

# 民银智库研究

2018年第29期

总第89期

中国民生银行研究院

2018年12月5日

## 全面深化改革开放 加快推进转型升级

——2019年全球与中国宏观经济形势展望

### 宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅瑾

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- **2018年全球经济呈现触顶迹象，2019年全球经济增速预计将由3.7%渐进放缓至3.5%。**全球金融周期进入下行阶段将抬高资金成本，贸易保护主义将导致更多的要素流动摩擦，地缘政治因素将继续冲击全球复苏。美国大概率出现减速，2019年美联储可能加息2次；欧洲经济复苏仍将缓慢，政治风险不确定性仍存，货币政策正常化将谨慎推进；日本在超宽松货币政策延续、与中欧合作加强等利好下，将继续维持稳步增长；新兴市场增长将继续分化，个别国家风险将继续暴露。
- **2018年我国经济下行压力逐渐显现，预计全年增速为6.6%，低于2017年的6.9%。**2018年三季度GDP增速跌至6.5%，创危机以来季度新低。7月以后，去杠杆政策向稳杠杆过渡，宏观调控逐渐向稳增长倾斜，经济出现企稳迹象。基建投资反弹带动固定资产投资走稳，出口抢跑因素和人民币汇率走弱使外贸仍有韧性，但社会消费品零售总额持续处于弱势。产业结构有所优化，通胀压力温和可控。
- **2019年我国经济增速或将小幅放缓至6.3%左右。**全球复苏共振已接近尾声，外需难有起色；高债务率仍将制约投资与消费，企业与居民的信心与预期较弱，房地产正处在周期向下拐点，金融去杠杆虽告一段落，但信用扩张意愿不足，风险偏好较低，因此2019年经济增速继续回落的压力仍然较大。预计2019年GDP同比增长6.3%，投资同比增长5.5%，消费同比增长8.8%，出口同比增长3%，进口同比增长10%，CPI同比上涨2.3%，PPI同比上涨1.5%，年末M2同比增长8.5%，财政赤字率约3%，人民币汇率保持在6.5-7.3区间。
- **政策展望与建议。**预计2019年经济政策的基调是继续落实好“六稳”部署，处理好稳增长、调结构、防风险的关系，继续深化供给侧结构性改革。我们建议应继续全面深化改革开放，加快推进实体经济转型升级。一是“稳外修内”并进，全方位积极有效应对中美贸易摩擦；二是运用“四分法”全面重新认识政府与市场的关系；三是大力推进以“四个三”为整体框架的全面改革；四是加快构建服务民企的“滴灌融资系统”，有效缓解民企融资难融资贵。

## 目 录

<b>一、全球经济形势：2018 年回顾与 2019 年展望</b>	<b>1</b>
<b>(一) 2018 年全球经济回顾：经济呈现触顶迹象</b>	<b>1</b>
1. 美国：经济强劲增长，加息稳步推进，中期选举尘埃落定	1
2. 欧洲：经济复苏放缓，风险暂时缓和，货币政策保持宽松	3
3. 日本：经济温和增长，通胀略有改善，维持超宽松基调	5
4. 新兴经济体：复苏有所分化，宽松政策转向	7
<b>(二) 2019 年全球经济展望：经济增速渐进放缓</b>	<b>9</b>
1. 美国：经济增速逐渐回落，风险因素不容忽视	10
2. 欧洲：经济复苏仍将缓慢，货币政策正常化谨慎渐进	11
3. 日本：经济继续小幅放缓，货币政策继续宽松	12
4. 新兴经济体：增长将继续分化，风险或局部爆发	13
<b>(三) 2019 年需关注的风险点</b>	<b>14</b>
1. 贸易保护影响加剧	15
2. 全球金融环境趋紧	15
3. 地缘政治风险升温	15
4. 金融市场动荡持续	16
<b>二、中国经济形势：2018 年回顾与 2019 年展望</b>	<b>18</b>
<b>(一) 2018 年中国经济回顾：经济运行稳中有变</b>	<b>18</b>
1. 供给端：工业生产持续放缓，服务业稳中趋降	18
2. 需求端：投资消费弱于预期，出口韧性十足	19
3. 通胀形势：食品价格推升 CPI，核心通胀保持温和水平	23
4. 金融环境：从去杠杆到稳杠杆，从宽货币到宽信用	25
5. 政策基调：稳增长逐渐加码	27
<b>(二) 2019 年中国经济展望：增速继续小幅放缓，政策发力稳增长</b>	<b>29</b>
1. 供给端：工业缓慢下行，服务业企稳回升	29
2. 需求端：三驾马车都有减速风险	30
3. 通胀形势：通胀中枢温和提升	34
4. 金融环境：供给偏紧局面有望缓解	36
5. 政策基调：处理好稳增长、调结构、防风险关系	37

(三) 2019 年需关注的风险点 .....	40
1. 中美贸易摩擦具有长期性和严峻性.....	40
2. 房地产市场波动加剧 .....	40
3. 就业压力可能上升 .....	41
<b>三、政策建议.....</b>	<b>41</b>
(一) “稳外修内” 并进，全方位积极有效应对中美贸易摩擦 .....	41
(二) 运用“四分法” 全面重新认识政府与市场的关系 .....	42
(三) 大力推进以“四个三” 为整体框架的全面改革 .....	43
(四) 加快构建服务民企的“滴灌融资系统”，有效缓解民企融资难融资贵 .....	43
<b>主要宏观经济及金融数据一览表.....</b>	<b>45</b>

## 一、全球经济形势：2018 年回顾与 2019 年展望

### （一）2018 年全球经济回顾：经济呈现触顶迹象

始于 2016 年的全球经济复苏共振在 2018 年呈现见顶迹象。受贸易保护主义抬头、美国货币政策持续收紧以及地缘政治风险升温等因素影响，全球经济逐渐减速。全球制造业 PMI 由 1 月的 54.4% 降至 10 月的 52.1%，创 2016 年底以来新低。IMF 在 2018 年 10 月的《世界经济展望》将 2018 和 2019 年增速预期均下调 0.2 个百分点至 3.7%，这是近两年来的首次。OECD 则做出了全球经济拐点将至的判断，认为 2019 年全球经济增速将由 3.7% 回落至 3.5%。

具体来看，美国经济在税改等有利因素推动下保持强劲增长，通胀达到政策目标，失业率维持在 1969 年来最低，预计全年 GDP 将增长 2.9%，高于上年的 2.2%，美联储全年将加息 4 次，并继续缩表进程。欧洲经济有所放缓，预计全年 GDP 增长 2%，低于 2017 年的 2.4%，但英国脱欧与意大利财政预算案等政治风险暂时得到缓解，QE 预计将在 2018 年末结束。日本经济同样出现放缓，预计全年 GDP 将增长 1.1%，低于 2017 年的 1.7%，由于通胀低迷，日本央行继续维持超宽松货币政策，并对框架作出微调。新兴经济体复苏分化，面对美联储加息、通胀上升和汇率波动，多国货币政策被迫由宽松转向收紧，全球复苏共振趋弱。

#### 1. 美国：经济强劲增长，加息稳步推进，中期选举尘埃落定

2018 年，在税改等有利因素推动下，美国经济增势强劲。2018 年一季度美国实际 GDP 年化季调环比终值为 2.0%，较前一季度回落 0.9 个百分点，但主要受恶劣天气影响，属于正常季节性波动。二季度增长 4.2%，创近 4 年来新高。三季度经济增速继续好于预期，实际 GDP 年化季环比修正值为 3.5%，创近 4 年来同期最好表现，主要是受益于消费者支出增加、企业补充库存以及政府支出增加。美国经济扩张进入第九个年头，本轮扩张持续时间已达到历史第二长。

**通胀上行冲高回落。**2018 年 1 至 7 月，以 PCE 和 CPI 衡量的美国通货膨胀率上升势头明显，核心 CPI 同比涨幅自 2018 年 3 月后持续高于 2%，7 月核心 CPI 最高升至 2.4%，同期 PCE 最高升至 2.35%。8 月以

来，通胀指标连续回落，10 月核心 CPI 同比增速回落至 2.1%，核心 PCE 回落至 1.8%。

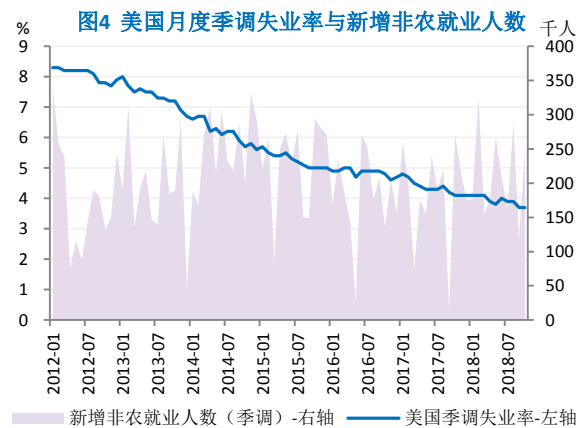
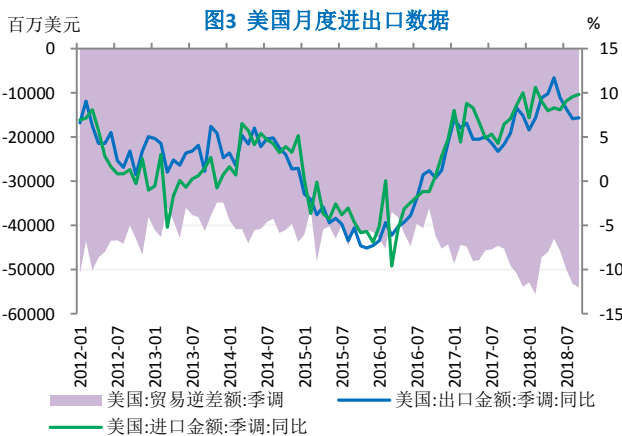
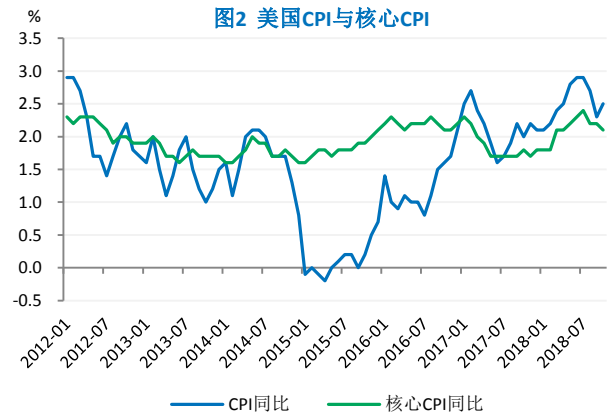
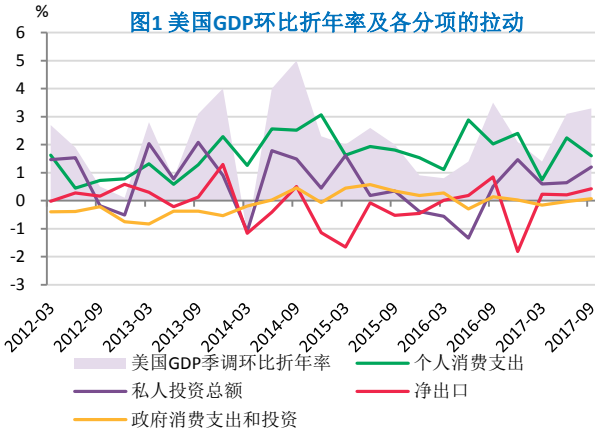
**失业率维持 1969 年来最低。**受就业环境改善和市场活力增强等利好因素驱动，美国失业率持续下降，9 月降至 3.7%，为 1969 年以来最低水平，10 月继续维持此低位。10 月美新增非农就业人数 25 万人，超出预期值达 5 万人；劳动参与率升至 62.9%，较 9 月抬高 0.2 个百分点。目前美国已进入充分就业状态，短期内劳动力市场有望延续向好态势。

**外贸规模继续扩大，贸易逆差不断走高。**美国国内消费需求回暖促使对外贸易进口额上升，主要贸易伙伴的需求增加也提振了货物和服务出口动力，美国进出口总额呈现逐步扩大态势。2018 年 9 月，美国外贸规模增至 4792 亿美元，其中进口额 2666 亿美元，出口额 2126 亿美元。此外，美国单边贸易保护主义政策并未有效缩减贸易逆差，9 月美国贸易逆差额升至 540 亿美元，创近 7 个月来新高，对华贸易逆差额扩大至 402.4 亿美元，创历史新高。

**美联储稳步推进货币正常化进程。**基于美国经济基本面良好，美联储继续按计划推进货币政策正常化进程。自 2015 年以来，美联储已加息 8 次，2015 年及 2016 年分别加息一次，2017 年加息 3 次，2018 年 3 月、6 月和 9 月分别加息 25bp，目前联邦基金目标利率水平达到 2%-2.25%。9 月 FOMC 点阵图显示，2018 年、2019 年美联储利率目标分别为 2.375%、3.125%，2020 年和 2021 年利率目标为 3.375%，这意味着 2018 年将还有 1 次加息，2019 年和 2020 年将分别加息 3 次和 1 次。不过，美联储主席鲍威尔近期表示，美国利率已“非常接近”中性利率水平，未来美联储在制定货币政策时将更加注重经济数据，将数据与经济模型和对经济健康状况的判断相结合，当出现全球需求放缓、美国财政刺激消退以及加息对经济出现滞后影响等迹象后，美联储或将暂停加息。短期内预计美联储将继续保持渐进加息路径，2018 年 12 月继续加息的节奏料不会改变，其后美联储或将考虑重新考虑及设定新的货币政策路径。

**中期选举尘埃落定，结果符合市场预期。**11 月 6 日，美国国会中期选举如期举行，本次选举既是对特朗普政府两年来执政成绩的一次大考，也是共和、民主两党内部以及美国政治格局的重新洗牌，关系着未来两年乃至更久的美国政治走向。选举结果基本符合市场预期，共和党成功保住并扩大了在参议院的多数优势，但民主党夺回众议院控制权，美国国会再度陷入“分裂”局面。这意味着未来美国国会可能会在多项议题

上出现僵持局面，特朗普政府内政外交将受到更多牵制。国内政策方面，预计国会将会对政府赤字采取限制，阻挠特朗普的二次税改和大规模基建计划。对外政策方面，考虑到国会两党在对华政策上并无本质分歧，美国对华的贸易政策态度预计将保持延续。



数据来源：WIND

## 2. 欧洲：经济复苏放缓，风险暂时缓和，货币政策保持宽松

**2018 年欧元区经济复苏放缓。**2018 年前三季度欧元区 GDP 季调同比增速持续下滑，分别为 2.4%、2.2%和 1.7%，其中三季度增速创 2015 年以来新低。分国别来看，受出口下滑影响，欧洲经济“火车头”德国经济动能显著放缓，三季度季调环比增速仅为-0.2%，为 2015 年二季度以来首次出现负增长，拖累欧元区经济增长。**生产动能减弱。**受贸易纷争导致出口恶化影响，制造业尤为疲软，制造业 PMI 持续下滑，至 11 月降至 51.5%，创 2016 年 3 月以来新低，同时制造业带来的经济放缓也已蔓

延至服务业，致使服务业 PMI 总体趋弱。需求增长放缓。2018 年 9 月，欧元区零售销售指数同比增长 0.8%，为 2014 年 10 月以来次低，显示内需下滑。从需求端对 GDP 的拉动率来看，消费仍是欧元区经济增长的首要引擎，但自 2017 年三季度以来持续减弱，至 2018 年二季度已降至 2015 年以来新低，成为经济增长放缓的主要原因。

**政治风险与贸易摩擦均暂时得到缓解。2018 年欧元区最显著的两项政治风险——英国“脱欧”协议和意大利财政预算案均迎来曙光。**英国方面，在经历了两任英国“脱欧”大臣辞职、与欧盟谈判一波三折后，在 11 月 25 日迎来了欧盟对英国“脱欧”协议的批准。这意味着“脱欧”谈判一年多以来终于取得重大成果，协议只需再通过英国议会批准以及欧盟其他成员国分别表决通过即可生效。**意大利方面**，新政府提交的财政预算案将 2019 年赤字占 GDP 比重目标设为 2.4%，大幅高于上届政府 2018 年 1.6%和 2019 年 0.8%的目标，被欧盟驳回。尽管意大利多次声称不考虑修改预算案，但在欧盟表示可能对其实行“超额赤字程序”(EDP)并涉及巨额罚款后，意大利松口称可能调整 2019 年赤字目标，与欧盟之间的谈判有望开启。**欧盟与美国贸易摩擦暂时缓解。**7 月 25 日，美国总统特朗普与欧盟委员会主席容克就双边贸易问题达成“初步协议”，双方将通过谈判化解钢铝关税和报复性关税问题，期间不会进一步相互加征关税，欧盟同意增加从美国进口液化天然气和大豆，美欧贸易摩擦暂时缓解。8 月份欧美贸易谈判代表举行会面，称有望解决部分技术性的贸易壁垒，并达成部分协议。

**欧央行结束 QE 购债，货币政策维持宽松。**2018 年 3 月，欧央行乐观评估经济，并删除了前瞻指引中“必要时扩大 QE”措辞，显示出货币政策回归正常化已是大势所趋。然而，随着全球贸易摩擦升级、欧元区内部风险显著、经济复苏放缓，二季度以来，欧央行货币政策声明和行长德拉吉讲话均保持了相对“鸽派”的论调，试图安抚市场对其加快回归货币政策正常化的担忧。在 10 月的货币政策会议上，欧央行宣布维持三大利率不变，确认 11-12 月将购债规模从 300 亿欧元降至 150 亿欧元，强调将在 12 月底结束 QE，并维持当前利率水平至少到 2019 年夏天。11 月 26 日，欧洲央行行长德拉吉表示，随着未来数据证实中期通胀前景，欧央行继续预计净资产购买将在 2018 年 12 月结束。**但德拉吉强调，QE 的结束并不是意味着经济刺激政策的结束。为了确保通货膨胀朝着欧央**

行的目标可持续地发展，在结束债券购买之后，欧央行仍将保持相当程度的货币政策刺激措施。

图5 欧元区GDP与三大需求对GDP的拉动

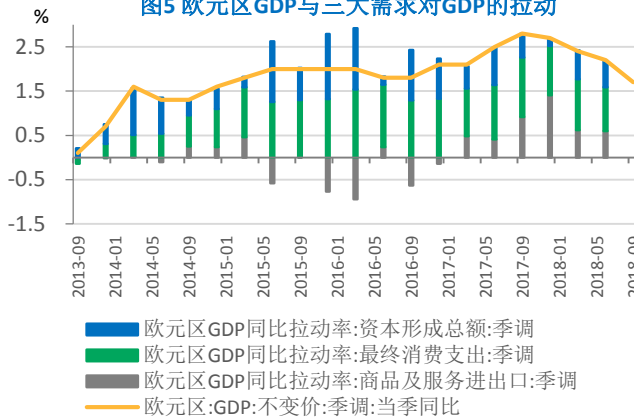


图6 欧元区制造业PMI与工业产出同比

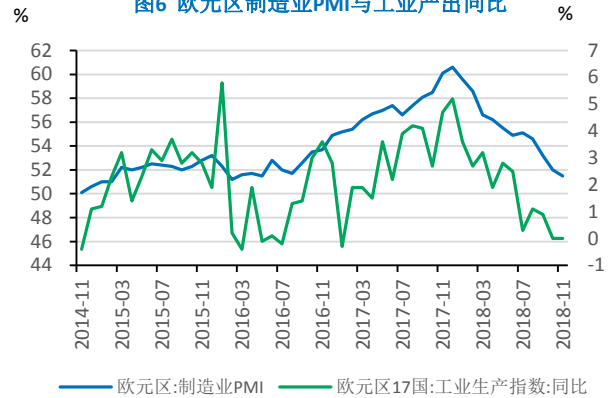


图7 欧元区消费数据及消费者信心指数

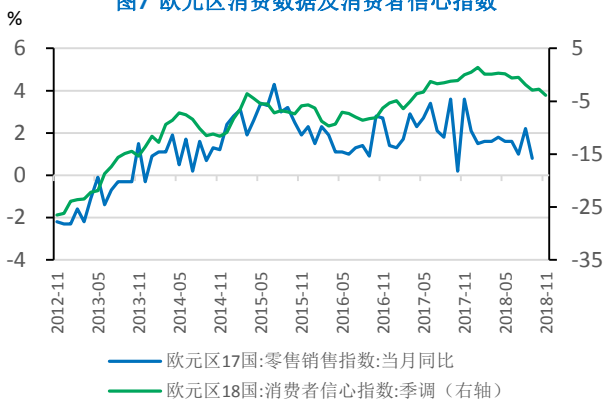
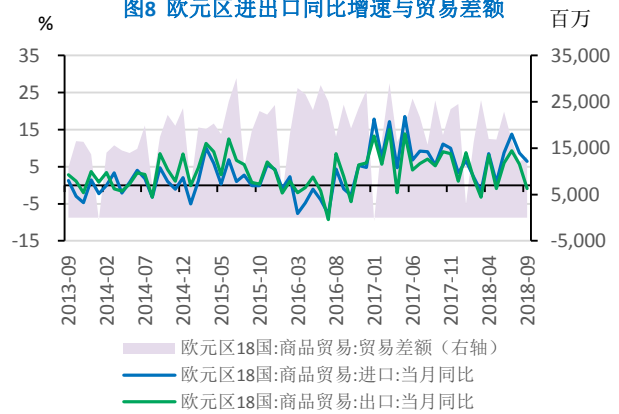


图8 欧元区进出口同比增速与贸易差额



数据来源: WIND

### 3. 日本: 经济温和增长, 通胀略有改善, 维持超宽松基调

2018年, 日本经济增速较上年有所放缓, 但仍实现温和扩张, 其增长呈现一波三折状态。一季度经济出现萎缩, GDP环比下降0.3%, 结束了近28年来连续8个季度的最长经济扩张期, 同比增长1.1%, 回落至近5个季度以来的最低水平, 其主要原因在于私人消费疲弱、资本支出下滑、日元兑美元汇率走高影响出口。二季度经济强劲反弹, GDP环比增长0.8%, 达到近两年最高, 同比增长1.4%, 较上季度加快0.3个百分点, 这主要得益于私人消费的改善、强劲的资本支出以及稳定的海外需求。三季度经济再次出现萎缩, GDP环比下降0.3%, 明显低于日本潜在经济增长率1%的幅度, 同比增长0.4%, 较上季度大幅回落1个百分点, 这很大程度上是受临时性因素影响。2018年夏天日本西部暴雨、台风以及北海道地震等自然灾害接连不断, 导致内外需双双下降。四季度经济



有望出现反弹，在灾区重建需求、企业利润改善和劳动力市场紧俏等因素的带动下，经济将继续保持温和扩张态势，但同时也面临一些下行风险，包括中美经济放缓、贸易保护主义抬头等。

**通胀有所改善。**2017 年，日本 CPI 及核心 CPI 涨幅均为 0.5%。2018 年，受能源价格上涨影响，日本通胀水平继续改善，10 月核心 CPI 同比增长 1.0%，为 2015 年 4 月以来的最高水平，但离 2% 的目标还有很大距离。日本央行在 4 月下旬的货币政策会议上删除了有关实现通胀目标时间表的措辞，此前日本央行已 6 次推迟通胀目标达成时间，这表明日本央行认为物价前景风险偏向下行，核心 CPI 将逐渐朝着 2% 的目标发展，但会需要比预计更多的时间。在日本央行发布的 2018 年 10 月经济展望报告中，将 2018 年的通胀预期下调至 0.9%，同时将 2019 年和 2020 年的通胀预期下调至 1.4% 和 1.5%。

**维持超宽松货币政策。**为保持经济增长动能，实现通胀水平达到 2% 的政策目标，日本央行决定维持超宽松货币政策不变，并对其框架进行一些微调，包括引入货币政策前瞻性指引、调整 ETF 购买结构、给予购债操作更大的灵活性、持续减少购债规模等，以控制央行总资产规模、重振被日本央行的购买行为严重扭曲的市场、鼓励金融机构之间进行更多的交易活动、使政府债券市场能够更好地反映基本面。

**与中国关系从竞争走向协调。**2018 年以来日本积极调整对外战略，与中国高层交往和各领域交流日益增多，中日关系改善势头持续加强。2018 年 10 月 25 日至 27 日，日本首相安倍晋三正式访华，这是日本首相近 7 年来首次正式访华。此次访问取得了一系列丰硕成果：一是中日两国建立共同开拓第三方市场的合作机制，宣告日本间接参与中国倡导的“一带一路”战略构想；二是重新启动停止了五年的中日货币互换协议，有利于降低两国货币风险和交易成本，促进金融合作；三是签署了 AEO 互认安排，有效降低两国企业港口、保险、物流等贸易成本，提升国际竞争力；四是邀请中国元首访问日本。当前国际形势下，随着两国关系开启由“竞争”到“协调”的新阶段，将在共同维护自由贸易、反对保护主义，加速推进中日韩自贸区和区域全面经济伙伴关系协定谈判，以实际行动推动亚太区域经济一体化进程等方面发挥更大作用。

图9 日本GDP季度同比增速

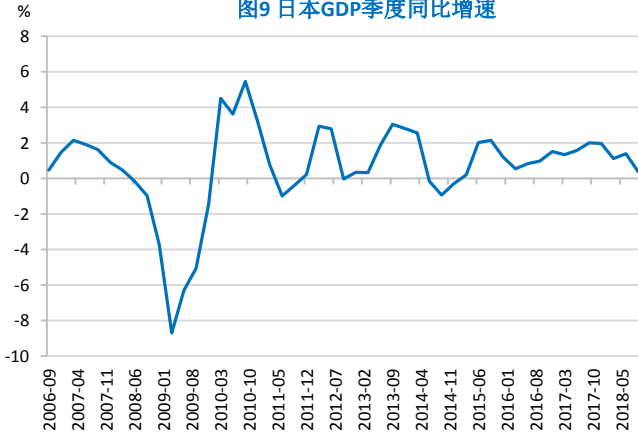


图10 日本消费、出口和投资季度同比增速

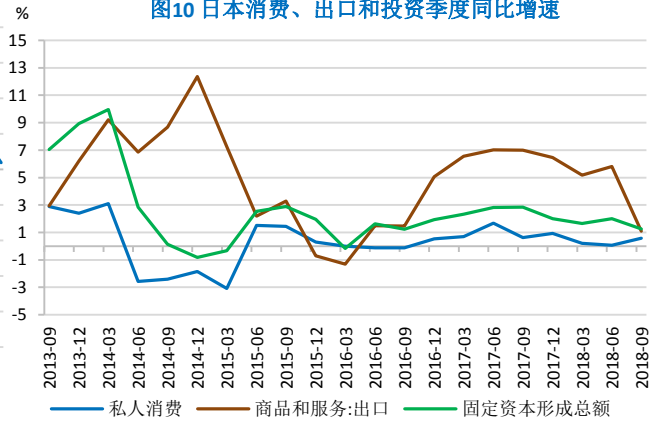


图11 日本失业率

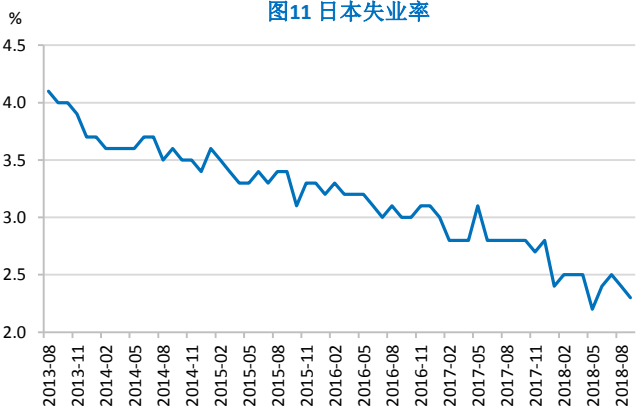
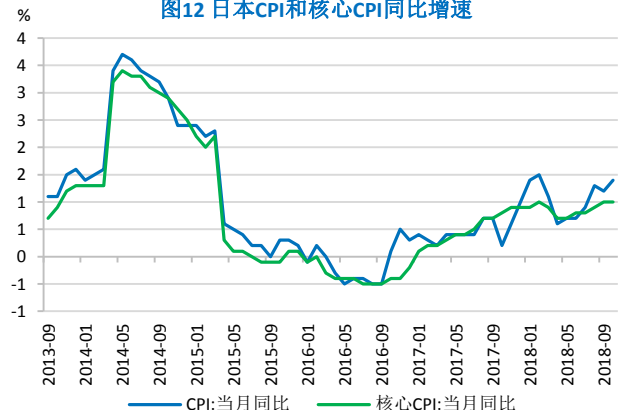


图12 日本CPI和核心CPI同比增速



数据来源：WIND

#### 4. 新兴经济体：复苏有所分化，宽松政策转向

2018年，受美国持续加息缩表影响，资金从新兴经济体向美国回流，引发了货币贬值、市场动荡，部分新兴经济体被迫选择加息。从MSCI新兴市场指数来看，2018年以来，MSCI新兴市场指数持续下滑，目前已回落至2017年初水平。同时，主要新兴经济体通胀均有所上升，除巴西维持基准利率不变外，其余各国均已开启加息。

印度经济增长遭遇货币贬值和通货膨胀，货币政策姿态由“中性”转向“适度收紧”。2018年，印度经济保持较好增长态势，制造业景气复苏，服务业景气企稳，一、二季度GDP同比增速分别为7.7%和8.2%，延续了2017年三季度以来的涨势。由于受经济扩张、国际油价上涨和卢比贬值等因素影响，CPI在4.5%附近波动上扬，通胀水平连续9个月高于央行合意水平。2018年6月和8月，印度央行连续两次加息25基点，将回购利率从6%上调至6.5%，为四年来首次加息，同时印度央行强调货币政策仍然维持中性，在引导价格和汇率走稳同时，力图避免影响经

经济增长。8 月以来，受土耳其货币危机影响和全球经济动荡冲击，卢比继续贬值，一度触及 1 美元对 70 卢比的心理关口。三季度以来，印度经济增长势头放缓，生产端和服务业经济有所下滑，加之国际油价回落，通胀压力减弱。10 月的议息会议，印度央行宣布维持政策利率不变，但是考虑到通胀风险仍偏向上行，货币政策立场从“中性”转为“适度收紧”。

**政治不确定性和卡车司机罢工给巴西经济蒙上阴影，央行结束降息周期维持基准利率不变。**2018 年是巴西选举年，社会自由党候选人博尔索纳罗最终获胜。5 月份，因不满油价大幅、快速上涨，全国卡车司机罢工，诸多企业被迫停止生产，影响多个行业。上半年，巴西经济复苏步伐放缓，一季度和二季度 GDP 同比增速分别为 1.2% 和 1%。广义消费者物价指数同比增速由 1 月的 2.9% 回落至 3 月的 2.7%，之后一路攀升至 6 月的 4.4%，达到近 12 个月以来最高值。下半年以来，巴西经济复苏基础仍不稳固，制造业温和扩张，服务业景气在荣枯线附近波动，通胀水平持续攀升，已经接近央行政策目标。巴西央行曾于 2 月和 3 月连续两次降低基准利率 50 基点至 6.5%，其后连续 5 次维持基准利率不变，央行表示，最近经济指标指向经济复苏较 2018 年初所预期的更为缓慢，通胀数据则处于适当水准。巴西政府已将 2018 年经济增长预期由此前的 1.6% 下调至 1.4%，同时将通胀预期由此前的 4.1% 上调至 4.3%。

**大宗商品价格回升支撑俄罗斯经济复苏，央行四年来首次加息。**2018 年是俄罗斯选举年。3 月，普京在总统大选中以绝对优势获胜，并开始其第四个总统任期。得益于大宗商品价格上涨，俄罗斯上半年经济温和复苏，一、二季度 GDP 同比增速分别为 1.3% 和 1.9%，CPI 同比涨幅位于 2.2%-2.4% 区间。央行继续实施货币宽松政策，2 月和 3 月连续两次下调基准利率 50 基点至 7.25%。进入下半年，外部环境发生较大变化，欧洲和美国相继宣布对俄罗斯实施经济制裁，贸易保护主义抬头，地缘政治紧张局势升级，卢布大幅贬值。俄罗斯经济复苏步伐有所放缓，通胀有所上升。俄罗斯央行 9 月意外宣布将基准利率从 7.25% 上调至 7.5%，为 2014 年以来首次加息，结束了四年多的降息周期。针对美国的经济制裁，俄罗斯正在采取多种措施摆脱对美元的依赖，包括在国际贸易中更多地转向由其他外币进行结算，弱化美元在储备中的作用，以及构建第三方支付体系等。

**南非经济陷入技术性衰退，央行两年多来首次上调利率。**2018 年上半年，南非经济环比增速连续两个季度萎缩，九年来经济首次陷入技术

性衰退，央行于 3 月将基准利率由 6.75% 降至 6.5%。下半年以来，经济复苏仍然缓慢，生产端景气持续低迷，PMI 一直低于荣枯线，通胀一路攀升至 5% 左右。11 月 22 日，南非央行上调基准回购利率 25 个基点至 6.75%，为 2016 年一季度以来首次加息。央行给出的加息理由是遏制通胀，而当前经济挑战主要是结构性的，不能简单用货币政策解决。南非央行同时将 2018 年经济增速预期由此前的 0.7% 下调至 0.6%。

图13 MSCI新兴市场指数

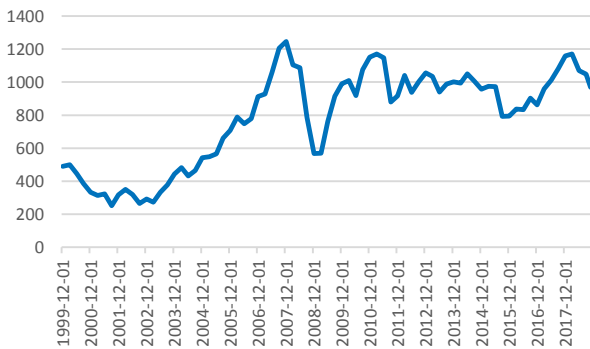


图14 “金砖国家” GDP增速

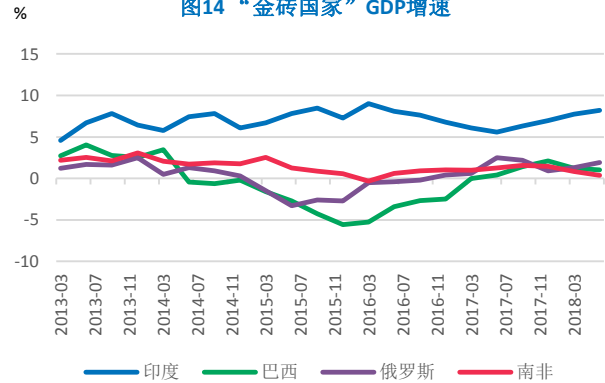


图15 “金砖国家” 通货膨胀率

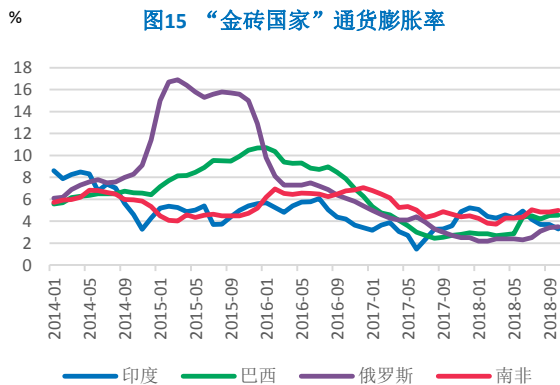
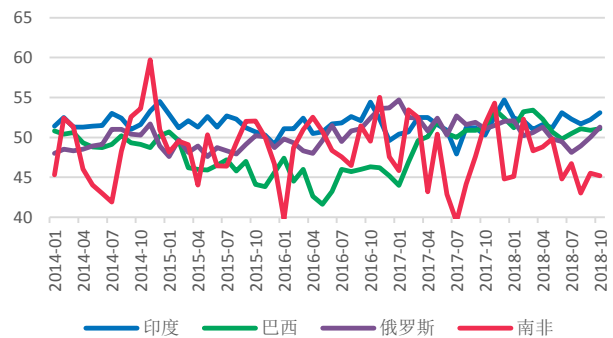


图16 “金砖国家” 制造业PMI



数据来源：WIND

## (二) 2019 年全球经济展望：经济增速渐进放缓

展望 2019 年，全球经济在经历了过去两年的强劲复苏后将面临减速风险。随着更多的发达国家开始边际收紧货币政策，全球金融周期进入下行阶段，贸易保护主义将导致更多的要素流动摩擦，地缘政治因素将继续冲击全球复苏。分国别看，美国随着刺激政策边际效用减弱和持续加息效应叠加，债务和财政压力加大，大概率出现减速，2019 年美联储可能加息 2 次；欧洲经济复苏仍将缓慢，政治风险不确定性仍存，货币政策正常化将谨慎推进；日本在超宽松货币政策延续、与中欧合作加强

等利好下，将继续维持稳步增长；新兴市场在全球经济放缓、贸易保护主义和地缘政治影响下，增长将继续分化，个别国家风险将继续暴露。

### 1. 美国：经济增速逐渐回落，风险因素不容忽视

2018 年美国一枝独秀。特朗普政府经济政策利好因素驱动美国消费者信心增强，税改红利大幅提高企业赴美投资意愿，强势单边主义贸易政策促进工业用品等行业出口量攀升，美国经济内生增长动力有所增强。但值得注意的是，一些潜在风险也逐渐凸显，有可能阻碍 2019 年经济加速增长。

一是货币政策逐步正常化导致金融环境边际收紧。美国国债收益率正逐渐接近十年来最高水平，且期限利差不断缩小，收益率曲线渐趋平缓。数据显示，美国 10 年期国债收益率近期快速上行，9 月中旬以来持续保持在 3% 以上，11 月最高触及 3.24%，创下 2011 年 6 月以来新高。同时，收益率曲线开始走平，2018 年下半年 10 年期与 2 年期美债收益率之差持续低于 40bp，11 月以来进一步降至 30bp 左右。收益率曲线平缓甚至倒挂通常意味着经济前景存在不确定性，银行业将面临风险及利润萎缩压力，股市也将受到波及。

二是特朗普政府减税等经济刺激政策边际作用减弱，同时带来债务前景和财政状况进一步恶化等问题。特朗普激进的税改政策已陆续开始实施，但影响更多集中在短期释放，并且由于在监管、教育、基础设施等方面的许多新政涉及立法程序，实施力度将不及预期。同时，美国财政部发布的报告显示，10 月美国联邦政府财政赤字突破 1000 亿美元，较上年同期的 630 亿美元大幅增长，市场普遍预计 2019 财年美国财政赤字将突破 1 万亿美元。财政赤字大幅上升将进一步推高美国公共债务水平，一方面将影响美国财政和公共债务的可持续性，另一方面也可能挤出民间投资，对经济增长产生负面作用。

三是国际经贸关系摩擦加剧可能会减缓经济增长。2018 年以来，美国总统特朗普在贸易保护主义的道路上渐行渐远，以加征关税为手段到处施压，与越来越多国家的经贸关系出现“裂痕”，引发与多国的贸易摩擦和争端，并招致其他国家的反制和报复措施，这将打击美国出口部门和制造业生产，伤害经济增长的可持续性和内在动力。一旦引发大规模的贸易战，美国的通货膨胀率将进一步提高，迫使美联储不得不加快加息步伐，导致美国国内资产价格下挫，同时物价上涨及资产价格波动将

对家庭消费造成冲击，此外利率上升还将对企业投资成本和还债能力造成负面影响。这些因素将抑制美国的经济增长，甚至可能将美国经济重新推向衰退。

主要机构普遍预测，2019 年美国经济增长将低于 2018 年。美联储 9 月会议对美国 2018 年、2019 年 GDP 增速的预测分别为 3.1%、2.5%。10 月 IMF 预测 2018 年、2019 年美国的经济增速将分别为 2.9%、2.5%，通胀率分别为 2.4%和 2.1%。11 月 OECD 预测 2018 年、2019 年美国 GDP 增速将分别为 2.9%、2.7%。预计 2019 年美国经济增长有望保持增长，但难以保持 2018 年前三季度的强劲态势，而是转向温和放缓，增速预计为 2.5%左右。

## 2. 欧洲：经济复苏仍将缓慢，货币政策正常化谨慎渐进

展望 2019 年，预计欧元区经济复苏将继续放缓但整体稳健，全年 GDP 增速为 1.8%。欧元区 GDP 同比增速已连续五个季度下滑并创近四年新低，显示出经济疲软已非极端天气等偶然因素造成的暂时性现象，短期内经济放缓可能成为趋势，但整体仍较为稳健，主要源于内外部两方面因素影响：

从内部来看，一方面，欧元区失业率等指标始终向好，劳动力市场持续呈现改善势头，带动薪资和消费需求增长；另一方面，当前欧央行处于货币政策正常化的初期，整体金融环境依然偏松，信贷环境有利于消费和投资增长。因此，虽然动能有所放缓，但内需仍将支撑欧元区经济复苏。然而，德国、英国和意大利等国内部风险对经济的制约作用不可小觑，预计 2019 年在贸易争端未平息、政治风险未解除的情况下将继续拖累欧元区经济增长；从外部来看，贸易保护主义抬头、新兴经济体增长动能减弱以及全球经济复苏放缓等外部因素将持续对欧元区外需和产出形成制约。特别是欧美贸易政策协调前景仍不明朗。由于美国总统特朗普不断威胁对欧盟出口汽车加征 20%关税，远高于目前美国对欧盟 2.5%的汽车进口关税，整个欧盟尤其是以汽车制造和出口为命脉的德国经济均笼罩在阴云之中。

多重政治风险叠加。2018 年欧元区最为显著的两项政治风险——英国“脱欧”和意大利财政预算草案分歧——暴露出欧元区内部仍存在诸多问题，包括成员国发展不均衡、疑欧情绪增长、民粹主义蔓延以及财政机制有待改革等，这些问题在 2019 年仍将对欧元区形成负面影响。

具体来看，英国预计将于 2019 年 3 月正式脱欧，并进入为期 21 个月的过渡期。目前脱欧协议正待英国议会批准。若协议达成，则英国“脱欧”后经济前景的不确定性将大幅弱化；若英国议会否决协议，则欧盟恐难再与英国展开谈判。届时，英国和欧盟不仅将面临“硬脱欧”导致的混乱，甚至可能引发英国首相弹劾和重新大选等一系列政治危机。意大利方面，尽管与欧盟就财政预算草案进行谈判可能一波三折，但预计意大利终将降低赤字目标，因此遭受欧盟罚款的可能性较低。这主要基于三项原因：一是意大利已表现出对调整预算持开放态度；二是此前法国、西班牙和葡萄牙等国均被象征性地启动过 EDP 程序，但并未受到罚款惩戒；三是在英国“脱欧”和欧洲民粹主义抬头的背景下，欧盟将更谨慎对待与欧元区第三大经济体意大利的对抗，以防意大利的金融市场紧张情绪蔓延至邻国。德国方面，以现任总理默克尔为首的执政党竞选出师不利可能引发一系列政治危机。执政党不仅在地方选举中表现不尽人意，默克尔也在不久前宣布放弃参加下一届党主席的选举，执政联盟内斗日趋激烈，德国政治不确定性风险日益上行。

**2019 年货币政策正常化步伐谨慎渐进。**从欧央行行长德拉吉偏“鸽派”的最新讲话来看，欧央行再次确认将于 2018 年底退出 QE，但同时意识到欧元区经济数据持续弱于预期，未来经济恐将继续逐渐放缓，同时潜在通胀持续上升。因此，欧央行对 QE 购债结束后到期债券再投资时间表安排始终三缄其口，对 2019 年加息时点的选择也持续模糊，并强调在结束 QE 购债后，仍将保持相当程度的货币政策刺激措施。对于以通胀为单一目标的欧央行来说，薪资和油价上涨带来的通胀压力仍支持货币正常化趋势不变，但经济走弱使欧央行的决策更富挑战。在此背景下，12 月 13 日召开的 2018 年最后一次政策会议变得至关重要，届时欧央行不仅将正式确认在 12 月底结束 QE 购债，还将发布最新经济增长预测，包括首次对 2021 年经济增长的预测。总体而言，预计 2019 年年中前欧央行仍将维持相对宽松的货币政策，不排除最早于 9 月会议加息一次的可能性，但货币政策正常化步伐仍将谨慎渐进。

### 3. 日本：经济继续小幅放缓，货币政策继续宽松

2019 年，日本经济会继续保持温和扩张态势。其一，实施超宽松货币政策以来，日本劳动市场和企业业绩都出现明显改善。随着企业利润与财务状况的持续改善，资本支出呈上升趋势，劳动力市场供求持续收紧有利于增加劳动收入、提振内需，从而带动经济增长；其二，日欧 2018

年 7 月签署的经济伙伴关系协定（EPA）有望在 2019 年 2 月 1 日生效。双方将立即或分阶段取消大部分关税。这既有利于双方展开合作，共同对抗美国“逆全球化”举动，维护以世界贸易组织为中心的多边自由贸易体制，也有利于刺激双边贸易和直接投资，助推日欧经济发展。据欧盟测算，EPA 每年将减免欧盟产品关税约 10 亿欧元，推动欧盟对日出口增加 200 亿欧元。据日本测算，EPA 将拉高日本国内生产总值 1%，增加国内就业 29 万人；其三，随着中日关系的改善，双方合作将进一步加强，为两国经济注入新动力。仅在安倍晋三访华期间，两国地方政府、金融机构、企业间就签署了 52 项合作协议，涉及基础设施、物流、“智慧城市”建设、金融、IT 等领域，协议金额超过 180 亿美元。

**但经济速度可能会略有放缓。**其一，日美最早将于 2019 年初正式启动货物贸易协定（TAG）谈判，服务与投资谈判也将随后启动，届时如何处理涉及汽车与农业的关税将成为焦点。由于特朗普表现强硬，日本或将陷入被动防守，在农业等领域做出一定让步；其二，日本政府决定 2019 年 10 月提高消费税率至 10%，以扩充财源、提高财政治理能力，但可能导致居民消费支出下降，对经济发展带来冲击；其三，居民和企业的中长期增长预期尚未稳定，面临老龄化、结构性改革、央行总资产规模过大等长期性问题。

**货币政策继续维持宽松基调。**一方面，随着近期原油价格开始下滑，能源成本对通胀的提振作用开始消退，未来数月 CPI 可能会停滞在当前水平，甚至出现回落。黑田东彦在接受采访时明确表示，计划到 2023 年任期结束时达到 2% 的通胀目标；另一方面，经济增长踟躇不前，未来还可能继续放缓，央行仍有呵护增长的意图。特别是随着安倍连任成功，安倍经济学的框架将继续保留。

#### 4. 新兴经济体：增长将继续分化，风险或局部爆发

受到贸易保护主义、全球复苏放缓和地缘政治风险影响，2019 年新兴市场经济体仍将承压。2018 年 10 月份，IMF 将新兴市场与发展中经济体 2018 年经济增速预期下调 0.2 个百分点至 4.7%。主要新兴市场经济体的增长分化态势仍将持续，印度和俄罗斯经济增长前景较为稳定，巴西和南非则存在较大风险。在美国和欧洲等发达经济体货币政策正常化进程推动下，需关注个别国家风险升温的可能性。



**印度方面**，市场信心稳定，私人消费和投资将保持较快增长，经济增长势头有望继续保持，IMF 预计 2019 年 GDP 增速为 7.4%，略高于 2018 年 7.3% 的预期增速和 2017 年 6.7% 的增速。不过，2019 年大选、长期贸易赤字以及非银金融机构流动性紧缩都对印度经济前景构成压力。货币贬值、失业、通胀和税改正在诱发不满情绪，抑制消费者信心，提高制造业成本，扰动金融市场；非银金融机构的困境可能导致信贷供给大幅放缓，加剧政府和央行紧张关系。

**巴西方面**，亲市场派候选人胜选并致力于推进经济改革、整顿财政秩序，将有助于稳定市场信心，但政局长期不稳和改革不及预期将是影响经济增长的主要因素。巴西老龄化加剧，养老金改革本身困难较大，财政风险依然较大。预计 2019 年 GDP 增速为 2.4%，高于 2018 年 1.4% 的预期增速和 2017 年 1.0% 的增速。

**俄罗斯方面**，工业部门和能源部门的强劲增长仍将是经济增长的主要支撑力量，同时外部环境制约和资源依赖型经济仍是制约未来经济发展的障碍。国内经济依赖资源出口的发展模式有待转变，退休和养老制度等相关改革有待推进，外部环境仍将制约经济前景的主要因素，包括美欧的经济制裁以及地缘政治紧张局势。预计 2019 年 GDP 增速为 1.8%，略高于 2018 年 1.7% 的预期增速和 2017 年 1.5% 的增速。

**南非方面**，新任总统誓言打击腐败，推出一些经济刺激和增加就业举措，市场预期乐观，消费信心好转，经济发展前景较好，有望走出技术性衰退，但是短期内经济脆弱性大、失业率高，长期问题难以解决，近期推行的土地改革涉及利益广泛、博弈剧烈，同时南非还容易受国际市场环境影响。预计 2019 年 GDP 增速为 1.4%，略高于 2018 年 0.8% 的预期增速和 2017 年 1.3% 的增速。

### （三）2019 年需关注的风险点

OECD 在最新的全球展望中认为，全球经济增长势头仍然健康，但已达到峰值，势必将逐步减弱，想要实现软着陆困难重重。贸易保护主义、金融环境趋紧、地缘政治风险、金融市场波动等，都是值得关注的风险点。

## 1. 贸易保护影响加剧

全球贸易摩擦在 2018 年骤然加剧，其负面作用将在 2019 年进一步显现。2018 年 10 月，IMF 将 2019 年全球贸易增速由此前预测的 4.5% 大幅下调至 4.0%，低于 2017 年的 5.2% 和 2018 年的 4.2%。贸易保护主义产生贸易壁垒，扰乱全球供应链，打击投资者信心和市场环境，减缓国际贸易和国际投资，进而损害各国经济增长，拉长全球经济复苏周期。IMF 认为，贸易局势的不确定性开始反映在宏观经济层面，是全球经济的主要威胁。

本轮贸易保护主义由美国发起，但其经常账户赤字仍在扩大，可能会进一步刺激其贸易保护主义的决心，2019 年全球贸易摩擦可能常态化。以中美为例，在 G20 峰会之后，中美贸易摩擦局势正在发生转变，双方由简单对抗转变为深入博弈，由全面互征关税转变为就知识产权等结构性问题集中磋商，中美之间的真正谈判可能才刚刚开始，未来前景仍然具有很大的不确定性。

## 2. 全球金融环境趋紧

2019 年，预计发达经济体相继回归货币政策正常化。美联储继续推进“加息+缩表”的货币正常化进程，欧央行退出 QE 购债并可能于夏天后首次加息，加拿大央行明确表示将持续加息，英国央行也表示如果“脱欧”顺利可能更快加息。在主要发达经济体相继加息之后，全球金融环境和流动性也将随之收紧，金融周期继续下行。

新兴经济体或将被迫收紧货币政策，但可能会伤及国内增长。印度经济增长强劲，改革带来的强劲消费有助于保持经济增长，但私人投资持续复苏仍然是一项重大挑战；巴西的政治不确定性可能会阻碍经济复苏；俄罗斯面临增值税率上升、出口增长放缓以及油价下跌的风险，经济增长可能放缓；南非经济前景向好，但财政、不平等和贫穷问题没有根本解决，下行风险依然存在。在美国和欧洲等发达经济体货币政策正常化进程推动下，各国货币政策转向步伐有望趋于一致。

## 3. 地缘政治风险升温

一是英国脱欧事件。脱欧过程旷日持久，可能给英欧双方造成巨大冲击。对英国而言，伦敦作为欧洲和世界金融中心的地位将受到冲击，

必须重新与欧盟谈判新的经济贸易协定；英国政局将步入二战结束以来最严重的动荡时期，主要政党保守党、工党内讧不已；英国国家统一一受到威胁，分离势力在北爱尔兰、苏格兰两个地区一直存在。对欧盟而言，英国脱欧将使其国际影响力下降，丧失世界最大经济体的地位，并可能对其他国家产生示范效应，进一步影响欧盟的完整和团结。

**二是意大利预算案。**在 2018 年的意大利选举中，民粹主义倾向的政党上台。从意大利 2019 年财政预算草案看，其财政扩张诉求很大一部分来自于纯粹的福利支出而非结构性改革，对于拉动经济增长和降低债务水平作用有限。意大利与欧盟关于财政预算的冲突如果发酵至破裂边缘，意大利或威胁退出欧盟甚至可能威胁退出欧元区，带来巨大不确定性。如果引发其他国家效仿，对欧洲一体化、欧盟经济、债务率降低以及风险缓释都是不利的。

**三是其他地缘政治冲突。**2018 年 5 月，美国总统特朗普在白宫宣布美国退出伊核协议，11 月，美国重启对伊朗能源和金融等领域的制裁，威胁要把伊朗的石油出口量“降至零”，未来双方冲突仍可能加剧。继 2014 年克里米亚公投“脱乌入俄”之后，俄罗斯与乌克兰关系再起波澜。11 月 25 日，俄罗斯与乌克兰军舰在刻赤海峡发生冲突，德国称愿意从中斡旋避免冲突演变成严重危机，特朗普表示该事件能够得到解决，联合国安理会召开紧急会议讨论冲突事件。未来如何演变，值得密切关注。

#### 4. 金融市场动荡持续

**债券市场方面，**美国国债收益率大幅攀升，收益率曲线逐渐平坦化。国债收益率曲线逐渐平坦化的原因是最近两年美联储加息缩表节奏明显提速，推动短期国债收益率不断上升，上行幅度显著超过长期国债收益率。未来美国国债收益率曲线将进一步平坦化甚至可能再次呈现倒挂现象。收益率曲线趋平或倒挂意味着银行无法对较长期贷款收取更高利率，这将损害商业银行资产运营效率和利润，冲击经济增长。此外，美债收益率的上升也将导致新兴市场对投资者的吸引力下降以及新兴市场的债务脆弱性增加。

**外汇市场方面，**美元幅度升值幅度较大，新兴市场货币普遍贬值。随着美国加息步伐加速，美元指数 2018 年已升值超过 10%，受其影响，新兴市场资本外流压力增大，发生新一轮的金融波动，以阿根廷、土耳其为代表的多个新兴市场货币出现大幅度下跌。新兴经济体脆弱的根源

有三方面：第一，新兴市场经济结构相对单一，出口过于依赖原材料或初级产品，经济体一旦陷入经常账户赤字和财政赤字的“双赤字”格局，则很容易衍变成金融风险；第二，新兴市场融资依赖美元，偿付能力不足时容易引发债务违约风险；第三，新兴市场风险具有传染性和自我强化的特征。随着美国经济逐渐升温、通胀预期逐渐抬头，美元指数有很大可能将继续处于升值阶段，在利率和汇率双重制约下，大量借入外币的新兴经济体资产负债表会进一步承压，加大其还本付息压力。而全球贸易持续放缓则会进一步减少新兴经济体外汇收入，扩大经常账户赤字，并进一步增加高外债企业的再融资难度，可能成为引发下一波金融波动的重要因素。

**权益市场方面**，美股大幅调整，或加剧新兴市场风险。2018 年 10 月份以来美股开始大幅调整，美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数以及标普 500 指数均大幅下跌，目前已基本抹平年初以来全部涨幅，同时也带动新兴市场股票指数出现较大幅度的调整。导致本轮美股大幅调整的因素主要包括美国国债收益率的快速上行降低美股估值、投资者对美国企业盈利持续改善的质疑以及风险偏好的下降。2019 年美国长端利率继续攀升以及美国经济增长放缓大概率会导致美股进一步调整。美股的大幅调整将抑制美国的消费和投资，此外还将降低全球投资者的风险偏好，加剧新兴市场风险，甚至可能成为引致新一轮新兴市场危机的导火索。

**大宗商品方面**，2018 年国际原油价格经历过过山车行情。2018 年年初以来，国际原油价格持续攀升，10 月初触及全球金融危机以来的高点。但此后就开始持续阴跌，截至 11 月底，自高点跌幅都已超过 30%，进入技术性熊市。原油价格的大幅回落主要是地缘政治事件导致供给预期变化与全球经济增速回落导致原油需求放缓的因素叠加。在全球经济减速的大环境下，若非 OPEC 限产力度大于预期，或者美国对伊朗制裁继续加码，2019 年油价将大概率继续维持弱势，将直接拉低全球工业品价格和通胀预期，同时也将对美联储未来加息节奏产生一定影响。

## 二、中国经济形势：2018 年回顾与 2019 年展望

### （一）2018 年中国经济回顾：经济运行稳中有变

2018 年二季度以来，由于去杠杆政策导致社会信用明显收缩，叠加中美贸易摩擦不断升级造成的预期恶化，房地产调控持续收紧带来的房市降温，我国经济下行压力逐渐加大。2018 年三季度 GDP 增速跌落到 6.5%，创金融危机以来的季度新低。7 月以后，去杠杆政策向稳杠杆过渡，宏观调控逐渐向稳增长倾斜，经济出现触底迹象。基建投资反弹带动固定资产投资走稳，出口抢跑因素和人民币汇率走弱使外贸仍有韧性，但社会消费品零售总额持续处于弱势。与此同时，产业结构有所优化，通胀压力温和可控。预计全年增速或在 6.6% 左右，低于 2017 年的 6.9%。

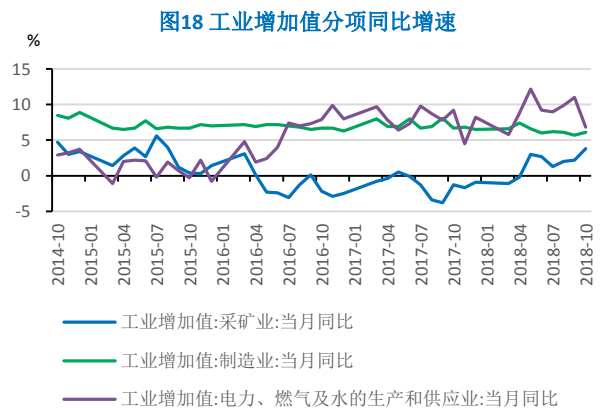
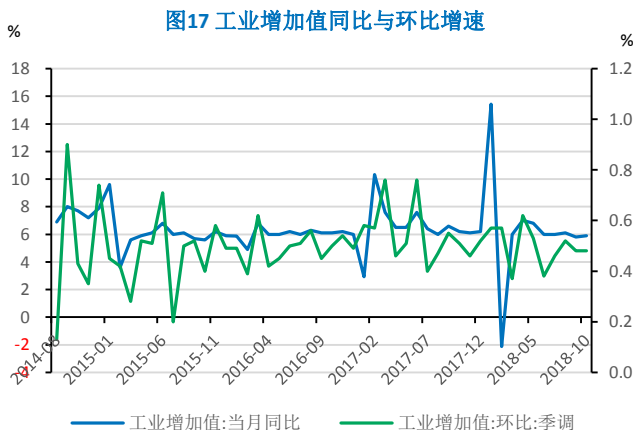
#### 1. 供给端：工业生产持续放缓，服务业稳中趋降

产业结构继续优化。2018 年前三季度，三次产业对 GDP 的贡献率分别为 3.7%、35.5% 和 60.8%，其中一、二产业贡献率分别比上年同期低 0.3 和 1.5 个百分点，第三产业则比上年同期高 1.8 个百分点。第三产业中，受 2018 年以来金融业去杠杆和房地产紧调控的影响，金融业和房地产业两大主力贡献率分别为 4.7% 和 4.3%，分别比上年同期低 1.0 和 1.3 个百分点。与此同时，信息传输、软件和信息技术服务业贡献率则由 2017 年同期的 10.4% 上升为 15.9%，产业结构优化和技术升级特征明显。

工业生产持续放缓。工业增加值逐步下滑并维持低位。从累计同比增速来看，工业增加值在一季度实现开门红后，自 5 月份开始动能减弱并逐月下滑，从 1-3 月的 6.8% 回落至 1-10 月的 6.4%，低于上年同期 0.3 个百分点。分三大门类来看，上游采矿业受环保限产政策边际放松影响显著回升，对工业生产形成支撑；中游电力、燃气及水的生产和供应业随季节波动较大；受内外需偏弱以及基建和房地产投资增速回落影响，通用设备、电子等中游加工组装类制造业以及汽车等下游消费品类制造业较为疲软，拖累工业生产，但高技术制造业、装备制造业和战略新兴产业等新产业均保持高速增长，支撑工业生产。制造业 PMI 扩张速度持续放缓并跌至 50% 的荣枯线。2018 年制造业 PMI 总体继续运行在扩张区间，但扩张速度持续放缓，自 5 月以来总体保持下行，至 11 月降至 50%，逼近收缩区间，创 2016 年 7 月以来新低，生产、需求、库存和价格分项指数持续全面回落，显示出供需两弱的情况下制造业下行压力加

大。预计 2018 年工业增加值同比增速为 6.3%，较上年回落 0.3 个百分点。

**服务业稳中趋降。服务业生产指数前高后低态势明显。**从累计同比增速来看，服务业生产指数在一季度实现平稳开局后，自 5 月份开始逐月下滑。服务业生产指数从 1-5 月的 8.1% 回落至 1-10 月的 7.8%，低于上年同期 0.4 个百分点。分行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业持续高速增长，月度增速连续 11 个月保持在 30% 以上，连续 8 个月对服务业生产指数增长的拉动超过 3 个百分点，是服务业平稳发展的主要动力；租赁和商务服务业继续较快增长，2018 年月度增速始终保持在 9% 以上。**服务业 PMI 显著回落，整体趋弱。**2018 年服务业 PMI 总体继续运行在扩张区间，但扩张速度放缓。一季度以 54.4% 的高位强势开局后下滑，二三季度有所回升，四季度开局再度大幅下滑至 52.1%，创 2016 年 6 月以来新低，11 月小幅回升至 52.4%，仍为近年低位，显示服务业整体趋弱。预计 2018 年服务业生产指数同比增速为 7.7%，较上年回落 0.5 个百分点。



数据来源：WIND

## 2. 需求端：投资消费弱于预期，出口韧性十足

从需求端三大动力来看，2018 年消费对增长的贡献率显著上升。前三季度为 78%，比上年同期高 13.5 个百分点，为 2001 年以来同期最高水平。投资贡献率为 31.8%，比上年同期降低 1 个百分点，而净出口贡献率由上年同期的 2.7% 降至 -9.8%。

一是固定资产投资大幅回落，三类投资表现各异。2018 年来投资增速跌至历史低位，三季度末首现触底反弹。固定资产投资（不含农户）

累计同比增速前 8 个月连续下行，从 1-2 月的 7.9% 逐步回落至 1-8 月的 5.3%，为有统计数据以来的最低水平。直到 9 月之后，随着政策的边际放松和稳投资政策出台，投资增速连续两个月反弹，由 1-8 月的 5.3% 回升至 1-10 月的 5.7%，**预计全年增速为 6%**。

**基建投资断崖式下跌成最大拖累。**2018 年基建投资受制于地方政府债务监管趋严、PPP 清理等原因，增速节节下跌。基建投资增速从 1-2 月的 16.3% 落至 1-9 月的 3.3%，创下历史新低。下半年来，尤其是四季度以来，随着工作重点转向“稳投资”和“补短板”，财政支出力度加大，地方政府专项债券发行进度大幅加快，货币政策边际放松，央行加大中长期资金投放，政策效果逐步显现，基建投资开始缓慢发力，1-10 月已回升至 3.7%，**预计 2018 年全年增长 4.3%**。

**制造业投资持续走强成最大亮点。**2018 年以来制造业投资持续扩张，增速从 1-3 月的 3.8% 升至 1-10 月的 9.1%。从结构上来看，制造业投资扩张亮眼主要受到两类行业的支撑。一是金属冶炼及压延、石油加工炼焦、化学原料及化学制品制造等行业，受益于供给侧结构性改革去库存和环保限产力度较大带来的价格上涨，2017 年以来盈利持续高位，产能利用率明显提升，在供给侧结构性改革重点由去产能转向降成本、补短板后，投资空间进一步打开；二是专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业等技术含量较高的中高端制造业投资由于符合产业升级方向，且受益于国家政策支持，增速得以维持较高水平。预计制造业投资 2018 年全年增长 8.8%。

**房地产开发投资接连高增，但下行压力已现。**2018 年以来，房地产开发投资保持 10% 左右的高增速，主要支撑因素为土地购置费的持续居高不下。从结构上看，土地购置费与建安投资走势分化显著。尽管 2017 年土地购置费全年均为两位数高增速，基数已经较高，但 2018 年土地购置费累计同比增速除 1-2 月为 47.9% 以外，其余各月持续位于 60% 以上，远高于 2017 年同期。与此同时，剔除土地购置费后的建安投资累计同比增速自 3 月以来持续为负。一方面，土地购置费多为分期支付，由此造成的延迟支付效应使 2017 年的土地成交热潮对 2018 年的土地购置费造成滞后影响，从而直接推高房地产开发投资；另一方面，房企出于融资受限的资金链压力，加快拿地开工、推盘预售和销售回款，也支撑了地产投资的韧性。不过，随着楼市销售不断降温和土地购置费增长回落，8 月以来房地产开发投资增速已现见顶回落态势。预计房地产开发投资

2018 年全年增长 9%。

二是社会消费品零售超预期下跌。1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较上年同期回落 1.1 个百分点，较上年全年增速回落 1 个百分点，原因包括：其一，汽车类消费需求呈现下滑态势。10 月限额以上汽车类消费同比下降 6.4%，连续六个月负增长；其二，随着房地产销售增速的放缓，家电、家具和建材类消费增速也持续走弱；其三，居民收入增速的回落。前三季度城乡居民实际收入增速持平于 6.6%，低于同期的 GDP 增速，再加上居民部门杠杆率已经快速上升至 50%，住房相关支出对其他消费产生了较为明显的挤出效应。预计 2018 年社会消费品零售同比增长 9% 左右。

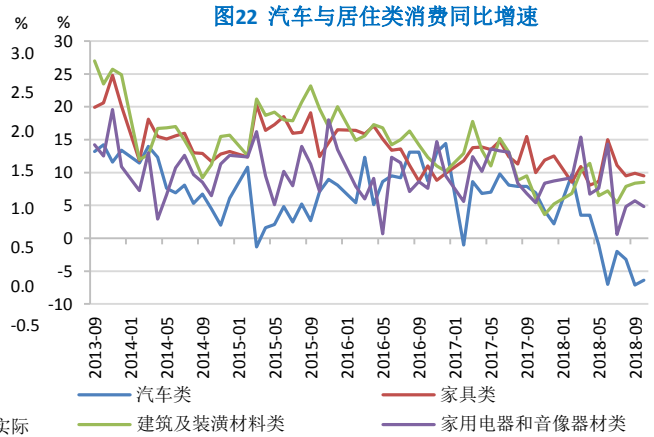
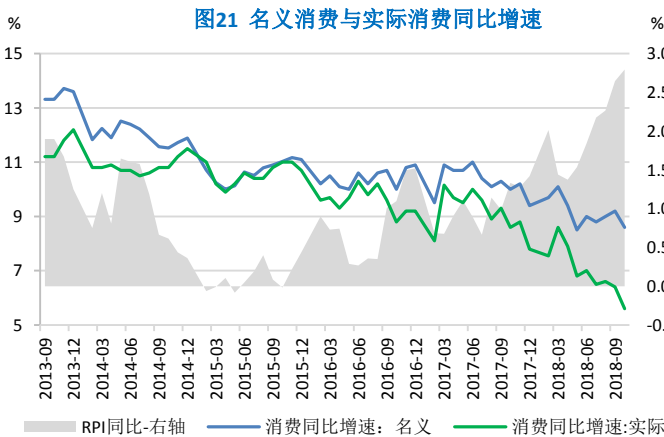
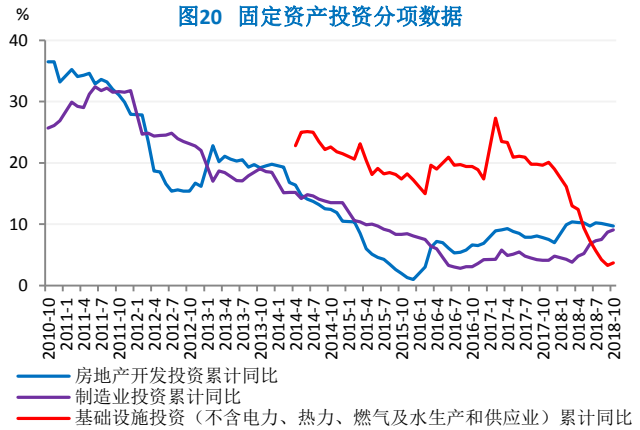
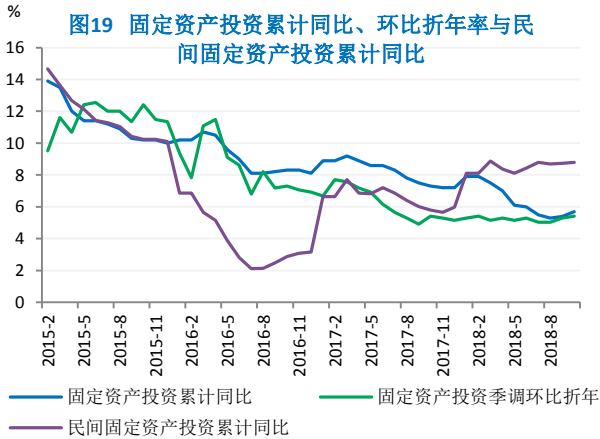
消费分级势头明显。2018 年，消费升级仍在继续。其一，从整体上看，服务消费占总消费的比重不断上升，2018 年三季度，服务消费占比达 52.6%，较上年全年又提高了 3.4 个百分点；其二，网络消费增速始终高于整体消费增速，1-10 月份，全国网上零售额同比增长 25.5%，继续保持较快发展。其中，实物商品网上零售额同比增长 26.7%，占社会消费品零售总额的比重为 17.5%，较上年同期提高 3.5 个百分点；其三，乡村消费增长更快。1-10 月份，乡村消费品零售额同比增长 10.3%，增速较城镇高 1.3 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 14.4%，较上年同期提高 0.2 个百分点。与此同时，更多的一二线城市居民开始放弃炫耀性消费，转而追求高性价比和客户体验，更多的三四线及以下城市居民开始通过互联网渠道寻找物美价廉的商品，消费者整体正从追求产品的附加值回归高性价比。

三是出口增长韧性十足，贸易顺差明显收窄。随着中美贸易摩擦的加剧以及世界经济面临拐点，市场普遍认为出口增速将会逐渐放缓，但从下半年开始，出口增长始终保持在两位数以上的增速，10 月甚至达到了 15.6% 的年内次高水平。前 10 个月，以美元计价的货物出口、进口累计分别增长 12.6% 和 20.3%，增速分别比上年同期高 5.5 和 2.9 个百分点。预计 2018 年全年出口同比增长 12%，进口同比增长 20%。

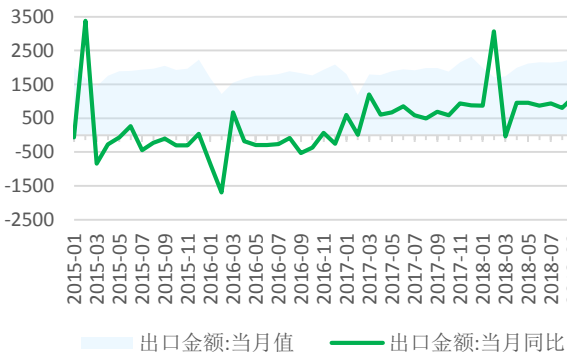
2018 年以来进出口的主要特征包括：一是贸易顺差大幅收窄，前 10 个月同比减少 22.3%，降幅比上年同期收窄 1 个百分点。净出口对 GDP 增长贡献率由正转负，前三季度拉低 GDP 增速 0.7 个百分点。二是贸易结构继续优化。前 10 个月一般贸易占外贸总额的 58%，比上年同期高 1.4 个百分点，加工贸易比重进一步下降。三是对“一带一路”沿线国家



贸易增速高于整体。在“一带一路”倡议推动下，中国外贸对象更加多元化。前 10 个月，以人民币计价，中国同“一带一路”沿线国家贸易增长 14.8%，高出整体贸易增速 3.5 个百分点。四是民营企业对外贸贡献度提高。前 10 个月，以人民币计价，民营企业占外贸比重为 39.4%，比上年同期高 1.1 个百分点，特别是在出口中贡献更高，比重达到 47.8%。



**图23 中国月度出口总额和同比增速**



**图24 中国月度进口总额和同比增速**



数据来源: WIND

### 3. 通胀形势：食品价格推升 CPI，核心通胀保持温和水平

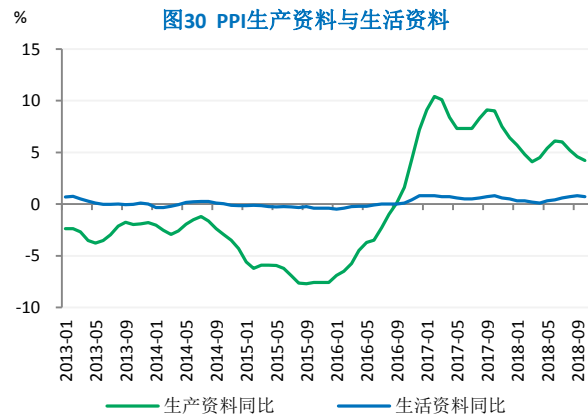
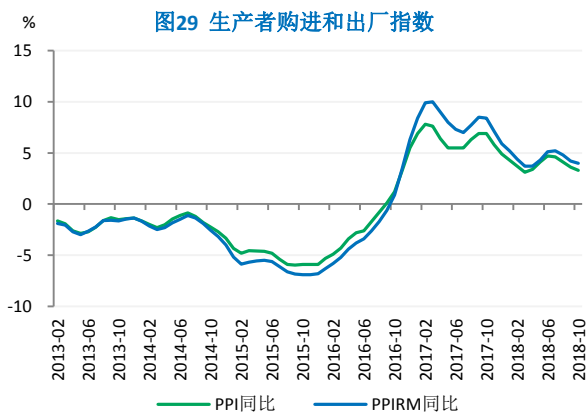
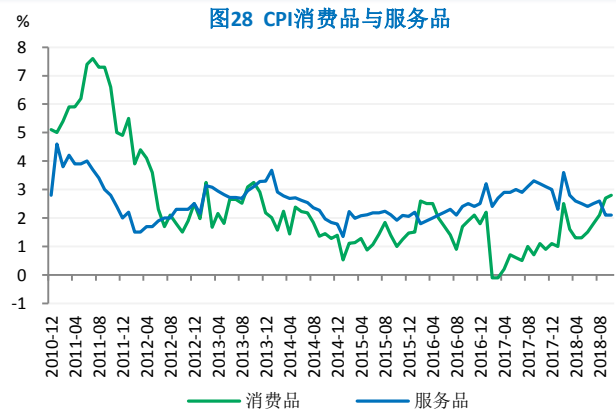
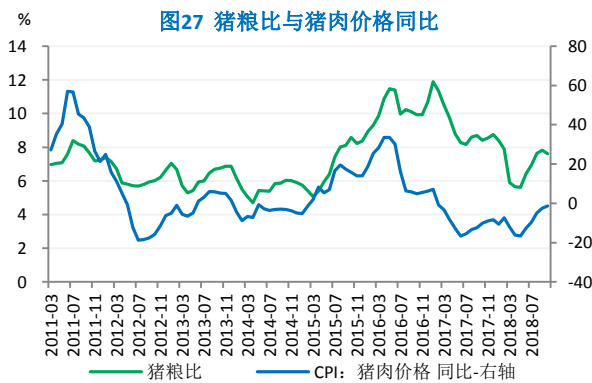
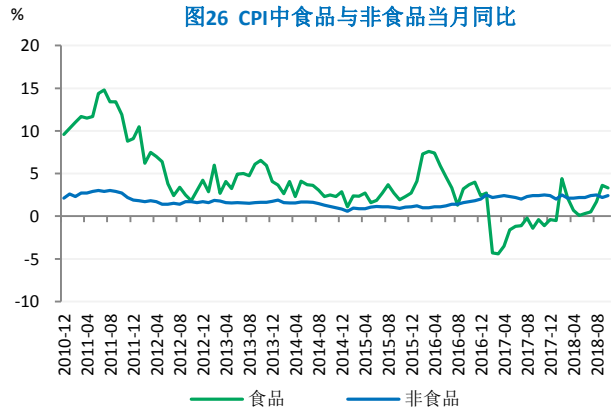
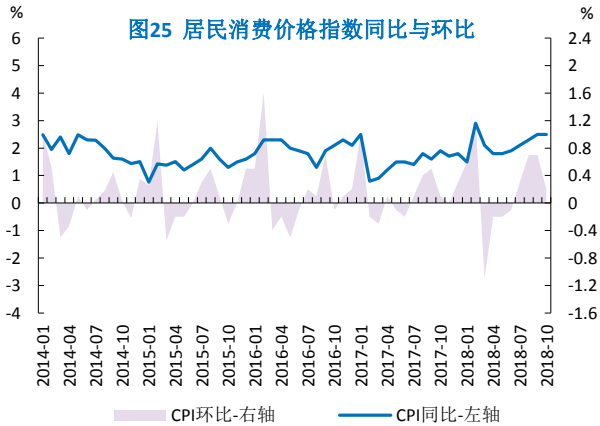
2018 年受食品与非食品价格共同上涨影响，通胀中枢较 2017 年温和和上升。2018 年前 10 月 CPI 同比上涨 2.1%，其中食品价格上涨 1.6%，较 2017 年同期加快 3.2 个百分点；非食品价格上涨 2.2%，较 2017 年同期放缓 0.1 个百分点。

与 2017 年的通胀形势相比，2018 年最大变化就在于食品价格的由跌转涨。从主要食品看，影响最大的是猪肉与鲜菜，其中猪肉在年中见底回升，叠加非洲猪瘟带来的供给冲击，导致 7、8、9 三个月食品价格环比连续上涨，同比涨幅由 6 月的 0.3% 跃升至 3.6%。鲜菜价格则主要经历了两个阶段的快速上涨，一是年初受寒冷天气影响涨幅高于往年，抬高了全年的新涨价因素，二是今夏东南沿海地区台风天气多于往年，使得鲜菜价格涨幅较大，与猪肉价格上涨叠加快速推升了食品价格。除猪肉与鲜菜外，2018 年蛋类、奶类、鲜果与酒类的涨幅也要高于往年，反映了居民饮食结构的长期需求变化。

从非食品看，尽管上涨幅度高于食品，但与 2017 年涨幅相比出现小幅回落，仍处在温和区间。从结构看，一是制造业品类价格受上游工业品价格传导影响出现上涨，但随着上游 PPI 的逐步回落以及行业竞争激烈导致议价能力较低，制造业价格整体涨幅有限，部分产品类别还有所下跌。二是能源类价格涨幅高于往年，受国际油价上涨影响，前 10 月居住燃料与交通燃料分别同比上涨 1.8% 和 14.0%，成为领涨非食品价格的重要原因之一。三是药品价格仍保持近年来快速上涨的趋势，前 10 月中药、西药分别同比上涨 5.5% 和 5.2%。四是服务业价格仍在长期趋势性上涨，前 10 月同比上涨 2.6%，也是非食品价格上涨中的主力因素之一。五是居住价格温和上涨，前 10 月租房价格同比上涨 2.5%。

与下游 CPI 增速加快形成反差的是，上游 PPI 同比增速呈震荡回落态势。2018 年前 10 月 PPI 累计同比增长 3.9%，较上年同期回落 2.6 个百分点。尽管 PPI 同比增速回落较快，但从环比看增速并不低，除 2-4 月份出现连续 3 个月环比负增长外，其余月份均实现环比增长。可见同比增速下行主要源于上年基数较高。不过随着四季度以来国际油价从高位大幅下跌，国内工业品价格也由涨转跌，到 10 月 PPI 同比增速已降至 3.3%，预计 11 月更将跌破 3%，12 月可能跌破 2%。

整体看，2018 年通胀呈现下游食品结构性回升，非食品略降，上游 PPI 回落的特征。食品与能源贡献了较大的上涨推动力，剔除食品能源后，前 10 月核心 CPI 同比上涨 2%，低于上年同期 0.1 个百分点，反映社会总需求并不旺盛。预计全年 CPI 同比上涨 2.2%，较 2017 年加快 0.6 个百分点，PPI 同比上涨 3.6%，较 2017 年放缓 2.7 个百分点。



数据来源：WIND

#### 4. 金融环境：从去杠杆到稳杠杆，从宽货币到宽信用

2018 年以来，金融继续贯彻强监管、去杠杆的思路，杠杆上升速度明显放缓，但与此同时，也导致了国内金融环境趋紧、社会信用明显收缩、金融市场波动加大、融资难融资贵问题凸显等不利情况，并加大了经济下行压力。从 4 月份开始，货币政策开始边际放松，先后实施了三次定向降准，并加大流动性投放，致力于“宽货币”向“宽信用”的传导，去杠杆也逐渐向稳杠杆过渡。

**去杠杆导致社会信用明显收缩。**2018 年以来，受强监管影响，表外融资受到严格限制，但非标转标、表外回表过程又受到银行资本金不足、风险偏好下降等约束，转换并不顺畅。10 月末 M2 和社会融资规模存量同比分别增长 8% 和 10.2%，相比上年同期分别下降 0.9 和 4.2 个百分点，二者均降至历史最低。前 10 个月新增社会融资规模 16.1 万亿元，比上年同期少增 2.8 万亿元。其中，表外业务（信托、委托和未贴现银行承兑汇票）合计减少 2.57 万亿元，成为拉低新增社会融资规模的主要原因。债市方面，从 2018 年初开始，债券违约频发。1-10 月，已有 89 只债券违约，692 只债券暂缓发行或者发行失败，其中三季度违约债券近 50 只。违约发债主体以民营企业为主，也有部分上市公司。股市方面，由于长期以来定位偏差、资金供求失衡，以及中美贸易战和部分宏观调控政策执行偏差等内外部经济金融环境变化等因素影响，2018 年 2 月以来，我国股票市场持续震荡下行，各大指数迭创 2015 年“股灾”以来新低。受到股价下跌影响，股权质押爆仓频发。基建投资也由于资金来源收到约束而大幅下滑，成为经济疲弱的主因之一。

**货币政策传导出现阻滞。**从 4 月首次定向降准开始，货币政策边际放松逐渐得到确认。从政策思路上看，2018 年央行更加注重中长期流动性的投放，具体包括定向降准、加大 MLF 投放力度、扩大 MLF 抵押品范围、额外给予 MLF 资金支持贷款投放和中低等级信用债投资、增加再贷款和再贴现额度、扩大 PSL 投放力度，以及引导设立民企债务融资支持工具等；同时在监管方面下调 MPA 结构性参数，出台松于预期的资管理财细则，政策重心逐步转向引导金融机构加快信用扩张、缓解实体经济融资难题方面。在“宽货币”发力下，银行间市场流动性保持充裕局面，资金利率维持低位，7 月以来 7 天期存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与央行 7 天逆回购操作利率时有倒挂，并驱动 10 年期国债收益率不断下行。但与此同时，社融却仍大幅收缩，信用扩张未现明显

好转，金融机构人民币一般贷款加权平均利率仍然处于升势，三季度末升至 6.91%，较二季度提高 0.11 个百分点，较 2017 年同期提高 0.33 个百分点，货币信贷传导受到阻滞。

**人民币汇率震荡下行，终现企稳迹象。**一季度，受益于美元指数阶段性走弱、国内经济基本面表现稳健等多重利好因素影响，人民币对美元汇率中枢处于 6.35 左右震荡。自 4 月中下旬以来，随着美元指数强势反弹，人民币对美元汇率持续承压下挫，端午节后更是呈现加速贬值态势。进入三季度，受美元指数处于相对高位、新兴市场货币加速贬值、全球贸易摩擦不断发酵、国内经济增长持续承压、中美货币政策边际分化等多重因素影响，人民币汇率贬值幅度有所扩大。在 2 个月内人民币兑美元汇率由 6 月中旬的 6.4 附近贬值至 8 月中旬的 6.9 附近。对此，央行先后通过调整外汇风险准备金率、重启逆周期因子等政策工具加大逆周期调节力度，人民币汇率在 8 月中旬开始稳住跌势。进入四季度，美元指数重回 95 关口上方，叠加中美利差收窄、国内经济基本面转弱等影响，人民币汇率贬值压力再次加大，于 10 月末跌至 6.98 附近，市场对汇率破 7 的忧虑再起。11 月初，随着支持民企多项措施集中推出提振市场信心以及中美贸易战有所缓和，人民币汇率企稳，保持在 6.95 附近震荡。

图31 M1和M2同比增速

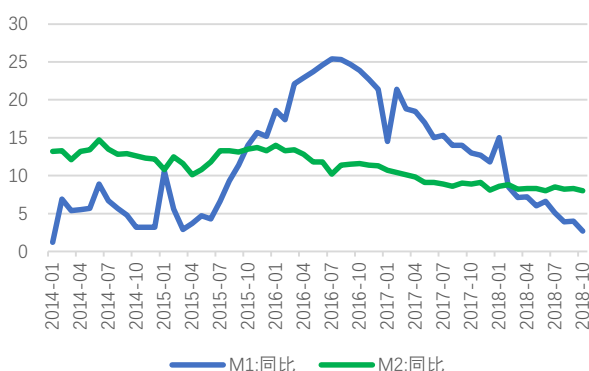
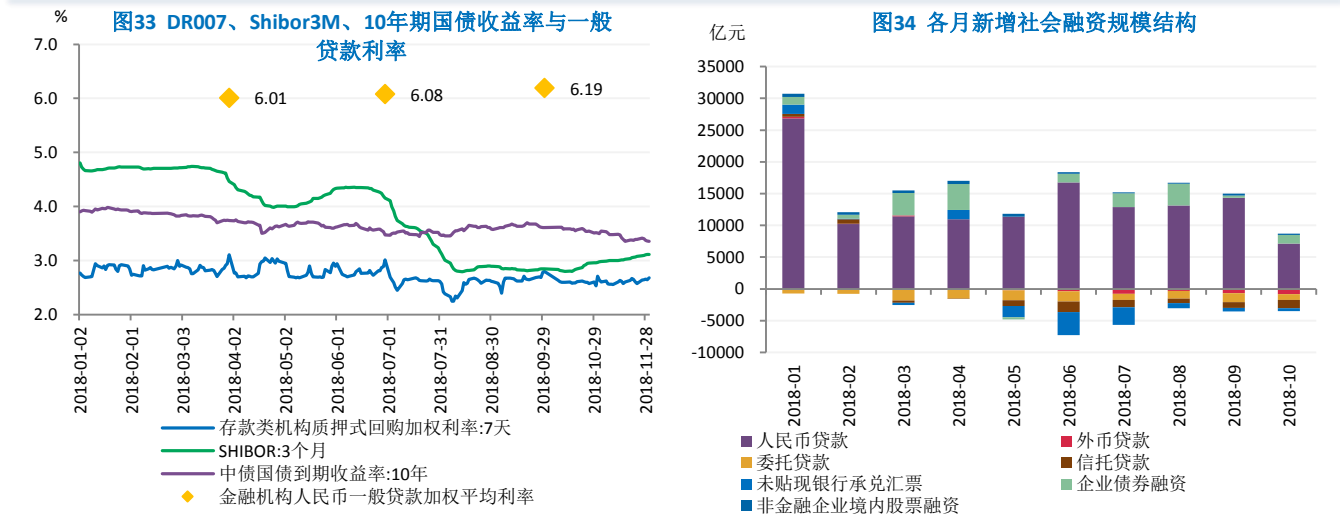


图32 人民币对美元汇率走势





数据来源: WIND

### 5. 政策基调: 稳增长逐渐加码

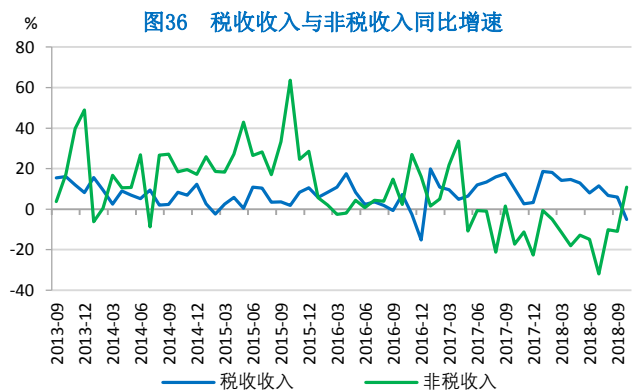
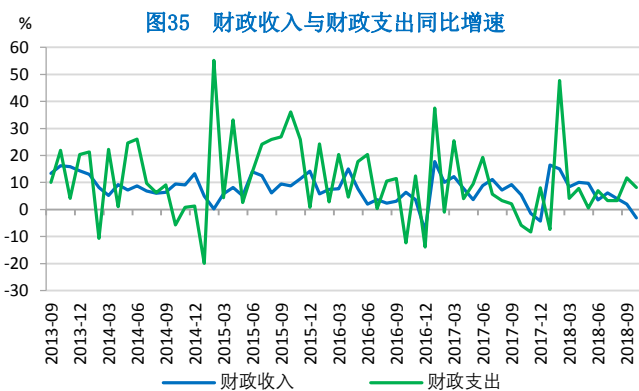
2018年初我国经济实现了良好开局,但是二三季度开始经济下行压力逐渐加大,消费对经济拉动作用下降,基建投资拖累固定资产投资增速下行,民营企业经营困难加大。与此同时,中美贸易摩擦对市场信心和预期造成了严重打击。面对上述困难和挑战,下半年以来,宏观调控政策基调逐渐转向稳增长,财政政策和货币政策协同发力,帮助民营企业解决成本高企、融资难融资贵等困难问题,同时加大基础设施建设补短板力度。10月以来,稳增长政策初现成效,经济形势有所企稳。

**政策基调逐渐转向稳增长。**2018年4月23日的政治局会议提出“注重引导预期,把加快调整结构与持续扩大内需结合起来,保持宏观经济平稳运行”。这是自2013年12月以来中央级别的会议中再次出现“扩大内需”的表述。7月的政治局会议在分析研究当前经济形势时指出,当前经济运行稳中有变,面临一些新问题新挑战,外部环境发生明显变化。会议首次提出做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作,实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持经济平稳健康发展。10月的政治局会议指出,当前经济运行稳中有变,经济下行压力有所加大,部分企业经营困难较多,长期积累的风险隐患有所暴露。除做好“六稳”工作,保持积极财政政策和稳健货币政策外,会议提出研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难,促进资本市场长期健康发展。

**财政政策下半年开始更加积极。**2018年上半年受政府机构改革影响和地方债发行偏慢拖累,财政支出速度慢于上年同期,显得不够积极。7

月23日的国务院常务会议要求，财政金融政策要协同发力，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局。此后，财政政策明显开始发力。1-10月一般财政支出累计增速进一步提升至7.6%，已完成年初预算目标83.6%，与上年同期基本持平。具体而言，减负措施包括研究适当降低社保费率、继续推进增值税改革、提高研发费用加计扣除比例等；促进消费措施包括通过个人所得税法修正案等；补短板措施包括加快地方政府专项债券发行和使用，安排创业担保贷款贴息和中小企业发展基金，支持基建补短板、创新驱动和新兴产业等重点领域；节用裕民措施包括严格控制一般性支出，加强“三公”经费管理等。

**多措并举纾解民营企业融资难之困。**下半年以来，特别是10月份以来，帮助解决民营企业融资难问题的政策密集出台。11月1日，习近平主席主持召开民营企业座谈会，提出“两个毫不动摇”，强调一定要解决好民营企业面临的突出问题，给民营企业家吃下了定心丸。央行行长易纲将解决民营企业和小微企业融资的举措总结为“三支箭”，即信贷支持、债券融资工具支持和股权融资工具支持。债券方面，发展民营企业债券融资支持工具，加强信用风险缓释和担保增信；信贷方面，综合运用货币信贷政策工具，支持和引导金融机构扩大民营和小微企业信贷投放；股权方面，研究设立民营企业股权融资支持工具，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。银保监会主席郭树清提出了“五指成拳”，一是“稳”，即稳定融资、稳定信心、稳定预期；二是“改”，即改革完善监管考核和激励约束机制；三是“拓”，即拓宽融资渠道；四是“腾”，即加大不良资产处置盘活信贷存量；五是“降”，即通过减免服务收费等降低企业融资成本。



## （二）2019 年中国经济展望：增速继续小幅放缓，政策发力稳增长

2019 年经济增速继续回落的压力仍然较大。从外部环境看，始于 2016 年的全球复苏共振已接近尾声，IMF、世界银行和 OECD 均下调了 2019 年的全球增长预期，预计外需难有起色；从内部动力看，高债务率仍将制约投资与消费，企业与居民的信心与预期较弱，房地产正处在周期向下的拐点，金融去杠杆虽告一段落，但信用扩张意愿不足，风险偏好较低。这些因素都将与长期经济增速换挡趋势叠加，给经济造成一定的“下台阶”压力。

不过，政策上的逆周期调节与加快改革转型，也将为经济进行托底，预计“下台阶”深度有限。一是财政扩张力度加码有望推动基建投资逐步企稳；二是个税改革有助于稳消费；三是近期不断推出的支持民企政策将使企业信心有所恢复；四是 2018 年人民币汇率的较大贬值幅度，以及中美贸易摩擦的阶段性缓和一定程度有助于对冲外需下降。综合考虑，预计 2019 年 GDP 增速将降至 6.3% 左右。

### 1. 供给端：工业缓慢下行，服务业企稳回升

展望 2019 年，预计工业生产持续承压。从外需来看，全球复苏放缓致使外需疲软，叠加贸易摩擦进一步拖累我国出口，致使企业生产放缓。特别是对美国出口方面，在中美贸易争端的阴云笼罩下，2018 年我国对美国“抢出口”效应明显，一定程度上透支了 2019 年的出口空间，不利于工业生产增长；从内需来看，国内消费增长乏力，房地产投资或将继续放缓，内需未见显著改善，将制约中下游制造业生产增长。企业盈利方面，受工业品出厂价格涨幅回落影响，工业企业利润当月同比增速自 2018 年二季度以来持续下滑，由超过 20% 的高增速大幅跌至 10 月份的 3.6%，为 2017 年以来次低水平，可能降低企业生产意愿和扩大生产投入能力。

从支撑因素来看，政策层面将从三方面呵护工业生产。一是 2018 年环保限产目标总体宽松、严禁“一刀切”，限产对工业经济扰动趋弱，预计 2019 年一季度部分“两高一剩”行业生产将持续改善；二是近期出台的降低部分商品进口税率和提高部分商品出口退税率的政策将对拉动进出口产生一定支撑；三是货币信用传导机制疏通有助于解决民营经济和



小微企业融资难问题，减税降费和改善营商环境等政策措施有望对工业企业的持续经营形成助力。同时，需求端也将从两方面对工业生产提供支撑。一方面，基建投资有望好转，进而加大对工业品需求，拉动制造业生产；另一方面，当前我国对“一带一路”沿线出口比重有所上升，加之与日本合作深化，预计将部分对冲外需趋弱的压力。综合考虑，预计 2019 年工业增加值小幅回落至 6.0% 左右水平，保持低位平稳增长。

在政策呵护和新动能助推下，2019 年服务业有望略有回升。从政策面看，一方面，减税降费有利于降低企业经营成本，提升居民可支配收入，激发服务消费活力。另一方面，改善营商环境和进一步扩大服务业开放，有利于激发服务业市场活力。从服务业自身动能来看，一方面，以互联网和相关服务为代表的新兴服务业继续快速增长，引领服务业产业结构优化升级与质量提升。另一方面，以电子商务和共享经济为代表的新消费模式快速发展，带动邮政快递业、交通出行、房屋住宿、金融、餐饮、物流、教育、医疗、基础设施等多个服务业领域新型发展和快速增长，为服务业积蓄新动能。不过也要看到，工业生产下行恐将拖累交通运输、仓储邮政以及租赁和商务服务业等相关行业增长；房地产销售增长保持低位将拖累相关服务业增长。综上所述，预计 2019 年服务业生产指数略有回升，全年同比增长 7.8% 左右。

## 2. 需求端：三驾马车都有减速风险

### (1) 预计 2019 年投资增速维持在 5.5% 左右

展望 2019 年，“补短板”将启动基建投资重新发力，基建投资托底作用增强，但盈利下降和需求放缓压制制造业投资增长空间，地产严调控下地产投资高位渐进回落，基建投资或独木难支。预计投资增速 2019 年将回落至 5.5%。

基建投资将继续回暖，但增幅有限。2019 年，随着基建补短板力度扩大和财政发力，基建投资增速有望明显改善。从政策支持层面看，基建是对冲经济下行压力的重要逆周期调节手段，受政策影响较大。当前中央层面已明确将扩大有效投资的重点定为基建补短板。三季度以来，发改委启动了密集批复重大基建项目的步伐，各地方也相继发布新的基建投资计划，这些项目的陆续开工将逐渐构筑基建投资新动能。预计 2019 年基建补短板力度继续加大将带动投资增速继续企稳回升。从资金来源

层面看，2019 年降税减费带来的财政收入压力加大，基建投资资金供给缺口仍存，但地方债放量和 PPP 转暖有望为基建融资助力。首先，国家预算内资金占比将保持稳定。2019 年财政政策将更加积极，赤字率有望进一步扩大，为预算内资金提供可靠支撑；其次，自筹资金来源将继续扩大。2019 年地方政府新增债券发行规模有望继续增长，PPP 落地率 2018 年来持续提升，央行或将继续加大抵押补充贷款（PSL）投放，总体而言自筹资金仍是主动力，不过，城投债和表外融资或将在地方政府隐性债务强监管下继续收缩。最后，国内贷款可能略有回暖。国务院和银保监会明确要求金融机构保障在建项目合理融资需求，加大对补短板重大项目的信贷投放力度。综上所述，2019 年基建投资在多渠道资金筹措的保障下，有望继续企稳回升，2019 年全年增长 8% 左右。与此同时，基建投资的精准性和有效性将进一步提高，新一轮强刺激不会出现，深度贫困地区与中西部地区的交通、水利、生态、“三农”等领域重大工程项目将受到重点支持。

**制造业投资韧性较强，但存下行压力。**2019 年制造业投资可能小幅下行。从负面影响因素看，一是前期去库存带来的价格红利释放殆尽，盈利增速已经趋于回落。规模以上工业企业利润同比增速截至 10 月已连续下行 6 个月，由前期 20% 以上的增速降至 3.6%。二是内外需双双乏力，对制造业投资的拉动将减弱。从正面支持因素看，一是民企融资支持政策和民间投资扶持措施将加快出台和落地，促进民企投资好转，巩固民间投资向好态势，有利于以民企为主导的制造业企业扩大资本开支；二是增值税结构性减税、研发费用加计扣除比例提高等积极财政政策将促进工业制成品消费和企业开展科技创新，为制造业企业减轻经营负担；三是新旧动能切换引导制造业内部产业升级，高技术制造业和先进制造业发展潜力巨大，有利于制造业投资企稳。综合而言，2019 年制造业投资有所承压，但仍将保持较强韧性，且结构分化特征将更加明显，预计 2019 年全年增长 5% 左右。

**房地产需求放缓，开发投资将缓慢下行。**从长期看，城镇化空间为房地产市场带来了稳定增长的刚性需求，但短期内的调整不可避免。当前房地产调控政策持续趋严，房地产需求不断放缓，地产开发投资正逐步步入下行周期。首先，中央调控决心不变抑制楼市成交。2016 年四季度开始房地产市场步入严调控周期，至今各地政策仍然不断趋严，表明此次中央解决房地产市场问题的决心很大，调控不会半途而废，即使政

策变化也将延续“因城施策”思路实施局部微调，大范围松动不会发生。其次，楼市销售持续放缓增大房企资金压力。销售显著降温使得当前房企以快速推盘预售回笼资金保证周转的模式缺乏可持续性，以定金及预收款、自筹资金为主动力的资金来源结构将难以为继，进而抑制房企土地购置和施工进度，影响投资增长。最后，土地购置降温将从直接和间接两个渠道削弱地产投资支撑。当前房企购地热情有所减弱，购地扩张步伐放缓，10月土地流拍再创新高，土地成交价款增速逐步下行，将逐步带动土地购置费增速下行。土地购置费是房地产开发投资的重要组成部分和2017年以来房地产开发投资的主要支撑，其下行一方面将直接削弱房地产投资；另一方面也会带动新开工下行，并进一步使施工增速承压。综上所述，在地产需求放缓与资金来源受限的背景下，地产投资料将继续下行，预计2019年全年增长4%。

图35 基建投资资金来源结构变化

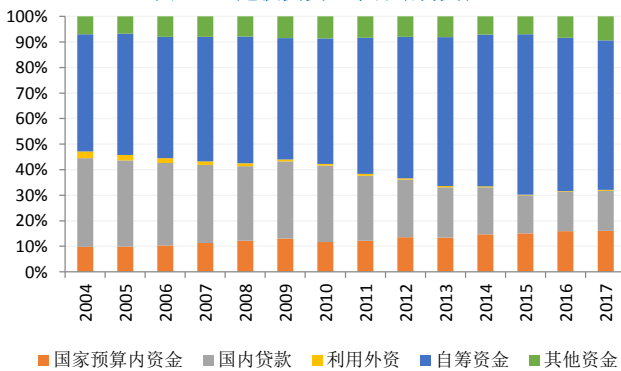


图36 基建投资资金来源各项同比增速

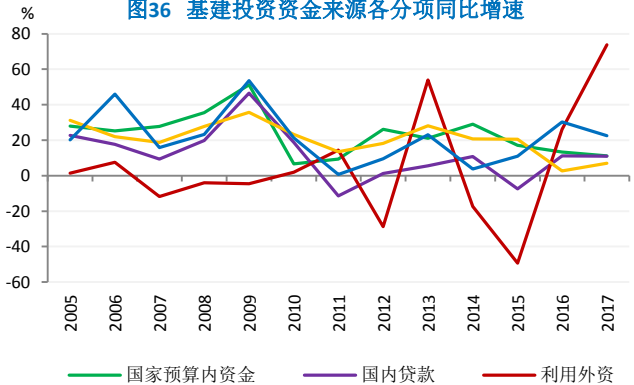


图37 受供给侧结构性改革影响较大的制造业投资累计同比

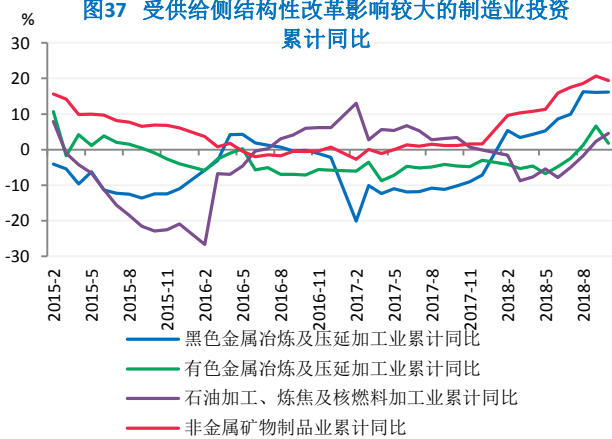
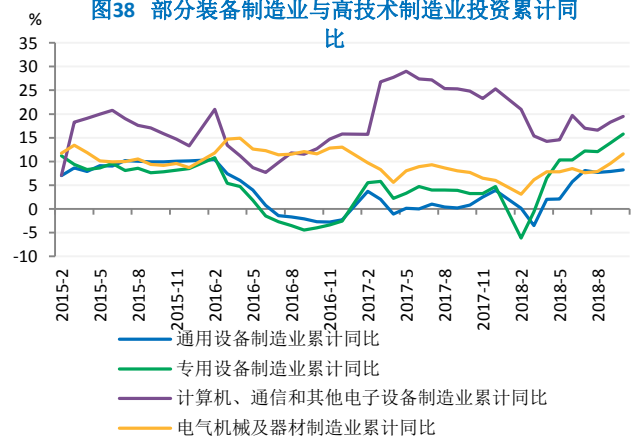
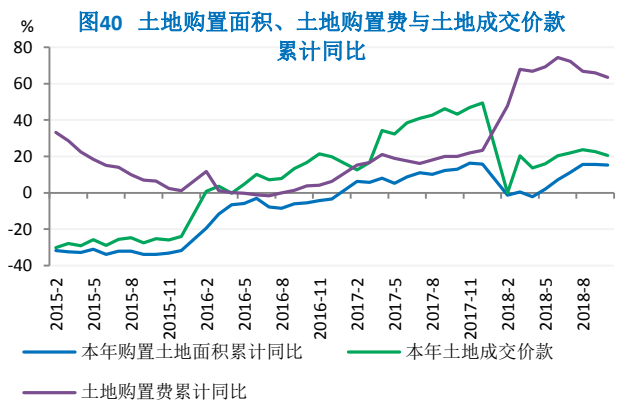
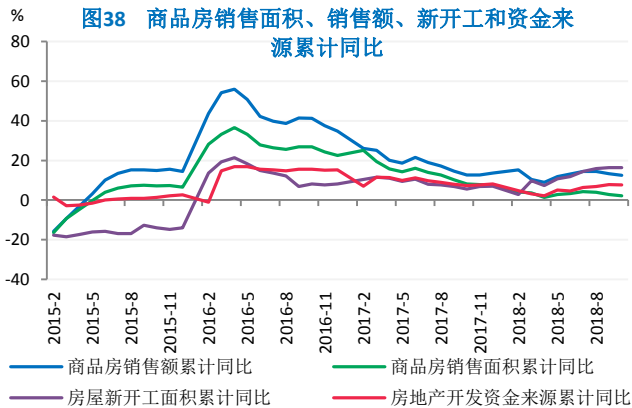


图38 部分装备制造业与高技术制造业投资累计同比





数据来源：WIND

## (2) 预计 2019 年社会消费品零售增速回落至 8.8% 左右

2019 年，多重因素会对消费形成有利支撑。一是个税改革红利释放。2019 年 1 月 1 日起，个税新规将全面实施，在降低税率、拉长级距的基础上，专项抵扣的加入将进一步增加居民的可支配收入，从而有利于扩大消费；二是消费体制机制和政策环境更趋完善。2018 年 9 月，《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》以及《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》发布，将推动优化消费政策体系、标准体系和信用体系，有利于激发居民消费潜力；三是汽车消费拖累减弱。考虑到前期政策影响将在 2019 年逐步消退，加之基数效应减弱，2019 年汽车消费应可以实现正增长。

与此同时，三方面问题会对消费增长形成制约：其一，在三大攻坚战任务完成之前，地方政府与国有企业面临杠杆率的约束、金融机构面临监管的压力、两高一剩企业面临环保的约束，因此政府机构、事业单位和企业的消费需求将继续承受较大压力；其二，2018 年前三季度，在内外压力的影响下，城乡居民人均可支配收入增长放缓，增速较上年同期下降 0.9 个百分点，从而阶段性的削弱居民收入预期和消费意愿，进而引致 2019 年消费增速下行。2019 年，随着经济下行压力渐显，居民可支配收入将同步回落，会进一步对居民消费意愿造成冲击；其三，2018 年以来，房地产调控相关政策密集出台，随着越来越多城市房地产市场“退热”，楼市相关调控政策发布次数逐渐减少，且少见政策加码，但调控并未出现松动的迹象。受地产调控政策的影响，2019 年房地产相关消费会有一定下行压力。综合考虑，预计 2019 年消费增长约在 8.8% 左右，略低于 2018 年。

### (3) 预计 2019 年出口增速降至 3% 左右

2019 年出口预计将会明显走弱。首先，全球经济面临下行拐点。IMF 在 2018 年 10 月发布的《世界经济展望》下调了 2018 年和 2019 年的增速预期，这是近两年来的首次，其中发达经济体增速将由 2.4% 回落至 2.1%，新兴经济体持平于 4.7%。世界银行和 OECD 也均做了相应下调，认为“全球经济增速已经见顶”，外需环境将趋于走弱，近期大宗商品的集体下跌也印证了这一点。其次，对美出口将会明显回落。2018 年对美国出口的抢跑相当大程度上透支了 2019 年的出口空间，再加上美国经济增速的回落，2019 年对美国出口很不乐观。据 11 月广交会数据，出口整体成交额微幅回落，但对美出口大跌三成。即便中美在 G20 会议上达成协议，但贸易摩擦的解决仍然难以毕其功于一役。第三，人民币持续贬值预期走弱。由于美国经济下行压力显现、美联储加息预期减弱，2019 年美元指数或将走弱，人民币汇率则会被动走强。央行在 2018 年三季度《货币政策执行报告》中强调“在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，也意味着人民币不会破位下跌，相应地，汇率对于出口的支撑也会相应减弱。下半年以来，政治局会议将稳外贸作为稳增长的重要抓手之一，并不断加大出口退税力度，提高通关效率，这些措施只能在一定程度上缓解出口下行压力。预计 2019 年出口增速降至 3% 左右。

2019 年进口增长将保持相对高位。一是政策鼓励进口。以举办中国国际进口博览会为契机，我国将削减进口环节制度性成本，降低关税，扩大进口空间，更好满足国内企业和消费者需求。中美贸易摩擦如能得到缓解，我国也将加大从美国进口力度。二是进口结构改善。从 2018 年看，机电设备对进口增长的贡献率已经达到 39.6%，较上年提升 9.3 个百分点，表现出明显转型升级势头。预计 2019 年，先进制造所需的关键设备进口仍然旺盛。不过，也要考虑到 2019 年内需的放缓以及大宗商品价格的回落，预计 2019 年进口增速降至 10% 左右。

### 3. 通胀形势：通胀中枢温和提升

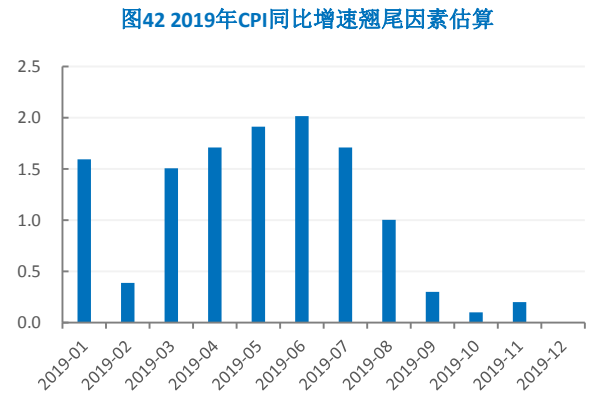
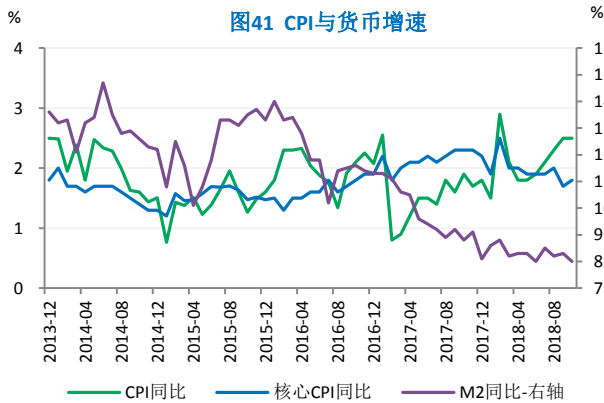
2019 年预计仍将延续食品与非食品价格共同上涨的态势，但食品涨幅将扩大，非食品涨幅将回落。从食品看，一是猪肉价格进入上涨周期将推动食品价格继续保持温和上涨。上一轮上涨周期中，猪肉价格在 2016 年年中达到高点后经历了两年的下跌，至 2018 年 6 月跌至低谷，猪粮比

回落至 5-6 之间的历史底部区域，随后企稳并开始上涨。如果以我国 3-4 年的猪肉价格长周期判断，新一轮猪肉价格上涨周期已逐步形成。同时，近期持续的非洲猪瘟影响生猪养殖意愿，导致补栏下降，可能影响一年后的猪肉供给，推升价格上涨。除猪肉外，中美贸易摩擦将导致大豆等进口农产品价格上升，也会对食品价格形成压力。不过其他食品供应预计保持稳定，且随着我国居民老龄化问题上升及饮食结构变化，食品消费需求不会有大的提升。预计 2019 年食品价格将同比增长 2.5% 左右。

从非食品看，增速将略有回落。从主要商品与服务类别看，一是上游工业品价格涨幅将出现回落，PPI 将跌至 CPI 以下，以制造业为主的非食品涨幅有限，这类商品主要包括衣着、家用商品、交通工具和通信工具等。二是医药价格涨幅有望回落，在连续多年涨价之后，药品价格成为当前民生关注焦点，随着《国家组织药品集中采购试点方案》的通过及进口药关税减免等政策实施，未来药品价格涨幅有望收窄。三是能源涨幅或将回落，受全球需求回落，OPEC 增产等因素影响，近期国际油价大幅走低，各大机构也开始调低 2019 年油价预测目标。四是服务品价格仍将快速上涨，近年来随着消费结构变化，消费品需求转向服务品，预计家政、医疗、教育等服务价格将持续上涨。五是住房价格涨幅将收窄，受房地产市场降温以及 2018 年租金已有较高涨幅影响，预计租房价格将回归理性。整体看，预计 2019 年非食品价格同比涨幅将回落至 2.2% 左右。

货币增速维持低位，将限制 2019 年通胀涨幅。本轮 M2 走低已持续一年多，从历史经验及实证分析看，将开始逐步传导到物价层面。从外部因素看，2019 年全球经济增长大概率有所减速，贸易摩擦在初期可能对通胀形成上涨压力，但随后会导致需求放缓，在不发生地缘政治上大的冲击的情况下，判断国际商品价格不具备大幅上涨空间，对我国的输入性通胀压力不大。

综合来看，预计 2019 年通胀整体水平仍将保持温和水平，全年 CPI 同比增长 2.3%，结合翘尾因素判断，呈两头高，中间低，三季度达到谷底的形态。上游 PPI 方面，预计 2018 年 12 月将跌破 CPI 同比增速，但随后将逐步企稳，2019 年全年大约在 1.5% 左右，不太可能出现持续通缩。核心 CPI 将稳定在 1.9%-2.3% 区间，整体看通胀应不是 2019 年经济的核心矛盾——不过仍需注意猪肉等部分食品价格带来的结构性通胀压力问题。



数据来源：WIND

#### 4. 金融环境：供给偏紧局面有望缓解

展望 2019 年，在美联储加息节奏可能放缓、国内经济下行压力加大的背景下，我国货币政策放松空间进一步释放，将更侧重国内经济平衡，致力于稳增长目标，将“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”，并加快疏通货币信贷传导梗阻，促进银行体系信用扩张，金融供给偏紧局面有望得到改善。预计 2019 年 M2 增长 8.5%，社会融资规模存量同比增长 10.2%，相比 2018 年有所回升。

流动性将保持合理充裕，货币市场利率或将进一步走低。央行将延续“收短放长”的流动性调节思路，通过定向降准、MLF、PSL 等货币政策工具加大中长期流动性投放，改善银行体系流动性结构，缓解期限错配风险，为银行信用创造修复、“宽货币”传向“宽信用”创造条件。由于我国存款准备金率仍处于高位，降准空间仍大。同时，降息也有空间。由于监管压力持续、存款占比下降、表外回归表内等原因，当前银行自身负债成本高企，无益于企业融资成本下降和融资条件改善，也制约了“宽信用”效果，M1 与 M2 维持负剪刀差且缺口不断扩大，实体流动性不容乐观，因此降息的可能性也有所上升。央行可能在 2019 年择机开展 1~2 次降息，以数量型货币政策工具为主的同时辅以价格型工具，改善利率传导受阻，增强利率调控能力，促进 M2 与社融增速反弹。具体方式上，调整存贷款基准利率的概率较小，更可能对公开市场逆回购和 MLF 等政策利率进行调整，逐步引导中长期资金利率下行，降低实体经济融资成本。

民营和小微企业融资环境有望改善。2019 年，预计监管层将进一步引导金融机构加大对民营企业和小微企业的金融资源倾斜力度，精准滴灌持续发力民企稳融资。一方面，完善对金融机构小微、民企业务的考核激励机制，将对小微、民营企业的信贷投放和债券投资情况等纳入考核体系，细化具体考核要求，并督促和指导银行改进内部激励约束机制和 risk 管控机制；另一方面，综合运用再贷款、再贴现、MLF 担保品扩容、设立纾困基金等手段精准对接金融机构的小微、民企信贷投放，民企债券融资支持工具也有望加速扩围，有效促进民企直接和间接融资。同时，结构性减税或增加支出等积极财政政策的配合亦有空间。随着一系列支持民企融资的政策密集落地，流动性向实体的传导效率有望得到实质性改善。

人民币汇率弹性将继续增强，波幅预计在 6.5-7.3 之间。短期内人民币汇率在 7 附近将有较强支撑。从监管层 8 月初加大稳汇率各项政策工具运用力度看，短期央行对汇率的容忍点是不突破 7。同时，与上一轮贬值相比，监管层的应对手段和经验更加丰富，短期资本流动也有所忌惮。中期看人民币仍具有一定贬值压力，这是由当前我国经济增长压力加大，贸易环境更加复杂、中美利差变化等基本面所决定的。人民币虽然会顺势破 7，但对一篮子货币仍将保持稳定。同时基于人民币不具备大幅贬值的基础，预计极限点位不会高于 7.3。后期人民币兑美元汇率仍有可能回到 7 以下。一方面中美贸易谈判将会经历较长的拉锯战，但最终形成互利的结果仍是大概率事件，最终会对人民币汇率形成利好。此外随着 2019 年后期美国经济走弱，美联储加息预期的减弱将重新给予人民币升值的空间。总体来看，人民币汇率的弹性将进一步增加，短期资本流动对汇率冲击的影响下降，而我国坚持扩大开放的改革方向也需要汇率增加弹性。此外，从国际收支与资本流出情况看，经过上一轮贬值，市场主体更加成熟，投机需求相对收敛，内外部压差（汇率扭曲程度）减小，这都会使投机性的短期资本流动冲击下降，未来基本面对汇率的积极影响将进一步上升。

## 5. 政策基调：处理好稳增长、调结构、防风险关系

从近期的一系列表态来看，决策层对于形势的判断相对谨慎，但不悲观，其主要观点包括：一是经济出现周期性调整，下行压力加大；二是金融风险有所收敛，但仍将继续暴露；三是经济基本面依然稳健，前景光明；四是改革部署已经明确，要坚定信心继续抓落实；五是外部环



境正在变化，要保持定力，坚持做好自己的事。预计 2019 年经济政策的基调是继续落实好“六稳”部署，处理好稳增长、调结构、防风险的关系，继续深化供给侧结构性改革，妥善应对各种风险和不确定性，努力保持经济金融平稳运行。

### (1) 财政政策将更加积极

根据逆周期调节的要求，2019 年财政政策将更加积极，特别是在货币政策传导不畅的背景下，财政政策可能需要承担更重要角色。

一是进一步减税降费，这是积极财政政策的主要着力点。2019 年，有望推出体现更大规模、实质性、普惠性的减税降费措施，具体可能包括：个税专项附加扣除将正式实施；适度下调增值税标准税率，实现三档变两档税率，对小微、科技型创新企业所得税率再补充下调；降低社保费率标准，确保 2019 年 1 月 1 日社保由税务部门征收后，总体上不增加企业缴费负担；对生产经营确有困难、纳税信用良好的民营企业，出台针对性、操作性强的税收帮扶措施；抓紧完善支持创业投资基金发展的税收政策，营造透明、可预期的政策环境；继续精简行政审批事项和涉企收费，企业物流、电力等各类成本将继续降低。

二是上调赤字规模和赤字率。2019 年，减税降费和扩大支出同时推进，财政收支缺口将会明显扩大，赤字规模和赤字率的上调将势在必行。在居民、企业继续去杠杆的背景下，政府部门适度加杠杆既合乎现实，也责无旁贷。我国政府负债率和财政赤字率在世界主要经济体中均处于较低水平，2019 年赤字率提升尚有一定空间，预计 2019 年赤字率目标为 3%，较 2018 年上升 0.4 个百分点，与 2016、2017 年持平，但大幅增加的可能性不大。一方面，大幅增加赤字率虽然短期内可以在一定程度上提振经济，但不利于长远发展，赤字率提高会增加财政风险；另一方面，中国自 2008 年实施积极财政政策以来，赤字率一直保持在欧盟 3% 的赤字率警戒线标准以内，即使在 2007-2009 年全球金融危机期间，也没有超过 3%。

三是继续扩大专项债额度。地方政府专项债券纳入政府性基金预算，不属于财政赤字范畴，是积极财政政策重要组成部分。2019 年，在新一轮清理规范地方债背景下，“开前门、堵后门”已成为决策当局的主要政策选项。为进一步弱化城投平台融资功能，降低地方政府隐性债务风险，

稳定基建投资，预计地方政府发债额度将会继续上升，特别是新增专项债有望超过 2 万亿元，高于 2018 年 1.35 万亿。

**四是加强地方政府隐性债务管理。**一方面，严控新增隐性债务。加强对地方违规举债的问责，完善地方建设项目管理，合理控制项目规模，鼓励引入社会资本；另一方面，化解存量隐性债务。通过处置融资平台存量资产、政府部分经营性资产等手段，集中力量偿还一批隐性债务。加快地方融资平台市场化转型，通过资产盘活、PPP 等措施对隐性债务进行处置和化解。进一步提升 PPP 项目的规范化运作水平，避免 PPP 异化为新的政府融资平台。同时，加快财税体制改革，从根本上解决地方政府隐性债务问题。合理划分中央和地方、地方各级政府财政事权和支出责任，减少地方政府对债务融资的过度依赖。抓好预算收入与支出管理，保障偿债资金来源，加强源头管控。

### **(2) 需求侧稳增长政策将继续发力**

**稳投资方面**，重点是继续落实好《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，多渠道筹集资金，统筹安排盘活存量、优化增量、引入民间资金、政府融资、政策性金融各项工作，稳定基建领域投资。同时，要加大对制造业转型升级的支持力度，鼓励技改投资，保持好制造业投资势头。

**稳外贸方面**，重点是落实好稳定出口的政策，继续推进贸易便利化，减轻出口企业费用负担，保持汇率弱势运行。同时，要继续应对贸易摩擦。继续举办进博会，增加进口。

**稳消费方面**，重点是继续落实《中共中央、国务院关于完善促进消费体制机制、进一步激发居民消费潜力的若干意见》和《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》，促进居民收入增长，继续完善社保体系，支持热点消费，增强服务消费的供给能力。

### **(3) 供给侧结构性改革将继续深化**

供给侧结构性改革的重点是补短板、降成本和去杠杆。补短板方面，要加快农村、西部、社会事业等领域的基建，同时，要加快发展科技和创新短板。降成本方面，重点还是减税费。去杠杆的政策总体是明确的，重点是加快处置僵尸企业，推进债转股落地，降低国企资产负债率；规

范地方政府举债行为、控制隐性债务。去产能方面，要加快建立市场化、法治化的去产能机制，要加快完善企业破产制度。

产业方面，首先要紧密关注房地产市场走势，视情况适度调整调控力度，加快建立长效机制，力求房地产平稳调整，防止楼市大起大落。其次，要加大对先进制造业、服务业和战略性新兴产业的支持力度，加快传统产业的信息化、智能化改造步伐，培育新动能，加快建设现代化经济体系。同时，产业政策要从差异化、选择性转向普惠化、功能性，加强反垄断和反不正当竞争执法。

### （三）2019 年需关注的风险点

#### 1. 中美贸易摩擦具有长期性和严峻性

中美双方在 G20 峰会上就双方关注的贸易问题进行了磋商。从会后中美各自发表的声明看，美国同意 2019 年 1 月 1 日后不再提高现有关税税率，中国同意从美国购买农业、能源、工业和其他产品，将立即恢复购买农产品，以减少两国之间的贸易不平衡；双方将立即就强制技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务和农业等结构性改革展开谈判，双方努力争取在 90 天内完成，否则美方将恢复提高关税税率。“习特会”进展比较顺利，中美贸易摩擦暂时休战。

目前来看，中美贸易摩擦局势正在发生转变，双方由简单对抗转变为深入博弈，由全面互征关税转变为就知识产权等结构性问题集中磋商，中美之间的真正谈判可能才刚刚开始。鉴于结构性问题的复杂性，预计双方难以在约定期限内完全解决，有很大可能采取阶段性目标方式。

短期内，双方谈判将在未来三个月内展开，贸易摩擦压力阶段性下降。中期来看，2019 年美国经济见顶回落和美股回调的速度，2020 年美国大选的结果，以及中国改革开放的力度等三股力量将决定中美经贸关系走向。长期来看，中美贸易摩擦具有长期性和严峻性，除了贸易摩擦，还将涉及经济、政治、文化、科技、网络和意识形态等领域全方位综合实力较量。

#### 2. 房地产市场波动加剧

目前市场上有关于 2019 年房地产调控将会转向的预测，其主要依据为：一是 2019 年经济下行压力加剧，中央有可能会重启房地产作为对冲；

二是地产作为抵押品，是防范化解存量债务的重要手段；三是地方政府 2019 年面临巨大的财政压力，需要增加土地出让收入。

但问题是，如果在房地产库存急剧下降的背景下放开调控，随之而来的将是房价的报复性反弹、政府公信力的严重受损以及金融风险的进一步积累。房地产调控政策如何进行权衡和调整，可能是 2019 年需要关注的风险点之一。

### 3. 就业压力可能上升

随着经济下行加深，失业压力也在逐渐加大。制造业 PMI 中的从业人员数据已经从 2018 年 8 月份的 49.4% 下降至 11 月份的 48.3%，非制造业从业人员数据则从 50.4% 下降至 48.7%，均呈持续下降态势。据券商研究，2018 年 4 月-9 月期间，有 202 万个就业招聘广告消失，其中二线城市及中小企业降的最多最快。

民营企业是创造新增就业的主力，目前国家虽然出台了一系列扶持民营企业的政策，但民营企业是否扩大投资，除了考虑融资因素之外，还要考虑未来的市场需求以及市场准入、产权保护等因素。从 11 月制造业 PMI 来看，企业的生产活动预期指数回落至 54.2%，这是 2016 年 2 月以来的最低水平。企业对于未来前景不乐观，可能会加大裁员力度，导致失业率上升，这是 2019 年另外一个需要关注的风险。

## 三、政策建议

2019 年是决胜全面建成小康社会、打赢三大攻坚战和应对外部挑战的关键一年。为妥善应对内外部环境的深刻变化，我们建议应贯彻落实十九大发展方针，将供给侧改革的着力点，落实为以更高水平的全面对内、对外开放，合力推动高质量的新制度供给，降低企业运营成本和居民生活成本，鼓励创新创造，聚焦生态民生，促进加快供给侧的三次产业转型升级，服务需求侧的消费升级。具体包括以下四个方面：

### （一）“稳外修内”并进，全方位积极有效应对中美贸易摩擦

G20 峰会上中美两国领导人会晤取得阶段性成果，暂时避免了 2019 年 1 月 1 日的关税升级。此次会晤预示着中美贸易摩擦局势多方面的转

变，双方由简单对抗转变为深入博弈，由全面互征关税转变为就知识产权等结构性问题集中磋商，中美之间的真正的协商可能才刚刚开始。

回顾中美近百年关系史，合作则共赢，对抗则双输，未来的谈判基调应是“求同存异，合作共赢，携手构建人类命运共同体”。一是做好摩擦和磋商长期化的思想准备和战略准备，美国已经将中国定位为“战略竞争对手”，未来中美关系的主要基调也将是在竞争中发展；二是坚持在 WTO 框架下与美国进行谈判。把中美“双边谈判”和“在 WTO 框架内谈判”更好地结合起来，进一步彰显“经济全球化的维护者、贸易自由化的践行者、多边贸易体系的拥护者”的角色定位，反对各种形式的贸易保护主义和单边主义；三是保持定力，对内持续深入推进结构性改革，继续推进“放管服”改革和知识产权体制改革，降低成本、放宽准入、改善服务、激发主体活力；四是以贸易战为契机加快改革开放，放宽金融、制造业等领域的市场准入，扩大商品和服务进口，推动产业结构调整，强化知识产权保护；五是加强与非美经济体联系和合作，寻求开放发展的新的空间。

## （二）运用“四分法”全面重新认识政府与市场的关系

政府与市场的关系是社会制度的基础，不清政府与市场的关系，往往使制度设计陷入探讨不清和充满争议的格局。当前经济改革的诸多领域，如国企改革、民企发展、政府治理改革等均需要从根本上厘清政府与市场的关系。为此，建议可采用“四分法”，即将经济社会按照政府与市场的关系划分为四大领域。

第一大领域为“战略性领域”，如“一带一路”相关的金砖银行、亚投行、国开行等，需要政府及专门机构牵头，市场适时跟进；第二大领域为“公共服务领域”，包括铁路、电力等公共性领域，由于存在自然垄断或极强外部性，应该由政府主办；第三大领域为“民生领域”，涵盖教育、医疗、住房、养老四大民生领域，需要政府、市场双到位、齐发力。政府负责公平，市场负责效率；第四大领域为“竞争性领域”，即完全市场化性（竞争性）领域。应由市场运作，政府负责监管与提供服务。

### （三）大力推进以“四个三”为整体框架的全面改革

一是“三组供求关系全面改善”。第一组供求关系是制度供给与发展需求的关系，从政府端入手，持续推进改善制度供给，致力于发挥市场的决定性作用，实现政府、市场“双到位”；第二组供求关系是金融供给与实体需求之间的关系，从金融供给主体入手，大力促进金融有效供给与实体经济有效需求的匹配，构建多层次、市场化、广覆盖新型金融体系，实现金融、实体“双发展”；第三组供求关系是企业供给与居民需求之间的关系，从实体经济的外企、国企、民企等生产力供给主体入手，实现国企、民企“双进步”。

二是“新三驾马车全面提速”。第一驾马车是“改革开放”，即改善制度、开放市场；第二驾马车是“创新创造”，即创新模式，创造新品；第三驾马车是“生态民生”，即改良生态，改善民生。

三是“三大供给主体全面发展”。三大供给主体即国企、民企、外企，要积极改革国企、大力发展民企、留住吸引外企。

四是“三次产业全面升级”。夯实农林牧渔业的基础性保障作用，着力实现农业现代化；坚持制造业立国战略，着力实现工业现代化；推动服务业创新发展，着力实现服务业现代化。

### （四）加快构建服务民企的“滴灌融资系统”，有效缓解民企融资难融资贵

目前我国经济下行压力有所加大，企业的融资难、融资贵问题愈发凸显。尽管央行采取了一系列宽货币、宽信用政策，但由于缺乏微观响应，货币政策的传导仍不顺畅。目前来看，银行面临资本充足率、风险偏好降低、行业政策限制等约束，信用投放能力受到极大抑制，与此同时，随着经济下行程度的加深，企业对未来的预期开始走弱，融资需求相应较前期开始回落。因此，修复融资环境、扩大融资规模已成当务之急。我们建议，可以考虑建立“滴灌融资系统”，充分发挥全国工商联及 4.6 万家商会的平台及“管网”作用，将央行放出的“水”直接、顺畅、持续导流进民营企业。其中，央行释放流动性的方式可以是定向降准或再贷款，传导的主渠道可以是股份制商业银行，总转运站是全国工商联

等全国性的工商业协会，分渠道是 4.6 万家商会。预计此举可实现多方面的积极成效：有效实现央行流动性的精准滴灌；发挥现有组织体系优势，大幅度提升银行获客效率，有效降低银行的获客成本，并显著提升风控能力。从而，在相当程度上缓解民营企业融资难融资贵问题，让天下民企不再为融资发愁。

## 主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		18-5	18-6	18-7	18-8	18-9	18-10	2018e	2019e
<b>国内生产总值当季</b>									
GDP	同比增长, %		6.7			6.5		6.6	6.3
<b>工业生产 当月</b>									
增加值	同比增长, %	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	6.3	6.0
<b>消费 当月</b>									
社会消费品	同比增长, %	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	9.0	8.8
<b>固定资产投资自年初累计</b>									
总额	同比增长, %	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	6.0	5.5
房地产开发	同比增长, %	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7	9.0	4.0
<b>外贸 按美元, 当月</b>									
进出口	同比增长, %	18.5	12.5	18.8	18.8	14.4	18.2	16.0	6.0
出口	同比增长, %	12.0	10.5	11.4	9.1	14.5	15.6	12.0	3.0
进口	同比增长, %	26.1	13.8	26.9	19.9	14.3	21.4	20.0	10.0
贸易差额	美元, 亿	236.2	403.7	270.7	266.5	317.0	340.1		
<b>通货膨胀 当月</b>									
CPI	同比增长, %	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	2.3
PPI	同比增长, %	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	3.6	1.5
<b>社融及货币信贷</b>									
社融规模	同比增长, %	11.6	11.1	10.8	10.8	10.6	10.2	10.0	10.5
M2	同比增长, %	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.2	8.5

## 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

