光大控股 EVERBRIGHT 投资 Investment | 资产管理 Asset Management

2019.12

宏观经济与金融市场分析暨 2020 年展望

“乘暖冬耕”供需再度上行，庚子惯性下行曙光待现

Upward Supply & Demand Trend in a Cyclically Downward Time

要点

总体看，11 月国内经济供需两端均有所回暖，进一步增强了全年经济增速 6%以上的预期。生产端显示，随着季初效应减弱，在以汽车为首的制造业低位补库存和基建扩张预期加强的双重推动下，当月工业生产确实如期修复。不过细项数据亦说明，政策调节对工业生产的月度间透支或前置作用明显，需求端始终偏弱。

当月固定资产投资完成状况与国内消费市场表现则直接验证了需求疲软的判断。虽然 11 月整体固定资产投资增长回调，但是主要靠基建投资与房地产开发，前者反弹空间有限，后者下行趋势明确。此外，“双 11”电商促销确实带动着可选消费的回升，但是若剔除通胀因素，国内消费需求持续疲软，线上消费提振是对线下消费挤压的表现，整体刺激效果一般。11 月进出口虽然持续负增长，但是受益于当月进口增长大幅回调，增速由负转正的影响，增速修复明显。

相应地，当月社融增长实现同比多增。其中作为主要推动项，表内贷款高增受主要定向降准、MLF、逆回购利率和 LPR 利率下调，以及银行被要求加大对实体经济信贷支持的影响。不过结构显示，企业中长期贷款一部分来自于城投平台推进隐性债务置换的需求，实体经济的真实需求并未明显回暖。外汇方面，11 月离岸人民币兑美元即期汇率趋稳于“7”，12 月受贸易谈判影响，走势呈现乐观上行。

展望 2020 年，国内经济增速下行已是市场共识，但无需过度悲观。作为关键年份，逆周期调节将持续发挥作用。我们预计政策层将围绕着：1）保障基建投资平稳增长；2）弱化房地产融资与交易监管力度，为地产投资下行稳降落铺垫；3）通过产业政策指引，国有资本新布局稳定制造业投资 ；4）通过汽车升级、城市老旧改造需求和地产竣工周期相关消费促进整体消费“升级”，通过关注下沉市场，挖掘国内需求潜力；5）财政政策和货币政策合理调节，对居民消费、居民就业、地方产业、区域经济发展等形成合力。以上五个维度确保经济与国民收入增长实现翻番目标，即 2020 年经济增长需要维持 5.4%以上。具体而言：

从生产端看，尽管关税由升转降将有助于外需增长修复，但是不改国内与海外经济基本面的颓势，生产下行压力依旧存在。所谓“新库存周期”开启，言之尚早。在需求端不出现实质性改善的前提下，仅靠“逆周期”调节，或者供给侧约束等均不可持续。2020 年虽然基建投资能带来一定生产需求，但是制造业生产仍处于去库存与补库存的交替阶段，整体难言企稳。预计 2020 全年生产增速维持 5-5.5%区间内。

从投资端看，制造业投资在产业政策指引，减税降费和 2019 年低基数效应的共同推动下，或会出现暂时性回暖，但是由于制造业利润持续负增长，投资内生动力不足，整体增速低位求稳。受土地投资放缓与施工投资处于竣工阶段等影响，房地产投资或将保持一定韧性，但是回落趋势不可避免，整体增速仍有韧性，担任托底作用。基建投资尽管可以用作逆周期调节，但是预计增幅有限，这主要是因为其一地方政府财政压力较大，可能难以大幅增加基建投入；其二“新基建”相对于传统基建，对资金的需求相对较少。综合看，预计明年整体固定资产投资增速或较今年略微上行，全年增速将维持在 5.4-5.8%区间。

从需求端看，国内方面，尽管新业态，新商业模式、先进技术应用和消费贷款等支持会刺激新消费需求，但是居民实际收入增长与财富效应预期（股市与楼市）是当前最大的束缚。明年实际消费增长取决于三方面：居民就业、CPI 挤压以及消费稳增长政策。预计 2020 全年居民消费增速维持在 7.5-8%区间。海外方面，由于目前中美已达成第一阶段协议，预计 2020 年进出口贸易将较 2019 年有所修复，全球贸易不确定性将大幅缓和。预计 2020 年出口同比增长 3-4%，进口增幅或略高于出口，导致衰退式贸易顺差收窄，2020 年净出口对 GDP 的拉动贡献小于 2019 年。

从融资端看，货币政策将持续“灵活适度”以确保流动性合理充裕，预计社会融资规模增长仍与经济增速相适应，全年增幅 5.8-6%左右。针对民营小微企业的融资成本将进一步降低。汇率方面，人民币兑美元仍有升值基础。随着人民币汇率形成机制改革在年内连续打破人们“刚兑”预期，开始逐步反映市场真正的供求关系，我国外汇储备压力将相应减轻，保持基本稳定。

从政策面看，2020 年金融工作重心有所转移，金融去杠杆的任务暂告一段落。同时，监管层对地产调控政策将相对温和，设立“稳地价、稳房价、稳预期”的管理目标。此外，政策层进一步强调全面改革，预计 2020 年经济体制改革将侧重于：1）国有资本布局优化调整；2）财税体制改革；3）资本市场，包括推进创业板和新三板改革；4）加快对外开放。随着各项改革有序推进，制度红利的释放或助力经济回暖。

结合上述一系列判断，2020 年 GDP 增速将维持在 5.8%左右。

Summary

Domestic supply and demand warmed up in November overall, making it more likely that the whole year growth rate will be above 6%. On the supply side, as the beginning-of-season effect wore off, the industrial manufacturing sector recovered as expected, benefiting from inventory replenishment in the automobile industry and expectations of infrastructure expansion. Microdata showed, however, that policy adjustment played an important role in industrial output volume's shifting between different months, while the demand was still weak.

Fixed assets investment within the month and domestic consumer market performance further confirmed the weak demand. Although November fixed asset investment growth rate recovered overall, it was mainly due to infrastructure and real estate development, the former of which had limited space for rebounding, while the latter is clearly showing a downward trend. In addition, the 11-11 online sales event pushed up the growth in consumer discretionary sector; but once inflation was adjusted for, domestic demand was consistently weak. Online consumption growth is a squeeze on offline sales. Overall, the effect is not encouraging. Export and import volumes overall saw a decline in November, but benefited from the reversal of import growth from negative to positive, showing a clear recovering trend.

Correspondingly, the growth of AFRE(Aggregate Financing to the Real Economy) in November realized a year-on-year increase. As one of the main drivers, Bank's loans were majorly affected by targeted RRR cuts, MLF, the reverse repurchase rates and LPR interest rate cuts, and political guidance to banks for supporting real economy. However AFRE structure change indicated that, majority of the long-term lending money has flowed to local government-backed investment units, instead of SMEs. The demand of total enterprises' financing remains weak. In terms of exchange rates, the spot exchange rate of the offshore RMB against the US dollar stabilized at "7" in November, and in December, affected by trade negotiations, the trend kept optimistic.

As we look to 2020, slowing of domestic economic growth has become a consensus in the markets, but there is no need to despair. During this turning point of a year, counter-cyclical adjustments will continue to play its role. We expect the policies will be centered on: 1) ensuring smooth growth of infrastructure investment; 2) weakening regulatory pressure of real estate and financing, paving the way for a smooth landing of real estate investments; 3) stabilizing manufacturing investments through state-owned capital and policy guidance; 4) upgrading consumption through the upgrade of automobiles, revamping of urban infrastructure, and stimulating peripheral consumption around finished real estate. Tier-3 and below urban markets will be the focus to tap domestic demand potential; 5) careful combination of fiscal and monetary policies to boost consumption, employment, local economies, and regional developments. The goal of the above 5 measures is to ensure the doubling of economic and national income from 2010, which means 2020 economic growth rate will need to be above 5.4%. As to details:

On the supply side, although tariffs reversed their rising trend which would help improve foreign demand growth, they will not change the declining domestic and foreign fundamentals. Downward pressure will still persist. It is still too early to declare the beginning of a new inventory cycle. As long as there is no substantive improvement in demand, neither the counter cyclical adjustments nor the supply-side restrictions will be sustainable. Infrastructure investment can bring some demand to the manufacturing sector in 2020, but the sector is still at the stage between destocking and restocking, where there is no stability to speak of. We maintain our forecast of 5-5.5% growth in manufacturing.

On the investment end, manufacturing investment might temporarily recover because of industrial policy, tax reduction, as well as the low 2019 basis, but as the sector's declining profits mute investment demand, overall growth will linger at a low level. Real estate investment might be resilient to a degree because of the slowing land sales and trailing off of construction spending, and the sector in total is a mainstay of the economy, but its decline is inevitable. Although infrastructure investment is a major tool for counter-cyclical adjustments, it is facing its own issues. Different regional governments, bound by lack of funding, carry out the adjustment measures to various degrees, and funding needs from the "new infrastructure" are declining. Based on the above, infrastructure investment is not expected to post a significant bounce next year, but will rather hover at a low growth level. All told, fixed assets investment growth could grow at a slightly higher rate than this year. The overall annual growth rate is expected to be between 5.4-5.8%.

On the demand side, despite the domestic stimuli coming from new business models, new tech applications and fintech, slow growth in real income of the residents and expected wealth from stock markets and real estate are the most difficult hindrances. Real consumption growth in 2020 will depend on these three factors: employment and labor market, CPI squeeze, and policies for stable consumption growth. We expect on-shore whole year consumption growth rate for 2020 to be between 7.5-8%. Off shore, as the Phase 1 Agreement has been reached between US and China, export and import trade in 2020 is expected to recover from 2019, and global trade uncertainties are expected to ease significantly. Export in 2020 is expected to grow by 3-4%, while import growth might be even higher. As a result, the recessionary surplus will narrow. Contribution to GDP from 2020 net export is expected to be smaller than that of 2019.

On the financing side, the monetary policy of 2020 will keep performing "flexible and appropriate" to ensure liquidity being reasonable and adequate. We expect the AFRE will follow the real economic growth rate, with an annual increase of about 5.8-6%. The financing cost for SME will be further cut. In terms of exchange rates, there is still room for RMB to appreciate against the USD. Following the exchange mechanism reform, the market began to gradually reflect the real supply-demand relationship of the market and be avoid of misleading of the "7" bail-out from government. Relatively, the pressure on China's foreign exchange reserves will reduce accordingly and be stable in next year.

On the policy side, the focus of finance in 2020 will be different. The deleveraging will pause for the time being, while regulatory pressure on real estate control will ease with the goal of "stable land price, stable housing price, stable expectations". In addition, further reform policies will be announced. 2020 systematic economic reform is expected to focus on: 1) optimization of state-owned capital outlay; 2) fiscal and tax system reform; 3) capital markets, including further Second-Board and NEEQ reforms; 4) further opening up to foreign enterprises. As the reform measures fall in place, dividends from system optimization could boost the economy.

Based on above analysis, we expect 2020 GDP growth rate to be around 5.8%.

目录

要点.....1
Summary.....3
宏观经济.....6
1.1、 工业生产如期回暖，政策调节作用强于实际内需复苏.....6
1.2、 地产投资托底，基建投资小幅反弹，推动固定资产投资增长回升.....8
1.2.1、 制造业投资相对回落，内生动力仍不足.....9
1.2.2、 基建投资止跌反弹，维持低位上行走势.....10
1.2.3、 房地产开发增速持续放缓，仍在高位维持韧性.....11
1.3、 通胀因素与“双 11”推动名义消费回升，实际内需偏弱低迷趋势不变.....13
1.4、 出口持续偏弱进口显著回升，中美谈判暂时收官次年外贸可望修复.....15
1.5、 逆周期调节带动信贷回暖，社融增长平稳.....17
人民币汇率与跨境资金：.....18
贸易谈判释放乐观预期，人民币汇率稳定向好.....18
2020 年展望：惯性下行，曙光待现.....19
总结与风险提示.....22
关于作者.....23
关于中国光大控股有限公司.....23
免责声明.....24
版权说明.....24

正文

宏观经济

1.1、工业生产如期回暖，政策调节作用强于实际内需复苏

11 月，随着季初效应减弱，以及汽车制造业低位补库存和基建扩张预期提升等推动下，工业生产如期回暖。当月工业增加值同比增速较前月上行 1.5 个百分点至 6.2%，且较去年同期上行 0.8 个百分点。具体看，增速修复主要受如下影响：

第一，资金层面看，11 月信贷增量支撑着工业生产回升。如上期所述，2019 年供需两端始终偏弱，企业生产更易受银行信贷投放力度的左右，季末信贷冲量通常对当月企业投资生产等呈现正面刺激，同时也为前月和次月的生产带来一定负面冲击。理论上，11 月工业生产将继续处于低位，但是由于农历新年前移至明年 1 月末而非 2 月初，为了避免资金压力过度集中在 12 月，以及配合地方政府隐性债务置换与基建扩张等需求，政策层在 11 月进一步强化"逆周期"调节，措施包括：1）连续两次开展中期借贷便利(MLF)操作，实现净投放 1965 亿元；2）定向降准释放长期资金约 400 亿元；3）LPR 报价下调 5bp[1]；4）11 月中旬政策层通过座谈会要求金融机构"政治站位"。由此推动，11 月信贷投放呈现回暖迹象，增量显著提升。尽管 11 月增量主要配合地方政府和城投平台，但是亦推动银行加大对实体企业中长贷和居民短贷款的支持力度，进而推动企业生产抬升。

第二，产业层面看，以汽车为首的制造业和基建投资相关的采矿业是 11 月工业生产的主要推动力。

11 月汽车生产进一步加速，同比增速较前月上行 2.8 个百分点至 7.7%，与去年同期比上行 10.9 个百分点，处于今年以来的最高位。由此推动，1-11 月汽车生产累计增速延续下半年的上行趋势，且实现今年首次由负转正[2]。事实上，当前国内汽车制造业面临着存量竞争下的结构性调整。一方面，市场增长不足，2018 年受制于购车税率优惠透支和经济增速下滑，汽车销量增速持续负增长，延续至今。另一方面，增量不足，竞争恶化。合资品牌通过市场下沉扩大客户体量，国产龙头凭借着较强品牌力和规模效应，维持强势，两者合力抢占中小车企份额，中小车企面临淘汰。在此背景下，随着"国五"促销负面效应逐步消退，头部车企逐渐进入被动补库存阶段。根据中汽协数据，11 月汽车产量实现今年以来首次正增长，当月同比增长 3.8%，增速较前月上行 5.5 个百分点，较去年同期上行 22.7 个百分点。相对应地，海关数据显示，11 月汽车零部件及底盘进口实现高增长(当月同比增长 32%，增速较前月上行 60.6 个百分点)。结合去年低基数的影响，车企年底"补库存"表现被进一步扩大。在此带动下，11 月制造业生产同比增长 6.3%，较前月上行 1.7 个百分点，较去年同期上行 0.7 个百分点。此外，在资金带动下，基建投资扩张预期使得采矿业生产加速。当月工业增加值同比增长 5.7%，较前月上行 1.8 个百分点，较去年同期上行 3.4 个百分点。其中黑色金属冶炼业、非金属矿物制品业（主要是水泥生产）和金属制品业等是主要支撑项。但是由于环保限产约束依旧存在，采矿业暂时未表现出高增长的态势。

综合作用下，工业生产累计增速已连续第四个月维持在 5.6%，较去年同期下滑 0.8 个百分点，较上半年下滑 0.4 个百分点，呈现上半年逐步下行，下半年低位趋稳的态势。**如上期所述，下半年的政策调节对工业生产的月度间透支或前置作用明显，不过**

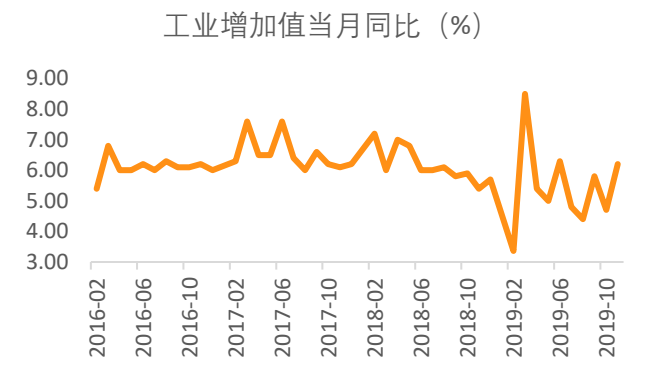
[1] 11 月 20 日是贷款市场报价利率（LPR）改革后的第四次报价，以一年期 LPR 为例，今年 8 月 20 日之前 LPR 报价维持在 4.31%，8 月 20 日后首次下降至 4.25%，9 月 20 日再次下调至 4.2%，10 月 21 日维持在 4.2%，11 月 20 日报价 4.15%，再度下调 5bp，12 月 20 日报价维持 4.15%。

[2] 1-11 月汽车制造业工业增加值同比增速较前值上行 0.9 个百分点至 0.7%。

受需求始终偏弱影响，其对工业生产的推动不明显。[3]预计 12 月在逆周期调节的推动下，国内需求持续在低位趋稳，全年工业增加值增长幅度在 5.4-5.5%左右。

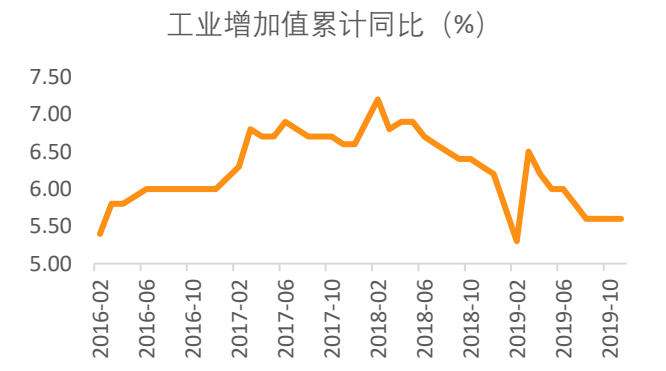
展望 2020 年，尽管关税由升转降将有助于外需增长修复，但是不改国内与海外经济基本面的颓势，生产下行压力依旧存在。仅通过汽车制造业来判断所谓"新库存周期"的开启，言之尚早。我们认为在需求端未有实质性改善的前提下，仅靠逆周期调节，或者供给侧约束均不可持续。2020 年虽然基建投资能带来一定生产需求，但是制造业仍处于去库存与补库存的交替阶段，[4]整体难言企稳。**我们预计 2020 全年生产增速维持 5-5.5%区间内。上半年仍存在惯性下跌的可能性，下半年或在低位企稳的基础上，有所回升。**

图：11 月工业生产如期修复



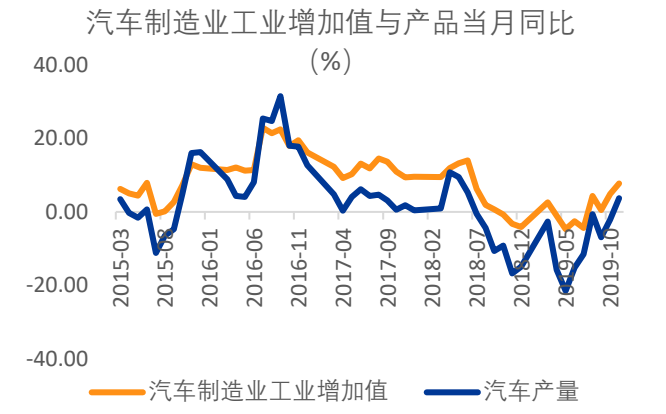
资料来源：国家统计局、光大控股

图：工业生产累计增速连续第四个月维持在 5.6%



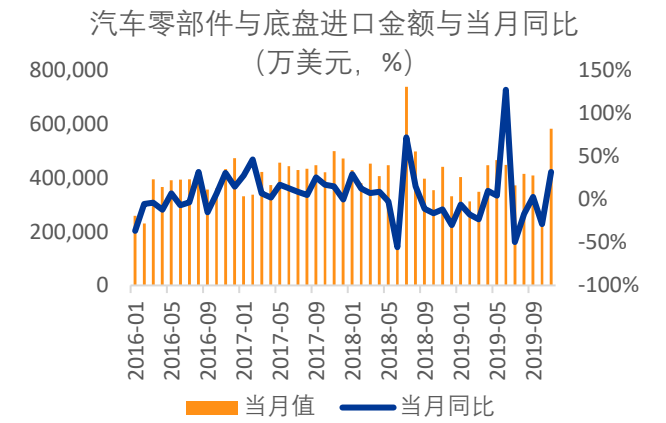
资料来源：国家统计局、光大控股

图：汽车制造业头部企业步入"补库存"周期



资料来源：国家统计局、光大控股

图：11 月汽车零部件及底盘进口实现高增长

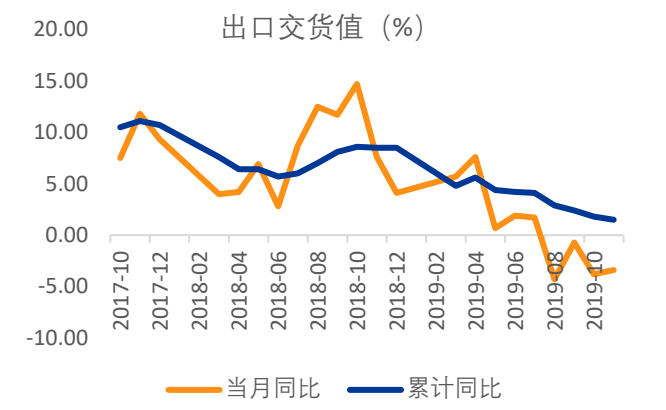


资料来源：国家统计局、光大控股

[3] 出口交货值显示外需持续拖累工业生产。11 月出口交货持续负增长，同比下降 3.4%，降幅仅较前月略有收窄 0.4 个百分点，与去年同期比下降 11 个百分点。

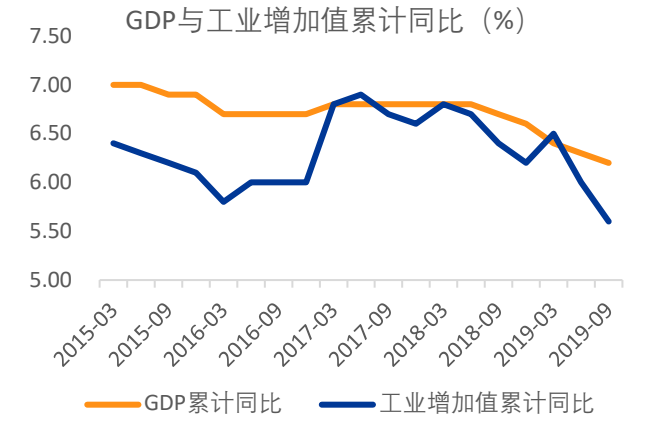
[4] 关于制造业的生产周期判断可以参考光大证券研究所宏观组报告《经济回暖？言之过早——解读几个有争议的指标》，报告指出："过往 20 年经历 6 轮库存周期，其中前 5 轮补库存基本都由房地产、基建和外需等需求主导，需求驱动的补库力度强，时间长。2016 年开启的库存周期是供给侧驱动，补库高度不高、时间较短、上中下游分化大"，而关于"新库存周期"的开启，报告指出"80%的行业还处于去库存阶段，支撑库存的需求也不强，库存周期何时开启、力度多大还有待观察"。

图：11 月出口交货持续负增长



资料来源：国家统计局、光大控股

图：工业生产对 GDP 的支持作用明显减弱

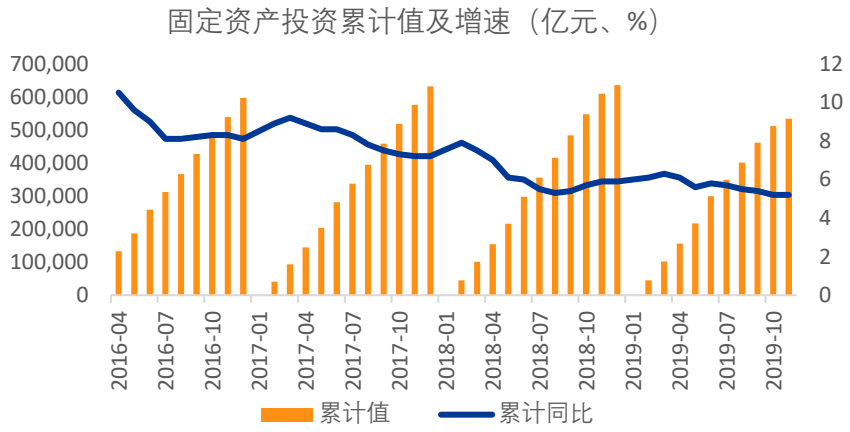


资料来源：国家统计局、光大控股

1.2、地产投资托底，基建投资小幅反弹，推动固定资产投资增长回升

尽管 11 月制造业投资相对回落，持续筑底，但是受资金到位和暖冬气候的影响，当月基建投资增速有所上行，同时房地产开发维持韧性，综合作用下，当月整体固定资产投资增长回升。据测算，[5]11 月固定资产投资完成额同比增长 5.2%，较前月上行 1.8 个百分点，与去年同期比下降 0.7 个百分点，是下半年以来的最高位。1-11 月累计增速则止跌趋稳，与前值保持一致至 5.2%，较去年同期下行 0.7 个百分点，全年呈现逐步下行的走势。

图：11 月固定资产投资累计增速与前值一致



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

展望 2020 年，制造业投资在产业政策指引，减税降费和 2019 年低基数效应的共同推动下，或会出现暂时性回暖，但是由于制造业利润持续负增长，投资内生动力不足，整体增速低位求稳。受土地投资放缓与施工投资处于竣工阶段等影响，房地产投资或

[5] 由于误差口径逐步扩大，已经无法反应变化趋势，在本期报告我们根据 2019 年固定资产投资完成额的绝对值与累计增速对 2018 年的绝对值与累计增速进行调整以统一统计口径，并在此基础上测算当月新增完成额与同比增速。若不调整口径，11 月整体固定资产投资完成额同比下降 63%，较前月下滑 40.5 个百分点，已经完全有悖于现实情况。

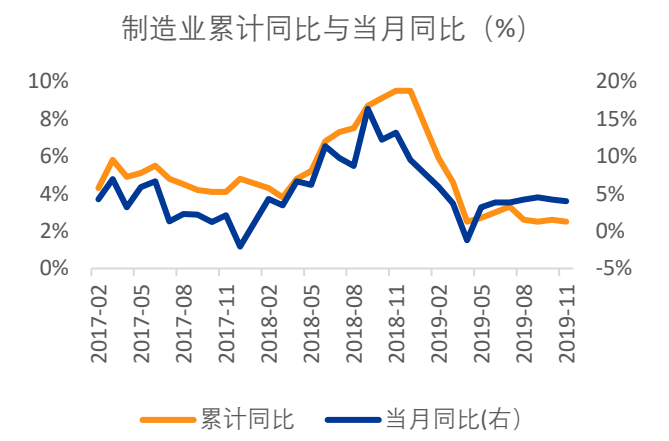
将保持一定韧性，但是回落趋势不可避免，整体增速仍有韧性，担任托底作用。基建投资尽管可以用作逆周期调节，但是预计增幅有限，这主要是因为其一地方政府财政压力较大，可能难以大幅增加基建投入；其二“新基建”相对于传统基建，对资金的需求相对较少。

综合看，预计明年整体固定资产投资增速或较今年略微上行，根据最新投资完成额比例测算，**62020 全年增速将维持在 5.4-5.8%区间。**具体分析如下：

1.2.1、制造业投资相对回落，内生动力仍不足

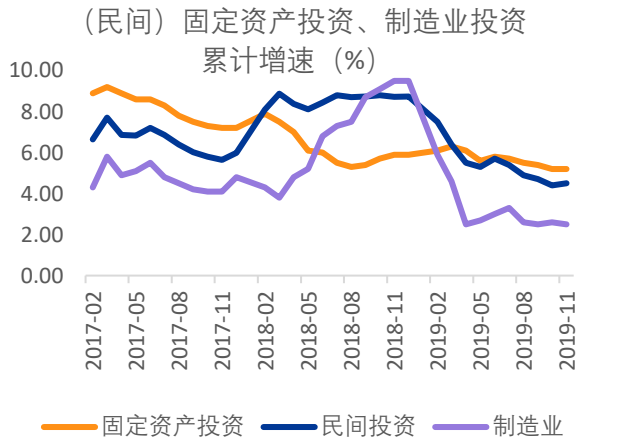
如上期所述，对于 9-10 月制造业投资增速与同步性较高的民间固定资产投资增速相背离的情况，我们认为主要与当前制造业投资更容易受产业政策指引或信贷投放节奏有关，周期性相对偏弱。其中国有经济体，以政府主导的产业投资或是主要推动力，而企业主动扩大投资的需求始终偏弱。11 月数据则进一步验证我们的看法。

图：11 月制造业小幅回落



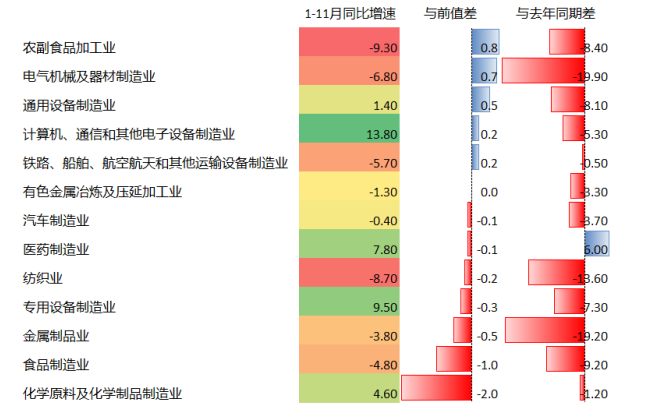
资料来源：国家统计局、光大控股

图：制造业投资与民间投资增长仍相背离



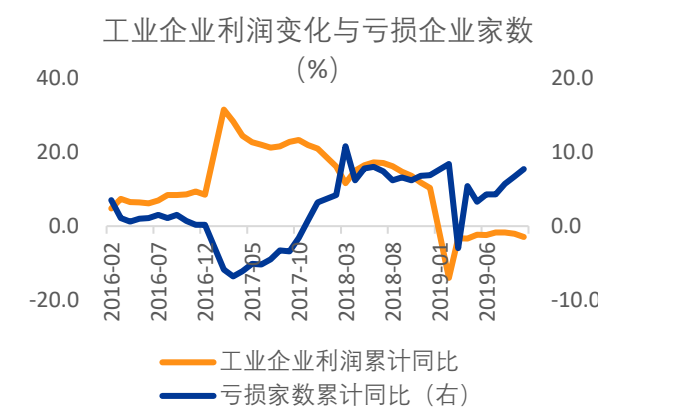
资料来源：国家统计局、光大控股

图：政策支持和“进口替代”驱动产业增速保持高位



资料来源：国家统计局、光大控股

图：工业企业利润持续负增长，亏损企业大幅提升



资料来源：国家统计局、光大控股

[6] 根据测算 1-11 月整体固定资产投资完成额内，制造业占比 21%，房地产开发占比 22.72%，基建基建占比 14.5%

11 月制造业投资相对回落，仍处于筑底区间。据测算，当月新增投资完成额环比下降 4.1%，同比增长 1.6%，增速仅是前月的 1/2，较去年同期下滑 11.5 个百分点。由此推动，1-11 月累计增速回调至前三季度水平，即 2.5%，较去年同期下降 7 个百分点。具体行业看，受政策支持和"进口替代"驱动的行业，包括计算机电子设备、专用设备制造业、医药制造业和铁路、船舶、航空等运输设备制造业的增速仍保持高位，但是增幅较前月均有所减弱。纺织业与食品加工业等外需关联度较高的行业维持负增长。此外汽车制造业投资持续负增长，累计同比增速较前月进一步下行 0.1 个百分点至-0.4%。可见在需求端与生产预期尚未改善的情况下，制造业投资仍难以出现趋势性的回升。

我们认为，整体制造业投资内生动力的修复仍需时日，其中企业利润亏损是主要负面因素。根据工业经营周期，企业出现亏损后通常会大幅减少后续扩大生产与投资的安排，数据显示"盈利-投资"的传导周期需要约 12 个月左右的时间，考虑到今年国内工业利润持续负增长，上报亏损企业家数逐步攀升，特别是在下半年情况进一步恶化，2020 年大幅回升空间有限。政策层对 2020 年制造业投资的态度亦十分明确，仅要求"稳定"，关注于传统制造业优化升级推进，和产业基础能力和产业链现代化水平的提升。制造业投资不视为刺激经济增长的主要工具。

因此，我们预计 2020 年制造业投资在产业政策指引，减税降费和 2019 年低基数效应的共同推动下，或小幅回暖，主要是在汽车制造业和"进口替代"产业领域。同时中美第一阶段协议达成一致亦有助于外需关联度较高的行业经营复苏。但是整体不可持续，增速低位求稳，全年增幅维持在 4.5-5.5%。

1.2.2、基建投资止跌反弹，维持低位上行走势

11 月基建投资增速止跌回升，小幅反弹。据测算，当月基建投资完成额环比下降 1.3%，同比增速较前月略上行 0.3 个百分点至 2.34%，与去年同期比下降 1.4 个百分点。由于单月涨幅有限，1-11 月累计增速延续季初下滑趋势，进一步下滑 0.2 个百分点至 4%，较前三季度下行 0.5 个百分点，但是与去年同期比高 0.3 个百分点。

11 月的小幅回升主要受三方面因素所推动：第一，今年冬季平均气温相对高位，为基建项目提供较好施工环境，新增项目加快投入。第二，尽管专项债额度耗尽，但是受当月社融环比高增长的推动，基建投资相关的配套资金亦有所松动。第三，如上期所述，11 月国常会提出"完善固定资产投资项目资本金制度"、"降低部分基础设施项目最低资本金比例"和"利用权益型、股权类金融工具筹措资本金"等举措，均有助于稳定地方政府的资金调节，加速当月在建项目的资金投放节奏。

往后看，在暖冬持续与政策托底的作用下，12 月基建投资增长或维持低位上行的走势。预计 2020 年一季度基建投资将继续在低位徘徊，后续三季度内逐步提升，全年增速维持在 6%左右。保守估算主要出于以下两方面的观察：

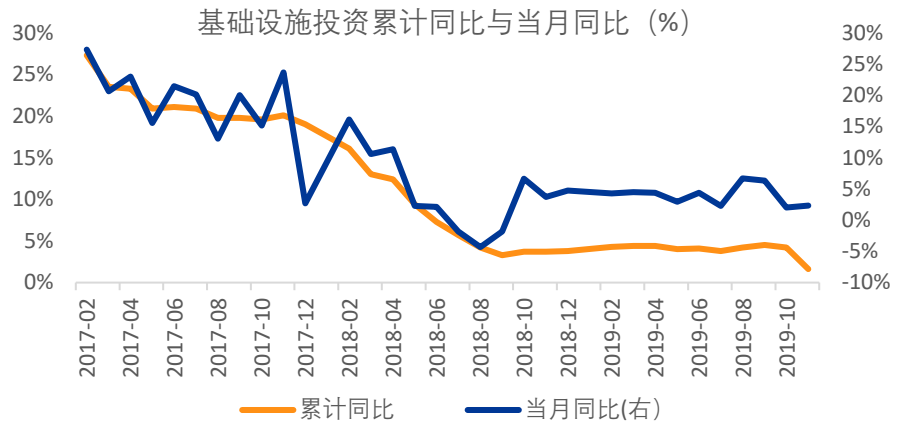
首先，专项债总量增长有限，但是使用结构调整将更灵活。今年 11 月底财政部已经下达 2020 年新增专项债务限额 1 万亿元，相对于 2019 年当前专项债发行规模，2020 年首批新增额度仅占今年的 47%，结合 12 月中央经济工作会议的解读，预计 2020 年整体增量会有所收缩。事实上，部分地方政府在落实专项债使用的过程中，面临着缺乏优质项目对接与还款过度依赖土地财政的情况，导致基建投资更容易使得地方政府债务高企，偿还风险攀升等。当然关于这方面，政府已经多管齐下，撬动社会资本入场，提升资金效率，例如 11 月国常会已颁布多项举措，同时在 12 月中旬证监会曾

表示正在积极推动基础设施领域 REITs 的发行试点工作。[7]可见，政策层在财政政策的灵活调节是基建托底能否发挥作用的关键所在。目前各地政府财政能力均衡不一，特别是在土地财政大幅下降，减税降费不放松的情况下，其对基建投资力度将千差万别。同时，隐性债务问题与前期颁布的债务终身追责制等仍会持续制约基建反弹。

其次，政策层侧重于“新基建”投资。相对于传统基建方向，“新基建”主要落实在两方面 :1) 城市停车场、城乡冷链物流设施建设等和 2) 信息网络等新型基础设施建设，包括 5G、云计算中心、人工智能、工业互联网、物联网等，属于轻资产的领域，对基建投资的资金需求或相对下行。

第三，非标压缩无需担忧。2020 年是“资管新规”过渡期最后一年，理论上，非标融资存量需要由银行表内资金承接，银行存在信贷挤压风险。然而从政策风向和基建投资的配套融资情况看，或会出现零星的项目风险，但是整体无需担忧。

图：11 月基建投资增速止跌回升，呈现小幅反弹



资料来源：国家统计局、光大控股

1.2.3、房地产开发增速持续放缓，仍在高位维持韧性

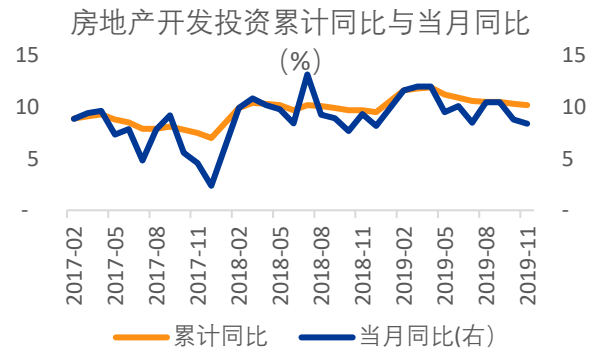
11 月房地产开发投资增长仍维持较强的韧性。当月新增房地产开发完成额环比略微上行 0.6%，同比增速较前月下降 0.4 个百分点至 8.4%，较去年同期下行 0.9 个百分点。仍符合下半年以来季末高企，季初两月暂时性回落的走势。从累计值看，1-11 月房地产投资同比增长 10.2%，较前值下行 0.1 个百分点，延续 4 月以来的高位稳步下行的趋势，但与去年同期比上行 0.5 个百分点。

从地产开发周期看，下半场逻辑不变。当月增速进一步放缓除了受制于土地购置增长放缓之外，高基数拖累下的当月新开工与施工同比负增长亦是主要原因，从当月绝对值看，增长并不弱。据测算，当月新开工、施工与竣工面积完成额分别是 1.99、1.96 和 0.96 万平方米，由于在高基数的影响，当月同比增速均较前月大幅下滑，然而新

[7] 在 12 月 14 日，第二十一届北大光华新年论坛上，国务院参事、国家发改委副主任徐宪平指出“新基建作为中国经济新旧动能转换的一个具体路径，按照标准的公募 REITs 产品发行的话，大概能盘活 4 万亿到 12 万亿的资本金，也就意味着可以带动 20 万亿到 40 万亿的直接投资”。

开工和施工的环比变化并不明显，相反竣工环比持续大幅提升。[8]事实上，10 月和 11 月竣工面积合计已经超过二、三季度的单季度规模，可见存量项目处于中后期，加速退出趋势不变。同样地，受高基数影响，11 月房地产销售面积与金额增长均有所放缓，当月同比增速分别较前月下降 0.9 和 2.4 个百分点至 1.1%和 7.3%，但是绝对值较前月均进一步提升，环比实现高增长，增速分别是 11.2%和 12.9%。房屋销售持续好转，地产商以价换量，又进一步地有效支撑地产商开放资金到位状况。当月房地产开发资金同比增长 6.5%，较前月上行 0.5 个百分点，尽管国内信贷支持持续负增长，但是企业自筹资金，预收款与居民按揭贷款仍起做有效对冲。

图：房地产开发增速持续放缓，仍在高位维持韧性



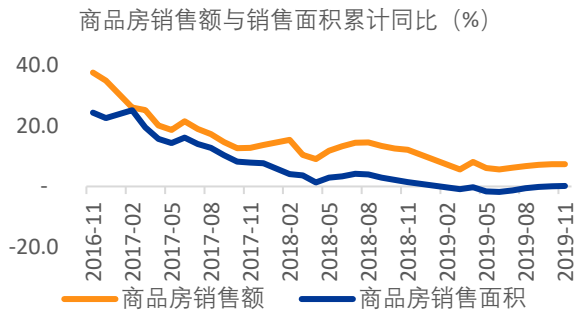
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：按揭/预付款仍是支撑房地产融资的主要动力

	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11
整体	3.0%	5.7%	5.8%	4.1%	10.8%	6.0%	6.5%
国内贷款	15.6%	22.8%	16.8%	11.9%	4.8%	-5.2%	-17.1%
自筹资金	0.2%	6.4%	-7.4%	4.9%	6.2%	1.1%	8.0%
定金及预收款	0.2%	1.1%	12.8%	-0.8%	14.3%	12.9%	15.4%
个人按揭贷款	5.6%	12.3%	12.2%	15.5%	27.8%	18.6%	12.2%
各项应付款	13.1%	23.5%	-7.1%	0.1%	-5.7%	-2.2%	-

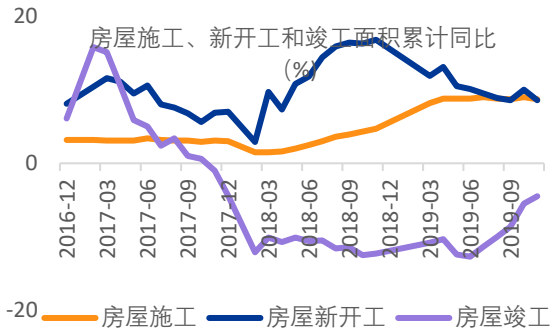
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：受高基数影响，11 月房地产销售有所放缓



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：从地产开发周期看，下半场逻辑不变



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

整体看，地产投资在四季度仍将保持高位平稳，2019 全年投资增速维持在 10%左右，然而未来一年即使政策与融资环境相对宽松，缓慢回落趋势亦不可避免。

从政策与信贷情况看，相对利好。12 月的中央政治局会议与中央经济工作会议表明严监管力度会缓和，核心诉求是“稳地价、稳房价、稳预期”。虽然“房住不炒”与“因城施策”的前提不变，但是为了抵御市场下行风险，政策层明显放宽监管，允许地方政府自

[8] 新开工、施工与竣工 11 月同比增长-2.59%、2.88%和 1.81%，较前月分别下行 22.8、26.1 和 17.4 个百分点，但是环比分别下降 4%，下降 2%和大幅提升 29%。

我调节的范围有所扩大，同时提出“加强城市更新和存量住房改造提升”、“大力发展租赁住房”和“做好城镇老旧小区改造”等，即从通过财政手段释放部分房地产开发投资需求。此外，10 月以来监管层对房地产融资明显放宽，预计 2020 年将有所延续。

从房企经营情况看，相对悲观，房企实际投资能力较难出现趋势性回升。由于新增土地主要来自于三四线城市，土地质量的下滑导致头部房企拿地意愿相对下降，同时当地中小房企面临着资金链紧缺等问题，拿地更困难。

因此，土地投资将持续拖累房地产开发投资增长，2020 年土地购置增速或进一步下调至 10%以下。此外，2019 年土地市场降温将为 2020 年的新开工与施工带来负面冲击，预计新开工增速由正转负，施工增长相对韧性，竣工增长由负转正，且逐步上行，成为整体施工投资的主要推动项。预计施工投资增速维持在 6%左右，2020 年整体房地产开发投资增速约在 8-9%左右。

1.3、通胀因素与“双 11”推动名义消费回升，实际内需偏弱低迷趋势不变

受国内物价持续高涨，“双 11” 虹吸效应与汽车消费降幅收窄等影响，11 月社零消费增速如期回升。当月增速较前月上行 0.8 个百分点至 8%，与去年同期比下降 0.1 个百分点，是下半年以来的最高位。若剔除通胀因素，[9]当月实际社零同比增长 4.9%，较前月保持一致，较去年同期下降 0.9 个百分点。相对应地，1-11 月名义与实际社零分别增长 8%和 6%，较前值分别下行 0.1 和 0.26 个百分点，与去年同期比分别下降 1.1 和 1.02 个百分点，两者趋势一致。

具体看当月，第一，“双 11”虹吸效应确实显著。11 月实物商品网上零售额同比增长 26.7%，较前月增速上行 7.5 个百分点，较去年同期上行 10.3 个百分点。从绝对值看，当月网上零售总额环比多增 3464.5 亿元至 1.09 万亿元。“双 11”电商促销带动着可选消费回升，包括化妆品、家电家具用品、服装及日用品等均增幅修复强劲。第二，受益于传统旺季临近，汽车消费有所复苏，尽管当月增速持续负增长，但是降幅收窄明显，较前月上行 1.5 个百分点至-1.8%，是下半年以来汽车消费增速的最高位。根据中国汽车流通协会的数据，北方部分地区与广州在 11 月举办大型秋季车展对市场需求起作有效的提振作用。[10]

然而消费持续疲软的趋势不变。首先，11 月实际消费增速不变意味着物价提升是推动 11 月消费增长的首要因素，名义与实际数据缺口持续扩大，由 2.3 个百分点提升至 3 个百分点，也代表着实物消费面临进一步的通胀压力。其次，“双 11” 对线上消费提振作用显著，但是主要对线下消费的挤压，整体刺激效果一般。从绝对值看，11 月新增社零总额 3.8 万亿元，与 10 月增量基本一致。此外，汽车消费缺乏长期动力，经销商降价促销成为常规操作，新车报价不断下调，车企盈利能力持续下滑。综上，消费低迷趋势不变，暂不考虑“双 11”对 12 月透支的可能性，受年度需求相对旺盛和物价水平持续高涨的影响，12 月名义社零消费增速或相对下行，2019 全年消费增长基本已经定在约 8%左右。

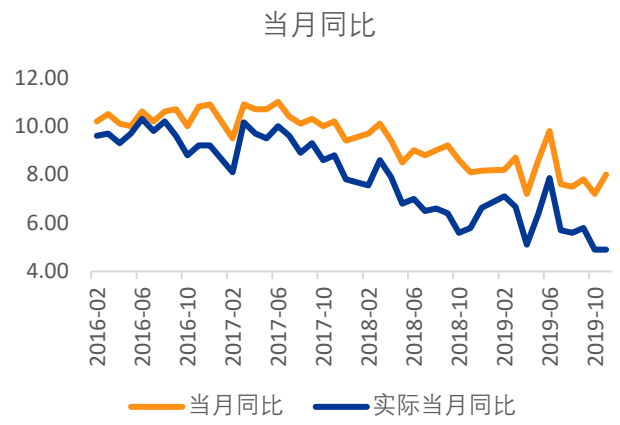
展望 2020 年，尽管新业态，新商业模式、先进技术应用和消费贷款支持等会刺激新消费需求，但是居民实际收入增长与财富效应预期（股市与楼市）是当前最大的束缚。今年前三季度，城镇居民人均可支配收入增长持续放缓，带动消费增长持续下滑。2020 年实际消费增长取决于三方面，按照重要性依次是：第一是居民就业和

[9] 11 月 CPI 同比增长 4.5%创今年新高，其中食品 CPI 当月大幅上涨 19.2%，非食品 CPI 当月同比增长 1%，消费品 CPI 同比增长 6.5%，服务 CPI 同比增长 1.2%。

[10] http://www.cada.cn/Data/info_85_7152.html

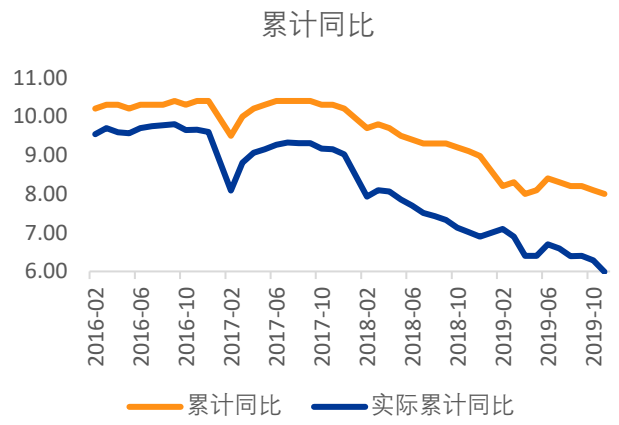
劳动力市场的真实状况。第二是 CPI 变化，根据历史经验与量化测算，在收入放缓的前提下，CPI 提升推升名义社零增长，但同时也导致居民实际购买力的收缩，增强消费者悲观情绪，导致必须消费挤压可选消费，出现结构性消费降级。[11]第三是政策层可能会出台的消费稳增长举措。**综合作用下，预计 2020 上半年社零消费增幅在 8%左右徘徊，下半年逐步下滑，维持在 7.5-8%区间。**

图：通胀因素与“双 11”推动名义消费回升



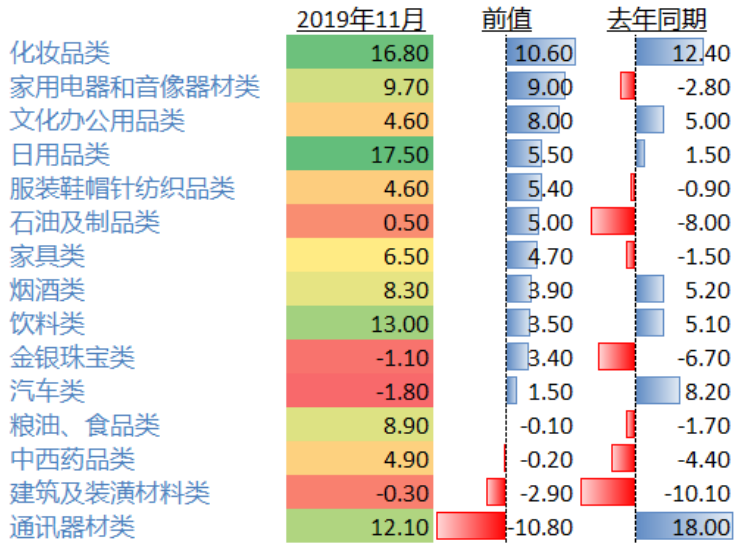
资料来源：国家统计局、光大控股

图：1-11 月社零同比增速较前值进一步下行



资料来源：国家统计局、光大控股

图：“双 11”电商促销带动着可选消费回升



资料来源：国家统计局、光大控股

[11] 《通货膨胀与消费：通货膨胀抑制还是促进了消费？》杨继东，中国人民大学经济学院

1.4、出口持续偏弱进口显著回升，中美谈判暂时收官次年外贸可望修复

受益于当月进口增长大幅回调，增速由负转正的影响，11 月进出口贸易虽然持续负增长，但是增速修复明显。当月进出口同比下降 0.5%，降幅较前月上行 2.8 个百分点，与去年同期比下降 3.9 个百分点。具体看：

出口持续偏弱，当月出口增速较前月下降 0.3 个百分点至 1.1%，与去年同期比下降 5.02 个百分点。历史经验显示临近圣诞节及新年，海外市场需求通常在 10-11 月显著修复，然而今年明显缺乏力度，主要受两方面影响，一方面是受欧美日发达国家经济持续疲软，需求低迷的影响。以 PMI 数据为例，今年全球制造业 PMI[12]在 7 月触底后逐步提升，11 月上升至枯荣线之上，较前月提升 0.5 个百分点至 50.3，较去年同期下降 1.7 个百分点，然而美国、欧盟与日本三国制造业 PMI 均由下跌至枯荣线之下，分别较去年同期下降 11.2、4.9 和 3.3 个百分点至 48.1、46.9 和 48.8。相对应地，11 月中国对美国、欧盟和日本出口持续负增长，当月同比增速分别是-23%、-3.8%和-7.8%，较去年同期分别下降 32.8、9.8 和 12.6 个百分点。另一方面，中美相互加征关税持续拖累对美贸易。最新细项数据显示，国内对美出口偏弱的产品主要集中在电子计算机等设备、纺织品、化学材料、食品饮料和农产品等消费品领域，与 5 月后陆续关税清单明细相符合。

进口显著回升，当月增速实现今年 5 月以来首次由负转正，较前月上行 6.5 个百分点至 0.3%，与去年同期比下降 2.5 个百分点。若剔除低基数效应，刺激当月进口回调的因素主要有两方面，第一是工业生产相对提升。如前所述，11 月工业生产增长加快，同期制造业 PMI 重回扩张区间，原材料等商品进口需求回升，[13]相对应地，进口 PMI 在 11 月跳升 2.9 个百分点至 49.8（见上文分析）。第二是 10 月后中国主动加大对美农产品采购[14]的支撑。11 月由美进口增速由负转正，较前月上行 17.4 个百分点至 14.6%，与去年同期比上行 27.7 个百分点，是去年 8 月后首次实现正增长。相对应地，从进口产品的整体情况看，大豆、谷物等农产品对进口提升的贡献明显，当月大豆和谷物进口增速同比增长 40.9%和 50.8%，较前月上行 28.9 和 60.8 个百分点。

由此带动下， 11 月贸易顺差相对收窄，较前月少增 38 亿美元至 387.3 亿美元。从国别看，顺差有所收窄主要由欧美日贸易所带动，新兴经济体，例如东盟等贸易顺差则进一步扩大。整体看，外需依旧疲软，内需难言企稳，其主要受政府采购与节假日等短期因素刺激，国内经济基本面未见大幅度改善，衰退式贸易顺差趋势不变。考虑到 1-11 月出口和进口累计已经分别下降 0.3%和 4.5%，以及 12 月仍存在低基数效应等，预计 12 月出口增速或能止跌回升，进口增速或进一步上行，2019 全年贸易顺差约 4300 亿美元左右，较 2018 年多增约 810 亿美元。

往后看，由于目前中美已达成第一阶段协议，预计 2020 年进出口贸易将较 2019 年有所修复，全球贸易不确定性将大幅缓和。

从数量分析看，考虑到过往两年对美出口与由美进口分别占中国总出口与进口的 18%和 7%，且对美贸易顺差几乎占整体贸易顺差的 90%以上，中美相互加征关税由升至降，以及后续分阶段取消关税无疑将有助于贸易偏离的修复。

---

[12] 全球 PMI 数据来源于摩根大通。
[13] 根据商务部 12 月 12 日例行新闻发布会的披露。http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ah/
[14] http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-09/13/c_1124994687.htm
http://3g.163.com/dy/article_cambrian/EU66P6G90518NO0G.html

结合第 14 期报告内，我们就美国加征关税对中国整体出口和 GDP 影响所提供的数量模型，[15]和当前情况，即价值 2500 亿美元价值的商品加征 25%关税不变，9 月 1 日启动的 1100 亿美元价值的的商品加征关税由 15%下降至 7.5%，剩余 1900 亿美元价值的商品取消原定关税安排，再次测算。结果显示，新关税组合将导致 2020 年对美出口较正常贸易关系下（过往 7 年中美贸易往来平均水平）损失约 1300 亿美元，进而拖累整体出口下降 5.6 个百分点和名义 GDP 下滑 1.08 个百分点。相对于剩余 3000 亿美元价值的商品加征 15%关税，对整体出口拖累减轻 2.9 个百分点，对名义 GDP 拖累减轻 0.6 个百分点。

表：美国对中国出口产品加征关税时间表

生效日期	关税规模	关税税率	第一阶段协议后变动
2018 年 7 月	340 亿美元（五百亿美元的第一批）	25%	不变
2018 年 8 月	160 亿美元（五百亿美元的第二批）	25%	不变
2018 年 9 月	2000 亿美元	10%	-
2019 年 6 月	2000 亿美元	提升至 25%	不变
2019 年 9 月	1100 亿美元（三千亿美元第一批）	15%	下降至 7.5%
2019 年 12 月	1100 亿美元（三千亿美元第一批）	15%	取消

资料来源：中美商务部，光大控股

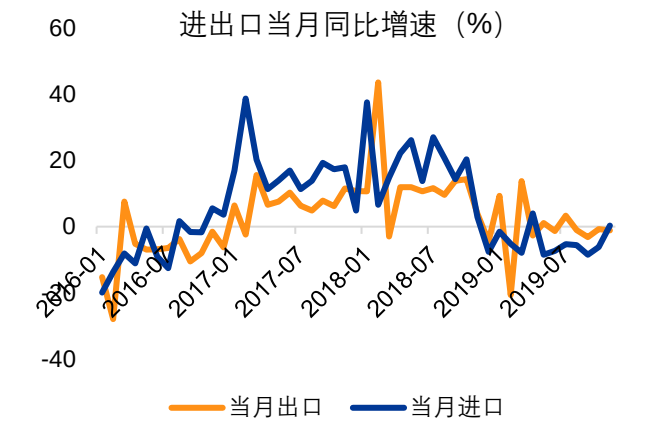
从商品分类看，取消加征关税的商品主要是计算机电子设备、玩具等，降至 7.5%的商品主要是纺织服装类，一定程度上将利好计算机电子设备、纺织服装业和玩具娱乐用品等低端制造业的贸易出口。

此外，根据目前观察，2020 年欧盟经济与政治局势或有所好转。一方面，保守党选举大胜将有助于英国加快完成“脱欧”，另一方面，欧洲央行将执行非常规政策，维持低利率环境，为经济起做托底作用。同时，RCEP 已经在今年 11 月完成谈判，预计 2020 年签署，为贸易出口转移提供新路径。[16]

综上，预计 2020 年出口同比增长 3-4%，[17]而进口增幅或略高于出口，导致衰退式贸易顺差收窄，进而 2020 年净出口对 GDP 的拉动贡献小于 2019 年。

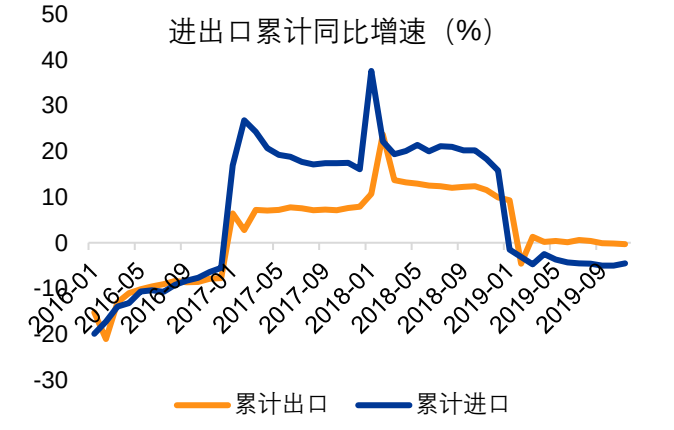
[15] 模型假设如下：
第一、美国对中国出口加征关税会通过两方面影响中国 GDP 增长：1）改变中美贸易条件，即美国需求的价格弹性变动对中国出口的影响，进而导致中国 GDP 的增速变动；2）汇率变动，从历史经验看，人民币实际有效汇率与我国出口增速的负相关性显著；
第二、仅从需求的价格弹性的角度进行测算，并且仅测算了贸易战对出口的直接影响，并没有考虑间接效应，如出口对生产的拉动效应等，如果考虑间接效应，贸易战对经济增速的冲击可能更大，但是不确定性和假设因子较多，难以量化。事实上，无论是直接影响还是间接影响都是静态的测算，较难将两国间针对相互加征关税的政策对冲、进出口贸易转移等纳入量化测算的范围内；
第三、中国对美出口以及经济的总体影响，将通过两种途径实现传递：1）加征关税的规模和范围变化；2）美国对中国商品的价格弹性提升（由 1.65 提升至 1.8 和 2）。
[16] http://www.gov.cn/xinwen/2019-11/08/content_5450291.htm
[17] 内含假设 2019 全年出口增速维持在-1%至 0%之间。

图：当月出口持续偏弱，进口显著回升



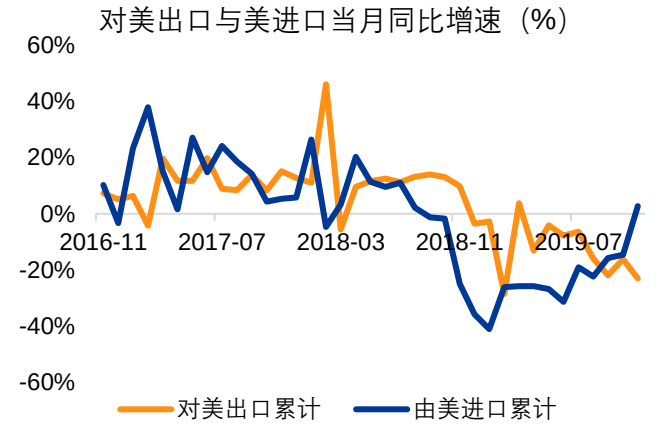
资料来源：海关总署、光大控股

图：1-11 月累计进出口增速持续下行



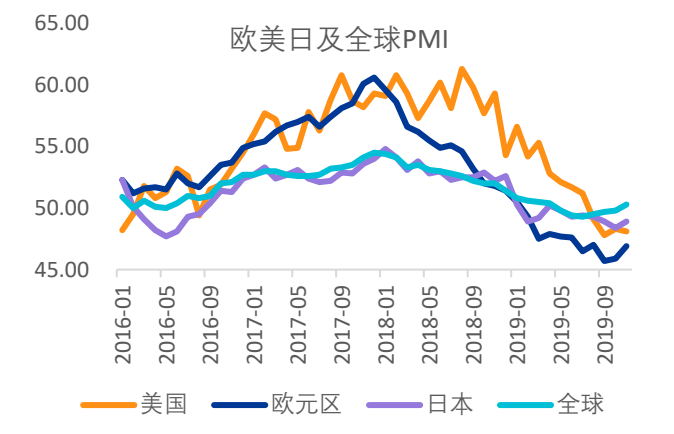
资料来源：海关总署、光大控股

图：11 月由美进口大幅提升



资料来源：海关总署、光大控股

图：累计进出口增速进一步下行

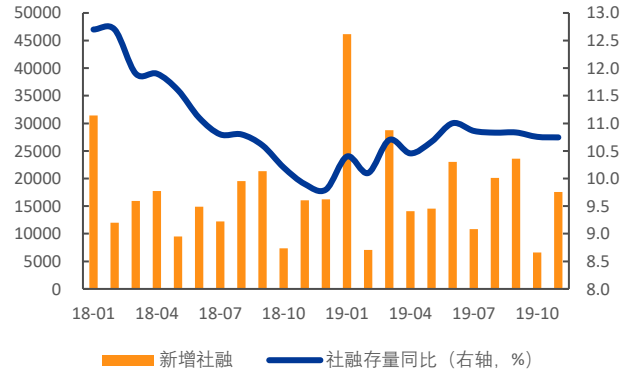


资料来源：海关总署、光大控股

1.5、逆周期调节带动信贷回暖，社融增长平稳

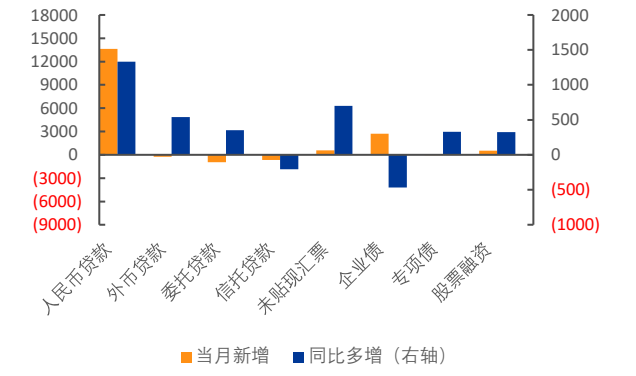
11 月，社融新增 1.75 万亿元，同比多增 1505 亿元；存量增速 10.7%，较上月持平。社融增长平稳。具体看，表内信贷同比多增，非标融资与专项债同比降幅收窄是 11 月社融增速的主要支撑项。其中，人民币贷款受定向降准落地、MLF、逆回购利率和 LPR 利率接连下调，和商业银行被要求加大对实体信贷支持力度的驱动，同比多增 1331 亿元。然而从结构上看，主要是受短贷高增的推动，企业中长期贷款虽也同比多增，但其中包含了部分城投平台推进隐性债务置换的因素，实体融资需求并未明显回暖；非标融资方面，前期的收缩态势进一步收窄，显示房企融资可能正边际放松；直接融资方面，在今年地方专项债额度基本发行完毕的背景下，股票融资同比有所上升；而新口径下的企业债融资则受制于去年同期的高基数，同比大幅回落，对当月社融构成拖累。

图：11 月新增社融总量和存量同比（亿元，%）



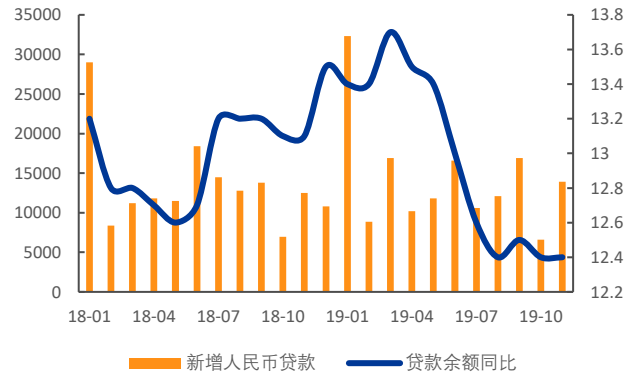
资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：11 月新增社融结构及同比变化（亿元）



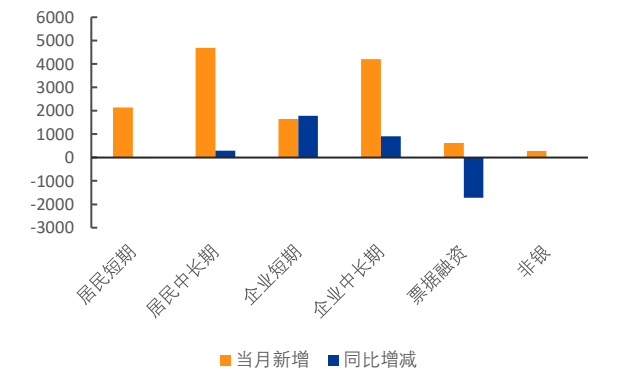
资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：11 月新增人民币贷款和余额同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：11 月新增贷款结构及同比变化（亿元）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

人民币汇率与跨境资金：

贸易谈判释放乐观预期，人民币汇率稳定向好

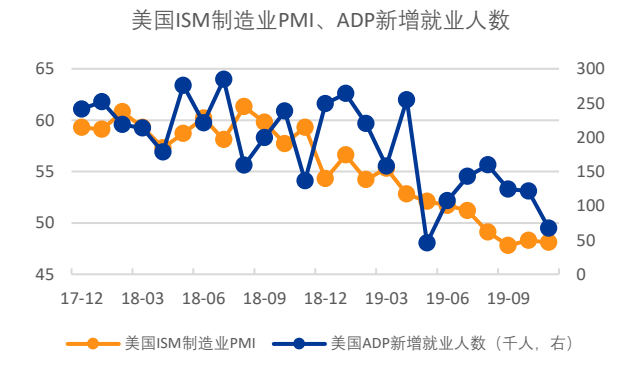
11 月，离岸人民币兑美元即期汇率稳定在“7”。12 月 12 日，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致特朗普释放贸易谈判乐观预期，人民币兑美元汇率一度跳涨 600 个基点。**展望后市，人民币兑美元仍有升值基础。**具体看有三方面因素：**一则是美国经济数据预期负面**，包括 ISM 制造业 PMI 指数已连续 4 个月在荣枯线下运行，企业资本开支低迷，耐用品订单作为先行指标持续下滑，及就业市场出现松动，市场普遍预期美联储在 2020 年仍将有望降息 2 次左右；**二则是美国大选临近**。尽管中美博弈常态化趋势不改，但两党博弈加重将给特朗普与中国尽快签署“阶段性和解”增加压力。**三则是中美十年期国债利差仍维持历史高位**。

11 月份，我国外汇储备环比减少 95.7 亿美元，降幅 0.3%。欧元、日元相对美元贬值及美债收益率上行等估值因素是导致外储规模小幅上升的主要原因。**展望未来，随着人民币汇率形成机制改革在年内连续打破人们“刚兑”预期，开始逐步反映市场真正的供求关系，我国外汇储备压力将相应减轻，保持基本稳定。**

图：11 月人民币对美元即期汇率持续走强

资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：美国制造业 PMI 低位运行，就业市场松动（千人）

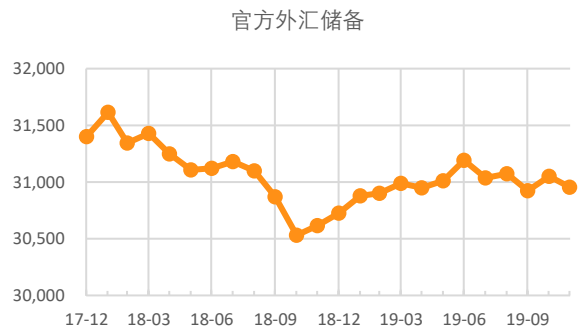


资料来源：Wind、人民银行、美联储、光大控股

图：中美 10 年期国债利差仍处高位（%）

资料来源：Wind、人民银行、美联储、光大控股

图：中国外汇储备存量环比减少



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

2020 年展望：惯性下行，曙光待现

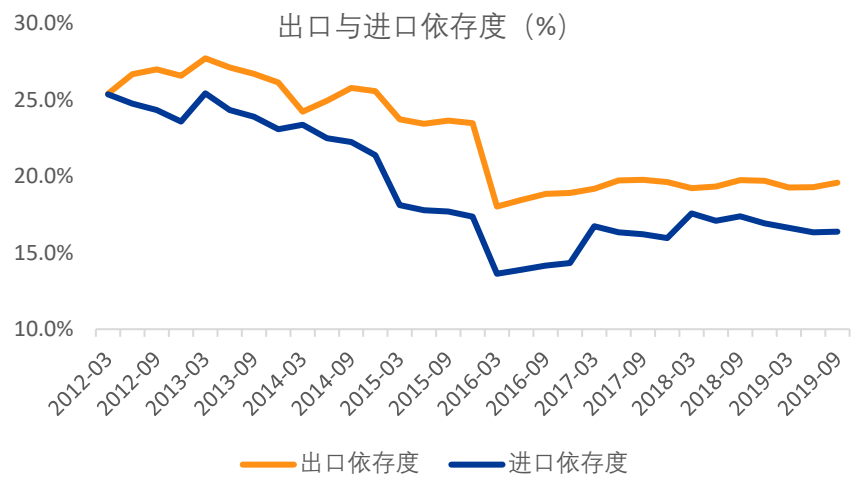
在第 7 期报告内，我们对 2019 全年经济走势与增速进行预判。目前看，对工业生产、进出口贸易与国内消费的全年走势与增速判断相对合理，但是对固定资产投资的判断偏差度较大。

究其原因在于两方面：

第一，低估了美方在贸易战的手段与力度，以及未能深入了解相互加征关税对国内企业利润下滑与产业链转移的负面冲击。尽管中国外贸依存度呈现逐步下滑的趋势，然而受国内经济下行压力加剧，内需提振不足等影响，2019 年外贸依存度不降反升，贸易战对中国经济平稳发展的扰动严重。

第二，低估了中国房地产开发投资的增长韧性，同时高估了“逆周期”调节的力度与灵活性。如上文分析，虽然市场皆知房地产行业处于增量转存量的阶段，但是地产开发周期决定了 2019 年较难出现大幅回落的趋势。此外，尽管 2019 年专项债对基建回升起做有力的支撑，但是“钱不是万能的”，地方政府面临着优质项目缺乏、土地财政收入减少、减税降费的“硬规定”和隐性债务等诸多问题，进而制约着基建反弹。

图：内需减弱，外贸依存度有所提升



资料来源：国家统计局、光大控股

12 月中央政治局会议[18]与中央经济工作会议[19]如期召开。具体而言，以下三方面值得关注：

第一，2020 年金融工作重心有所转移，金融去杠杆的任务暂告一段落。结合央行同期召开的党委扩大会议[20]看：首先，货币政策将持续配合逆周期调节的需要，维持流动性合理充裕，为了提升施政效果，不排除通过行政手段（所谓"改革的办法"）疏通传导机制，最终目标是降低民营小微企业社会融资成本，特别是四大行与股份行，需要做到"服务重心下沉"。其次，要求增加制造业中长期融资，进一步改善信贷结构，信用将适度扩张。最后，扩大金融对外开放，将稳步推进人民币国际化和资本项目可兑换。

第二，地产调控政策相对温和，设立"稳地价、稳房价、稳预期"的管理目标，而基建重要性进一步提升，强调布局"新基建"，具体分析见上文基建投资与房地产开发部分。

第三，强调全面改革。中国经济增长深受改革红利的影响，预计 2020 年经济体制改革将侧重于：1）国有资本布局优化调整；2）财税体制改革；3）资本市场，包括推进创业板和新三板改革；4）加快对外开放的同时，通过积极参与世贸组织改革，加快多双边自贸协议谈判等，转变外部环境。随着各项改革有序推进，制度红利的释放或可助力经济回暖。

整体看，2020 年国内经济增速下行压力不减，但无需过度悲观。明年是"全面小康"实现之年、"十三五"收官之年和"三大攻坚战"最后攻关之年，逆周期调节将持续发挥作用。结合本文的分析，预计政策层将围绕着：

1） 保障基建投资平稳增长；
2） 弱化房地产调控与融资监管力度，为地产投资下行稳降落铺垫；

18 http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/30/content_5417282.htm
19 http://www.12371.cn/2019/12/12/ARTI1576148359199968.shtml
20 http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3939322/index.html

3） 通过产业政策指引，国有资本新布局来稳定制造业投资[21]；
4） 通过汽车升级、城市老旧改造需求和地产竣工周期相关消费促进整体消费“升级”，通过关注下沉市场，挖掘国内需求潜力；
5） 财政政策和货币政策合理调节，对居民消费、居民就业、地方产业、区域经济发展等形成合力。

通过以上五个维度确保经济与国民收入增长实现翻番目标，即 2020 年经济增长需要维持 5.4%以上。

事实上，尽管政策层在两个重要会议上乐观表态，但是 2020 年经济下行趋势已是政策层共识。11 月底，统计局按照第四次经济普查结果修改过往 GDP 总值，已经为政府实行“翻番”目标铺好路径。根据 2018 年国内生产总值修订，最新的数据较初步核算数增长 2.1%，即 2018 年国内生产总值应该是 91.93 万亿元，多增 1.9 万亿元。但是对于其他历史年份的修订还没有公布，所以理论上，目前还没有办法去准确估算 2020 年实现“翻番”目标所需要的增速。

按照 GDP 现价的初步核算数统计，2011-2018 年的增速合计是 86.3%，2019 和 2020 年需要解决剩余的 13.7%，即是如果 2019 年 GDP 增速是 6%，2020 年需要是 7.7%。如果暂时更新 2018 年数据，2019 和 2020 年需要解决的余量是 11.4%，即是如果 2019 年是 6%，2020 年 5.4%以上即可。可见“翻番”目标完全不必担忧，只是一场数字游戏，关键是社会对经济复苏的信心。结合上述一系列判断，我们认为 2020 年 GDP 增速将维持在 5.8%左右。

核心经济指标预测对比（同比增速，单位：%）

类别	2019 年预测（2019 年 1 月）[22]	2019 年 1-11 月数据（截止至 2019 年 11 月）	2020 年预测（2019 年 12 月）
实际 GDP	6.3%	6.2%	5.8% ↓
工业增加值	5.5-6.0%	5.6%	5.0-5.5% ↓
固定资产投资完成额	7.0%	5.2%	5.4-5.8% ↑
-- 基建投资	10.0-1.05%	4.0%	6.0% ↑
-- 制造业投资	9.0%	2.5%	4.5-5.5% ↑
房地产开发投资完成额	7.0-8.0%	10.2%	8.0-9.0% ↓
社会零售消费品总额	8.0-9.0%	8.0%	7.5-8.0% ↓
出口（以美元计价）	-	-0.3%	3.0-4.0% ↑

资料来源：团队测算，光大控股

尽管经济基本面依然承压，我们认为二级市场权益已逐步具备上行基础。一是，上市企业盈利修复。前三季度，主板盈利增速大幅回升、全 A 及中小板盈利增速由负转正，创业板盈利增速虽仍为负值，但负增长势头已明显减缓。历史上 6 轮牛市中有 5 段牛市都伴随着企业盈利的修复。**二是，高频降息箭在弦上。**虽然代表规模以上企业的上市公司群体的盈利情况已初现修复，货币政策制定当局的首要目标仍是托底经济增速，而降低长尾中小民企的融资成本，化解潜在债务风险仍是重中之重。故预计央行 2020 年将进一步高频降息；而利率之于资本市场，正如地心引力之于

[21] “引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”
[22] 见第 7 期报告《经济增长滑落历史低位，结构调整严冬悄然屹立》 https://www.everbright.com/en/insights?insight_tid=115

物理，流动性改善有望推动市场估值的低位修复。**三是，外资持续净流入。**根据 MSCI 纳入 A 股至其指数体系的路线图，未来 5 年至 10 年，外资将每年净流入 A 股市场 2000-4000 亿元。海外资金的持续入市将长期、有力助推市场资金面。**在此基础上，我们认为绩优大盘股更具备上行潜力。一是大盘股符合外资作为增量资金的持股偏好。**未来 5 年至 10 年，外资持股比例将从现在的 2%上升到 5-10%，占流通股比例的近 20%，成为 A 股市场最大类别的机构投资者，而外资更偏好配置具有中国特色的绩优大盘股。**二是外资持续流入将带动 A 股市场估值国际化。**A 股小盘股较国际市场同业公司普遍溢价较高，大盘股在估值层面更有上行空间。

关于股权投资市场的判断，请参考本期独立的股权投资月报。

总结与风险提示

总体看，11 月国内经济供需两端均有所回暖，进一步增强了全年经济增速 6%以上的预期。从生产端看，随着季初效应减弱，在以汽车为首的制造业低位补库存和基建扩张预期加强的双重推动下，当月工业生产确实如期修复。不过细项数据亦说明，政策调节对工业生产的月度间透支或前置作用明显，需求始终偏弱。

当月固定资产投资完成状况与国内消费市场表现则直接验证了生产需求疲软的判断。虽然 11 月整体固定资产投资增长回升调，但是主要靠基建投资与房地产开发，前值反弹空间有限，后续下行趋势明确。此外，“双 11”电商促销确实带动着可选消费的回升，但是若剔除通胀因素，国内消费需求持续疲软，线上消费提振作用显著是对线下消费的挤压的表现，整体刺激效果一般。11 月进出口虽然持续负增长，但是受益于当月进口增长大幅回调，增速由负转正的影响，增速修复明显。

关于潜在风险方面，建议关注以下三方面：

第一，当前中美所达成的第一阶段协议基本上是最大公约数了，后续涉及高端制造业和科技领域的谈判将“雪上加霜”，美国大选或对中美关系和贸易谈判带来较大不确定性；

第二，临近年末，民营企业和中小房企的资金面压力问题，需要关注债券违约风险；

第三，居民失业压力。

关于作者

张静春
副总监 战略及协同发展部
jingchun.zhang@everbright.com

林之骏
高级主任 战略及协同发展部
paul.lam@everbright.com

周鸿运
主任 战略及协同发展部
tyrion.zhou@everbright.com

关于中国光大控股有限公司

中国光大控股有限公司（「光大控股」，股份代号：165.HK）于 1997 年在香港成立，拥有超过 20 年私募 股权投资及资产管理经验，是中国领先的跨境投资及资产管理公司，母公司为中国光大集团。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，与投资者共同培育了众多具高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。此外，光大控股利用强大的自有资金，培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商「中飞租赁」、孵化了人工智能物联网的独角兽公司「光控特斯联」，以及整合国内中高端养老产业，致力打造优质的养老品牌。

截至 2019 年 6 月 30 日， 光大控股共管理 64 只基金， 已完成募资规模港币 1,454 亿元。

通过所管理的基金和自有资金，光大控股已分别在中国及世界各地投资了包括银联商务、金风科技、中节能风电、华灿光电、华大基因、贝达药业、美中宜和、先健科技、分众传媒、爱奇艺、商汤科技、蔚来汽车、阿尔巴尼亚首都机场、挪威 Boreal 公交公司、美国 BPG 集团、美国 Wish 电商平台、Xjet 3D 打印、Satixfy 等在内的超过 300 家企业，投资产业覆盖房地产、飞机租赁、医疗健康、养老产业、新能源、基础设施、高端制造业、高新科技、文化消费等，其中有超过 150 家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

光大控股是光大证券（股份代号：601788.SH、6178.HK）的第二大股东和光大银行（股份代号：601818.SH、6818.HK）的策略性股东、光大嘉宝股份有限公司（股份代号：600622.SH）的第一大股东、在香港上市的中国飞机租赁集团控股有限公司（股份代号：1848.HK）的第一大股东和光控精技有限公司（股份代号：3302.HK）的控股股东之一，以及在新加坡上市的英利国际置业股份有限公司（股份代号：5DM.SGX）的第二大股东。光大控股及下属公司目前在香港、北京、上海、深圳、天津、新加坡、都柏林等地设有办公室。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「沪港通」和「深港通」启动后，光大控股成为可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「专注致远 顺势有为」的信念，立足香港这一中西交融之地，专注于跨境资产管理，通过国际化的平台、专精的投资团队，顺势有为，以多视角洞察全球市场变化带来的投资机遇，灵活应变，致力成为中国跨境投资及资产管理行业的先行者。

如欲了解更多光大控股的信息，请浏览 www.everbright.com。

免责声明

本报告由中国光大控股有限公司（「本公司」)撰写，本报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用本报告而使本公司及其附属及联营公司(合称「本集团」)违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使本集团受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。

本报告所载的内容及观点只提供给收件人作参考之用，不构成任何投资建议，不存在邀约或招揽购买或出售任何证券的企图，也不构成在会受到法律或法例限制或禁止的任何司法权区购买或出售证券的邀约或招揽。

本报告并未考虑到任何人士的目标、财务状况或需要。本报告的内容不应被视为法律、税务、投资或其他意见，如需要，阁下应寻求相关专业顾问的意见。本报告所载信息并不足够对任何投资计划作出全面评估，阁下不应依赖本报告所载信息。潜在投资者在做出与本报告内提及之投资计划有关的投资决策时，应完全以适当的尽职调查作为决策准则。本报告内提述的相关投资等可涉及投资风险。本报告内的例子仅供参考，概不保证任何特定投资目标将会达成或任何期望达致该等目标的投资策略将会成功。

本报告内提述的能力仅适用于有经济能力及愿意承受投资策略所带来风险的人士。未来表现无法预知。本报告可能载有的意见、预测及其他前瞻性陈述均受不同风险及不确定因素影响，实际事件或结果可能与该等前瞻性陈述所载者截然不同。本报告显示的实际或模拟过往表现不应被视作日后表现的指标。

本公司不会就本报告所载的资料、意见及结论之准确性或完整性，明示或默示作出任何陈述或保证。于撰写本报告时，本公司依赖外部资料来源的准确性及全面性，并无独立验证此等资料。本集团可发出其它与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本集团的立场。在法律容许的最大程度下，本集团、其等董事、雇员或代理不对任何因使用本报告、其内容或其他因本报告而引致或所涉及的任何损失负责。

在提供本报告内提及的金融服务时，本集团、其等董事、雇员及人员可能扮演不同及有潜在冲突的角色。本集团可能不时出任产品的受托人、管理人、过户处、保管机构、投资经理、投资顾问、代表或其他与产品有关的相关人员，而该等产品的投资目标可能会与本报告内提及的产品投资目标相同。鉴于该等角色存在冲突，本集团的利益可能不时与投资者的利益不一致，本集团可能亦会因出任该等角色而获得报酬。本集团有利益冲突政策，以有效管理利益冲突。

本报告中提述的个别公司并非本集团的投资建议。本集团现时管理的投资组合可能已包括或未包括该等公司，本报告提述该等公司只用于说明目的。

版权说明

中国光大控股有限公司版权所有。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。

官网　　微信

版权所有© 中国光大控股有限公司