

# 2020年中國經濟展望

## 疾風知勁草，歲寒見後凋

經濟增速下行已逐漸成為“確定”的共識。2020年，中國經濟仍將身處“外部掣肘、內需疲弱、險象環生”的大環境中。在從增量爆發向存量博弈的過渡中，選擇方向和方式或許和埋頭努力同等重要。在“確定”的放緩中，中國經濟依然有亮點、有獨特的優勢、有結構性機會等待挖掘和把握。

- **宏觀逆風，但悲觀不宜放大。**對於市場而言，面對確定的增長階梯式下滑，似乎要好過面對不確定性所帶來的荊棘遍佈。在存量博弈的時代，中國具備獨特的產業和制度優勢，兼備全球最大的製造供給和消費需求，“新經濟”發展如火如荼，研發創新信念堅定，在一些可能通過技術變革帶來全要素生產率提升的領域，中國已提前佈局，蓄勢待發，高質量發展的根基越來越穩固。短期來看，2020年將有個別關鍵行業週期上行或邊際改善，可能對宏觀預測和走勢構成實質性的影響，並帶給投資者結構性的投資機會。
- **我們預測2020年中國GDP增長5.9%。**我們預計整體固定資產投資增速略降，其中基建投資小幅回升，房地產投資合理下行，製造業投資穩重略升。從財富效應的角度分析，消費的內生增長動力仍不足，但在技術升級（例如5G手機）、低基數、政策刺激等因素的驅動下，可選商品需求料邊際修復，推動名義社零增速企穩。而隨著外部貿易摩擦邊際緩和，進出口溫和復蘇，其對GDP增長的拉動效應減弱。通脹仍由豬價波動主導，CPI全年預計3.3%，PPI重回正增長區間。
- **政策刺激保駕護航。**總體偏松的貨幣政策將以引導實體經濟融資成本下行為工作重點，但將珍惜“正常的操作空間”，做到鬆緊適度。財政政策接續積極，赤字率預計上調至3.0%，專項債新增額度同比上調超萬億，減稅降費邊際量雖料遞減，但通過盤活存量、推進財稅改革、厘清央地權責、強化政策協調，能夠更靈活、有效地響應市場變化。同時，我們認為政府會出臺更多產業政策穿針引線，配合貨幣和財政刺激落到實處。
- **中美關係將形成長期對峙的“新常態”。**除了政府在宏觀層面的戰略應對，行業和企業應加緊推進供應鏈重塑、打造自主研發能力，選對方向，做好自己。短期看，貿易摩擦或有緩和跡象，中國應對的方式也更為從容，我們認為未來一年額外加征關稅的可能性不大。

### 2020年經濟數據預測摘要

同比增速 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
實際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
城鎮固定資產投資	7.2	5.9	5.2	5.1
社會零售消費品總額	10.2	9	8.0	8.1
M2	8.2	8.4	8.5	8.6
新口徑社會融資規模	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 即期匯率 (區間)	6.46-6.96	6.26-6.97	6.68-7.18	6.90-7.20

資料來源：國家統計局，人行，海關總署，財政部，彭博，招銀國際證券預測，招商銀行研究院

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 /

(86) 755 2367 5597

dingwenjie@cmbi.com.hk

### 近期報告

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. 持續築底，期待四季度階段性企穩——8月中國經濟，2019年9月17日
5. 豬價飆升，PPI下行壓力增大——8月中國通脹數據點評，2019年9月11日
6. 低位徘徊，破碼前行——7月中國經濟報告，2019年8月15日
7. 年初至今中國貿易數據的幾個趨勢——2019年8月9日
8. 7.30 中央政治局會議要點速評 – 2019年7月31日
9. 中國五月經濟數據快評 - 貿易戰陰影下數據繼續疲弱，靜待月底 G20 – 2019年6月19日

## 目錄

<b>從增量爆發進入存量博弈時代 .....</b>	<b>3</b>
2020年主要經濟指標預測 .....	4
<b>對2020年實體經濟增長的預測 .....</b>	<b>5</b>
消費：動力不足，但可選消費或有復蘇 .....	5
投資：基建和製造業穩中有升，房地產不會太差 .....	7
進出口：邊際緩和，溫和復蘇 .....	12
<b>通脹：CPI結構性走高，PPI重回正增長區間 .....</b>	<b>13</b>
由“豬肉”驅動，除食品外通脹指標增長疲弱 .....	13
豬還能飛多久？ .....	14
未來的通脹路徑預測 .....	14
<b>逆週期政策：關注靈活性，銜接，有效落地 .....</b>	<b>15</b>
貨幣政策：趨於寬鬆，但珍惜正常的操作空間 .....	15
財政政策：接續積極，減稅降費效應邊際減弱 .....	17
協調、相容和銜接是刺激政策能否成效的關鍵 .....	18
<b>潛在風險 .....</b>	<b>19</b>

## 從增量爆發進入存量博弈時代

“內外交困”的局面似乎仍然籠罩著中國經濟。去年今日，我們曾用“內憂外患”來描述中國經濟面臨的大背景。時隔一年，這樣的狀況並沒有出現本質改變。於外，全球經濟增長失速，民粹主義、單邊主義、貿易保護主義盛行，外需持續疲弱，世界主要經濟體貨幣和財政刺激空間受到束縛。於內，傳統增長引擎熄火，內需疲軟，新動能仍在加緊培育，結構性問題亟待通過改革方式解決，貨幣政策、財政政策和產業政策仍待進一步溝通協調和持續發力。

宏觀逆風，但悲觀不宜放大，因為，1) 面對“確定”的增長放緩，好過面對“不確定性”所帶來的陰雲密布。市場最痛恨的是“不確定性”。面對“確定”的增長放緩其實要好過面對隨時可能遇到的黑天鵝和灰犀牛，我們至少可以用理性的邏輯尋找資本市場和實體經濟中的機會，為增長貢獻力量。2) 外部風險邊際緩和，中國的應對方式更為從容。合則興，分則衰。我們看到越來越多的經濟體開始反思並投身於世界經濟秩序的重構；同時，在經歷多回合的交鋒之後，中美經貿摩擦逐漸回歸經濟邏輯，我們有望看到關稅不再僅僅是“展示型外交”的工具，中國在貿易談判中的應對更為從容，並願意通過擴大進口、市場開放、完善知識產權保護等實際舉措推進談判進程，為經濟和社會長期發展創造更好的環境和條件。

從增量爆發到存量博弈，中國經濟具備獨特的優勢。如果說經濟失速、紅利逐漸耗盡是全球各大經濟體面臨的共同困境，那中國經濟或許具備些許獨特的優勢。若能鞏固和發揮好這些優勢，我們堅信中國經濟能夠實現長期高質量發展。

- 1) **兼備最大的需求和供給市場。**中國有全球最大的消費市場，以及最大最全的製造業產業鏈，兩者之間又有完備、高效的互聯網和基礎物流設施作為銜接。龐大的消費市場和不斷升級的消費需求將驅動製造業企業生產更高質量的產品，企業又可以利用過程中所產生的穩定的營收現金流不斷發展新的產品、提升員工工資水平，從而反哺消費，形成正向循環。
- 2) **自主創新成為堅定信仰。**如果要分析中美經貿摩擦對中國帶來的影響，最大的紅利之一可能就是推動自主科技創新成為全民的信仰和堅持。以此為基，隨著科創體系和激勵機制的逐步完善，我們相信中國會湧現出更多的“硬核”科技，並在更多關鍵產業領域出現具有全球競爭力的公司和品牌。
- 3) **“新經濟”發展如火如荼，快速迭代，互聯網賦能提升實體效率，**這背後更代表著年輕一代的活力和精神。
- 4) **社會主義基本經濟制度的制度保障。**

**中美關係：適應新常態，專注做好自己是最大的籌碼。**中美關係已邁入長期博弈的新常態，風險不容忽視。但僅就關稅戰而言，加征關稅已經侵害到雙方的經濟利益，得不償失。在我們的展望中，會基於這樣的假設：中美貿易關稅不會進一步升級，此前已被加征關稅的部分商品可能會逐步列入豁免清單。

## 2020年主要經濟指標預測

圖 1：經濟指標預測表

	2017A	2018A	2019E	2020E
實際 GDP (同比增速, %)	6.9	6.6	6.2	5.9
名義 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
城鎮固定資產投資 (累計同比增速, %)	7.2	5.9	5.2	5.1
基建投資	19.0	3.8	4.2	5.0
製造業投資	4.8	9.5	2.6	3.5
房地產開發投資	7.0	9.5	9.6	7.0
社會零售消費品總額 (同比增速, %)	10.2	9.0	8.0	8.1
出口 (以美元計, 同比增速, %)	7.9	9.9	0.5	1.8
進口 (以美元計, 同比增速, %)	15.9	15.8	-5.0	3.1
廣義貨幣供應量 M2 (期末同比增速, %)	8.2	8.4	8.5	8.6
新口徑社會融資規模增速 (%)	13.4	9.8	10.8	10.7
人民幣貸款增速 (%)	12.7	13.5	12.5	12.3
降準預期				
次數 (次)	0	3	4	3
幅度 (ppt)	0.0	2.5	2.0	1.5
利率				
1年期 LPR (期末值, %)	4.30	4.31	4.10	3.90
5年期 LPR (期末值, %)	n/a	n/a	4.80	4.70
1年期 MLF 操作利率 (%)	3.25	3.30	3.20	3.00
7天逆回購利率 (%)	2.50	2.55	2.50	2.30
十年期國債利率波動區間 (%)	3.0-4.0	3.1-4.0	3.0-3.4	2.7-3.3
USD/CNY 即期匯率 (區間)	6.46-6.96	6.26-6.97	6.68-7.18	6.90-7.20
USD/CNY 即期匯率 (期末值)	6.51	6.88	7.05	7.08
一般公共財政預算赤字率 (%)	3	2.6	2.8	3.0
新增地方政府專項債 (萬億元)	0.91	1.35	2.15	3.35

資料來源：國家統計局，中國人民銀行，海關總署，財政部，彭博，招銀國際證券預測，招商銀行研究院

## 對 2020 年實體經濟增長的預測

### 消費：動力不足，但可選消費或有復蘇

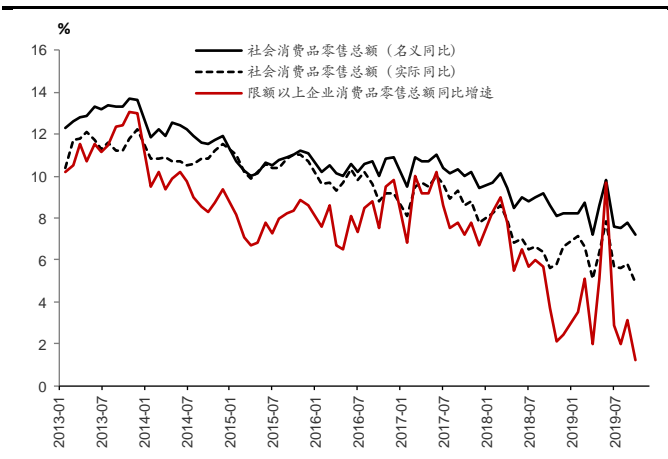
從財富效應的角度判斷，消費增長動力仍不足。消費的增長取決於很多因素的共同影響——新業態、新模式開啟新消費需求，消費信貸可獲性的提升，技術進步觸發更新換代需求等，但其中最為重要和根本的一點，是居民收入和財富的不斷提升。對於普通的中國民眾而言，財富主要來自於樓市（包括棚改貨幣化補貼）、股市和基本的勞動所得（工資），我們對於前兩者的展望大致保持中性，最後一個因素勞動所得，則取決於就業和勞動力市場的真實狀況。就業和工資增速我們認為 2020 年仍面臨一定的壓力。

人均可支配收入增速下滑，以中等收入群體尤甚。實際人均可支配收入增速處於下行通道，2019 年前三季度同比增長 6.1%，其中，城鎮居民可支配收入增速僅 5.4%。拆分各階段收入群體看，收入增速下滑最為嚴重的，是作為消費“中流砥柱”的中等收入群體，而這部分群體的消費彈性更大。

但 2020 年的消費市場也有積極的方面，1) 部分可選品類零售額增速可能出現好轉；2) 通脹可能推升名義社零增速。我們預計 2020 年名義社零同比增長 8.1%（2019 年預測值為 8.0%）。

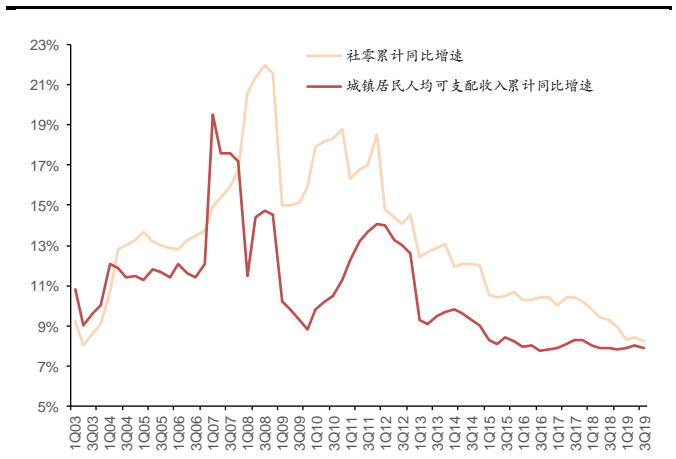
- a) 汽車料恢復正增長區間。汽車是消費的大頭之一。根據招銀國際汽車行業分析師預測，2020 年乘用車銷售增速將從 2019 年的-8.5%左右重新回到正增長區間 0-2%，主要受益於 a) 去年低基數；b) 前期刺激政策（如放寬牌照發放數量等）的效果逐步體現，並且我們認為今年底或明年初會有更多的刺激政策出現；c) 汽車產業技術路線選擇的逐步明朗化。
- b) 技術進步推升消費電子需求。消費電子方面，2020 年也將得益於 5G 手機普及和更新換代、TWS 耳機及其他可穿戴設備的爆發式增長等行業驅動力。
- c) 房地產相關消費品增速料穩健，基於商品房竣工面積降幅收窄、新開工面積穩步增長。

圖 2：社零增速階梯式下行



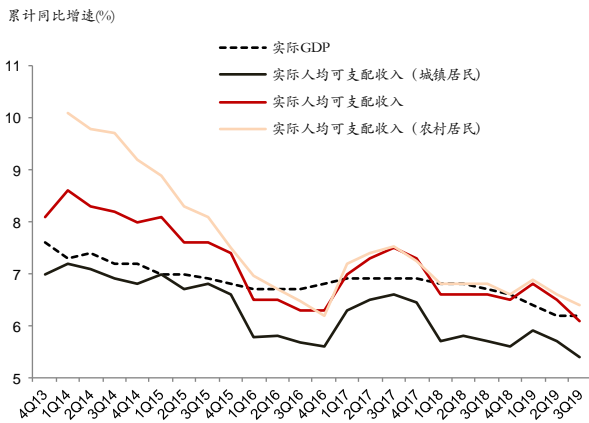
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 3：社零和消費通常滯後於可支配收入增速



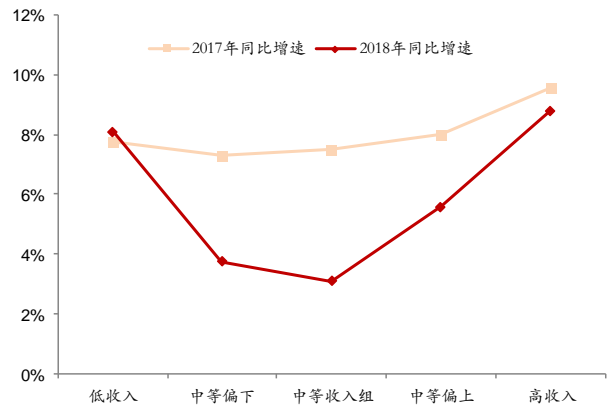
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**圖 4：實際可支配收入增速下滑，尤其是城鎮居民**



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**圖 5：... 中等收入群體的收入增速下滑尤甚**



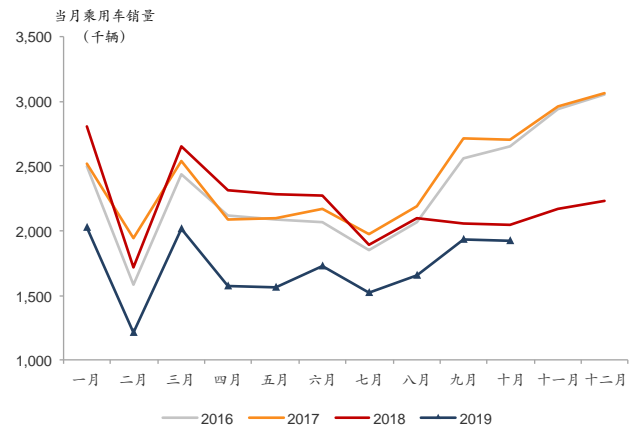
資料來源：國家統計局，招銀國際證券  
\*注：基於全國居民收入五等份組

**圖 6：社零增速的下滑主要歸因於可選消費品類**



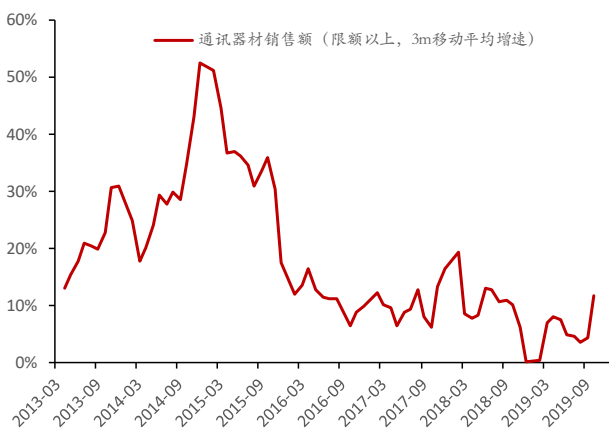
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券測算

**圖 7：乘用車銷量降幅收窄，預計 2020 年恢復微增長**



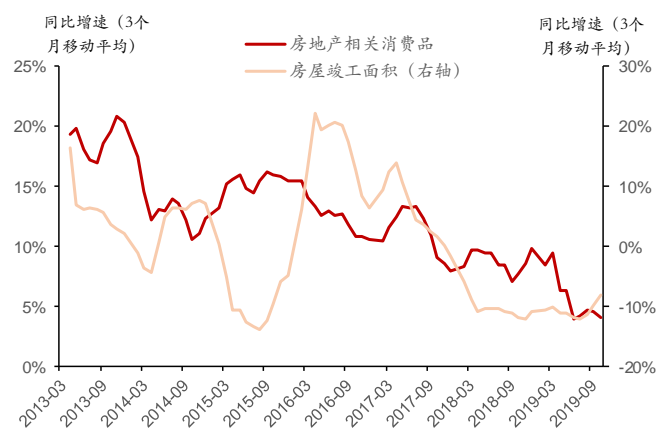
資料來源：中汽協，招銀國際證券

**圖 8：以手機為代表的通訊器材銷售逐漸復蘇**



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**圖 9：房屋竣工面積降幅逐漸收窄，料支撐房地產相關商品消費**



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券  
\*注：房地產相關商品包括家具、家用電器及音像器材、建築裝潢材料

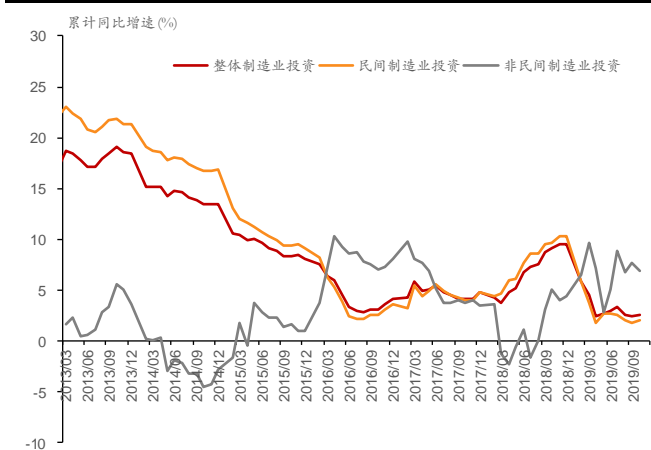


## 投資：基建和製造業穩中有升，房地產不會太差

### 製造業投資：增速持平，質量和結構優化

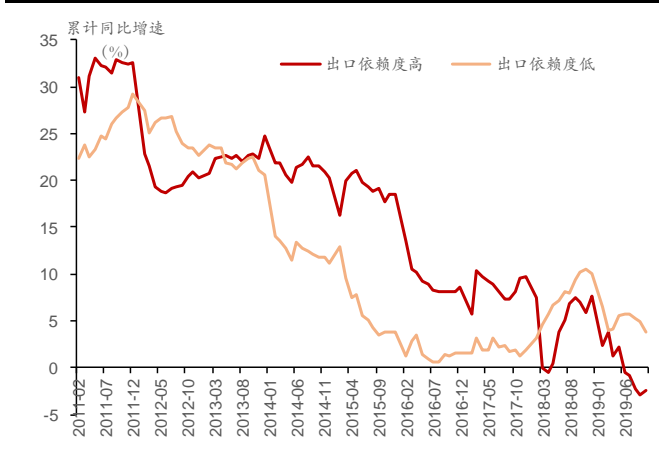
我們預計 2020 年製造業投資大體穩中有升，同比增長 3.0%（2019 年預計為 2.6%）。製造業產業升級持續推進，自動化、信息化、工業互聯等相關投資提速。分行業看，投資占比較大的計算機、通訊及電子設備，通用和專用設備製造，電氣機械等行業的投資增速已逐漸企穩回升。但由於貿易戰加征關稅的影響和外需持續放緩的衝擊，出口依賴度較高的行業投資增速下滑更深，該趨勢恐延續至明年一季度。

圖 10：製造業投資增速趨穩



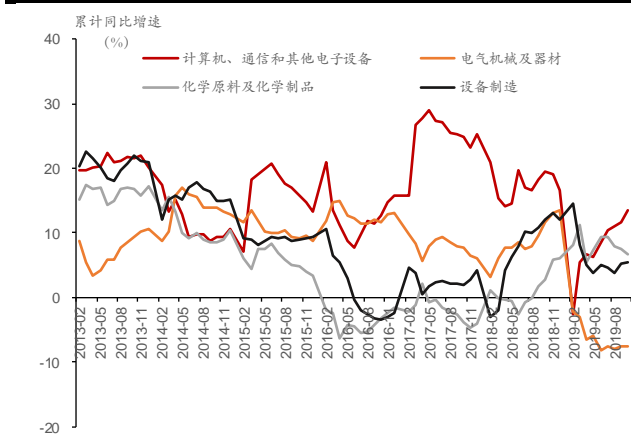
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 11：出口依賴度高的製造業行業投資下滑更深



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券測算

圖 12：關鍵行業投資增速顯企穩回升態勢



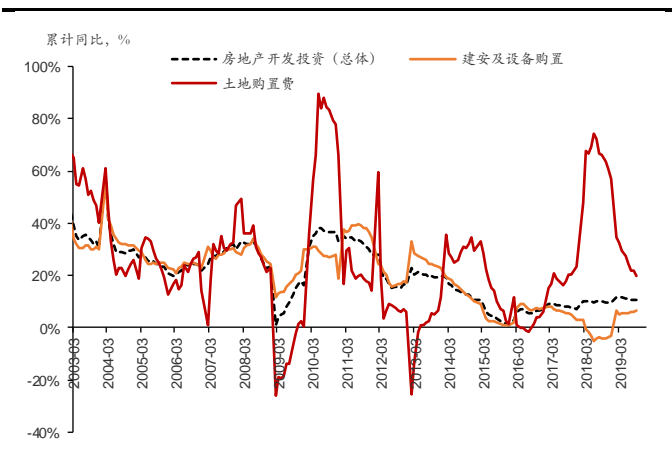
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**房地產投資：增速下行，韌性猶在**

房地產開發投資增速預計由2019年的9.6%下滑至2020年7.0%。總體來看，房地產限購政策、開發商融資收緊、地產行業分化加深等因素會拖累房地產投資增速。從領先指標判斷，房地產銷售、新開工、土地銷售等指標均驗證了邊際放緩的趨勢。如果將房地產投資拆分為土地購置和建安及設備購置兩部分分別預測，我們認為，1) 土地購置支出增速將持續下行，滯後於當期土地成交價款，由2019年的17%下滑至2020年的9%左右；2) 建安工程及設備購置支出增速保持平穩，2019年和2020年均預測在6%左右；新開工面積在商品房銷售放緩的拖累下出現邊際減速，但開發商加速項目周轉，加緊項目施工進度，會繼續對建安支出構成一定的支撐。我們預計2020年房地產投資增速將由2019年的9.6%左右下滑至7.0%。

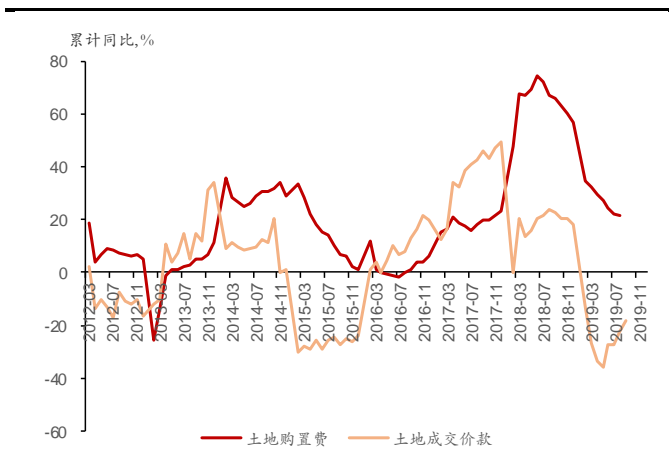
房地產韌性猶在。雖然當前房地產調控力度空前，政府堅持“房住不炒”決心堅定，然而我們認為不宜過分看空房地產市場，從政策層面看，有可能也有空間避免房地產投資斷崖式失速，進而對金融體系乃至實體經濟產生拖累。

**圖 13：房地產開發投資的分解**



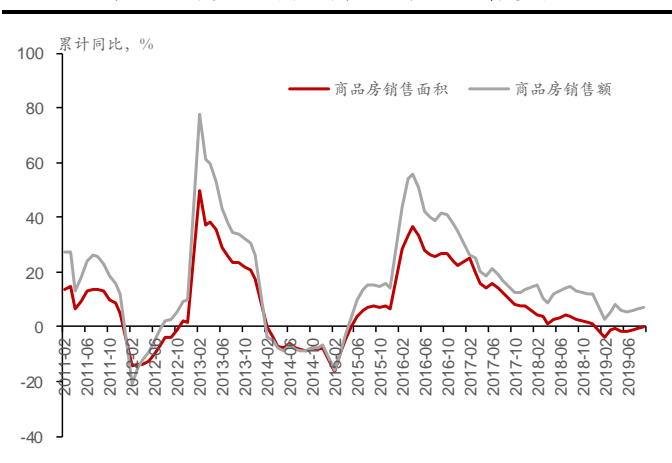
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**圖 14：土地成交價款增速略領先于土地購置費增速**



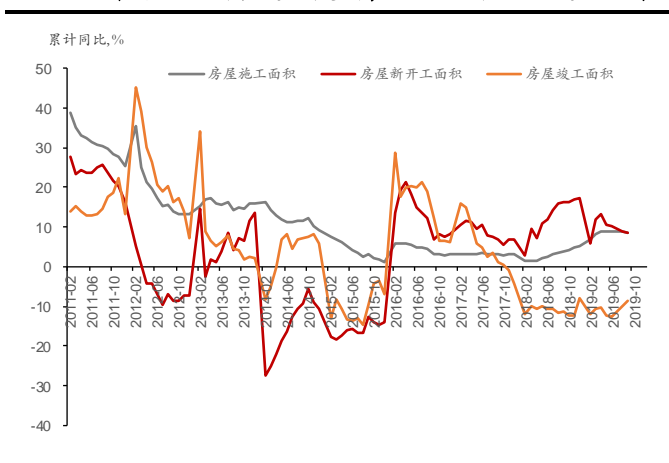
資料來源：萬得，招銀國際證券

**圖 15：商品房銷售面積和銷售額增速逐漸走弱**



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

**圖 16：新開工隨銷售邊際走弱，但施工和竣工邊際改善**



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券



## 基建投資：融資端和項目端共同助力穩步復蘇

基建投資增速預計將從今年的 4.2% 回升至 5.0%，受益於融資端和項目端的政策支持和“新基建”增量空間的釋放。我們認為主要的支撐因素包括：

### 1) 地方政府專項債擴容以及使用範圍擴大

地方政府專項債已經成為撬動基建投資的重要增量資金來源，其對明年基建的支撐作用一方面體現在發行放量。我們預計 2020 年地方政府專項債發行額度將提升至 3.35 萬億（截至 2019 年 11 月底，2020 年提前批專項債額度已下達。但另一方面，量並不是最大的決定專項債可否提振基建的因素。專項債在實際使用中，對項目本身收益的要求比較高，能否撬動更大的投資，很大程度上取決於項目自身的收益率、回款能力和項目資本金比例約束等。中央自 2019 年 6 月和 9 月分別出臺政策指引，細化專項債使用範圍，明確其可作為重大項目資本金。在專項債用作資本金適用範圍擴容、發行期限拉長、資金用途有所改善的趨勢下，我們期待 2020 年專項債提振基建投資的途徑將更為通暢。

### 2) 項目資本金比例下調

2019 年 11 月，國務院下調基建項目資本金要求，並明確適用範圍：將港口、沿海及內河航運項目資本金最低比例由 25% 降至 20%。對補短板的公路、鐵路、生態環保、社會民生等方面基礎設施項目，在收益可靠、風險可控的前提下，可適當降低資本金最低比例，下調幅度不超過 5 個百分點。除項目資本金以外，各省市的項目審批要求也有選擇地邊際放鬆。

### 3) “新基建”釋放新空間

在中央提倡的區域一體化發展，尤其是粵港澳大灣區規劃戰略中，會落實相當一部分傳統的“鐵公基”項目。但從全國範圍看，隨著各類基建設施逐步完善，傳統基建項目的新增空間會自然地邊際衰減。以鐵路為例，2019 年底，全國鐵路營運里程預計將突破 13.9 萬公里，其中高鐵里程超過 3.5 萬公里，均提前完成“十三五”目標。2018 和 2019 年鐵路和公路投資增速接近零。

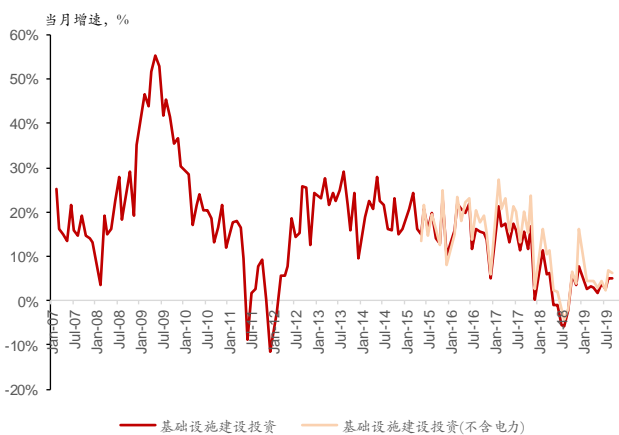
“新基建”接過“穩增長+補短板”的接力棒。“新基建”的概念在 2018 年底中央經濟工作會議上首次提出。科技進步，例如人工智能、5G、工業互聯網的推行，需要新型的信息網絡基礎設施作為配套、相輔相成。經濟的高質量發展、消費升級、生活質量提升又催生了城鎮老舊小區改造、城市停車場、冷鏈物流設施、養老設施建設的急迫需求。我們認為，未來幾年，以信息網絡、民生補短板、消費升級為代表的新基建項目將接過穩基建的接力棒，釋放可觀的投資增量空間。

圖 17：主要基建支持政策梳理

日期	事件	主要内容
2018 年底	中央經濟工作會議：首提“新基建”	“加強人工智能、工業互聯網、物聯網等 <b>新型基礎設施</b> 建設，加大城際交通、物流、市政基礎設施等投資力度，補齊農村基礎設施和公共服務設施建設短板”
6/1/2019	中辦、國辦《關於做好地方政府專項債券發行及項目配套融資工作的通知》	1) <b>允許將專項債券作為符合條件的重大項目資本金</b> （主要是國家重點支持的鐵路、國家高速公路和支持推進國家重大戰略的地方高速公路、供電、供氣項目等）； 2) 加快專項債發行和使用進度，力爭 9 月底前發行完畢； 3) 合理提高長期專項債券期限比例；
7/1/2019	政治局會議：提及老舊小區、城市停車場、信息網絡等新型基建	“實施城鎮老舊小區改造、城市停車場、城鄉冷鏈物流設施建設等 <b>補短板工程</b> ，加快推進信息網絡等 <b>新型基礎設施</b> 建設”
9/4/2019	國常會：提前下達 2020 年專項債額度，細化重點方向	1) <b>今年限額內地方政府專項債券要確保 9 月底前全部發行完畢，10 月底前全部撥付到項目上</b> ； 2) 提前下達明年部分專項債新增額度，確保明年年初即可使用見效； 3) <b>擴大專項債使用範圍</b> ，重點用於鐵路、軌道交通、城市停車場等交通基礎設施，城鄉電網、天然氣管網和儲氣設施等能源項目，農林水利，城鎮污水垃圾處理等生態環保項目，職業教育和托幼、醫療、養老等民生服務，冷鏈物流設施，水電氣熱等市政和產業園區基礎設施， <b>且上述重大基建項目可用專項債作為項目資本金</b> 。
11/13/2019	國常會：下調基建類項目資本金比例；國務院《關於加強固定資產投資項目資本金管理的通知》	1) <b>降低部分基礎設施項目最低資本金比例</b> 。將港口、沿海及內河航運項目資本金最低比例由 25% 降至 20%。對補短板的公路、鐵路、生態環保、社會民生等方面基礎設施項目，在收益可靠、風險可控前提下，可適當降低資本金最低比例，下調幅度不超過 5 個百分點 2) <b>可發權益型、股權類金融工具籌措資本金</b> ，不得超過項目資本金總額的 50%。

資料來源：新華社，招銀國際證券整理

圖 18：基建投資增速企穩



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 19：預計 2020 年地方政府專項債新增發行 3.35 萬億

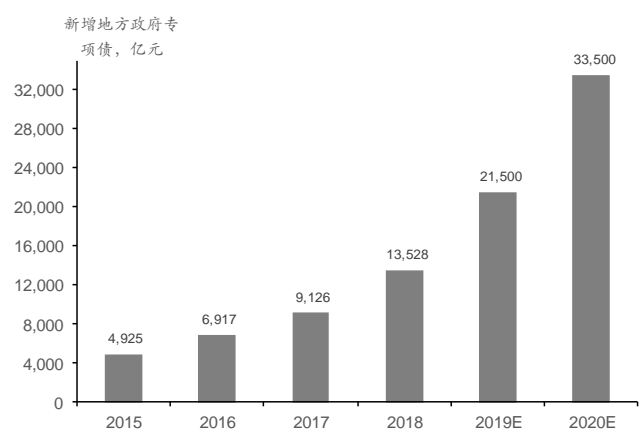
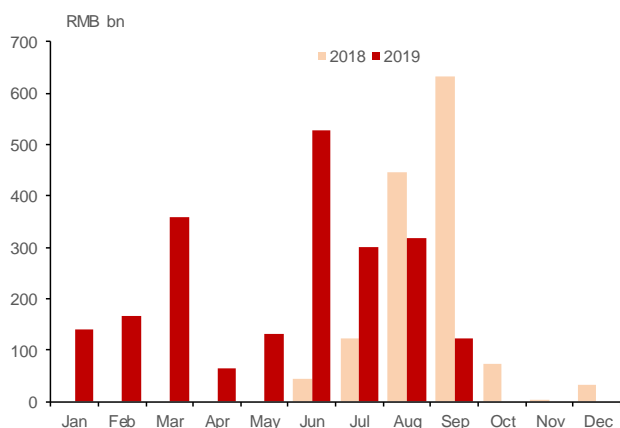
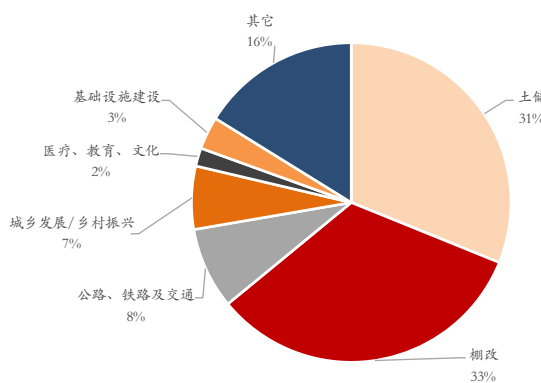
資料來源：財政部，萬得，招銀國際證券預測，招商銀行研究院預測  
\*注：2019E 新增發行量不包括 2020 年可能前置到 2019 年的發行量。

圖 20：地方政府專項債發行節奏逐年加快



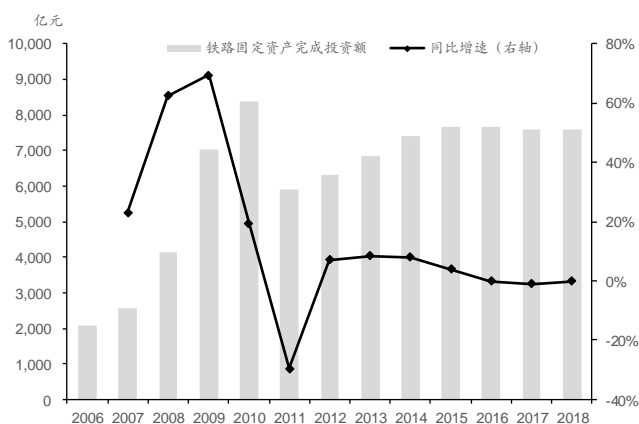
資料來源：財政部，招銀國際證券

圖 21：地方政府專項債發行用途（2019年）



資料來源：財政部，萬得，招銀國際證券

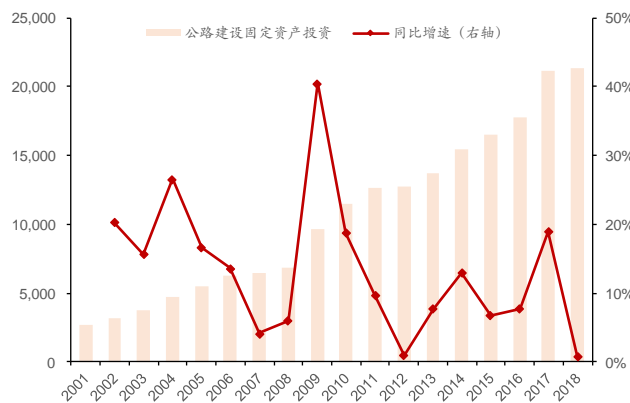
圖 22：鐵路投資增速徘徊在零附近



資料來源：中鐵總，萬得，招銀國際證券

\*注：2019年前9個月鐵路固定資產投資同比減少3.9%

圖 23：公路建設資產投資增速乏力



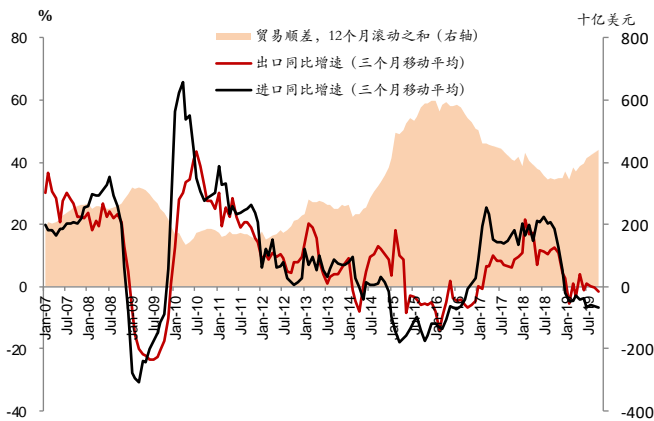
資料來源：交通運輸部，萬得，招銀國際證券

\*注：2019年前9個月公路固定資產投資同比增長3.1%

## 進出口：邊際緩和，溫和復蘇

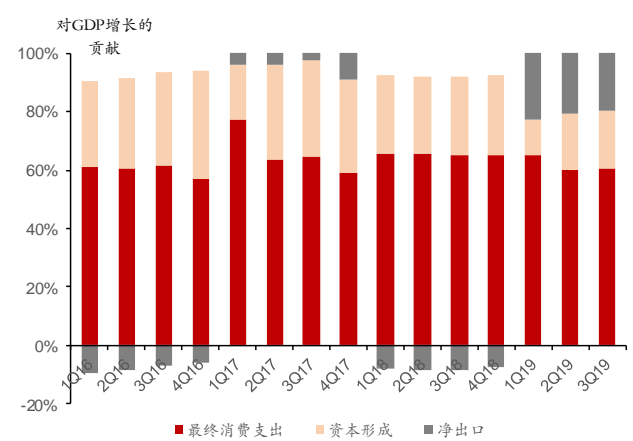
進出口增速溫和復蘇。我們預測的前提基於貿易摩擦邊際緩和：中美不再加征額外關稅，已加征關稅的部分商品可能會逐步逐批加入豁免清單。在此假設之下，再考慮到匯率展望相對平穩，全球電子信息產業在5G加碼、數據中心資本開支加大等驅動下進入上升週期，我們認為明年出口增速溫和復蘇至3.0%，進口增速繼續擴大，衰退型商品貿易順差料收窄，對GDP增速的拉動貢獻小於2019年（今年前三季度進出口拉動GDP增速接近1.2個百分點）。

圖 24：2019 年呈現衰退型貿易順差



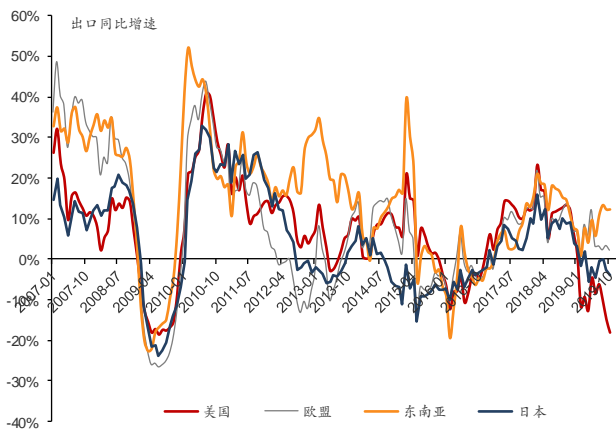
資料來源：海關總署，萬得，招銀國際證券

圖 25：商品貿易對 GDP 增長的拉動預計會減弱



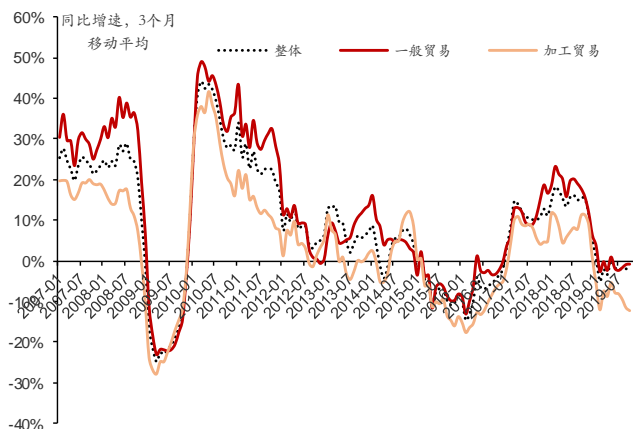
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 26：出口目的地分化加劇，貿易格局正在重構



資料來源：海關總署，萬得，招銀國際證券

圖 27：加工貿易承壓，貿易結構有所改善



資料來源：海關總署，萬得，招銀國際證券

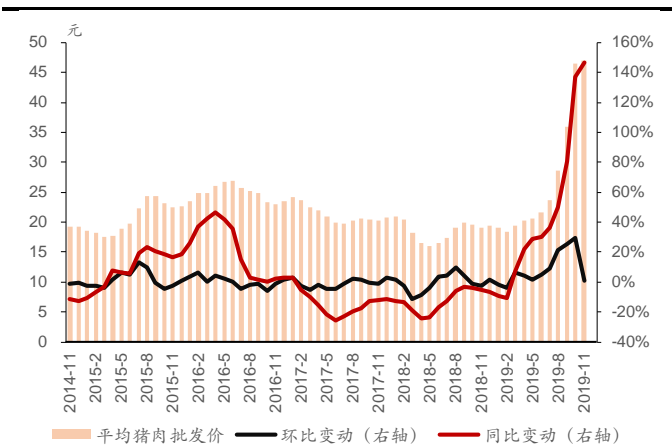
## 通脹：CPI 結構性走高，PPI 重回正增長區間

由“豬肉”驅動，除食品外通脹指標增長疲弱

豬價飆升是推動 CPI 上行的最主要因素。在豬瘟事件和前期環保關停的疊加影響下，本輪豬週期的供給缺口在幅度和時間跨度上均超越了歷史同期。2019年7月始，供需缺口集中顯現，豬價飆升，迅速推升 CPI。農業農村部數據顯示，8、9、10 三個月平均豬肉批發價環比漲幅均超過 20%，11 月豬肉批發價在 47 元左右，較年初上漲近 145%。當前豬肉在 CPI 中的權重在 2.4% 左右，8-10 月份豬肉拉動 CPI 的平均幅度為 1.7 個百分點。

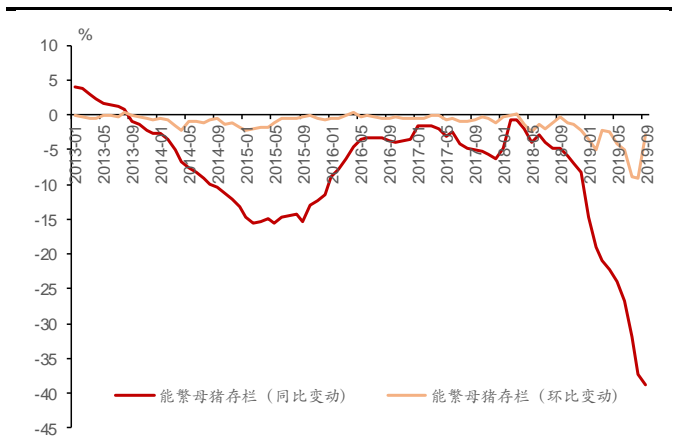
除豬肉外的通脹指標增長疲弱。剔除豬肉及其它食品干擾後的通脹指標顯示，總需求仍然較為疲弱。非食品價格同比增速回落至 1% 左右，一定程度上受到食品增速過快的擠壓。PPI 徘徊在負增長區間。

圖 28：平均豬肉批發價較年初升幅超過 140%



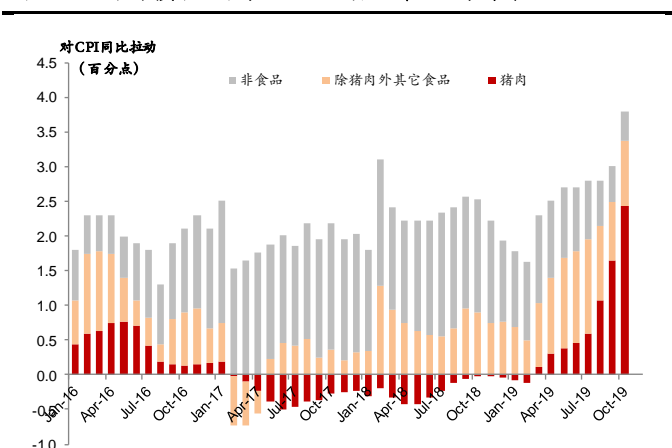
資料來源：農業農村部，萬得，招銀國際證券  
\*數據截至 2019 年 11 月底

圖 29：能繁母豬存欄同比下降 38.9%



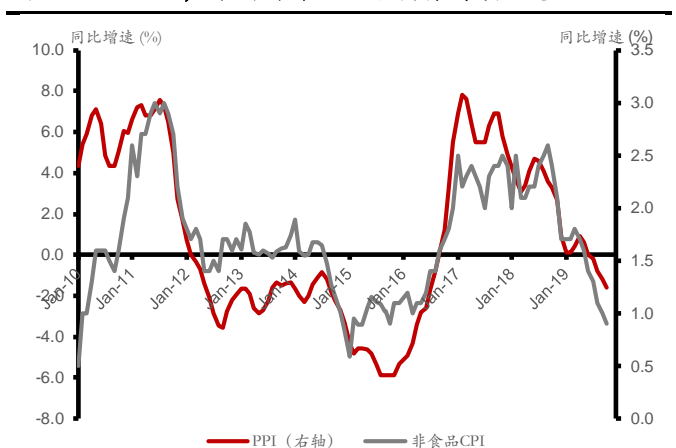
資料來源：萬得，招銀國際證券  
\*數據截至 2019 年 9 月 30 日

圖 30：豬肉價格成為 CPI 波動的最主要因素



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 31：...然而，除豬肉外的通脹指標均顯疲態



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

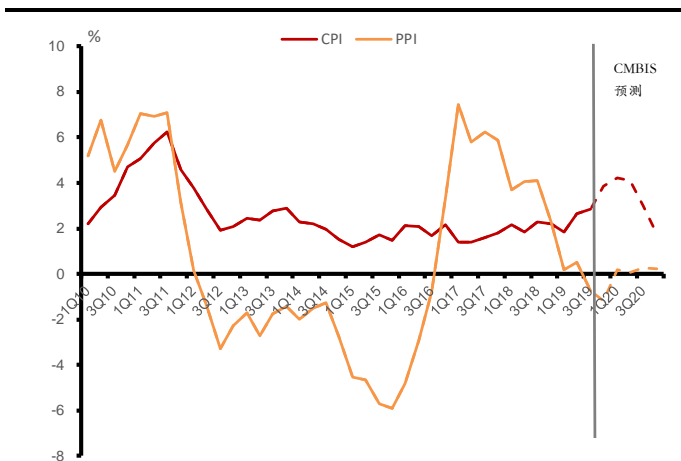
## 豬還能飛多久？

取決於補欄進度，我們預計豬肉價格上漲或將持續至2020年二季度。自今年下半年以來，各省市相繼出臺穩生豬生產、穩豬價相關措施，涉及生豬養殖的基礎設施建設支持、用地支持、金融支持、養殖補貼等各個方面。從頻數據看，鑒於目前母豬存欄和生豬出欄數量還處於下行通道（儘管下行速度放緩），我們預計高供給緊張的局面將延續至明年二季度，這意味著豬肉價格環比仍保持上漲趨勢，但漲幅逐漸收窄。若後續補欄進展順利，生豬產能和出欄逐漸恢復，2020年三、四季度開始，生豬產能止跌回升。伴隨供給逐漸增加，豬肉價格回到合理水平。然而，2020年下半年開始，需警惕豬肉價格可能出現“急跌”的風險。

## 未來的通脹路徑預測

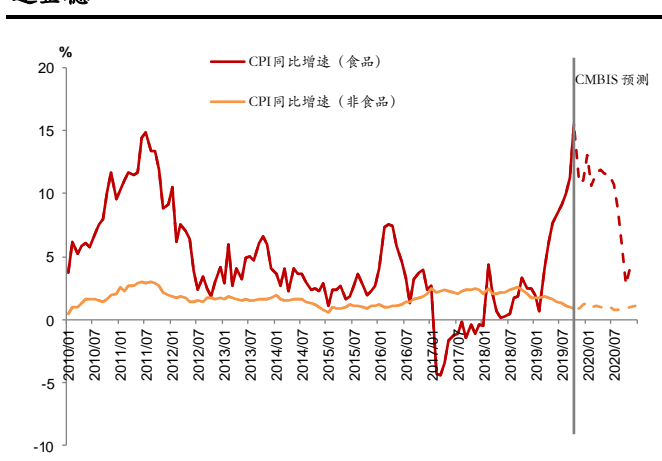
我們預計全年CPI均值3.3%，PPI增速0.2%。全年通脹最高點將發生在一季度。綜上對於豬肉價格路徑的判斷，我們認為2020年CPI走勢大致呈現前高後低，春節前後持續到一季度甚至二季度初會是全年高點，之後開始隨著豬肉價格環比得到控制，CPI料出現下行。PPI方面，宏觀動能和總需求總體較弱，傳統大宗商品與工業品價格（石油、鋼鐵、化學製品等）整體承壓，部分品類價格有抬頭跡象；此外，PPI也受到手機和電子產業鏈需求提升的提振，預計整體增速轉正。

圖 32：CPI 和 PPI 趨勢預測



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券預測

圖 33：預計 3Q20 開始，食品類通脹回落，非食品類增速企穩



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券預測



## 逆週期政策：關注靈活性，銜接，有效落地

總體而言，我們認為未來一段時間將維持“穩信用、松貨幣、寬財政”的總體政策組合，即信貸投放保持穩定、力爭結構和質量提升；貨幣政策具備寬鬆空間；財政政策接續積極。

### 貨幣政策：趨於寬鬆，但珍惜正常的操作空間

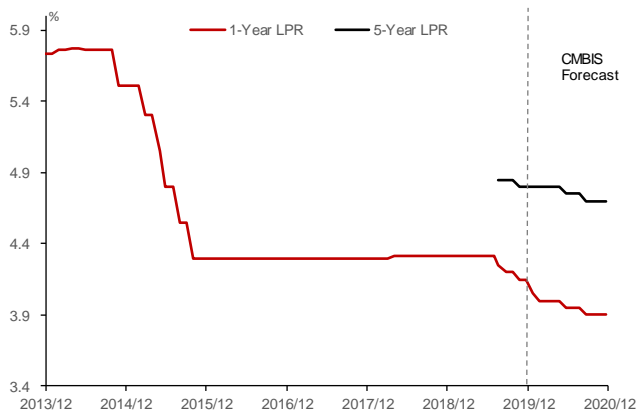
引導實體經濟融資成本下行是關鍵，一季度後放鬆空間更充裕。貨幣政策需要實現穩增長、調結構、防風險等多重目標。為了穩增長，我們預計貨幣政策的整體操作方向會維持趨於寬鬆，也就是說會有降准降息操作，以 1) 保持流動性合理充裕；2) 引導實體經濟融資成本穩步下行，考慮到 2019 年至今的利率調降尚未有效地反映於實體融資成本；3) 紓困民企、小微等薄弱環節；4) 緩解中小銀行流動性風險。短期通脹等約束不會改變貨幣政策的方向，拖緩寬鬆節奏的可能性目前也在減小。我們預計全年三次降准，累計降幅 1.5 個百分點；1 年期 LPR 較 2019 年底下調 20bp 至 3.9%，5 年期 LPR 下調 10bp 至 4.70%。

“珍惜貨幣政策正常的操作空間”。易綱行長在多個場合強調要珍惜中國當前“正常的貨幣政策空間”，並盡可能的延續正常的貨幣政策。相比於其他經濟體的降息和量化寬鬆操作而言，中國的貨幣政策寬鬆幅度比較穩健，小步緊走，體現了不搞“大水漫灌”的定力和決心。貨幣政策要加強逆週期調節，但更應關注防風險、保持杠杆率和債務水平穩定可持續。從這樣的表述上判斷，我們認為貨幣政策整體仍然維持鬆緊適度的基調和隨行就市的操作風格。

調整信貸結構，精準滴灌實體經濟。央行將更積極地運用再貸款、再貼現、抵押補充貸款（PSL）等工具，引導金融機構加強對薄弱領域的支持力度。此外，也期待信貸政策更有效落地，從考核、激勵和制度等多個維度引導金融機構優化信貸結構，從而促進經濟結構的調整。

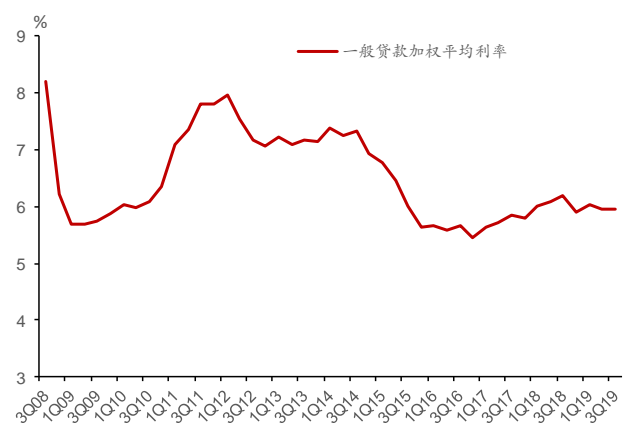
人民幣匯率具備韌性。我們預測 USD/CNY 全年波動區間在 6.90-7.20，較今年收窄，年底值預測在 7.08。當前，國內市場開發吸引外資、中美利差處於較為合理水平、結售匯數據較為平衡等趨勢對人民幣匯率構成支撐。負面風險主要可能來自於中美經貿談判超預期惡化，對人民幣構成額外貶值壓力。

圖 34：LPR 預測



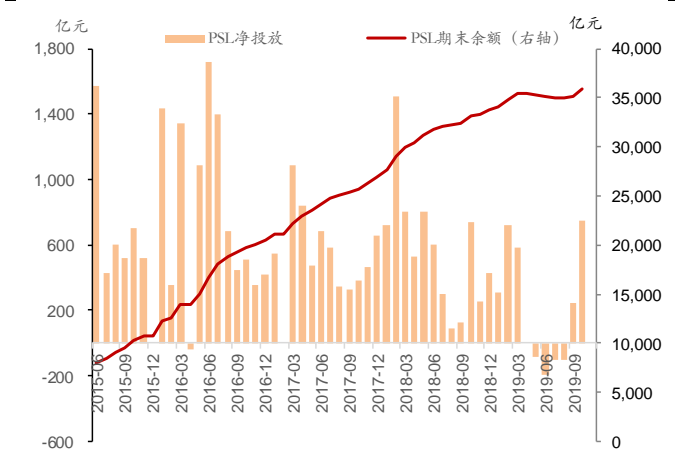
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際證券

圖 35：一般貸款加權平均利率尚未出現明顯下行



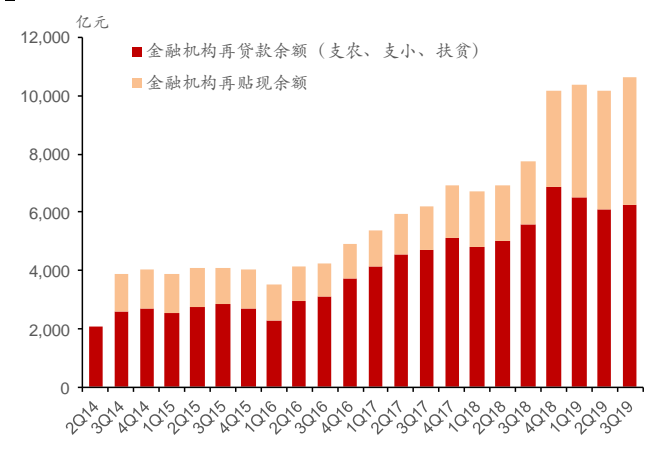
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際證券

圖 36: 抵押補充貸款放量, 10 月末餘額超 3.5 萬億



資料來源: 中國人民銀行, 萬得, 招銀國際證券

圖 37: 積極運用再貸款和再貼現引導薄弱領域支持力度



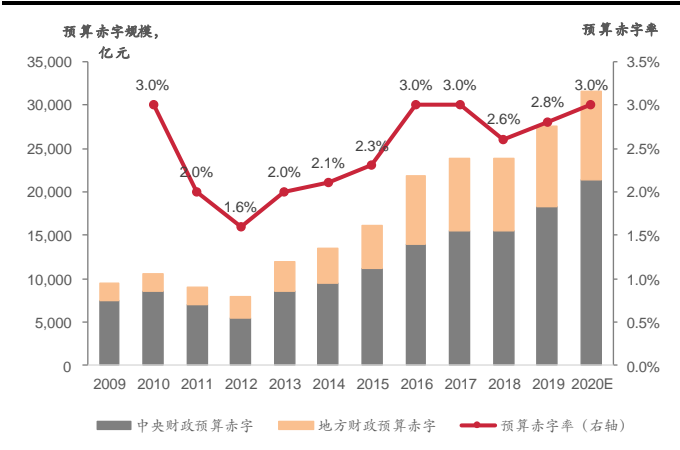
資料來源: 中國人民銀行, 萬得, 招銀國際證券

**財政政策：接續積極，減稅降費效應邊際減弱**

預算赤字規模擴大，我們預計2020年全國預算赤字率從2019年的2.8%調升至3.0%，預算赤字額超3萬億。實際赤字率我們預計與今年持平，維持在4.3%左右。地方政府專項債新增發行規模由今年2.15萬億擴容至明年的3.35萬億。財政部已於今年11月底提前下達2020年部分新增地方政府專項債限額1萬億元，做到早發行、早使用、早見效，確保明年初即可使用。

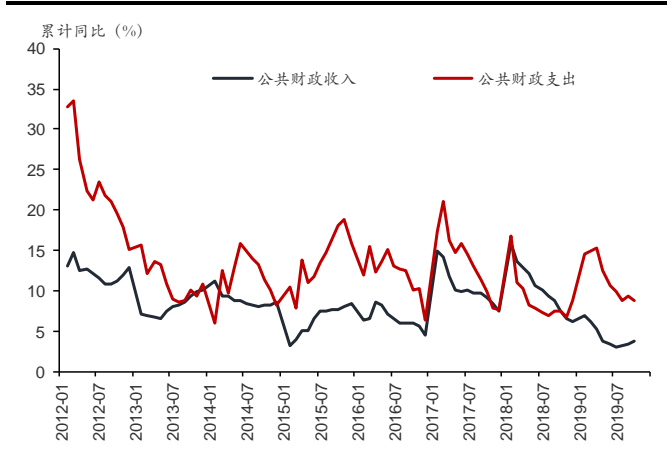
**減稅降費：新增規模邊際減弱，重點關注梳理落地和央地協調。**2019年可謂減稅降費之年，年初推出企業所得稅與小型微利企業、創投企業的稅優政策之後，4月1日增值稅普降，5月1日推行社保降費，全年預計新增減稅降費規模超過2.3萬億元。由於時點的原因，減稅的效果會持續到明年。展望2020年，我們認為新增減稅降費的規模會邊際減少。一方面，減稅降費的方式將由“普降”轉為更為精準的，支持特定領域（如消費、科研、穩就業、擴大進口等）的稅費減免措施；另一方面，在“實施更大規模的減稅降費”之後，如何促成其有效落地，還有賴於厘清中央和地方的收入分配關係，並非一蹴而就。

**圖 38：2020 年預算赤字率預計提升至 3.0%**



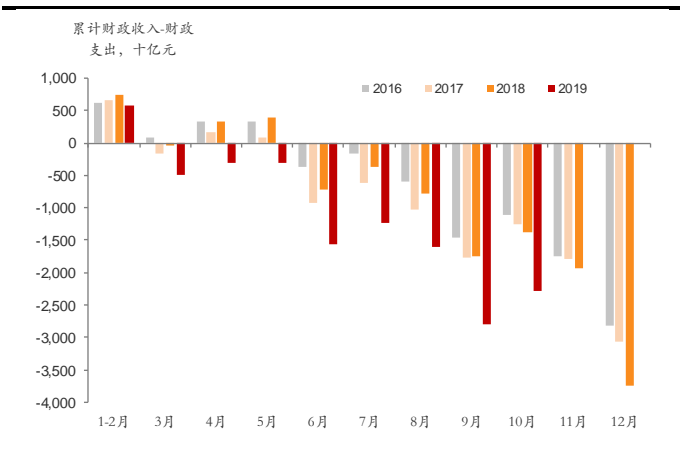
資料來源：財政部，招銀國際證券

**圖 39：由於減稅降費效應，2019 年財政收入大幅減速**



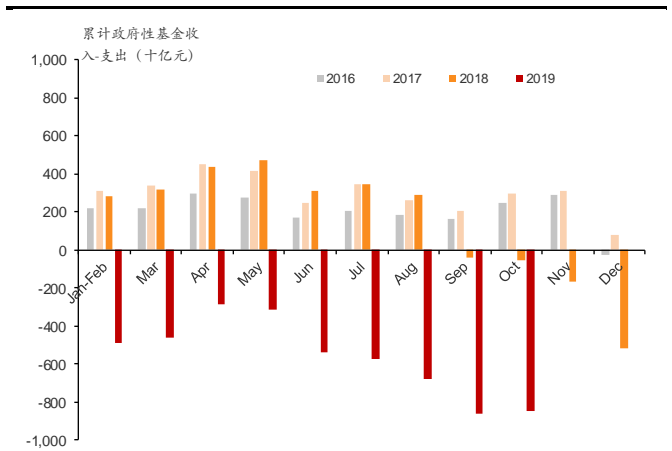
資料來源：財政部，萬得，招銀國際證券

**圖 40：公共財政支出進度**



資料來源：財政部，萬得，招銀國際證券

**圖 41：政府性基金支出進度**



資料來源：財政部，萬得，招銀國際證券

## 協調、相容和銜接是刺激政策能否成效的關鍵

市場通常從貨幣和財政兩個獨立的視角來衡量政策刺激的力度，但逆週期政策調控可否見效，還取決於貨幣與財政政策能否相互協調、央地利益能否適度相容以及產業政策能否有效銜接。

- 1) 財政與貨幣政策的協調。**這也是當前全球討論的熱點。相比於全球其他主要經濟體，中國的貨幣政策尚保持著合理的操作空間，且通過財稅改革、盤活存量，財政政策層面也具備擴張的空間，這是難能可貴的。在此基礎上，中國應更加關注財政政策的靈活性，通過頻率和市場化程度更高的政策加強與貨幣政策的協調性，以響應經濟走勢和市場的變化。
- 2) 中央與地方利益的相容。**央地博弈廣泛存在。以房地產、汽車行業為例，因為與地方的績效目標並不一致，中央、國家部委制定的政策向地方推行時往往會面臨阻礙。因此，在進行頂層設計時，應盡可能做到兼顧中央導向與地方激勵，將雙方利益適度相容，在把握整體政策方向的基礎上，給予地方“因城施策、因地制宜”的靈活操作空間。
- 3) 更多產業政策的銜接。**產業政策是銜接貨幣、財政刺激和實體經濟的紐帶。只有通過合理的產業政策，並輔以金融支持和其他配套基礎設施，“松貨幣、寬財政”才能更好地為經濟中的各個實體造血輸血。2020年，我們預計在可選消費、製造業升級、民生保障、環保等領域將繼續出臺政策指引。

## 潛在風險

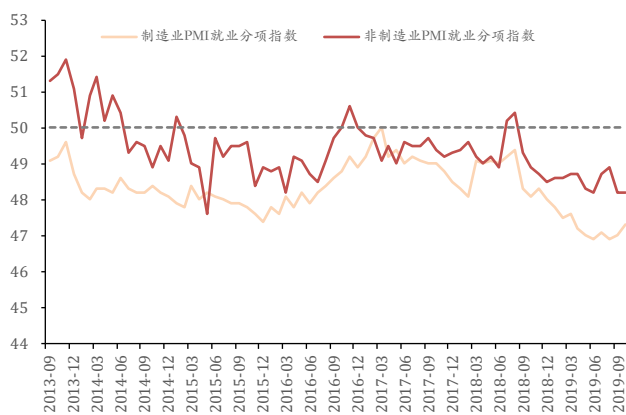
### 上行風險主要包括：

- 1) 中美貿易談判進展超預期，外圍環境穩定，降低並取消之前的加征關稅，提振出口及出口部門產出和就業；
- 2) 貨幣和財政政策的寬鬆力度超預期，或是房地產調控給予“因城施策”更多自由操作空間，從而提振投資和消費。

### 下行風險主要包括：

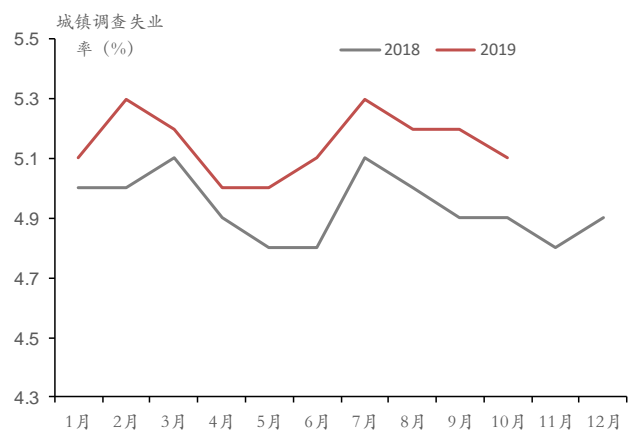
- 1) 穩就業壓力。2018年政府工作報告首次列入“城鎮調查失業率”，將其作為政策目標之一，並連續兩年將該目標設定在“5.5%以內”。我們預計該目標2020年放鬆的可能性不大，仍將以5.5%為上限。2019年10月調查失業率為5.1%，但此前有兩個月份達到5.3%，逼近5.5%上限；且從趨勢上看，2019年城鎮調查失業率較2018年有所惡化，2020年就業壓力仍將普遍存在，後續會有更多的“就業優先”政策起到支撐作用。
- 2) 中美經貿談判停滯，或是中美關係受到美國大選的負面干擾。

圖 42：就業指數下行



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 43：城鎮調查失業率上行壓力大



資料來源：萬得，招銀國際證券

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。