

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	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天逆回购利率 (%)	2.50	2.55	2.50	2.30
十年期国债利率波动区间 (%)	3.0-4.0	3.1-4.0	3.0-3.4	2.7-3.3
USD/CNY 即期汇率 (区间)	6.46-6.96	6.26-6.97	6.68-7.18	6.90-7.20
USD/CNY 即期汇率 (期末值)	6.51	6.88	7.05	7.08
一般公共预算赤字率 (%)	3	2.6	2.8	3.0
新增地方政府专项债 (万亿元)	0.91	1.35	2.15	3.35

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

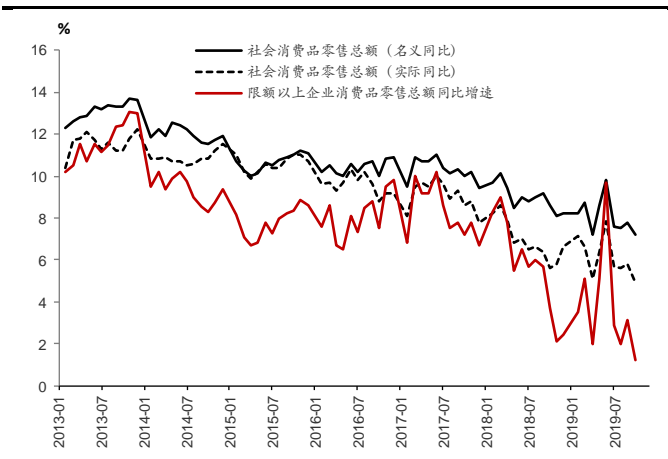
从财富效应的角度判断，消费增长动力仍不足。消费的增长取决于很多因素的共同影响——新业态、新模式开启新消费需求，消费信贷可获性的提升，技术进步触发更新换代需求等，但其中最为重要和根本的一点，是居民收入和财富的不断提升。对于普通的中国民众而言，财富主要来自于楼市（包括棚改货币化补贴）、股市和基本的劳动所得（工资），我们对于前两者的展望大致保持中性，最后一个因素劳动所得，则取决于就业和劳动力市场的真实状况。就业和工资增速我们认为 2020 年仍面临一定的压力。

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%）。

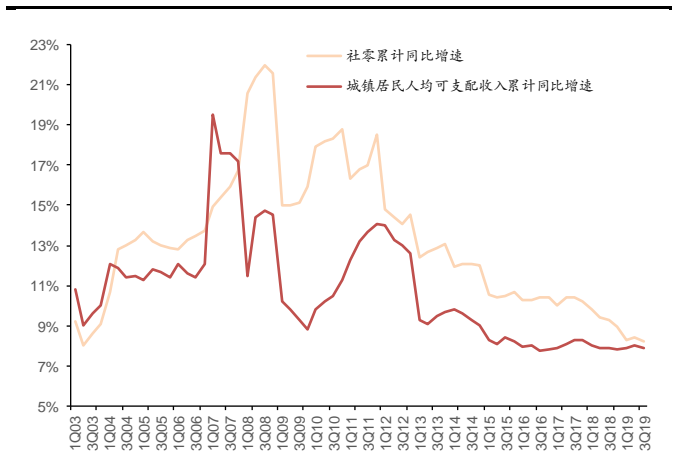
- a) **汽车料恢复正增长区间。**汽车是消费的大头之一。根据招银国际汽车行业分析师预测，2020 年乘用车销售增速将从 2019 年的 -8.5% 左右重新回到正增长区间 0-2%，主要受益于 a) 去年低基数；b) 前期刺激政策（如放宽牌照发放数量等）的效果逐步体现，并且我们认为今年底或明年初会有更多的刺激政策出现；c) 汽车产业技术路线选择的逐步明朗化。
- b) **技术进步推升消费电子需求。**消费电子方面，2020 年也将得益于 5G 手机普及和更新换代、TWS 耳机及其他可穿戴设备的爆发式增长等行业驱动力。
- c) **房地产相关消费品增速料稳健，**基于商品房竣工面积降幅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

图 2：社零增速阶梯式下行



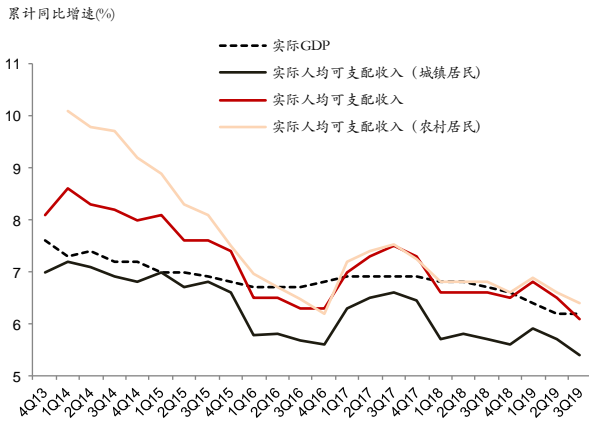
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 3：社零和消费通常滞后于可支配收入增速



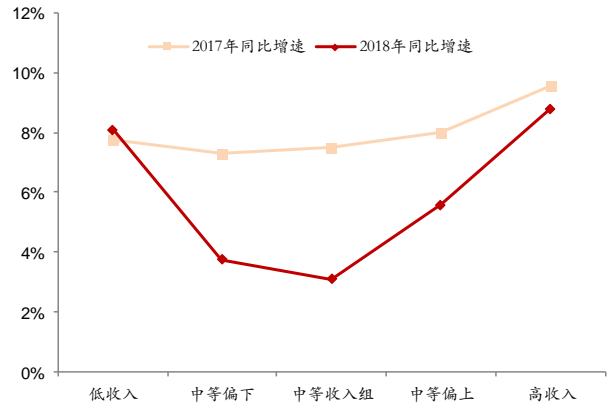
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

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



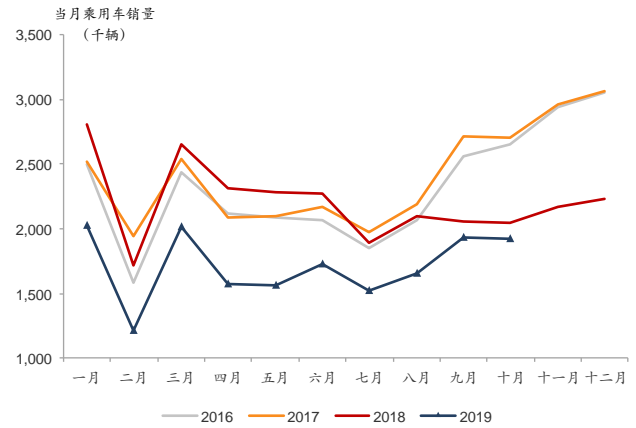
资料来源：国家统计局，招银国际证券
*注：基于全国居民收入五等份组

图 6：社零增速的下滑主要归因于可选消费品类



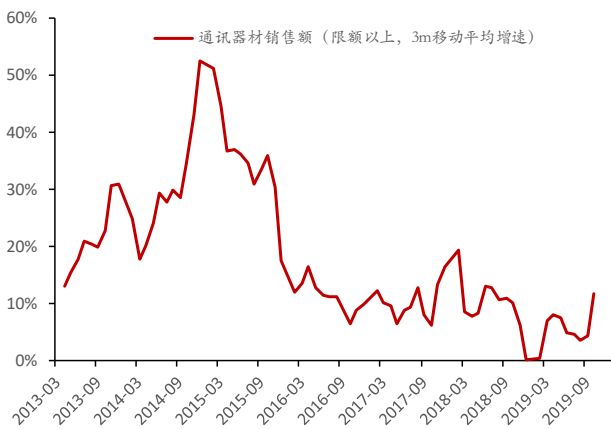
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券测算

图 7：乘用车销量降幅收窄，预计 2020 年恢复微增长



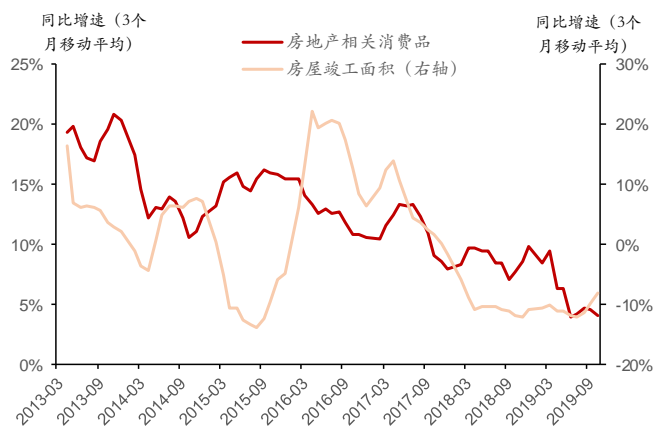
资料来源：中汽协，招银国际证券

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



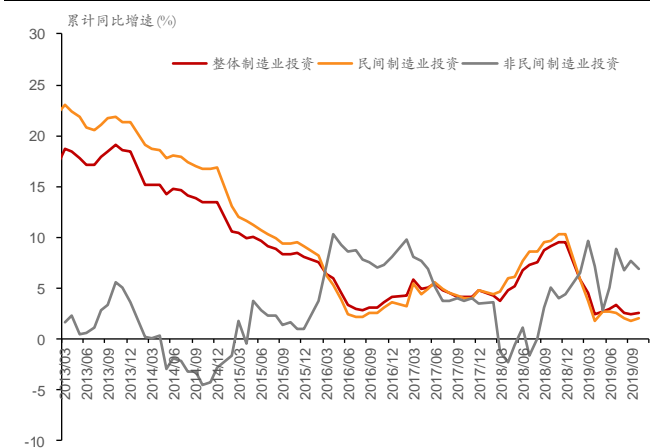
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券
*注：房地产相关商品包括家具、家用电器及音像器材、建筑装潢材料

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

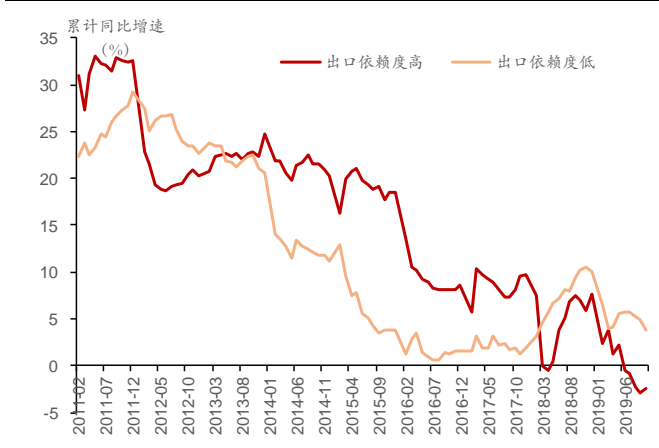
我们预计 2020 年制造业投资大体稳中有升，同比增长 3.0%（2019 年预计为 2.6%）。制造业产业升级持续推进，自动化、信息化、工业互联网等相关投资提速。分行业看，投资占比较大的计算机、通讯及电子设备，通用和专用设备制造，电气机械等行业的投资增速已逐渐企稳回升。但由于贸易战加征关税的影响和外需持续放缓的冲击，出口依赖度较高的行业投资增速下滑更深，该趋势恐延续至明年一季度。

图 10：制造业投资增速趋稳



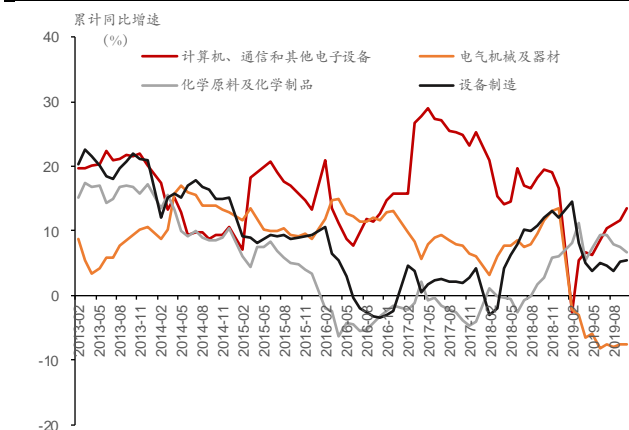
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

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



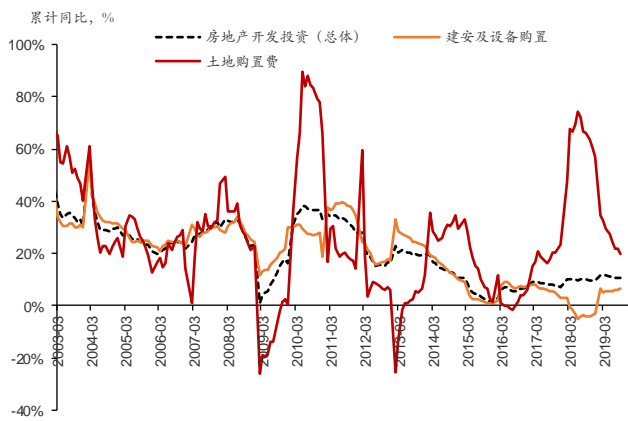
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

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%。

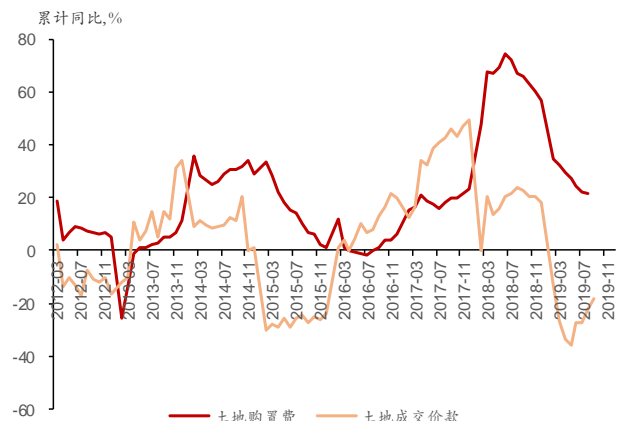
房地产韧性犹在。虽然当前房地产调控力度空前，政府坚持“房住不炒”决心坚定，然而我们认为不宜过分看空房地产市场，从政策层面看，有可能也有空间避免房地产投资断崖式失速，进而对金融体系乃至实体经济产生拖累。

图 13：房地产开发投资的分解



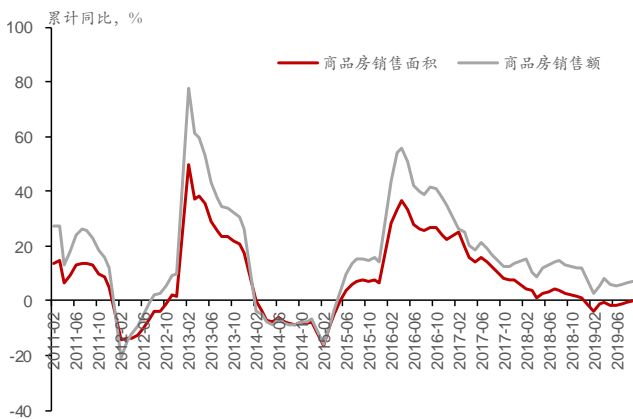
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 14：土地成交价款增速略领先于土地购置费增速



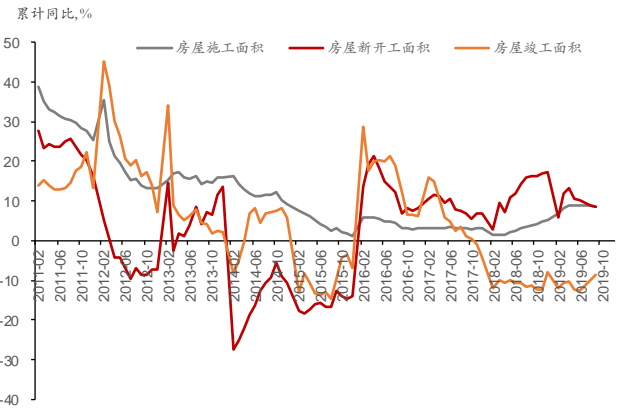
资料来源：万得，招银国际证券

图 15：商品房销售面积和销售额增速逐渐走弱



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 16：新开工随销售边际走弱，但施工和竣工边际改善



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

基建投资：融资端和项目端共同助力稳步复苏

基建投资增速预计将从今年的 4.2% 回升至 5.0%，受益于融资端和项目端的政策支持和“新基建”增量空间的释放。我们认为主要的支撑因素包括：

1) 地方政府专项债扩容以及使用范围扩大

地方政府专项债已经成为撬动基建投资的重要增量资金来源，其对明年基建的支撑作用一方面体现在发行放量。我们预计 2020 年地方政府专项债发行额度将提升至 3.35 万亿（截至 2019 年 11 月底，2020 年提前批专项债额度已下达。但另一方面，量并不是最大的决定专项债可否提振基建的因素。专项债在实际使用中，对项目本身收益的要求比较高，能否撬动更大的投资，很大程度上取决于项目自身的收益率、回款能力和项目资本金比例约束等。中央自 2019 年 6 月和 9 月分别出台政策指引，细化专项债使用范围，明确其可作为重大项目资本金。在专项债用作资本金适用范围扩容、发行期限拉长、资金用途有所改善的趋势下，我们期待 2020 年专项债提振基建投资的途径将更为通畅。

2) 项目资本金比例下调

2019 年 11 月，国务院下调基建项目资本金要求，并明确适用范围：将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在收益可靠、风险可控的前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。除项目资本金以外，各省市的项目审批要求也有选择地边际放松。

3) “新基建”释放新空间

在中央提倡的区域一体化发展，尤其是粤港澳大湾区规划战略中，会落实相当一部分传统的“铁公基”项目。但从全国范围看，随着各类基础设施逐步完善，传统基建项目的新增空间会自然地边际衰减。以铁路为例，2019 年底，全国铁路运营里程预计将突破 13.9 万公里，其中高铁里程超过 3.5 万公里，均提前完成“十三五”目标。2018 和 2019 年铁路和公路投资增速接近零。

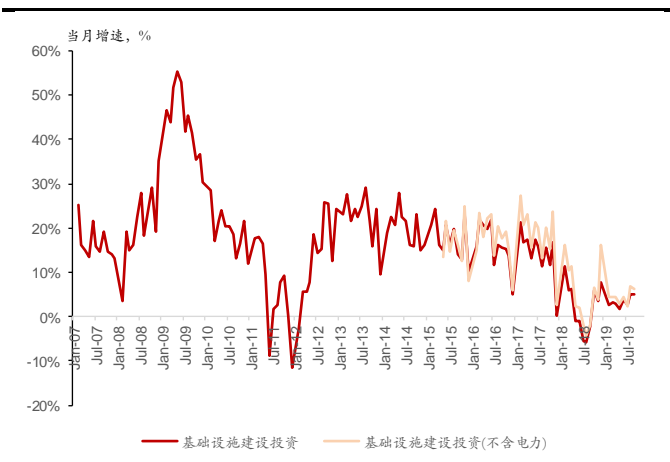
“新基建”接过“稳增长+补短板”的接力棒。“新基建”的概念在 2018 年底中央经济工作会议上首次提出。科技进步，例如人工智能、5G、工业互联网的推行，需要新型的信息网络基础设施作为配套、相辅相成。经济的高质量发展、消费升级、生活质量提升又催生了城镇老旧小区改造、城市停车场、冷链物流设施、养老设施建设的急迫需求。我们认为，未来几年，以信息网络、民生补短板、消费升级为代表的新基建项目将接过稳基建的接力棒，释放可观的投资增量空间。

图 17: 主要基建支持政策梳理

日期	事件	主要内容
2018 年底	中央经济工作会议: 首提“新基建”	“加强人工智能、工业互联网、物联网等 新型基础设施建设 , 加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度, 补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板”
6/1/2019	中办、国办《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	1) 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金 (主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目等); 2) 加快专项债发行和使用进度, 力争 9 月底前发行完毕; 3) 合理提高长期专项债券期限比例;
7/1/2019	政治局会议: 提及老旧小区、城市停车场、信息网络等新型基建	“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等 补短板工程 , 加快推进信息网络等 新型基础设施建设 ”
9/4/2019	国常会: 提前下达 2020 年专项债额度, 细化重点方向	1) 今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕, 10 月底前全部拨付到项目上 ; 2) 提前下达明年部分专项债新增额度, 确保明年初即可使用见效; 3) 扩大专项债使用范围 , 重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施, 城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目, 农林水利, 城镇污水垃圾处理等生态环保项目, 职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务, 冷链物流设施, 水电气热等市政和产业园区基础设施, 且上述重大基建项目可用专项债作为项目资本金 。
11/13/2019	国常会: 下调基建类项目资本金比例; 国务院《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	1) 降低部分基础设施项目最低资本金比例 。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目, 在收益可靠、风险可控前提下, 可适当降低资本金最低比例, 下调幅度不超过 5 个百分点 2) 可发权益型、股权类金融工具筹措资本金 , 不得超过项目资本金总额的 50%。

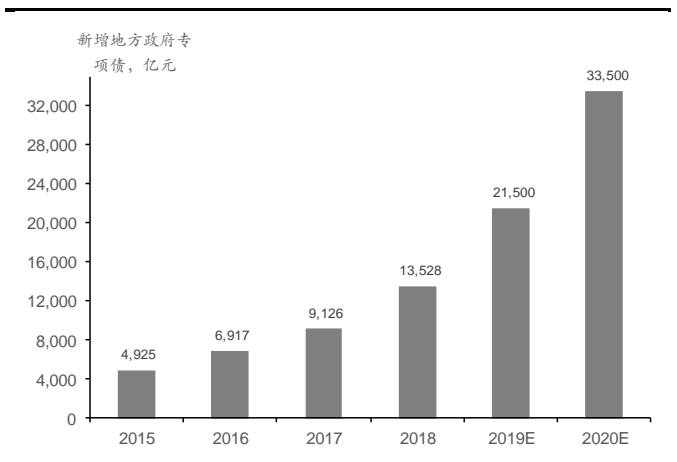
资料来源: 新华社, 招银国际证券整理

图 18: 基建投资增速企稳



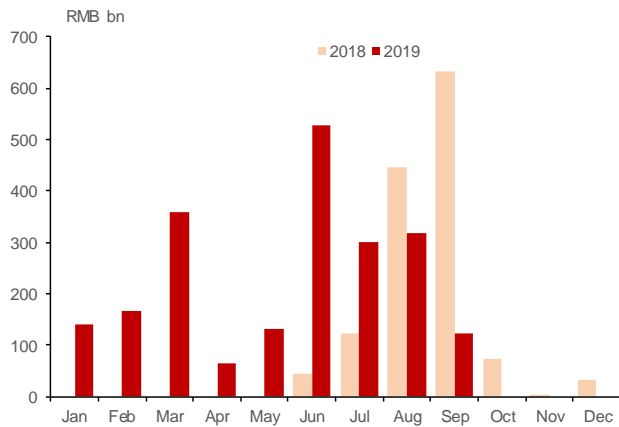
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际证券

图 19: 预计 2020 年地方政府专项债新增发行 3.35 万亿



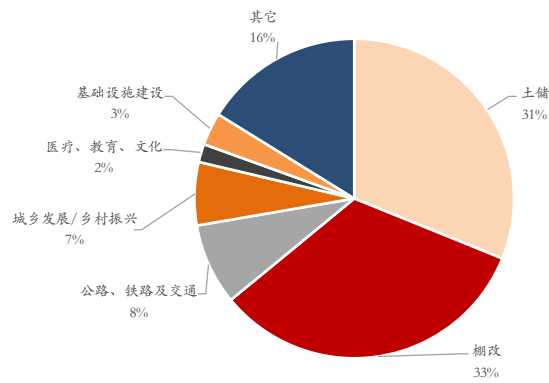
资料来源: 财政部, 万得, 招银国际证券预测, 招商银行研究院预测
*注: 2019E 新增发行量不包括 2020 年可能前置到 2019 年的发行量。

图 20：地方政府专项债发行节奏逐年加快



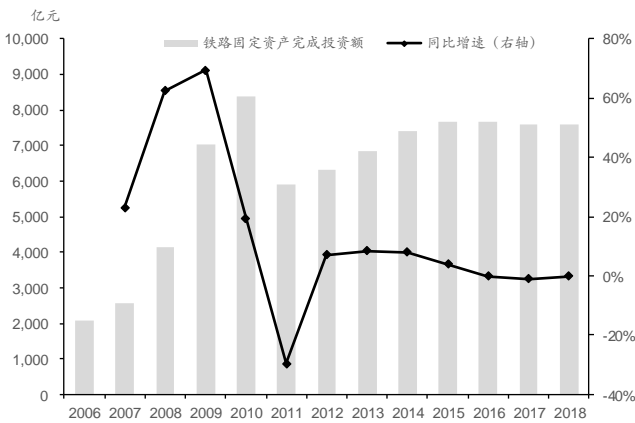
资料来源：财政部，招银国际证券

图 21：地方政府专项债发行用途（2019年）



资料来源：财政部，万得，招银国际证券

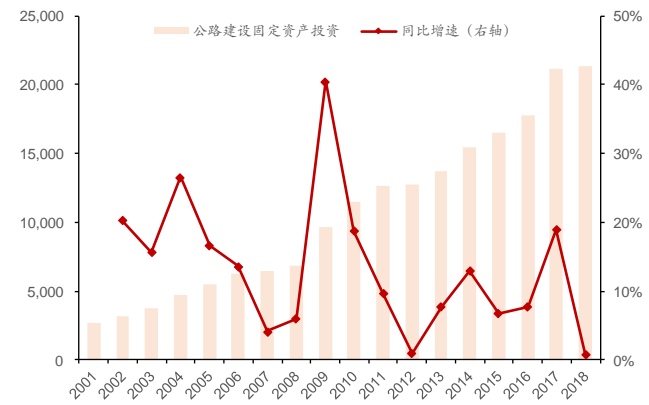
图 22：铁路投资增速徘徊在零附近



资料来源：中铁总，万得，招银国际证券

*注：2019年前9个月铁路固定资产投资同比减少3.9%

图 23：公路建设固定资产投资增速乏力



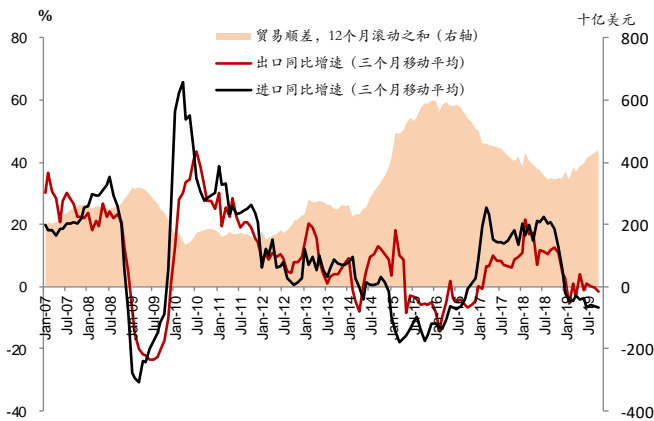
资料来源：交通运输部，万得，招银国际证券

*注：2019年前9个月公路固定资产投资同比增长3.1%

进出口：边际缓和，温和复苏

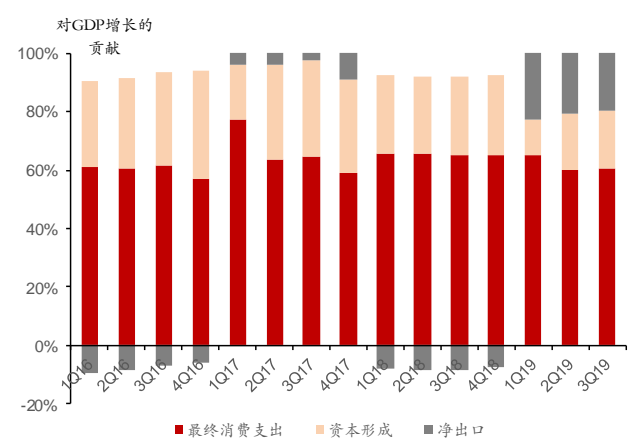
进出口增速温和复苏。我们预测的前提基于贸易摩擦边际缓和：中美不再加征额外关税，已加征关税的部分商品可能会逐步逐批加入豁免清单。在此假设之下，再考虑到汇率展望相对平稳，全球电子信息产业在5G加码、数据中心资本开支加大等驱动下进入上升周期，我们认为明年出口增速温和复苏至3.0%，进口增速继续扩大，衰退型商品贸易顺差料收窄，对GDP增速的拉动贡献小于2019年（今年前三季度进出口拉动GDP增速接近1.2个百分点）。

图 24：2019 年呈现衰退型贸易顺差



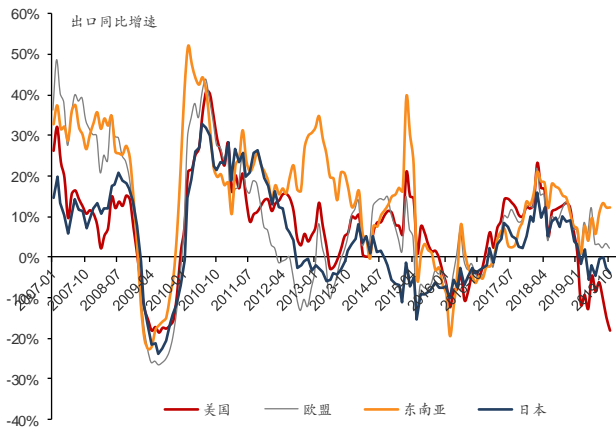
资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

图 25：商品贸易对 GDP 增长的拉动预计会减弱



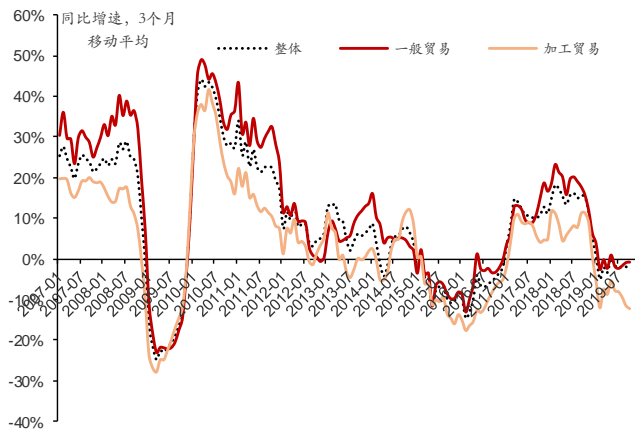
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 26：出口目的地分化加剧，贸易格局正在重构



资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

图 27：加工贸易承压，贸易结构有所改善



资料来源：海关总署，万得，招银国际证券

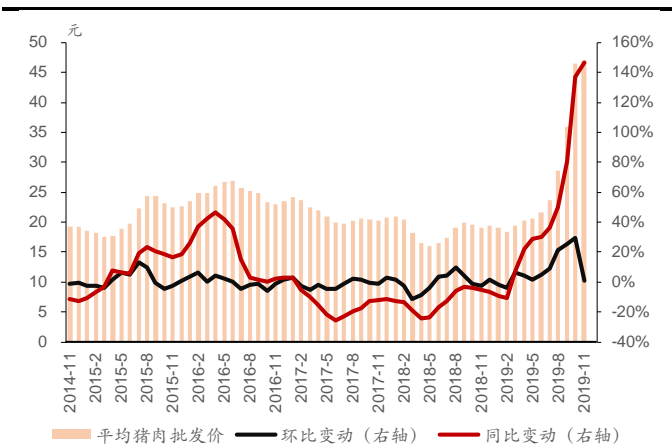
通胀：CPI 结构性走高，PPI 重回正增长区间

由“猪肉”驱动，除食品外通胀指标增长疲弱

猪价飙升是推动 CPI 上行的最主要因素。在猪瘟事件和前期环保关停的叠加影响下，本轮猪周期的供给缺口在幅度和时间跨度上均超越了历史同期。2019年7月始，供需缺口集中显现，猪价飙升，迅速推升 CPI。农业农村部数据显示，8、9、10 三个月平均猪肉批发价环比涨幅均超过 20%，11 月猪肉批发价在 47 元左右，较年初上涨近 145%。当前猪肉在 CPI 中的权重在 2.4%左右，8-10 月份猪肉拉动 CPI 的平均幅度为 1.7 个百分点。

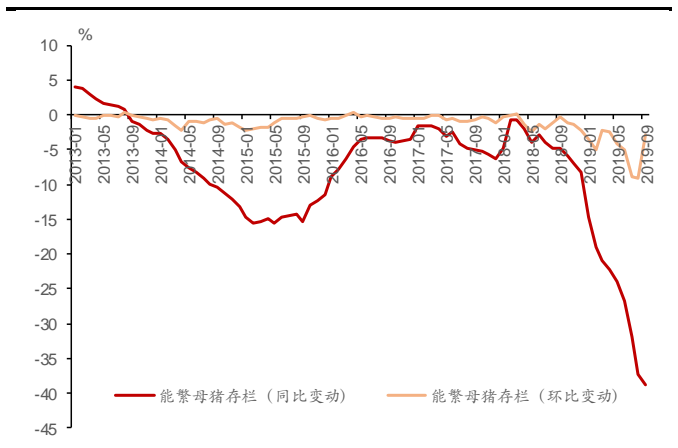
除猪肉外的通胀指标增长疲弱。剔除猪肉及其它食品干扰后的通胀指标显示，总需求仍然较为疲弱。非食品价格同比增速回落至 1%左右，一定程度上受到食品增速过快的挤压。PPI 徘徊在负增长区间。

图 28：平均猪肉批发价较年初升幅超过 140%



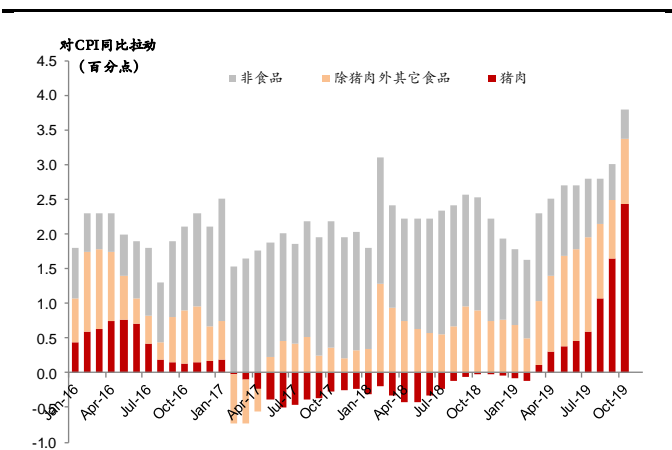
资料来源：农业农村部，万得，招银国际证券
*数据截至 2019 年 11 月底

图 29：能繁母猪存栏同比下降 38.9%



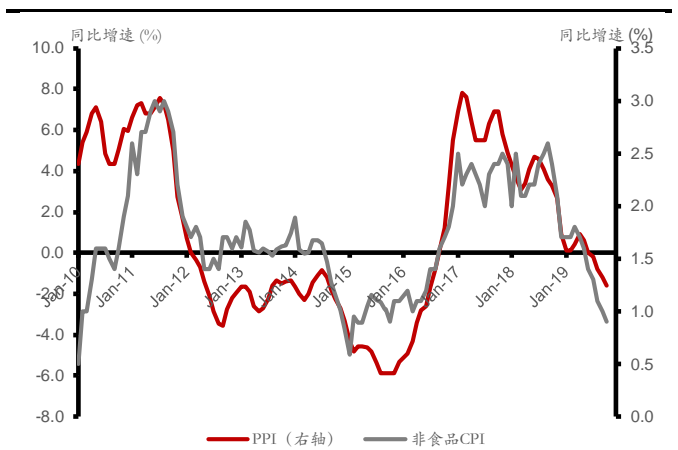
资料来源：万得，招银国际证券
*数据截至 2019 年 9 月 30 日

图 30：猪肉价格成为 CPI 波动的最主要因素



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 31：...然而，除猪肉外的通胀指标均显疲态



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

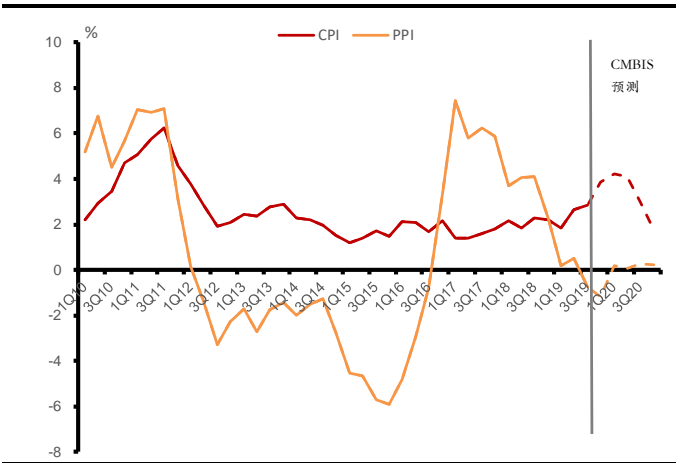
猪还能飞多久？

取决于补栏进度，我们预计猪肉价格上涨或将持续至2020年二季度。自今年下半年以来，各省市相继出台稳生猪生产、稳猪价相关措施，涉及生猪养殖的基础设施建设支持、用地支持、金融支持、养殖补贴等各个方面。从频数据看，鉴于目前母猪存栏和生猪出栏数量还处于下行通道（尽管下行速度放缓），我们预计高供给紧张的局面将延续至明年二季度，这意味着猪肉价格环比仍保持上涨趋势，但涨幅逐渐收窄。若后续补栏进展顺利，生猪产能和出栏逐渐恢复，2020年三、四季度开始，生猪产能止跌回升。伴随供给逐渐增加，猪肉价格回到合理水平。然而，2020年下半年开始，需警惕猪肉价格可能出现“急跌”的风险。

未来的通胀路径预测

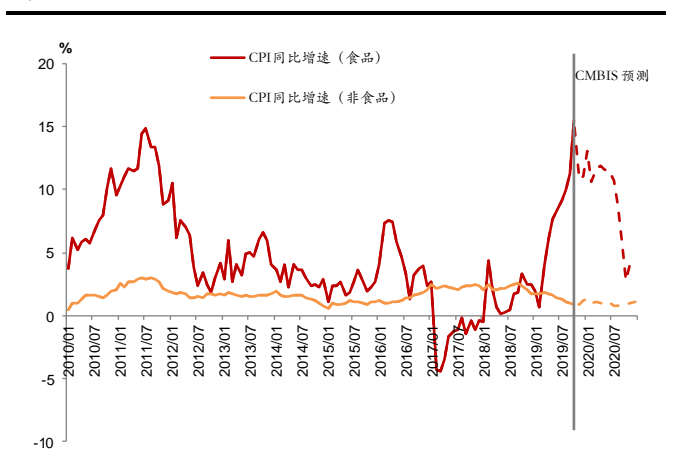
我们预计全年CPI均值3.3%，PPI增速0.2%。全年通胀最高点将发生在一季度。综上所述对于猪肉价格路径的判断，我们认为2020年CPI走势大致呈现前高后低，春节前后持续到一季度甚至二季度初会是全年高点，之后开始随着猪肉价格环比得到控制，CPI料出现下行。PPI方面，宏观动能和总需求总体较弱，传统大宗商品与工业品价格（石油、钢铁、化学制品等）整体承压，部分品类价格有抬头迹象；此外，PPI也受到手机和电子产业链需求提升的提振，预计整体增速转正。

图 32：CPI 和 PPI 趋势预测



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测

图 33：预计 3Q20 开始，食品类通胀回落，非食品类增速企稳



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券预测

逆周期政策：关注灵活性，衔接，有效落地

总体而言，我们认为未来一段时间将维持“稳信用、松货币、宽财政”的总体政策组合，即信贷投放保持稳定、力争结构和质量提升；货币政策具备宽松空间；财政政策接续积极。

货币政策：趋于宽松，但珍惜正常的操作空间

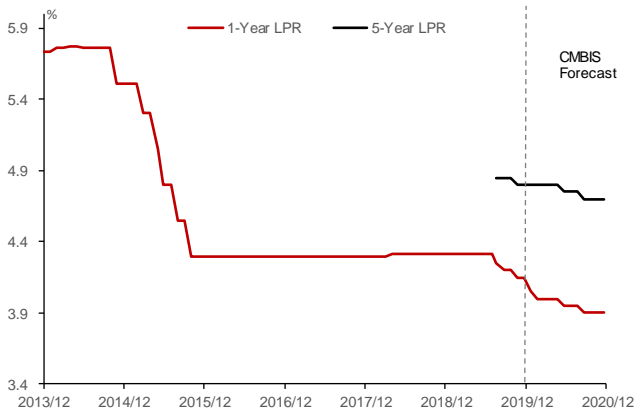
引导实体经济融资成本下行是关键，一季度后放松空间更充裕。货币政策需要实现稳增长、调结构、防风险等多重目标。为了稳增长，我们预计货币政策的整体操作方向会维持趋于宽松，也就是说会有降准降息操作，以 1) 保持流动性合理充裕；2) 引导实体经济融资成本稳步下行，考虑到 2019 年至今的利率调降尚未有效地反映于实体融资成本；3) 纾困民企、小微等薄弱环节；4) 缓解中小银行流动性风险。短期通胀等约束不会改变货币政策的方向，拖缓宽松节奏的可能性目前也在减小。我们预计全年三次降准，累计降幅 1.5 个百分点；1 年期 LPR 较 2019 年底下调 20bp 至 3.9%，5 年期 LPR 下调 10bp 至 4.70%。

“珍惜货币政策正常的操作空间”。易纲行长在多个场合强调要珍惜中国当前“正常的货币政策空间”，并尽可能的延续正常的货币政策。相比于其他经济体的降息和量化宽松操作而言，中国的货币政策宽松幅度比较稳健，小步紧走，体现了不搞“大水漫灌”的定力和决心。货币政策要加强逆周期调节，但更应关注防风险、保持杠杆率和债务水平稳定可持续。从这样的表述上判断，我们认为货币政策整体仍然维持松紧适度的基调和随行就市的操作风格。

调整信贷结构，精准滴灌实体经济。央行将更积极地运用再贷款、再贴现、抵押补充贷款（PSL）等工具，引导金融机构加强对薄弱领域的支持力度。此外，也期待信贷政策更有效落地，从考核、激励和制度等多个维度引导金融机构优化信贷结构，从而促进经济结构的调整。

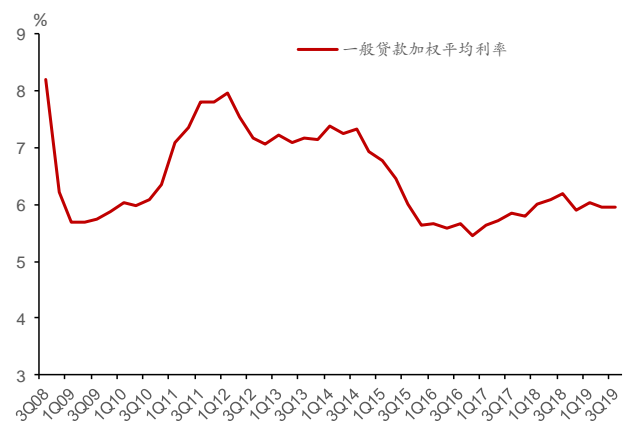
人民币汇率具备韧性。我们预测 USD/CNY 全年波动区间在 6.90-7.20，较今年收窄，年底值预测在 7.08。当前，国内市场开发吸引外资、中美利差处于较为合理水平、结售汇数据较为平衡等趋势对人民币汇率构成支撑。负面风险主要可能来自于中美经贸谈判超预期恶化，对人民币构成额外贬值压力。

图 34：LPR 预测



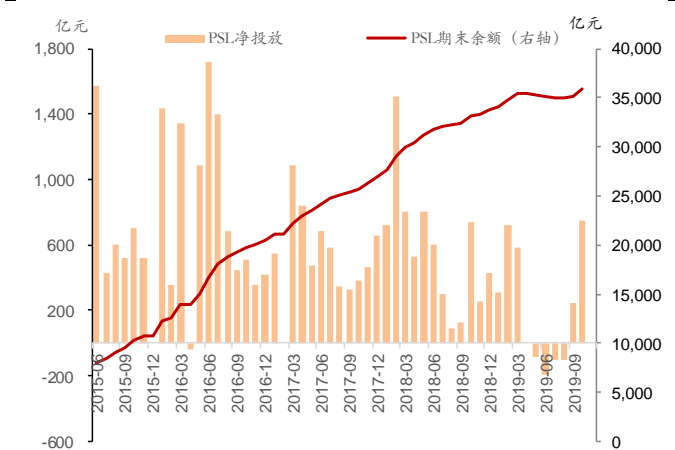
资料来源：中国人民银行，万得，招银国际证券

图 35：一般贷款加权平均利率尚未出现明显下行



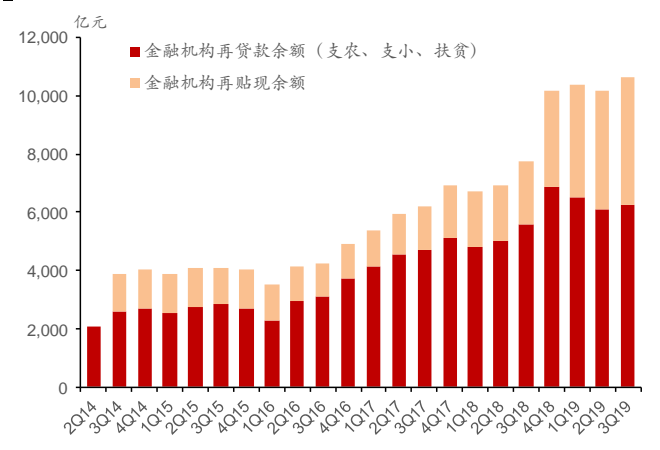
资料来源：中国人民银行，万得，招银国际证券

图 36: 抵押补充贷款放量, 10月末余额超 3.5 万亿



资料来源: 中国人民银行, 万得, 招银国际证券

图 37: 积极运用再贷款和再贴现引导薄弱领域支持力度



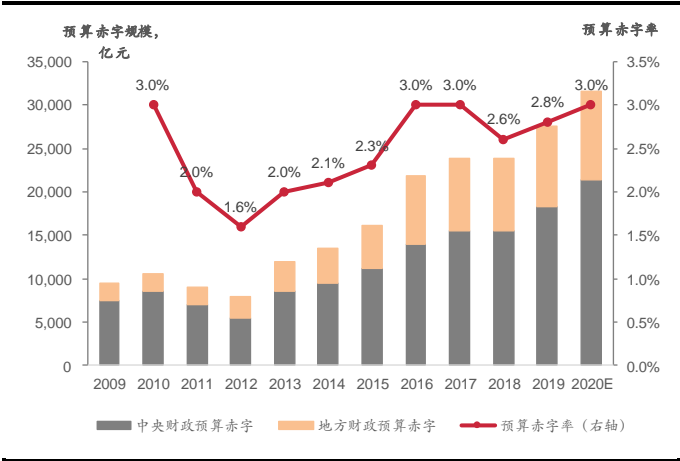
资料来源: 中国人民银行, 万得, 招银国际证券

财政政策：接续积极，减税降费效应边际减弱

预算赤字规模扩大，我们预计2020年全国预算赤字率从2019年的2.8%调升至3.0%，预算赤字额超3万亿。实际赤字率我们预计与今年持平，维持在4.3%左右。地方政府专项债新增发行规模由今年2.15万亿扩容至明年的3.35万亿。财政部已于今年11月底提前下达2020年部分新增地方政府专项债限额1万亿元，做到早发行、早使用、早见效，确保明年初即可使用。

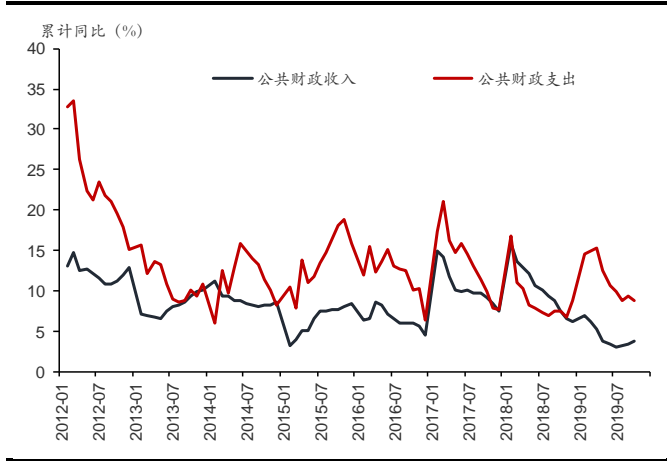
减税降费：新增规模边际减弱，重点关注梳理落地和央地协调。2019年可谓减税降费之年，年初推出企业所得税与小型微利企业、创投企业的税优政策之后，4月1日增值税普降，5月1日推行社保降费，全年预计新增减税降费规模超过2.3万亿元。由于时点的原因，减税的效果会持续到明年。展望2020年，我们认为新增减税降费的规模会边际减少。一方面，减税降费的方式将由“普降”转为更为精准的，支持特定领域（如消费、科研、稳就业、扩大进口等）的税费减免措施；另一方面，在“实施更大规模的减税降费”之后，如何促成其有效落地，还有赖于厘清中央和地方的收入分配关系，并非一蹴而就。

图 38：2020 年预算赤字率预计提升至 3.0%



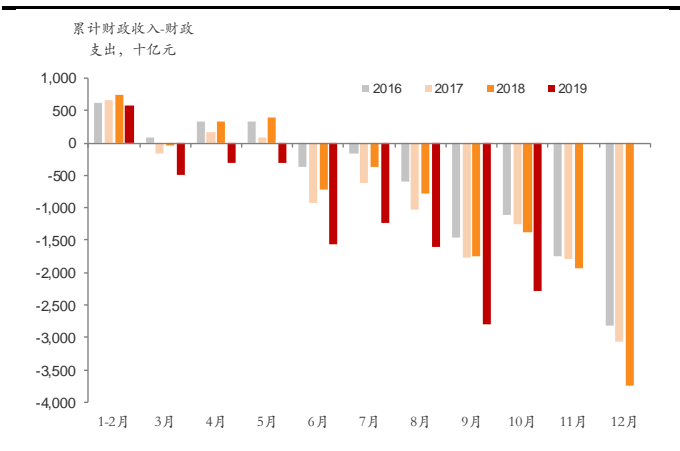
资料来源：财政部，招银国际证券

图 39：由于减税降费效应，2019 年财政收入大幅减速



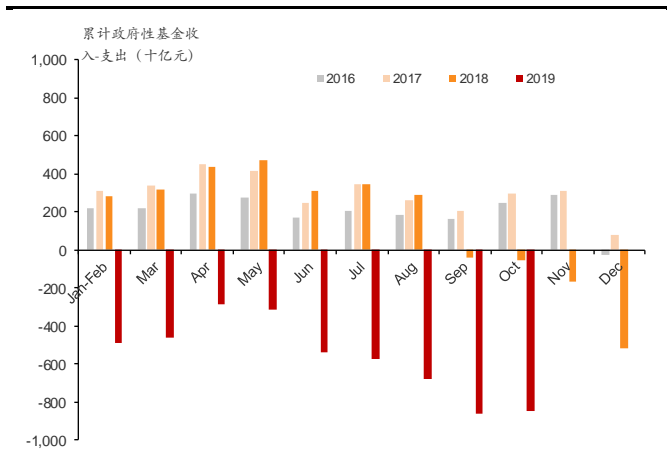
资料来源：财政部，万得，招银国际证券

图 40：公共财政支出进度



资料来源：财政部，万得，招银国际证券

图 41：政府性基金支出进度



资料来源：财政部，万得，招银国际证券

协调、相容和衔接是刺激政策能否成效的关键

市场通常从货币和财政两个独立的视角来衡量政策刺激的力度，但逆周期政策调控可否见效，还取决于货币与财政政策能否相互协调、央地利益能否适度相容以及产业政策能否有效衔接。

1) 财政与货币政策的协调。这也是当前全球讨论的热点。相比于全球其他主要经济体，中国的货币政策尚保持着合理的操作空间，且通过财税改革、盘活存量，财政政策层面也具备扩张的空间，这是难能可贵的。在此基础上，中国应更加关注财政政策的灵活性，通过频率和市场化程度更高的政策加强与货币政策的协调性，以响应经济走势和市场的变化。

2) 中央与地方利益的相容。央地博弈广泛存在。以房地产、汽车行业为例，因为与地方的绩效目标并不一致，中央、国家部委制定的政策向地方推行时往往会面临阻碍。因此，在进行顶层设计时，应尽可能做到兼顾中央导向与地方激励，将双方利益适度相容，在把握整体政策方向的基础上，给予地方“因城施策、因地制宜”的灵活操作空间。

3) 更多产业政策的衔接。产业政策是衔接货币、财政刺激和实体经济的纽带。只有通过合理的产业政策，并辅以金融支持和其他配套基础设施，“松货币、宽财政”才能更好地为经济中的各个实体造血输血。2020年，我们预计在可选消费、制造业升级、民生保障、环保等领域将继续出台政策指引。

潜在风险

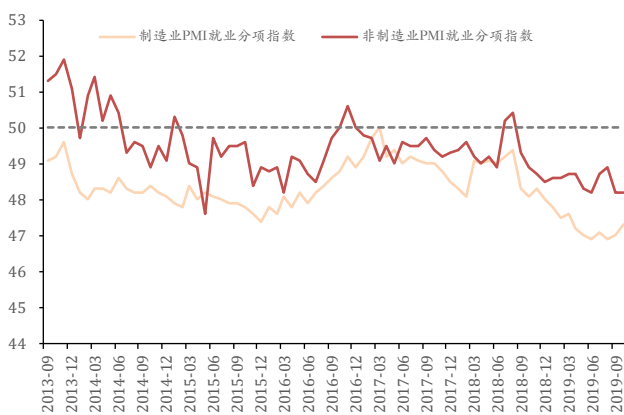
上行风险主要包括：

- 1) 中美贸易谈判进展超预期，外围环境稳定，降低并取消之前的加征关税，提振出口及出口部门产出和就业；
- 2) 货币和财政政策的宽松力度超预期，或是房地产调控给予“因城施策”更多自由操作空间，从而提振投资和消费。

下行风险主要包括：

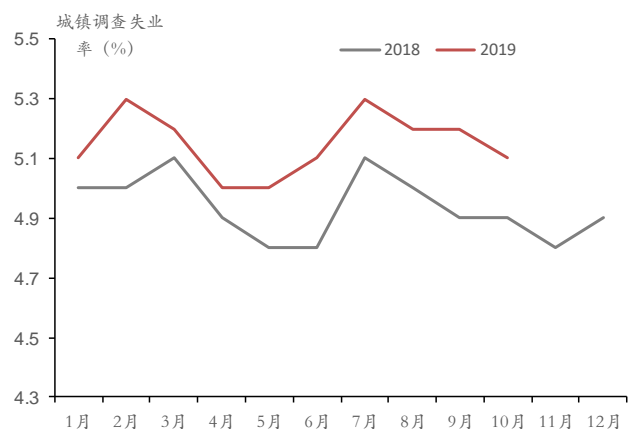
- 1) 稳就业压力。2018年政府工作报告首次列入“城镇调查失业率”，将其作为政策目标之一，并连续两年将该目标设定在“5.5%以内”。我们预计该目标2020年放松的可能性不大，仍将以5.5%为上限。2019年10月调查失业率为5.1%，但此前有两个月份达到5.3%，逼近5.5%上限；且从趋势上看，2019年城镇调查失业率较2018年有所恶化，2020年就业压力仍将普遍存在，后续会有更多的“就业优先”政策起到支撑作用。
- 2) 中美经贸谈判停滞，或是中美关系受到美国大选的负面干扰。

图 42：就业指数下行



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 43：城镇调查失业率上行压力大



资料来源：万得，招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。