

民银智库研究

2019年第27期

总第119期

中国民生银行研究院

2019年12月17日

经济初现企稳迹象 把握政策动态平衡

——2019年12月宏观经济形势分析报告

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

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅理

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@163.com

- **11月全球经济出现企稳迹象。**摩根大通全球制造业 PMI 持续向好，OECD 先行指标终于止跌。中美两国已就经贸协议文本达成一致，英国脱欧将在保守党主政下有序推进，两大不确定性因素的消除有利于增强市场信心，进一步推动全球经济企稳。具体而言，美国经济仍面临一定放缓压力，降息效应有待发挥；欧元区经济动能有所修复，欧央行按兵不动；日本经济衰退风险加大，推出新一轮经济刺激计划；新兴市场国家经济增长、通胀形势和货币政策继续分化。
- **11月中国主要经济指标好于预期。**一是工业增加值超预期回升，增速较上月和去年同期分别显著回升 1.5 和 0.8 个百分点，为年内较高水平；二是基建投资在政策支撑下单月增速回升，带动整体投资增速止跌回稳；三是汽车、石油、居住类消费拖累减弱，消费增速触底回升；四是进口由降转升，显示内需有所好转；五是 PPI 降幅收窄；六是新增信贷和新增社融超预期回暖，且结构有所改善，M1 与 M2 负剪刀差收窄。
- **经济企稳动能逐渐积聚。**一是中美贸易第一阶段协议达成，有利于提升出口企业信心并增强制造业投资意愿；二是逆周期调节措施陆续落地，有助于基建投资增速企稳反弹，而消费升级趋势也将延续；三是企业主动去库存接近尾声，库存回补意愿逐渐增强；四是房地产调控预计难以收紧，有利于开发投资保持韧性。预计四季度 GDP 增速有望持平于 6.0%，全年增速为 6.1%，实现年度增长目标无虞。
- **政策展望及建议。**为确保 2020 年顺利实现 GDP 翻番目标，预计宏观调控政策将“稳字当头”，积极的财政政策将大力提质增效，稳健的货币政策将灵活适度。我们建议在科学稳健“把握宏观政策逆周期调节力度”的同时，还应注重把握稳增长与调结构、促改革、防风险和控通胀等目标的动态平衡。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国：经济面临一定放缓压力，降息效应有待发挥.....	1
欧洲：欧元区经济有所修复，英国有序脱欧在望.....	2
日本：经济衰退风险加大，推出新一轮经济刺激计划.....	3
新兴经济体：经济增长、通胀形势和货币政策有所分化.....	5
二、我国宏观经济形势分析	6
工业：增速超预期回升，季末有望持续改善.....	7
投资：投资增速持平上月，三大支柱全面回落.....	8
房地产：投资下行中有韧性，关键指标再现分化.....	9
消费：增速触底回升，升级消费增速较快.....	11
外贸：出口继续下滑，进口由降转升，贸易顺差收窄.....	12
通胀：猪价推动 CPI 创新高，PPI 降幅收窄.....	13
金融：信贷社融双双超预期，M1-M2 剪刀差收窄.....	15
市场：人民币汇率小幅回升，债券收益率温和下行.....	16
三、政策回顾与展望	18
主要宏观政策回顾.....	18
政策展望.....	21
政策建议.....	22
主要宏观经济及金融数据一览表	24

一、全球宏观经济形势分析

全球经济出现企稳迹象。11 月摩根大通全球制造业 PMI 上升 0.5 个百分点至 50.3%，结束连续六个月收缩，为七个月来最高；服务业 PMI 上升 0.6 个百分点至 51.6%；综合 PMI 上升 0.7 个百分点至 51.5%。OECD 综合领先指标 10 月持平于 99.15，结束连续 21 个月下滑态势。中美两国已就经贸协议文本达成一致，英国脱欧将在保守党主政下有序推进，两大不确定性因素的消除，有利于增强市场信心，推动全球经济企稳。

分国别来看，美国经济仍面临一定放缓压力，降息效应有待发挥；欧元区经济动能有所修复，欧央行按兵不动；日本经济衰退风险加大，推出新一轮经济刺激计划；新兴市场国家经济增长、通胀形势和货币政策继续分化。

美国：经济面临一定放缓压力，降息效应有待发挥

美国经济仍面临一定放缓压力。三季度美国 GDP 环比折年增长 2.1%，略好于上季度的 2.0%，但进入四季度后，美国经济仍面临一定压力。**制造业景气仍显不足压力。**美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.5%，较上月回落 0.1 个百分点，11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.1%，较上月回落 0.2 个百分点，连续四月居荣枯线下方。**消费动能不如预期强劲。**11 月零售、核心零售销售环比分别增长 0.2%、0.1%，数据远逊于预期。11 月密歇根大学消费者信心指数终值 96.8，消费者信心轻微改善，处近两年均值水平。**投资持续疲弱。**10 月耐用品订单环比终值为 0.5%，扣除飞机非国防资本耐用品订单终值 1.1%，两项数据均在负值基础上有所激增，但工业投资长期疲软趋势仍在延续。**房地产市场走势分化。**10 月成屋销售年化环比上涨 1.9%，低于预值；10 月新屋销售环比下降 0.7%，持平预期；成屋和新屋走势不及预期且相互背离，说明房地产市场整体运行仍然承压。**贸易逆差缩窄。**10 月出口 2071 亿美元，进口 2543 亿美元，进出口均连续两月收窄，贸易账-472 亿美元，创近一年半以来新低。

降息效力有待发挥。从物价来看，10 月核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%，弱于前值，核心 CPI 同比上涨 2.3%，持平于前值，通胀整体处于下行通道。从就业指标来看，11 月季调后非农就业人口变动 26.6 万人，大幅高于预期的 18.3 万人，结合前两期数据上修情况看，就业市场整体表现非常强劲；11 月美国失业率录得 3.5%，重调至近半世纪

最低水平，证明就业增长步伐依然稳健；平均时薪同比、环比分别增长 3.1%、0.2%，数据状况尚为良好。

美联储就维持利率达成共识。在 12 月议息会议上，FOMC 委员一致投票赞成维持联邦基金利率在 1.50-1.75% 区间。这是继今年 5 月会议以来联储内部首次对货币政策立场达成共识。在今年以来三次降息之后，联储官员在明年利率问题上的分歧明显缩小。据最新点阵图显示，仅有 4 位联储官员预测明年将加息 1 次，即联储大概率会按兵不动。美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，虽然当前通胀处于 2% 目标的非健康状态，但是也要考虑贸易关系转好等有利因素的实质影响，总体美国经济前景仍偏正面。此外，纽约联储正加大回购操作力度，将向隔夜贷款市场再注资至少 4250 亿美元。

中美就第一阶段经贸协议文本达成一致。经过中美两国经贸团队反复磋商和共同努力，双方在第一阶段经贸磋商中取得实质进展，已就经贸协议文本达成一致。文本包含序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九章。在核心关切方面，美方将逐步履行取消对华产品加征关税的承诺，并加大对中国输美产品关税豁免力度，推动实现加征关税由升到降；相应地，中方将增加自美进口商品和服务，并考虑不实施原计划于 12 月 15 日生效的拟对美产品加征关税措施。中美经贸关系是影响美国经济前景的关键因素，双边协议的签署及未来落实有利于促进中美两国经贸合作，推动下阶段磋商，并对优化两国资源配置和经济结构调整大有裨益。更为重要的是，首阶段共识有利于消除不确定性预期，增强全球市场对于未来信心。

欧洲：欧元区经济有所修复，英国有序脱欧在望

经济有所修复。生产动能增强。欧元区 11 月制造业 PMI 较上月提高 1 个百分点至 46.9%，好于预期，连续两个月上行，景气度有所好转。**需求喜忧参半。**10 月零售销售同比增长 1.4%，不及预期值 2.2% 和前值 2.7%；12 月 Sentix 投资者信心指数为 0.7，显著好于前值 -4.5，连续 6 个月以来首次转正。**通胀有所回升。**受食品价格上涨影响，11 月 CPI 同比增速较上月提高 0.3 个百分点至 1.0%，好于预期并扭转了连续两个月的下滑势头。**劳动力市场向好。**10 月欧元区失业率较上月下降 0.1 个百分点至 7.5%，维持逾 10 年来新低。

欧央行按兵不动。12月12日欧央行召开货币政策会议。这是行长拉加德11月上任以来首次主持的议息会议。会议仍延续上任行长德拉吉时代的宽松货币政策基调，三大关键利率水平和月度购债规模均保持不变。货币政策方面，在会议当天的发布会上，拉加德确认欧央行货币政策将在很长一段时间内保持高度宽松。她强调，在欧元区通胀预期朝着接近但低于2%的水平出现强劲增长势头前，预计欧元区基准利率将维持在当前水平或更低水平。此前市场认为，本次会议可能会提供政策重新评估和丰富政策工具箱等线索，然而会议并未提及这些细节，而是确认将于2020年对该行的使命和政策进行战略评估。

经济预期方面，拉加德在发布会上的发言和欧央行最新经济预测均释放了向好的信号。拉加德在发言中强调了经济企稳的可能性，再次提到就业和薪资增速支撑经济韧性，同时也指出贸易摩擦和英国脱欧对欧元区制造业的负面冲击可能会相对减弱。她认为，当前欧元区经济面临的负面风险因素，包括国际紧张形势带来的威胁和新兴经济体增长速度的放缓，似乎已“有些不那么明显”。欧央行还公布了对未来三年的经济及通胀预测，预计2019年GDP增速分别为1.2%，较9月上调0.1个百分点，2020年增速为1.1%，较9月下调0.1个百分点。预计2019-2021年通胀率分别为1.2%、1.1%、1.4%。

英国保守党顺利赢得大选，有序脱欧在望。当地时间12月12日，英国结束了百年来的首次冬季大选。12月13日公布的投票结果显示，保守党所得席位在650名议员的下议院中占据绝对多数，约翰逊也成为历史上支持率仅次于撒切尔夫人的保守党首相。这一结果符合民调预测和市场预期，英镑兑美元强势上涨，涨幅一度超过2.5%。根据此前发表的保守党政纲宣言，约翰逊将在圣诞节前让议会再次对他的脱欧协议进行表决。此次大选获胜使保守党成功告别了此前不得不与小党联合执政、无法破解议会僵局的尴尬状况。因此，预计脱欧协议将在圣诞节前正式获批，英国将在2020年1月31日前正式脱欧，并进入为期11个月的脱欧过渡期。

日本：经济衰退风险加大，推出新一轮经济刺激计划

三季度经济延续扩张态势。由于稳健的国内需求弥补了出口疲弱带来的冲击，日本三季度GDP环比增长0.4%，连续第四个季度扩张。内需对经济增长的贡献为0.6个百分点。其中，消费税上调引发的提前消

费拉动个人消费环比增长 0.5%；企业设备投资环比增长 1.8%，这主要与劳动力不足迫使企业加大自动化投资等因素有关；私人住宅投资环比增长 1.6%。净出口对经济增长的贡献为负 0.2 个百分点。其中，出口环比下降 0.7%，进口环比上升 0.2%。

四季度经济衰退风险加大。生产疲软。10 月季调后工矿业生产指数环比下降 4.2%，创 2018 年 1 月以来最大跌幅；11 月制造业 PMI 为 48.9%，略高于 10 月的 48.4%，连续七个月位于枯荣线以下，是自 2013 年 2 月以来持续时间最长的一次。**消费低迷。**10 月两人以上家庭月消费性支出实际同比下降 4.0%，较上月大幅回落 14.5 个百分点；11 月季调后消费者信心指数上升 2.4 个百分点至 38.7%。**进出口双双下滑。**10 月出口规模 65771 亿日元，同比下降 9.2%，连续第 11 个月下滑，降幅比上月扩大 4 个百分点；进口规模 65614 亿日元，同比下降 14.8%，连续第 6 个月萎缩，降幅比上月扩大 13.3 个百分点；贸易顺差为 157 亿日元。

消费税上调拉升物价，失业率保持低位。10 月日本剔除生鲜食品外的核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，连续 34 个月同比上升，物价缓慢上涨的势头正在持续。除生鲜食品外，10 月有 391 种商品涨价，增税影响比 9 月的 297 种大幅增加。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格影响，则 CPI 同比上涨 0.7%，较上月上升 0.2 个百分点，剔除增税因素后同比上涨 0.5%，与上月持平。10 月季调后失业率为 2.4%，求才求职比为 1.57，均与上月持平。自 2018 年 1 月以来，日本失业率一直保持在 2.2% 至 2.5% 之间。不过，9 月失业率从近 30 年低位上升，表明紧俏的就业市场或许已经触顶。

推出经济刺激计划。日本政府 12 月 5 日推出新一轮经济刺激计划，总规模约为 26 万亿日元，旨在通过投资基础设施建设、加大对中小企业和农业的投入、加强技术研发等举措，加快灾后恢复和重建，应对海外经济下行风险，维持东京奥运后的经济活力。据估算，刺激计划将拉动实际 GDP 增速增加 1.4 个百分点。值得注意的是，由于货币政策空间不大，本轮经济刺激计划以扩大开支为主，财政刺激政策规模达到 13.2 万亿日元，可能会进一步加大日本政府的财政赤字，影响“财政健全化”进程。除中央政府和地方政府的财政支出、财政投融资外，本轮经济刺激计划还包括民间金融机构的投入以及相关企业负担的部分。

本轮经济刺激计划落地面临诸多问题，能否起效有待观察：一是在灾区恢复重建方面，虽然有多达 6 万亿日元的公共投资，但是建筑工地

人手不足，即便列入巨额预算也很难付诸实践；二是本轮经济刺激计划有近一半资金来自民间金融机构及相关企业，能否按照计划执行也有很多不确定性；三是目前方案只有与基础设施建设有关的企业受惠，使得本轮刺激计划的作用有限，难以全面扭转经济低迷状况。

新兴经济体：经济增长、通胀形势和货币政策有所分化

主要新兴经济体经济表现有所分化。增长方面，印度、巴西有所改善，俄罗斯经济景气下行，南非依旧疲弱；通胀方面，印度、巴西通胀上行，俄罗斯、南非通胀下行；货币政策方面，印度、南非央行维持利率不变，巴西和俄罗斯央行再次降息。伴随着美联储暂停加息和全球 PMI 回暖，已有多国央行释放出静观其变的信号。

印度经济景气回升，央行维持利率不变。制造业景气回升。11 月份制造业 PMI 为 51.2%，较上月回升 0.6 个百分点，继续徘徊于荣枯线附近。**服务业景气回升。**11 月服务业 PMI 为 52.7%，较上月回升 3.5 个百分点，时隔两个月后重回荣枯线之上。**贸易逆差扩大。**10 月出口同比下降 1%，进口同比下降 16.3%，贸易逆差扩大。**通胀超过中期目标。**10 月 CPI 同比上升 4.6%，较上月提高 0.6 个百分点，一年多来首次超过 4% 的通胀目标。**央行维持利率不变。**12 月 5 日，印度央行宣布维持回购利率 5.15% 不变，并将 2020 财年（2019 年 4 月至 2020 年 3 月）经济增长预期从 6.1% 下调至 5%。此举应与通胀压力上涨有关。

巴西经济逐步复苏，央行年内第四次降息。生产端景气回升。11 月制造业 PMI 为 52.9%，较上月提高 0.7 个百分点，在 7 月短暂跌破 50% 后连续四个月保持在景气区间；服务业 PMI 为 50.9%，较上月下降 0.3 个百分点，连续五个月保持在荣枯线以上。**消费有所下滑。**9 月零售指数下降 3.9 个百分点至 91.3；11 月消费者信心指数下降 0.4 个百分点至 91.2。**通胀有所回升。**11 月广义消费者物价指数同比增长 3.3%，比上月提高 0.8 个百分点，央行通胀管理目标中值为 4.25%。**央行年内第四次降息。**12 月 11 日，巴西央行宣布降息 50 个基点，将基准利率从目前的 5% 下调至 4.5%，再创历史新低，为今年以来连续第四次实施降息。央行表示，全球经济前景相对而言对新兴市场有利，巴西经济正在逐步复苏，通胀率可控但面临上涨压力。

俄罗斯经济景气下行，央行年内第五次降息。制造业景气持续萎缩。11 月制造业 PMI 为 45.6%，比上月下降 1.6 个百分点，连续七个月位于

荣枯线以下。消费端增长有所回升。10月零售营业额指数同比增长1.6%，比上月提高0.9个百分点。通胀继续下行。11月CPI同比上升35%，比上月下降0.3个百分点，为近12个月以来低点。央行年内第五次降息。12月14日，俄罗斯央行宣布降息25个基点至6.25%，为今年以来第五次降息。俄罗斯央行表示，如果形势发展符合基准预测，将考虑在2020年上半年进一步降息的必要性。俄罗斯央行预计，2019年GDP增速预期为0.8%-1.3%，2020年GDP增速为1.5%-2%。

南非经济有所改善，央行维持利率不变。生产端有所改善。11月PMI为50.9%，较上月提高2.1个百分点，重回荣枯线以上，此前曾连续8个月处于荣枯线以下；10月制造业生产指数同比下降1.1%，降幅较上月收窄1.8个百分点。消费有所下滑。9月零售销售(不变价)同比上升0.2%，较上月下降0.8个百分点；11月份商业信心指数由10月的91.7提高至92.7。通胀有所回落。11月CPI同比增速3.6%，较上月回落0.1个百分点。央行维持利率不变。11月22日，南非央行宣布维持关键利率回购利率在6.5%不变，并将2019年经济增长预期下调0.1个百分点至0.5%。央行表示，南非诸多行业面临长期疲弱困境，通胀风险总体平衡、但不确定性非常高。

二、我国宏观经济形势分析

11月我国主要经济指标好于预期：一是工业增加值超预期回升，增速较上月和去年同期分别显著回升1.5和0.8个百分点，为年内较高水平；二是基建投资在政策支撑下单月增速回升，带动整体投资增速止跌回稳；三是汽车、石油、居住类消费拖累减弱，消费增速触底回升；四是进口由降转升，显示内需有所好转；五是PPI降幅收窄；六是新增信贷和新增社融超预期回暖，且结构有所改善，M1与M2负剪刀差收窄。

经济企稳动能逐渐积聚。一是中美贸易第一阶段协议达成，有利于提升出口企业信心并增强制造业投资意愿；二是逆周期调节措施陆续落地，有助于基建投资增速企稳反弹，而消费升级趋势也将延续；三是企业主动去库存接近尾声，库存回补意愿逐渐增强；四是房地产调控预计难以收紧，有利于开发投资保持韧性。预计四季度GDP增速有望持平于6.0%，全年增速为6.1%，实现年度增长目标无虞。

工业：增速超预期回升，季末有望持续改善

11 月工业增加值同比增长 6.2%，大幅好于 5.2% 的预期值，较上月和去年同期分别显著回升 1.5 和 0.8 个百分点，为年内较高水平。三大门类齐齐回升，采矿业增加值同比增速较上月加快 1.8 个百分点至 5.7%，升幅最大，制造业回升 1.7 个点至 6.3%，公共事业微升 0.1 个点至 6.7%。从环比看，11 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.78%，增速较上月显著加快 0.61 个百分点。1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，持平 1-10 月。

工业行业和产品数据印证生产向好，汽车生产显著回升。从行业增加值来看，下游消费品类行业有所好转，食品、纺织和汽车制造业增速均显著回升，其中汽车行业增速大幅回升至 2018 年下半年以来高点，提高 2.8 个百分点至 7.7%，连续 4 个月保持正增长；受出口影响较大的中游加工组装类行业整体回升；上游原材料类行业同样向好。从产品产量来看，11 月份发电量同比增长 4.0%，持平上月；水泥和粗钢产量同比增速均由负转正，较上月大幅回升 10.4 和 4.6 个百分点至 8.3% 和 4.0%，汽车产量同比增速自 2018 年下半年以来首现正增长，由上月的 -2.1% 大幅回升至 3.7%。

终端需求改善支撑工业生产。内需方面，11 月消费超预期回升、固定资产投资止跌企稳，对工业生产形成支撑，一定程度对冲了基建和房地产投资双双放缓的负面影响。外需方面，全球制造业 PMI 连续 4 个月回升，主要经济体宽松效果逐渐显现，海外悲观情绪减弱，外需在 11 月出现边际好转。11 月出口交货值降幅由上月的 -3.8% 收窄至 -3.4%，对制造业的拖累减弱。

库存回补有启动迹象。从工业企业产成品存货来看，1-10 月累计同比增速较上月回落 0.6 个百分点至 0.4%，企业仍在主动去库存，但回落幅度收窄，逐渐接近尾声。11 月制造业 PMI 中原材料库存指数上升 0.4 个点至 47.8%，为 8 月以来最高水平；产成品库存指数下降 0.3 个点至 46.4%，与 2 月持平，均为年内最低水平。两者一升一降，显示出在需求、生产双双向好的情况下，企业库存回补或将弱启动。

12 月工业增加值有望继续改善。12 月上旬六大集团发电耗煤同比增速为 16%，持平 11 月，周高炉开工率略有下滑但仍好于上年同期水平，显示生产较为平稳，同时汽车行业景气回升有望持续；中美就第一阶段

经贸协议文本达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变，贸易局势缓和或提升 12 月出口交货表现；11 月 PPI 同比增速降幅收窄，拐点已现，企业盈利有望修复，有利于改善企业经营预期和生产投入。预计 12 月工业增加值有望持续改善。

图 1：工业增加值同比与环比增速

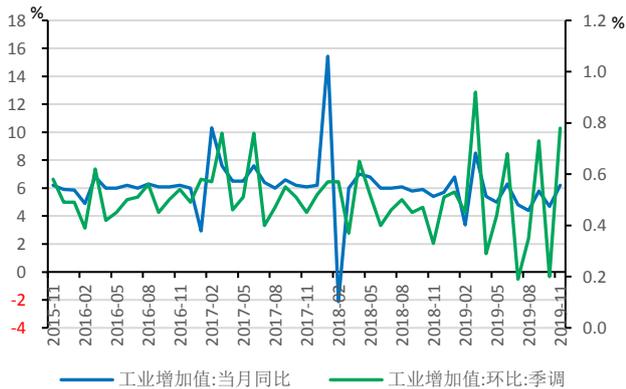
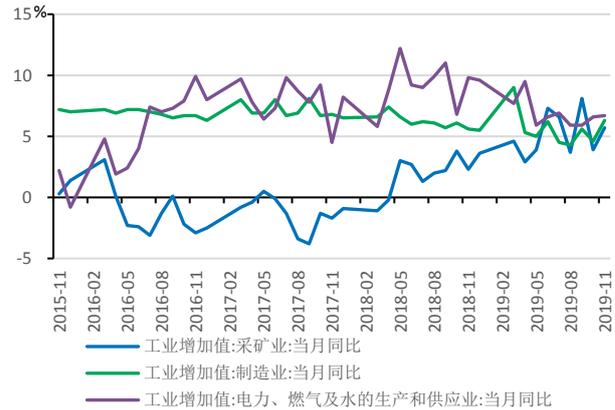


图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

投资：投资增速持平上月，三大支柱全面回落

投资增速持平。2019 年 1-11 月投资累计同比增速持平于 1-10 月的 5.2%，符合预期；经季节调整后，11 月环比增长 0.42%，相当于折年后增长 5.16%，高于 10 月的 4.91%。其中基建投资、制造业投资、房地产开发投资同比增速全面小幅回落，但基建投资在政策支撑下环比增速反弹，整体投资增速止跌回稳。

基建投资累计增速回落，当月增速反弹。1-11 月第三产业中的基础设施投资增速较 1-10 月份继续回落 0.2 个百分点至 4.0%，为年内次低水平，改善乏力；经测算，11 月当月同比增长 3.3%，较 10 月回升 1.2 个百分点。地方政府专项债券 2019 年发行接近尾声，对基建投资的拉动进一步减弱。部分基础设施项目最低资本金比例调降、年末财政支出加快等因素对基建投资拉动存在滞后，因而累计增速连续下行。不过，基建投资环比增速的小幅反弹表明政策支持正在逐渐发力，后续回暖可期。

制造业投资未能延续反弹，继续低位徘徊。1-11 月制造业投资同比增速较 1-10 月回落 0.1 个百分点至 2.5%，再回年内最低水平；经测算，

11 月当月同比增速回落 1.8 个百分点至 1.6%。虽然工业增加值出现反弹，但传导至投资端仍需时间，制造业投资尚未真正触底反弹。

民间投资小幅反弹。民间投资 1-11 月同比增长 4.5%，增速比 1-10 月小幅回升 0.1 个百分点，为下半年来首次反弹，仍为 2017 年以来次低水平。1-11 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 56.9%，比 1-10 月下降 0.2 个百分点，已连续 5 个月下降。民间投资增速虽仍处低位，但出现反弹，表明针对制造业、民企和中小微企业的政策支持发力下，民间投资增长动力正在逐渐激活，复苏迹象初现，对 11 月固定资产投资走稳有重要支撑作用。

全年投资增速仍有下行压力。临近年底，宏观政策逆周期调节继续发力，财政支出力度进一步加大，基建投资全年增速可望小幅反弹；金融资源继续向制造业、民企等领域倾斜，但考虑到企业投资意愿仍然低迷，且地产调控约束较强，预计 2019 年全年投资增速仍有小幅回落压力。

图 3：整体投资与民间投资增速

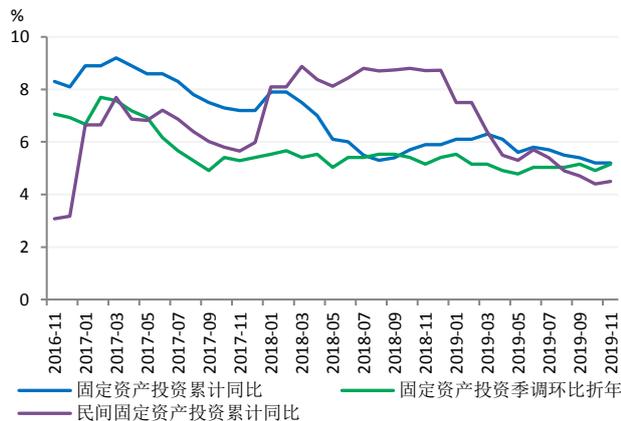
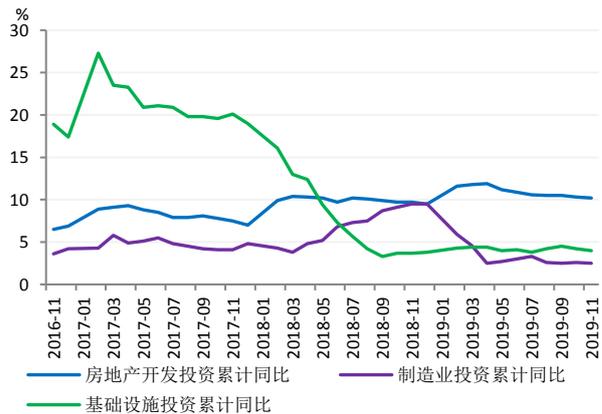


图 4：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

房地产：投资下行中有韧性，关键指标再现分化

房地产开发投资增速继续高位渐进回落。1-11 月房地产开发投资同比增速回落 0.1 个百分点至 10.2%；11 月当月房地产开发投资同比增速回落 0.4 个百分点至 8.4%。房地产开发投资仍处下行区间，但韧性犹存。1-11 月各项关键指标再现分化，商品房销售和资金到位较为稳定，土地成交降幅收窄，施工面积增速有所回落。

商品房销售依然疲弱，但韧性较强。1-11 月商品房销售面积累计同比增速较 1-10 月回升 0.1 个百分点至 0.2%，当月增速则较 10 月回落 0.8

个百分点至 1.1%；销售额累计同比增速持平于 1-10 月的 7.3%，当月增速小幅下滑 2.4 个百分点至 7.3%。资金来源中，国内贷款同比增速显著下行，较 1-10 月下降 2.4 个百分点至 5.5%；个人按揭贷款同比增速较为稳定，小幅下行 0.2 个百分点至 13.9%，仍保持双位数增速；而定金及预收款增速回升 0.6 个百分点至 10%，连续 3 个月上行；自筹资金增速略有改善，低位回升 0.4 个百分点至 3.7%。可见，开发商主要资金来源依然来自销售回款，“以价换量”继续。

建设指标有所放缓，土地购置延续低迷。2019 年以来支撑地产开发投资韧性的建安投资动力有所减弱，1-11 月施工面积和新开工面积累计同比增速分别回落 0.3 个和 1.4 个百分点至 8.7%和 8.6%，当月同比增速则由正转负。土地购置面积和土地成交价款延续两位数负增，1-11 月土地购置费累计同比下降 14.2%，土地成交价款累计同比下降 13%，降幅均连续 4 个月收窄，但当月土地购置面积同比增速由正转负。

预计房地产开发投资继续下行，仍具韧性。中央经济工作会议重申“房住不炒”总基调，强调“稳”字当头。虽然“全面落实因城施策”或表明各地房地产市场调控政策调整自主性将加大，但并不意味着全面放松。楼市投资投机需求将继续受到遏制，房地产相关融资依然受到重压，资金端继续制约房企投资拿地的信心和能力。不过，考虑到 2019 年以来建设指标增长处于较高水平，对地产投资仍有支撑，预计房地产开发投资下行中有韧性。

图 5 商品房销售面积与销售额累计同比

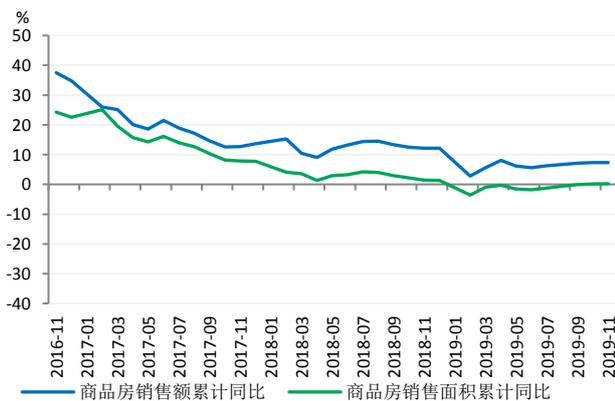
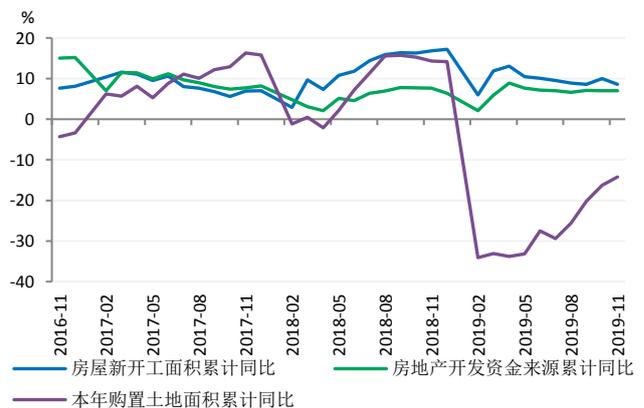


图 6 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

消费：增速触底回升，升级消费增速较快

社会消费品零售总额增速触底回升。11 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 8.0%，增速较上月回升 0.8 个百分点；但扣除价格因素实际增长 4.9%，与上月持平，改善并不明显。1-11 月累计，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点，继续保持平稳较快增长。

汽车类、居住类、石油及制品类拖累作用明显减弱。11 月限额以上汽车零售额同比下降 1.8%，降幅较上月减少 1.5 个百分点，降幅收窄；扣除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%，较上月回落 0.8 个百分点。居住类消费整体有所回暖。11 月家具类、家用电器和音像器材类商品消费分别同比增长 6.5% 和 9.7%，较上月加快 4.7 和 9.0 个百分点。仅建筑及装潢材料类消费同比减少 0.3%，较上月下降 2.9 个百分点。11 月份国内成品油价格两次上调，石油及制品类商品消费同比上涨 0.5%，涨幅较上月回升 5.0 个百分点。

升级类消费全面维持较快增长势头。11 月份，限额以上单位通讯器材、家用电器、化妆品类商品分别增长 12.1%、9.7% 和 16.8%。其中，家用电器和化妆品消费较上月增幅较大，分别实现 9.0 和 10.6 个百分点的大幅增长。金银珠宝类消费虽月度同比下降 1.1%，但较上月增速也实现 3.4 个百分点的提升。网上零售增速维持稳定。受电商购物节拉动，1-11 月份，全国网上零售额同比增长 16.6%，增速比 1-10 月份上升 0.2 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 20.4%，较 1-10 月水平略有提高。

12 月份零售增速将维持回升态势，预计名义增速将进一步拉高至 8.4%，实际增速微升至 5.0%。一是年底 CPI 将进一步走高，对 12 月份消费名义增速拉动效应明显。二是年关将至，节前消费将稳定带动居民必选消费和升级消费等板块增长。三是受去年同期基数偏低影响，12 月份汽车消费有望持续回升。四是因 11 月份两次上调成品油价格幅度均不大，12 月份油价仍有上调可能，将拉高当月石油及制品类消费水平。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

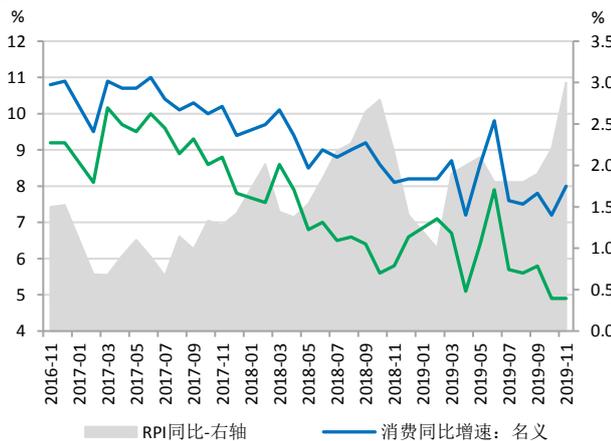
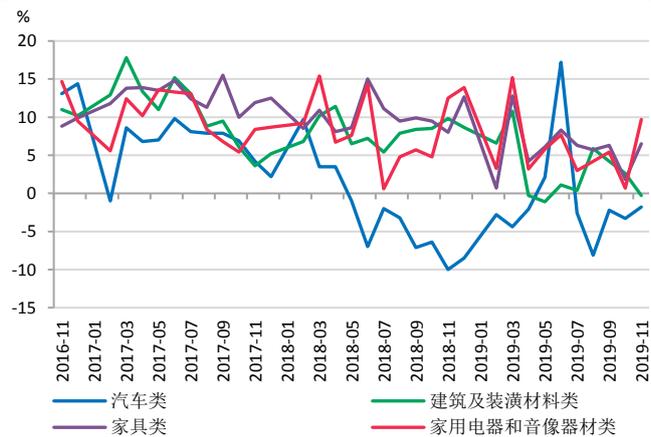


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

外贸：出口继续下滑，进口由降转升，贸易顺差收窄

11 月份，我国进出口总值 4047.5 亿美元，下降 0.5%。其中，出口 2217.4 亿美元，下降 1.1%；进口 1830.1 亿美元，增长 0.3%；贸易顺差 387.3 亿美元，收窄 7.5%。

出口同比下降 1.1%，弱于预期。从 11 月 PMI 的新出口订单、CCFI 指数以及去年低基数因素来看，市场普遍预期出口增速能够转正，但实际数值低于预期。主要原因：一是外需仍然低迷，11 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48.1%，连续四个月处于荣枯线以下，11 月欧盟和日本制造业 PMI 分别为 46.6% 和 48.9%，连续 10 个月和 7 个月处于荣枯线以下。二是贸易摩擦影响继续显现，对美出口降幅扩大。主要贸易伙伴中，对美出口降幅扩大至 23%，前值为 -16.2%。三是 11 月人民币汇率小幅升值，对出口有一定抑制作用。四是去年 11 月出口较高，存在一定基数效应。

按贸易方式，一般贸易出口 1241.9 亿美元，同比下降 2.7%；加工贸易出口 680.6 亿美元，同比下降 10.7%，加工贸易降幅较大。重点商品方面，七大类劳动密集型产品出口同比下降 3.3%，是主要拖累因素；自动数据处理、手机、集成电路和液晶显示板等出口同比下降 0.4%，集成电路与汽车出口回升显著。

进口同比增长 0.3%，结束连续六个月下滑态势。一是内需有所好转。我国 11 月制造业 PMI 和 PMI 进口指数分别回升 0.9 和 2.9 百分点至 50.2 和 49.8，基建和地产也将带动部分进口材料需求。二是与美国、欧盟、东盟等贸易伙伴进口回暖。主要贸易伙伴中，自美国、欧盟进口增速由

负转正，自日本进口增速降幅大幅收窄至-0.2%，自东盟进口增速大幅提高至 11.1%。此外，同期 CRB 指数显示大宗商品价格整体变化不大。

从贸易方式上看，一般贸易进口回升幅度更大，加工贸易维持低迷。一般贸易进口增速由负转正至 5%，加工贸易进口降幅收窄至 13.4%。重点商品中，进口大豆数量同比劲增 53.9%，为过去 5 年多来最高增幅，进口金额同比大增 40.9%，汽车及汽车底盘大幅改善，受到中美贸易谈判进程影响，未来大豆和汽车进口具有较大不确定性；此外，原油进口数量增速回落至 6.7%，进口金额同降幅扩大至 13.5%；进口铁矿石数量同比增加 5.1%，略高于上个月，进口金额同比增速放缓至 25.9%，显示内需依旧较为疲软。

总体上看，贸易摩擦影响仍在持续显现，但贸易多元化起到明显对冲作用；内需情况有所好转，但是经济仍然疲软；在贸易顺差收窄的同时，进出口仍然不乏亮点。近期，中美贸易局势明显缓和，中美达成第一阶段贸易协议，部分已加征关税税率降低，部分新加征关税暂停征收，需持续关注中美经贸磋商进展和发达经济体外需回升情况。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

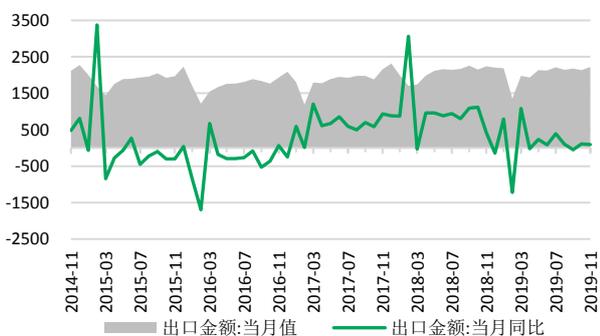
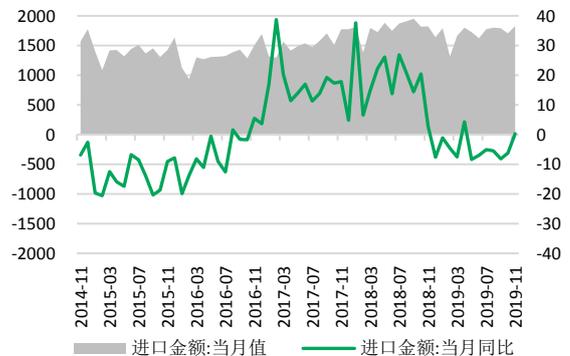


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

通胀：猪价推动 CPI 创新高，PPI 降幅收窄

11 月 CPI 同比上涨 4.5%，较 10 月涨幅明显扩大 0.7 个百分点，超出市场预期。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。1-11 月平均，CPI 比去年同期上涨 2.8%。11 月 CPI 环比上涨 0.4%，虽较上月收窄，但仍显著高于历史 11 月均值。从数据本身看，11 月 CPI 环比与同比均显示出了较强的通胀预期，但从结构来看，食品依然贡献了

主要力量，相反非食品涨幅仍保持低位，通胀结构性特征明显，全面通胀压力不大。

食品方面，猪肉高位叠加鲜菜由跌转涨，同比上涨 19.1%。11 月份猪肉价格已经见高回落，但当月仍环比上涨 3.8%，同比增速则达到 110.2% 的历史高点，数据与实际市场感受出现偏差的主要原因是猪肉价格虽在下半月回落，但并未改变当月整体仍然上涨的格局，由于 10 月末猪肉价格急涨形成的“月度翘尾”，使得 11 月份猪肉平均价格仍然高于 10 月。同时，其他肉类的涨幅也不小，牛肉、羊肉分别环比上涨 2.8% 和 1.3%。此外，受冬季供应下降影响，鲜菜价格重回上涨区间，食用油价格意外上涨 1.8%，均起到了“推波助澜”的作用。

非食品方面则依然偏弱。11 月环比持平，同比上涨 1%，继续保持低位。上涨类别中，受换季冬品上市衣着价格环比上涨 0.3%，医疗价格也继续环比上涨 0.1%。除以上外，其余大类价格均有下行压力，其中生活用品和交通通信类受需求不足及上游 PPI 通缩影响，分别环比下降 0.1% 和 0.3%，文教娱乐类以及其他用品和服务类则在十一假期后出现明显降价，分别环比大降 0.7% 和 0.8%，居住类价格在房地产市场趋冷背景下涨幅已被抹平。非食品的上漲动力不足是社会总需求偏弱的侧面反应。

工业品价格仍旧保持通缩状态。11 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 1.4%，环比下降 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 2.2%，环比下降 0.1%。1-11 月平均，PPI 比去年同期下降 0.3%，工业生产者购进价格下降 0.7%。从 PPI 的结构看，生产资料与生活资料走势仍然出现背离。其中，受农副食品加工业环比上涨 1.8% 影响，PPI 生活资料环比上涨 0.3%，可见猪肉制品对 PPI 也有所贡献。同时，PPI 生产资料环比下降 0.2%，显示工业企业下游需求仍然不足。得益于去年基数较低，本月 PPI 尽管环比下降，但同比增速依然实现了降幅收窄。随着目前“稳增长”措施开始逐步发挥作用，未来 PPI 的降幅有望进一步缩小，但短期内难以摆脱通缩状态。

综合来看，当前通胀压力主要源于食品价格的推动，且上涨屡超预期，预计 12 月 CPI 同比涨幅仍将保持在 4% 以上，明年 1 月叠加春节错位影响，有较大概率会突破 5%。不过除去猪肉后通胀压力并不大，非食品始终保持低位，PPI 也在连续通缩。11 月核心 CPI 同比上涨 1.4%，较 10 月再次回落，环比下降 0.1%，表明除食品外，社会总需求始终偏弱。目前看进入冬季后，受运输条件、需求增长等影响，一些食品价格容易

出现波动，恐与猪周期形成叠加，需要集中精力做好“保供应”工作。货币政策上则应重点关注非食品价格、工业品价格、核心通胀等指标，整体 CPI 高企有“失真”成分。

图 11：居民消费价格指数月度同比与环比

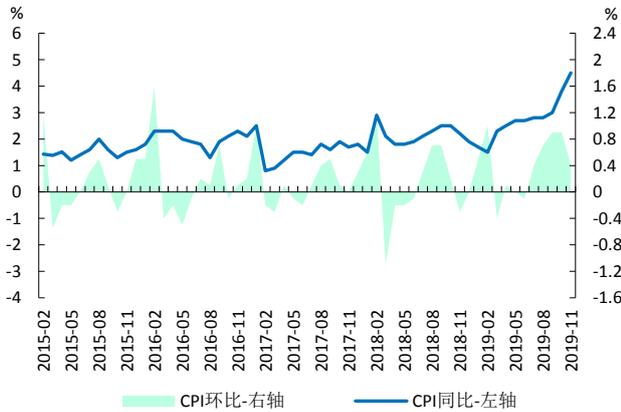
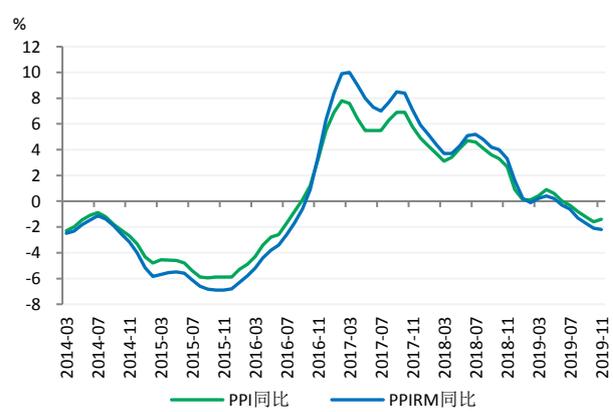


图 12：工业生产者购进与出厂价格指数月度同比



数据来源：CEIC

金融：信贷社融双双超预期，M1-M2 剪刀差收窄

受益于季节性因素、宽信用政策奏效及房地产销售稳定等因素，11 月信贷增量超预期回暖，其中企业贷款表现不俗。11 月人民币贷款新增 1.39 万亿元，同比多增 1387 亿元，贷款余额同比增速持平于 10 月末的 12.4%。

企业贷款贡献突出，短贷和长贷双双回升。企业部门新增贷款 6794 亿元，同比多增 1030 亿元，短贷和长贷双双显著回升。其中短期贷款增加 1643 亿，同比多增 1783 亿元，企业活力在政策发力和预期改善下逐渐启动；中长期贷款新增 4206 亿元，同比多增 911 亿元，已连续 4 个月同比多增，定向降准和政策利率连续调降提振信贷供给，央行、银保监会接连召开座谈会要求金融机构加大信贷投放力度，基建及制造业领域中长期贷款受政策驱动继续改善，季节性因素和政策性因素共同支撑企业贷款回升；票据融资新增 624 亿元，同比少增 1717 亿元，票据融资少增与短期贷款多增反映实体融资需求有所增强。此外，非银贷款新增 274 亿元，同比少增 3 亿元。

居民部门贷款增长较为稳定，但同比增长弱于企业部门。11 月居民部门贷款新增 6831 亿元，同比多增 271 亿元，主要来自中长期贷款支撑。其中短期贷款新增 2142 亿元，同比少增 27 亿元，“双十一”大促有

助于支撑居民消费，但消费贷严监管影响仍在；中长期贷款新增 4689 亿元，同比多增 298 亿元，按揭贷继续支撑居民长贷韧性。

11 月新增社融 1.75 万亿元，同比多增 1505 亿元，社融存量同比增速持平于 10 月末的 10.7%，主要受益于表内外融资的双双改善，地方政府专项债和股票融资也提供支撑。

主要分项全面好转。11 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 1331 亿元。11 月地方政府专项债融资净减少 1 亿元，同比少减 331 亿元，专项债发行空窗，支撑仍弱，但由于基数原因同比拖累消退。表外融资持续压缩，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计下降 1061 亿元，但依然同比少减 831 亿元，已连续 4 个月同比降幅收窄，但其中信托贷款同比多减 218 亿元，与房地产类融资受限有关。新口径企业债券融资 2696 亿元，同比少增 1222 亿元，主因为上年基数较高。股票融资增长有所改善，新增 524 亿元，同比多增 324 亿元。

财政支出投放弱于预期影响 M2 增速回升。11 月末 M2 同比增长 8.2%，增速比 10 月末低 0.2 个百分点。11 月定向降准实施有利于城商行信用扩张，但力度较为有限；11 月财政存款下降 2451 亿元，显著低于上年的 6643 亿元，或意味着年末财政支出力度不及预期，导致 M2 增速有所回落。11 月末 M1 同比增长 3.5%，增速较 10 月末回升 0.2 个百分点，一升一降下 M1-M2 负剪刀差有所缩小，M1 增速回升亦与企业短贷回暖表现一致，但也与上年同期低基数有关，企业经营活力改善迹象初现，尚待更有力支撑。

图 13：社会融资总量与新增人民币贷款

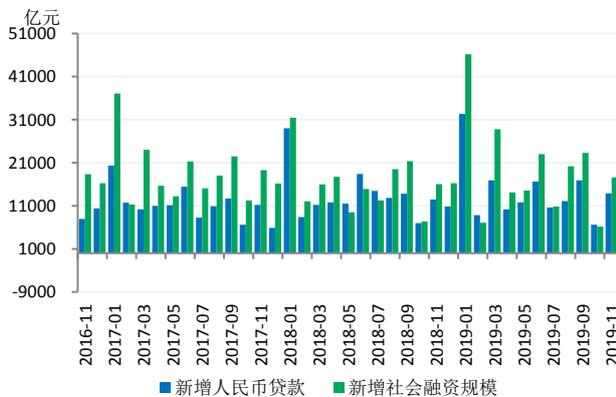


图 14：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

预计年内信贷社融平稳收尾。当前政策稳增长基调不变，宽信用将继续发力实体经济，企业贷款有望继续改善，而居民贷款仍有韧性，预

计 12 月信贷依然不弱。同时，表外融资在上年低基数效应下将延续同比改善态势。但地方政府专项债提前下发额度暂未有发行迹象，12 月专项债支撑将继续减弱。总体看，12 月信贷社融结构优化、增速平稳，2020 年一季度则有望再次攀高。

市场：人民币汇率小幅回升，债券收益率温和下行

人民币兑美元汇率呈 U 型走势，整体小幅回升；美元指数波动上行。截至 11 月底，人民币兑美元汇率较上月末小幅升值，中间价和在岸即期汇率报 7.0298 和 7.0261，分别升值 0.33% 和 0.13%；美元指数波动上行报 98.2804，较上月末升值 0.99%。从 11 月人民币兑美元汇率和美元指数的表现看，美元指数小幅走强并没有导致人民币汇率贬值，走势有一定程度的背离。

11 月份人民币汇率小幅升值原因：一是中美贸易冲突缓和，市场避险情绪降温。11 月初，市场预期中美“第一阶段”贸易协议有望达成，提振人民币。11 月 5 日，在岸人民币即期汇率接连升破重要关口，自 8 月初以来首次回到 7 以下。二是中美利差仍处高位，外资持续增持人民币资产。11 月美联储暂缓降息，美债收益率明显回升，我国 MLF、OMO 利率的下调使中美利差收窄至 138 个基点，较 10 月底收窄 22 个基点左右，但仍处较高水平。2019 年 11 月份，境外机构投资者共达成交易 5670 亿元，交易量环比上升 5%，同比增长 127%，净买入 988 亿元。三是离岸央票成功发行，稳定了市场预期。11 月 7 日，央行在我国香港成功发行 300 亿元人民币央行票据，有利于提高离岸市场利率，增加做空人民币成本，达到稳定汇率的目的。

预计短期内人民币汇率将进入波动升值阶段，波动中枢下移，围绕 6.9 震荡。原因一是近期中美“第一阶段”贸易协议达成一致，外部压力消散，市场风险情绪进一步缓解，有利于人民币汇率企稳回升。二是英国脱欧大局一定，市场不确定因素消除，有利于英镑、欧元反弹，将会压制美元指数。三是中国经济逐渐出现企稳迹象，而美国仍然仍然面临一定压力，经济表现差异将导致人民币汇率走高。

债市收益率整体温和下行。截至 11 月底，1 年期中债国债收于 2.64%，较 10 月末下行 2.17bp；5 年期中债国债收于 2.98%，较 10 月末下行 10.55bp；10 年期中债国债收于 3.17%，较 10 月末下行 12.30bp。1 年期 AA 级中债企业债收于 3.44%，较 10 月末下行 4.73bp；5 年期 AA 级中

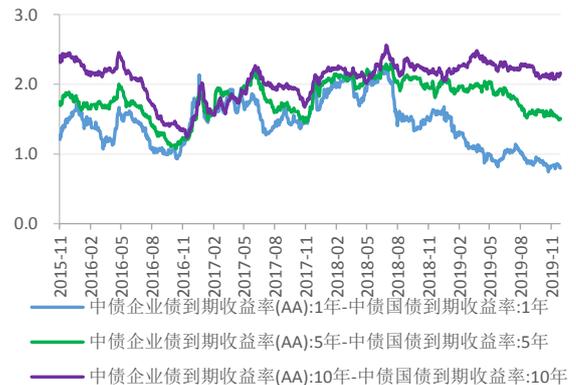
债企业债收于 4.48%，较 10 月末下行 22.73bp；10 年期 AA 级中债企业债收于 5.33%，较 10 月末下行 10.93bp。整体看，11 月债市收益率变动幅度较上月更为缓和，收益率下行原因主要是央行 11 月 5 日下调 MLF 利率和 11 月 18 日下调公开市场逆回购利率。

信用利差表现分化，中短端企业债信用利差收窄，长端企业债信用利差微阔。截至 11 月底，1 年期、5 年期、10 年期 AA 企业债与同期国债利差为 79.73bp、150.53bp 和 216.28bp，较上月收窄 2.56bp、12.18bp 和 -1.37bp。11 月基础利率下降，带动国债收益率普遍下行，中短期企业债信用利差被动压缩。但 11 月信用违约事件数量继续上升，投资者风险偏好难有改善，长久期企业债信用利差继续走阔。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

中央经济工作会议“稳字当头”。2020 年主要目标是稳增长。明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，实现全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务是明年全党工作的重中之重。2020 年财政政策要大力提质增效。积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。2020 年货币政策要灵活适度。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。2020 年杠杆率要基本稳定。保持宏观杠杆

率基本稳定，压实各方责任。**2020 年房地产政策要“三稳”**。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。**2020 年基建投资更加具体**。加强战略性、网络型基础设施建设，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。

财政政策留力待来年。11 月 27 日，财政部宣布提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。从 9 月初国常会放出风声，到 11 月底才宣布下达，可谓“千呼万唤始出来”。原因可能由于 2019 年实现 6.0-6.5% 的目标问题不大，所以中央没像去年那样急于将财政资金前置使用，而是集中到 2020 年使用。也可能由于专项债投的过猛，泥沙俱下，不少项目存在风险。此外，12 月 3 日，财政部、税务总局发布《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》。《征求意见稿》基于消费税调控特点和后续改革需要，在法律草案中设置了衔接性条款，规定“国务院可以实施消费税改革试点，调整消费税的税目、税率和征收环节”，在法定框架下保留了对消费税制度相机调整的灵活空间，确保了下一步以消费税为着力点推动健全地方税体系的法律基础。

货币政策提出“两加强、三结合”。货币政策操作方面，11 月 18 日，央行重启一度暂停 16 个交易日的逆回购操作并下调中标利率，为 2015 年 10 月以来的首次。11 月 20 日的 LPR 报价，1 年期和 5 年期利率均下行 5bp，符合市场预期；5 年期利率同样下调 5bp，略超预期。**货币政策导向方面**，11 月 16 日发布的三季度货币政策执行报告，提出了“两加强、三结合”的思路（即“实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整，进一步将改革和调控、短期和长期、内部和外部均衡结合起来，用改革的办法疏通货币政策传导，发挥好银行体系为实体经济提供融资的关键作用，促进经济金融良性循环”），以应对经济下行压力和局部性社会信用收缩压力。不过，央行也提出，“货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位”“警惕通胀预期发散”“坚决不搞‘大水漫灌’”

以“六稳”推动经济高质量发展。稳就业。12 月 4 日，国务院常务会议要求大力支持灵活就业，更好促进残疾人就业，通过《保障农民工

工资支付条例（草案）》。**稳金融**。11月14日，银保监会召开“深化金融改革、服务实体经济发展”座谈会，要求银行保险机构不断增强服务实体经济能力。11月25日，央行《中国金融稳定报告（2019）》指出，未来要进一步提高金融供给对实体经济的适应性和灵活性。11月28日，金融委第十次会议研究防范化解重大金融风险攻坚战进展和下一步思路举措等问题。**稳外贸**。11月29日，中共中央、国务院发布《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，以共建“一带一路”为重点，大力优化贸易结构，推动进口与出口、货物贸易与服务贸易、贸易与双向投资、贸易与产业协调发展。**稳外资**。12月12日，国常会通过《中华人民共和国外商投资法实施条例（草案）》，以法治推进更高水平对外开放。**稳投资**。11月18日，总理主持召开南水北调后续工程工作会议，研究部署后续工程和水利建设等工作。11月27日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》。12月初，发改委将于2019年11月至2020年5月集中开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动。

完善中小企业扶持政策和制度。12月12日，国常会要求确保解决小微企业融资难融资贵有明显进展。明年普惠小微贷款综合融资成本再降0.5个百分点，贷款增速继续高于各项，5家国有大型银行增速不低于20%；清理减少融资各环节收费，支持银行增加制造业中长期贷款、发展便利续贷业务和信用贷款，小微贷款享受风险资本优惠权重单户贷款额度上限提至1000万元，政府性融资担保和再担保机构平均担保费率逐步降至1%以下。12月13日，国务院促进中小企业发展工作领导小组第四次会议强调坚持“两个毫不动摇”，研究落实支持中小企业发展的政策和制度。各地区各部门要紧紧围绕微观政策要活这个政策取向，加大服务中小企业的工作力度。一是要创新中小企业金融服务考核激励机制，二是要加大对市场结构的公平竞争审查，三是要加强中小企业国际交流合作。抓紧修改完善《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》，形成支持中小企业发展的政策制度安排。

落实区域发展战略完善空间布局。12月1日，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。纲要统筹规划重点领域一体化建设，强化创新驱动，建设现代化经济体系，提升产业链水平等多个方面，在为长三角地区一体化发展绘就了宏伟蓝图的同时，也为当前和今后一个时期长三角地区制定相关规划和政策提供了依据。12月初，《深圳市建设中国特色社会主义先行示范区的行动方案（2019-2025年）》正

式印发，明确了 2019-2025 年深圳建设先行示范区的 127 项具体任务，前瞻谋划了一批与先行示范区建设密切相关的重点工作，并明确各项任务的牵头领导和责任单位，确保各项工作横向到边，纵向到底，责任到位，形成全面系统的“施工图”和“任务书”。

其他政策包括：中共中央、国务院印发了《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，发改委等 15 部门联合发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，发改委、商务部正式印发实施《市场准入负面清单（2019 年版）》，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》等。

政策展望

财政政策方面，提高财政资金运转效率，平衡财政收支压力，稳步推进预算执行。一是加快地方政府专项债券发行使用进度。11 月下旬财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。下一步，财政部将督促各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。二是调整完善增值税留抵退税地方分担机制。财政部门将根据各地的增值税收入情况进行留抵退税额度的分摊，避免一些地区因为增值税收入少或者外购数额大而导致财政退税负担重的情况，以切实减轻基层财政退税压力，确保留抵退税及时退付，这也有利于推动《国务院关于印发实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案的通知》的落实。三是加强地方预算执行和财政资金安全管理。通过严格规范资金支付和清算管理、高度重视财政部门资金存放安全、继续强化地方国库现金管理风险防范等措施，进一步提升各地财政资金的使用效率和安全性。四是纵深推进财政“放管服”改革。通过加快组建财政部政务服务平台、建立全国统一的电子发票公共服务平台、治理各种不合理收费、全面清理涉企经营许可事项、分类推进审批制度改革等措施，不断提升财政治理效能。

货币政策将维持稳健基调，坚持稳增长导向不变，同时紧密关注通胀形势，把握货币政策合理放松节奏。逆周期调节将以结构性放松为主，在稳增长和控通胀之间寻求平衡，使 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。一是加大跨年流动性摆布。临近跨年时点，金融机构需应对监管考核，叠加缴税、缴准等因素将带来流动性需求上升。年末财政支出力

度虽然会加大，但与流动性收紧时点存在错位期，阶段性的资金面紧张难以避免。预计年末流动性紧张时分货币政策宽松力度将加大，央行将结合逆回购、超额续作 MLF 以及其他创新手段呵护流动性平稳。二是**增强对实体经济的逆周期调节，促进结构性信用扩张**。当前实体经济与金融环境运行情况仍需要货币政策相机抉择，加强结构调整。预计央行将坚持定向滴灌支持小微和民企，重点疏通货币信贷传导机制，通过机制创新提高金融服务实体经济的能力和意愿。三是**进一步完善从政策利率到货币市场利率—LPR 利率—贷款利率的传导机制**。以利率市场化为主要手段推进实体经济融资成本下降，通过政策利率下调缓解银行负债端压力和资金面紧张情绪，为 LPR 报价和贷款利率下行拓展空间，稳定市场信心和支撑宏观经济运行。不过，央行行长易纲近期在《求是》发表文章指出，应尽量长时间保持正常的货币政策。我国货币政策仍将以我为主、保持定力，珍惜货币政策空间，年内政策利率水平再次下降可能性小。四是**健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，把保持币值稳定和维护金融稳定更好地结合起来**。营造维护币值稳定、促进经济增长的适当货币条件。同时，强化宏观审慎管理，注重金融机构的稳健性，逐步拓展宏观审慎管理覆盖面，更好地防范和化解金融风险。

政策建议

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，做好经济工作十分重要，因此，2020 年政策主基调将是“稳增长”，在中美贸易摩擦缓解的环境下“做好自己的事”。但正如中央经济工作会议所指出，当前面临“结构性、体制性、周期性问题相互交织”的局面，建议在科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度的同时，还应把握稳增长与调结构、促改革、防风险和控通胀等目标的动态平衡。

一是把握好稳增长和调结构之间的动态平衡。如果只片面从需求侧出发实施逆周期调节，可能会使导致经济结构的进一步恶化，因此建议在稳增长和调结构之间把握动态平衡，引导经济高质量发展。如财政政策应大力提质增效，坚决压缩一般性支出，货币政策应引导进一步降低社会融资成本，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。此外，还应加快提升企业创新能力，支持战略性新兴产业发展，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级等。

二是把握好稳增长和促改革之间的动态平衡。在稳增长的同时，还应继续通过改革破除发展面临的体制机制障碍，以激活蛰伏的发展潜能。建议把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程，进一步深化经济体制改革，加快建设高标准市场体系，稳步、持续推进国资国企改革、土地计划管理方式改革、财税体制改革、金融体制改革，实现更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放，让改革开放继续成为推动经济社会发展的不竭动力。

三是把握好稳增长与防风险之间的动态平衡。明年是三大攻坚战收官之年，必须要牢牢守住不发生系统性风险的底线。一方面，要在保持我国金融体系总体健康，增强各类风险化解能力的同时，保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任；另一方面，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，建立健全稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。

四是把握好稳增长与控通胀之间的动态平衡。非洲猪瘟疫情扰乱了生猪生产和猪肉市场供求，推动通胀水平持续上涨。其影响将延续至 2020 年一季度，影响消费物价，掣肘货币政策。建议在贯彻落实保供稳价政策的同时，顺应生猪生产本身的规律，加强周期管理，特别要注意扶持政策的进退节奏，防止猪肉价格在暴涨之后出现暴跌。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	19-2	19-3	19-4	19-5	19-6	19-7	19-8	19-9	19-10	19-11
国内生产总值当季										
GDP 同比增长, %		6.4			6.3			6.0		
工业生产 当月										
增加值 同比增长, %	5.3*	8.5	5.4	5	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2
消费 当月										
社会消费品 同比增长, %	8.2*	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0
固定资产投资自年初累计										
总额 同比增长, %	6.1*	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2
房地产开发 同比增长, %	11.6*	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2
外贸 按美元, 当月										
进出口 同比增长, %	-13.7	2.8	0.4	-3.4	-4	-0.7	-3.2	-5.7	-3.4	-0.5
出口 同比增长, %	-20.7	13.8	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1	-3.2	-0.9	-1.1
进口 同比增长, %	-5	-7.9	4	-8.5	-7.3	-5.6	-5.6	-8.5	-6.4	0.3
贸易差额 美元, 亿	37.9	324.2	138.4	416.6	509.7	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3
通货膨胀 当月										
CPI 同比增长, %	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3	4.5
PPI 同比增长, %	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	-0.3	-0.8	-1.2	-1.4
社融及货币信贷										
社融规模 人民币, 万亿	0.71	2.86	1.36	1.4	2.3	1.01	1.98	2.27	0.62	1.75
新增信贷 人民币, 万亿	0.89	1.69	1.02	1.18	1.67	1.06	1.21	1.69	0.66	1.39
社融存量 同比增长, %	10.1	10.7	10.4	10.6	10.9	10.7	10.7	10.8	10.7	10.7
M1 同比增长, %	2	4.6	2.9	3.4	4.4	3.1	3.4	3.4	3.3	3.5
M2 同比增长, %	8	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2

*注：数据为 1-2 月累计增速

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）

