下行不减经济底部徘徊，政策托底需平衡多方面风险*

——中国宏观经济论坛月度数据分析（2019 年 1 月）

摘要

2018 年，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，经济下行压力持续显现，GDP 增长呈现逐季回落的特征，全年 GDP 同比增长 6.6%，虽然达到预期目标，但较上年回落 0.2 个百分点。展望 2019 年，供给端和需求端均面临回落压力，经济下行压力或将进一步加大，预计全年 GDP 同比增长 6.3%。在经济下行期，我们提醒，短期内需重点关注投资下行、通缩带来企业利润增长放缓以及新动能能否持续等问题，同时需要关注全球经济回调或对中国经济带来冲击、经济下行和财政收入放缓下的地方政府隐性债务风险、货币信贷传导机制不畅背景下的实体经济信用风险以及就业结构性矛盾背景下失业增加和就业质量急速下滑等中期风险。在政策调整上，由于目前经济政策和改革依然面临高杠杆约束、高资产价格约束以及高环保成本约束等制约，传统的稳增长路径面临多重制掣，更多可为的方式是依靠进一步深化改革来激发经济活力。因此，我们建议，高杠杆下的经济转型与政策调整应注重稳增长、防风险、促改革的平衡，避免为稳增长导致重走“债务—投资”驱动老路，并通过持续推进改革稳定各界信心，带动中国经济平稳健康发展。

一、 政策再调整下的中国经济：经济稳中有变，下行不减

2018 年以来，中国经济面临内部去杠杆和外部贸易战的双重压力，经济下行压力有所加大，工业生产缓慢回落，基建投资探底拉低投资整体增速，社零额增速个位数运行，随着全球经济的走弱和中美贸易冲突持续发酵出口压力有所显现。面对经济运行“稳中有变”的局面，2018 年下半年以来，宏观政策再次出现调整，去杠杆逐步转向稳杠杆，宏观政策逐渐由“严监管、稳货币、结构性紧信用”转向“稳监管、宽货币、结构性宽信用”再进一步转向“稳监管、宽货币、宽信用”，预计 2019 年宏观政策仍将保持边际宽松基调，继续动态求稳，稳增长、稳杠杆并重。但是，政策效果的完全显现仍然需要一定时滞，与此同时，在当前宏观杠杆率虽然边际改善但仍处于高位的情况下，政策大幅放松的难度较大，政策支持的力度依然有限。2018 年 GDP 增速逐季回落，全年同比增长 6.6%，虽然仍保持在预期范围内，但较上年回落 0.2 个百分点，体现了经济运行的变中有忧。2019 年经济下行压力仍将持续显现，但随着政策效应的持续释放，前期去杠杆政策对给经济带来的短期冲击或将有所减弱，全年呈现前低后稳走势上半年经济下行压力

* 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果，执笔人为袁海霞、王秋凤，所有不足之处均由执笔人承担。报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

或较大，下半年随着政策效果的显现和基数的回落，或将略有企稳。

表 1：2018-2019 中国宏观经济指标及预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP 增长率（%）	6.7	6.9	6.6	6.3 *
固定资产投资完成额（同比，%）	8.1	7.2	5.9	5.7 *
社会消费品零售总额（同比，%）	10.4	10.2	9.0	8.5 *
规模以上工业增加值（同比，%）	6	6.6	6.2	5.9 *
出口（同比，%）	-7.7	7.9	9.9	-3.0 *
进口（同比，%）	-5.5	16.1	15.8	12.0 *
M2（同比，%）	11.3	8.1	8.1	8.5 *
社会融资规模（亿元）	178022	223969	192600	230000 *
CPI(同比，%）	2	1.6	2.1	2.3 *
PPI(同比，%）	-1.4	6.3	3.5	-1.5 *

（注：带 * 为预测值）

（一）经济下行压力持续显现，GDP 增速逐季回落

GDP 首破 90 万亿元，但经济下行压力持续显现，GDP 增长逐季放缓。根据国家统计局公布的数据，2018 年实现国内生产总值 900309 亿元，首次突破 90 万亿元大关。但值得关注的是，在内有政策性去杠杆压力、外有中美贸易冲突带来的不确定性压力的情况下，经济下行压力有所加大，实际 GDP 同比增长 6.6%，虽然实现了 2018两会制定的 6.5%左右的预期发展目标，但较上年回落 0.2 个百分点。分季度来看，GDP 增速呈现逐季回落的特征，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%，四季度增长 6.4%。不过，虽然价格水平总体回落，但由于统计局核实后的 2017 年现价 GDP 比初步核算数减少了 6367 亿元，基数下降影响下名义 GDP 增速依然保持了 9.69%的较快增长。

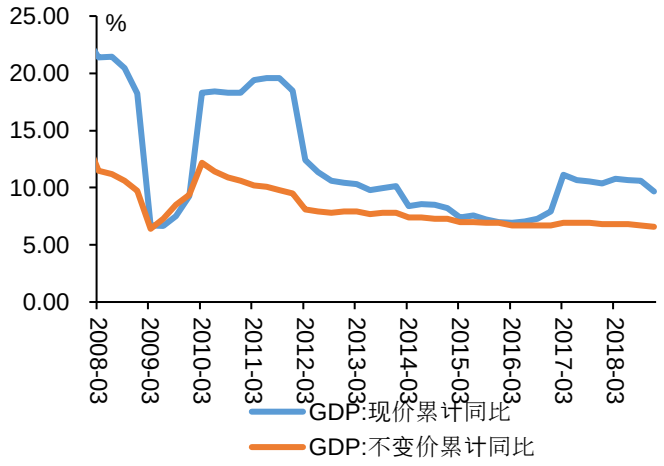


图 1：GDP 增速较上年有所放缓

（二）“三驾马车”全面回落，需求端下行压力明显

1.基建投资探底拉低投资整体增速，2019 年投资增长仍面临多重压力

去杠杆背景下基建投资大幅回落，带动投资整体下滑。2018 年，投资累计同比增长 5.9%，较上年回落 1.3 个百分点。从月度走势来看，12 月份当月投资同比增长 5.9%，与上月持平，政策托底背景下基本保持低位企稳态势。**从投资三大类来看，基建投资方面，**在地方政府隐性举债严监管态势未改的情况下，融资平台融资压力加大，虽然 7 月 23 日国务院常务会议明确表示“保障融资平台合理融资需求”，但政策效果的显现存在一定时滞，且国常会强调了金融机构对融资平台融资需求的保障要按照“市场化原则”，在地方融资平台非标违约增加并打破债券市场零违约的情况下，城投债刚兑信仰受到冲击，金融机构风险偏好降低，融资平台融资尤其是高风险区域的融资平台面临的融资压力依旧较大。在此背景下，基建投资出现较大幅度的回落，基建投资（不含电力）增速 9 月份一度跌至 3.3%的历史地位，此后虽然有所回升，但回升幅度依然非常有限，基建投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较上年大幅回落 15.2 个百分点，成为拉低投资增速的主要影响因素。**房地产投资方面，**由于 2017 年下半年以来土地成交加快出现了快速增长，由此带动其滞后指标土地购置费 2018 年保持了高速增长，而以土地购置费为主的其他费用支出占房地产投资的比例接近 80%，由此支撑 2018 年房地产投资保持了快速增长，累计同比增长 9.5%，较上年加快 2.5 个百分点。**制造业投资方面，**制造业投资累计同比增长 9.5%，较上年加快 4.7 个百分点。**分所有制来看，**国有企业随着去杠杆的推进所面临的融资约束加大，投资冲动有所降温，国有及国有控股企业投资同比大幅度回落，全年累计同比增长 1.9%，较上年回落 8.2 个百分点；随着鼓励企业家精神、肯定民营企业的地位和价值等一系列政策提振了民营企业家信心，民间投资持续保持在 8%以上的 2016 年以来相对高位。

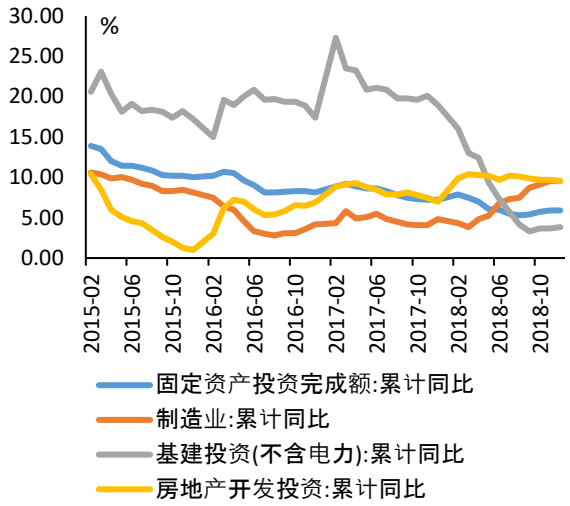


图 2：基建投资拉低投资整体增速

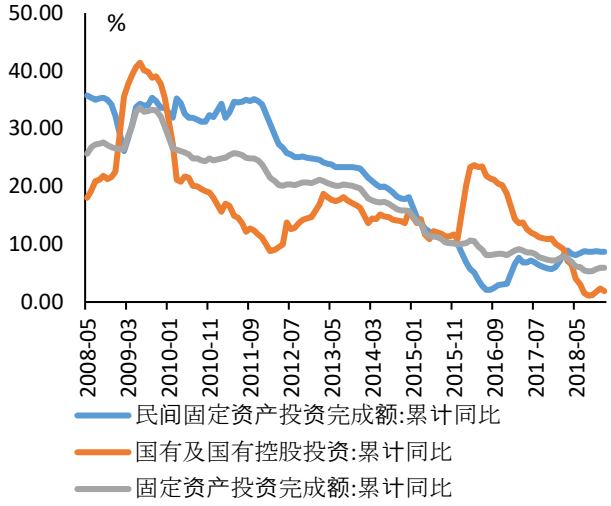


图 3：民间投资与国有投资走势分化

2019 年投资增长面临多重压力，投资仍将低位徘徊。从三大类来看，基建投资虽有回暖但难以大幅回升，房地产快速大概率温和回落，制造业投资继续反弹可能性较小；从国有非国有投资来看，稳增长压力下国有投资积极性将有所提高，预计国有投资将继续温和回升，但去杠杆约束下难以回升至 2016-2017 年的高速增长水平；政策层面对调动微观经济主体积极性的重视虽然有助于提升民营企业家信心，但在需求整体不振的情况下，民间投资回暖持续性依旧存疑。

2. 社零额消费增速温和放缓，2019 年难有明显起色

社零额持续维持个位数运行，消费升级与降级并行。2018 年社会消费品零售总额累计同比增长 9.0%，较上年回落 1.2 个百分点，创 2004 年以来新低。从月度走势来看，12 月社零额同比增长 8.2%，虽然较上月回落 0.1 个百分点，但仍处于 2004 年以来的历史次低值。**从消费品类别来看，**占比最高的汽车类消费增速由正转负，累计同比增长-2.4%，较去年回落 8 个百分点；房地产调控效果持续显现，地产相关的家具、建筑及装潢材料类增速均较去年同期有所回落。尤为值得一提的是，今年以来体育、娱乐用品类等升级类消费较去年同期大幅下滑，这虽然有基数较高的因素，但结合鞋帽针织、日用品、服装等生活必需品消费增长加快的情况分析，或说明在居民房贷压力较大、居民部门杠杆率攀升背景下，居民将消费更多转向基础性消费，而对体育、娱乐等升级类的消费支出有所下滑。**从消费方式来看，**2018 年实物网上商品零售额和网上商品和服务零售额同比增速持续回落，这一方面有去年同期基数较高的因素，尤其是随着 020 行业的降温，网上服务增速回落幅度大于实物零售额增速。**从城镇居民消费性支出结构来看，**食品、衣着等基础消费性支出占比降低，医疗保健支出占比有所提高，对健康产业消费持续升级，但是教育文化娱乐消费性占比下降，居住支出占比提升，也在一定程度上说明，在房价、房租价格上涨背景下，城镇居民不得不缩减享受性消费支出。**分区域来看，**虽然农村居民与城镇居民社会消费品零售总额均同比放缓，但农村居民社会消费品零售增速自 2012 年以来持续高于城镇居民，扶贫攻坚、农村经济发展等因素支撑下农

村居民消费动力相对较强。

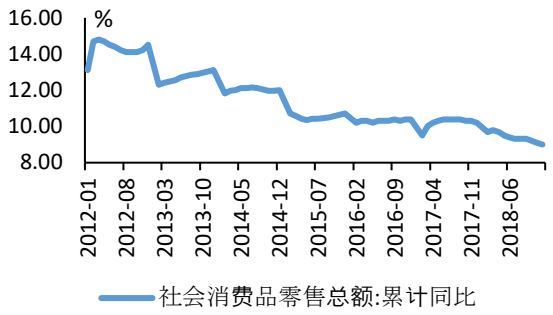


图 4：消费增速持续回落

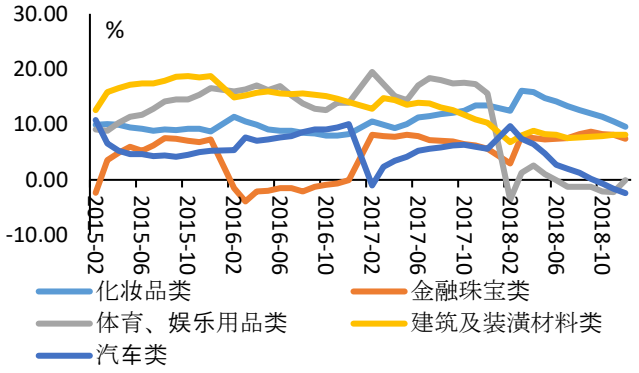


图 5：不同类别消费品消费走势分化

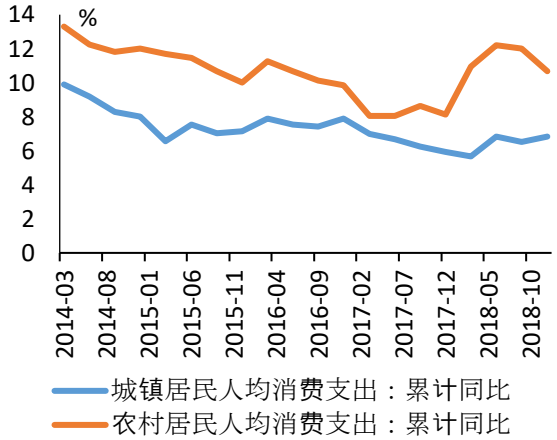


图 6：农村居民消费支出增速持续高于城镇居民

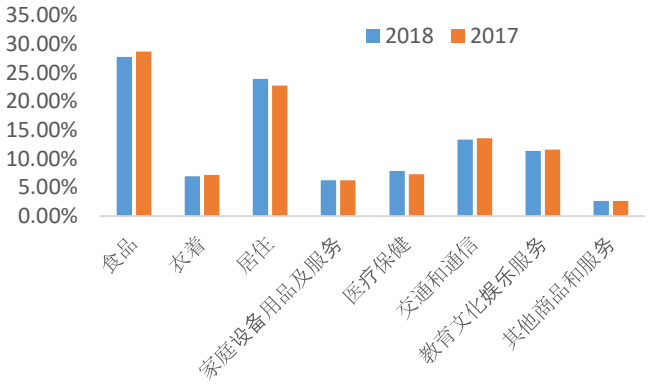


图 7：城镇居民消费结构变化

个税下调对消费形成一定支撑，但居民消费能力面临多重制约，社零额增长难有明显起色。随着个人所得税减税政策的落地，工薪阶层现金收入有所增加，这将对居民消费形成一定利好。但是，在经济下行压力增大的情况下，就业压力有所增大，居民收入增长或将持续放缓，叠加居民部门高负债，这将对居民消费能力形成较大的制约。2018 年下半年以来，消费者信心指数未能延续 2017 年以来的持续回升态势，已经重新回落至 120%以下，也显示后续消费依然存在一定的走弱压力。但是考虑到消费一般具有惯性，不会出现大幅下滑的情况，预计 2019 年社零额同比增长 8.5%左右。

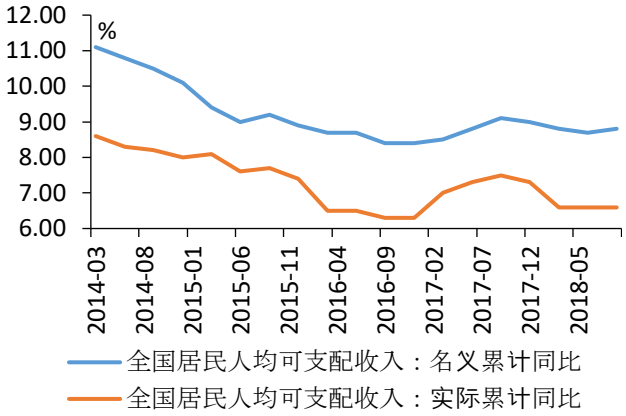


图 8：人均可支配收入实际增速低位徘徊

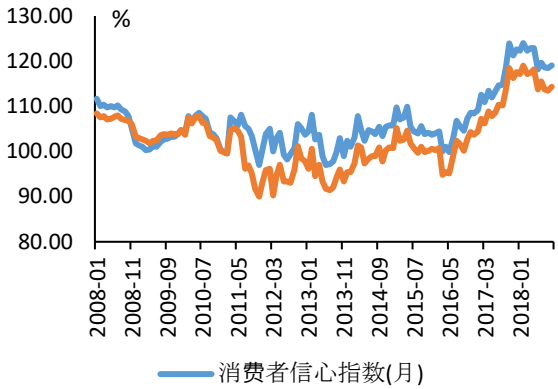


图 9：消费者信心指数回落

3. 出口压力有所显现，2019 年外需对经济增长的拉动作用或继续减弱

出口下行压力有所显现，贸易顺差大幅收窄，外需对经济增长的拉动进一步减弱。2018 年，全年进出口同比增长 12.6%，出口同比增长 9.9%，进口累计同比增长 15.8%。虽然从同比增速来看，出口同比较上年有所加快，进口同比仅较上年同期回落 0.2 个百分点，但这主要与中美贸易冲突在很大程度上影响了企业预期有关，前 10 个月外贸企业积极“抢出口”导致出口快速增长，11—12 月随着“抢出口”效应消退，出口月度同比增速已经跌入负增长区间，其中，“抢出口”效应的消退在对美出口中表现尤为明显，12 月当月对美出口同比下降 3.54%，较上月大幅下降 13.33 个百分点，较上年同期大幅下降 16.24 个百分点；此外，此外，对中国香港出口同比增速由 11 月份的 2.73%大幅下滑至-25.97%，下降 28.7 个百分点，且连续两个月大幅下滑，通过香港进行的转口贸易下滑压力显著。值得一提的是，虽然 2018 年由于“抢出口”效应中国出口保持了较高速增长，但在全球经济增长放缓的前提下，中国出口占全球出口量的比重基本保持稳定这从一个侧面说明，贸易摩擦对全球贸易影响明显，全球不少经济体均出于对贸易战的悲观预期将出口提前。从贸易顺差来看，全年实现贸易顺差 3517 亿元，较上年回落 708 亿元。

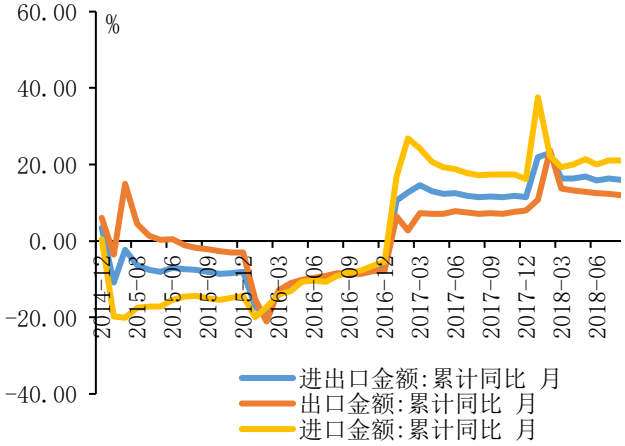


图 10：对外贸易增速自 11 月份以来回落明显

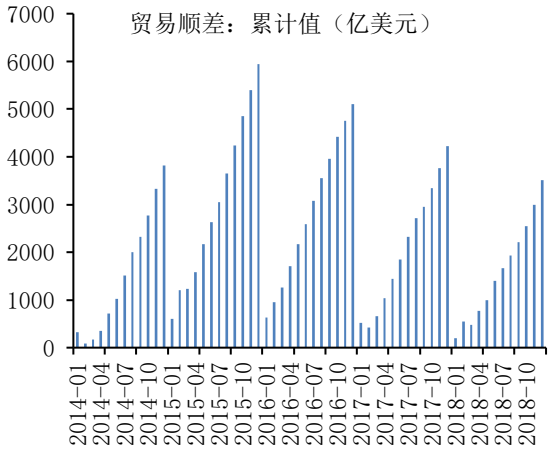


图 11：贸易顺差持续收窄

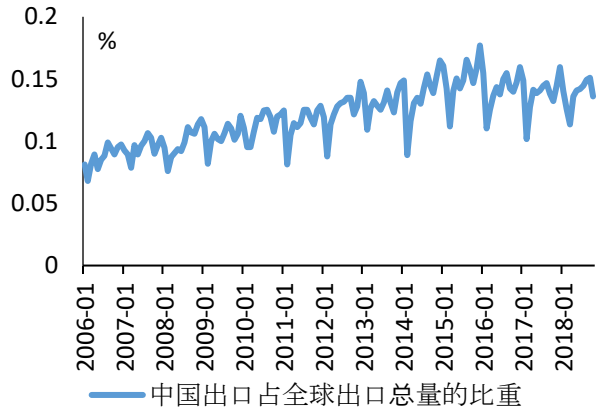


图 12：中国出口占全球出口总量比重基本稳定

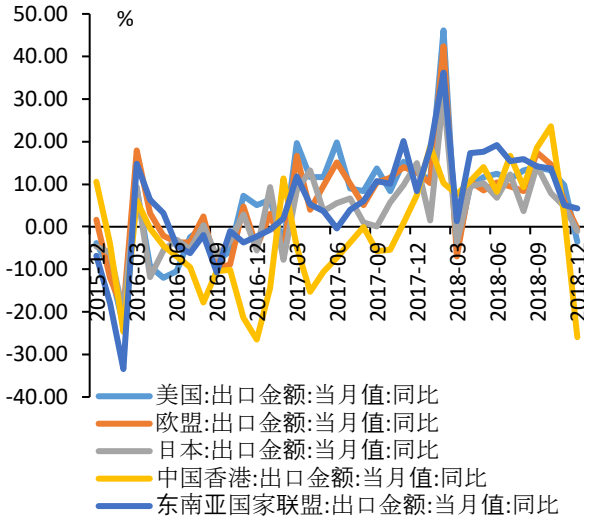


图 13:对美国、香港出口增速大幅下滑

2019 年出口依然面临较大的压力，外需对经济增长的贡献或将持续为负。展望 2019 年，虽然随着中美贸易谈判双防冲突有望缓和，但大国博弈背景下中国与美国及其盟国的关系仍存在较大不确定性，同时摩根大通全球制造业 PMI 持续回落，全球经济放缓压力，后续出口依然面临较大的压力。此外，国内经济下行，内部需求不足，进口继续保持高位增长仍然面临压力。此外，随着出口压力增大和中国主动扩大进口，贸易顺差或将进一步收窄。尤为值得一提的是，中国近期将增加对美农产品等的进口，而对美的顺差是我国顺差的主要来源之一，因此，预计未来在扩大开放、增加进口背景下，我国贸易顺差将持续趋于收缩，外需对经济的拉动或将持续为负。

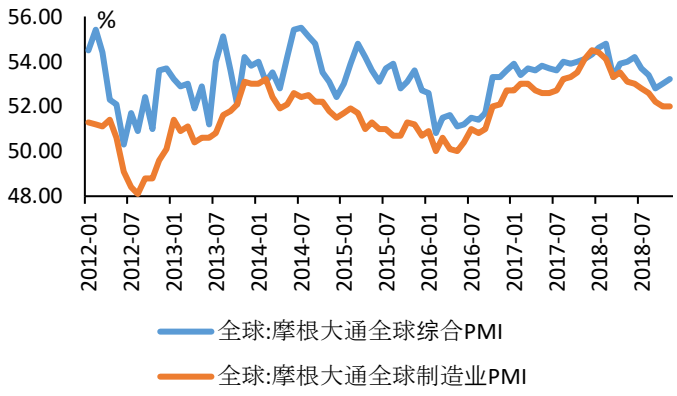


图 14:摩根大通制造业 PMI 回落

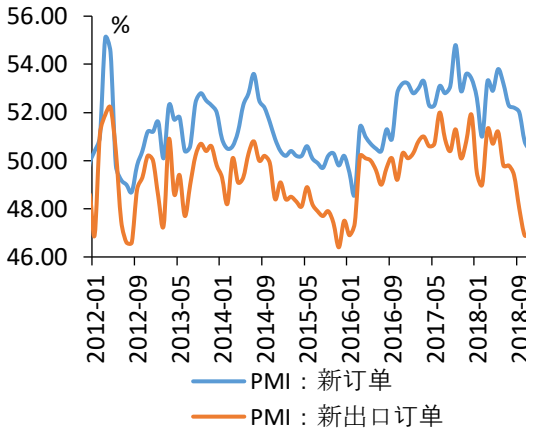


图 15：先行指标显示出口增长仍有压力

（三）生产缓慢回落，2019 年存在较大的下行压力

1. 生产缓慢回落，2019 年存在较大的下行压力

在内外需均面临压力的情况下，工业生产呈现缓慢回落态势。2018 年以来，无论是内外部需求均面临走弱压力，需求端的放缓给生产也带来了一定负面作用，规模以上工业增加值整体缓慢回落，全年规模以上

工业增加值累计同比增长 6.2%，较上年同期回落 0.4 个百分点。从月度走势看，12 月份规模以上制造业增加值和工业增加值分别同比增长 5.5%，5.7%，制造业增速较上月回落 0.1 个百分点，采矿业增加值的回升带动工业增加值当月增速较上月回升 0.3 个百分点。**分三大门类来看**，制造业生产的回落是拉低工业增加值的主要因素，累计同比增长 6.5%，较去年同期回落 0.7 个百分点。 但是，在政策因素的推动下，电力、燃气和水的生产和供应业保持了 9.9%的高速增长；2017 年大宗商品价格的回暖带动相关采矿业企业利润大幅回升，企业生产积极性提高，采矿业增速由负转正。

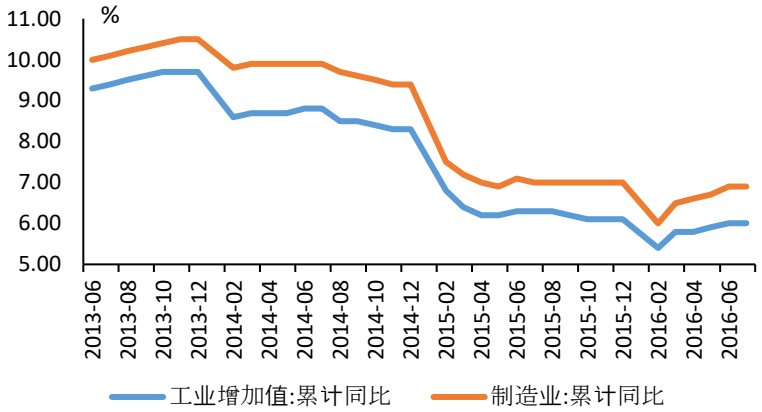


图 16：2018 年工业生产缓慢回落

2019 年生产仍存在较大的下行压力。从先行指标来看，制造业 PMI 分项指数中，产成品库存指数和积压订单指数均有所上扬，原材料订单指数自 8 月份以来出现较大幅度回落，说明需求不旺，导致企业库存有所积压，企业被动补库存。从工业产成品存货来看，近期以来工业产成品存货虽然依然处于高位，但已经出现回落迹象。后续随着经济下行需求低迷，企业生产积极性进一步降低，库存周期或呈现补库存与去库存交替的态势。同时，随着大宗商品价格的回落已经企业生产利润的走低，采矿业企业扩大再生产的意愿和能力都将受到制约，电力、燃气和水的生产和供应业虽然仍受到政策支持，但高基数背景下增速将继续放缓。

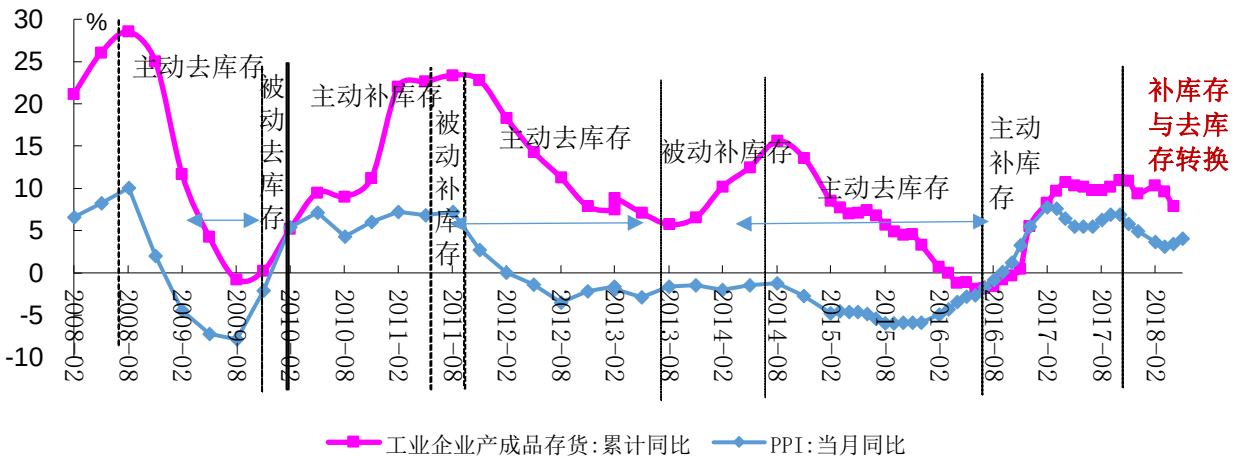


图 17：库存周期逐渐由被动补库存转向主动去库存阶段

2. 工业企业利润增长放缓，2019 年企业效益面临进一步恶化压力

工业企业利润增长持续放缓，上游行业与中下游利润走势分化。1-11 月，在经济下行、供给侧改革所带来的“量缩价升”减弱 PPI 回落背景下，工业企业利润同比增长 11.8%，较 1—10 月放缓 1.8 个百分点，维持下半年以来增速持续放缓态势。其中，11 月当月工业企业利润同比为-1.8%，自 2015 年 12 月以来首次为负。与此同时，亏损企业家数和亏损金额增速由负转正，亏损面较上年有所扩大。**分行业来看，**受供给侧改革影响较大的黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属矿采选业、油和天然气开采业等上游行业利润增长持续放缓；随着 PPI 的回落，上游价格上涨对中下游行业利润增长的挤压减轻，利润从上游逐步转移至下游，电气机械及器材制造业、纺织业、食品制造业等多个行业利润增速出现回升。此外，值得一提的是，虽然电气机械及器材制造业利润增速仍保持增长，但仪器仪表制造业已经微幅回落，计算机、通信和其他电子设备制造业利润出现负增长，中美贸易冲突背景下高技术行业利润增长分化态势值得高度关注。**分所有制来看，**1-11 月份，国有工业利润增长同比增长 16.1%，较 1—10 月降低 4.5 个百分点，连续四个月下滑；私营工业企业利润同比增长 10%，较 1-10 月上升 0.7 个百分点，2018 年内保持稳定增长。国有工业企业与私营工业企业利润增速收窄，主要是国有企业主要集中在上游，而随着大宗商品价格下降，利润从行业链上游下下游转移，国有企业利润增长收到较大制约，而位于下游的私营工业企业受益较大。

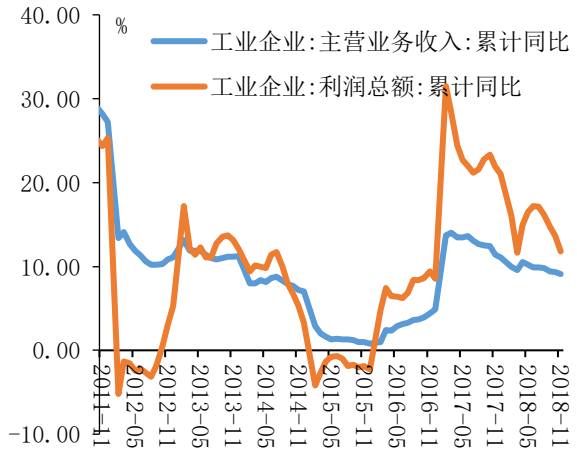


图 18：工业企业主营业务收入与利润走势

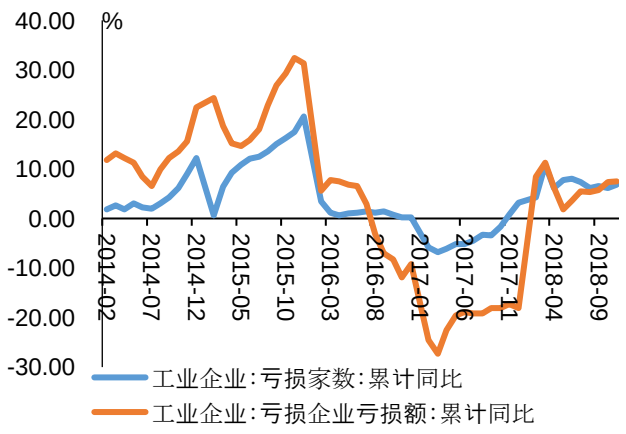


图 19：企业亏损面扩大

利润增长存在进一步放缓压力，上游与中下游行业利润走势分化态势将延续。展望 2019 年，虽然随着成本的下降和每百元利润率的提升对企业利润增长具有一定支撑作用，但 PPI 仍有下行压力甚至存在通缩风险的情况下，产成品价格的回落将对工业企业利润增长带来不利影响，工业生产利润增长或将进一步放缓。而随着 PPI 的回落，上游价格上涨对中下游行业利润增长的挤压减轻，利润从上游逐步转移至下游，以钢铁、煤炭、石油等大宗商品的采掘或生产为主的上游行业或仍有下行压力，但上游行业价格的下降有利于中下游竞争性行业成本的降低，未来中下游行业与上游行业利润增速或将继续分化。

3. 服务业增长放缓没明显，需求不足背景下服务业增长或面临一定压力

服务业增长出现放缓势头。第三产业 GDP 同比增长 7.6%，较上年回落 0.3 个百分点；从服务业商务活动指数来看，2018 年全年服务业商务活动指数均值为 53.35%，虽然高出制造业 PMI 同期均值 2.45 个百分点，但较上年已经有所回落；从规模以上服务业企业运营情况来看，前 11 个月规模以上服务业企业营业收入和利润增长均较上年同期有所放缓，其中营业收入同比增长 11.5%，较上年同期放缓 2.4 个百分点，利润仅同比增长 5.7%，较上年同期大幅回落 24.7 个百分点。分行业来看，服务业重点行业与上年相比均出现不同程度的回落，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业，住宿和餐饮业，其他服务业 GDP 分别同比增长 8.1%、6.2%、6.5%、6.3%，分别较上年同期回落 0.9、0.9、0.6、0.8 个百分点。在宏观去杠杆背景下，金融业延续了 2017 年严监管下的平缓回落态势，金融业产值同比增长 4.4%，较上年小幅回落 0.1 个百分点；房地产调控之下，房地产业产值增速继续回落，同比增长 3.8%，较上年回落 2.8 个百分点，创 2010 年以来新低。但值得一提的是，信息传输、软件和信息技术服务业高速增长，同比增长 30.7，较上年加快 8.9 个百分点，高技术服务业依然保持了良好发展势头。

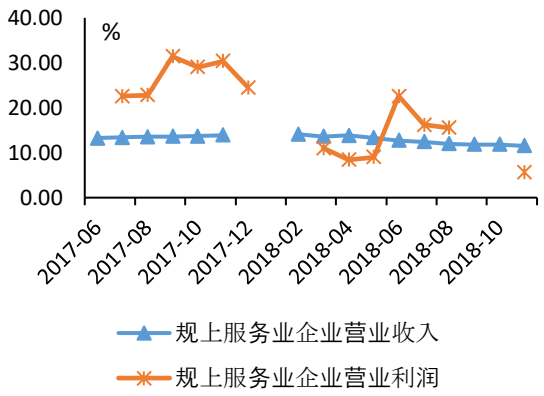


图 20：规上服务业企业收入和利润增长放缓

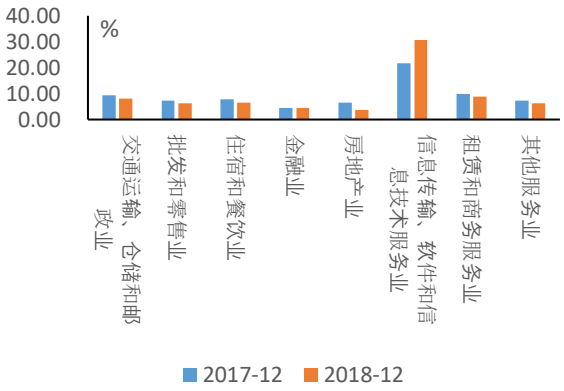


图 21：大部分服务业行业产值增长放缓

需求不旺服务业生产仍面临压力。大部分服务具有生产与消费同步进行的特性，因此相对于制造业，居民对服务消费的意愿和能力对于服务生产的影响更为立竿见影。后续来看，当前居民收入增长仍存在放缓的压力，但居民消费升级尤其是对服务业的仍有支撑，因此后续来看，服务业生产或仍面临一定放缓压力，但仍平稳增长。

（四）2018 年通胀平稳收官，2019 年或存在通缩风险

GDP 平减指数持续回落。近年来，随着 PPI 对 GDP 平减指数的影响有所加大，PPI 的变化使得 GDP 平减指数随着出现明显变化。2018 年，在 PPI 走势回落的背景下，虽然 CPI 有所上扬，但 GDP 平减指数依然较上年回落 0.45 个百分点，达到 2.9，再次回落至 3%以下。

图 22：GDP 平减指数回落

食品价格由负转正，CPI 有所上扬但仍可控。2018 年全年 CPI 同比上涨 2.1%，较上年上涨 0.5 个百分点，剔除了食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.9%，反而较上年回落 0.3 个百分点。其中，非食品价格同比上涨 2.2%，较上年回落 0.1 个百分点，鲜菜鲜果价格上涨加快、肉禽及其制品价格降幅收窄带动食品价格涨幅由负转正，食品价格同比上涨 1.8%，较上年加快 3.2 个百分点，成为带动 CPI 价格上移的主要因素。分八大类来看，食品烟酒、生活用品和服务、交通通讯及服务等必须品消费价格出现不同程度的上扬，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务、衣着、居住等价格涨幅出现不同程度的回落，其中，由于医改效应减弱，医疗保健降幅最大，回落 1.7 个百分点，其次为其他用品和服务，回落 1.2 个百分点。

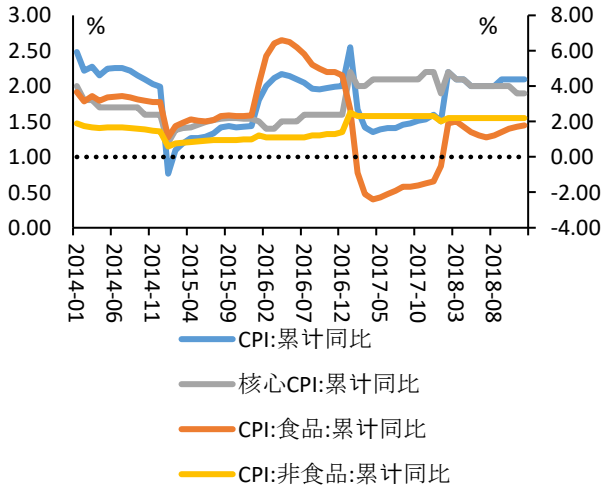


图 23：CPI 同比上扬，但核心 CPI 回落

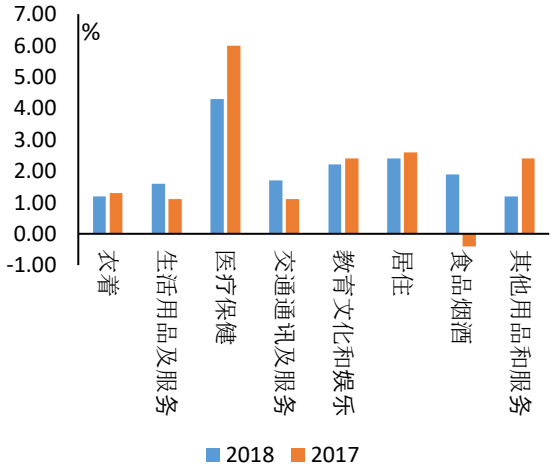


图 24：上游主要行业利润持续下滑

大宗商品价格涨幅收窄，PPI 回落明显。2018 年，PPI 累计同比上涨 3.5%，较上年回落 2.7 个百分点。其中，生产资料同比上涨 4.6%，较上年回落 3.7 个百分点；生活资料同比上涨 0.5%，较上年回落 0.2 个百分点。PPI 定基指数为 109.8%，较上年提高 2.8 个百分点。分行业来看，随着供给侧改革力度的边际递减，

煤炭、钢铁、有色金属等主要工业品“量缩价升”效应有所减弱，价格涨幅明显收窄，成为带动 PPI 走低的主要影响因素。但值得一提的是，2018 年前 10 个月，国际原油价格波动上涨带动国内成品油价格上扬，带动石油和天然气价格保持快速曾航，但 11 月以来，随着油价回落，石油和天然气价格涨幅迅速收窄。与 PPI 走势一致，2018 以来 PPIRM 涨幅也大幅收窄，累计同比上涨 4.1%，较上年回落 4 个百分点。

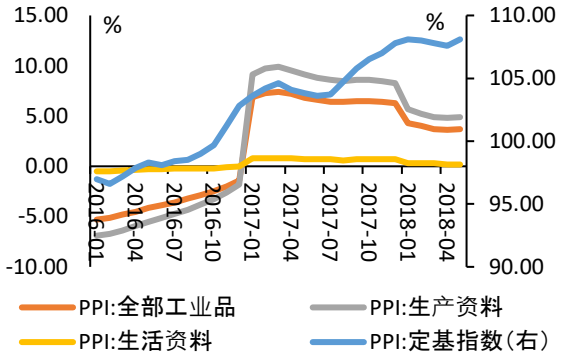


图 25：PPI 较上年明显回落

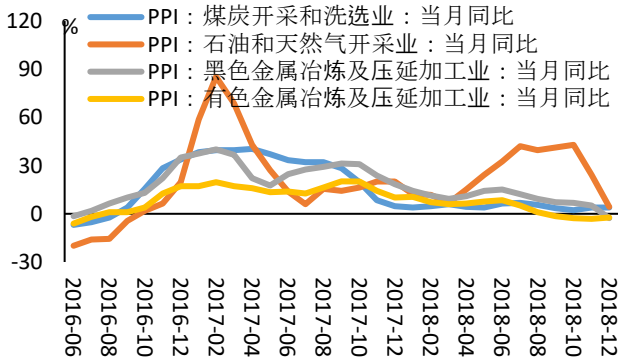


图 26：钢铁煤炭等主要工业品价格涨幅收窄

2019 年通胀走势仍延续分化，PPI 或有通缩压力。展望 2019 年，随着食品价格的回升，同时考虑翘尾因素影响，CPI 中枢或将有所上移，预计全年通胀水平在 2.3%左右，全年将呈前高后低走势，但仍需持续关注油价超预期波动对 CPI 带来的扰动。从 PPI 来看，2019 年全球经济复苏放缓，钢铁、煤炭等大宗商品难有涨势，对 PPI 的支撑力度减弱，同时随着国内经济下行压力加大，需求端低迷也难以支撑工业品价格的持续上涨，全年 PPI 或有通缩压力。

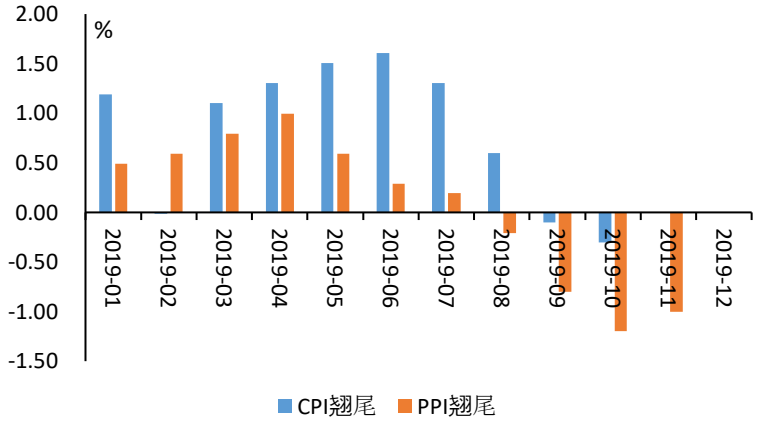


图 27：2019 年预测 CPI、PPI 翘尾因素

（五）货币政策边际宽松利率中枢下移融资成本回落，但传导机制不畅社融收缩明显

“稳杠杆”背景下，货币政策从“稳货币”向“宽货币”转变，利率中枢有所下移。2018 年以来，随着内部经济下行压力的加大和外部不确定性的上升，我国宏观政策再次出现调整，从“去杠杆”转向“稳杠

杆”，财政政策更加积极，金融监管节奏和力度边际放松，货币政策也从 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”再转向边际趋松，全年累计降准 4 次，共下调存款准备金率 2.5 个百分点。此外，全年央行累计通过再贷款、再贴现为市场提供流动性 3000 亿元。货币政策边际放松带动了市场流动的改善，无风险利率有所下行，10 年期国债收益率为例由 2018 年初的 3.9%回落至年底的 3.2%左右，回落幅度超过 70 个基点；而 10 年期国开债收益率也由年初的 4.9%回落到 3.6%左右，回落幅度超过 130 个基点。受利率下行影响，企业融资成本有所回落，代表实体经济融资成本的票据直贴利率（月息）从年初的 4.55-4.6%回落至年末的 3.05-3.10%。

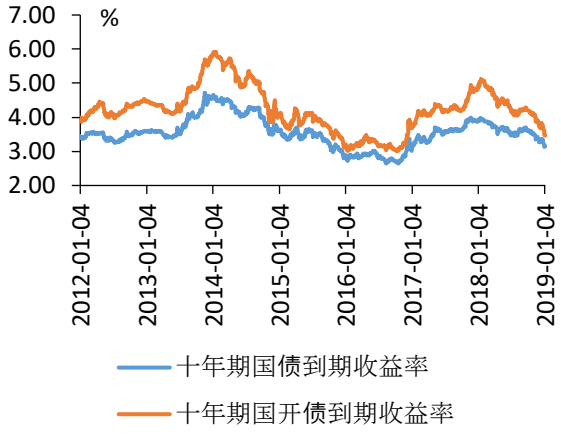


图 28：无风险利率回落

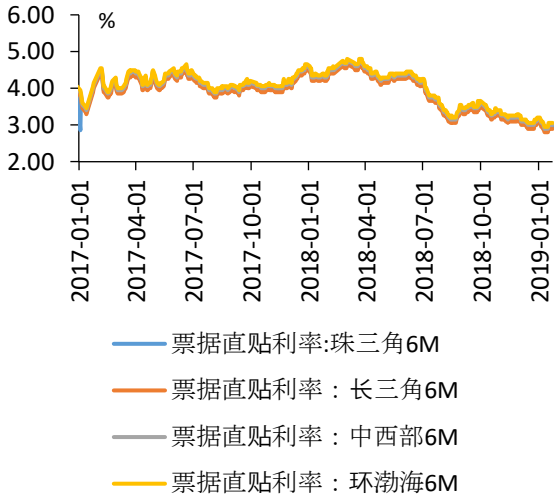


图 29：票据直贴利率回落

货币信贷传导机制不畅社融回落，信用收缩明显。2018 年，以防范重大风险为首的三大攻坚战持续推进，虽然金融监管节奏和力度有所有所调整，落地的资管新规及其细则虽然从监管要求和过渡期要求上边际放松，但强化穿透管理、压缩同业及通道业务的方向并未改变，货币信贷传导机制不畅局面并未改变，社融收缩明显，全年新增社会融资规模 19.26 万亿，较去年减少 3.14 万亿元。新增社融的大幅降低主要是由于上半年出台的资管新规造成了表外融资的大幅收缩：委托贷款减少 1.61 万亿元，同比多减 2.38 万亿元；信托贷款减少 6901 亿元，同比多减 2.95 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 6343 亿元，同比多减 1.17 万亿元。

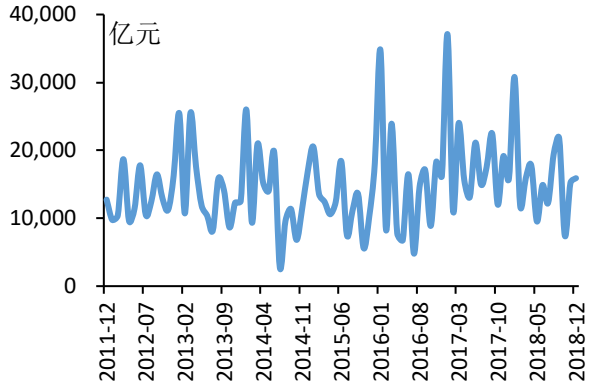


图 30：新增社融总体维持低位运行

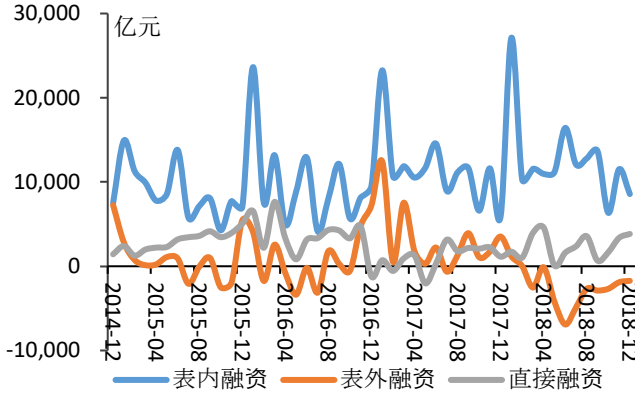


图 31：表外融资持续负增长

（六）经济运行中仍存在一定积极因素，经济结构持续改善

从产业结构看，第三产业对经济增长贡献率维持在 60%以上，工业和服务业内部结构均有所优化。2018 年，三次产业分别同比增长 3.5%、5.8%、7.6%，虽然三次产业增速均较上年有所回落，但第三产业增速持续快于第一、二产业，全年四季度对经济增长的贡献率均维持在 60%以上，拉动经济增长 4 个百分点，占 GDP 的比例较上年提升 0.26 个百分点至 52.15%，是带动经济增长的主导力量。从产业内部结构看，一方面，工业产业中动能持续保持快速增长，高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业增加值分别比上年增长 11.7%、8.9%和 8.1%，增速分别比规模以上工业快 5.5、2.7 和 1.9 个百分点；新兴工业产品产量快速增长，铁路客车、微波终端机、新能源汽车、生物基化学纤维、智能电视、锂离子电池和集成电路分别增长 183.0%、104.5%、40.1%、23.5%、18.7%、12.9%和 9.7%。另一方面，服务业虽然增长整体放缓，但以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的高技术服务业保持了高速增长。

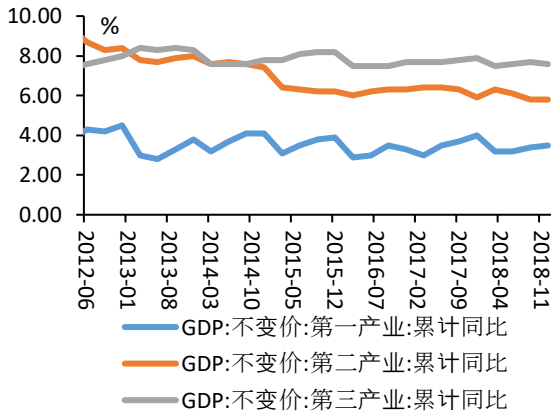


图 32：三次产业增速均回落

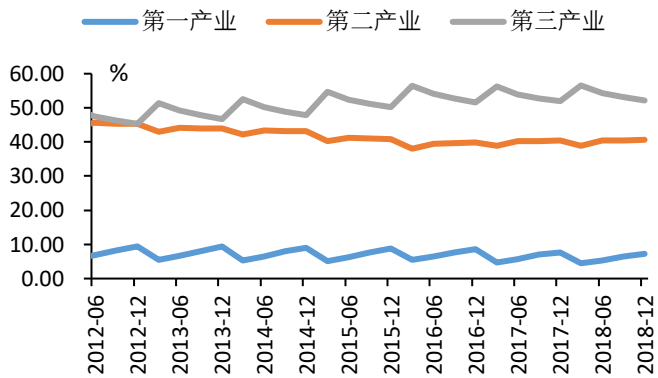


图 33：图 33：第三产业占比提升

从需求结构来看，外需对经济增长贡献率持续为负，内需对经济增长的带动作用进一步凸显。在中美贸易冲突的影响下，外需对经济增长的贡献率持续为负，在外需贡献率大幅下滑、资本形成贡献率基本平稳

的情况下，内需对经济增长的拉动作用进一步凸显，全年最终消费对经济增长的贡献率达到 76.2%的高位，拉动经济增长 5.03 个百分点。

表 2 三次产业、三大需求对经济增长的贡献率和对 GDP 累计同比的拉动（%）

	GDP 累计同比贡献率						对 GDP 累计同比的拉动					
	第一产业	第二产业	第三产业	最终消费	资本形成	净出口	第一产业	第二产业	第三产业	最终消费	资本形成	净出口
2017-03	2.20	36.10	61.70	79.40	19.20	1.40	0.20	2.50	4.30	5.50	1.30	0.10
2017-06	3.10	37.80	59.10	64.30	34.60	1.10	0.20	2.60	4.10	4.40	2.40	0.10
2017-09	4.00	37.00	59.00	64.00	34.70	1.30	0.30	2.60	4.10	4.40	2.40	0.10
2017-12	4.90	36.30	58.80	58.80	32.10	9.10	0.30	2.50	4.10	4.10	2.20	0.60
2018-03	2.20	36.10	61.60	77.80	31.30	-9.10	0.10	2.50	4.20	5.30	2.10	-0.60
2018-06	2.80	36.70	60.50	78.50	31.40	-9.90	0.20	2.50	4.10	5.34	2.14	-0.67
2018-09	3.70	35.50	60.80	78.00	31.80	-9.80	0.20	2.40	4.10	5.20	2.10	-0.70
2018-12	4.00	35.80	60.10	76.20	32.40	-8.60	0.30	2.40	4.00	5.03	2.14	-0.57

从投资结构看，民间投资保持了较快增长，新动能投资占比持续提升。分所有制来看，2018 年，在国有企业去杠杆、地方政府隐性举债闫监管的背景下，包括融资平台在内的国有及国有控股企业投资同比大幅回落，民营企业虽然面临去杠杆和信用收缩的压力， 但在保护知识产权、提振民营企业家信心的一系列政策效果的继续显现下，民间投资持续保持了较快增长，全年民间投资占固定资产投资比重达到 61.99%，较上年提升 1.49 个百分点。**分新旧动能来看，**新动能投资占比持续提升，据我们初步测算，以装备制造业、高技术制造业等为代表的新动能投资占制造业投资比重已经达到 54.30%，占比呈持续攀升态势，成为拉动投资的重要的带动力量。

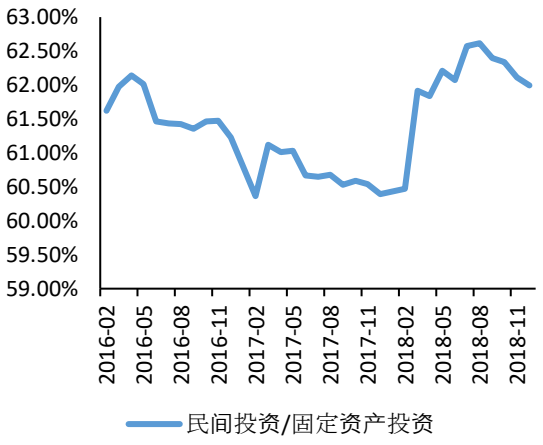


图 34：民间投资占固定资资产投资比重提高

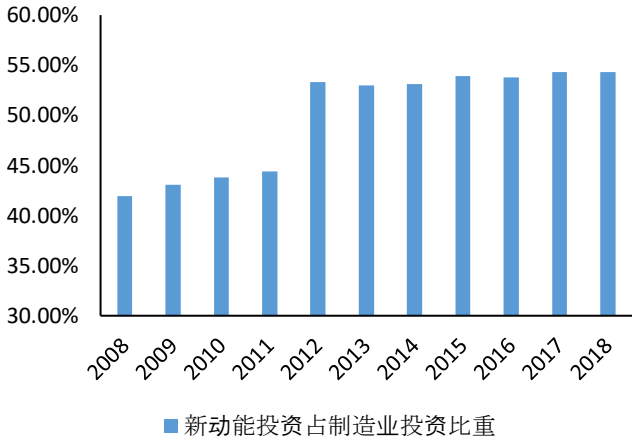


图 35：新动能投资占制造业投资比重持续攀升

（六）先行指标走弱，对经济增长的预期恶化

需求恶化价格走弱，制造业 PMI 跌破荣枯线。2018 年随着宏观经济的走弱，先行指标有所弱化，制造

业 PMI 自 5 月份波动回落，12 月 PMI 中采 PMI 为 49.4%，已经跌至 50%的荣枯线一下。从分项指数来看，需求端新出口订单维持收缩态势，新出口订单指数持续回落，进口指数下滑至 45.9%的年内低点，新订单指数跌破 50%，内外需持续恶化；受需求持续走弱影响，企业生产扩张意愿有所压制，生产指数预期指数持续回落，原材料库存、产成品库存分别小幅下降，生产放缓迹象明显；从供求关系看，主要原材料购进价格和出厂价格指数持续大幅下降，预计 2019 年 PPI 下行或将显著加快。分企业规模看，大中小企业景气度均有下降。与此同时，12 月财新 PMI 为 49.7%，低于 11 月 0.5 个百分点，2017 年 6 月以来首次落入收缩区间，同样显示中国经济下行压力加大。

企业家信心指数回落。国内经济下行压力的加大和外部风险的提升对企业家信心也带来了一定负面影响，企业家信心指数自 2018 年二季度以来已经连续两个季度回落，其中，私营企业信心指数持续低于国有企业。但是，虽然企业家信心指数回落，但依然处于新常态以来较高水平。

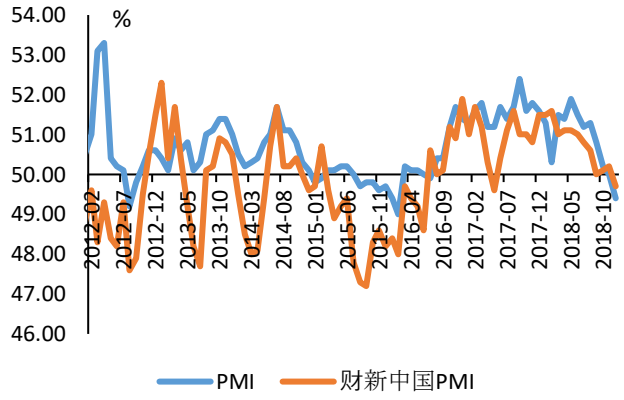


图 36：中采 PMI 跌破荣枯线

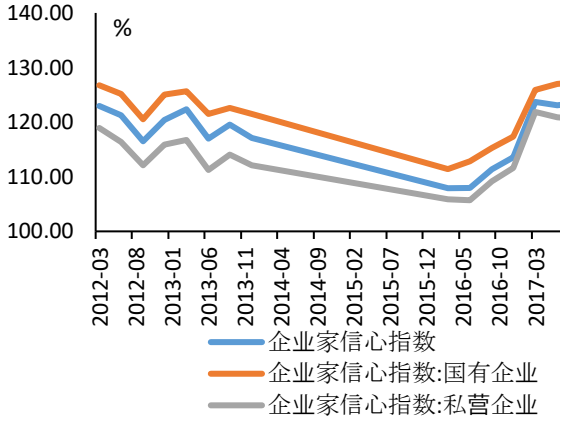


图 37：企业家信心有所回落

从 2018 年经济运行态势来看，经济下行压力持续显现，工业生产缓慢回落，基建投资探底拉低投资整体增速，社零额增速个位数运行，随着全球经济的走弱和中美贸易冲突持续发酵出口压力有所显现。展望 2019 年，从外部因素来看，全球经济复苏放缓，外需对中国经济增长的拉动作用或将进一步减弱，中美贸易冲突虽有缓和可能但大国博弈背景下中国面临的外部环境趋于复杂的态势未改。从国内情况来看，拉动经济增长的“三驾马车”都不同程度的面临压力，在内外需求有所放缓的情况下生产继续回落概率较大，虽然稳增长政策效果的显现对经济增长有一定支撑作用，但出于防范杠杆率再度攀升的考虑，政策大幅放松的难度较大，政策支持的力度依然有限，全年经济增长仍有下行压力，预计 2019 年 GDP 增长 6.3%左右。从全年走势来看，上半年经济下行压力加大，下半年随着政

策效果的显现和基数的回落，或将略有企稳。

二、 经济下行加大需关注投资回落、通缩或带来企业盈利恶化、新动能是否持续等问题

当前，中国经济的下行既有趋势性的原因也有结构性的原因，是长期因素和短期因素共同作用的结果。从短期因素来看，去杠杆的改革措施带来结构性调整过程中的阵痛，外部环境的变化尤其是中美贸易冲突带来潜在的风险，加剧了市场的悲观预期。2019 年，虽然随着政策的再次调整，去杠杆政策对经济增长的冲击高点或许已经过去，大国博弈背景下中国与美国及其盟国各种形式的冲突虽然持续但当前中美贸易冲突谈判出现一定积极进展，在一定程度上缓释了市场对于贸易冲突的焦虑情绪。但是，2019 年中国经济供需两端均存在放缓压力，政策托底由于受到多方面的制约效果或将有限，经济下行或将进一步加大。在此经济下行期，尤其需要重点关注投资持续回落、通缩或带来企业盈利恶化、新动能能否持续等问题。

（一） 基建回暖力度有限、房地产投资温和回落，投资下行将拉低经济增速

虽然随着近年来宏观经济结构的调整，投资在经济中的占比逐渐下降，消费占比稳步提升，但事实上，投资在调节短期经济波动中的作用依然明显：一方面，投资对经济增长的贡献依然维持在 40%左右，其保持一定速度的增长本身对经济增长就是一种支撑；另一方面，投资的快速下降也会导致总需求的减少，总而导致经济增长的放缓。但从 2019 年来看，投资面临多方面的放缓压力，投资的下行或将对经济下行产生较大的影响。

政策支持下基建投资虽然有可能回暖，但难以恢复前几年的高速增长。2019 年，在“稳增长”压力下，对基建投资的支持力度将加大。10 月 31 日，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）（以下简称 101 号文），明确提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。101 号文还提出了支持基建设施建设的 10 项配套政策措施，其主要内容体现在三个方面：项目方面，要求加强重大项目储备、加快项目进度、保证在建项目实施；资金方面，除了进一步强调专项债和其他财政性资金支持，还鼓励商业银行、政策性银行、保险资金、民间投资支持在建项目及补短板重大项目，鼓励 PPP 形式；明确要求金融机构合理保障融资平台公司正常融资需求，允许存量隐性债务运用适当展期、债务重组等方式维持资金周转。在这一文件基调下，2019 年财政支出对基建投资的支持力度将较 2018 年明显加大。但是，虽然财政赤字率大概率提高，地方政府专项债额度提高，“开前门”力度有所加大，考虑到地方政府隐性债务风险突出的情况下，对地方政府举债监管难度大幅放松，融资平台融资仍受到一定程度的限制，同时在房地

产下行周期政府性基金收入增长放缓，受制于资金来源约束，基建投资难以大幅回暖，预计全年基建投资增速或不会超过 10%。

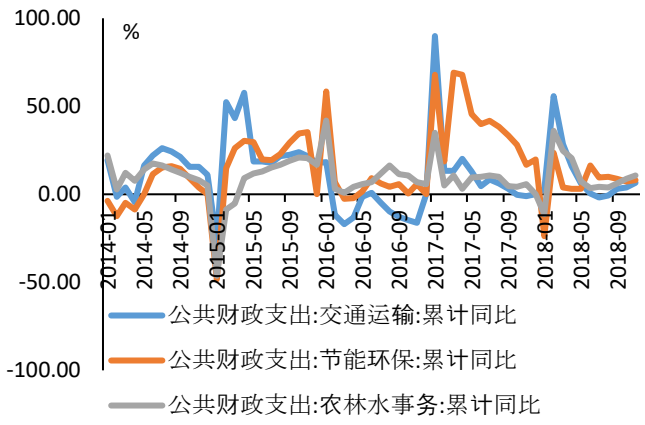


图 38：公共财政对基建相关领域支出回暖但仍处低位

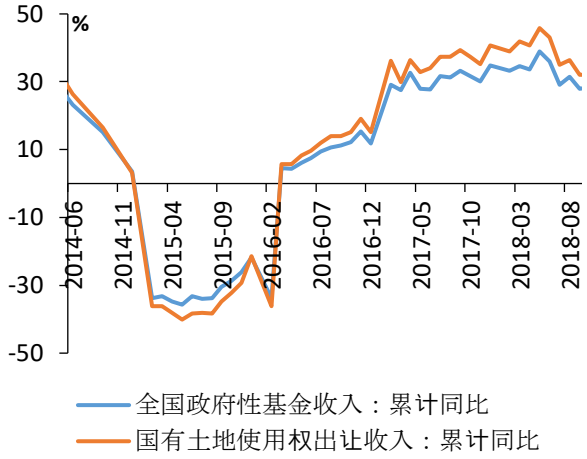


图 39：政府土地收入增长放缓

房地产投资将温和回落。从房地产投资构成来看，2018 年房地产投资的快速增长，在很大程度上得益于土地购置费占比高达 80%以上的其他费用的增长。但土地购置费是土地成交价款的滞后指标，其高增主要是 2017 年下半年以来土地成交价款的快速增长[1]。2018 年以来，土地购置费虽然仍保持 20%以上的较高速增长，但较 2017 年下半年 40%的高速增长已经明显回落，因此预计 2019 年土地购置费对房地产投资的支撑作用将明显减弱。**从房地产需求端来看，**虽然一线城市受低基数和刚需型产品供应量增多等因素影响，销售面积增速有望低位企稳或小幅回升，但前两年棚改货币化背景下二三线尤其是三线城市销售面积快速增长导致需求透支，随着棚改货币化力度减弱或将面临较大调整压力，销售规模总体仍将下行，这将对房地产企业投资积极性带来影响；**从房地产融资情况来看，**受资管新规及房地产调控的影响，房企融资渠道明显受限，在债务到期压力较大背景下，2018 年“加快周转、抢开工、抢回款”已经成为行业共识，2018 年定金及预付款与个人按揭贷款增长迅速。2019 年，房地产行业仍处于债务到期高峰，受房企金融端调控影响房企融资规模难以明显回升，而销售回落将导致销售回款调整，房企到位资金承压，进而制约房地产投资。综合来看，房地产投资面临多方面的制约，但预计 2019 年房地产调控政策以稳为主，调控政策对市场的冲击高点或许已经过去，市场预期逐步回归理性，有助于房地产市场保持在低水平的平稳运行，同时稳增长压力下政策边际调整，房地产融资有可能小幅改善，从而对房地产投资增长带来一定支撑——综合来看，预计 2019 年房地产投资将呈现温和回落态势，预计全年同比增长 6%。

[1]按照统计局的解释：“土地购置费为分歧付款的，应分期计入房地产开发投资。”同时，根据《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》（财综[2009]74 号文）的规定：“市县国土资源管理部门与土地受让人在土地出让合同中依法约定的分期缴纳全部土地价款的期限原则上不超过一年。”由此可知，土地购置费是土地成交价款的滞后指标，土地购置费用增速大抵滞后土地成交价款增速 6-12 个月左右。

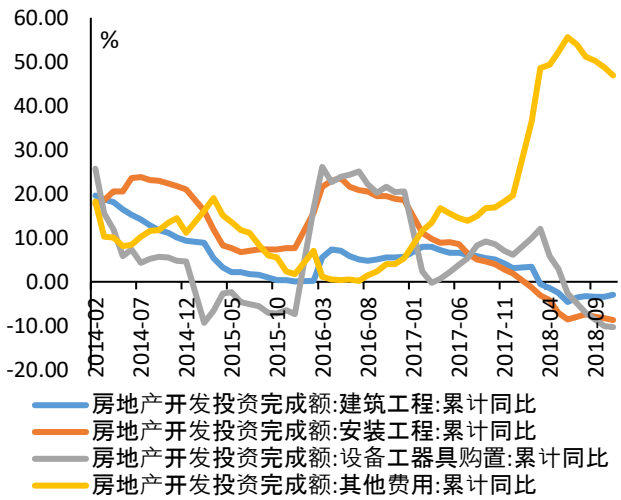


图 40：以土地购置费为主的其他费用支撑房地产投资

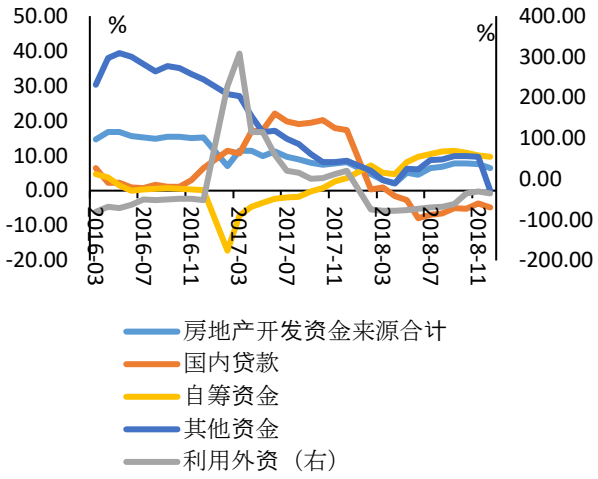


图 41：其他资金来源已经出现回落态势

制造业投资反弹可持续性存疑。2018 年的投资分类型来看，新建投资维持在较低水平，扩建投资甚至维持负增长态势，环保压力下企业改建投资成为支撑投资尤其是制造业投资最为主要的因素。2019 年，稳增长压力下环保约束边际放松，同时随着企业生产利润的放缓和产能利用率的回落，企业扩大再生产的能力和动力都将弱化，制造业反弹可持续性存疑，甚至存在进一步的回落压力。

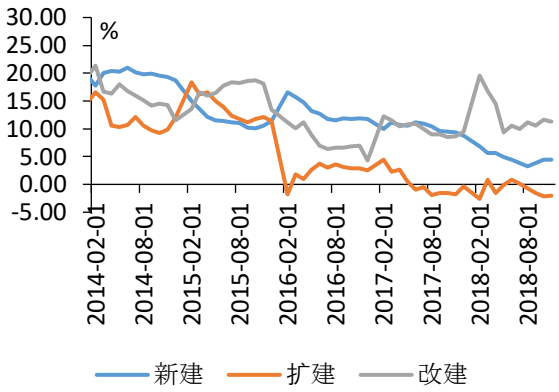


图 42：新建和扩建处于较低水平

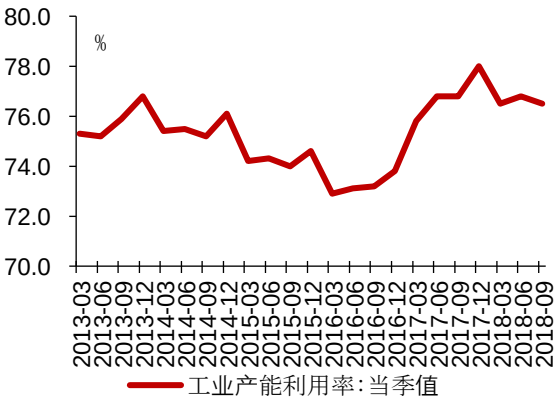


图 43：工业产能利用率回落

（二） 通缩担忧的出现或将进一步对企业盈利和投资动力带来不利影响

2016 年下半年以来，在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧改革的推动和全球经济复苏、需求增加的带动下，煤炭、钢铁、有色金属、原油等资源品价格均出现不同程度的回暖。资源品价格的回暖带动了企业尤其是与其密切相关的企业利润的改善，而企业利润的改善和部分微观数据的好转在一定程度上刺激了企业扩大生产的积极性，将前些年通缩时期被积压的投资需求集中释放，进一步带动生产和需求的回暖。可以在一定程度上说，资源品价格的上涨、PPI 的上扬是带动 2016 年以来前期经济回升的重要动因。但是，2018 年下半年以来，带动资源品价格上涨的驱动力明显弱化：外部因素来看，全球经济复苏放缓，近期以来美国经济的强劲复苏也呈现难以持续态势，全球经济复苏的放缓将带动大宗商品价格的回落；从国内因

素来看，随着去产能力度的边际减弱，同时稳增长压力下环保力度边际放松，供给收缩所带来的“量缩价跌”效应进一步弱化。预计 2019 年，煤炭、石油、钢铁等主要资源品价格都难言乐观。同时考虑到翘尾因素的影响的减弱，2019 年 PPI 存在较大的通缩压力。通缩压力下，煤炭、钢铁、原油等行业利润增长将进一步放缓，而这几个行业利润的大幅回暖是支撑前两年企业利润回暖的主要支撑因素，中下游行业虽然随着上游价格的回落利润增长有所回暖，但回暖幅度非常有限，难以支撑工业企业利润的持续改善。而企业利润增长的恶化将进一步影响到企业的扩大在生产的意愿和能力，进一步加剧经济的下行压力。与此同时，企业利润增长恶化也将导致企业内在现金流压力加大，从而导致企业信用风险压力。

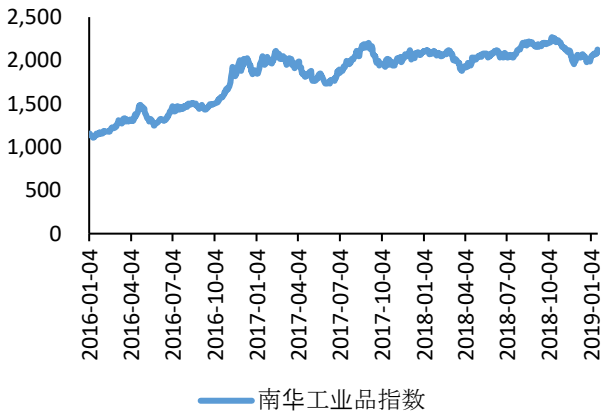


图 44：南华工业品指数走势

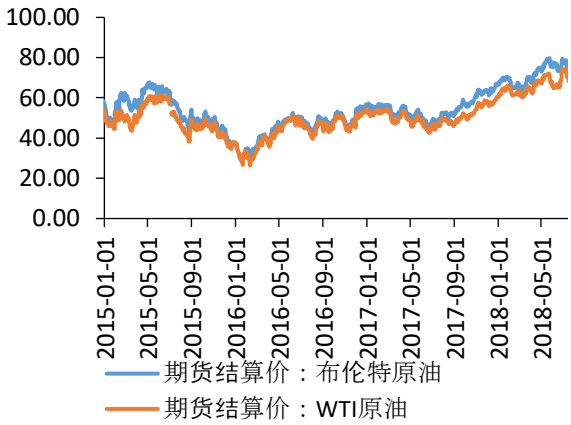


图 45：国际油价走势

（三）新动能能否持续增长依然需要高度关注

近年来，我国新动能保持快速发展，成为我国经济运行中的重要亮点。但值得关注的是，中国新旧动能的转化并没有完成，政府扶持型新动能向市场型新动能转换刚刚开始，新动能不仅难以在短期中撑起中国宏观经济的基石，同时还面临自身造血功能缺失的问题，宏观投资收益难以在短期内得到根本性逆转。在经济下行、外部环境日益复杂化的背景下，新动能的增长遇到了一些问题：从国内因素来看，随着共享单车等领域泡沫的破灭在一定程度上给投资热降温，这虽然是一定程度的理性回归，但经济低迷背景下，投资者尤其是风险投资者投资风格趋于谨慎和保守，新动能的资金来源有可能受到一定影响。尤为值得一提的是，当前我国新动能投资较多依赖于财政支持和企业自有资金，在经济下行的背景下，地方政府财政收入增长或将放缓，这将对政府对新动能的支持能力产生一定负面影响。此外，新动能的发展是“中国制造 2025”的重要内容，但在外部环境趋于复杂性、美国及其盟国加大对中国高科技行业的打压的背景下，新动能发展包括开展与国外技术合作等活动受到的限制将加大，同样对我国新动能的发展带来压力。2018 年以来，集成电路、微型电子计算机、工业机器人等产品增速已经大幅回落甚至出现负增长，新动能相关领域的结构性回落态势依然值得高度关注。

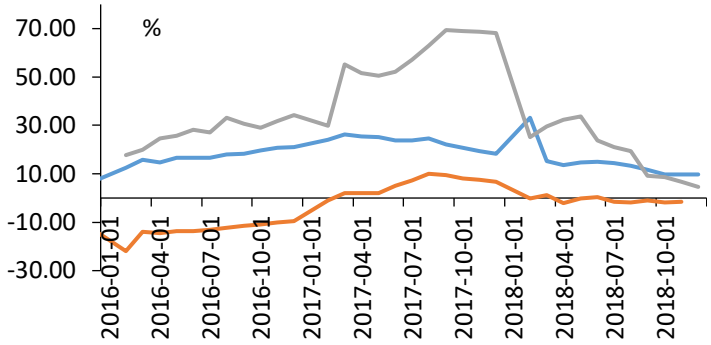


图 46：部分新动能产品增速的大幅回落

三、 经济结构转变关键期，政策“变中求稳”需重点关注四类宏观风险

当前中国经济仍处于结构转换的关键时期。中国经济的结构性调整远未结束，而仅仅是刚刚触及本质性问题，同时，新旧动能的转换也远没有结束，政府扶持型新动能向市场型新动能的转换才刚刚开始。在此中国经济结构转换的关键期，旧结构、旧动能开始衰退，而新结构、新动能在政策推动虽然崭露头角，但是仍然没有完全替代旧结构、旧动能。从这一角度来看，中国经济增长的放缓是中国经济由高速增长转向高质量发展必然面临的过程，是高杠杆下的经济转型所必须面临的阵痛。而在经济放缓的趋势下，经济运行中各类结构性风险也将进一步凸显，加大了经济平稳转型的难度和压力，甚至处理不善有可能导致中国经济错失结构转型的窗口期。从当前情况来看，面对当前经济运行中“稳中有变”、结构性风险凸显的情况，政策需要相机应对，“以变求稳”，并在此过程中重点关注以下四类风险：

（一）全球经济回调，国际金融市场波动给中国经济带来冲击的风险

展望 2019 年，当前许多发达国际已经达到或接近充分就业状态，继续加速增长的潜力有限，但全球经济面临的下行风险却进一步上升：一方面，贸易保护主义升温态势依然存在，据 IMF 估计，如果贸易摩擦进一步发展，可能会在未来两年内降低全球经济增长率 0.8%；另一方面，未来两年美联储货币政策依然会持续正常化，导致更多资本回流美国，有可能加大新兴经济体的金融风险和经济增长的压力。2019 年 1 月，IMF 将 2018-2019 年的全球增长率预计为 3.5%，两年的预测值都比 2018 年 10 月的预测下调 0.2 个百分点，比 2018 年 4 月的预测下调 0.4 个百分点，显示了对未来全球经济增长放缓的担心。与此同时，截至 2018 年上半年，全球债务已经高达 17.84 万亿美元，创历史最高水平，比 2008 年国际金融危机前已经增长接近 60%，债务风险的加剧加大了全球经济运行的风险。在经济下行期，往往伴随着金融市场的动荡，2008 年全球金融危机期间全球股票市场均出现了大幅下跌，2018 年出于对全球经济衰退的担心，全球权益市场均出现了不同程度的下跌。而当前在地缘政治风险犹存、美国经济复苏势头减弱、英国硬“脱欧”等多重不确定性背

景下，金融市场动荡有可能加大。在我国金融业逐步加大对外开放的同时，全球金融市场的动荡有可能进一步向我国金融体系传导，对我国金融市场带来不利影响。此外，在大国博弈的背景下，即便中美之间的贸易冲突有所缓和，以美国为首的加拿大、日本以及欧盟等发达国家与中国各种形式的冲突或将增多，进一步加剧了中国经济外部运行环境的复杂性。

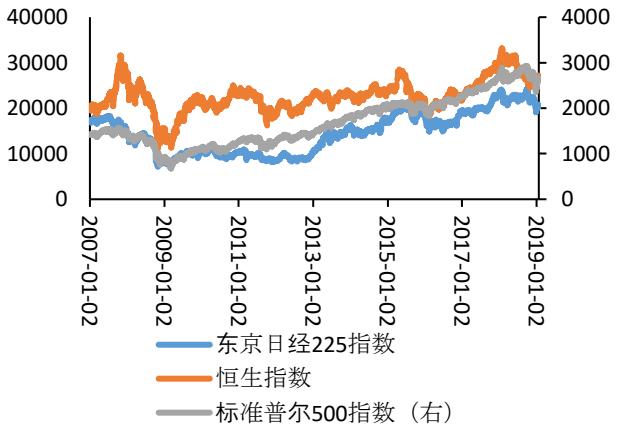


图 47：2018 年全球主要权益市场均出现下跌

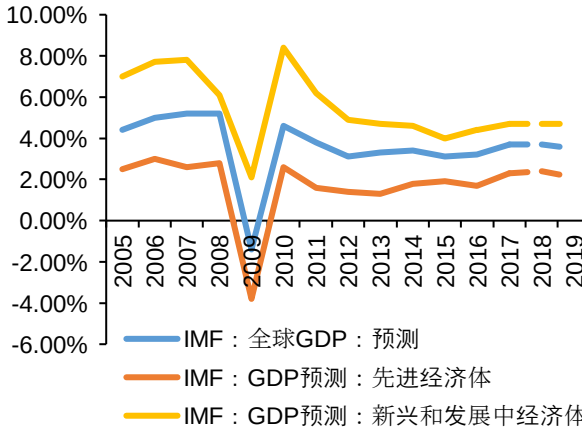


图 48：IMF 关于全球经济增长的预测

（二）经济下行和财政收入放缓下的地方政府隐性债务化解风险

地方政府显性债务风险可控，隐性债务风险凸显。根据财政部公布的数据，截至 2018 年 11 月我国地方政府债务余额为 18.29 万亿元，显性债务口径下地方债务风险较低。但、如果将隐性债务[2]考虑在内，则总债务规模将大幅增加。当前各家机构关于隐性债务的测算口径并不一致，中诚信国际分三个口径对地方政府的隐性债务进行测算后认为，我国地方政府隐性债务规模在 26.5-35.9 万亿之间，是显性债务的 1.6-2.2 倍。不同口径测算的地方政府隐性债务均保持 20%以上的增长速度快速扩张。相比显性债务，隐性债务快速增长且偿还更具有不确定性，正逐渐成为我国地方政府面临的中长期风险。尤为值得一提的是，各区域经济发展和债务水平并不平衡，结构性风险较为突出。根据 2017 年的数据，以显性债务衡量，贵州省负债率（债务/GDP）已经超过欧盟 60%警戒线；如果考虑隐性债务，则 2017 年全国省（市、自治区）负债率超过欧盟 60%警戒线的有 14 个，较显性债务口径下的省份数量增加了 13 个。以债务率衡量，显性债务口径下截至 2016 年底宁夏、贵州、辽宁等 7 个省份债务率已经超过 100%的警戒线，考虑隐性债务后，除海南省、西藏自治区处于警戒线下外，其余 29 个省直辖市债务率均超过 100%警戒线。

[2]地方政府隐性债务是指低昂政府可能承担偿还、救助和担保责任并未纳入其债务管理和统计的债务，但一旦发生危机尤其是存在系统性风险爆发可能时，地方政府不得不加以干预、承担责任的债务。在本文中，地方政府隐性债务主要包括融资平台、地方国企的债务以及 PPP 项目中政府付费项目、政府投资基金等内容。

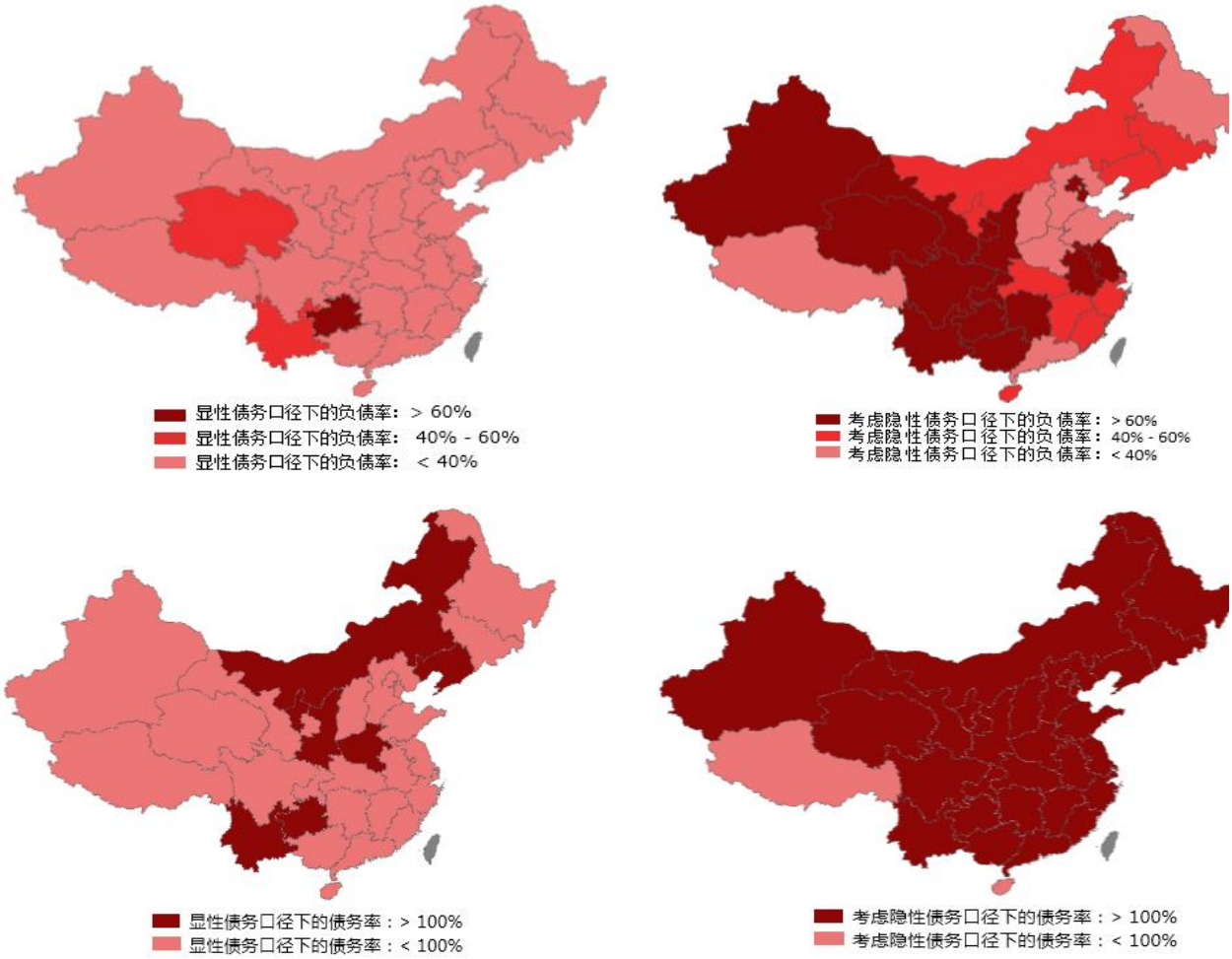


图 49：地方政府负债率（2017 年）与债务率（2016 年）示意图

地方政府隐性债务风险已经有所暴露，未来仍需要高度关注。虽然自 2016 年下半年以来，我国采取了政府债务进一步采取“开前门、堵后门”，加大对隐性债务的监管，但在地方政府隐性债务存量巨大的情况下，隐性债务风险依然持续存在。2018 年，在经济下行、地方财政收入放缓的背景下，一些地方的隐性债务风险已经通过不同形式有所反应，尤为突出的就是地方政府融资平台信用风险的暴露。伴随 7 月“17 兵团六师 SCP001”的违约，城投债的刚性兑付信仰逐步瓦解，融资平台违约风险从私募向公募蔓延，对市场的冲击逐渐加大。1-9 月共计 10 家融资平台涉及非标债务偿付危机，涉及金额共计 30.4 亿元；共计 5 家融资平台主体评级下调，6 家融资平台评级展望下调。2019 年，虽然政策层面对融资平台的融资监管力度边际放松，但是，2019 年随着经济下行，地方政府财政收入大概率放缓，地方政府隐性债务风险仍然值得高度关注。尤为值得一提的是，防范地方政府债务风险仍需要防范“处置风险的风险”：地方政府在举债的同时，也积累了相当规模的优质资产，一些高质量的资产完全可以覆盖现有债务，只是缺乏资产变现用来偿还债务的渠道。一旦清理地方债务节奏过急、操之过急的话，经济下行压力会滋生地方政府资产价格下降压力，使得地方政府资产面临“火线出售”的危险，不确定急剧上升。

（三）货币信贷传导机制不畅背景下的实体经济信用风险

随着宏观经济的放缓和融资压力的加大，叠加信用债到期压力，2018 年信用风险明显抬升。随着宏观经济增速的放缓以及信用债集中到期压力的增加，2018 年债券市场违约风险暴露速度明显加快，尤其在下半年违约事件发生更为密集。据中诚信国际统计，2018 年共有 123 只债券发生违约，涉及发行人共 51 家，违约金额合计 974.87 亿元，是 2014 年-2017 年合计违约规模的 1.4 倍。此外，2018 年发生债券违约的主体中，有 42 家为新增违约主体，新增违约主体数量较往年增多，其中有 4 家主体发生技术性违约。尤为值得一提的是，在信用收缩的过程中，相较于国有企业，民营企业收到的冲击往往更大。在 2018 年新增的 42 家违约主体中，民营企业有 36 家，在新增违约主体总数中占比超过 80%。2018 年新增违约的民营企业中，有 15 家为上市公司，这一数量同比明显增多，上市公司信用风险有所凸显。

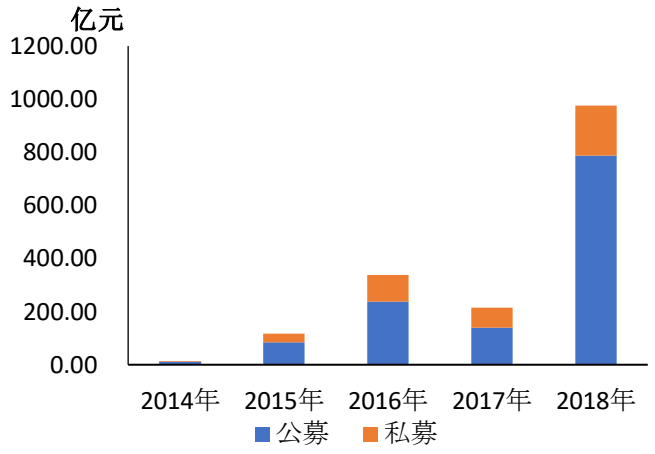


图 50:2014 年-2018 年债券违约金额

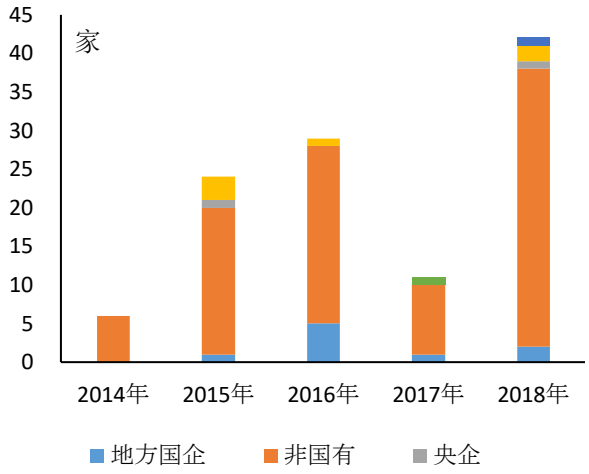
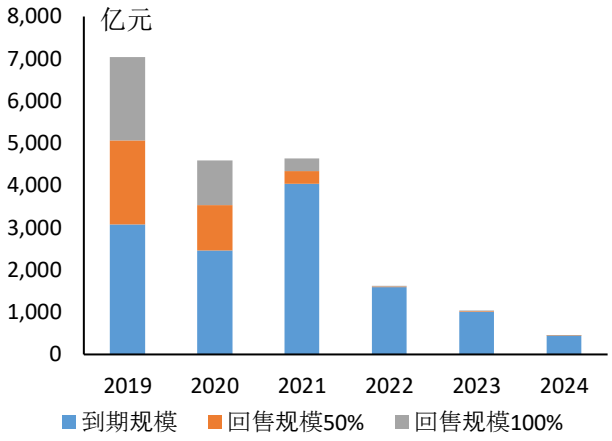


图 51：2014 年以来违约主体性质分布

2019 年社融有望回升，信用风险或呈现“先扬后抑”态势。2018 年下半年以来，宏观政策出现调整，从前期的“严监管、稳货币、结构性紧信用”转向“稳监管、宽货币、结构性宽信用”，并出台了一系列措施缓解民营企业融资难等结构性问题。虽然当前宽信用效果还有待观察，但预计 2019 年随着政策效果的进一步显现，信用收缩态势或有缓解，社融规模有望出现一定程度的回升，由于外部信用收缩而给企业带来的流动性压力或有缓解。但值得关注的是，2019 年宏观经济下行压力仍存，经济的下行或将进一步加大企业营业收入和利润增长的压力，从而导致企业内部现金流压力重新显现，2019 年信用风险依然值得高度关注。从 2019 年全年信用风险走势来看，上半年随着经济下行，信用风险或将继续抬升；下半年随着政策效果显现经济略有所企稳，信用风险释放或将趋缓。



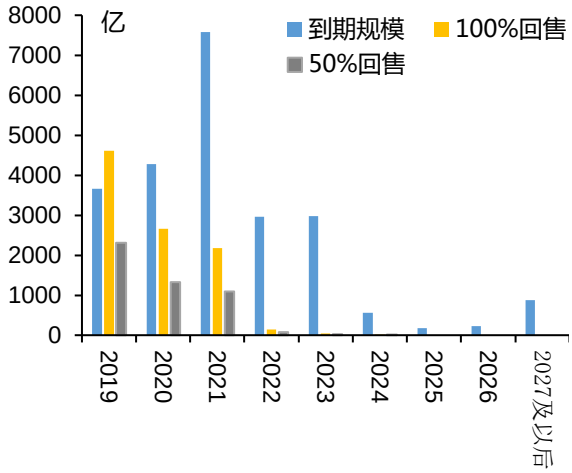


图 52：未来三年民营企、房地产行业债券到期回售压力较大

融资平台、民营企业、房地产行业等重点板块信用风险依然值得高度关注。从融资平台来看，未来三年融资平台债券将迎来偿债高峰，但地方政府收支压力加大，对融资平台支持力度或将减弱，尤为值得一提的是，在“保障融资平台公司合理融资需求”政策影响下，长远来看将融资平台风险将加速分化，财力较弱、行政层级较低区域的下辖融资平台信用风险较大。从民营企业来看，虽然利好政策的出台在短期内有望改善民营企业的融资环境，但纾解民营企业融资难的政策主要集中于行业龙头企业，在金融机构风险偏好没有明显改变、经济下行背景下民营企业经营基本面恶化、偿债压力持续的情况下，未来一段时间内民营企业尤其是信用资质较弱的民营企业信用风险仍将持续释放。从房地产行业来看，行业调整期“强者更强、弱者更弱”的马太效应将进一步显现，中小房企生存空间或将进一步被压缩，随着房地产债券到期高峰到来，房企尤其是中小房企信用风险将持续暴露。

表 3 各地纾困基金选择标准基本上倾向于龙头企业

地区	企业选择标准
安徽	产业龙头、就业大户、战略新兴行业等关键重点民营企业，有股权质押平仓风险的民营，符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业。
福建	符合产业政策、生产经营状况和发展前景较好、实际控制人无重大违法违规和重大失信记录等条件的上市公司。
广东	投资省内优质上市公司。
贵州	大健康、大数据等战略性新兴产业龙头企业
海南	对中小微企业、重点产业投资以及难以维持经营但符合经济结构优化升级方向、有前景的困境企业提供必要支持。
河北	河北省内及非河北但有明确意向迁址到河北的上市公司，同时兼顾已在河北省有重大投资项目的非河北上市公司。
湖北	有前景、有实力，暂时面临短期质押风险的民营上市公司。
湖南	坚持“三优”的标准，即优势行业，优质企业和优秀团队。重点关注符合湖南省产业发展导向的战略性新兴产业内的上市公司，如先进装备制造、新材料、文化创意、生物医药、新能源、信息技术、节能环保等。

江苏	首期支持对象为苏州市民营上市公司胜利精密。
江西	细分行业龙头企业或者新兴企业的特色企业，同时还将视需要服务于在江西省有重大投资，有重要生产基地的外省上市公司。
江西	治理规范、前景广阔、信用较好，对产业结构升级转型和区域经济发展具有引领作用，但短期需要一定流动性资金支持的优质企业。
辽宁	支持辽宁重点行业、产业。
内蒙古	产业龙头企业、就业大户、战略性新兴产业和上市公司。
山东	有发展前景的公司。
上海	纾困基金将重点对符合经济结构优化升级方向、有前景、有市场、有技术优势的民营企业进行投入，增加区域内产业龙头、就业大户、战略性新兴产业等关键重点民营企业的流动性。
浙江	基金将主要在优势特色产业中选择救助标的，重点选择高新技术企业以及战略性新兴产业、优势传统产业和现代供应链等领域的上市公司。尤其是资产质量优优越，竞争力突出的行业龙头，和具有核心技术壁垒的高科技企业。具体将从信息、电商、医药、现代服务等主导产业中选择细分市场龙头进行重点扶持。
南京	对符合经济结构优化升级方向、有前景、有市场、有技术创新优势的民营企业进行支持。
海淀区	基金支持对象为符合海淀区重点发展产业、获得国家或中关村管委会认证的海淀区内高科技上市公司。
汕头市	有发展前景的汕头本地上市企业。

(四) 结构性就业矛盾突出，经济下行期有可能出现失业与就业质量急速下滑

就业相关指标与宏观经济走势背离，就业结构性矛盾依旧突出。近期以来，一些互联网巨头以及富士康这样的劳动密集型企业频频被媒体报道缩减招聘名额或缩减支出费用，舆论对就业压力的关注骤增。但从失业率等就业指标来看，当前我国就业压力并不明显，11 月全国城镇调查失业率为 4.8%，比上月下降 0.1 个百分点；2018 年前 11 个月全国城镇新增就业人数 1293 万人，同比增长 1.0%，虽然增速较去年同期有所回落但依然保持正增长态势。与此同时， 求人倍率也持续保持上行态势，说明市场上岗位需求依旧大于求职者人数。但是，这与宏观经济下行态势及求职者的感受出现了一定程度的背离。这或许是与当前我国就业市场主要矛盾是人岗不匹配的结构性矛盾有关。随着我国适龄劳动人口增长的放缓，2010 年左右，我国劳动力市场尤其是低端产业劳动力市场已经迎来“刘易斯拐点”，劳动力无限供给的状况已经有所改变，因此，从总量上来看，我国劳动力尤其是低端产业劳动力市场显现出一定的供不应求态势。但是，人岗不匹配的结构性矛盾并没有解决反而进一步凸显：一方面，随着新产业、新技术的发展，对劳动力的知识结构提出了的要求，但现有的教育和培训难以满足新产业、新技术发展的需求；另一方面，当前我国劳动力市场的供不应求更多体现在低端产业劳动力的供应不足上，高校毕业生等就业压力依然较大。

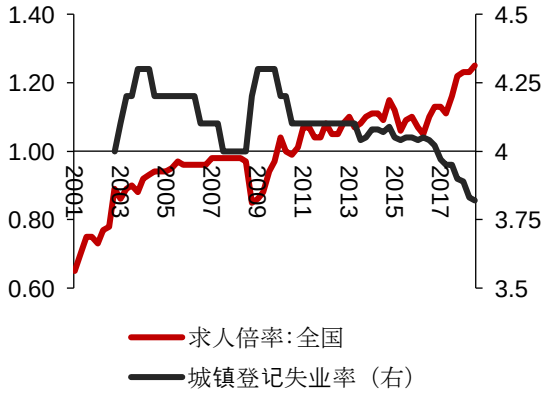


图 53：2010 年左右迎来刘易斯拐点

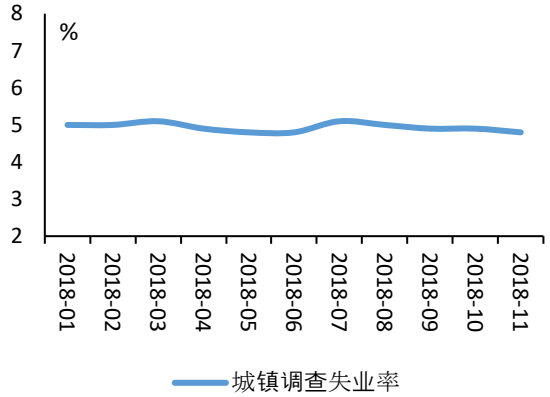


图 54：城镇调查失业率基本平稳

2019 年随着经济下行，就业压力与就业质量下滑的风险需要高度重视。2019 年，随着经济下行压力加大、企业利润增长放缓，尤其是作为就业主要吸纳力量的民营企业发展依然面临多重约束，这将给就业前景带来更大的压力。当前来看，相关就业先行指标已经出现一定程度的回落。12 月制造业 PMI 中从业人员指数为 48%，较上月回落 0.3 个百分点，为近三年以来同期最低；非制造业 PMI 从业人员指数 48.5%，同样呈现回落态势，为 2014 年以来同期低点。预计 2019 年，在经济下行背景下，就业结构性矛盾将进一步凸显：从供给角度看，根据教育部的数据，2019 年应届毕业生人数高达 860 万，创历史新高，高校毕业生就业形势依然严峻；从需求角度看，外贸形势走弱背景下，出口相关产业链走弱，互联网行业在前几年的泡沫退散之后资本投资趋于谨慎，快速扩张势头有所放缓，民营经济发展仍面临多方面的压力，相应板块的走弱将对就业吸纳能力带来不利影响。在当前居民部门高杠杆的背景下，尤其需要关注高负债的家庭或个人在就业质量下降甚至失业等因素影响下，可能导致的资金链断裂的风险。

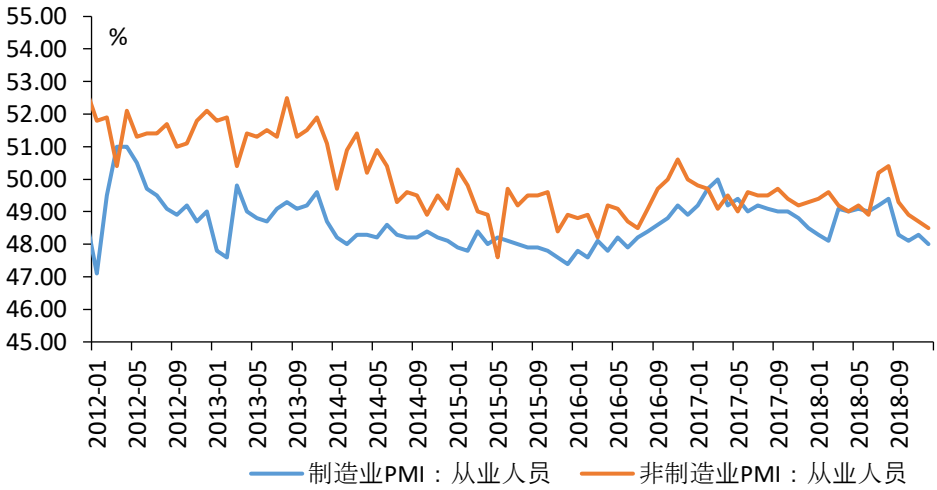


图 55：制造业与非制造业中从业人员指数均回落

四、 重视我国政策选择的内部约束，处理好稳增长、防风险、促改革关系

金融危机后十年，中国经济与结构发生重大变化，经济运行依然面临诸多结构性因素制约。一方面，中国经济长期高速增长难以持续，潜在增长率逐年下滑已成为事实，截至目前已降至 6-7%的区间；另一方面，供求结构一定程度失衡、工业大而不强等结构性问题依然存在；与此同时，金融危机以来大规模经济刺激计划带来了诸如地方政府债务激增、产能过剩、宏观杠杆高企、投资效率下滑、房地产泡沫等，为经济发展造成长期掣肘。此外，还面临中美贸易摩擦等诸多因素影响。综合考虑到经济政策面临的多重约束，尤其要注重稳增长、防风险与促改革之间的关系，一方面防止走“债务-投资”驱动模式老路，托底经济的同时注重防风险的平衡协调；另一方面继续加大供给侧结构性改革，调整经济结构，提高全要素生产率，尤其加大改革力度，激发经济活力。

（一）经济政策面临高杠杆等多重约束，要注重稳增长、稳杠杆有机统一的关系

传统稳增长路径制约加大，宏观政策调整要注重稳增长、稳杠杆的有机统一。十九大报告提出，在 2018-2020 年的全面建成小康社会决胜期，要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。这实际上说明我国宏观经济政策面临宏观杠杆率约束、高资产价格约束以及环保约束等多重制约。在这些约束条件下，稳增长政策的实施空间面临的制约明显加大。一方面，传统的依托基建、房地产稳增长的路径难以为继，基建投资的增长面临地方政府隐性债务风险突出的约束，房地产市场泡沫化程度较高和居民部门较高的房贷负担水平也导致房地产若大起大落对整个经济的风险加大。另一方面，虽然在 2016 年下半年以来一系列防风险措施的推动下，我国杠杆率增长边际放缓[3]，但我国总杠杆率仍然处于较高水平，尤其是是非金融企业部门杠杆率仍居于世界前列，远高于世界平均水平和发展中经济体的平均水平。在控杠杆的约束下，出于金融监管和降低负债率的要求，地方政府的投资意愿以及商业银行向民营企业贷款的意愿都受到负向激励。在传统的稳增长路径受到的制约加大的情况下，稳增长的路径和着力点应该有所不同，一方面保持补短板的力度不变，在脱贫攻坚、铁路、公路与水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等九个方面。另一方面，扩内需的另外的着力点就是进一步提振私人信心，提振扩大居民消费；同时，通过加大改革，激发经济活力，促进经济结构调整与转型发展。总体上，政策需稳增长、稳杠杆并重，并以改革的持续推进为中国经济增长提供进一步发展的动力。在一定程度上，稳增长、稳杠杆虽然有一定矛盾，但也存在有机统一的方面：一方面，稳定经济增长，避免经济增长失速导致风险尤其是债务风险加速暴露，杠杆率再次被动攀升，有助于稳定前期去杠杆的成果；另一方面，在稳增长同时继续打好三大攻坚战，在一定

[3]根据中诚信国际的测算，截至 2017 年底总杠杆率为 267.8%，仅较上年提高 3.7 个百分点，而 2016 年较上年提高 29.7 个百分点。其中，非金融企业部门杠杆去化成效最为显著，截至 2017 年底杠杆率为 166.4%，较 2016 年回落 4.9 个百分点。

程度上可以避免为稳增长实施的刺激性经济措施力度过大，导致重回“债务-投资”驱动老路。

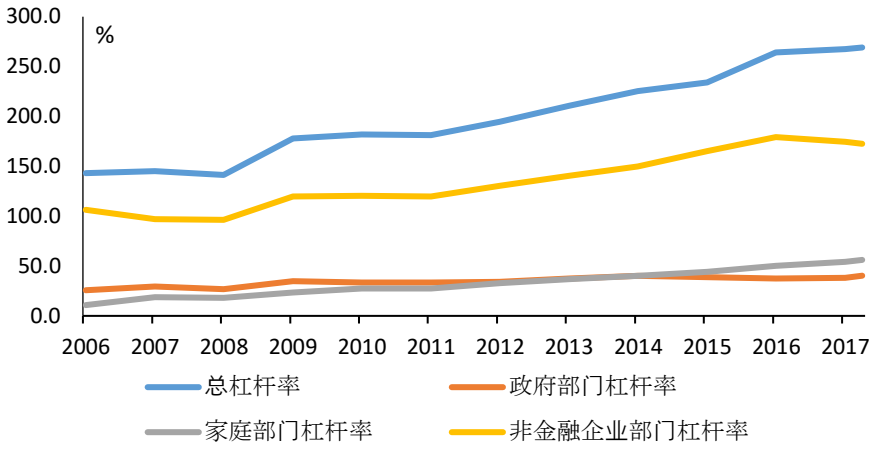


图 56：2018 年以来我国宏观杠杆率走势

（二）“宽货币、宽财政、稳监管”，为稳增长、稳杠杆提供良好政策环境

货币政策保持稳健，通过“货币政策+宏观审慎”双支柱调控框架着力疏通政策传导机制。展望 2019 年，国内经济增长仍有下行压力，通胀仍然可控，外部主要发达经济体货币政策正常化存在不确定性，若货币政策收紧过快将导致长期利率抬升，对资产价格产生较大影响或引发金融风险，因此处于稳增长、稳杠杆的考虑，建议 2019 年货币政策仍需保持稳健。在具体的货币政策工具选择上，在企业再融资困境并未彻底解决情况下，加息会进一步加大实体经济融资压力，因此不建议加息；同时，考虑到 2019 年美联储仍有 2 次左右加息，降息同样不是可选项。但在当前大型机构基准存准率仍处于 13.5%的绝对较高水平（199 年的历史最低水平仅为 6%），且随着金融监管尤其是 MPA 考核的完善，存款准备金制度有所弱化的背景下，可以进一步适当降准，为金融机构支持实体经济发展、防范地方政府债发行量增加对市场流动性的冲击提供合理充裕的流动性；与此同时，考虑到美国经济复苏见顶，美联储加息步伐有所放缓，人民币贬值和资本流出压力边际减轻，也可以适当下调政策利率。从时点的选择上，从 2019 年 MLF 到期分布看，春节前后、年中等时点 MLF 集中到期压力也较大，叠加缴税、缴款等因素影响，出于对跨季及跨年流动性的呵护，可以在这几个时点安排降准。值得一提的是，当前企业融资难主要是结构性问题，尤其是民营企业融资难的问题，因此建议降准应更多选择结构性降准的方式。从宏观审慎监管来看，金融监管的着力点在于疏通货币信贷传导机制，可以适当对宏观审慎监管适度调整，如对影子银行性质的认定和监管力度可以随着经济形势的变化而变化；出于缓解民营企业融资难等结构性问题的需要，MPA 考核继续进行结构性调整，等等。

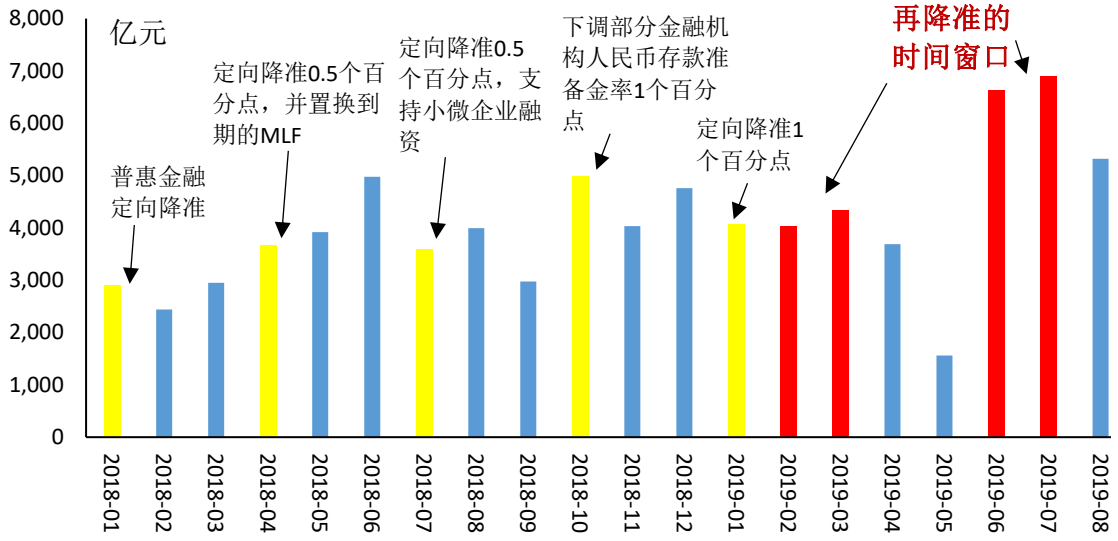


图 57：2018-2019 年 MLF 到期量月度分布

积极的财政政策主要着力点在于 “降成本”和“补短板”。无论是提振微观主体活力需要减税降费，还是稳增长加大对重点领域的支持力度，均对财政支出带来了较大的压力。但 2019 年，在经济增长放缓和减税降费的背景下，税收高位增长或面临压力，与此同时，房地产市场低位震荡也给主要依靠土地财政的政府性基金收入带来了压力，在此背景下，财政政策可以适当提高赤字率，将财政赤字率提高 3%左右，按名义 GDP 增长 8.5%计算，财政赤字额度为 29480 亿元，较 2018 年预算赤字增加 5680 亿元。此外，还可以进一步扩大地方政府专项债规模，开好“前门”，并适当允许地方政府存量隐性债务展期，避免地方政府债务尤其是隐性债务处置风险的风险。我们认为，2019 年地方政府新增专项债规模可以提高至 2.2-2.5 万亿元，考虑了地方政府专项债在内的政府 “赤字率”可从 2018 年的 4.1%提升至 5.5%以上。在当前传统的稳增长措施受到制约的情况下，以往通过财政支持基建“稳增长”的方式已经难以持续，在新形势下，实施积极的财政政策，着眼点要有所变化，关键在于通过积极财政政策着力点的调整，激活微观主体的活力，并补齐当前中国经济运行的短板，才能更好地体现在当前中国经济转型期宏观政策面临多重约束的背景下财政政策“加力提效”的作用。具体来看，未来几年，积极财政政策可以在降成本和补短板方面发力。从降成本角度来看，重点在于减税降费：一方面，将目前增值税税率从 16%、10%、6%三档并为两档，并且在税率原则上遵从“就低不就高”原则；另一方面，考虑到相比于英美等发达国家，我国的企业所得税税率偏高，未来仍需进一步调降企业所得税税率[4]；此外，在调降社保缴费率的同时，完善出台鼓励生育、延迟退休、划转国企资本金充实社保账户、建立养老金中央统筹账户等应对老龄化的相关支持政策措施。 从补短板角度看，要重点关注脱贫攻坚、铁路、公路与水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等九个重点领域和薄弱环节的建设。

[4]美国 2018 年开始联邦企业所得税率统一为 21%，英国计划于 2020 年将企业所得税税率由 20%调至 17%，而我国现行企业所得税现行基本税率为 25%。

图 58：考虑了专项债的财政赤字或提升至 5.5%左右

房地产调控要保持定力，避免地方政府在财政压力下过度放松调控政策导致对市场预期的误导。当前来看，在“房住不炒”基调下，房地产基本上处于低位震荡期。虽然当前经济面临一定的下行压力，但值得注意的是，房地产市场的发展关系到民生、经济长远健康发展，牵一发而动全身，管理层在政策导向的变动下必须更加谨慎，避免重走依靠房地产投资带动经济的老路。尤其是在经济下行、政策调整的背景下，房地产市场已经处于秩序重建和预期重新锚定的关键时期，因而更需要政策保持足够的定力，保持地方房地产市场调控政策的稳定性和连续性，在坚持“房住不炒”基本方向不动摇的同时，加快构建房地产调控长效机制，积极防控房地产市场波动和房地产金融风险，尤其需要高度防范地方政府在土地财政收入增长压力较大的情况下过快放松房地产调控对市场预期形成误导。

（三）进一步激活民营经济活力，稳就业、稳预期、稳经济

民营企业的发展对于稳定经济增长、稳定就业具有重要积极意义。在居民部门杠杆率持续攀升、地方政府隐性债务风险突出、国有企业高负债压力下面临去杠杆硬约束的背景下，激活微观主体活力，稳定就业、稳定预期，关键在于激活民营企业的活力。当前我国民营企业近 2500 万户，其对经济社会发展具有重要的贡献和作用可以概括为“56789”：“5”就是民营企业对国家的税收贡献超过 50%；“6”就是国内民营企业的国内生产总值、固定资产投资以及对外直接投资均超过 60%；“7”就是高新技术企业占比超过了 70%；“8”就是城镇就业超过 80%；“9”就是民营企业对新增就业贡献率达到了 90%[5]。民营企业的发展一方面有助于提升经济增长动能，对于稳定经济增长具有重要的积极作用。另一方面，民营企业是吸纳就业的主要力量，近年来随着私营企业的发展，就业人数也呈现快速攀升台式，全国私营企业就业人数从 2012 年的 1.13 亿人增长至 2017 年的近 2 亿人，累计增加了 8586 万人，2018 年有望超过 2 亿人。稳定了民营企业，就在

[5]内容来自中共中央统战部常务副部长冉万祥 2017 年 10 月 21 日答记者问。

很大程度上稳住了就业，稳住了市场预期，从而也就稳住了经济。

经济下行压力下，政策合力加大对民营企业的支持力度。多数民企都是中小微企业，本身存在脆弱性，抗风险能力差，同时中小微企业利润空间小，经营成本受税收、环保等政策影响较大，同时，在强监管、去杠杆的环境下，相比国有企业，民营企业更容易产生流动性风险。在经济下行背景下，尤其是需要为民营企业发展营造良好的发展环境。一方面，重视中小企业融资难问题，运用好 CRMW、纾困基金等金融工具，并在商业银行考核中对民营企业适当倾斜，缓释民营企业流动性风险；另一方面，在融资“输血”同时，进一步完善减轻税费负担等支持中小微企业发展的政策措施，财政和税收政策做好“减法”，从根本上改善民营企业的经营状况，降低企业成本，提升其自身“造血”功能；此外，进一步加强知识产权保护，加强对企业家人身权和财产权的保护，提振企业家信心。但值得一提的是，激活民营经济活力政策尤其是缓释民营企业流动性风险的政策的落地要把握好尺度，避免政策的滥用加剧风险。

（四）中长期仍需持续推进供给侧结构性改革，尤其继续推进要素价格形成机制等制度改革，促进要素价格形成机制市场化

近年来，我国经济进入“新常态”，由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速进入“换档期”，全要素增长率趋势性放缓。长远来看，要实现中国经济的长期可持续发展，关键在于提高全要素生产率，这有赖于供给侧结构性改革的持续推进。但是，中国经济中不少结构性问题，都可以归结为要素价格形成机制市场化程度不足。如当前宏观经济运行层面存在的货币信贷传导机制不畅、民营企业融资难问题，也在一定程度上是要素价格形成机制不够市场化的反应：国有企业尤其是融资平台等国有企业依托其背后的政府信用，占据了绝大多数的金融资源，由此对民营企业融资带来挤占；与此同时，即便同是民营企业内部，其在发生风险时获得的政府救助的可能性，也在一定程度上决定了其获得融资的难易程度。未来仍需进一步推进要素价格形成机制改革，尤其是与金融领域相关的市场化改革，如以“竞争中性”为目的进一步推进国有企业改革，持续推动对地方政府隐性债务的监管，逐步实现融资平台转型，在处理民营企业债务风险时，要注重坚持市场化原则，避免政府对企业救助不当对市场预期形成误导等。