，招商银行研究院

对 2020 年实体经济增长的预测

消费：动力不足，但可选消费或有复苏

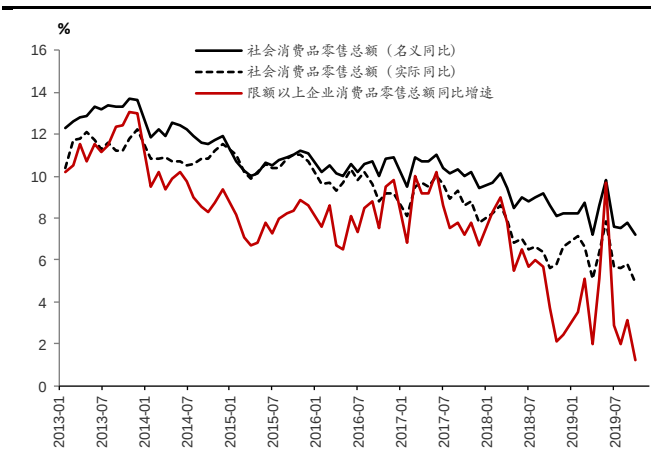
从财富效应的角度判断，消费增长动力仍不足。消费的增长取决于很多因素的共同影响——新业态、新模式开启新消费需求，消费信贷可获性的提升，技术进步触发更新换代需求等，但其中最为重要和根本的一点，是居民收入和财富的不断提升。对于普通的中国民众而言，财富主要来自于楼市（包括棚改货币化补贴）、股市和基本的劳动所得（工资），我们对于前两者的展望大致保持中性，最后一个因素劳动所得，则取决于就业和劳动力市场的真实状况。就业和工资增速我们认为 2020 年仍面临一定的压力。

人均可支配收入增速下滑，以中等收入群体尤甚。实际人均可支配收入增速处于下行通道，2019 年前三季度同比增长 6.1%，其中，城镇居民可支配收入增速仅 5.4%。拆分各阶段收入群体看，收入增速下滑最为严重的，是作为消费“中流砥柱”的中等收入群体，而这部分群体的消费弹性更大。

但 2020 年的消费市场也有积极的方面，1) 部分可选品类零售额增速可能出现好转；2) 通胀可能推升名义社零增速。我们预计 2020 年名义社零同比增长 8.1%（2019 年预测值为 8.0%）。

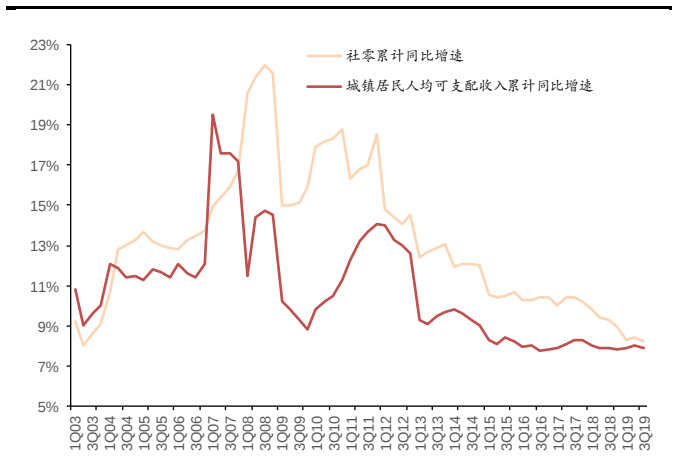
- a) 汽车料恢复正增长区间。汽车是消费的大头之一。根据招银国际汽车行业分析师预测，2020 年乘用车销售增速将从 2019 年的-8.5%左右重新回到正增长区间 0-2%，主要受益于 a) 去年低基数；b) 前期刺激政策（如放宽牌照发放数量等）的效果逐步体现，并且我们认为今年底或明年初会有更多的刺激政策出现；c) 汽车产业技术路线选择的逐步明朗化。
- b) 技术进步推升消费电子需求。消费电子方面，2020 年也将得益于 5G 手机普及和更新换代、TWS 耳机及其他可穿戴设备的爆发式增长等行业驱动力。
- c) 房地产相关消费品增速料稳健，基于商品房竣工面积降幅收窄、新开工面积稳步增长。

图 2：社零增速阶梯式下行



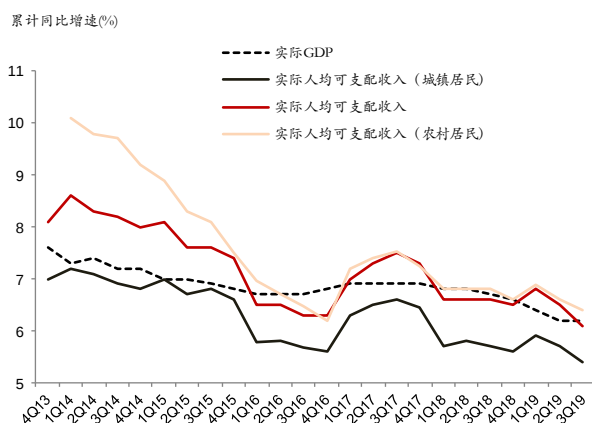
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 3：社零和消费通常滞后于可支配收入增速



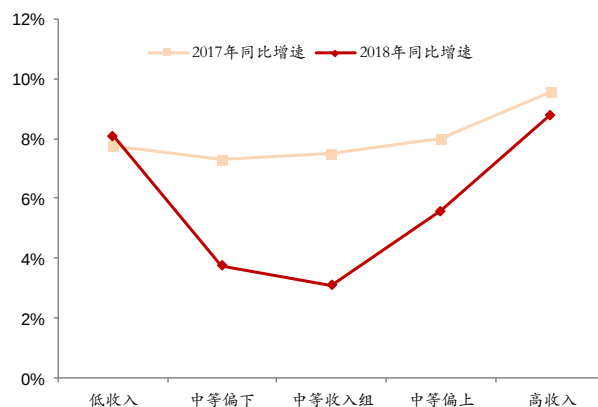
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 4：实际可支配收入增速下滑，尤其是城镇居民



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

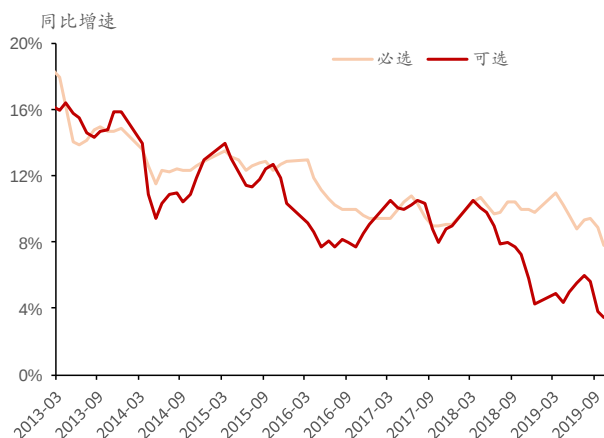
图 5：... 中等收入群体的收入增速下滑尤甚



资料来源：国家统计局，招银国际证券

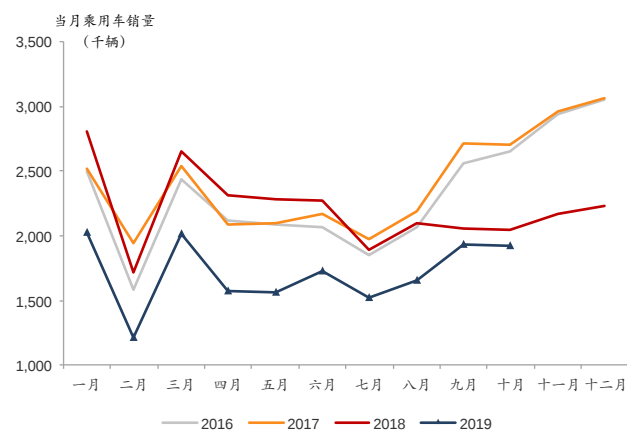
*注：基于全国居民收入五等份分组

图 6：社零增速的下滑主要归因于可选消费品类



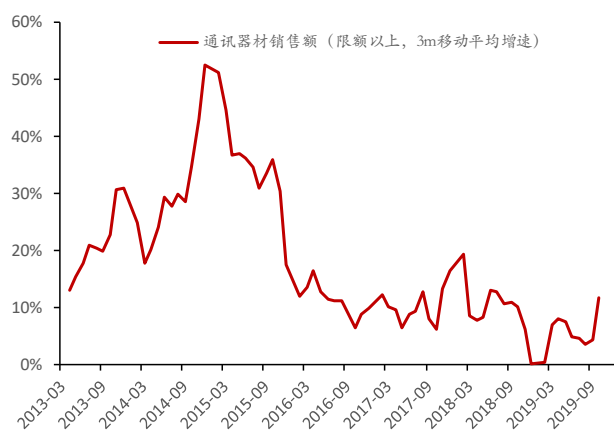
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券测算

图 7：乘用车销量降幅收窄，预计 2020 年恢复微增长



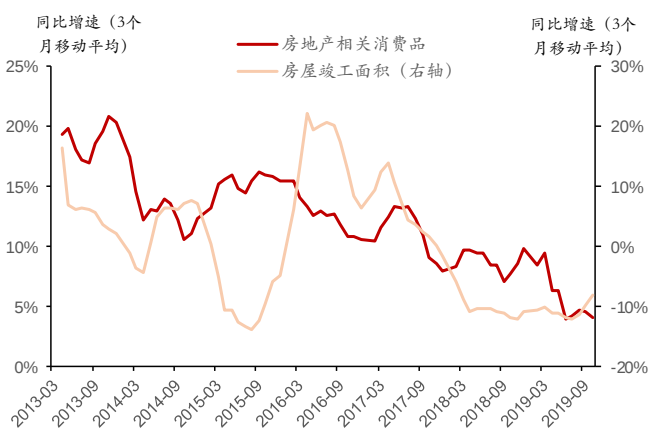
资料来源：中汽协，招银国际证券

图 8：以手机为代表的通讯器材销售逐渐复苏



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 9：房屋竣工面积降幅逐渐收窄，料支撑房地产相关商品消费



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

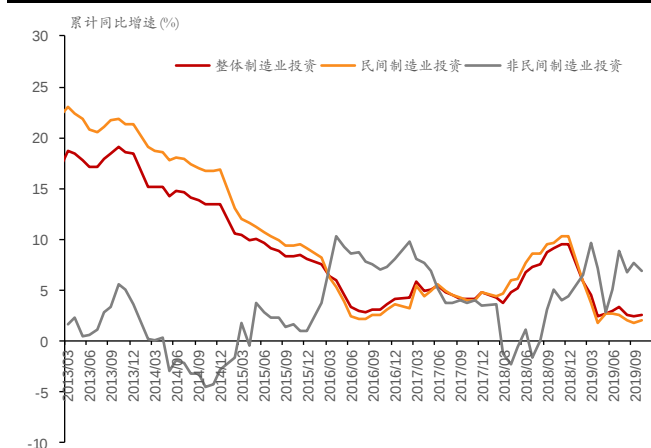
*注：房地产相关商品包括家具、家用电器及音像器材、建筑装潢材料

投资：基建和制造业稳中有升，房地产不会太差

制造业投资：增速持平，质量和结构优化

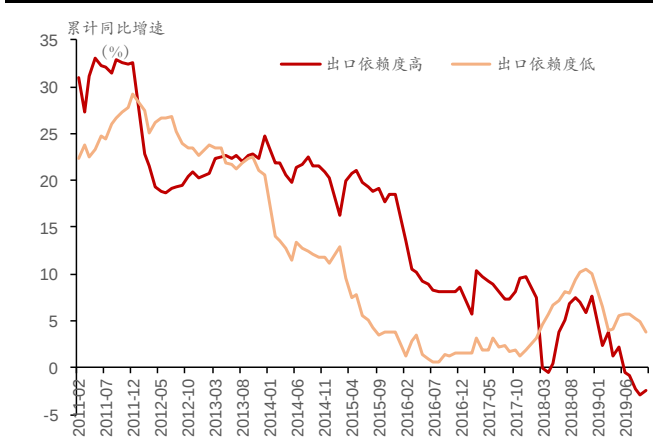
我们预计 2020 年制造业投资大体稳中有升，同比增长 3.0%（2019 年预计为 2.6%）。制造业产业升级持续推进，自动化、信息化、工业互联网等相关投资提速。分行业看，投资占比较大的计算机、通讯及电子设备，通用和专用设备制造，电气机械等行业的投资增速已逐渐企稳回升。但由于贸易战加征关税的影响和外需持续放缓的冲击，出口依赖度较高的行业投资增速下滑更深，该趋势恐延续至明年一季度。

图 10：制造业投资增速趋稳



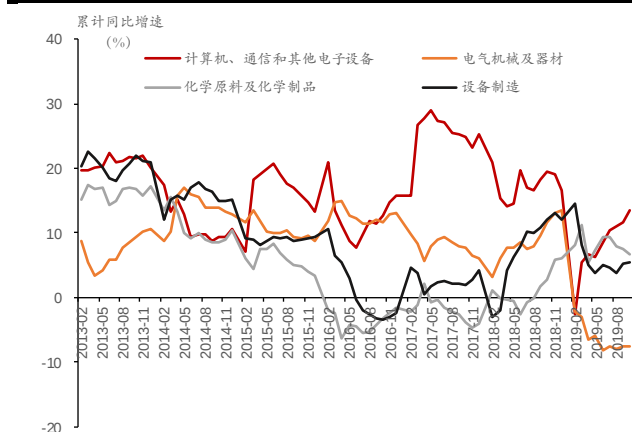
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 11：出口依赖度高的制造业行业投资下滑更深



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券测算

图 12：关键行业投资增速显企稳回升态势



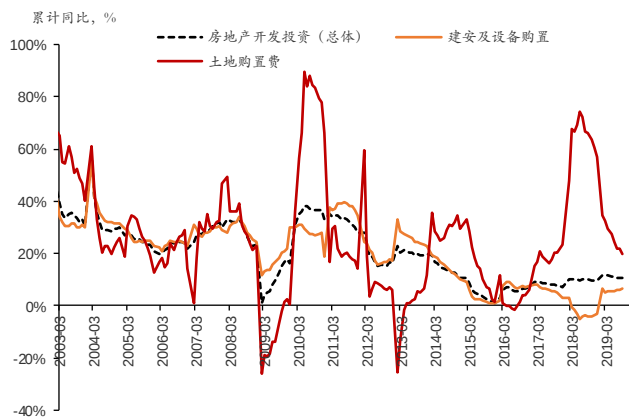
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

房地产投资：增速下行，韧性犹在

房地产开发投资增速预计由 2019 年的 9.6% 下滑至 2020 年 7.0%。总体来看，房地产限购政策、开发商融资收紧、地产行业分化加深等因素会拖累房地产投资增速。从领先指标判断，房地产销售、新开工、土地销售等指标均验证了边际放缓的趋势。如果将房地产投资拆分为土地购置和建安及设备购置两部分分别预测，我们认为，1) 土地购置支出增速将持续下行，滞后于当期土地成交价款，由 2019 年的 17% 下滑至 2020 年的 9% 左右；2) 建安工程及设备购置支出增速保持平稳，2019 年和 2020 年均预测在 6% 左右；新开工面积在商品房销售放缓的拖累下出现边际减速，但开发商加速项目周转，加紧项目施工进度，会继续对建安支出构成一定的支撑。我们预计 2020 年房地产投资增速将由 2019 年的 9.6% 左右下滑至 7.0%。

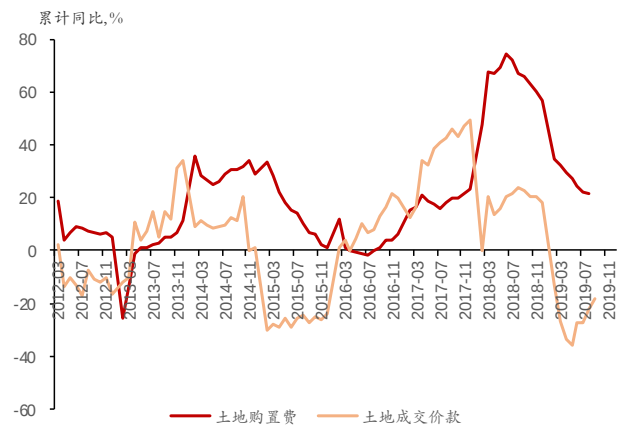
房地产韧性犹在。虽然当前房地产调控力度空前，政府坚持“房住不炒”决心坚定，然而我们认为不宜过分看空房地产市场，从政策层面看，有可能也有空间避免房地产投资断崖式失速，进而对金融体系乃至实体经济产生拖累。

图 13：房地产开发投资的分解



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 14：土地成交价款增速略领先于土地购置费增速



资料来源：万得，招银国际证券

图 15：商品房销售面积和销售额增速逐渐走弱

累计同比，%

100

图 16：新开工随销售边际走弱，但施工和竣工边际改善

累计同比，%

50

房屋施工面积 房屋新开工面积 房屋竣工面积

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_8667

