中国：经济在防守中“复苏”

——2020 年宏观经济半年度更新（二）

摘要：

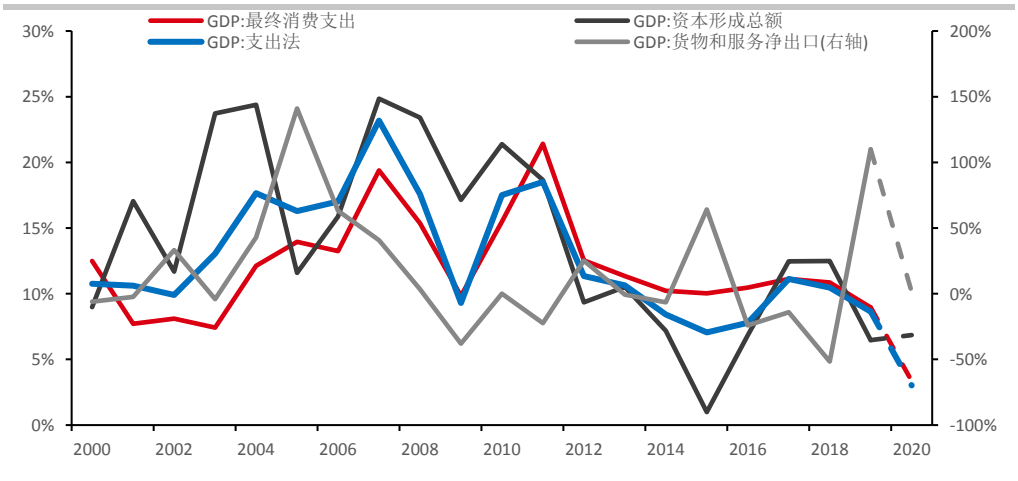
预计 2020 年中国经济增速将在 3%到 4%之间，即 GDP 增量在 102.49 万亿元至 103.48 万亿元之间。2020 年消费和投资仍对经济增长构成主要支撑，预计同比增长 3%和 6.9%；出口项受到外部环境局势不明及全球疫情尚未结束影响，预计维持去年增长量，同比为 0%。

消费：后疫情时代，消费仍受抑制。疫情期间国家政策对企业信贷支持较多，对个人家庭现金补贴较少，使得消费增长恢复较慢。经济停摆对居民消费影响巨大，第一季度在 GDP 同比为-6.8%的情形下，消费对经济的负向拉动达到 64.1%，我们预计今年最终消费支出同比增量将难超去年。

出口：逆全球化环境，出口较为艰难。在全球主要经济体生产要素优势丧失的大背景下，结合疫情黑天鹅影响，各国经济增长乏力促使政府对内求增长（稳就业）、对外采取贸易保护主义，逆全球化趋势加速蔓延。同时国外疫情持续发酵，外需在全球防疫获得重大突破前将持续低迷。

投资：在居民消费修复缓慢，外部环境高度不确定的大背景下，投资成为 2020 年拉动经济增长的主要动力。投资将主要受到公共部门的拉动，大力发展基建稳经济，同时私人部门对于房地产行业的长期青睐将正向拉动房地产投资。

图 1： 预测 2020 年消费、投资、出口总额同比较上年略有下降，但持续为正，与 GDP 同比走势相同（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

出口冲击对国内流动性影响的推演

2020-03-17

疫情对美股不同行业回购的影响

2020-03-10

美取消发展中国家优惠待遇——近期中美贸易政策跟踪和评述

2020-02-21

2020 年隐含目标经济增长：3-4%

疫情影响宏观经济下行压力增大，2020 年政府计划首次将 GDP 具体增速目标转换为以保就业为首的“六稳六保”。虽然政府工作报告中并未对 2020 年 GDP 增长率设置具体目标，但是对财政赤字与就业率指标都有明确计划。因此，根据往年财政赤字、就业率与 GDP 的关联性，我们仍然可以推测出今年经济的目标增长率。

——引

➢ 赤字率推算经济增速：3.6%

2020 年名义 GDP 增速预计 5.4%。政府工作报告表示，今年财政赤字规模将比去年增加 1 万亿元，即 3.76 万亿元；同时财政赤字率拟按 3.6%以上安排。因此运用 赤字规模/赤字率=名义 GDP 公式可以粗略预测出，2020 年名义 GDP 约在 104.4 万亿元左右，再结合 2019 年名义 GDP 总额为 99.09 万亿元，我们大致得到了 2020 年名义 GDP 增速为 5.4%。

2020 年 GDP 平减指数预计 1.5%。2019 年 GDP 平减指数增长率为 1.3%，由于平减指数是指没有剔除物价变动前的 GDP 增长与剔除了物价变动后的 GDP 增长之商，能够更加准确地反映一般物价水平走向，与 CPI 和 PPI 都存在一定相关性。根据目前 CPI 与 PPI 走势，我们预计 CPI 受食品价格影响导致的结构性通胀压力已经逐步缓解；PPI 虽持续跌势，但已经见底，CPI 与 PPI 的剪刀差将逐步缩小。因此 GDP 平减指数将在下半年小幅回落，全年将从一季度的 1.6%回落至 1.5%左右。

2020 年实际 GDP 增速预计 3.6%。我们使用 1.5%的 GDP 平减指数数据得出 2020 年实际 GDP 增长率大约在 3.6%左右（5.4%/1.5=3.6%）。

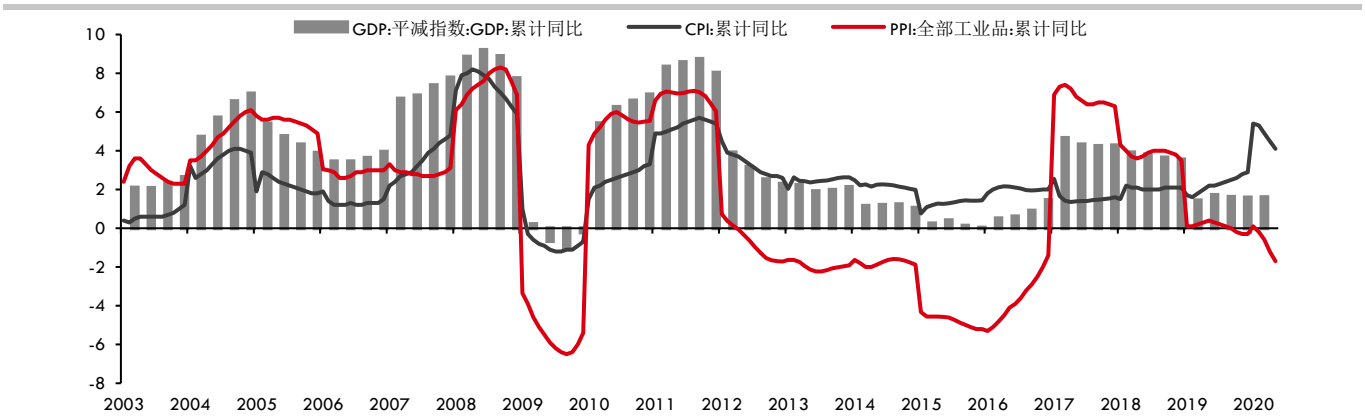
➢ 就业目标推算经济增速：3.2-3.6%

2019 年单位 GDP 的就业拉动：220 万人。我们根据政府报告中对于就业率的目标再次推算 2020 年隐含的经济增长目标。由于 2020 年的稳就业目标为城镇新增就业 900 万以上，城镇调查失业率 6%左右，登记失业率 5.5%；根据 2019 年数据，新增实际就业 1352 万人，实际经济增速 6.1%，计算出 2019 年就业弹性为 1352/6.1%=220 万人，即 2019 年 GDP 每增长 1%可以带动就业增加 220 万人。

2020 年单位 GDP 的就业拉动：250-280 万人。由于我国近年就业弹性系数呈现上涨趋势，叠加今年全力保就业的大政策方向下，预计 2020 年就业弹性系数将继续增大，可能达到 250 万到 280 万之间。以 250 万为例，2020 年经济增速将达到 900 万/250 万=3.6%；以 280 万为例，2020 年经济增速将达到 900 万/280 万=3.2%。

综上所述，我们认为 2020 年政府隐含 GDP 预期目标增长率将在 3%-4%之间。由于国内疫情基本平稳，复工复产有序进行，宏观宽松政策持续“精准滴灌”帮助小微企业走出困境，我们认为中国经济已经开始缓慢复苏之路。**但是，由于 2020 年第一季度受疫情影响 GDP 增长率仅为-6.8%，若要达到全年 3%的增长率，剩下三个季度经济平均增长率需达到 5.8%，若要达到全年 4%的增长率，剩下四个季度经济平均增长率需达到 7%，难度较大。**因此，本文将根据 GDP 支出法分别讨论传统三架马车，消费、投资、出口对 GDP 的拉动分析 2020 年达到预计目标 GDP 增长率的可能性。

图 2：　通胀压力减小，PPI 见底，GDP 平减指数预计下半年略有回落



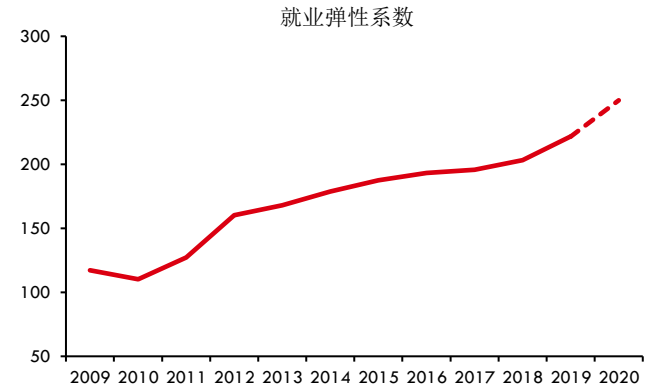
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 3：　历年中国实际 GDP 增速变化情况



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 4：　近年中国就业弹性系数呈现上涨趋势



数据来源：WIND 华泰期货研究院

· **投资：资本形成占 45%**

在居民消费修复缓慢，外部环境高度不确定的大背景下，投资预计将成为 2020 年拉动经济增长的主要动力。2015 年以来，投资项对 GDP 的拉动率在 35%至 40%左右徘徊；资本形成总额逐年上升，2019 年达到 42.8 万亿元。而根据我们的预测，2020 年 GDP 增长率将在 3%-4%，即 GDP 增量在 102.49 万亿元至 103.48 万亿元之间。为了更好地预测 2020 年投资对经济的拉动和占比，我们观察资本形成总额的分项并进行逐一分析预测。

资本形成总额主要分为固定资本形成总额和存货增加两项：

固定资本形成总额是指常住单位在一定时期内获得的固定资产减处置的固定资产的价值总额；

存货增加是指常住单位在一定时期内存货实物量变动的市场价值，即期末价值减期初价值的差额，再扣除当期由于价格变动而产生的持有收益。

➢ **存货增加预计约 8000 亿元**

存货增加项目近五年来基本平稳，在 8000 亿元上下，因此我们假设 2020 年存货价值总额仍为 8000 亿元，与往年基本持平。

➢ **固定资本形成总额预计约 45.0 万亿元**

固定资本形成总额难以测算拆分，为方便预测，我们选择更易分析的固定资产投资总额进行替代。固定资产投资总额和资本形成总额概念相似，但统计口径略有差异。两者之间区别用公式表示：

固定资产投资总额 ＋ 规模以下投资额

＋ 无形资产投资额

－ 购买以前年度产品额

－ 土地交易金额

＝ 资本形成总额

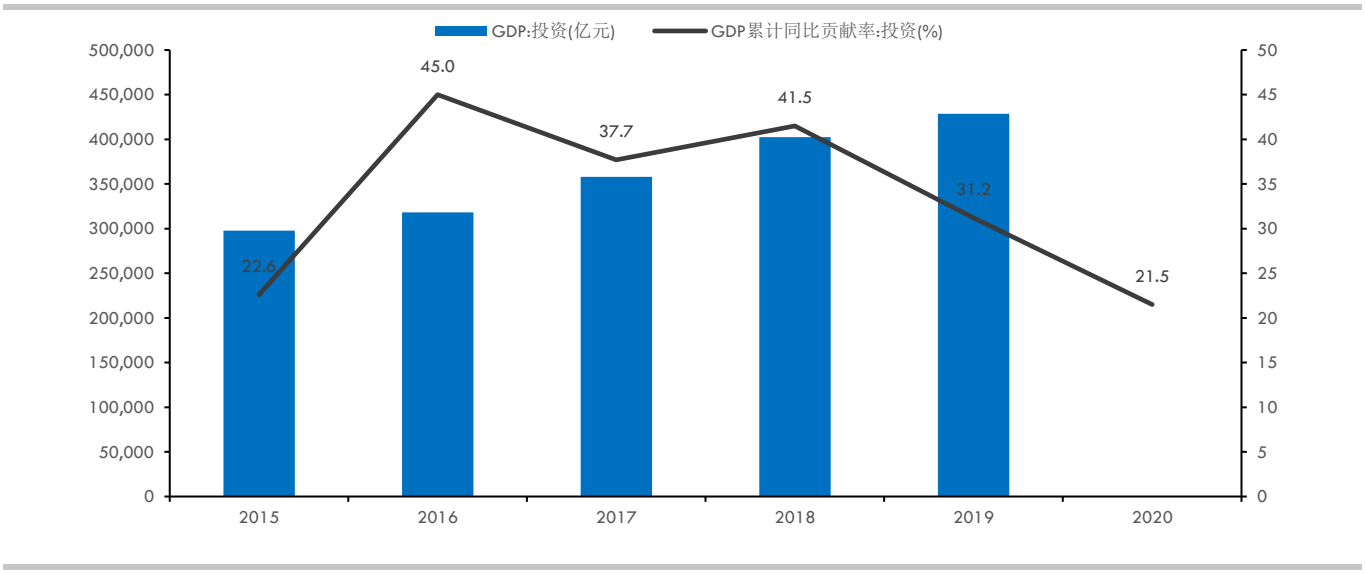
由历史数据可以得到，2015 年前两者同比增速方向一致，固定资产投资完成额同比略高于固定资本形成总额；而 2015 年之后，固定资产投资完成同比开始持续回落。具体来看：

土地交易金额增加使得 2015 年之前两者背离扩大。随着城镇化的快速推进带来城市住房货币化，2002 至 2015 年间房地产行业逐渐崛起，成为拉动中国经济的“支出行业”。而土地交易金额也受到房地产行业热潮推动逐年走高，使得两者出现背离。全社会固定资产投资总额逐渐大于资本形成总额，而且两者之间的差距越来越大。

经济结构转型（房住不炒+科技创新）驱动 2015 年之后两者背离缩窄。2015 年后，一方面受到政策影响房地产行业增速放缓，土地购置费开始出现下降；因此两者差距逐渐缩小。另一方面，在 2017 年 7 月 12 日国务院关于中国国民经济核算体系（2016）的批复，新的核算体系调整了研究与开发支出的处理方法，将能为所有者带来经济利益的研究与开发支出不再作为中间投入，而是作为固定资本形成计入国内生产总值。因此 2017 年后无形资产投资额项目开始增大，两者差距加剧缩减。

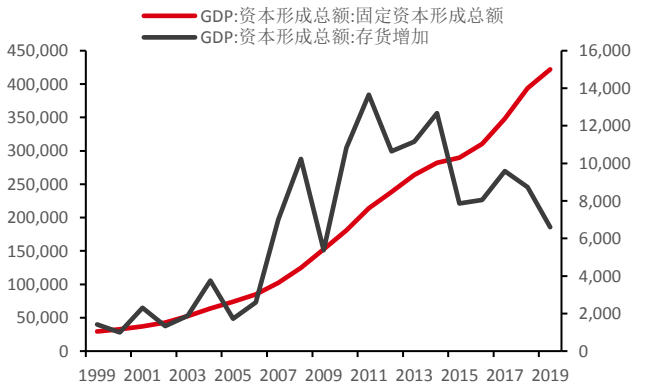
2020 年两者差额预计在 20 万亿元。到 2019 年，固定资产投资完成额（55.1 万亿元）与固定资本形成总额（42.2 万亿元）差额缩小至 12.9 万亿元，远低于 2018 年。我们认为，2020 年虽然维持“房住不炒”的政策基调，但逆周期调节带来的宽松政策刺激，叠加居民实际利率处在低位、银行理财出现亏损驱动的投资需求将会小幅刺激房地产行业投资，同时我们预计在美国对中国科技战的推动下，研究与开发支出将维持稳定上涨比例。因此，谨慎估计差额将受到房地产行业小幅回升的影响较 2019 年略有扩大至 20 万亿元左右。

图 5：　近 5 年来投资对 GDP 的拉动和贡献率（万亿元，%）



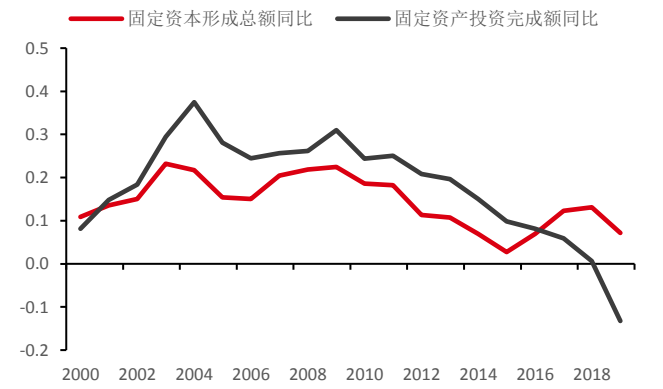
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 6： 固定资本形成总额为拉动 GDP 中投资分项增长的主要项目（亿元）



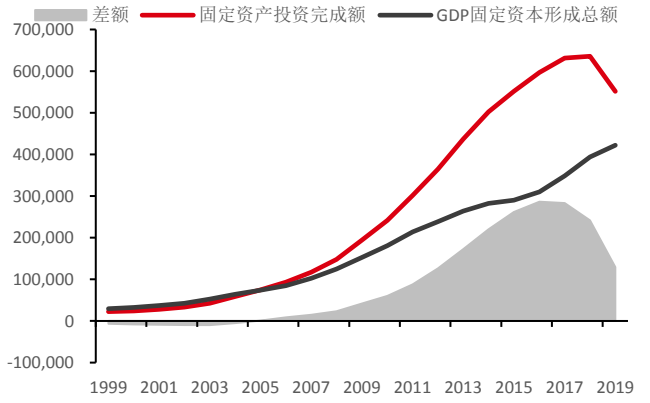
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 7： 近几年资本形成总额与固定资产投资完成额增速出现背离（%）



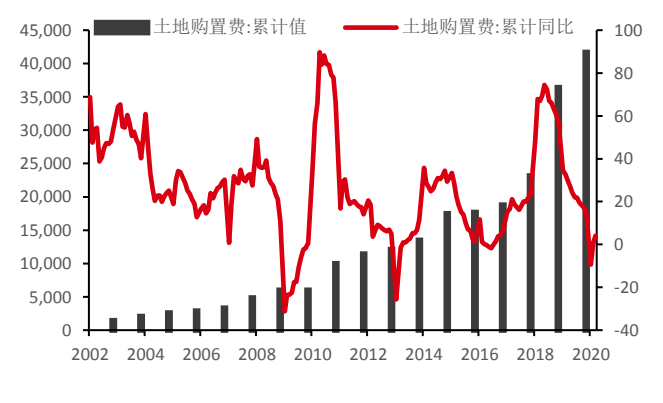
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 8： 固定资产投资完成额近两年出现回落（亿元）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 9： 18 至 19 年土地购置费增幅明显减缓(亿元,%)



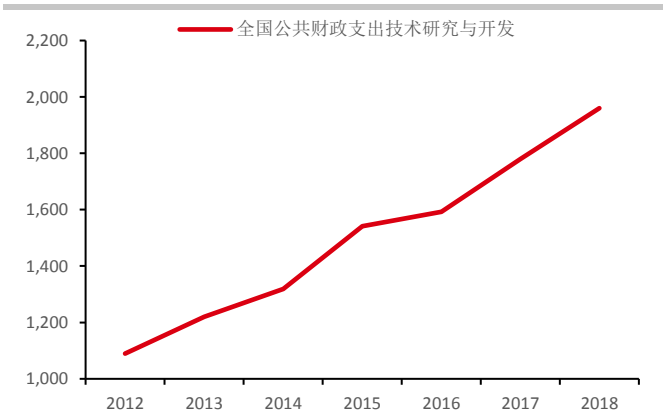
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 10： 2020 年成交土地溢价率小幅回升（亿元）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 11： 研究与开发支出增速平稳（亿元）



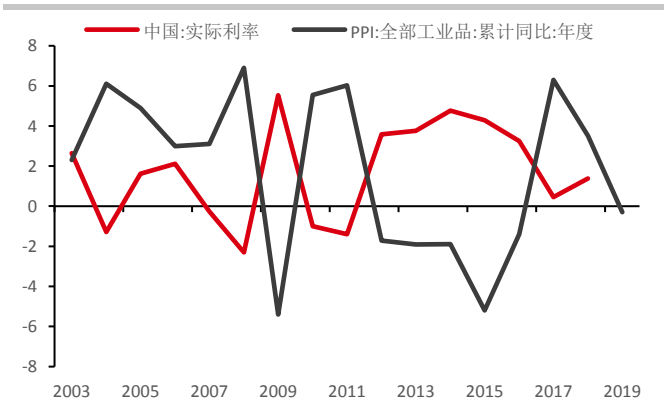
数据来源：WIND 华泰期货研究院

➢ **私人部门-制造业，房地产投资**

乐观预期制造业投资下半年开始回暖。实际利率指标与 PPI 同比呈现强负相关性，系数约达-0.9。由于当前 PPI 同比位于低点，而企业实际利率处于相对高位，不利于刺激制造业投资发展。短期来看 PPI 环比降幅有所收窄，同时工业生产和下游需求出现改善；国际油价触底回升和国内工业生产修复，我们认为 PPI 底部可能初现。**观察中国金融条件指数可以发现当前金融条件逐渐宽松，若 PPI 已经见底，预计将带动制造业投资将出现复苏；若 PPI 将在底部反复，则制造业投资复苏可能延缓。总体而言，下半年制造业投资将开始回暖但 2020 年全年同比增长不及往年。**

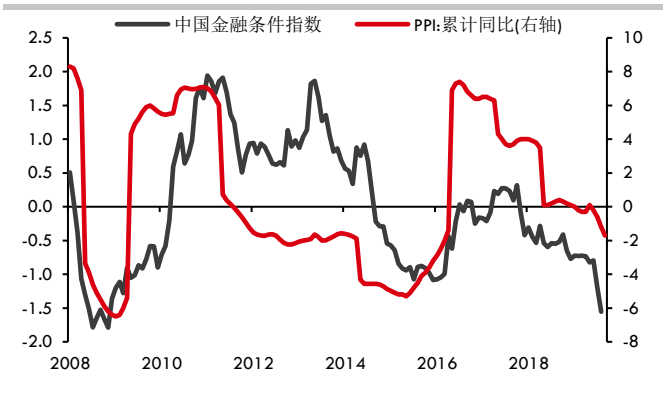
房地产行业投资恢复较快。截止 2020 年 5 月，房地产投资同比基本由负转正，较第二产业与第三产业投资同比回暖较快。观察购置土地面积与土地成交价格变化可以发现，作为房地产投资的领先指标，截止 4 月土地成交市场已经基本回归疫情前水平，且同比增速略高于 2019 年部分月份。**由于 2015 年至 2019 年房地产投资同比增速稳定，属于缓慢上涨趋势，我们认为房地产行业韧性较强，但受政策“住房不炒”限制，预计不会出现大幅上涨趋势。**

图 12： 实际利率与 PPI 呈现强负相关性（年度，%）



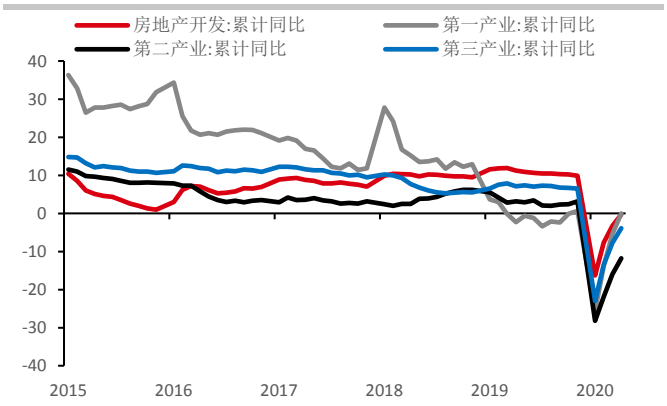
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 13： PPI 与金融条件指数均处在低位（月度，%）



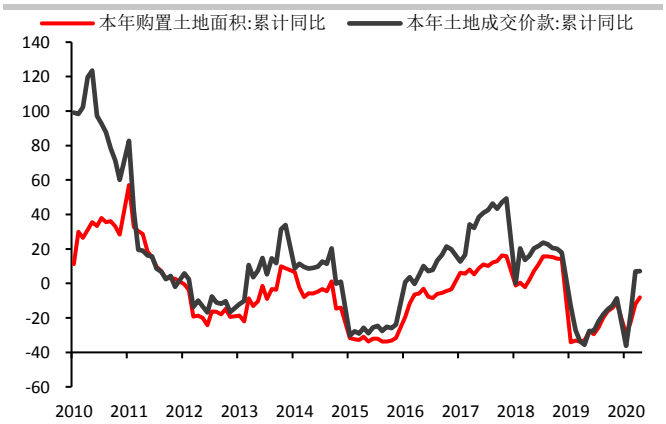
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 14： 房地产投资逐渐回暖（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 15： 购置土地面积基本回归疫情前状态（%）



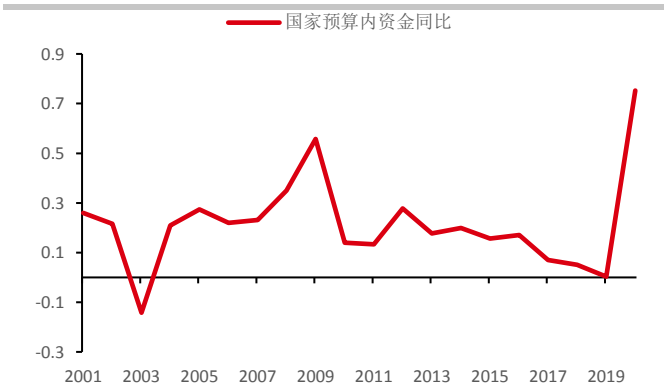
数据来源：WIND 华泰期货研究院

➢ **公共部门-基建投资**

预计政府加大力度刺激基建投资。2020 年政府报告表示，今年专项债额度将达到 3.75 亿元，同时发行 1 万亿特别国债。由于当前对于特别国债流向没有明确解释，根据政府报告，1 万亿特别国债“主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等”，因此，我们暂时假定其中约有 25%用于投资，剩余 75%用于消费刺激。此外，铁路建设投资 9000 亿元，中央预算内投资 6000 亿元。对于暂未提及的公路水运投资，预计将略高于 2018 和 2019 年，从 1.8 万亿增加至 1.9 万亿，**总额共计 7.15 万亿元。根据 2018 与 2019 年政府工作报告，2018 年国家预算内投资资金约 4.068 万，2019 年约 4.08**

万亿元；因此2020年度国家预算内投资较2019年同比增长75%。由于截止2020年5月基建投资同比仍未回正，受疫情影响较大，我们认为国家加大资金投入力度刺激基建投资符合逻辑。预计下半年基建投资受到政策刺激将出现回暖，类比2008年金融危机后时期。

图16： 国家预算内资金同比受疫情影响走高（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

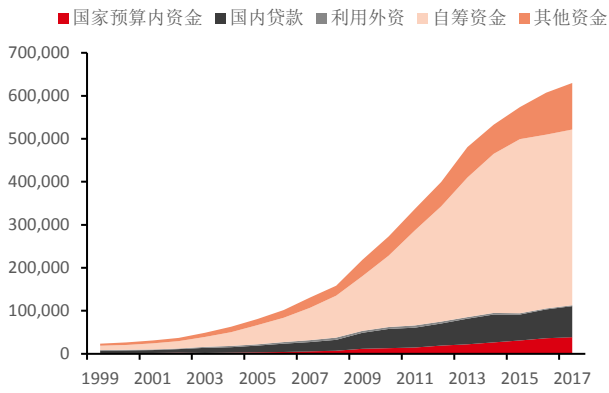
图17： 基建投资仍然低迷（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

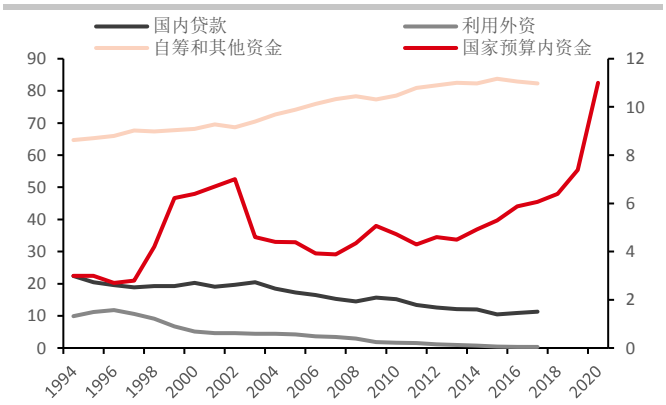
综上，由于2020年私人部门投资受疫情影响持续低迷，公共部门投资刺激发力，我们认为今年固定资产投资总额将维持平稳，而公共部门投资占比大幅走高。从固定资产投资金额来源分项看，五大分项近十年占比均较为平稳。其中用于进行固定资产投资的上级主管部门、地方和企、事业单位的自筹资金占比最高，且逐年缓慢上升，达到投资金额总额的60%左右，国家预算内资金占比维持平稳，约占7%左右。同时，2018年度国家预算内资金占总投资比例为6.4%，而2019年度国家预算内资金占总投资7.39%。由于逆周期叠加疫情影响当前经济下行压力增大，预计2020年国家预算内资金占比将大幅上升。结合1997年至2001年互联网泡沫时期国家占比翻倍上升的趋势，此次我们以占比上升至11%计算。**因此，固定资产投资总额为7.15万亿元/11%=65万亿元。2020年资本形成总额为65万亿元-20万亿元+0.8万亿元=45.8万亿元，约占2020年GDP增量的44.47%左右。**

图 18： 国家预算内资金除 08 年外基本平稳增长(亿)



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 19： 国家预算内资金占比走高（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

消费：同比增长降至 3%

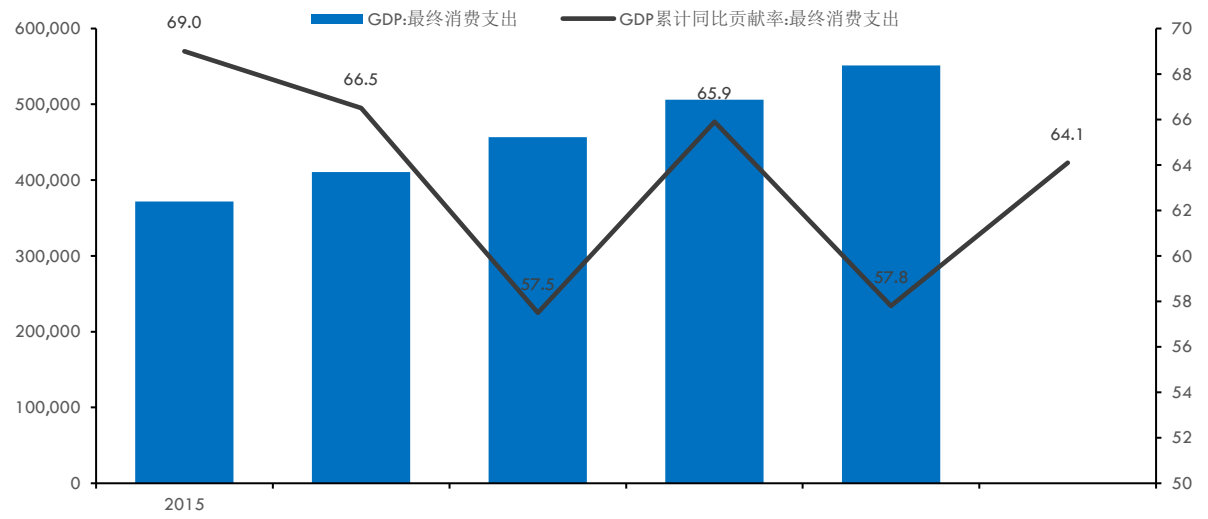
后疫情时代，消费仍受抑制。消费作为历年来拉动 GDP 比例最高的项目对国家经济增长有着重要影响。但当前疫情期间“六保”转移支付机制中政策对企业信贷支持较多，对个人家庭现金补贴较少，使得消费增长恢复较慢。同时疫情冲击初期，社交隔离成为主要防疫措施，强制的隔离措施限制消费，使得经济直接陷入“休克”。随着经济休克未能在短期解除，疫情冲击下的经济运行惯性将成为后续经济复苏的重要障碍。

旅游服务业受到巨大冲击，受国外疫情持续发酵影响未来将持续低迷。截止 4 月底，酒店入住率、航班客运量、消费客流量仅恢复到年前水平的 20%-52%，五一假期的旅游人数和收入分别同比下滑 41%和 60%。线上消费基本恢复，其中以旧换新、保值换新受到青睐，消费者更加理性。根据京东数据统计，截至 6 月 1 日下午 14:00，京东 618 成交额同比增长 74%。6 月 1 日全天参与空调以旧换新用户数量同比增长 390%；手机以旧换新用户量同比增长 170%；而购买 iPhone11 手机并选择京东独家的“保值换新”版本的用户超过 80%。

5 月消费数据显示，内需呈现缓慢恢复状态。通过数据观察，2015 年之后由于经济增长缺乏内在动能，社零同比数据逐渐平稳，增长缓慢，但消费韧性仍在。截止 2020 年 5 月，社零同比依旧为负，但处于缓慢上升趋势，内需逐渐修复。从衣食住行四大分项来看，食品和居住占居民日常消费性支出总额最大约为 30%和 20%，衣着和交通与通信紧随其后。由于疫情期间恐慌加剧，居民需求高涨，供给不足，食品类销售同比不减反增。同时，居住类与出行类销售逐渐改善，地产销售获得提振，汽车销售受政策影响明显回暖，两者同比在 5 月均由负转正。但服装类销售同比依旧为负，料由于疫情期间居民对服装需求减少。

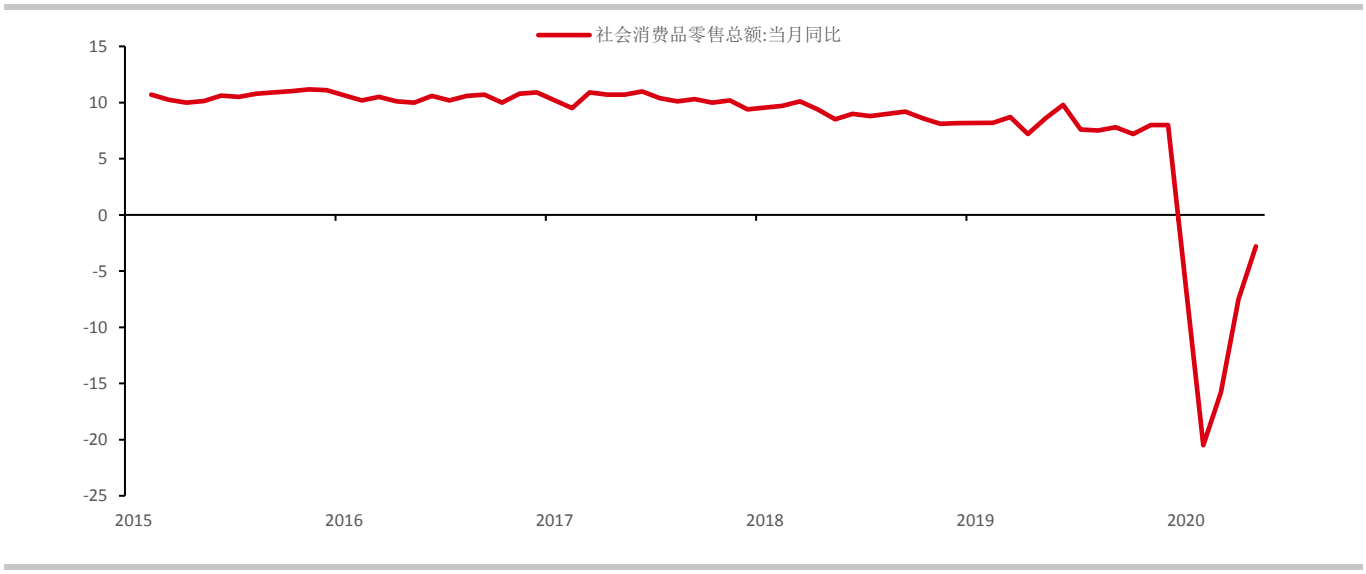
2020 年最终消费增速预计降至 3%。我们通过观察社融中新增人民币贷款的流向预测未来信用对于居民消费的影响，2020 年政府报告中表示今年将引导 M2 和社融增速显著高于去年，但是由于持续宽松政策的影响，上半年企业端新增人民币贷款同比走高，但居民端信贷依旧疲软，难刺激居民消费大幅回升。2019 年全年度 GDP 中最终消费支出达到 55.15 万亿元，由于 2020 年第一季度在 GDP 同比为-6.8%的情形下，消费对经济的负向拉动达到 64.1%，因此我们预计今年最终消费支出同比增量将难超去年。2019 年最终消费支出同比上升 9%，预计今年同比小幅增长约 3%左右，最终消费总量在 57 万亿元左右。

图 20： 近 5 年来消费对 GDP 的拉动和贡献率（万亿元，%）



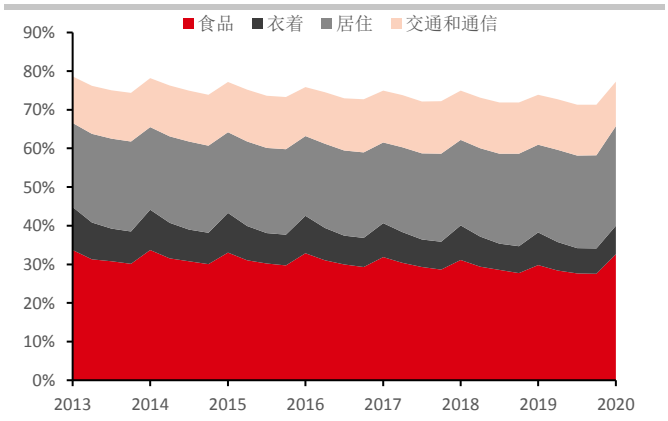
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 21： 社零同比仍然为负（%）



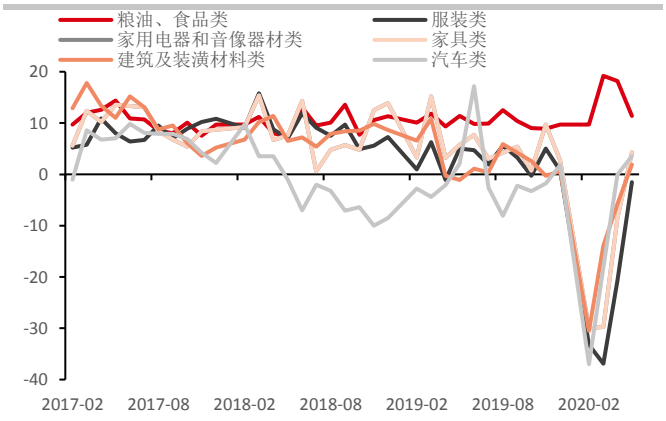
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 22： 食品和居住在消费性支出中占比最高（%）



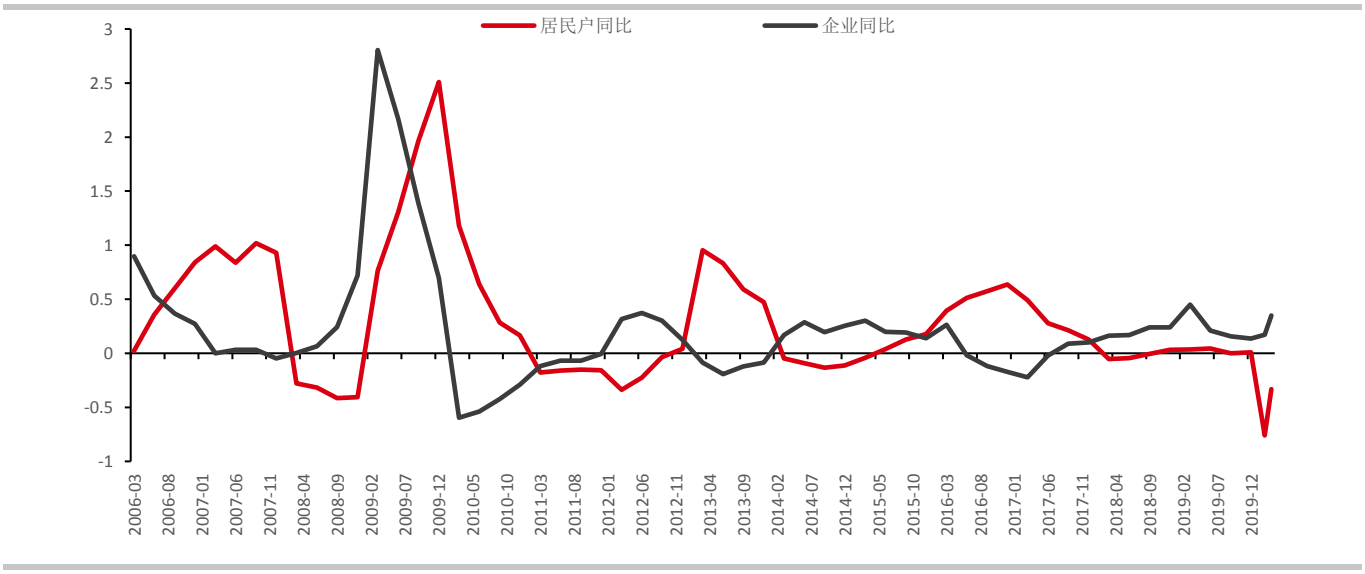
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 23： 衣食住行四大类零售同比（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 24： 疫情后新增人民币贷款主要流向企业端，居民端仍显低迷（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

出口：谨慎预期 0 增长

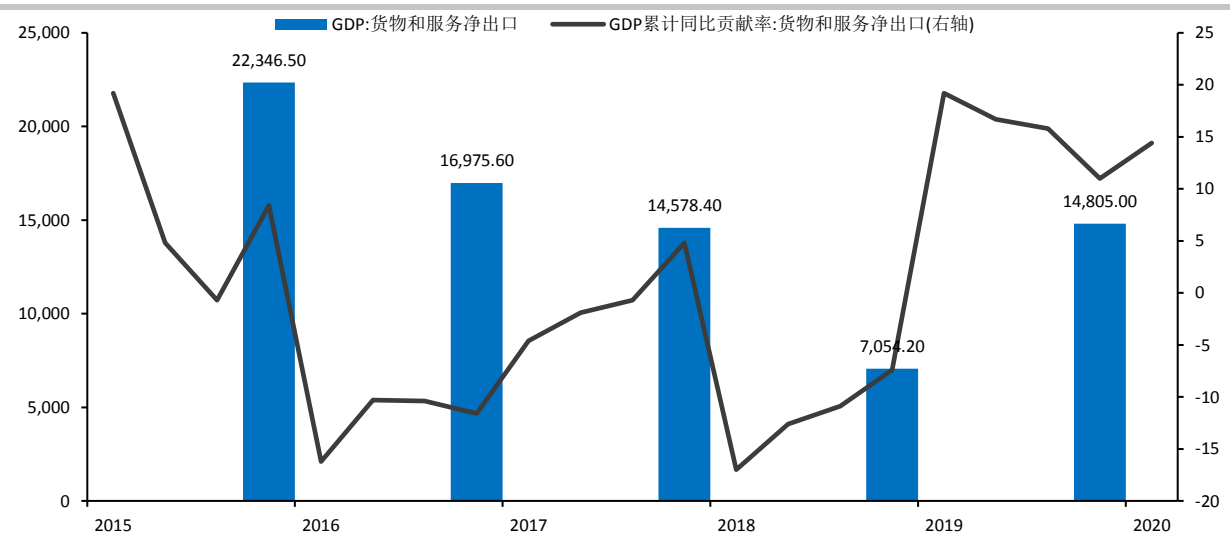
长期来看，中美缓慢脱钩和逆全球化趋势难改。在全球主要经济体生产要素优势丧失的大背景下，结合疫情黑天鹅影响，各国经济增长乏力促使政府对内求增长（稳就业）、对外采取贸易保护主义，逆全球化趋势加速蔓延。由于进出口受外需以及外部环境影响较大，不稳定性较高，因此近五年出口对 GDP 的贡献率波动较大，但总体在零周围徘徊。

国外疫情尚未完全控制，下半年可能反弹的背景中，外需预计仍将低迷。从美欧日英四国 2020 年制造业 PMI 来看，3 月全球疫情爆发后制造业景气指数仍在深度收缩区间。虽然欧美开始尝试重启经济，但全球疫情蔓延态势仍在加剧，我们认为外需在全球防疫获得重大突破前将持续低迷。同时观察上半年中国制造业 PMI 新出口订单分项也处于历史低位，短期内我国出口有可能持续处于负增长状态。而进口方面，伴随国内基建发力明显、地产投资恢复，将持续带动相关工业品进口需求，预计未来进口降幅将有所收窄。

外部风险难测，国际局势动荡。2019 年底第一阶段中美贸易协定签订以来，双方暂时休战，利好出口，进出口同比均出现回升。但随着疫情增大全球各国经济下行压力，中美新一轮贸易战开启。5 月美国为了抑制其他国家半导体、通信等技术发展，对美国芯片、软件、设备等相关出口设置了严厉的限制措施，同时使美国企业“断供”中国。

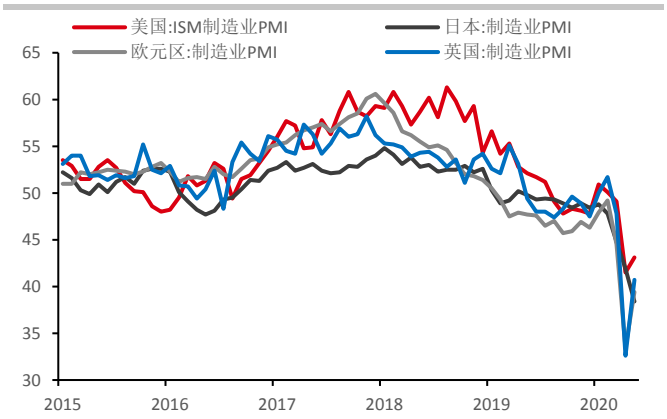
预计 2020 年出口与 2019 年持平，对 GDP 的同比拉动为零。2020 年上半年出口处于底部，下半年随着海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期，在冲击兑现后，预计出口将会小幅回暖；但国际局势的不确定性将会拖累出口走势。

图 25： 近 5 年来出口对 GDP 的拉动和贡献率（亿元，%）



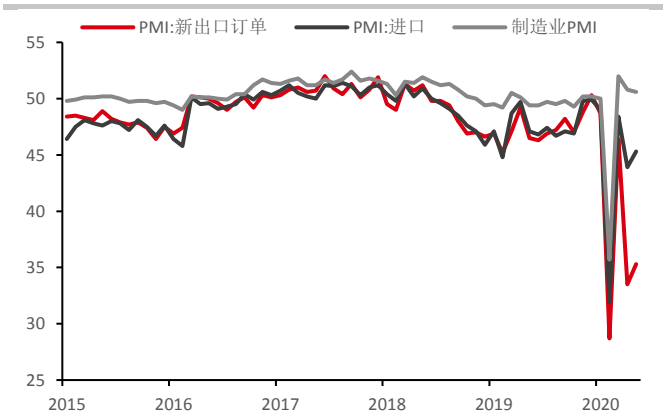
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 26： 外部环境尚未恢复，贸易局势仍不乐观



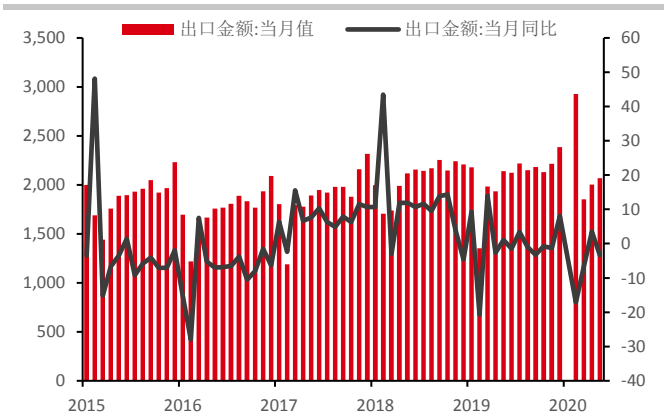
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 27： 5 月中国制造业 PMI 新出口订单仍然低迷



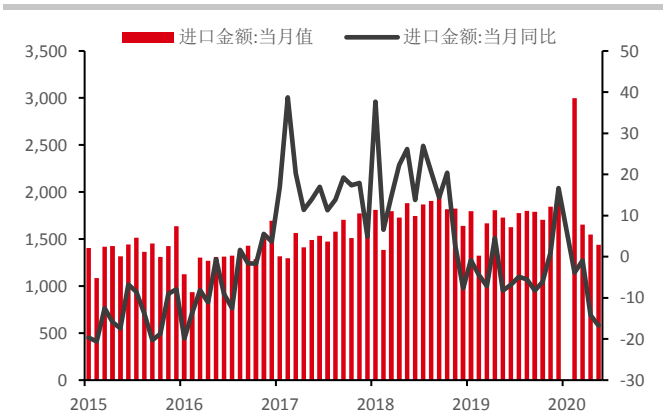
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 28： 我国出口金额与同比（亿，%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 29： 我国进口金额与同比（亿，%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com