CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

（2019—2020）（总第52期）

结构调整攻坚期的中国宏观经济

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院、
中国人民大学经济学院、
中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2019年11月

结构调整攻坚期的中国宏观经济
——CMF 中国宏观经济分析与预测报告
（2019-2020）[1]

[1] 本报告为中国宏观经济论坛课题组集体讨论成果，执笔人：刘元春、闫衍、刘晓光。本报告数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国人民大学中国宏观经济论坛测算。

摘 要

2019 年在中美贸易冲突全面加剧、世界经济同步回落、国内结构性因素持续发酵、周期性下行力量有所加大等多重因素的作用下，中国宏观经济告别了2016-2018 年“稳中趋缓”的平台期，经济增速回落幅度加大，经济结构分化明显。在五大短期周期因素同步回落、三大传统红利加速递减以及两大临时突发事件三重冲击下，中国宏观经济的弹性和韧性得到了全面显现，在以“六稳”为核心的逆周期调节政策和持续的供给侧结构性改革的对冲下，中国宏观经济成功守住底线、完成了预期的目标。但值得注意的是，在经济增速回落的过程中，经济的结构性分化较为严重，升级型的结构调整速度放慢，而萧条型的结构调整却持续加速，从而导致 2019 年中国经济结构调整步入艰难期。

2020 年是中国全面小康年，中国宏观经济将在延续 2019 年基本运行模式的基础上出现重大的变化，不必过于悲观。一方面，2019 年下行的趋势性力量和结构性力量将持续发力，导致 2020 年潜在 GDP 增速进一步回落；另一方面，2019 年下行的很多周期性力量在 2020 年开始出现拐点性变化，随着十大积极因素的巩固和培育，宏观经济下行将有所缓和，下行幅度将较 2019 年明显收窄。其中，部分周期性力量的反转以及中国制度红利的持续改善将是 2020 年最为值得关注和期待的新变化。一是随着吏治整顿的基本到位和党的十九届四中全会精神的全面落实，中国制度红利将全面上扬，TFP 增速将明显改善；二是随着各类杠杆率的稳定、应付债务增速的下降、高风险机构的有序处置、金融机构资本金的补足、监管短板的完善使金融风险趋于收敛，化解金融风险的攻坚战取得了阶段性胜利，金融环境将得到明显改善；三是企业库存周期触底反弹，前期过度去库存为 2020年企业补库存提供了较大的空间；四是对中美贸易冲突的恐慌期已经过去，适应性调整基本到位，企业信心将得到明显回归；五是为应对外部冲击而启动的各类战略将有效提升相应部门的有效需求，特别是在关键技术、科技研发体系、国产替代、重要设备等方面启动的战略将产生很好的拉动效应；六是随着全球汽车周期的反转，中国汽车市场可能企稳；七是猪周期反转，猪肉供求常态化，猪肉价格的大幅度下降将为宏观政策提供空间，改善民众的消费预期；八是在基础设施投资持续改善、国有企业投资持续上升以及民营企业家预期的改善的作用下，民营投资将在 2020 年摆脱底部徘徊的困局；九是新一轮更加积极的财政政策和边际宽松的稳健货币政策将进一步发力，这与 2020 年全面小康带来的社会政策红利以及全球同步宽松带来的全球政策红利，一起决定了 2020 年的政策红利大于前几个年份。十是中国庞大的市场、多元化出口路径、齐全的产业、雄厚的人力资源、开始普及的创新意识和创新竞争、强大的政府及其控制能力决定了，中国经济的韧性和弹性将在 2020 年进一步强化。

根据上述定性判断，设定系列参数，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，预测如下：

1、在全球经贸增速放缓、中美贸易摩擦加剧与内部需求回落等周期性力量与趋势性力量叠加的综合作用下，2019 年中国宏观经济延续了 2018 年以来的疲软态势，呈现“持续趋缓”的态势。预计 2019 年实际 GDP 增速为 6.1%，较 2018 年回落 0.5 个百分点，实现政府预定的 6%-6.5%的经济增长目标。同时，由于 GDP 平减指数涨幅降至 1.5%，名义 GDP 增速为 7.6%，较 2018 年显著回落 2.1 个百分点，短期下行压力加大。

2、在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，预计 2020 年经济增速将进一步回缓，但在“六稳”举措进一步发力、改革红利进一步显化、系列短期周期性力量转变的作用下，中国经济的弹性和韧性将持续显现，预计 2020 年实际 GDP 增速为 5.9%，较 2019 年增速回落 0.2 个百分点。同时，由于 GDP 平减指数涨幅降至 1.1%，2020 年名义 GDP 增速为 7%，较 2019 年回落 0.6 个百分点，下滑幅度明显收窄。在内外需求周期性下行的作用下，2020 年投资和消费增速触底企稳，但仍难以有效回升，预计投资增长 5.5%，消费增长 8.0%；出口增速为-2.0%，进口增速为 1.0%。2020 年猪肉等食品价格大幅上涨引发的结构性通胀因素将在下半年明显回落，预计全年 CPI 涨幅将回落至 2.3%；同时，在总需求不足和输入型的通缩因素的作用下，2020 年工业领域的通缩风险上扬，预计 PPI 下跌 1.0%；综合来看，GDP 平减指数涨幅将回落至 1.1%。

在上述判断和预测的基础上，报告提出了八方面政策建议：

一、综合考虑现阶段国际、国内的趋势性因素和周期性因素，2020 年中国经济增长的区间管理目标宜设为 5.5%-6%，保守目标为 5.8%左右，不仅能够完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务和保证社会就业的基本稳定，也更有利于保
持战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展。

二、将中期视角的“预期管理”作为各项宏观政策的统领和重要抓手。在内需增长出现明显下滑和结构分化达到新的临界值的背景下，简单的预调、微调已经不足以应对宏观经济日益面临的加速性下滑风险，而必须借助于中期视角的“预期管理”。2020 年宏观政策要有前瞻性、市场主体要有前瞻性。

三、落实党的十九届四中全会精神，全面开启新一轮全方位改革开放和新一轮供给侧结构性改革来解决我们面临的深层次结构性与体制性问题。在经济结构转换的关键期和深层次问题的累积释放期，简单的宏观政策调节和行政管控，难以应对基础性利益冲突和制度扭曲所产生的问题，基础性、全局性改革依然是解决目前结构转型时期各类深层次问题的关键。必须以构建高标准市场经济体系为目标，推出新一轮改革开放和供给侧结构性改革。

四、构建货币政策新稳健的新框架，从哲学理念、目标体系、工具选择、审慎管理、汇率安排、预期管理和政策协调等方面，对新形势下的稳健货币政策的框架进行全面重构。建议 2020 年 M2 增速应当高于名义 GDP 增速的水平，达到 8.5%-9%；全社会融资总额增速不能过快回调，保持在 11%左右符合金融整顿与强化监管的要求。

五、积极的财政政策需要新积极，在更加积极的同时提高针对性，调动三个积极性。考虑到结构调整攻坚期的外部困局和内部大改革的特殊性，建议 2020 年财政赤字率可以提高到 3.0%以上。减税降费从生产端向消费端和收入分配改革过渡。

六、“稳投资”的政策方向和政策工具必须做出大幅度的调整，落实十九大提出的“发挥投资对优化供给结构的关键性作用”。

七、民生政策要托底，应对经济下行和民生冲击叠加带来的“双重风险”。

八、积极应对中美贸易摩擦，全新思考世界结构裂变期中国的战略选择。

关键词：2019-2020 中国宏观经济、增速回落中的结构分化、悲观预期中的利好

第一部分　总论与预测

2019 年在中美贸易冲突全面加剧、世界经济同步回落、国内结构性因素持续发酵、周期性下行力量有所加大等多重因素的作用下，中国宏观经济告别了 2016-2018 年“稳中趋缓”的平台期，经济增速回落幅度加大，经济结构分化明显。但中国宏观经济的弹性和韧性在“六稳”政策的作用下显示出强大的力量，中国宏观经济依然在预期、可控的区间运行。

1、GDP 平减指数的明显回落、需求端参数的同步下滑表明周期性下行力量依然是 2019 年中国宏观经济下滑的核心原因。一是企业库存周期自 2018 年三季度结束高位运转之后快速步入新的下行期，市场化去库存和政策性去库存叠加带来了明显的加速收缩效应；二是民间投资在投资收益预期下滑、信心疲软、投资空间约束等因素的制约下，难以及时跟进国有企业投资摆脱周期底部运行的困境；三是在金融风险的高位缓释、国有企业持续去杠杆、中小金融机构风险持续暴露等因素的作用下，中国经济主体的偿债能力还没有全面反转，金融周期底部运行的特点十分明显；四是在逆全球化运动和国际冲突全面蔓延的作用下，全球不确定性大幅度上升，国际贸易增速同步回落，全球耐用品和投资品需求明显收缩，导致世界经济低迷期的全面重启。

2、供给端的疲软、各类基础性参数的持续变化以及潜在 GDP 增速的惯性变化，说明趋势性力量和结构性力量的下滑依然是 GDP 增速回落的主要因素。一是中美贸易冲突的全面爆发以及全球经济低迷期的重启决定了中国经济传统动能之一的全球化红利不仅没有呈现企稳回升的态势，反而出现了快速下滑；二是 PPI 由正转负、工业利润的持续负增长以及制造业份额的持续下滑说明了中国经济传统动能之一的工业化红利递减不仅没有止跌，反而在近期出现加速的态势；三是人口老龄化率的加快、流动性人口的负增长以及储蓄率的持续下滑说明另一中国经济传统动能的人口红利依然处于加速递减期。

3、中美贸易冲突的全面爆发以及猪肉价格的暴涨是 2019 年宏观经济运行中最独特并值得重点关注的两大事件。对美出口关税的不断提升以及中美贸易谈判的高度不确定性对于中国外需变化以及经济主体的预期带来了较为明显的边际冲击，这些冲击是民间投资回落以及其他周期性下滑力量有所加剧的核心原因之一。猪肉价格的飙升不仅对居民消费和消费预期带来了明显的冲击，也对宏观经

济政策调控带来了明显的干扰，是中国消费增速的加速回落的核心原因之一。

4、在短期周期因素同步回落、三大传统红利加速递减以及临时突发事件三重冲击下，中国宏观经济的弹性和韧性得到了全面显现，在以“六稳”为核心的逆周期调节政策和持续的供给侧结构性改革的对冲下，中国宏观经济成功守住底线、完成了预期的目标。一是就业稳，守住了不发生失业潮的底线；二是金融稳，守住了不发生系统性和区域性金融风险的底线；三是制度红利开始加速上扬，资源配置效率和 TFP 增速开始有明显改善。

5、但值得注意的是，在经济增速回落的过程中，经济的结构性分化较为严重，升级型的结构调整速度放慢，而萧条型的结构调整却持续加速，从而导致 2019 年中国经济结构调整步入艰难期。一是虽然第三产业增速依然高于第二产业，但第三产业增速回落幅度明显高于第二产业；二是虽然很多新兴产业和高技术产业增速依然高于传统行业，但新兴产业和高技术产业增速的回落明显加速，开始与传统行业增速有拉平的趋势；三是行业分化、区域分化、不同规模的企业绩效分化较为严重，导致很多行业、区域和中小企业的绩效恶化，开始触及底线，短板效应开始在不断累积。

2020 年是中国全面小康年，也是中国 GDP 增速持续回落的一年。中国宏观经济将在延续 2019 年基本运行模式的基础上出现重大的变化。一方面，2019 年下行的趋势性力量和结构性力量将持续发力，导致 2020 年潜在 GDP 增速进一步回落；另一方面，2019 年下行的很多周期性力量在 2020 年开始出现拐点性变化，宏观经济下行有所缓和，下行幅度将较 2019 年明显收窄。

1、新常态的增速换档期、动力转换期以及前期风险的释放期尚未结束，决定全球化红利、工业化红利以及人口红利的趋势性力量并没有出现趋稳的迹象，将延续 2019 年的发展态势。这决定了 2020 年中国潜在 GDP 增速将进一步回落，并成为 2020 年 GDP 增速跌破 6%的核心力量。

2、2020 年是美国大选年也是英国脱欧年，全球地缘政治冲突和世界经济面临的不确定性将进一步上扬，信心低迷、投资下滑、贸易收缩将进一步恶化，2020 年中国宏观经济的外部环境并不会出现改善。

3、部分周期性力量将出现反转以及中国制度红利的持续改善将是 2020 年最为值得关注和期待的新变化。一是随着吏治整顿的基本到位和党的十九届四中全会精

神的全面落实，中国制度红利将全面上扬，TFP 增速将明显改善；二是随着各类杠杆率的稳定、应付债务增速的下降、高风险机构的有序处置、金融机构资本金的补足、监管短板的完善使金融风险趋于收敛，化解金融风险的攻坚战取得了阶段性胜利，金融环境将得到明显改善；三是企业库存周期触底反弹，前期过度去库存为 2020 年企业补库存提供了较大的空间；四是对中美贸易冲突的恐慌期已经过去，适应性调整基本到位，企业信心将得到明显回归；五是为应对外部冲击而启动的各类战略将有效提升相应部门的有效需求，特别是在关键技术、科技研发体系、国产替代、重要设备等方面启动的战略将产生很好的拉动效应；六是随着全球汽车周期的反转，中国汽车市场可能企稳；七是猪周期反转，猪肉供求常态化，猪肉价格的大幅度下降将为宏观政策提供空间，改善民众的消费预期；八是在基础设施投资持续改善、国有企业投资持续上升以及民营企业家预期的改善的作用下，民营投资将在 2020 年摆脱底部徘徊的困局；九是新一轮更加积极的财政政策和边际宽松的稳健货币政策将进一步发力，这与 2020 年全面小康带来的社会政策红利以及全球同步宽松带来的全球政策红利，一起决定了 2020 年的政策红利大于前几个年份。十是中国庞大的市场、多元化出口路径、齐全的产业、雄厚的人力资源、开始普及的创新意识和创新竞争、强大的政府及其控制能力决定了，中国经济的韧性和弹性将在 2020 年进一步强化。

4、当然，2020 年也是充满不确定性和风险的一年。一是美国大选是否会进一步激化中美贸易冲突，特别是由于特朗普的个性特征和两党斗争的白热化出现超预期事件的发生？二是猪肉价格下降是否会按照预定的路径进行，是否会在回落中出现通货紧缩，还是在持续价格蔓延中出现物价持续上扬？三是在 GDP 增速进一步回落中结构持续分化是否会带来局部产业、局部区域以及中小企业的拐点性变化，从而诱发新的局部风险？

综合考虑现阶段国际、国内的趋势性因素和周期性因素，2020 年中国经济增长的区间管理目标宜设为 5.5%-6%，保守目标为 5.8%左右，能够完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务和保证社会就业的基本稳定，也更有利于保持战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展。

根据上述的一些定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，不考虑 2019 年国民经济核算方法的调整和第四次全国经济普

查对历史数据的修订，设定主要宏观经济政策假设：（1）2019 年与 2020 年名义一般公共预算赤字率分别为 2.8%与 3.0%；（2）2019 年与 2020 年人民币与美元平均兑换率分别为 6.9:1 与 7.0:1。分年度预测 2019 年与 2020 年中国宏观经济核心指标，其预测结果如表 1 所示。

表 1　2019-2020 年中国宏观经济核心指标预测

预测指标	2016	2017	2018	2019*	2020*
1. GDP 增长率（%）	6.7	6.8	6.6	6.1	5.9
第一产业	3.3	4.0	3.5	3.2	3.3
第二产业	6.3	5.9	5.8	5.5	5.3
第三产业	7.7	7.9	7.6	6.9	6.6
2. 固定资产投资完成额（亿元）	596,501	631,684	635,636	670,596	707,479
（增长率，%）	8.1	7.2	5.9	5.5	5.5
社会消费品零售总额（亿元）	332,316	366,262	380,987	411,847	444,794
（增长率，%）	10.4	10.2	9.0	8.1	8.0
3. 出口（亿美元）	20,976	22,633	24,867	24,618	24,126
（增长率，%）	-7.7	7.9	9.9	-1.0	-2.0
进口（亿美元）	15,879	18,438	21,357	20,289	20,492
（增长率，%）	-5.5	16.1	15.8	-5.0	1.0
净出口（亿美元）	5,097	4,196	3,509	4,329	3,634
（增长率，%）	-14.2	-17.7	-16.4	23.4	-16.0
4. CPI 上涨率（%）	2.0	1.6	2.1	2.7	2.3
PPI 上涨率（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.5	-1.0
GDP 平减指数上涨率（%）	1.1	3.8	2.9	1.5	1.1
5. M2 增长率（%）	11.3	8.1	8.1	8.5	8.5
M1 增长率（%）	21.4	11.8	1.5	3.5	4.0
社会融资规模存量增长率（%）	12.8	13.4	9.9	10.9	10.5
社会融资规模流量（亿元）	178,022	223,969	192,584	235,446	240,000

6. 政府收入（亿元）	206,171	234,029	258,757	272,348	286,325
（增长率，%）	6.0	13.5	10.6	5.3	5.1
公共财政收入（亿元）	159,552	172,567	183,352	189,403	195,085
（增长率，%）	4.5	7.4	6.2	3.3	3.0
政府性基金收入（亿元）	46,619	61,462	75,405	82,945	91,240
（增长率，%）	11.9	34.8	22.6	10.0	10.0

注：*表示预测值。

1、在全球经贸增速放缓、中美贸易摩擦加剧与内部需求回落等周期性力量与趋势性力量叠加的综合作用下，2019 年中国宏观经济延续了 2018 年以来的疲软态势，呈现“持续趋缓”的态势。预计 2019 年实际 GDP 增速为 6.1%，较 2018 年回落 0.5 个百分点，实现了政府预定的 6%-6.5%的经济增长目标。同时，由于 GDP 平减指数涨幅降至 1.5%，名义 GDP 增速为 7.6%，较 2018 年显著回落 2.1 个百分点，短期下行压力加大。在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，预计 2020 年经济增速将进一步回缓，但在“六稳”举措进一步发力、改革红利进一步显化、系列短期周期性力量转变的作用下，中国经济的弹性和韧性将持续显现，预计 2020 年实际 GDP 增速为 5.9%，较 2019 年增速回落 0.2 个百分点。同时，由于 GDP 平减指数涨幅降至 1.1%，2020 年名义 GDP 增速为 7%，较 2019 年回落 0.6 个百分点，下滑幅度明显收窄。

2、从供给面的角度来看，在总需求不足和全球制造业低迷等因素的作用下，工业增速稳中趋缓，得益于建筑业增速回升的部分对冲，第二产业增速小幅下降，预计 2019 年第二产业实际增速为 5.5%，较 2018 年回落 0.3 个百分点。但工业增速的持续下滑抑制了生产性服务业的增长，导致第三产业增长势头放缓，预计 2019 年第三产业增速为 6.9%，较 2018 年回落 0.7 个百分点。在猪瘟疫情等因素的影响下，预计第一产业增速放缓至 3.2%，较 2018 年回落 0.3 个百分点。在趋势性力量的作用下，2020 年经济结构深化调整的格局将进一步延续，预计第二产业增长 5.3%，第三产业增长 6.6%，分别较 2019 年回落 0.2 和 0.3 个百分点。

3、从总需求的角度来看，消费、投资、出口三大需求均出现不同程度下滑。在居民收入增长放缓和预期恶化等因素的作用下，2019 年汽车等耐用品消费增速明显回落。预计全年社会零售销售总额增长 8.1%，比 2018 年下滑 0.9 个百分

点，扣除价格因素，实际增长 6.3%，较 2018 年回落 0.6 个百分点。基建投资增速逐渐企稳回升但难抵制造业投资的显著回落，全社会固定资产投资增速持续放缓，预计 2019 年增速为 5.5%，较 2018 年进一步下滑 0.4 个百分点。在全球经贸增速下滑和中美贸易摩擦升级的影响下，2019 年中国出口增速显著回落，但进口增速回落的幅度更大，导致净出口规模显著扩大。预计 2019 年以美元计价的出口增速为-1.0%，进口增速为-5.0%，净出口规模为 4329 亿美元，较 2018 年大幅增长 23.4%，为近三年来首次规模扩大。在内外需求周期性下行的作用下，2020 年投资和消费增速触底企稳仍难以有效回升，预计投资增长 5.5%，消费增长 8.0%；出口增速为-2.0%，进口增速为 1.0%。

4、受猪瘟疫情影响，猪肉价格大幅上涨导致食品价格攀升，带动 CPI 持续走高，预计 2019 年 CPI 上涨 2.7%。但中国总需求不足的局面不仅没有得到缓解，反而进一步加剧，非食品 CPI、核心 CPI 持续走低，叠加原油等国际大宗商品价格下行，工业品价格出现显著回落。预计 2019 年 PPI 下跌 0.5%，比 2018 年显著回落 4.0 个百分点。综合来看，GDP 平减指数涨幅为 1.5%，较 2018 年回落 1.4 个百分点，物价水平总体平稳，但价格形势的分化达到新高度。2020 年猪肉等食品价格大幅上涨引发的结构性通胀因素将在下半年明显回落，预计 CPI 涨幅将回落至 2.3%；同时，在总需求不足和输入型的通缩因素的作用下，2020 年工业领域的通缩风险全面上扬，预计 PPI 下跌 1.0%；综合来看，2020 年 GDP 平减指数将进一步回落，预计涨幅下降为 1.1%。

5、在稳增长与防风险的综合平衡下，2019 年货币政策在保持稳健中性的基础上，加快了改革的步伐从而富有新的内涵。预计 2019 年 M2 增速为 8.5%，较 2018 年提高 0.4 个百分点。得益于货币政策边际宽松和 LPR 改革，全社会融资总额增速出现较快增长。预计 2019 年全社会融资总额存量增速为 10.9%，较 2018 年提升 1.0 个百分点。2020 年货币政策仍将保持边际宽松定位，预计 M2 增速为 8.5%，与 2019 年持平；但经济内生性的紧缩压力加大，预计 2020 年社会融资总额存量增速为 10.5%，较 2019 年小幅回落。

6、在经济下行和减税降费的作用下，政府公共财政收入增速持续回落，叠加土地市场的景气消退导致政府性基金收入增速大幅回落，政府总收入增速全面放缓。预计 2019 年公共财政收入增速为 3.3%，达到 18.9 万亿元，政府性基金收

入增速为 10.0%，达到 8.3 万亿元，两项收入合计达到 27.2 万亿元，增长 5.3%，较 2018 年增速回落 5.3 个百分点，政府维持收支平衡的压力加大。由于宏观经济基本面和积极的财政政策定位没有发生明显改变，预计 2020 年财政收入和政府性基金收入增速与 2019 年基本持平，分别增长 3.0%和 10.0%，两项收入合计增长 5.1%。

第二部分　增速放缓与结构分化下的中国宏观经济

2019年全球经济增速和贸易增速双双大幅下滑，降至近10年来的最低水平。在此背景下，中国宏观经济核心指标也出现一定的放缓，但是下滑幅度低于全球和主要经济体降幅，综合表现也好于去年底的市场悲观预期。但值得关注的是，中国宏观经济总需求不足的问题尚未得到有效缓解，反而有所加剧，新一轮经济下行的内生性紧缩机制已经形成，引发宏观经济加速性下滑风险。

表 2　2019年中国宏观经济指标基础数据

预测指标	2015	2016	2017	2018	2019.1-6	2019.1-9
1. 国内生产总值增长率（%）	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3	6.2
其中：第一产业增加值	3.9	3.3	3.9	3.5	3.0	2.9
第二产业增加值	6.2	6.1	6.1	5.8	5.8	5.6
第三产业增加值	8.2	7.8	8.0	7.6	7.0	7.0
2. 固定资产投资完成额（亿元）	551590	596501	631684	645675	299100	461204
（增长率，%）	10.0	8.1	7.2	5.9	5.8	5.4
社会消费品零售总额（亿元）	300931	332316	366261	380987	195210	296674
（增长率，%）	10.7	10.4	10.2	9.0	8.5	8.2
3. 出口（亿美元）	22735	20976	22633	24867	11711	18251
（增长率，%）	-2.9	-7.7	7.9	9.9（7.1）	0.1（6.1）	-0.1（5.2）
进口（亿美元）	16796	15879	18419	21357	9900	15266
（增长率，%）	-14.3	-5.5	16.0	15.8（12.9）	-4.3（1.4）	-5（-0.1）
4. 广义货币（M2）增长率（%）	13.3	11.3	8.2	8.1	8.5	8.4
狭义货币（M1）增长率（%）	15.2	21.4	11.8	1.5	4.4	3.4
社会融资规模（亿元）	154086	178022	194430	193000	125100	187378
社会融资规模存量增长率（%）	12.4	12.8	12.0	9.8	10.9	10.8
5. 居民消费价格指数上涨率（%）	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2	2.5

工业生产者出厂价格指数上涨率（%）	-5.2	-1.4	6.3	3.5	0.3	0
GDP 平减指数上涨率（%）	0.1	1.2	4.1	3.4	2.1	1.7
6. 全国政府性收入（亿元）	194547	206171	234029	258757	139627	203841
增长率（%）	0.1	6.0	13.5	10.6	3.1	4.4
全国公共财政收入（亿元）	152217	159552	172567	183352（6.2）	107846（3.4）	150678（3.3）
全国政府性基金收入（亿元）	42330	46619	61462	75405（22.6）	31781（1.7）	53163（7.7）

注：小括号中为以人民币计价的增长率。

（一） 全球经济开启新一轮低迷期，中国经济增速明显趋缓。

2019 年全球经济出现了剧烈共振。在中美冲突全面加剧的作用下，全球经济贸易政策的不确定性以及地缘政治风险大幅上扬到历史新高，不仅直接造成中美两大经济增长火车头受挫，也使得全球风险上扬和市场信心低迷，加剧了世界范围内的可贸易品、投资品和耐用消费品的全面收缩，导致全球制造业陷入集体性低迷期，世界经济开启新一轮下行周期。鉴于全球主要经济体增速的普遍放缓和贸易摩擦的不确定性，目前各大国际组织纷纷下调了 2019 年经济和贸易增长预期。根据国际货币基金组织（IMF）10 月份的最新报告，2019 年全球经济增速预计下滑至 3.0%，比 2018 年大幅回落 0.6 个百分点，这也是自 2010 年走出全球金融危机以来的最低水平；2019 年全球贸易增速预计下滑至 1.1%，比 2018 年显著回落 2.5 个百分点，比经济增速回落幅度更大，也是自 2010 年走出全球金融危机以来的最低水平。

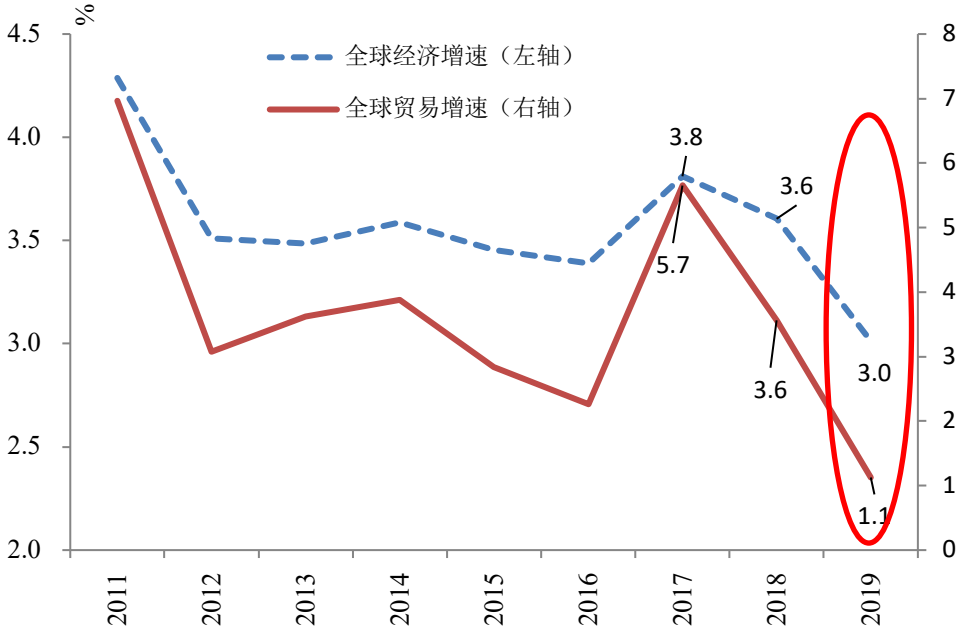

图 1 全球经济增速和贸易增速急剧下滑

在全球贸易品、投资品和耐用消费品的全面收缩下，全球制造业陷入集体性低迷期。2019 年全球制造业陷入集体性低迷期，与服务业的分化达到历史新水平。自去年开始，全球制造业 PMI 就一路下行，自今年 5 月起，已经连续 5 个月处于 50%以下的紧缩区间，9 月份为 49.7%；与此同时，服务业 PMI 也有所下行，但目前依然处于扩张区间，9 月份为 51.6%，与制造业 PMI 的缺口在持续扩大。上述情况在欧元区的表现尤其明显，在日本、美国和英国也是如此。自今年 2 月份起，欧元区制造业 PMI 就已经跌入紧缩区间，并呈现不断恶化的趋势，截至 10 月份，制造业 PMI 已降至 45.7%，但服务业 PMI 依然保持在扩张区间，10 月份为 51.8%；其中，德国制造业 PMI 自 1 月起降至紧缩区间，10 月份已大幅降至 41.9%，而服务业 PMI 依然保持在扩张区间，10 月份为 51.2%。日本制造业 PMI 也是自 1 月起降至紧缩区间，10 月份降至 48.5%，而服务业 PMI 依然保持在扩张区间，9 月份为 52.8%。类似的，美国制造业 PMI 自 8 月起降至紧缩区间，但下滑速度更快，9 月份已降至 47.8%，而服务业 PMI 依然保持在扩张区间，9 月份为 52.6%。英国制造业 PMI 自 5 月起降至紧缩区间，9 月份已降至 48.3%，同时服务业 PMI 也已经跌入紧缩区间，9 月份为 49.5%。

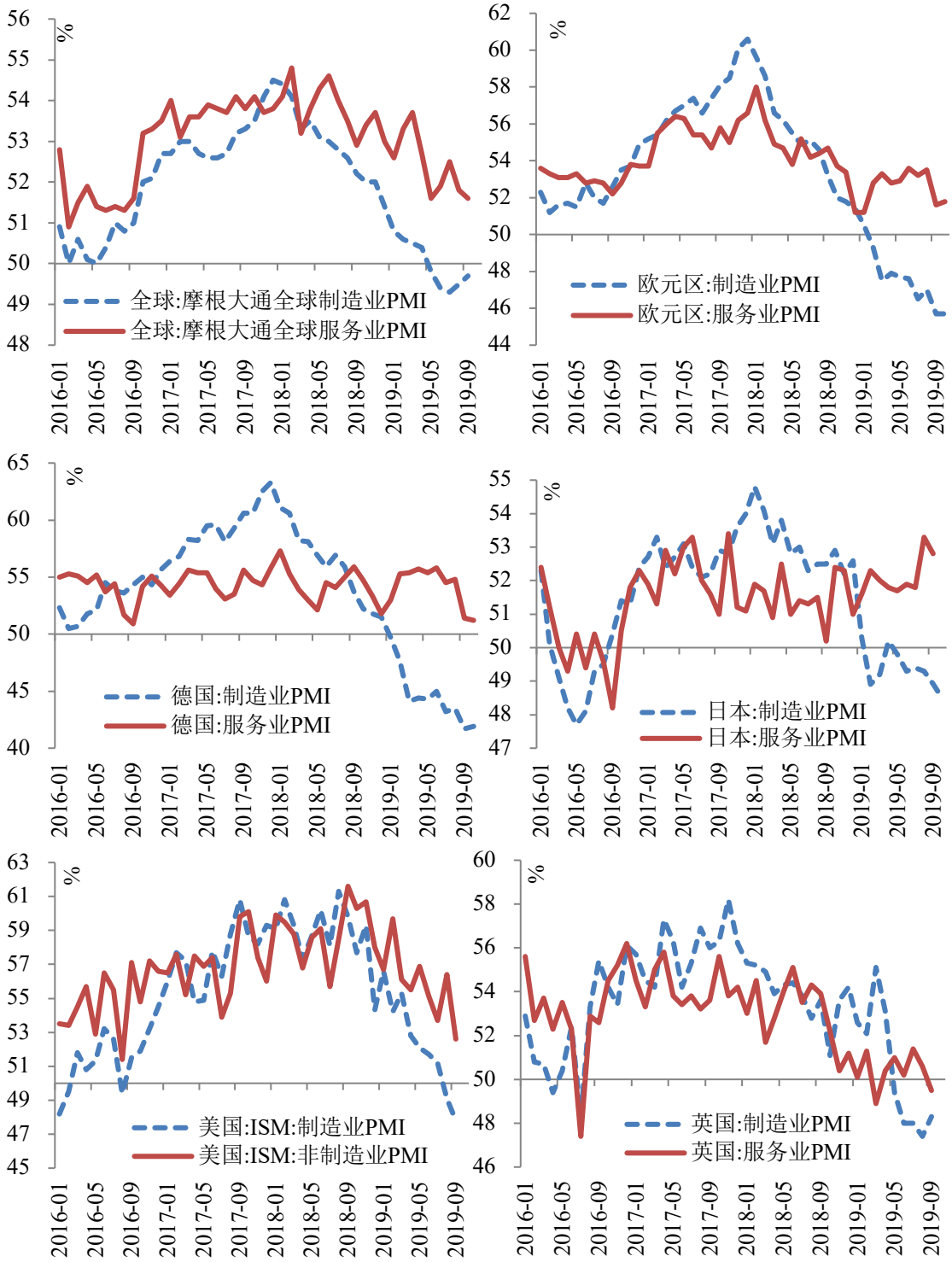

图 2 全球制造业陷入集体性低迷期

在全球经济和贸易增速的显著回落下，2019 年中国经济增速出现持续放缓。前 3 季度，中国实际 GDP 累计同比增长 6.2%，较去年增速回落 0.4 个百分点。其中，1 季度、2 季度、3 季度实际 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%，呈现逐季下滑的趋势。同时，由于 GDP 平减指数回落，前 3 季度名义 GDP 增速为

7.9%，较去年回落 1.8 个百分点。其中，1 季度、2 季度、3 季度名义 GDP 增速分别为 7.8%、8.3%、7.6%，呈现波动下滑的趋势。

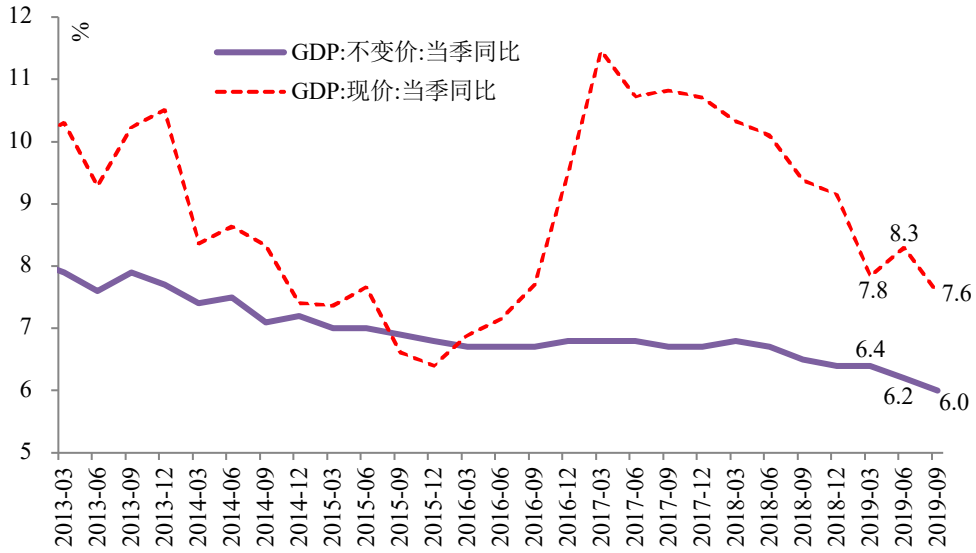

图 3 中国经济增速呈现放缓趋势

虽然中国经济下行压力加大，经济增速也在放缓，但相比全球主要经济体的表现，中国经济增长依然最为稳定，领先优势明显。2019 年全球 GDP 增速下滑了 0.6 百分点，美国、欧元区分别下滑 0.6、0.7 个百分点，印度下滑超过 1.0 个百分点，不少国家陷入技术性衰退，而中国仅下滑了 0.5 个百分点，经济增速位居全球主要经济体首位。

但是，随着世界经济新一轮低迷期的开启，2019 年中国宏观经济不仅延续了 2018 年下半年以来总需求不足的局面，而且新一轮经济下行的紧缩机制正加速形成，产生了较为强烈的收缩效应，主要表现在：一是消费和投资需求全面回落，与产出的缺口主要是以大幅减少进口来填平，即依靠净出口的短期大幅增长实现脆弱平衡；二是总需求不足开始加速向供给面传导，制造业和服务业增速出现全面下滑，企业绩效和市场预期恶化；三是制造业生产和投资增速的回落趋于同步化，并向生产性服务业传导；四是核心 CPI、PPI 同步下行，并反过来通过价格紧缩效应导致市场主体感受趋冷，导致投资和消费信心愈加不足。具体来看：

1、从需求面来看，消费和投资增速持续放缓。前 3 季度，社会消费品零售总额累计同比增长 8.2%，较去年同期回落 1.1 个百分点。其中，第 3 季度仅增长 7.6%，较 2 季度回落 1.0 个百分点。扣除价格因素，前 3 季度社会消费品零售总额实际同比增长 6.4%，较去年同期回落 0.9 个百分点。

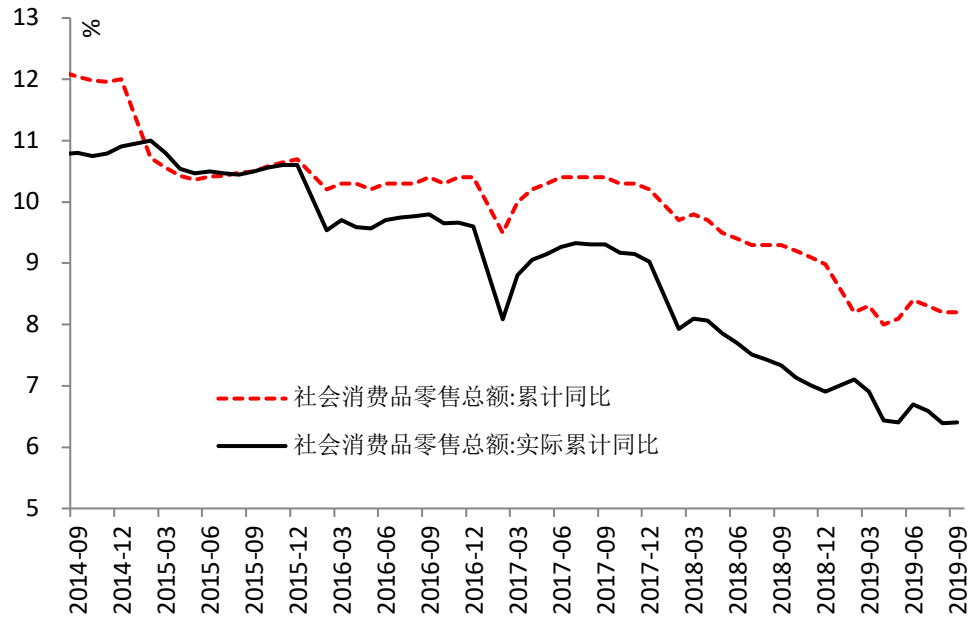

图 4 中国消费增速持续放缓

另一方面，前 3 季度，固定资产投资累计同比增长 5.4%，重新回落至去年同期水平。其中，民间投资同比增长 4.7%，较去年同期大幅回落 4.0 个百分点，重回加速下滑趋势；房地产投资增长 10.5%，较去年同期回升 0.6 个百分点，对总投资起到了一定的支撑作用。

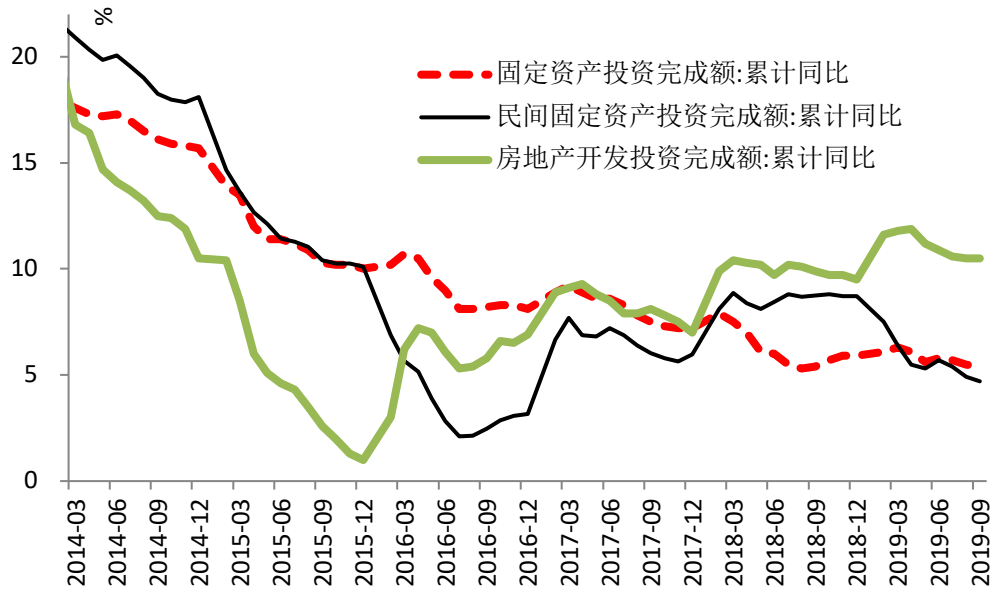

图 5 中国投资增速下行压力加大

2、从供给面来看，总需求持续不足导致工业和服务业增速也屡创新低。

前 3 季度，规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较去年同期增速大幅回落 0.8 个百分点，且自 1 季度以来呈现持续下滑的态势。其中，制造业增加值同比

增长 5.9%，也较去年同期增速下滑 0.8 个百分点，同样自 1 季度以来呈不断下滑的趋势。

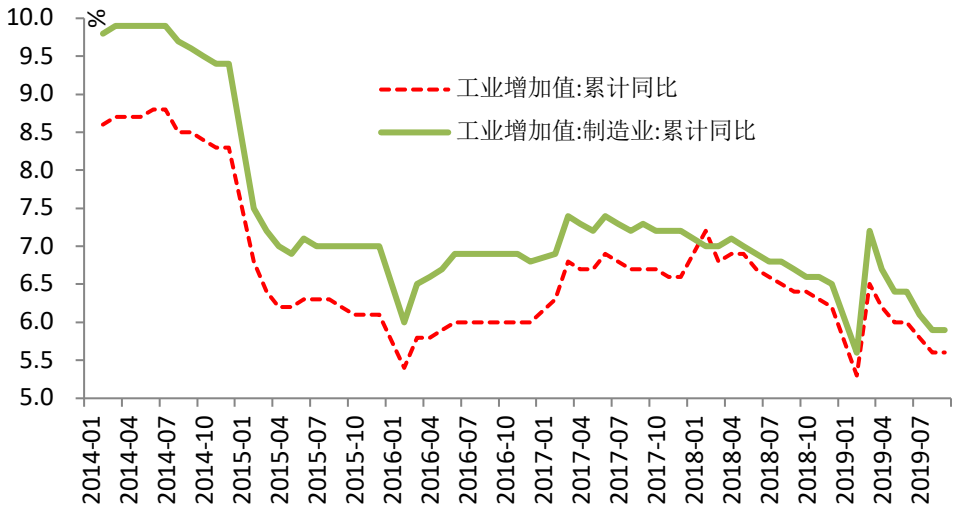

图 6 中国工业增速持续下滑

与工业增加值增速放缓相一致的是，工业企业绩效持续恶化，表现为营业收入增速放缓，利润总额出现负增长，亏损面呈现扩大趋势。前 3 季度，规模以上工业企业营业收入同比增长 4.5%，较去年增速回落了 5.1 个百分点；利润总额同比下降 2.1%，其中 1 季度下降 3.3%，2 季度下降 1.9%，3 季度下降 1.8%，呈逐季收窄态势。前 3 季度，营业收入利润率为 5.9%，同比降低 0.4 个百分点。从亏损面看，前 8 个月，亏损企业家数同比增长 5.7%，较去年增速小幅回落 0.5 个百分点，但是亏损企业亏损额同比增长 11.6%，较去年增速扩大 6.2 个百分点，说明存在亏损集中化趋势，局部产业和企业可能面临经营风险临界点。

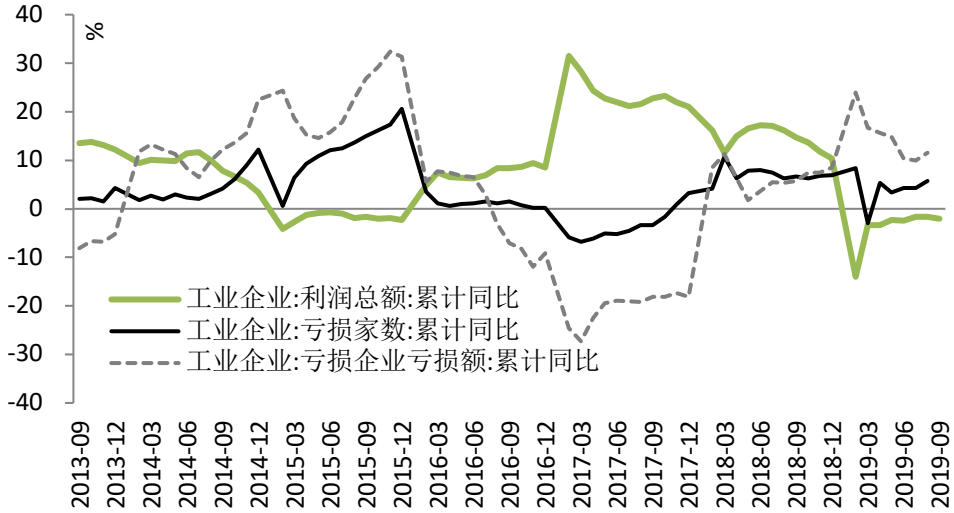

图 7 中国工业企业效益有所恶化

从制造业景气度来看，与全球制造业变化趋势一致，中国制造业 PMI 自去年中以来呈现下滑趋势，自 5 月份以来已连续 6 个月处于紧缩区间，10 月份为 49.3%。从 PMI 分项指数来看，新订单特别是新出口订单的下行带来了较大拖累作用。10 月份，PMI 新订单指数下滑至 49.6%，特别是新出口订单指数下降至 47.0%，自 2018 年 6 月以来已连续 17 个月处于紧缩区间。

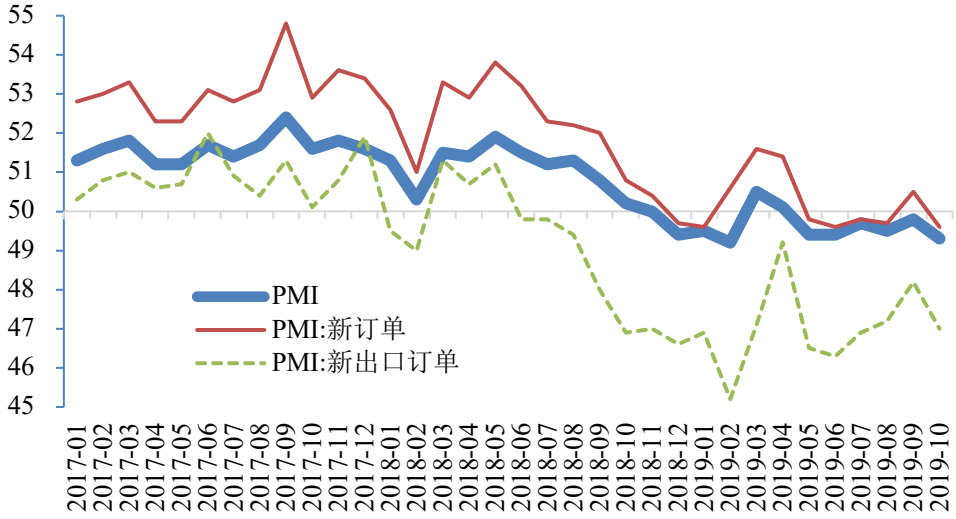

图 8 中国制造业 PMI 持续处于紧缩区间

从服务业来看，前 3 季度，服务业生产仍然保持在合理区间，但下滑趋势明显。前 3 季度，第三产业增加值增长 7.0%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业增加值同比分别增长 19.8%、8.0%、7.4%和 7.1%，增速分别快于第三产业 12.8、1.0、0.4 和 0.1 个百分点。前 8 个月，规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.5%，其中，战略性新兴服务业、高技术服务业和科技服务业营业收入分别增长 12.1%、11.9%和 11.6%，增速分别快于全部规模以上服务业 2.6、2.4 和 2.1 个百分点。

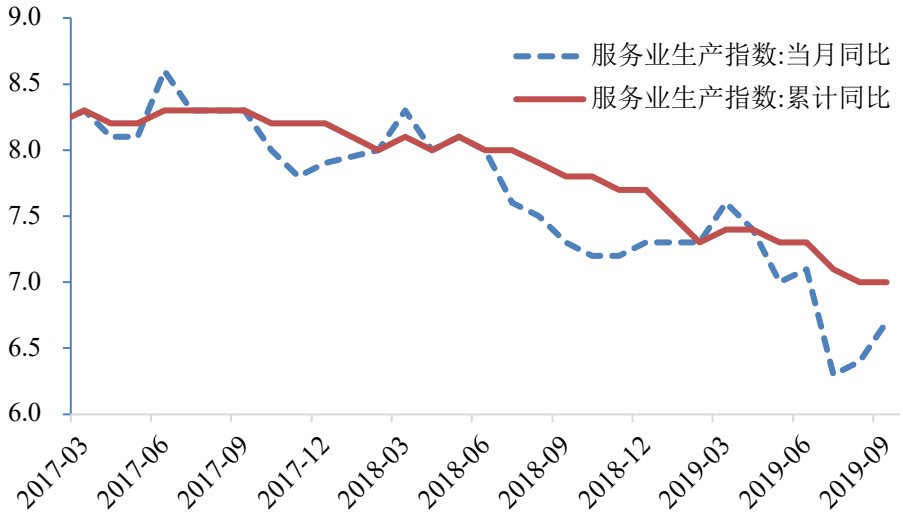

图 9 中国服务业生产指数下行压力加大

从服务业景气指数看，服务业 PMI 持续运行在扩张区间，与制造业 PMI 运行呈现明显分化的态势。但值得关注的是，随着制造业持续疲软，服务业特别是生产性服务业也面临较大的下行压力。前 3 季度，服务业生产指数同比增长 7.0%，较去年同期回落 0.9 个百分点，特别是 3 季度服务业生产指数增速首次跌破了 7%，其中 7、8、9 月份分别为 6.3%、6.4%和 6.7%。10 月份，服务业 PMI 指数较 9 月份大幅下滑 1.6 个百分点至 51.4%，显示服务业下行压力进一步加大。

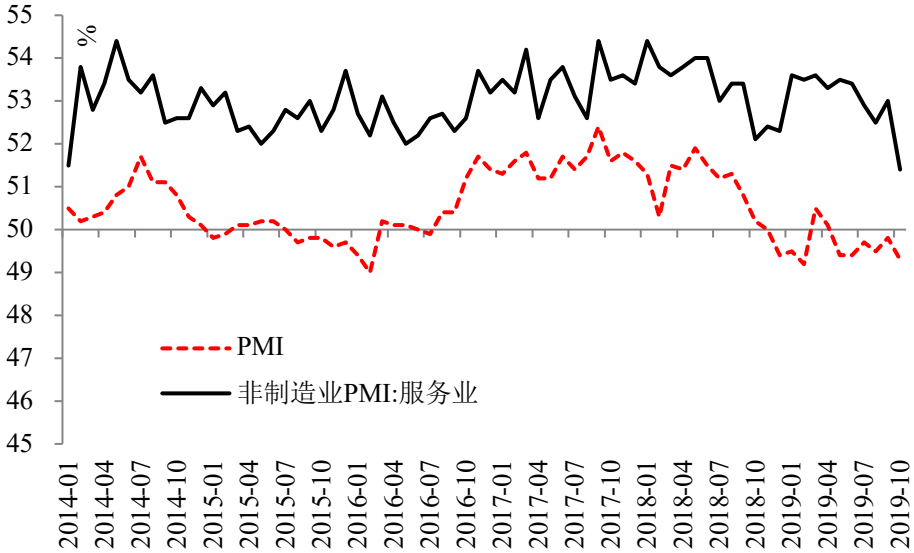

图 10 中国制造业与服务业 PMI 走势

3、在食品价格结构性上涨的同时，非食品 CPI、核心 CPI 和 PPI 持续走低，反映了总需求不足带来的加速性下滑压力。

年初以来，食品价格出现了轮番上涨，特别是 3 季度在猪肉价格的带动下，

食品 CPI 出现较大涨幅，导致 CPI 持续走高。9 月份，食品 CPI 同比增长 11.2%，CPI 同比增长 3.0%。但是，在食品价格快速上涨的同时，与宏观经济相对应的各类价格指数却在持续下行，反映了总需求不足引发的宏观经济加速性下滑压力，内生紧缩机制已经形成。年初以来，非食品 CPI、核心 CPI、PPI 等物价指数涨幅持续回落，特别是 PPI 已步入通缩区间。9 月份，非食品 CPI 和核心 CPI 涨幅分别降至 1.0%和 1.5%，较年初回落了 0.7 和 0.4 个百分点。更重要的是，工业领域出现一定的通缩迹象。进入 2019 年以来，PPI 涨幅由去年的 3.5%急剧回落至近零增长，3 季度以来由正转负，而且跌幅呈扩大趋势。9 月份，PPI 同比下跌 1.2%，较 8 月份跌幅进一步扩大 0.4 个百分点。

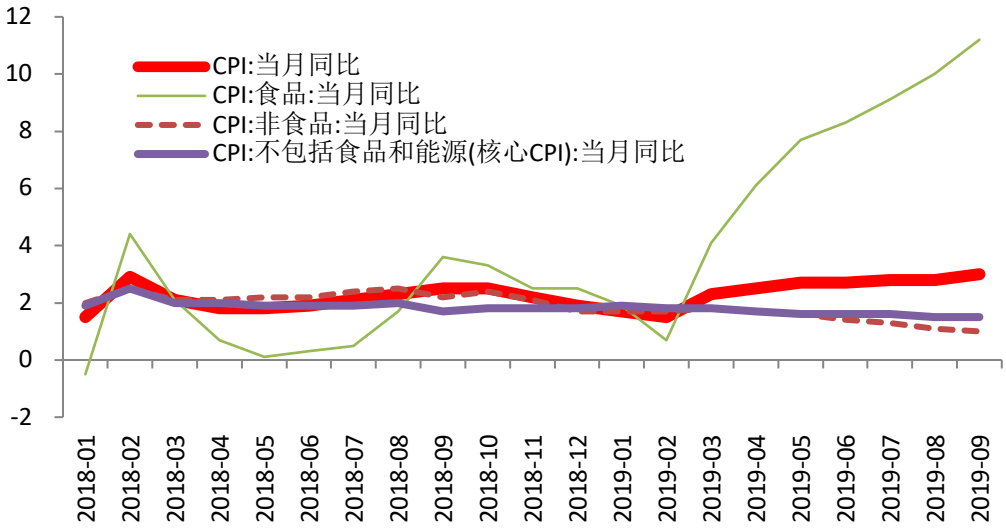

图 11 中国食品 CPI 与非食品 CPI 走势分化

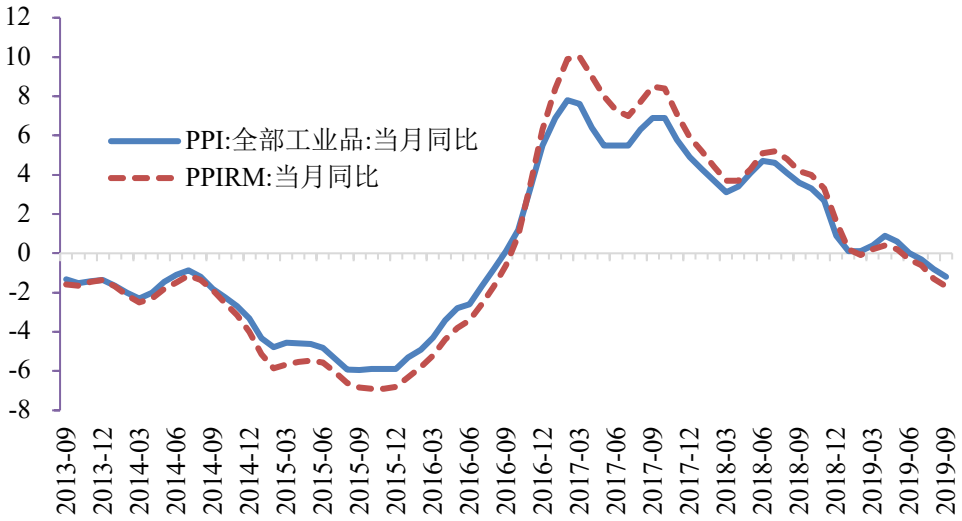

图 12 中国 PPI 指数进入下跌区间

4、随着经济下行压力加大，城镇居民收入预期下降，失业风险闪现，市场

信心较为低迷。近年来，城镇居民收入增速持续放缓，而且显著低于实际 GDP 增速。今年前 3 季度，城镇居民人均可支配收入实际增长 5.4%，比去年同期回落 0.3 个百分点，也低于 6.2%的实际 GDP 增速。

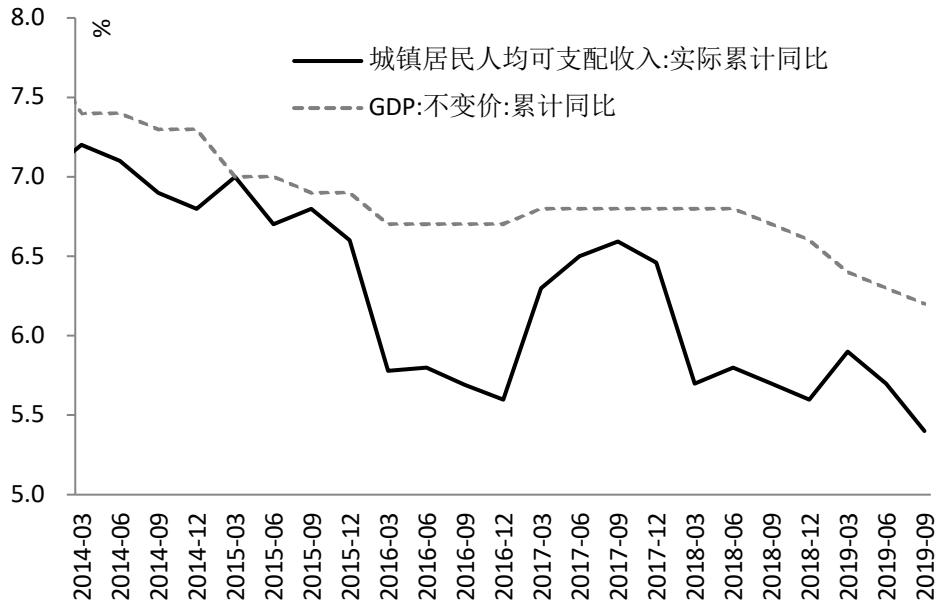

图 13 中国城镇居民可支配收入增速放缓

同时，城镇失业风险不断闪现，城镇调查失业率于 2 月和 7 月两次攀上 5.3%的高位，平均较去年提高了 0.2 个百分点。10 月份，制造业和非制造业 PMI 从业人员指数分别为 47.3%和 48.2%，显示用工景气度处于紧缩区间。在此背景下，2 季度城镇居民未来收入信心指数降至 52.6%，为 2016 年底以来的低位。

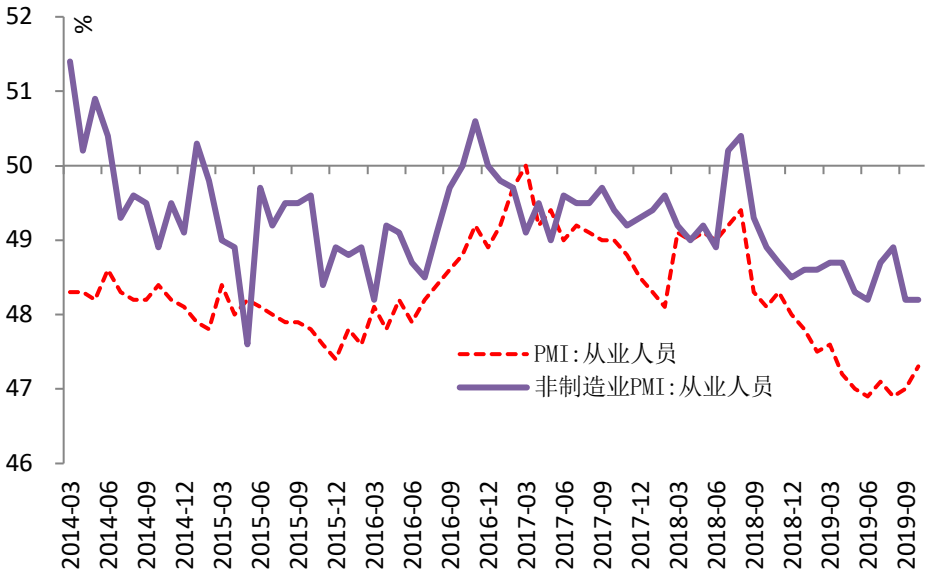

图 14 中国就业景气度下行压力较大

（二） 在“六稳”举措的提振作用下，中国经济综合表现好于市场悲观预期

面对内外部经济下行压力，中国一方面通过“六稳”政策积极应对，加强宏观政策逆周期调节力度；另一方面，不断出台各类改革举措提高增长潜力，确保宏观经济运行总体平稳。虽然中国经济各方面下行压力加大，经济增速也在放缓，但是“六稳”举措取得了超预期的成效。中国宏观经济在内外夹击之下保持了超预期稳定，经受住了过去一年多世界经济的低迷和中美贸易冲突的“挤压”，没有出现破底线的状况，充分显示了中国经济的弹性和韧性。

1、“六稳”政策发力。早在 2018 年 7 月，中共中央政治局会议就已经提出和部署“六稳”工作，要求做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，反映了当时中央已经对全球经济的发展态势、中美贸易摩擦的走势以及中国经济自身在攻坚期的发展规律，做出了精准的、前瞻性的判断，进而要求对宏观经济政策进行再调整、再定位，强化底线意识、忧患意识。根据中央“六稳”工作精神，各部门各地区相继制定实施了一系列政策举措，多管齐下“稳增长”。

在稳外贸方面，当时中国的贸易增速依然维持在两位数增长，在全世界范围内都较高的增长速度，但中央依然提出了要“稳外贸”。一是贸易多元化。从 2013 年开始提出“一带一路”倡议，很重要的一点就是要使我们的出口、进口、贸易格局、投资格局真正的多元化。二是以进口博览会为主体，不仅要大规模地出口，还需要大规模地进口，而且要进口一些高质量商品，让具有高品质的商品在中国进行销售、进行生产甚至进行国产化替代。三是为了对冲美国对中国出口商品的征税，采取了一系列措施。一方面，出口退税率进一步提高，从原来的 11%提升到 13%；另一方面，在国内进行减税降费，对于一些行业进行专门的扶持。特别是在营商环境上面的改善和外贸进出口流程的改善，使交易成本大幅度地降低，以此全面对冲美国的贸易保护。

在财政政策方面，2019 年通过加大减税降费力度和稳定基础设施建设投资，加强财政逆周期调节功能。首先，2019 年推出了超 2 万亿元的减税降费计划，涉及增值税、个税等 12 个税种，养老保险等 19 个费种，以进一步减轻企业等市场主体负担，激发市场活力。其中，1 月 1 日起，实施小微企业普惠性减税和个人所得税减税；4 月 1 日起，实施包括制造业增值税税率下降 3 个百分点的深化增值税改革；5 月 1 日起，实施以企业养老保险费率下调为主的社保降费；7 月

1 日起，清理和规范行政事业性收费和政府性基金。前 3 季度，全国累计新增减税降费 17834 亿元，其中新增减税 15109 亿元，新增社保费降费 2725 亿元。在新增减税中，增值税改革新增减税 7035 亿元，小微企业普惠性政策新增减税 1827 亿元，个人所得税两步改革叠加新增减税 4426 亿元。

其次，为了进一步发挥财政政策的逆周期调节作用，前 3 季度，相比 3.3%的公共财政收入增速，公共财政支出增速达到 9.4%；相比 7.7%的政府性基金收入增速，政府性基金支出同比增速达到 24.2%。因此，2019 年前 3 季度，财政赤字率达到 4.0%，政府性基金赤字率达到 1.2%，两者合计赤字率达到 5.2%，为近年来的最高水平。

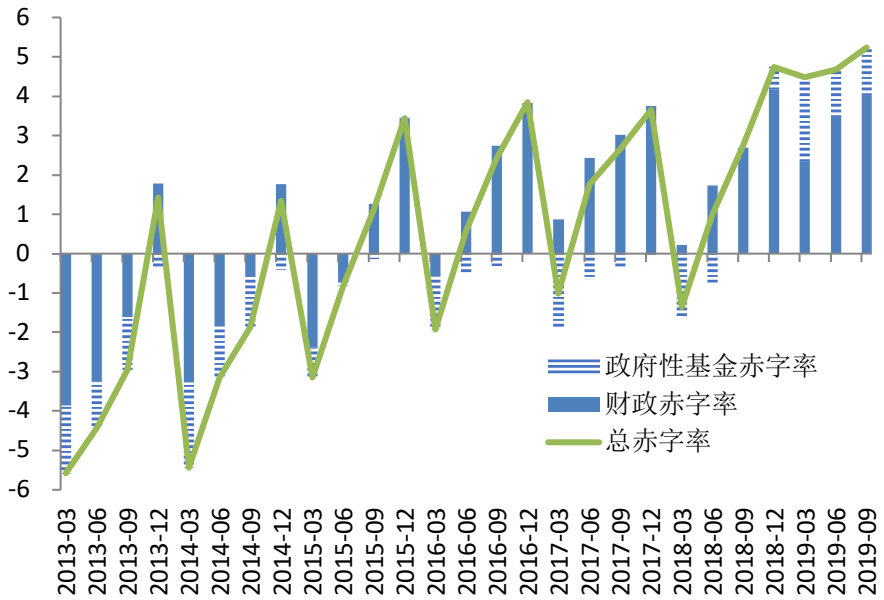

图 15 财政赤字率和政府性基金赤字率大幅提升

最后，积极的财政政策还体现在通过加大和加快地方政府专项债券发行促进基建投资企稳回升。2019 年安排新增地方政府债务限额 30800 亿元，比去年额度增加 9000 亿元，其中新增一般债务限额 9300 亿元，新增专项债务限额 21500 亿元，分别比去年额度增加 1000 亿元和 8000 亿元。同时，经十三届全国人大常委会第七次会议通过，授权国务院在 2019 年以后的年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增限额，授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。这意味着 2019 年根据地方项目建设的实际需要，提前下达了专项债的部分新增额度，确保年初即可使用见效，带动有效投资和内需。截至 9 月底，新增地方政府债务限额已经基本使用完毕，达到 30367 亿元，比去

年同期增加 10254 亿元；其中，一般债务 9070 亿元，专项债 21297 亿元。

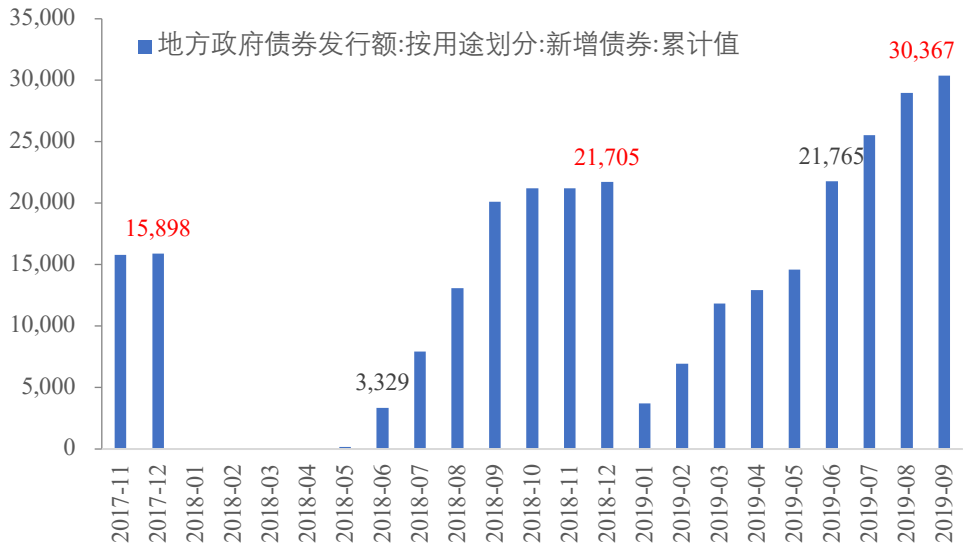

图 16　2019 年地方政府债券发行额提高和发行速度加快

2019 年前 3 季度，基建投资同比增长 3.4%，较去年同期增速提高 3.2 个百分点；剔除电力，基建投资同比增长 4.5%，较去年同期增速提高 1.2 个百分点。尽管基建投资增速企稳回升，但是由于近年来加强地方政府债务风险管控，特别是推动地方政府融资平台转型，基建投资回升速度非常缓慢，目前投资增速仍然低于总体投资增速，从而持续拖累投资复苏。

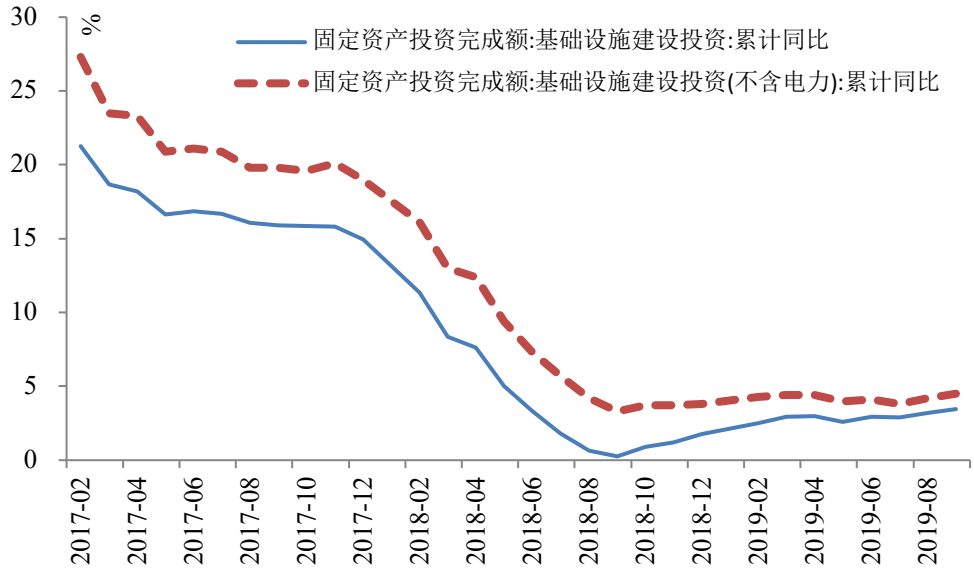

图 17 基建投资增速缓慢回升

不过，随着新一轮减税降费举措和对房地产市场的持续调控，2019 年中国财政收入和政府性基金收入增速双双出现显著回落。前 3 季度，公共财政收入同

比增长 3.3%，较去年同期增速回落 5.4 个百分点；其中，税收收入负增长 0.4%，较去年同期增速回落 13.1 个百分点；全国政府性基金收入同比增长 7.7%，较去年同期增速回落 20.3 个百分点；两项收入合计同比增长 4.4%，较去年同期增速回落 9.6 个百分点。

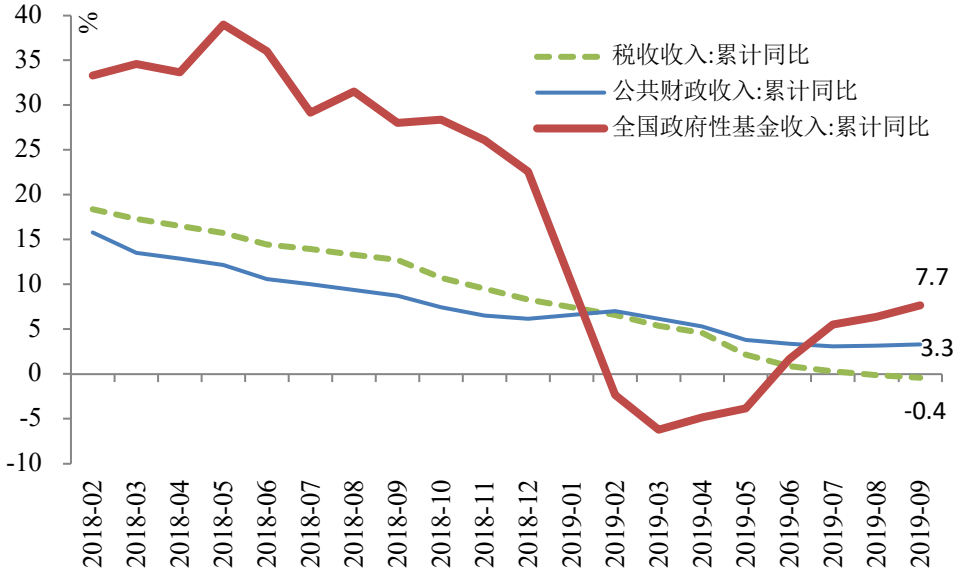

图 18 中国财政收入增速明显放缓

2019 年货币政策保持稳健中性定位，边际宽松。9 月份，M2 同比增长 8.4%，较去年同期小幅提升 0.1 个百分点；社会融资规模存量同比增长 10.8%，较去年同期小幅回升 0.2 个百分点。不过，M1 同比增长 3.4%，较去年同期回落 0.6 个百分点；从社会融资规模流量同比增速来看，1 季度为 38%，2 季度为 22%，3 季度为 1%，呈现明显回收的趋势，显示货币政策并未全面转向宽松。

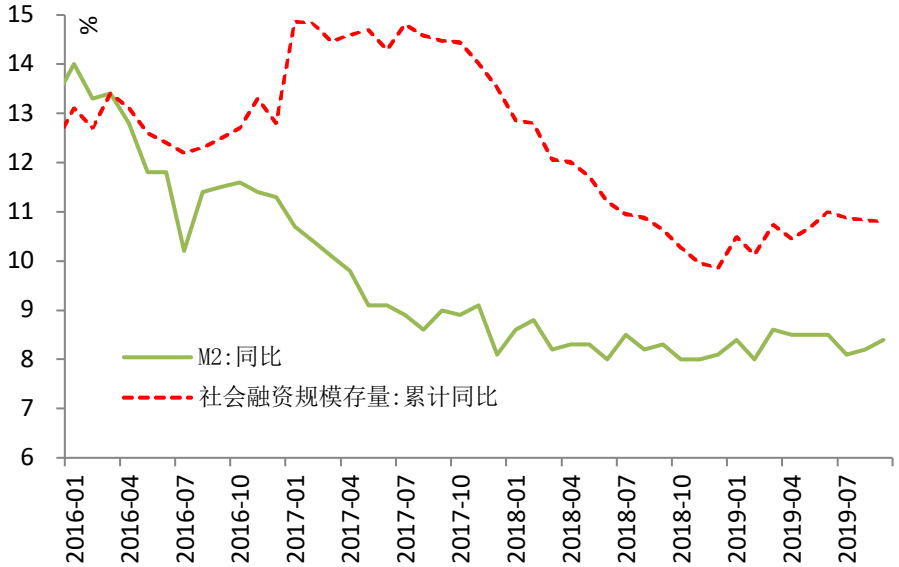

图 19 货币政策边际宽松

货币政策的边际宽松，体现在市场利率的下行中。2019 年信用债的各券种平均发行利率均较 2018 年同期有所下降。

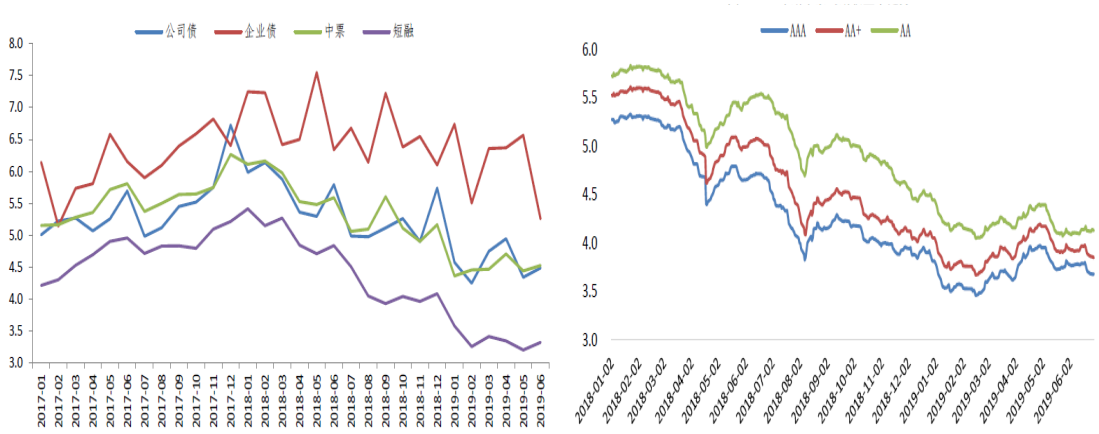

图 20 信用债发行利率和 3 年期中票收益率趋于下行

由于中国自去年中开始就部署实施“六稳”工作，特别是通过减税降费和改善营商环境，2019 年中国经济的发展态势总体好于去年底的市场悲观预期。面对世界经济低迷期的挑战以及中美贸易冲突带来的前所未有的不确定期，很多悲观论者在 2018-2019 年对中国经济产生过度悲观预期：1、中国若干科技大企业的倒闭；2、贸易增速出现两位数负增长，外汇储备大幅度下降；3、中小企业倒闭潮，失业率快速飙升；4、外资大幅度搬离，金融市场出现混乱。

从过去 1 年的实际情况看，中国经济经受住了世界经济低迷以及中美贸易冲突的“挤压”，保持了较好的发展态势增长，上述几大悲观预言都没有出现。

第一，中国高科技公司依然保持了较好的经营业绩和发展态势。2019 年，三新经济依然高速发展。前 3 季度，中国高技术制造业和战略性新兴产业利润同比分别增长 6.3%和 4.6%，好于工业总体盈利水平；信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比分别增长 19.8%，增速快于第三产业 12.8 个百分点。2019 年世界 500 强企业排行榜，中国上榜企业数量首次超过美国，达到 129 家，比美国高出 8 家，具有划时代的标志性意义。2019 年 1 季度，中国新发现 21 家独角兽企业，独角兽企业总数上升至 202 家。此外，《国家高新区瞪羚企业发展报告 2018》显示，国家高新区瞪羚企业数量达到 2857 家。同时，截至 10 月 31 日，据 lplytics 统计，中国厂商的 5G 标准必要专利(SEP)占 36%，领先美国、韩国、芬兰等。其中，华为领跑 5G 标准必要专利及标准技术贡献量，其 5G 标准必要专利申请量为 2160 件，占比 18%，在所有厂商中排名第一。7 月 30 日，华为公司发布了

上半年业绩，华为上半年实现营收 4013 亿元，同比增长 23.2%；净利润率为 8.7%。华为上半年的智能手机发货量达到 1.18 亿台，同比增长 24%。同时，上半年，华为还签订了 30 多个 5G 的国际大单。可见，关于中国一些科技型大企业会迅速倒闭的预言落空了，中国企业的韧性比悲观论者想象得要好。

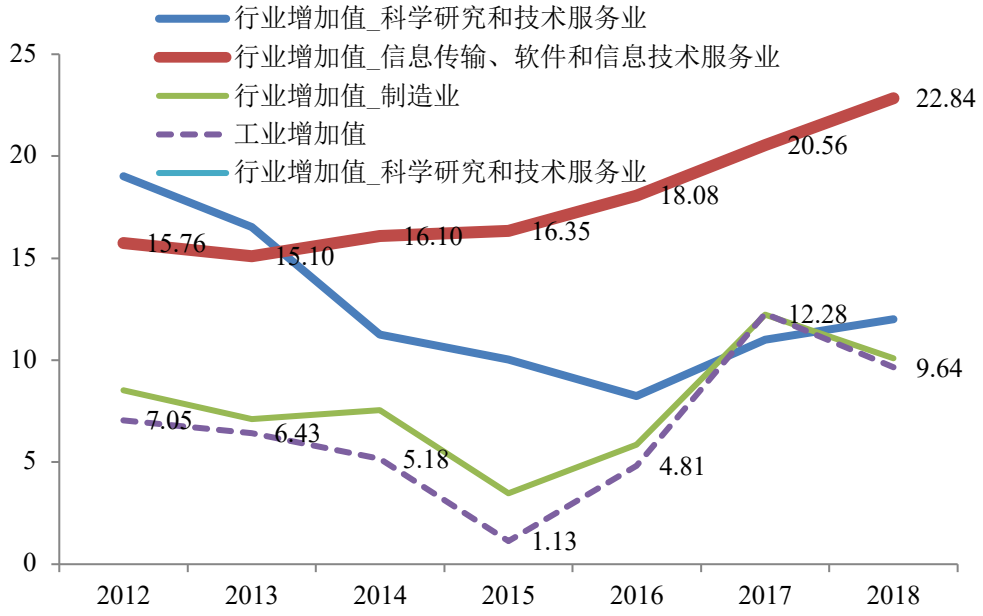

图 21 中国工业部门代表性行业增速变化趋势

第二，贸易增速保持了正增长，贸易顺差扩大，稳外贸基本实现。2019 年前 3 季度，中国进出口总额同比增长 2.8%；其中，出口同比增长 5.2%，进口负增长 0.1%；贸易顺差达到 20461 亿元（2984 亿美元），同比增长 44.2%（36.1%）。尽管出口增速较去年同期小幅回落 1.3 个百分点，但是在全球经济低迷的背景下，特别是考虑到全球贸易增速从去年的 3.6%大幅回落至 1.1%，中国稳外贸的成效显著。特别是在贸易多元化、减税降费和改善营商环境等多项举措的合力推进下，中国外贸“稳中有进”，发展态势良好。上半年，中国与“一带一路”沿线国家货物进出口额合计达 4.2 万亿元，同比增长 9.7%，高出总体贸易增速 5.8 个百分点，占中国外贸总值的 28.9%。

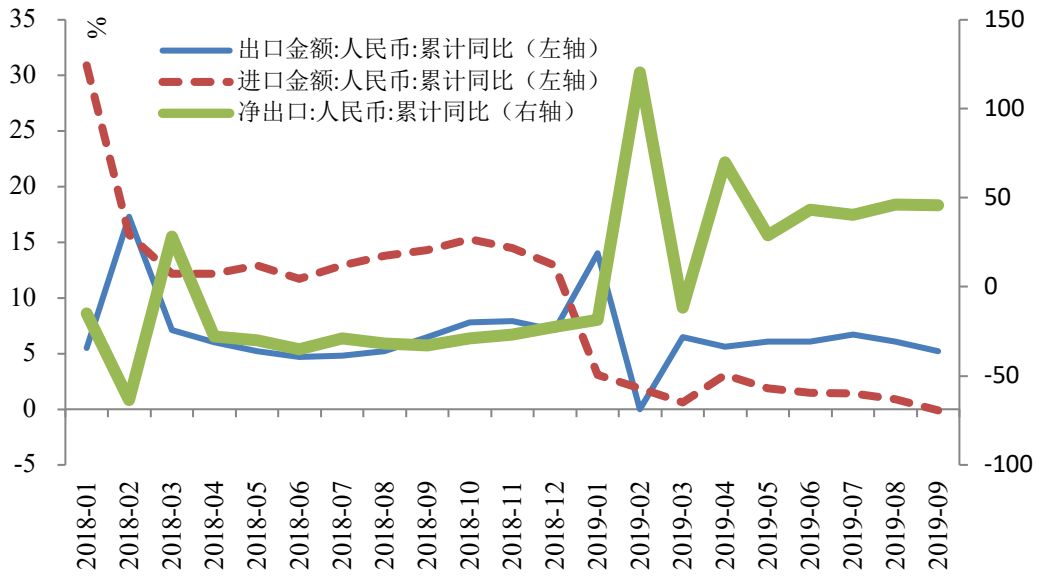

图 22 中国贸易增速变化趋势

第三，外商直接投资和国际储备出现明显反转，稳外资基本实现。前 3 季度，中国实际使用外商直接投资额同比增长 6.5%，较去年同期增速提高 3.6 个百分点；以美元计价，外商投资同比增长 2.9%，依然保持了正增长。因此，需要客观看待所谓的外资撤离中国论。根据我们的调研，尽管中国一些低端产业的确搬迁到东南亚，但是，欧美特别是欧洲、日本、韩国，开始对中国的高新技术和服务业进行大规模投资。前 3 季度，中国服务业实际使用外商直接投资额达到 718.8 亿美元，同比增长 9.2%，较去年同期增速大幅提高 6.2 个百分点。因为中国市场太庞大了，美国等高新技术企业无法舍弃中国市场。中国巨大的市场、中国产业和技术链的完整性和相对稳定性，是一些东南亚国家所难以替代的。

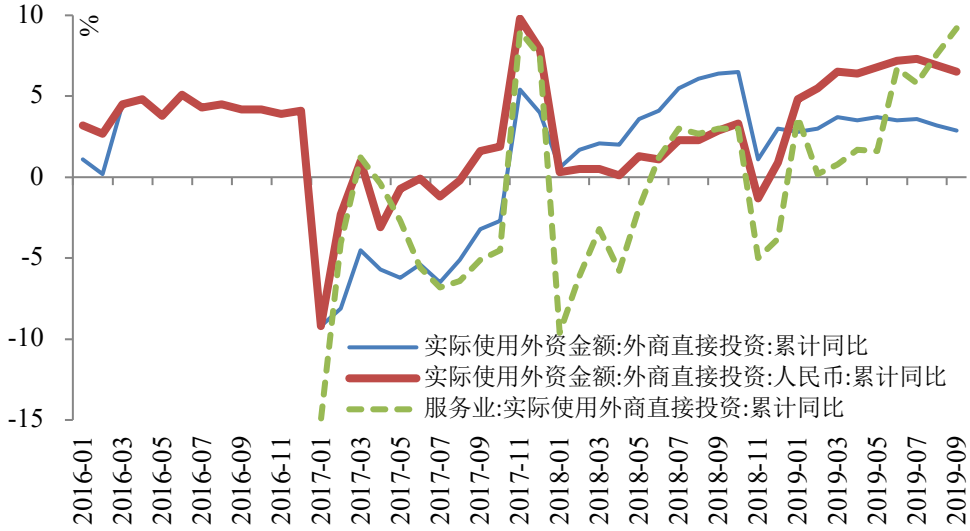

图 23 中国实际利用外资额增长形势稳中向好

在外贸、外资总体平稳的背景下，人民币汇率总体稳定，外汇储备略有回升。2019 年人民币兑美元汇率从 1 月份的 6.70 波动上升至 10 月份的 7.05，但相比 2016 年至 2018 年的大起大落，总体表现平稳。同时，官方外汇储备从 30879 亿美元小幅提升至 10 月份的 30924 亿美元，也比过去 3 年的走势稳定。

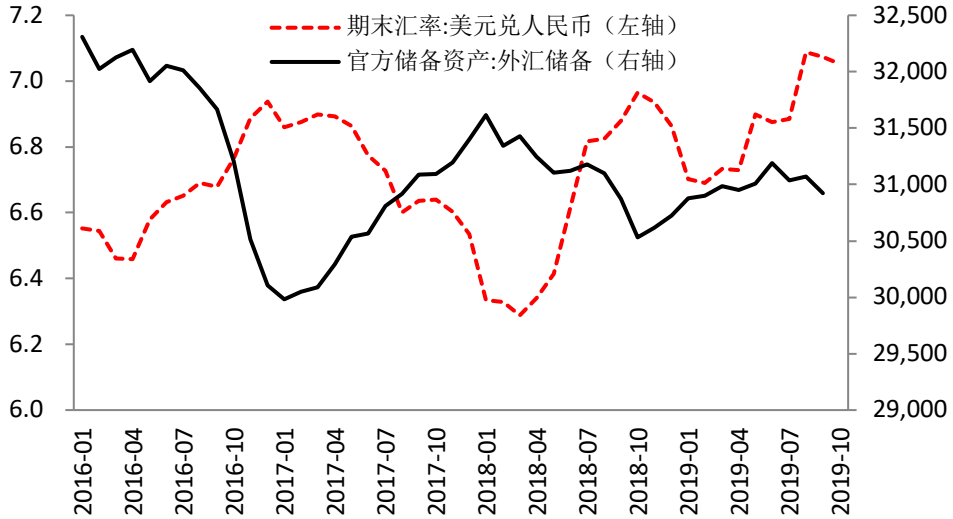

图 24 人民币汇率和官方外汇储备走势

同时，中国重大金融风险攻坚战取得阶段性胜利。各类金融市场保持稳定，债务风险得到较好缓释，各类信用债的违约率较去年同期大幅减少。

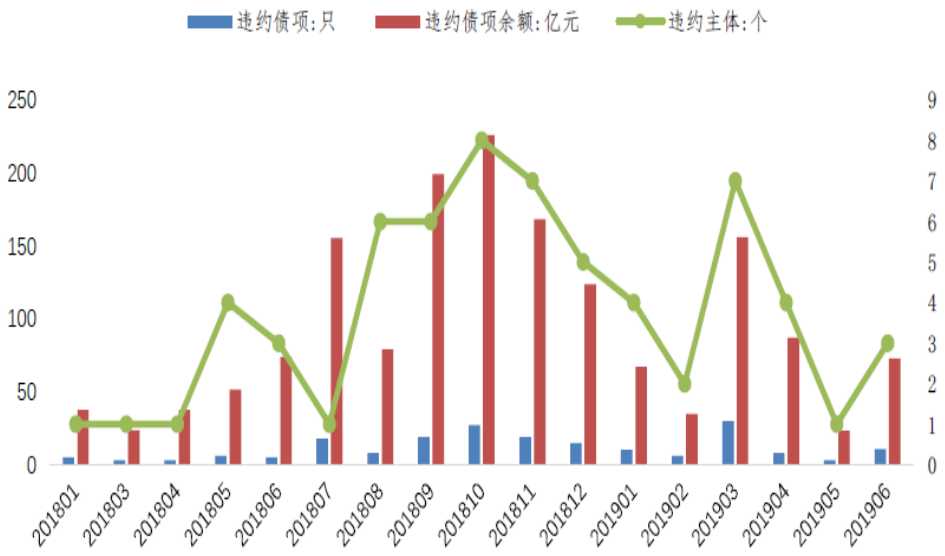

图 25 信用债违约情况

第四，营商环境改善持续，创业创新热情高涨，城镇就业总体稳定，居民收入保持较快增长。前 3 季度，全国新登记市场主体数量达到 1766 万户，日均新设市场主体是 6.5 万户，同比增长 13.1%。前 3 季度，城镇新增就业人数达到

1097 万人，基本提前完成全年 1100 万人的新增就业目标。9 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，25-59 岁群体调查失业率为 4.6%，继续保持在 5.5%以内的目标区间中。前 3 季度，中国居民人均可支配收入同比增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.1%。

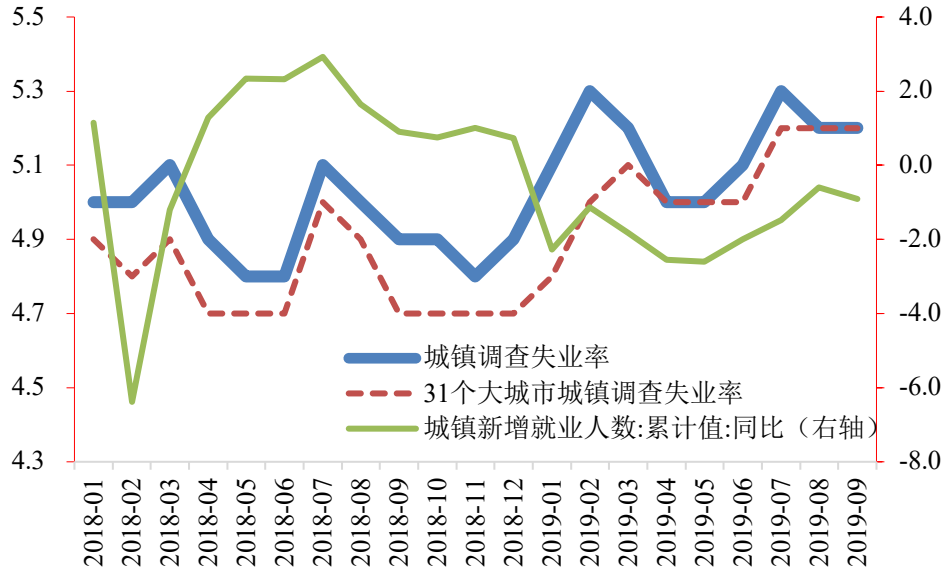

图 26 中国城镇调查失业率略有上升

综上可见，在内外夹击之下，中国经济不仅没有出现很多境外人士和悲观人士所预期的极端现象，展示了中国经济的风险抵御能力，而且对比全球主要经济体的表现，中国经济增长仍然保持领先优势：2019 年全球 GDP 增速预计下降 0.6 百分点，美国、欧元区分别下降 0.6、0.7 个百分点，印度下降超过 1.0 个百分点，而中国仅下降了 0.5 个百分点。

（三） 值得关注的是，衰退性的结构分化加剧，升级型的结构分化趋于停滞。

相比经济增速的回落，更值得关注的是，在中国经济结构调整的攻坚期，出现了“衰退性的结构分化加剧，升级型的结构分化趋于停滞”现象。近年来，中国经济在不同行业、不同区域、不同规模、不同所有制层面的结构分化现象不仅没有缓解，反而有所加剧，如果持续忽视可能会达到临界点，带来底部效应。因此，要求相应的政策必须更细、更加精准、更有前瞻性。

1、国民储蓄流向的结构分化。2019 年在消费对 GDP 增长拉动作用大幅减弱的同时，中国储蓄流向也发生了结构变化，集中表现投资的拉动力进一步下滑，

而净出口的拉动力大幅上升，换言之，国民储蓄更多地以净出口的方式流向了海外，而非以投资方式留在国内。前 3 季度，资本形成总额对 GDP 累计同比的拉动从去年同期的 2.1 个百分点回落至 1.2 个百分点，对经济增长的贡献率从去年同期的 31.8%回落至 19.8%；相比之下，净出口对 GDP 累计同比的拉动从去年同期的-0.7 个百分点提升至 1.2 个百分点，对经济增长的贡献率从去年同期的-9.8%提升至 19.6%。

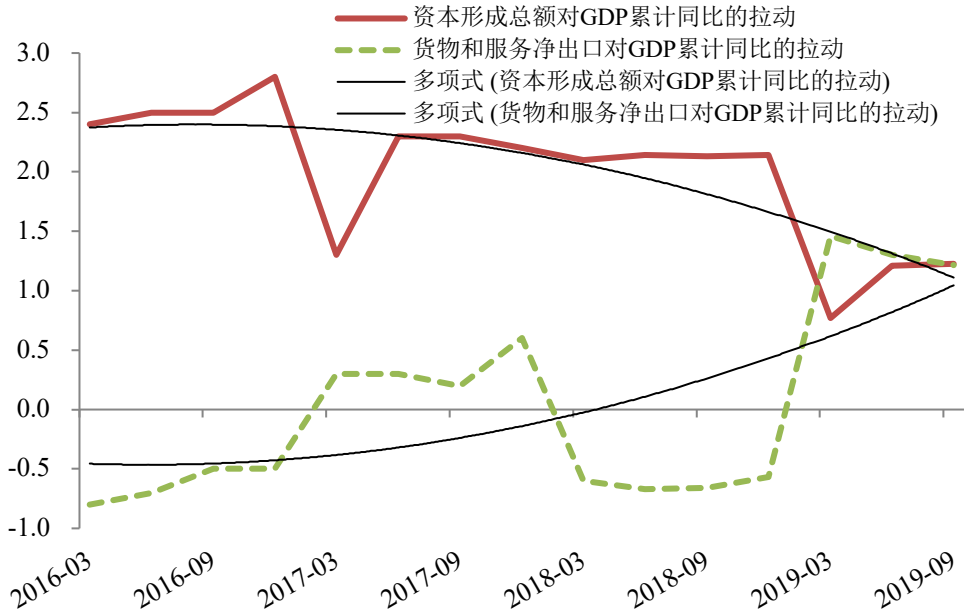

图 27 投资和净出口对经济增长的拉动分化

这也反映在 2019 年中国进出口总额增速与净出口增速的分化。前 3 季度，以美元计价，中国进出口总额同比负增长 2.4%，较去年同期增速回落 18.2 个百分点，但是中国净出口增长 36.1%，较去年同期增速提升 60.5 个百分点。由此，净出口对实际 GDP 增长的拉动达到 1.2 个百分点，贡献率达到 19.6%，分别较去年同期提升了 1.9 和 29.4 个百分点，在国内最终消费支出和资本形成总额增长放缓的背景下，对总需求增长起到了很好的支撑作用。但是，进出口总额与净出口额增速的分化，不仅加剧了中国经济增长对于外需的依赖，而且由于经济循环的萎缩，也加剧了中国经济的脆弱性。

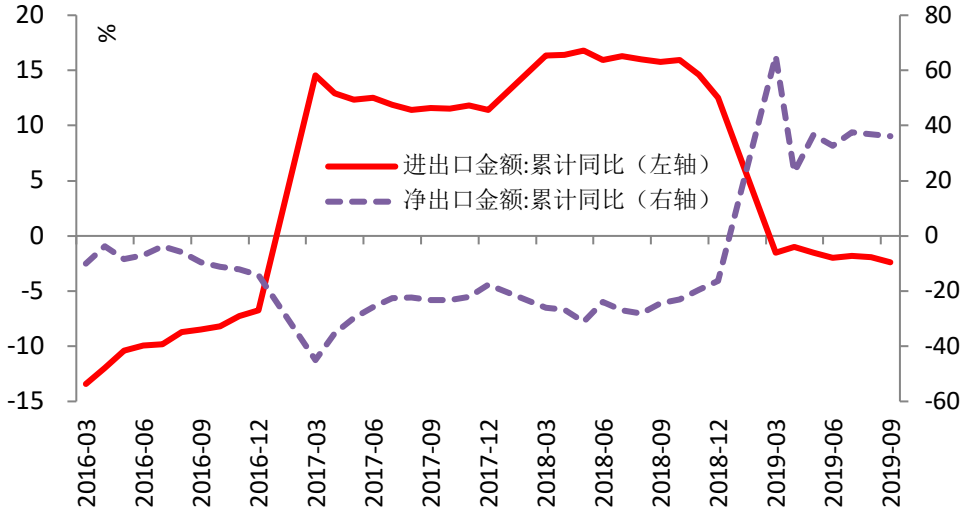

图 28 进出口总额与贸易盈余（以美元计价）走势分化

从中长期的视角来看，近年来，中国投资增速持续较快下滑。2003-2012 年，中国投资增速长期保持在 20%以上，十年平均增速为 25.3%。随着投资效率下降和债务率攀升，投资驱动的增长模式变得不可持续。2013 年开始，中国经济经历了再平衡调整，投资增速明显放缓，从 2012 年的 20.3%下滑至 2015 年的 9.8%。

理论上，出现一定的投资增速回落是符合中国经济结构转型和高质量发展要求的。据我们测算，现阶段保持 8.0-12.0%的投资增速比较适宜。测算依据在于，假设技术进步率达到 2.0%，考虑到劳动就业人数开始出现负增长，如果要保持 6.0%左右的长期经济增速，就需要保持 8.0%左右的资本存量增长率，而鉴于目前资本存量约是投资额的 6 倍，考虑到 10%左右的资本折旧，现阶段需要保持 8.0-12.0%的投资增速。但是，2016 年以来，中国投资增速并没有稳定在这一水平，而是继续快速回落至 2018 年的 5.9%。剔除价格因素，2018 年实际投资仅增长 0.5%，特别是在“六稳”政策发力之前，前 3 季度实际投资负增长 0.2%。这一水平已经明显跌破合理区间，甚至低于同期美国投资增速，不仅存在较大的超调风险，还可能带来经济失速风险。作为对比，美国 2017 年 1 季度至 2019 年 2 季度连续 10 个季度保持投资的稳健增长，增速平均值为 6.3%。

随着“六稳”政策发力和大规模“减税降费”政策落地，2019 年中国投资仍未出现明显复苏迹象，前 3 季度投资名义增长 5.4%，实际增长 2.2%。当前投资增速仍远低于合意水平，主要源于企业投资意愿持续减弱。一方面，制造业投资逆转了逐步回暖向好的趋势而重回疲态，成为当前投资下滑的主要拖累；另一方面，“设备工器具购置”投资在连续 3 年仅 3.0%左右的低速增长后，2019 年首

次出现负增长，前 3 季度负增长 1.2%；扩建投资也自 2017 年首次出现负增长以来，跌幅不断扩大至今年前 3 季度的 7.2%，显示企业生产性投资意愿不强，投资下行压力仍然较大。

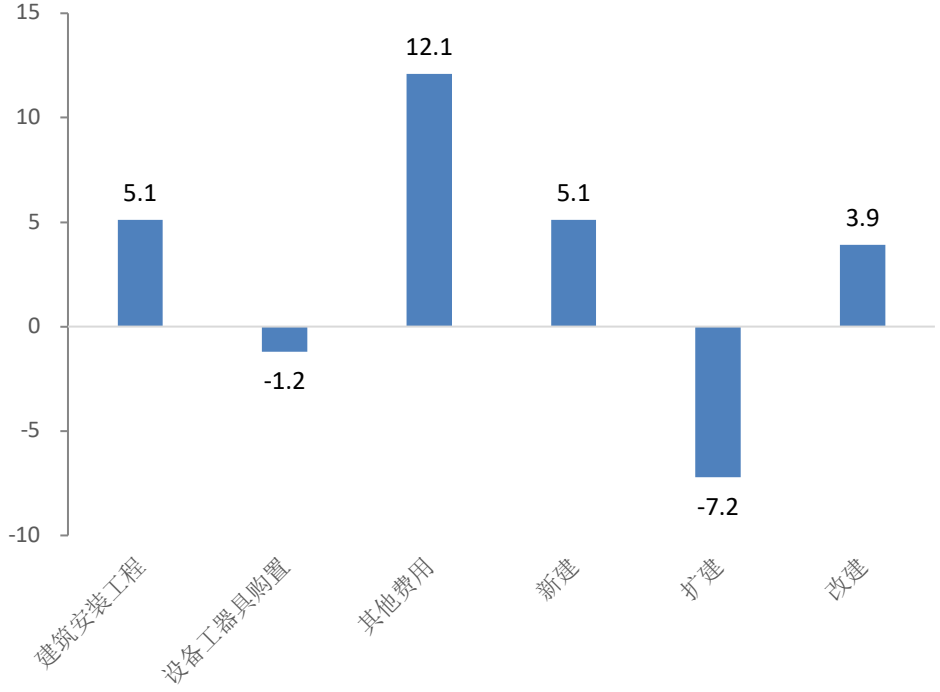

图 29 固定资产投资结构分化（2019 年前 3 季度同比增速，%）

从我国经济的现实矛盾和未来发展方向来看，以上变化趋势都与我国经济的调整和发展方向不完全相符。在我国经济的供给方面，存在供给结构不符合人民群众日益增长的对美好生活的需求。为了解决这一矛盾，发展生产和调整供给结构是当前以及未来一段时间中的重要任务。在此背景下，投资增长和资本形成应该发挥更大的作用。在内外需的对比方面，为了满足人民群众日益增长的对美好生活的需求，以及提高我国经济增长的内生动力和内在稳定性，我国都需要通过经济再平衡调整来降低整体经济对净外需的过度依赖。

2、区域经济分化。分地区来看，过去几年经济增长较快地区今年依然保持较好的增长势头，而经历显著经济调整的下滑地区依然延续了过去的疲弱态势，区域经济分化的格局进一步加大。

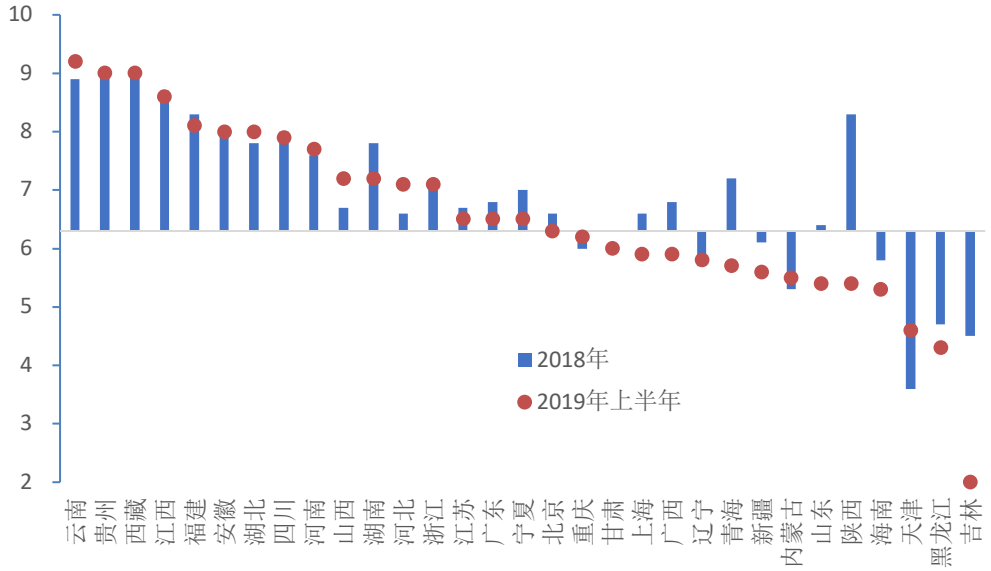

图 30 不同地区增长形势分化

从全国各地区的增长形势图来看，区域分化格局更为明显。2019 年上半年，中部地区和西南地区各省基本继续保持 7.0%以上的较快增长，东南沿海地区在中美贸易战的冲击下依然保持较为稳健的增长，但是，东北地区及内蒙古、京津冀地区及山东、西北地区、海南及广西，2019 年上半年经济增速基本都在 6.0%以下，尤其是吉林、黑龙江、天津经济增速分别为 2.0%、4.3%、4.6%，均低于 5.0%，位居全国末位。

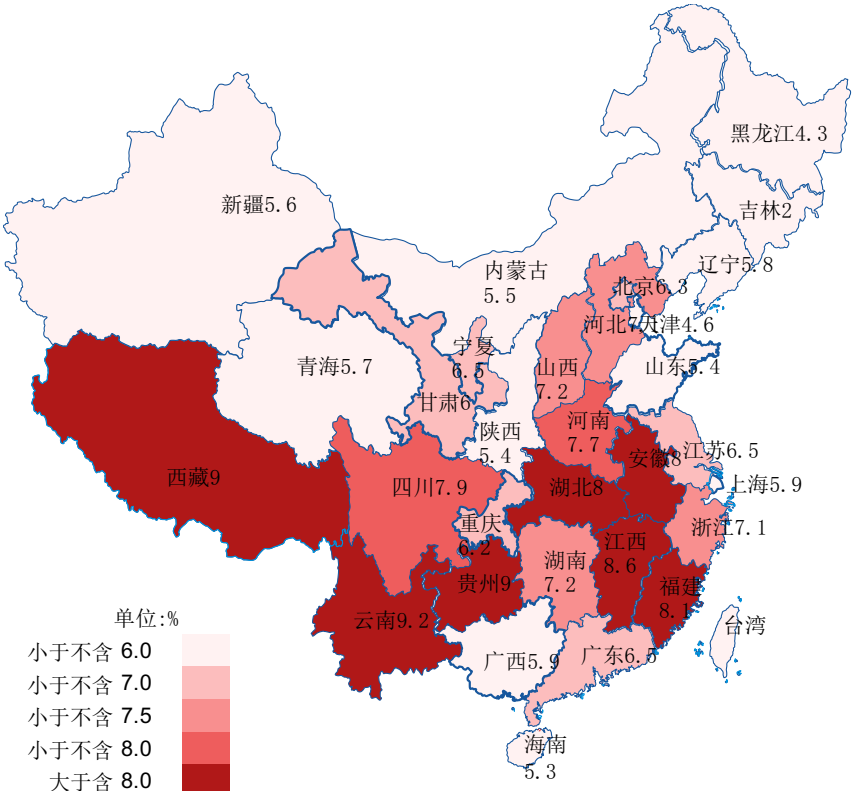

图 31　2019 年上半年各省市经济增速

注：本图仅用于反映中国主要地区经济增长情况，未覆盖中国全部之领土。

3、行业分化。2019 年在制造业总体下行的影响下，工业与服务业的分化达到新高度。首先，从增加值增长方面看，第 3 季度服务业增加值增长 7.2%，而工业增加值增长下滑至 5.0%，低于服务业增速 2.2 个百分点。

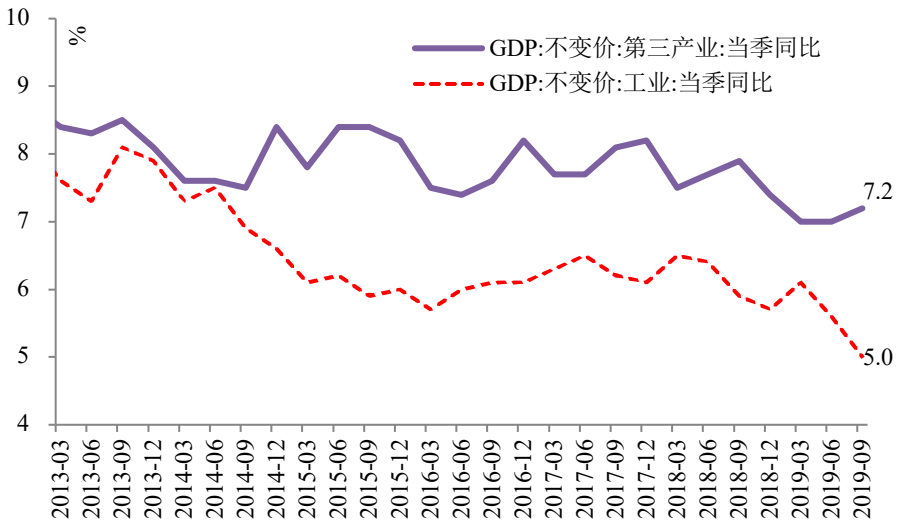

图 32　工业与服务业增加值增速走势分化

其次，从投资方面看，以上分化趋势更为明显。前 3 季度，服务业投资增长 7.2%，较去年同期增速回升 1.9 个百分点；第二产业投资增速下降至 2.0%，较去年同期增速回落 3.2 个百分点。第二产业投资增速与第三产业投资增速的缺口达到 5.2 个百分点，重回 2016 年年中以来的扩大趋势。

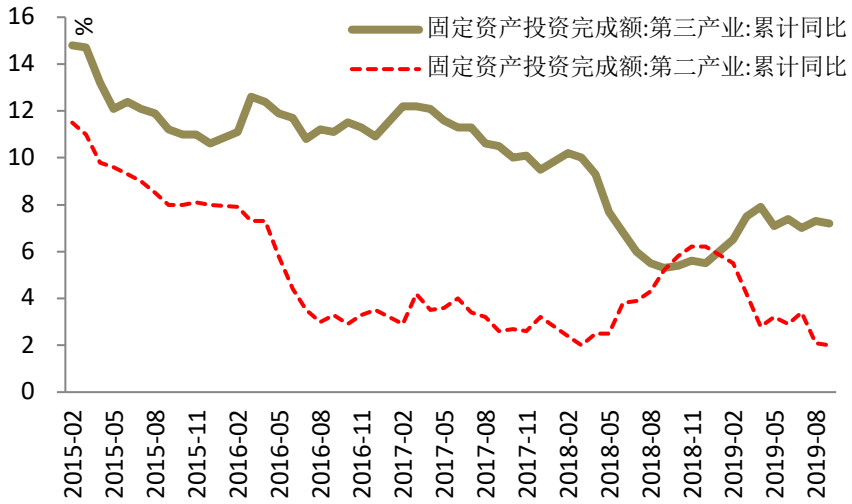

图 33　第二产业与第三产业投资增速走势分化

从盈利水平看，工业特别是制造业与服务业的对比更加显著。2019 年前 7

个月，规模以上服务业企业营业利润累计同比增长 9.2%，但工业企业利润总额同比下降 1.7%，其中制造业企业利润总额同比下降 3.4%。

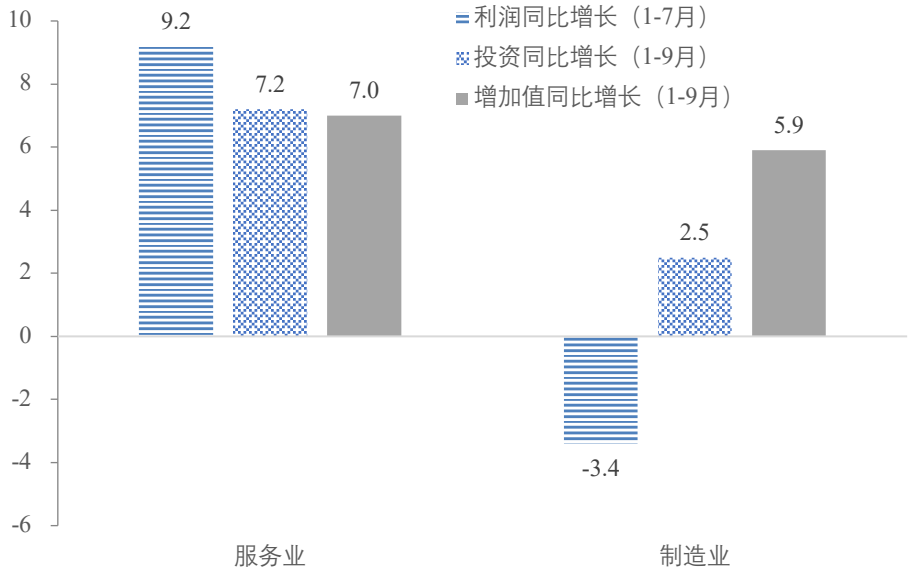

图 34　2019 年服务业与制造业同比增长对比

在制造业内部，企业经营绩效分化也很明显。前 3 季度，在制造业细分行业中：1）有 9 个行业利润总额出现负增长，包括石油加工、炼焦及核燃料加工业，黑色金属冶炼及压延加工业，化学纤维制造业，造纸及纸制品业，汽车制造业，化学原料及化学制品制造业，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，纺织业，纺织服装及服饰业等 9 个行业，跌幅分别为 53.5%、41.8%、29.1%、20.2%、16.6%、13.0%、4.4%、4.3%、1.6%；2）有 8 个行业利润总额实现个位数增长，包括通用设备制造业，农副食品加工业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，有色金属冶炼及压延加工业，印刷业和记录媒介的复制，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，废弃资源综合利用业等；3）有 12 个行业利润总额实现两位数增长，包括医药制造业，金属制品业，食品制造业，非金属矿物制品业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业，橡胶和塑料制品业，专用设备制造业，电气机械及器材制造业，酒、饮料和精制茶制造业，家具制造业，烟草制品业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等。

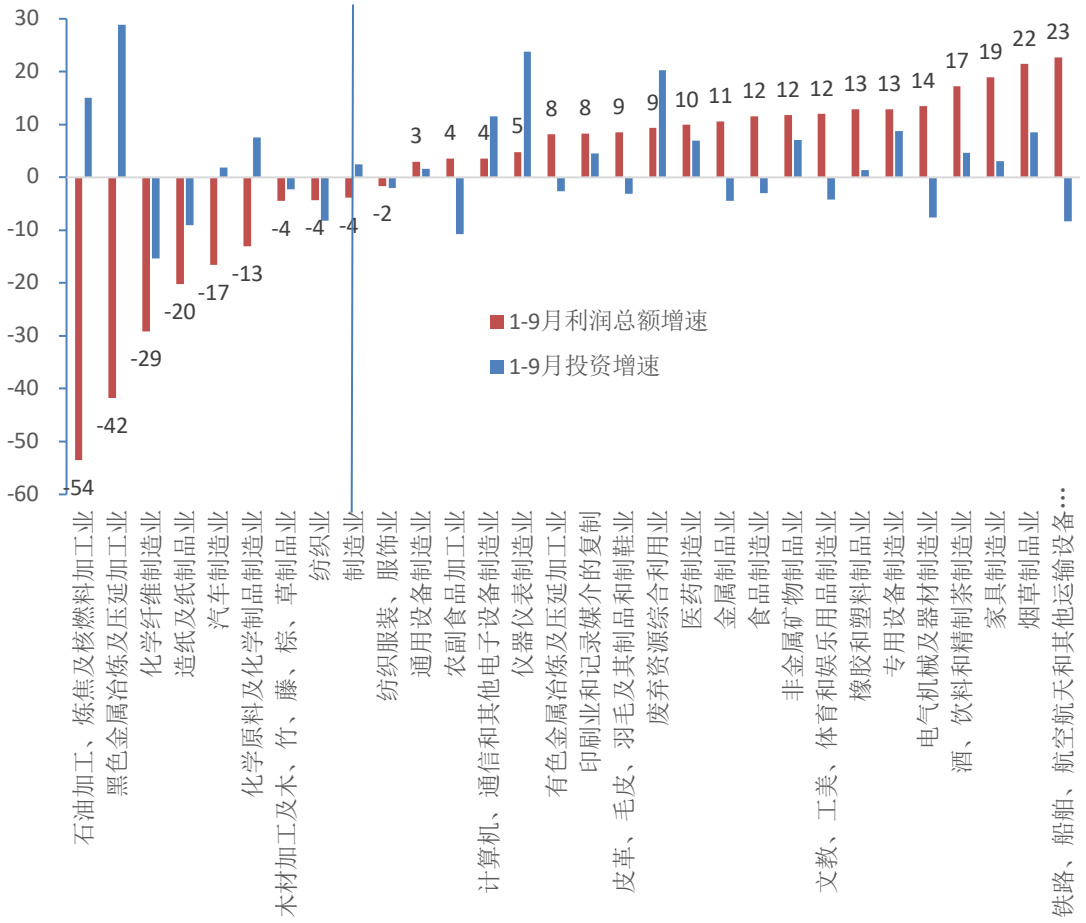

图 35　不同行业利润总额和投资增速分化

4、结构升级动态出现放缓的迹象。特别是新动能在扶持政策的陆续退出、产业周期的调整、区域与行业分化、中美贸易摩擦以及内外需求下滑等多重因素的冲击下，中国新动能增速的放缓在 2019 年下半年加速，从而加剧经济增速下行的压力，新旧动能转换步入到艰难期，新动能的培育需要有新的思路和新的政策。

从近 3 年发展趋势来看，新动能增长速度已经出现明显下滑，并且下滑幅度比传统经济增速下滑的幅度要快的多，已经与传统经济的增速基本接近。1）工业战略性新兴产业增加值增速从 2017 年的 11.0%下降到今年 1 季度的 6.7%，下滑了 4.3 个百分点，而同期传统工业增加值增速回落了 0.4 个百分点，战略性新兴产业增加值增速比全部工业增速仅高 0.2 个百分点。2）高新制造业增加值增速从 2017 年的 13.4%下降到 2019 年 1 季度的 7.8%，下降了 5.6 个百分点，战略性服务业增加值增速从 17.3%下降到 13%，下降了 4.3 个百分点。3）高技术投资从 2017 年的 15.9%下降到 2019 年 1 季度的 11.4%，下降 4.5 个百分点，而所

有行业同时期投资增速仅下滑了 1.1 个百分点。4）全年网上零售增速从 2017 年的 32.2%下降到 2019 年 1-5 月的 17.8%，下降了 14.4 个百分点，而同期全社会消费品零售总额增速下滑了 2 个百分点。

从总体产业结构调整看，2019 年我国工业和服务业的内部结构延续了过去的调整趋势，但是调整动态出现放缓甚至是逆转的迹象。在经济增速总体下滑的同时，制造业和高端服务业出现更大幅度的下滑，而建筑业和金融业增速却出现明显回升。特别是在服务业整体增速下滑中，信息传输、软件和信息技术服务、租赁和商业服务等细分行业的增速下降幅度明显大于服务业整体，而金融业的增速却大幅提高。这与我国发展高端服务业和解决“脱实就虚”的方向不完全相符。

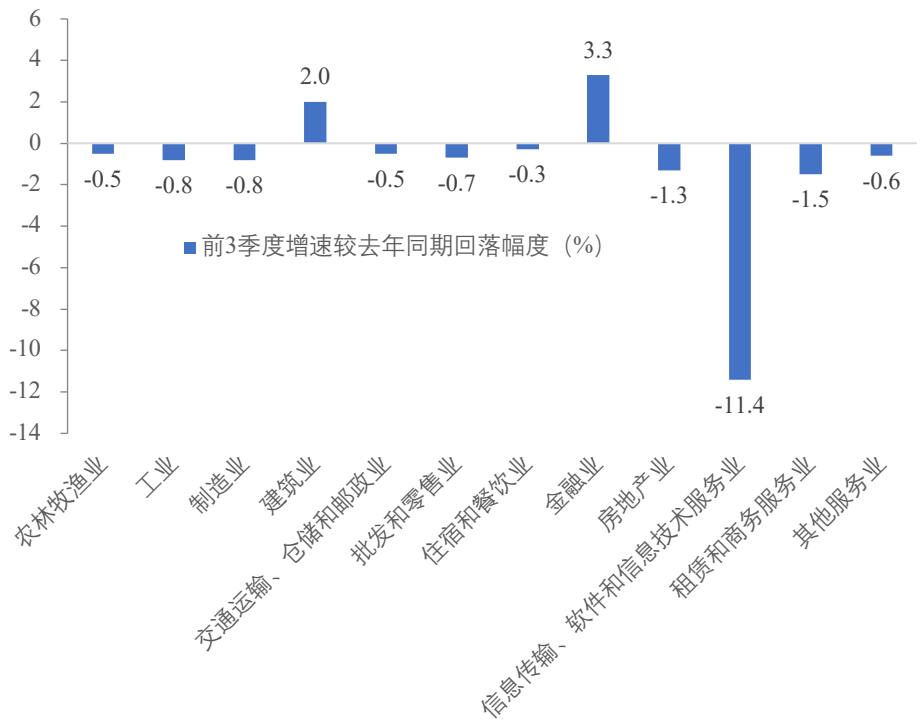

图 36 服务业内部结构的优化调整动态出现逆转迹象

从工业部门内部结构调整看，结构优化调整的动态也出现了逆转迹象。与 2018 年同期相比，2019 年前 3 季度，规模以上工业增加值增速下降 0.4 个百分点，制造业增速下降 0.8 个百分点，高新技术产业的增速下降 3.1 个百分点，医药制造业增速下降 3.4 个百分点，通用设备制造业增速下降 3.5 个百分点，专业设备制造业增速下降 3.7 个百分点、计算机、通讯和其他电子设备制造业增速下降 4.3 个百分点，汽车制造业增速下降 8.5 个百分点。这种变化意味着过去几年的工业结构调整趋势有所放缓。

从投资的角度看，在全社会固定投资实现平稳增长的同时，制造业固定投资增速大幅下滑，较去年同期下降了 6.2 个百分点；民间投资增速较去年下降了 4 个百分点；高技术制造业固定投资增加较去年下降了 2.3 个百分点。民间投资增速未能实现稳定，全社会固定投资增长的内生动力依然薄弱。制造业整体以及高技术制造业投资增速的大幅下滑，与服务业投资增速提升形成鲜明对比，这并不是好的现象。我国在当前及未来较长一段时间内，产业升级不完全是甚至主要不是服务业对制造业的替代，一个非常重要的任务是提升和强化制造业。服务业的过快扩张和制造业的过快萎缩，不符合我国产业发展和调整方向。高技术制造业投资增速的下滑，不符合提升我国制造业整体实力和竞争力的要求。

从消费的角度看，消费新增长点和新动能的增速出现更大幅度下滑。在消费层面还需要到一个不好的迹象，网上零售增速较去年的下滑幅度大于整体。前 3 季度，全社会零售品销售名义增速较去年同期下降了 1.1 个百分点，而实物商品网上零售额、网上商品和服务零售额增速较去年同期分别下降了 7.2 和 10.2 个百分点。这意味着过去几年的消费升级趋势有所放缓。例如，虽然实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重较去年同期继续提高 2.0 个百分点，但提升的幅度较去年同期回落 1.5 个百分点。

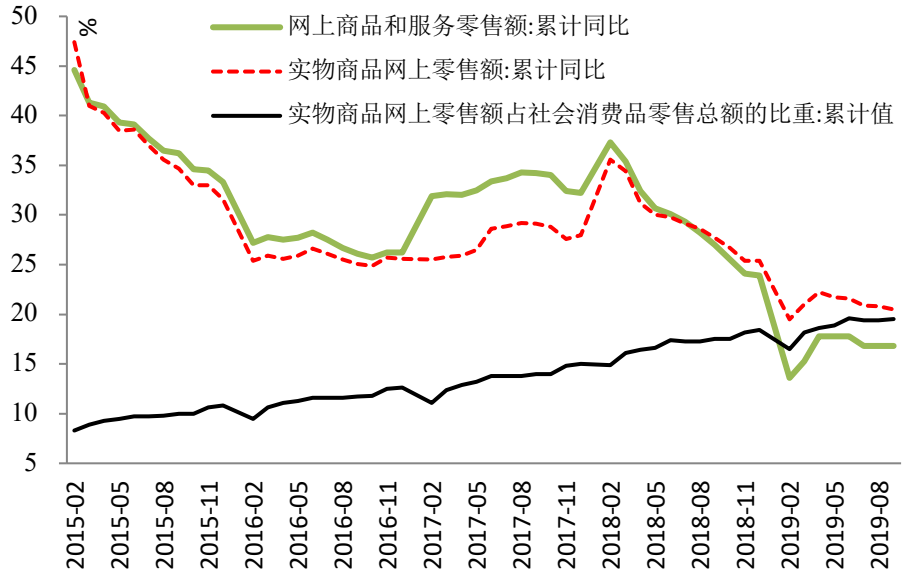

图 37 消费升级速度放缓

从贸易的角度看，高新技术产品和机电产品的对外贸易增速更大幅度下滑。在外贸领域值得担忧的是，我国高新技术产品和机电产品的对外贸易增速出现了

更大幅度的下滑。2019 年 1-8 月，高新技术产品累计出口增速较去年同期下降 5.7 个百分点，远高于整体出口增速的降幅。其中，航空航天技术、生物技术、材料技术和计算机与通讯技术累计出口增速的降幅分别是 36、19.6、15.3 和 10.9 个百分点。机电产品累计出口增速较去年同期下降 1.4 个百分点，也明显高于整体出口增速的降幅。其中，运输工具和机械设备累计出口增速的降幅分别是 13.9 和 5.2 个百分点。高新技术产品和机电产品进口增速的下降幅度也明显高于整体进口。2019 年 1-8 月，高新技术产品累计进口增速较去年同期下降 15.6 个百分点，明显高于整体进口增速的降幅。其中，计算机集成制造技术和电子技术累计进口增速分别下降了 42.9 和 19.1 个百分点。机电产品累计进口增速较去年同期下降了 15.7 个百分点，也明显高于整体进口增速的降幅。其中，机械设备和电器及电子产品累计进口增速分别下降了 20.8 和 18.2 个百分点。在产品类别上，高新技术产品和机电产品对外贸易出现更大幅度的下滑。在国家分类上，对美贸易出现了更大幅度的下滑。两者结合在一起，在一定程度上反映出中美贸易紧张状况对我国外贸的深层面冲击。这既不利于我国对外贸易产品结构的进一步优化，也会对国内制造业结构的升级过程产生不利影响。

造成中国经济结构升级放缓的原因主要有以下三个方面：

1）各类战略规划的到期、产业扶植政策的退出以及财政补贴缺口的扩大决定了近期新动能高速发展的政策红利将步入递减期，许多缺乏造血功能的产业和企业将面临严峻的挑战。

过去 10 年来，中国高技术、战略性新兴产业以及“三新经济”之所以高速发展的核心原因就在于各类战略的陆续出台，各类产业享受了充分的政策红利。但是，这些政策红利将在以下几个因素的作用下已快速步入递减期。1）很多企业已经用完了政策优惠的孵化和扶持期，例如高新技术园区的企业一般享受 3-5 年的税收优惠和各类补贴支持；2）大量战略性新兴产业的规划期将在 2020 年结束，各种政策补贴开始步入退坡期。例如按照《新能源发展战略行动计划（2014-2020）》的规定，到 2020 实现风电与煤电平价上网；按照《节能与新能源汽车发展规划（2012-2020）》规定 2020 年将彻底退出新能源补贴；3）遍地开花的各类产业园区和产业基地已经给很多地方强大的财政负担，在今后两年的财政约束下，很多对于战略性产业和高新技术企业的补贴也难以持续。例如 2009-2017 年中国政府

对新能源汽车补贴累积达到 2000 亿元，未来 3 年的补贴也将超过 2000 亿元，在财政收入增速下滑和政府融资能力下降的当前，财政补贴缺口将大幅度扩大，名惠而实不至导致很多依靠补贴生存的企业和行业难以为继。2017 年底，累积可再生能源发电补贴缺口总计达到 1127 亿元，而 2019 年单年度补贴缺口将扩大到 1200 亿元。

2）很多不合理的产业布局、行政化的重复建设以及市场虚火驱动下的泡沫将步入问题的暴露期和行业大调整期，从而决定近年来中国新动能很可能出现一个低谷。

在全国各地新经济和新动能“竞标赛”作用下，各地大上快上了很多项目，大兴了很多园区和产业基地，出现了很多泡沫神话。但是，经过 10 年的发展，这些市场和行政扭曲必须接受市场需求的裁决。1）很多没有技术基础、产业基础、人力基础以及市场基础的产业园区和创新基地在行政扶持几年后难以形成自我发展的造血能力，将逐步退出市场。到 2018 年底我国有各类园区 2.5 万个，各类孵化器 6000 多个，其中 70%的园区和孵化器在一些没有任何基础的三四线城市，大量园区和众创空间难以收支平衡，其退出的爆发期将在 2019-2020 年。2）很多重复建设的产业在政策“输血”很多年之后依然没有造血功能，在停止“输血”之后必将在强烈的市场竞争中被整合和淘汰，例如我国新能源汽车生产企业已经高达 169 家，平均每家的市场不足 10000 辆，大量的企业难以在近 3 年内达到规模化生产的临界点。再例如 28 个省都把光伏作为主导产业，至少建立了 280 个地级市或工业园区提出了打造千亿级新能源或光伏产业基地，导致的是很多战略性新兴产业出现严重的产能过剩，大量企业难以求得自我生存。3）很多市场化资金在新经济泡沫破灭后大规模离场，导致近几年市场资金严重吃紧。这集中体现在摩拜倒塌、P2P 爆雷、互联网+和草根创业步入迷茫期。例如 2017 年中国人工智能企业达到 1011 家，投融资总额达到了 277 亿美元，占全球募集资金的 70%，但是随着一些科技故事的破灭，很多 VC\PC 出现退场，2018 年募集基金同比下滑了 74.85%。

3）中美贸易摩擦通过关税贸易、产业链、技术卡脖子效应以及市场预期扰乱等方式将在下半年对高新技术产业和新动能产生实质性的冲击。

美国对于 2000 亿美元商品征收 25%以及签署《确保信息通讯技术与服务供

应链安全》行政令对华为等公司列入出口管制实体清单，这些举措对于中国高新技术产业的发展带来了严重影响。这些影响将在近期全面显化。这集中体现在以下几个方面：1）高新技术产品出口增速从 2018 年 19.5%下滑到 2019 年 2 季度的 0 增长，高新技术产品进口增速从 2018 年的 25.1%的增速下降到 2019 年 5 月-9.6%，外部需求和内部产业链受到明显冲击；2）对于关键技术的出口限制，导致部分高新技术企业业绩下滑，其中最典型的案例就是美国对中兴公司的制裁导致 2018 年企业利润下滑 252.88%；3）由于担忧贸易战和技术战导致全球价值链和产业链的重构，许多企业开始计划进行产能和投资转移，从而对高新技术企业的投资带来严重冲击。例如，UBS 对于北亚地区跨国公司的 CFO 进行调研发现，2019 年受到中美贸易摩擦有 82%计划或正在进行企业搬移，很多企业计划在 2020-2021 年计划将产能的 20-60%搬离中国大陆，其中有 20%计划迁移到美国，25%计划迁移到越南，22%迁移到印度。

综合以上因素，4 季度中国经济增速依然能够稳得住，全年主要预期目标能够实现，但更为关键的是 2020 年。4 季度 GDP 增速预计能够稳定在 6.1%左右，全年经济增速为 6.1-6.2%，保持在 6%-6.5%的目标区间。一是减税降费效应还在持续，并且在年底会显现得最为明显，因为大量的税收征收和抵扣在年底体现地最为充分；**二是**前 3 季度专项债的发行所带来的投资和增长效应存在一定的滞后期，政策效果将在 4 季度进一步体现；**三是**近期中美贸易冲突的缓和，对短期市场信心提供了有利支撑。**但是，2020 年经济增速会不会“破 6”？如果不“破 6”，支撑经济增长的基础在哪里？如果“破 6”，底线在何处？会不会不影响“两个一百年”奋斗目标的实现，会不会影响社会和就业的稳定？这需要从中期视角出发，对现阶段中国经济增长的性质和 2020 年运行模式进行深入分析。**

第三部分　中期视角下中国经济增长的性质和 2020 年运行模式

今明两年我国经济下滑的性质是趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化所导致的经济增速持续回落。在 4 大趋势性因素中，目前只有制度性因素开始筑底回升，其所释放的改革红利推动了 TFP 的改善，但还没有承担起拉动经济常态化增长的重任。在 5 大周期性因素中，金融风险的缓释和中美贸易摩擦的阶段性缓和将为明年带来一个相对稳定的金融环境和外贸环境，

为重建市场信心提供了一个有利时点。2020 年经济增速的下台阶效应可能还将进一步显化，但也不必过于悲观，部分周期性力量将出现反转以及中国制度红利的持续改善将是 2020 年最为值得关注和期待的新变化。随着 10 大积极因素的巩固和培育，宏观经济下行将有所缓和，下行幅度将较 2019 年明显收窄。

（一）中国宏观经济运行的 4 大趋势性因素

从 4 大趋势性因素来看，影响我国经济潜在增速的趋势性力量并没有步入新的平台期，依然处于回落阶段，经济增速换挡的显化是今明两年改革调整攻坚期的主要特征。

1、改革攻坚期决定了新一轮的改革红利还没有完全出现，近期全要素生产率（TFP）有所改善，但还没有承担起拉动中国经济常态化增长的重任。随着上一轮改革红利的消失，很多既有的制度体系不仅未能成为推动经济增长的动力，反而成为制约新时代经济高质量发展的障碍。

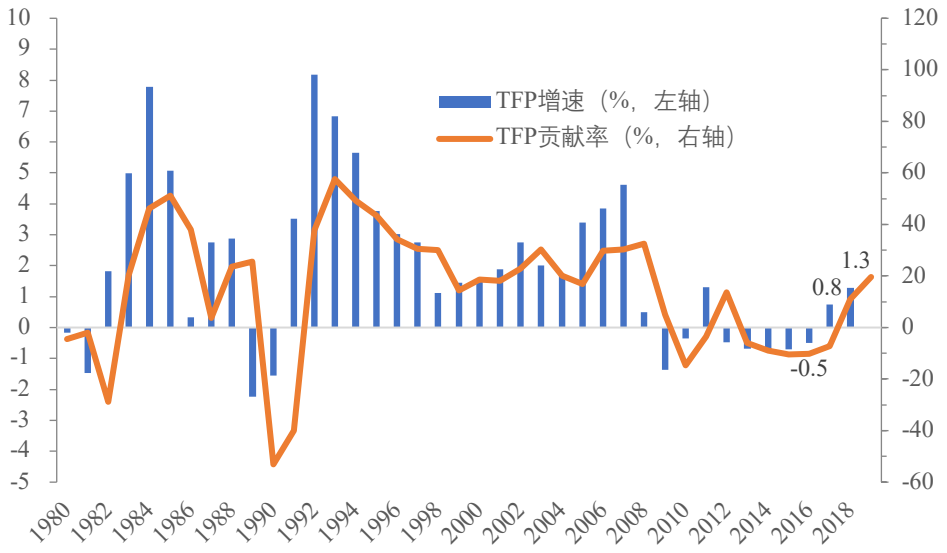

图 38　中国 TFP 增长率及其增长贡献率变化趋势

TFP 增长率从 1992-2007 年的 3.4%逐步回落到 2008-2016 年的-0.3%，对经济增长的贡献率从 29.9%回落至-4.7%。目前，新一轮的制度红利正在加速构建并开始筑底回升，推动 TFP 有所改善。2017-2018 年 TFP 增长率企稳回升，从 2016 年的-0.5%回升至 0.8%和 1.3%，对经济增长的贡献率从-7.3%回升至 11.0%和 19.5%。但是，目前 TFP 的改善幅度仍难以主导经济高质量发展和承担起拉动经济常态化增长的重任，深化改革调整的任务依然艰巨。

2、中美贸易冲突和全球经济大幅放缓决定了全球化红利处于快速下滑期。早在中美贸易冲突爆发之前，全球化红利已经出现了大幅下滑甚至趋于耗竭的现象。货物和服务贸易顺差占中国 GDP 的比重从 2007 年 8.6%的峰值逐步回落到 2018 年的 0.8%，其中货物贸易顺差呈现出缩小的趋势，而服务贸易逆差呈现出扩大的趋势。近期中美贸易摩擦的加剧进一步加速了全球化红利的衰竭，在中期内恐难以有效提升。

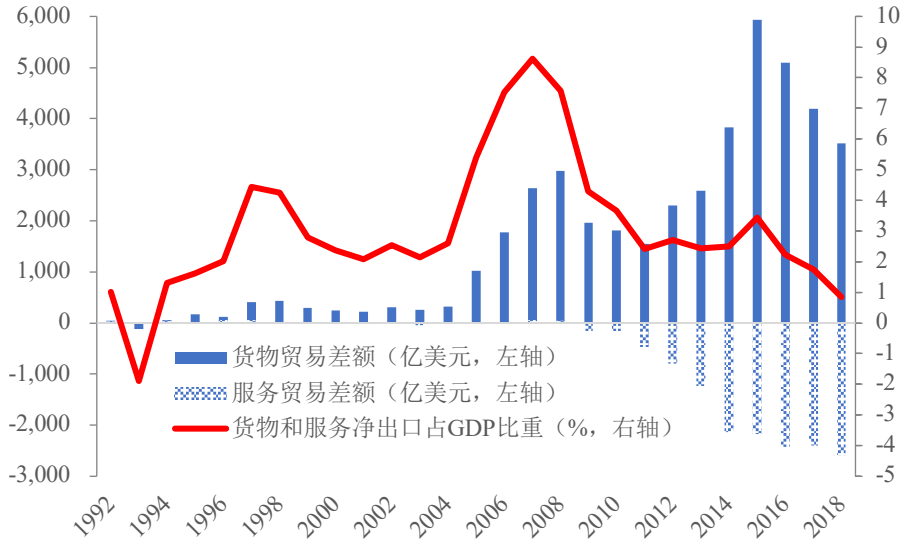

图 39　中国货物和服务净出口变化趋势

全球贸易增速自 2018 年出现新探底现象，中国外贸环境进入了趋势性新低迷期。从货物贸易看，进出口金额、出口金额、进口金额增速分别从 2010 年的 33.9%、30.5%、38.0%波动下滑至 2018 年的 9.7%、7.1%和 12.9%，2019 年 1-10 月份又进一步大幅下滑至 2.4%、4.9%和-0.4%。尽管 2019 年实现了较大规模的货物贸易顺差，但仍具有明显的“衰退型”顺差特征，而且服务贸易逆差还在持续扩大。

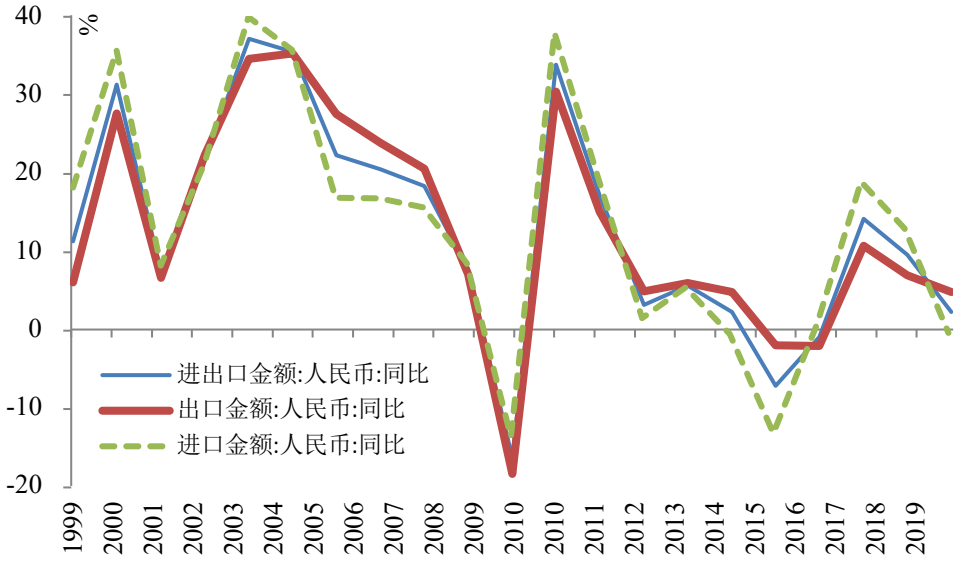

图 40　中国进出口变化趋势

3、工业化红利开始递减。制造业比重的进一步下滑和第三产业的快速上升决定了工业化红利持续递减。1978-2007 年中国工业占 GDP 比重稳定在 40%左右，但自 2008 年以来，工业占 GDP 比重从 41.3%持续下滑至 2018 年的 33.9%，年均下降超过 0.7 个百分点，2019 年前 3 季度又进一步下滑 0.4 个百分点至 33.5%。由此，第三产业占 GDP 的比重于 2008 年首次超过工业占比， 2019 年前 3 季度达到 54%。同时，第一产业占比已降至 6.2%，传统产业转型的增长效应基本耗竭。

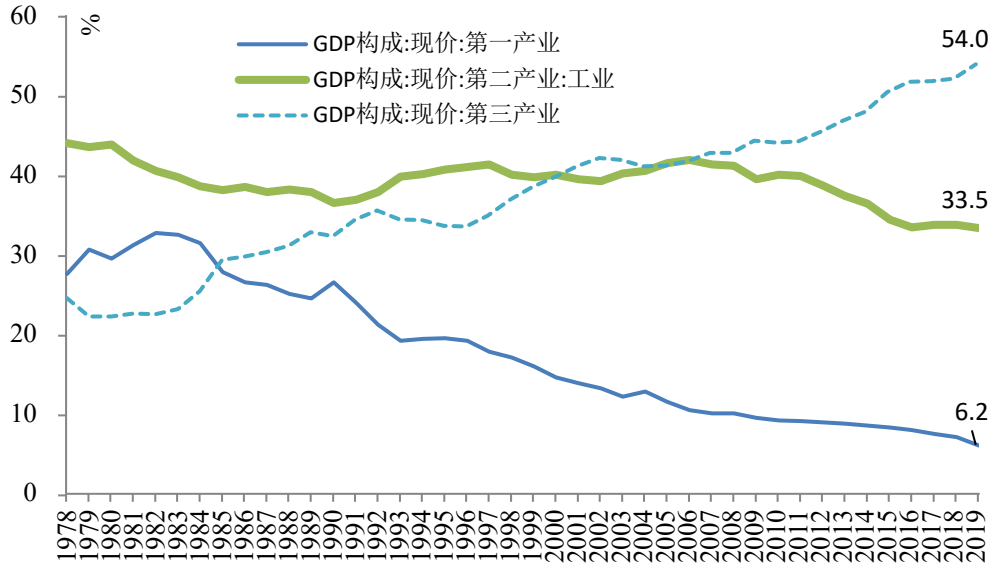

图 41 工业化红利开始递减

4)人口红利大幅度逆转。人口老龄化的加速决定了传统人口红利趋于衰竭。

2013 年，全国 15-64 岁人口达到 10.1 亿的顶点，其中 16-60 岁劳动年龄人口于

2012 年达到顶点 9.2 亿，此后开始持续下降。总人口抚养比于 2010 年达到 34.2% 的最低点后开始持续上升，2018 年达到 40.4%。人口结构的变化导致国民储蓄率于 2010 年达到最高点 51.8%，此后开始持续回落，2018 年为 45.3%。

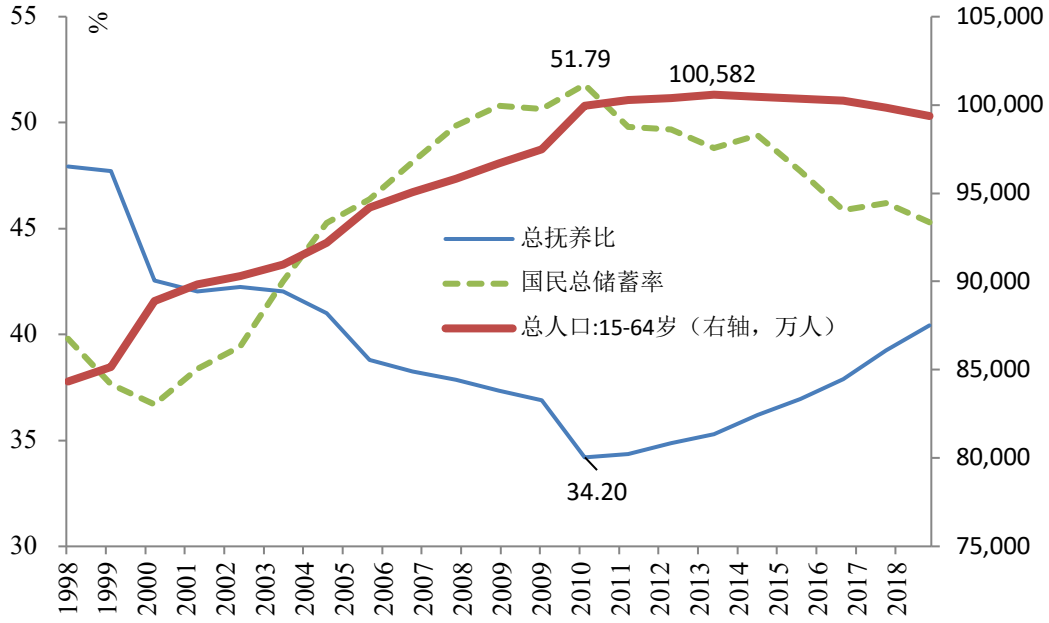

图 42 中国人口结构和储蓄率变化趋势

同时，从产业结构和城乡结构转型的角度看，农业劳动力转移速度明显放缓，流动人口总数开始由增长转为回落。特别是 2014 年以来，全国流动人口规模持续下降，城镇落户意愿低落。

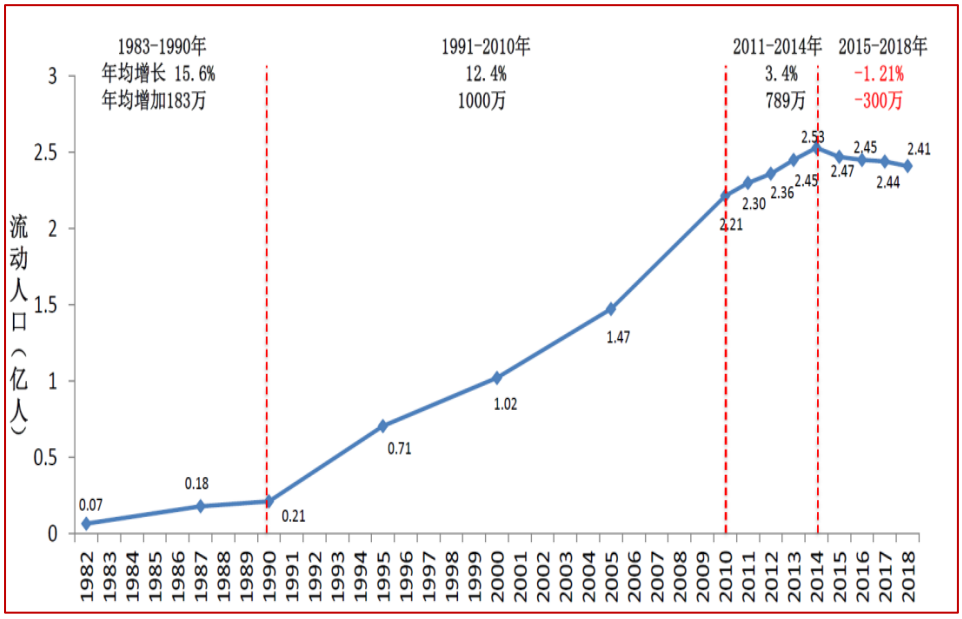

图 43 中国流动人口变化形势图

上述四种传统经济增长动力之外，值得重点提及的是，中国经济增长的外

部环境恶化具有中长期性，世界经济中长期的趋势性下滑因素仍未见底，中美冲突引发新的结构性变化。一是全球技术进步仍处于下行期；二是全球性的收入不平等问题没有得到改善；三是全球债务问题没有得到缓和，11 月 15 日国际金融协会发布的报告显示，2019 年全球债务规模将超过 255 万亿美元，占全球 GDP 的比例将升至 330%；四是全球人口红利整体步入下降期；五是逆全球化的时间和深度可能比预期更长更深。中美冲突不仅是大国在世界经济低迷期的必然产物，也是霸权周期变迁的产物。遏制中国是美国长期以来一统世界的必然选择，层层加码的谈判技巧说明美国只是利用谈判来推行其单边主义和贸易霸凌主义。中美冲突直接改变了中国的外部环境，成为中国经济下行压力加大的核心因素之一。

因此，我国经济趋势性下滑的力量并没有得到有效逆转，潜在 GDP 增速的下滑是导致当前我国经济增速下滑的核心原因之一。在影响我国经济潜在增速的 4 大趋势性力量中，目前除了制度性因素见底回升并带来 TFP 改善，其他几大因素都在下行甚至有所加速。过去 10 年间，我国经济增速平均每年下降 0.5 个百分点，今明两年叠加国际国内多重不利因素影响，经济增速的“下台阶效应”将持续显化。

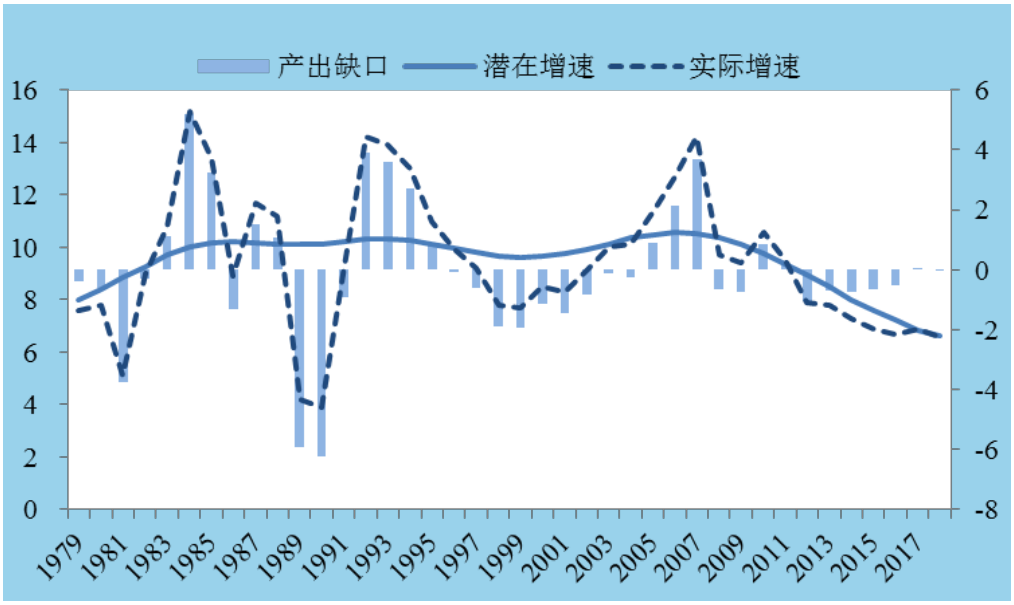

图 44 中国经济潜在增速和产出缺口变化趋势

从中长期看，在趋势性下滑和增速换挡过程中，中国经济发展还要完成以下任务：一是如何跨越“修昔底德陷阱”：实现无战争的大国崛起，解决国内经济增长和国际关系协调问题，构建“人类命运共同体”；二是如何跨越“中等收

入陷阱”：实现无民粹主义的大福利，解决进入高收入阶段面临的瓶颈问题；三是如何超越“明斯基时刻”：实现无危机的金融深化，解决金融发展和风险防范问题；四是如何破解“李约瑟之谜”：实现政府与市场协同下的大创新，解决科技进步和前沿创新问题；五是如何越过“环境库茨涅茨曲线”拐点：实现可持续发展的结构转型，解决人类发展与生态环境平衡问题。

（二）中国宏观经济运行的 5 大周期性因素

从周期性因素变化来看，当前中国经济正处于中美贸易冲突全面爆发期、刚开启的世界经济周期新一轮下行期、投资周期底部波动期、金融调整下行期以及新一轮市场化去库存周期，这决定了今明两年的短周期定位总体处于下行状态，防止周期效应叠加是加强宏观政策逆周期调节的重点。

1、世界经济周期的新一轮低迷期刚开启。直接的导火索是中美贸易冲突。这不仅造成中美两大经济增长引擎受挫，也使得不确定性风险上扬和市场信心低迷，导致全球贸易品和投资品的全面收缩。在中美冲突全面加剧的引导下，2019 年以来，全球经济政策不确定性以及地缘政治风险纷纷大幅上扬到历史新高，加剧了世界范围内的投资品和耐用品消费下滑，导致全球制造业陷入集体性低迷期。因此，现阶段世界经济不仅趋势性下滑期没有结束，而且周期性的低迷期也才刚刚开始。在全球经济长期停滞下的新一轮下行周期，使世界经济又处于十字路口。

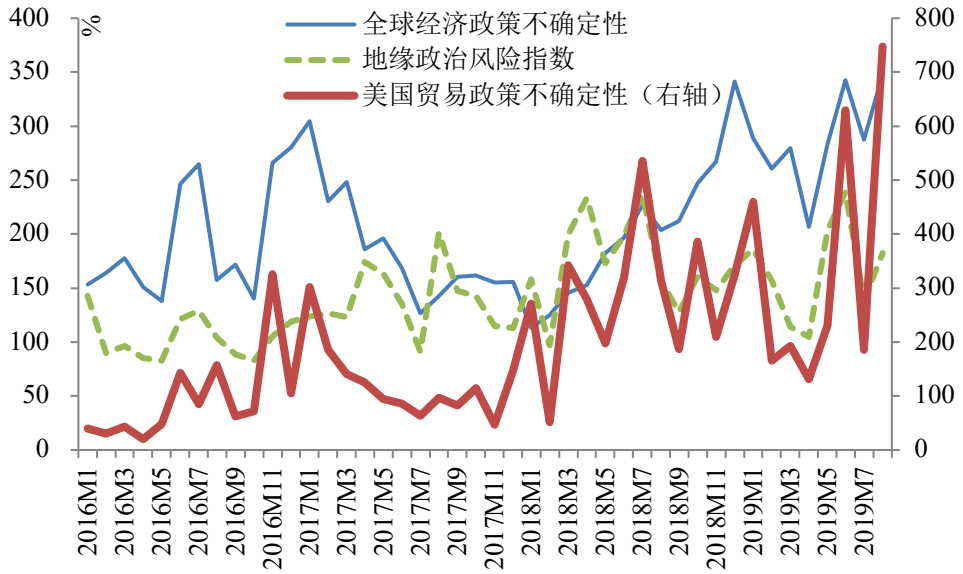

图 45 全球不确定性指数大幅飙升

中美贸易冲突必将全面改变中国外部环境，在近期成为中国经济下行压力的

核心因素之一。

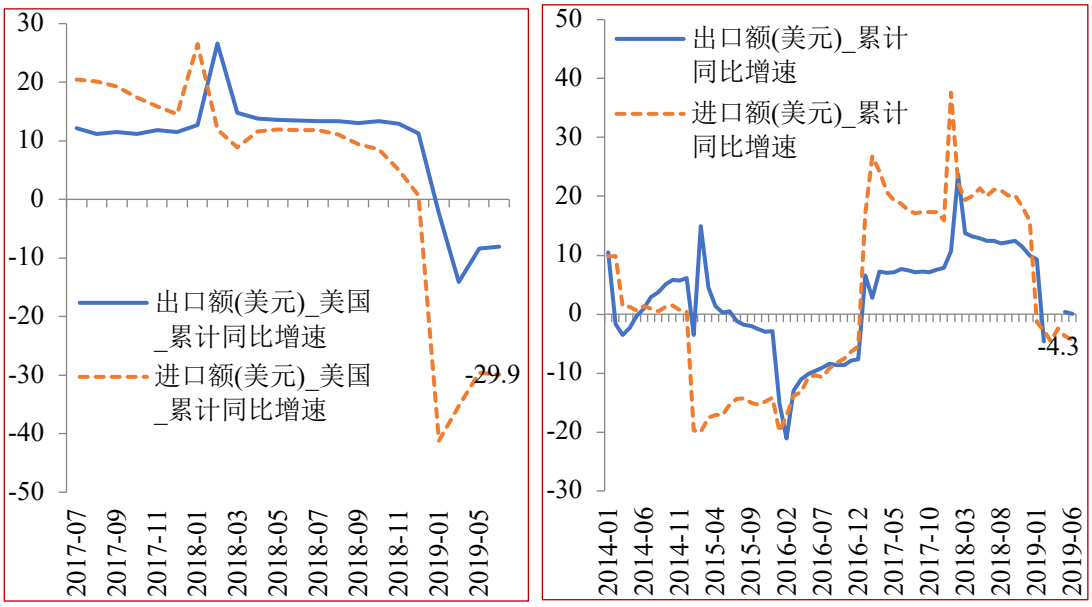

图 46　中国对美国进出口下滑幅度大于中国进出口总体情况

2、中美之间的冲突具有长期性，但明年是美国的大选年，中国可能会迎来一个相对稳定的外贸环境。原因在于，在中美贸易冲突下，美国经济同样遭遇重创，并可能在 2020 年面临经济和金融市场的双重风险。2019 年以来，美国经济下行压力加大，私人投资增速下滑，消费支出增速下滑，特别是耐用品消费出现收缩。同时，美国金融参数发生变异，国债收益率期限倒挂。中小型对冲基金买入信用违约互换工具，押注美国经济衰退导致企业债券兑付违约的投资杠杆倍数已经超过 30 倍。与信贷指数相关的合成型担保债务凭证交易量在去年逾 2000 亿美元的基础上又上涨约 40%，互换期权的日交易额达到 200 亿-250 亿美元。

3、中国投资周期依然处于底部波动状态。中国固定资产投资名义增速目前仍处于持续放缓和探底过程中，剔除价格因素的实际投资增速也刚开始摆脱极度低迷状态。更为重要的是，企业设备工器具投资和新建投资持续低迷，这表明各类企业主体还没有做好为下一轮经济繁荣进行投资和技术改造的准备。

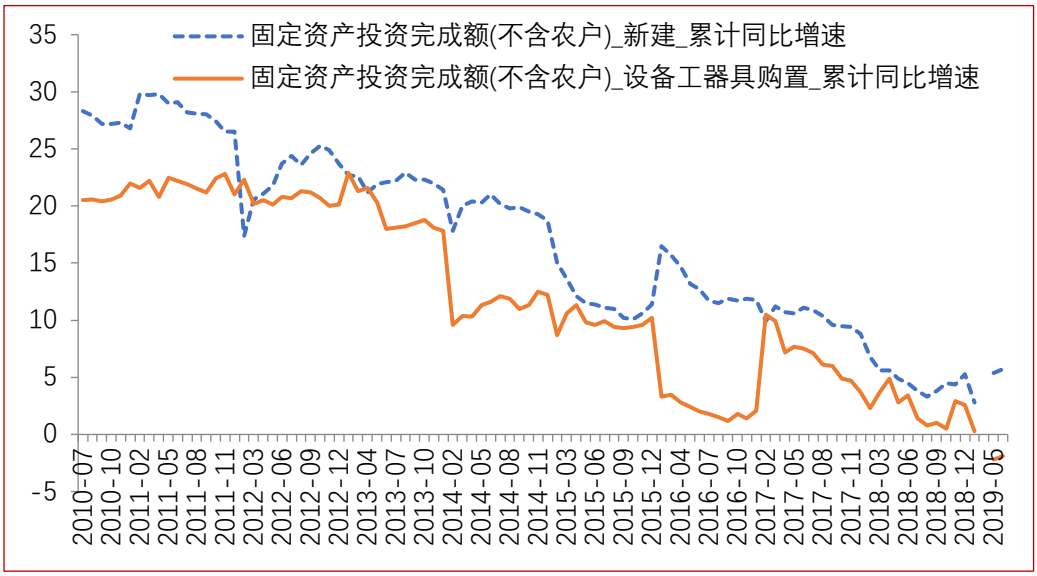

图 47 中国新建投资和设备工器具投资仍处于底部波动状态

4、中国金融周期总体上已经见顶回落，不过 2019 年债务风险得到有效缓释，为 2020 年经济稳定提供了相对有利的融资环境。自 2017 年开始，中国金融周期下行期已经全面开启，金融供给侧结构性改革、宏观审慎监管以及监管政策的发力决定了中国金融下行周期的延长，各类金融周期指数也表明中国金融周期在 2017 年达到历史高点后开始持续回落。不过，从近期的金融市场形势来看，随着金融风险攻坚战取得阶段性胜利，特别是债务风险得到有效缓释，市场流动性处于稳健状态，为 2020 年投融资和经济增长提供了较为有利的金融环境，对于提振市场信心也具有积极作用。

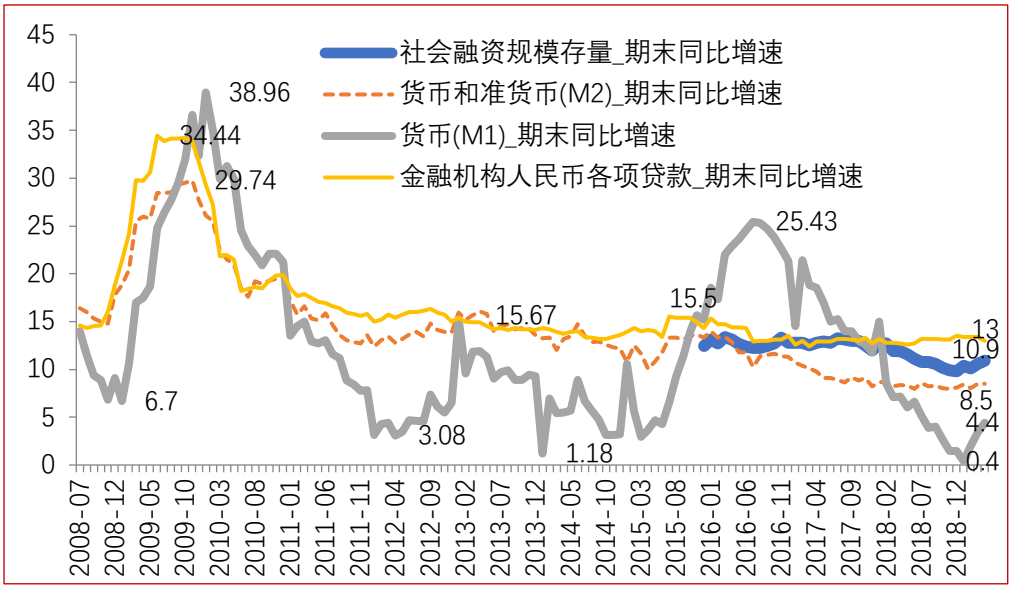

图 48 中国金融周期总体上已经见顶回落

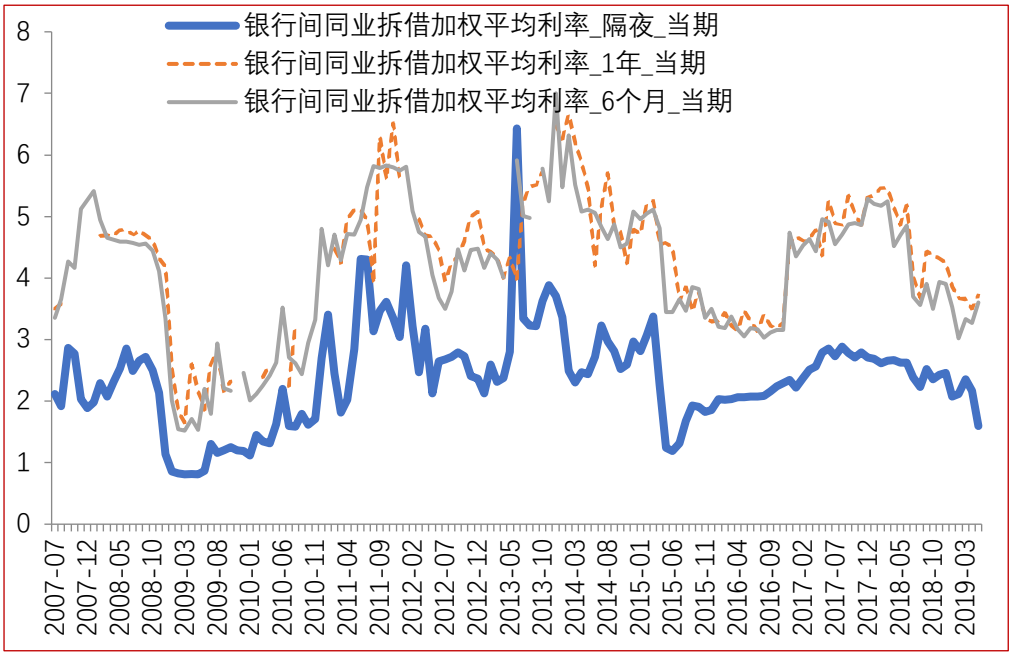

图 49 市场流动性处于稳健状态

5、2019 年库存周期和房地产周期等其他短期因素趋于下行。首先，从库存周期来看，在悲观预期下，2019 年企业过快去库存，目前已经接近周期性的底部，对 2019 年宏观经济运行产生了一定下行压力。随着 2020 年市场预期回暖，可能会出现补库存现象。

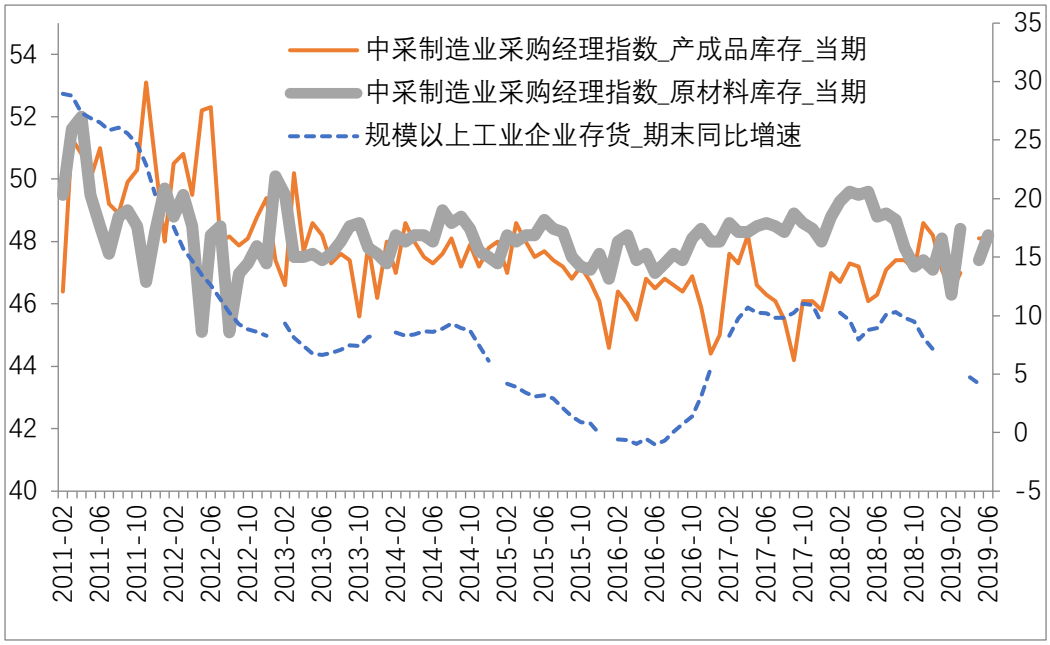

图 50 2019 年库存周期趋于下行

其次，从房地产周期来看，房地产市场不同指标间已经开始出现分化。近两年的房地产销售面积增速持续下滑，2019 年开始出现负增长，但房地产投资一

直保持着 10%左右的增速，似乎在有力支撑总投资增长。但是仔细分析发现，尽管前 3 季度房地产新开工面积增长了 8.6%，但房地产竣工面积负增长 8.6%，两者缺口达到 17.2 个百分点，这一情形自 2018 年年初开始已经持续了近两年，明年可能会产生“有投资、无增长”的现象。

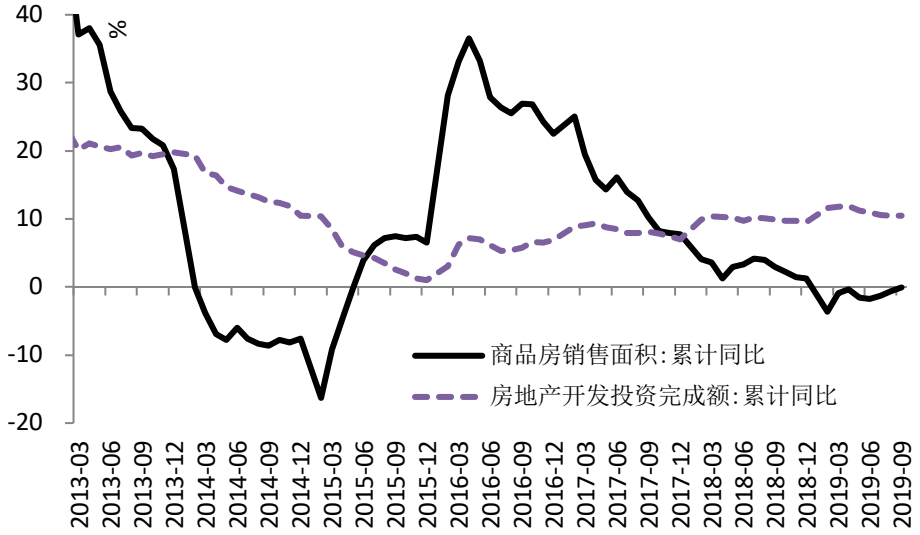

图 51 房地产销售和投资增速走势分化

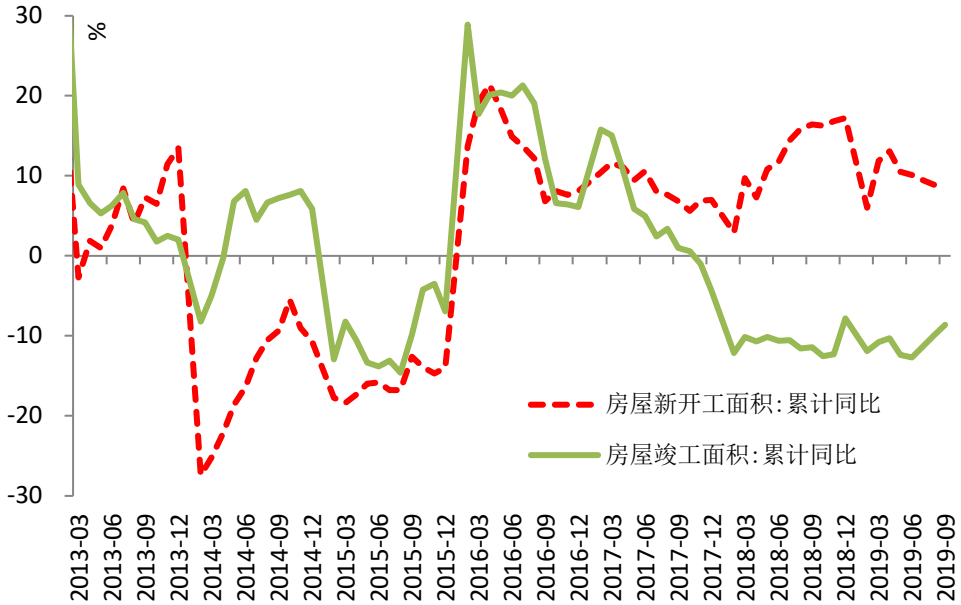

图 52 房地产新开工和竣工面积增速走势分化

总体来看，在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，明年经济增速的回落还将会进一步持续。一方面，新常态的增速换档期、动力转换期以及前期风险的释放期尚未结束，趋势性下滑力量仍然没有逆转。另一方面，国际和国内周期性波动加大，周期性力量与趋势性力量变化将在当前与未来一段时期出现叠加现象。过去 10 年间，我国经济增速平均每年下降 0.5 个

百分点，按照这个趋势，明年经济增速的下台阶效应可能会持续显化。

但目前中国经济的制度性红利已经开始筑底回升，同时，近期金融风险的缓释和中美贸易摩擦的阶段性缓和将为明年带来一个相对稳定的金融市场环境和外贸环境，这对于重建市场信心提供了非常有利的重要时点。**新一轮信心构建将从今年 4 季度全面开始。同时，中期改革方案对党的十九届四中全会的快速跟进非常重要。**四中全会精神和蓝图，需要尽快细化和落地，不能流于形式。特别是在四中全会的基础上，对下阶段的收入分配制度和科技创新体系，要有中期规划和一揽子改革方案。

（三）2020 年中国宏观经济运行的 10 大积极因素

基于 2019-2020 年的趋势性因素和周期性因素的分析，**悲观人士可能会认为，随着中国经济下行压力加大，明年经济增速将会大幅回落。但是，我们通过对周期相位和各种经济参数进行测算分析发现，2020 年部分周期性力量将出现反转，同时中国的制度红利将持续改善，宏观经济运行中存在 10 大积极因素，值得高度重视并加强巩固和培育。由此，2020 年宏观经济下行将有所缓和，下行幅度将较 2019 年明显收窄。**

一是随着吏治整顿的基本到位和党的十九届四中全会精神的全面落实，中国制度红利将全面上扬，TFP 增速将明显改善。如前所述，我们通过测算发现，近两年的全要素生产率增速开始由负转正，且正处在逐步回升的阶段，说明过去一段时期的改革调整开始释放制度红利。一方面，吏治整顿目前已基本到位，改革浪潮中的新一代开始上马；同时，中央和省级的机构改革已经完成，正向县乡级深入。另一方面，社会各方对于新时代治理方式转变的适应期和磨合期基本完成，对新时代制度的适应性和对未来的信心提升。如果按照党的十九届四中全会精神，2020 年起抓紧部署和落实新一轮改革方案，将会加快培育和释放更多的制度红利。包括从所有制、分配制度和运行机制三个层面完善社会主义基本经济制度，全方位推进市场化、国际化、高标准的制度化开放，以及细化和落实对非公经济和非公经济人士的保护。

二是随着各类杠杆率的稳定、应付债务增速的下降、高风险机构的有序处置、金融机构资本金的补足、监管短板的完善使金融风险趋于收敛，化解金融

风险的攻坚战取得了阶段性胜利，金融环境将得到明显改善。

1）近几年去杠杆成效显著，国有企业去杠杆接近完成，民企加杠杆开始相对稳定，大中型银行的风险抵御能力在增强。从杠杆率水平来看，在国有企业去杠杆、政策加大对民营企业融资支持力度的情况下，国有工业企业杠杆率稳中有降，私营工业企业杠杆率波动攀升，两者走势趋于收敛，截至 9 月底，国有及国有控股工业企业资产负债率为 58.4%，同期私营工业企业资产负债率为 57.9%。

2）事实上，自 2013 年以来的风险持续释放期，也开始步入尾声：P2P、股灾、民营企业的债券违约、中小银行的承压、几大金融控股集团出现的问题、各种跑路事件，目前都开始得到有效的控制。

3）明年到期的偿债额增速有所下降，偿债压力减轻；同时，总体负债率过快上升的趋势得到有效逆转，为未来杠杆率的稳定和小幅回升提供了空间。

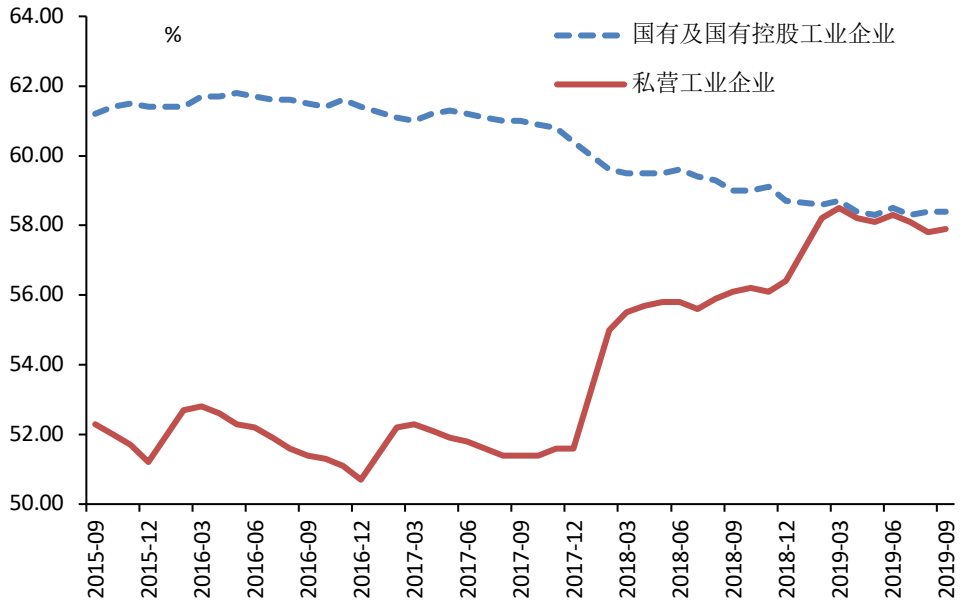

图 53 国有及私营工业企业杠杆率趋于收敛

目前货币政策边际宽松的效果开始显现，企业资本金得到充实、经营性资金得到相对改善，这说明逐渐向好的调整过程已经开始。从现金流情况看，社融回暖多数行业融资改善。从经营性现金流看，纺织服装、轻工制造等 15 个行业经营性现金流好转企业数量占比高于去年同期。从投资性现金流看，采掘、房地产、国防军工等 18 个行业投资性现金流好转企业数量占比高于去年同期。从筹资性现金流看，社融回暖背景下 20 个行业融资改善，筹资性现金流好转企业数量占比高于去年同期，其中钢铁、有色金属、建筑材料等周期性行业改善较为明

显。

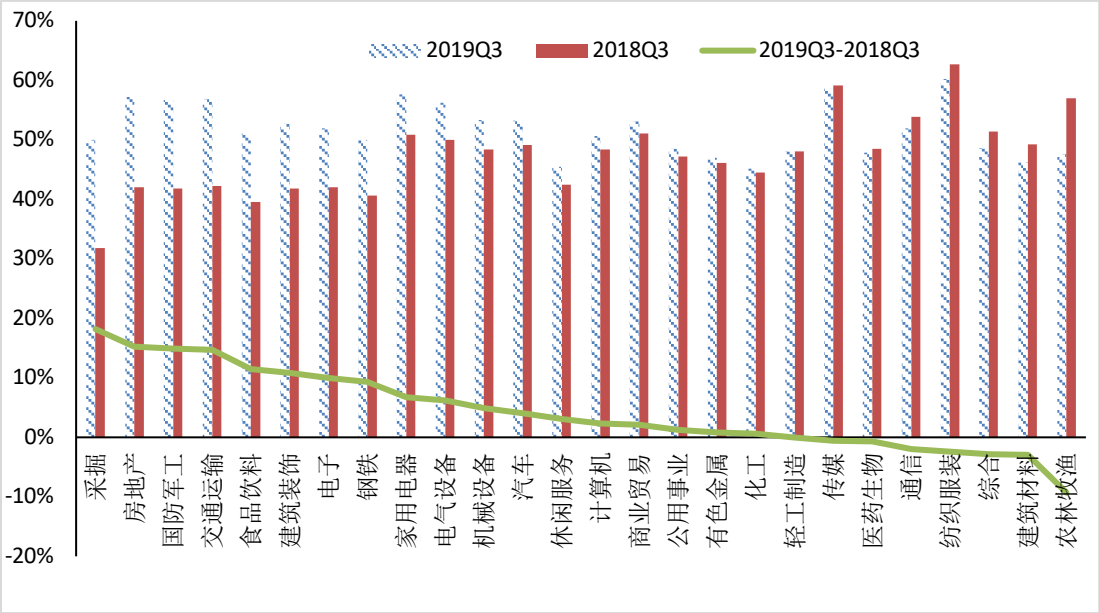

图 54 上市公司分行业投资活动净现金流好转企业个数占比情况（剔除金融）

但是，目前企业的偿债能力还没有出现明显改观。在资产负债率方面，国防军工、休闲服务、建筑材料、钢铁等行业资产负债率有所回落，传媒、化工、有色金属等行业资产负债率上升。从短期偿债能力看，26 个行业中仅交通运输、综合及传媒这 3 个行业短期偿债能力有所改善，货币资金/短期债务比值上升的企业数量占比较去年同期增加，钢铁、汽车、国防军工、建筑材料等 22 个行业均较去年同期恶化。

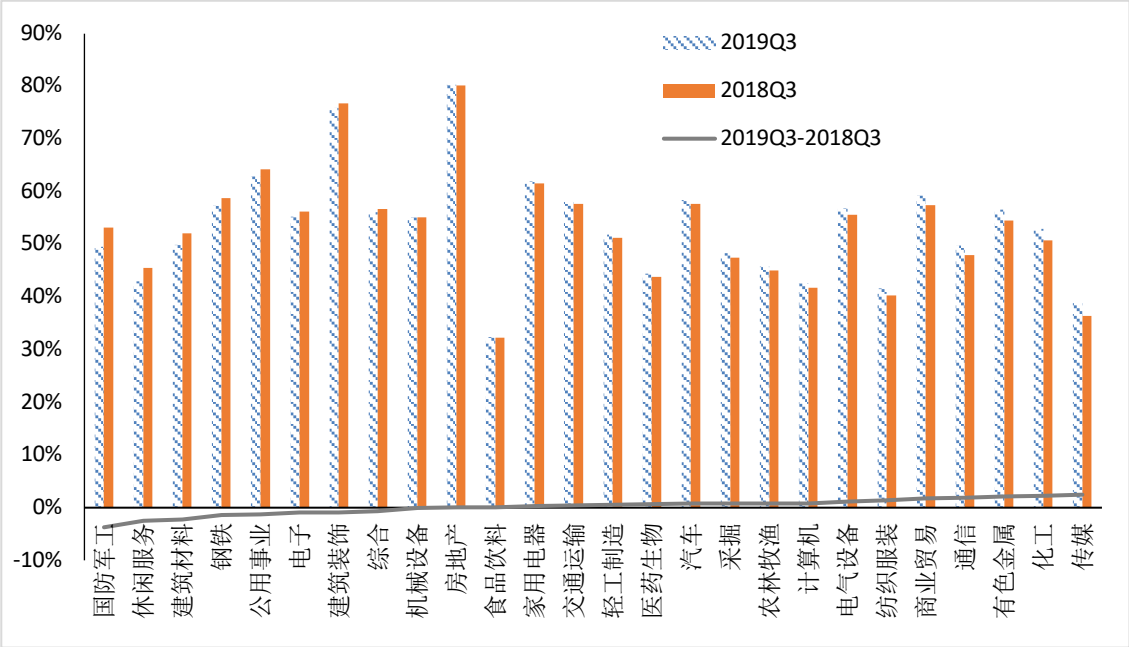

图 55 上市公司分行业资产负债率情况（剔除金融）

因此，明年稳健的货币政策需要新内涵。在流动性有所改善、偿债能力还没有改观的情况下，货币政策应该从数量工具转向侧重价格型工具，通过降息调节融资规模、稳定资产价格、降低还本付息压力。

三是企业库存周期触底反弹，前期过度地去库存为 2020 年企业补库存提供了较大的空间。近两年企业过度悲观，产生了库存超调现象，工业领域的产成品和库存量严重收缩，基本上已经接近前一轮工业萧条期的底部，明年触底回升将是大概率事件。因此，随着企业经营的正常化，明年将加快回补库存，带来生产扩张效应。

四是对中美贸易冲突的恐慌期已经过去，适应性调整基本到位，企业信心将得到明显回归。虽然中美贸易冲突仍然面临着不确定性，但是各类经济主体的预期和信心做出了重大调整，企业和各个阶层的恐慌期已经过去，进入相对从容和自信的适应调整期，即使中美贸易冲突出现一定的反复，对于中国经济运行也不会产生过于剧烈的影响。同时，从国际政治的角度看，明年中美冲突阶段性的缓和将是大概率事件。这说明过去两年我们应对中美贸易冲突的方式得当，建议继续保持战略定力。

五是为应对外部冲击而启动的各类战略将有效提升相应部门的有效需求，特别是在关键技术、科技研发体系、国产替代、重要设备等方面启动的战略将产生很好的拉动效应。中美贸易战使国家在战略上做出了重新调整，特别是在关键技术、科技研发体系、国产替代、重要设备等方面。新战略的短期效果目前已经在国防军工、计算机、机械设备、非银行金融等行业领域显现。今年以来中美贸易摩擦持续发酵，传统周期性行业生产经营情况仍未好转，但政策扶持下部分战略性新兴产业如国防军工、计算机、机械设备、生物产业、新材料产业等盈利改善，净利润同比增速均维持在 20%以上的较高水平。此外，受金融监管政策红利密集出台影响，金融行业盈利情况逆势回暖，非银金融及银行营业收入及净利润增速均有回升，其中非银金融改善尤为明显。

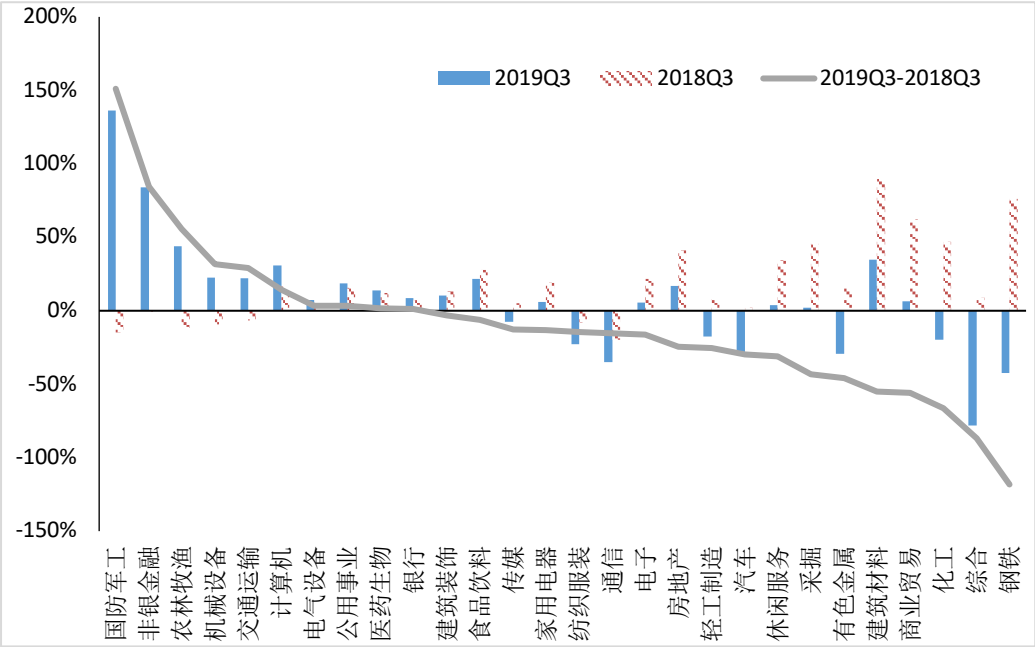

图 56 上市公司分行业净利润同比增速情况

从扩大再生产来看，建筑材料、机械设备、国防军工等 11 个行业同比增速上升，企业扩大再生产能力较强；电子、商贸、计算机等贸易战波及行业同比增速回落，企业扩大再生产能力受限；综合、家用电器、休闲服务、农林牧渔、纺织服装等行业总资产同比增速由正转负，企业再生产能力较弱。

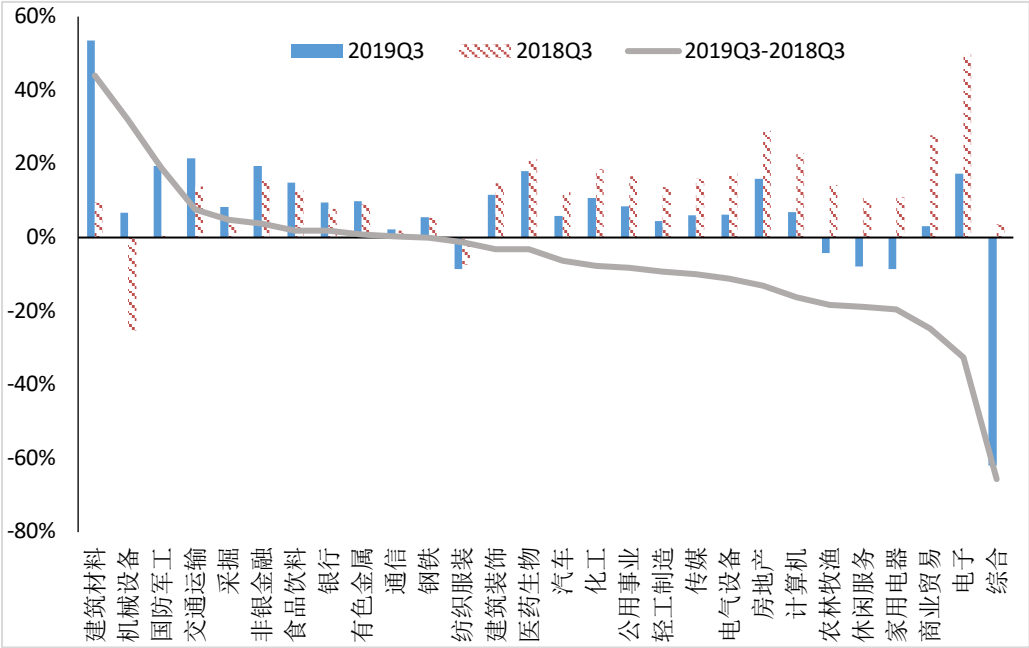

图 57 上市公司分行业总资产同比增速情况

六是随着全球汽车周期的反转，中国汽车市场可能企稳。2020 年全球汽车周期可能出现见底回升，汽车贸易和汽车销售增速回暖，带动制造业改善。

七是猪周期反转，猪肉供求常态化，猪肉价格的大幅度下降将为宏观政策提供空间，改善民众的消费预期。按照当前的市场调整速度，预计猪肉生产将在明年上半年全面改善，猪肉价格将在明年下半年全面回落。随着猪肉价格见顶回落，对民生冲击和宏观政策的约束放松。

八是在基础设施投资持续改善、国有企业投资持续上升以及民营企业家预期的改善的作用下，民营投资将在 2020 年摆脱底部徘徊的困局。1）过去中国经济的低波动与国有企业的逆周期投资行为密切相关，但是近两年，国有企业在去库存、去杠杆和严审核作用下，**国企投资在本轮逆周期调节中还没有发挥作用，反而在 2018 年出现了负增长，直到 2019 年下半年才开始发力。**2）更重要的是，**国企投资对民企投资具有强烈的带动作用**，是民企大型项目的来源、资金的来源，同时也是信心的来源。因此，**国企逆周期投资的恢复是本轮逆周期政策到位的关键。**随着改革磨合期和适应期的基本完成，国企投资行为开始常态化，随着国企投资开始发力，总体投资形势有望好转。

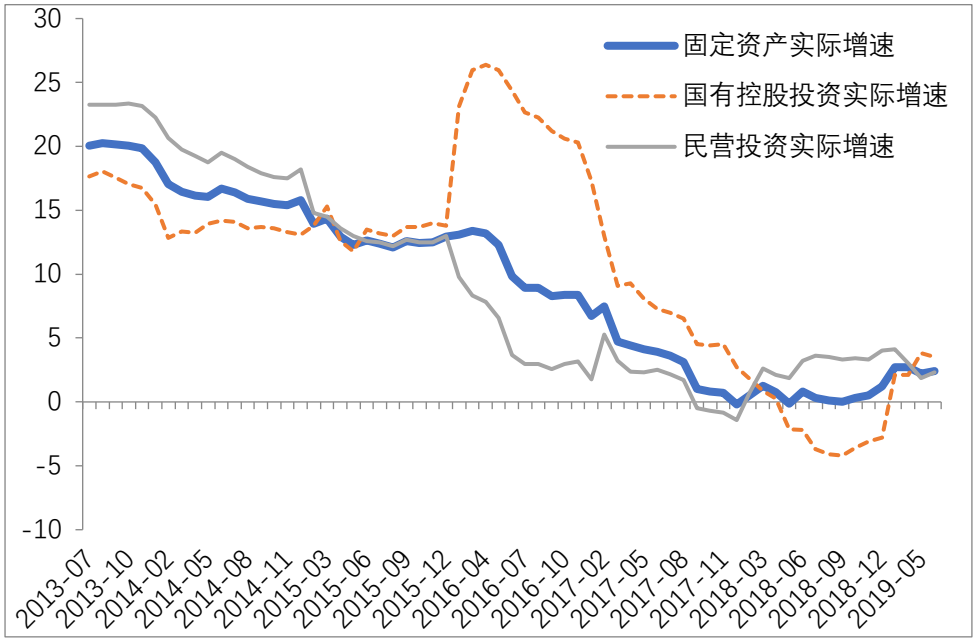

图 58 国企投资与民企投资关系

从扩大再生产来看，目前国企在建工程增长已加快，民企扩大再生产意愿还较弱。3 季度，多数所有制企业总资产及在建工程同比增速较去年同期出现下滑。从国有企业看，国有企业主要位于上游行业，受供给侧改革影响，总资产同比增速下滑，企业再生产能力受到一定影响，但在建工程同比增速较去年同期回升，扩大再生产需求仍较强。从民营企业看，民营企业在下游占比更大，总资产

及在建工程同比增速均较去年同期下滑，企业再生产意愿较弱。从外资企业看，当前我国鼓励外商投资范围主要集中在现代农业、先进制造、高新技术、节能环保、现代服务业等轻资产型领域，3 季度外资企业总资产同比增速下滑明显，但受益于一系列促进外商投资政策红利的释放，外资企业在建工程规模提速扩容，企业扩大再生产意愿相对较强。

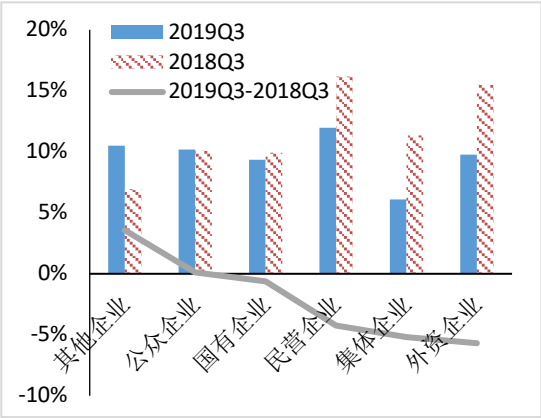

图 59 分所有制总资产同比增速情况

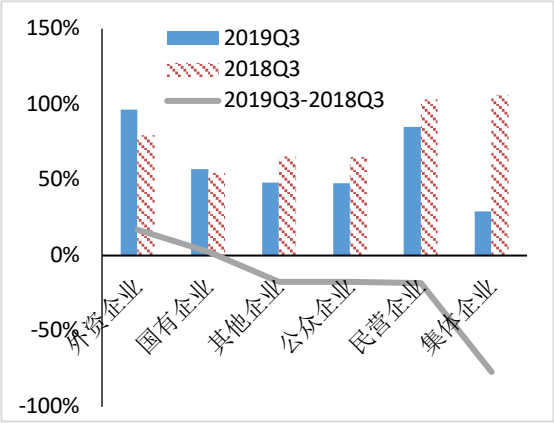

图 60 分所有制在建工程同比增速情况

九是新一轮更加积极的财政政策和边际宽松的稳健货币政策将进一步发力，这与 2020 年全面小康带来的社会政策红利以及全球同步宽松带来的全球政策红利，一起决定了 2020 年的政策红利大于前几个年份。

1）减税降费的政策红利进一步显现。随着减税降费力度持续加大，企业微观基础不断改善，向宏观经济的传导仍存在一定的时滞，政策效果将会在明年更为充分的显现。首先，运用充分考虑生产端和需求端企业异质性、同时识别生产函数和需求函数参数的结构模型，使用中国规模以上工业企业数据库中的 10 个制造业大类行业，评估和模拟增值税减税效应发现：**第一，增值税减税的短期实质效应相当可观。增值税减税后，产出会增长、就业会增加；增值税减税的幅度越大，产出和就业的增长效应就越强。以增值税减税 3 个百分点为例，制造业的总产出、总就业的增长率分别为 4.30%，7.07%。**第二，完善增值税的抵扣链条、提升企业进项税抵扣的便利，同样具有重要的降税政策效应。例如，若这些政策使得销项税率降低 3 个百分点、进项税率降低 1.5 个百分点，与基准结果相比产出增长率会提高 3.81 个百分点、就业增长率提高 3.37 个百分点。这表明区分销项税率和进项税率两条影响渠道确实能够提供丰富的额外信息。第三，增值税减税能够明显改善制造业的资源配置效率、提升宏观生产率。削减增值税

税率后生产率越高的企业增长更快。其雇佣的劳动增加更多、产出增长更快，从而市场份额增加。

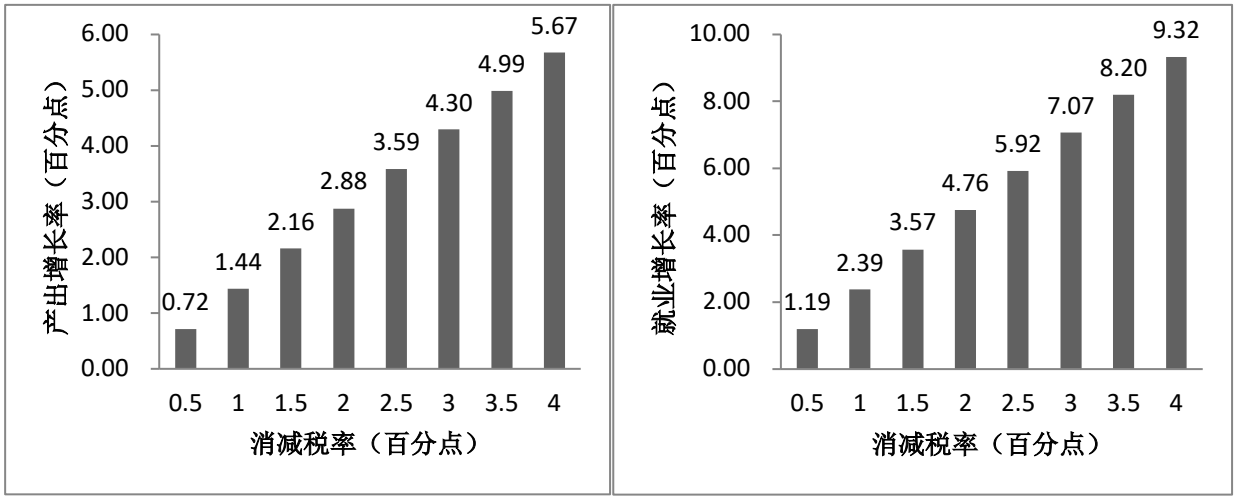

图 61 制造业削减增值税税率的效应

其次，根据全国税收调查中的 10 个服务业行业数据，就服务业社会保险降费对产出、就业的影响进行了政策模拟发现：**第一，服务业社会保险降费的产出效应和就业效应相当可观。服务业社会保险费率下调 4 个百分点，产出增长 5.7 个百分点。**社保降费幅度与企业产出和劳动需求增长的程度基本呈现稳定关系，降费的就业效应是降费幅度的 2 倍，降费 4 个百分点，**就业需求将增长近 8 个百分点。**第二，服务业企业成本的变化更多体现为实质效应（产出和就业）而非传导至价格。面对劳动成本的下降，服务业企业更多地选择增加劳动雇佣量、提供更多服务，而不是削减服务价格。第三，降费能够明显改善服务业的资源配置效率、提升服务业整体全要素生产率。降费后生产率越高的企业增长更快、劳动需求增加更多，从而市场份额增加。第四，降费对小规模服务业企业的就业刺激效应更强。由于服务业中小规模企业为数众多，降费对社会就业的促进作用确实不可小觑。同时，由于小规模服务业企业对劳动成本的变化更敏感，社会保险征费体制改革应该有实际性降费政策加以配合。

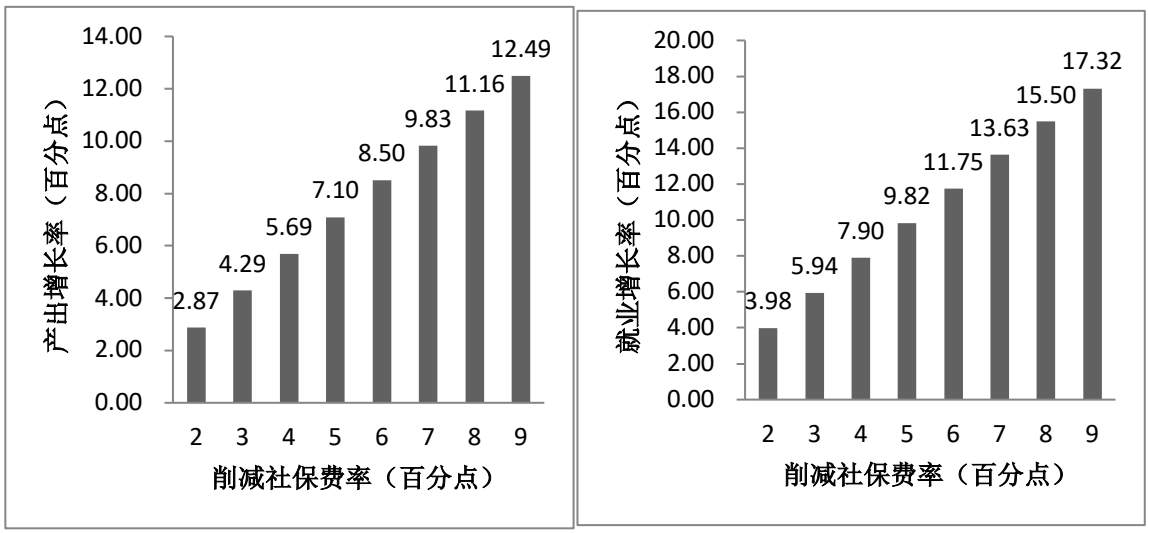

图 62 服务业社会保险降费的政策效应模拟

当前的财政政策效果已经显现，明年需要坚持和巩固；同时，积极的财政政策需要新积极，从生产端向消费端拓展。生产端的减税降费对降低企业成本具有明显成效，但如果老百姓不消费，政策传导效率就会下降；而如果消费起来了，生产自然就会跟上。虽然消费刺激容易形成跨期波动，但作为逆周期调节工具，效果立竿见影。最典型的就是降低汽车购置税。同时，可以考虑加大对中低收入群体补贴和转移支付力度，缓解猪价上涨和收入波动产生的民生冲击。

除了更加积极的财政政策进一步发力，2020 年全面小康带来的社会政策红利以及全球同步宽松带来的全球政策红利，也一起决定了 2020 年的政策红利大于前几个年份。

2）全面建成小康社会的社会政策红利。2020 年全面小康目标的实现，意味着中国进入减少相对贫困人口阶段，收入分配制度改革将作为四中全会提出的改革重点而启动。

3）全球政策同步宽松的全球政策红利。这将带来国际政策的协同效应，全球经济形势持续恶化的局面有望得到边际改善。为促进经济的进一步复苏或者延长经济景气周期，全球开启了次贷危机以来的新一轮的降息模式。与 2019 年年初相比，全球主要央行都下调了政策性利率水平，美联储今年已经 3 次降息，联邦基金利率保持在 1.50-1.75%区间，全球短期基准利率下行。其中，日本、瑞士和瑞典都是负利率水平，欧元区利率为 0，但存款便利利率为-0.5%。

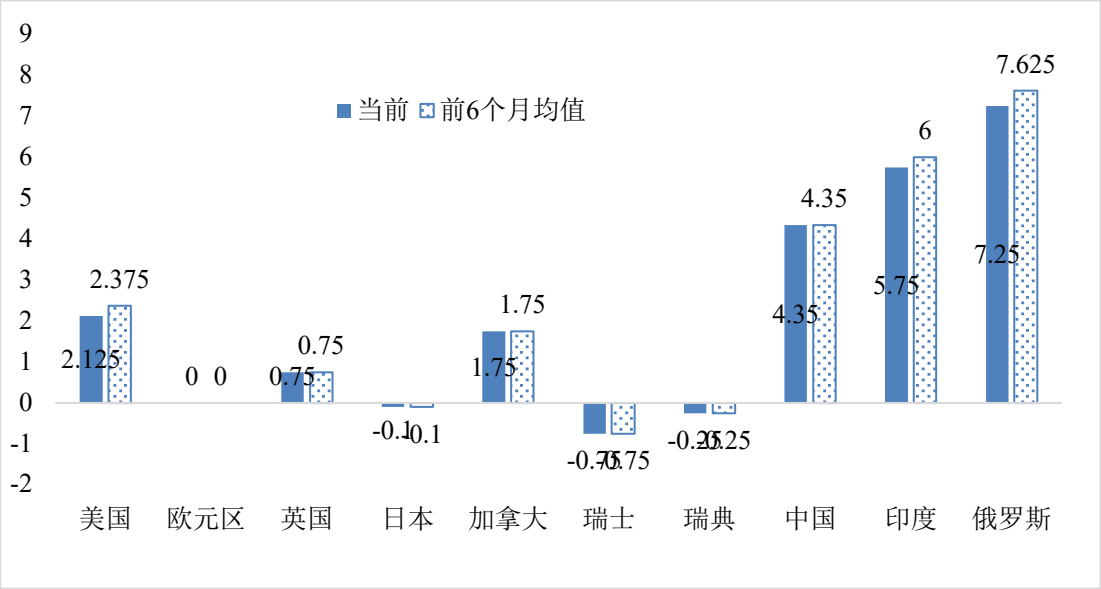

图 63　全球主要发达经济体和新兴市场经济体的央行政策性利率水平（月末，%）

数据来源：BIS。

十是中国庞大的市场、多元化出口路径、齐全的产业、雄厚的人力资源、开始普及的创新意识和创新竞争、强大的政府及其控制能力决定了，中国经济的韧性和弹性将在 2020 年进一步强化。明年中国 GDP 总量将突破 100 万亿元，人均 GDP 超过 10000 美元，超大规模市场优势和中产消费潜力将得到进一步提升，强劲的结构变化意味着中国具有强大的发展后劲和动能。

1)服务化孕育新机会和新问题。近年来，随着工业占 GDP 比重的持续回落，服务业占比则持续上升，服务业发展成为中国经济增长的主要驱动力。其中，金融业占 GDP 比重提升至 8%左右，房地产业占 GDP 比重提升至 7%左右。

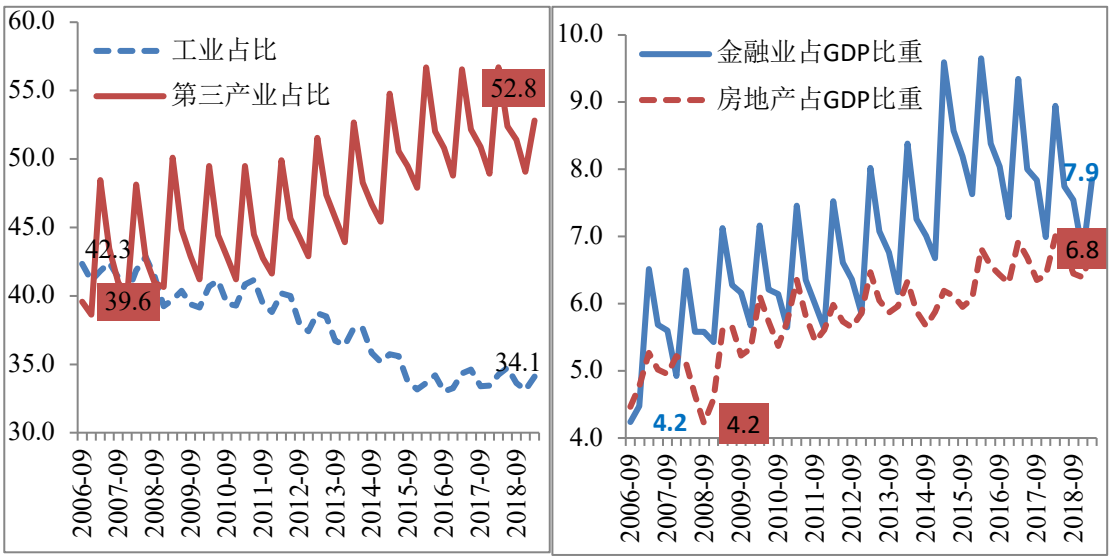

图 64 服务业发展拉动中国经济增长

2）消费化加速形成巨大的内需。近年来，中国消费参数已经发生革命性变化：1）恩格尔系数为 29.33%，达到联合国富裕水平的标准，进入发达国家行列，比 1978 年减少了 30 个百分点。2）巨大的中国中等收入阶层意味着庞大的市场。根据第四次全国经济普查数据修订后，2018 年中国人均 GDP 已经超过 1 万美元，接近世界人均 GDP 的 1.13 万美元。3）物质消费和服务消费比例大幅度变化。服务消费支出占居民消费支出的比例在 2017 年超过 40%。4）消费支出占居民可支配收入的比重为 70.6%。5）国民储蓄率下降到 46.4%，国民消费率在过去 8 年中提升了 5 个百分点。

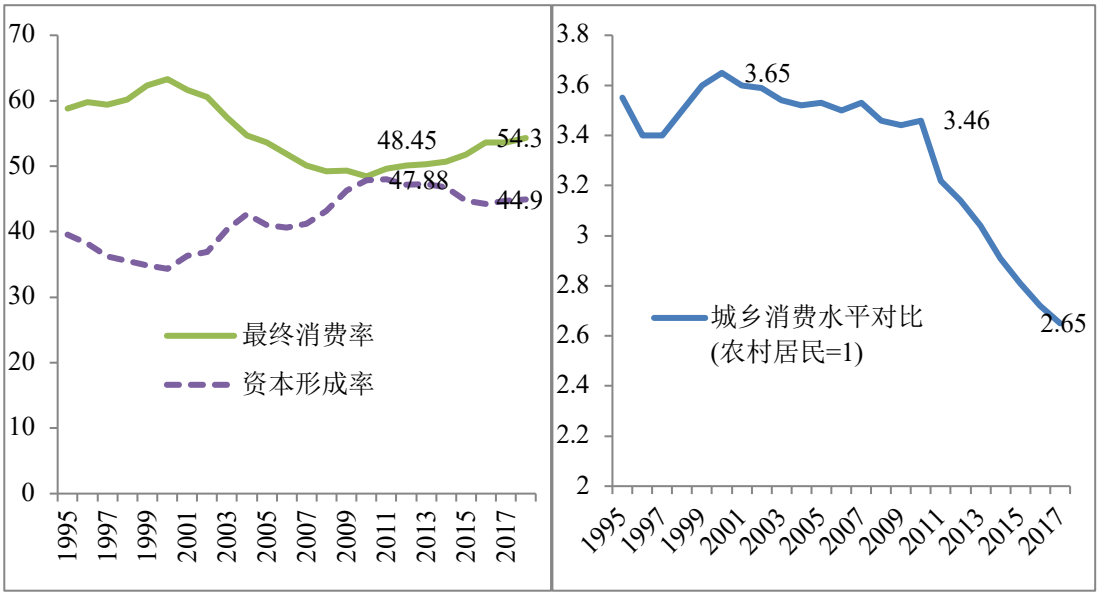

图 65 消费化加速形成巨大的内需

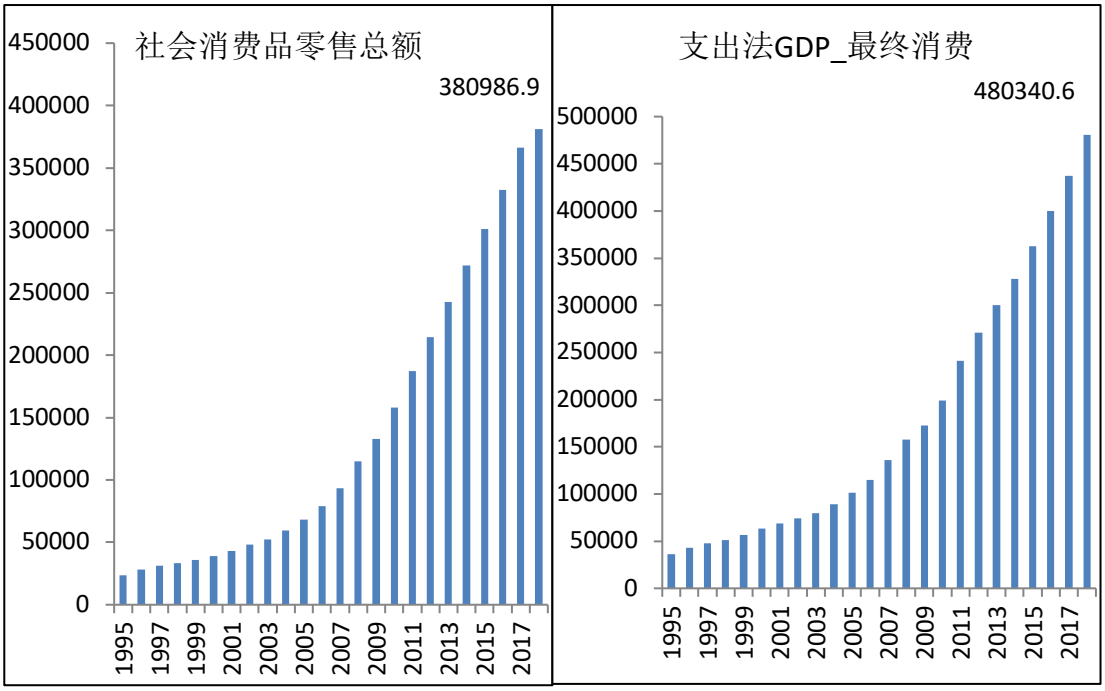

图 66 消费化加速形成巨大的内需

3）研发达到很高的高度。2018 年中国研发支出占 GDP 比重达到 2.2%，相比 2008 年提高了 0.7 个百分点；发明专利申请授权数达到 43.2 万件，是 2008 年的 4.6 倍。

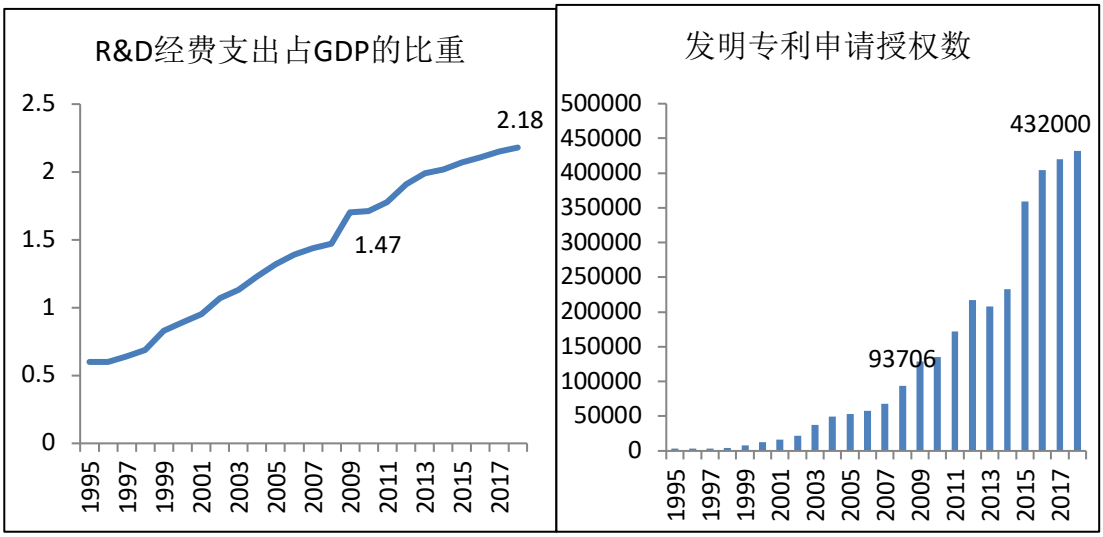

图 67 中国研发经费支出和发明专利申请授权数快速上升

与美国相比，中国 R&D 支出的差距不断缩小，特别是试验发展研发支出规模已经超过美国。不过，从支出结构来看，中国研发主要是以试验发展阶段的投入为主，2016 年占比达到 84.2%，而基础研究投入则严重不足，占比仅有 5.1%，基础研究以及应用研究投入占比合计为 15.8%。相比之下，美国在基础研究领域

投入占比达到 16.9%，基础研究以及应用研究投入占比合计达到 36.4%。特别是在联邦政府层面，除了国防部外其他部门（包括能源部、NASA 等）基本以资助基础研究与应用研究为主。

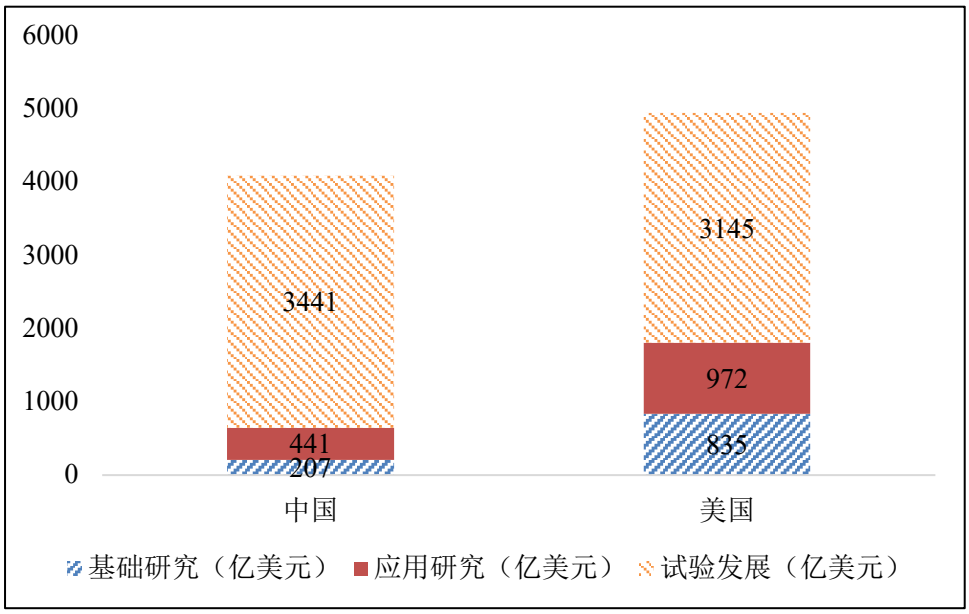

图 68 中国和美国研发支出结构对比

4）经济结构变化对就业产生格局性影响，使得经济增速下降中就业却出现超预期的稳定。近年来，第二产业占 GDP 比重持续下降，第三产业占比则持续上升，就业加速从第二产业向第三产业转移，表现为第二产业就业人数开始出现负增长，但第三产业就业人数快速增长。在此背景下，同样的经济增速所能吸纳的就业人数增加。因此，在经济增速下降中，就业却出现超预期的稳定。

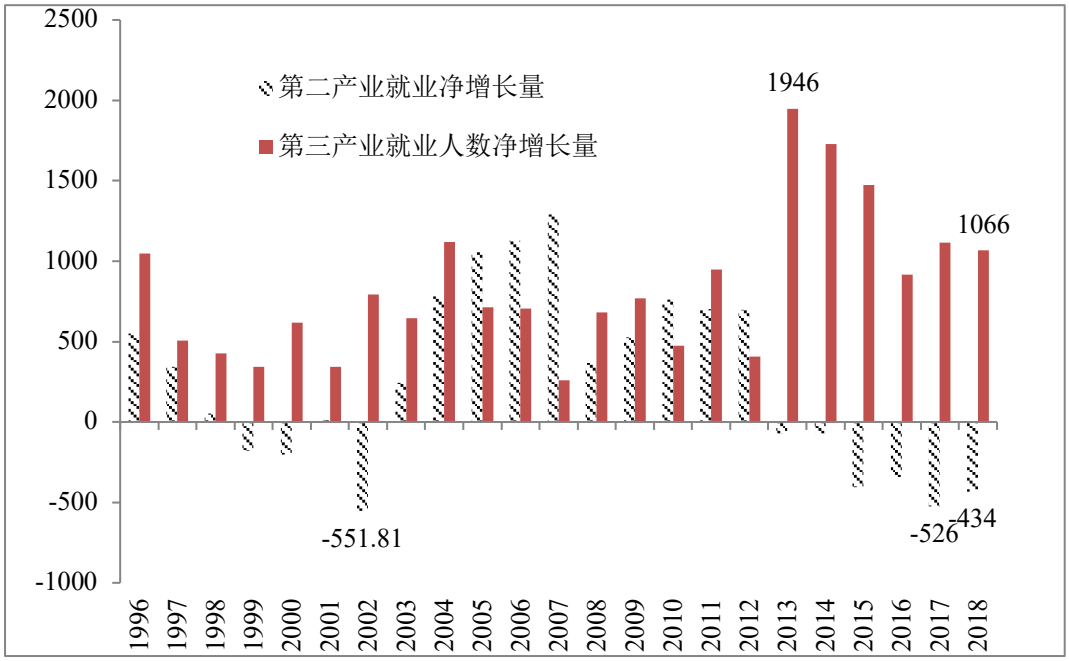

图 69 中国第二产业和第三产业就业增幅变化

除了城镇调查失业率总体平稳外，就业市场的稳定还体现农民工收入的较快增长上。在各类就业群体中，农民工就业增长和工资增长最具有弹性，也最能反映就业形势变化。2019 年上半年，农民工月收入达到近 4000 元，同比增长 6.9%。

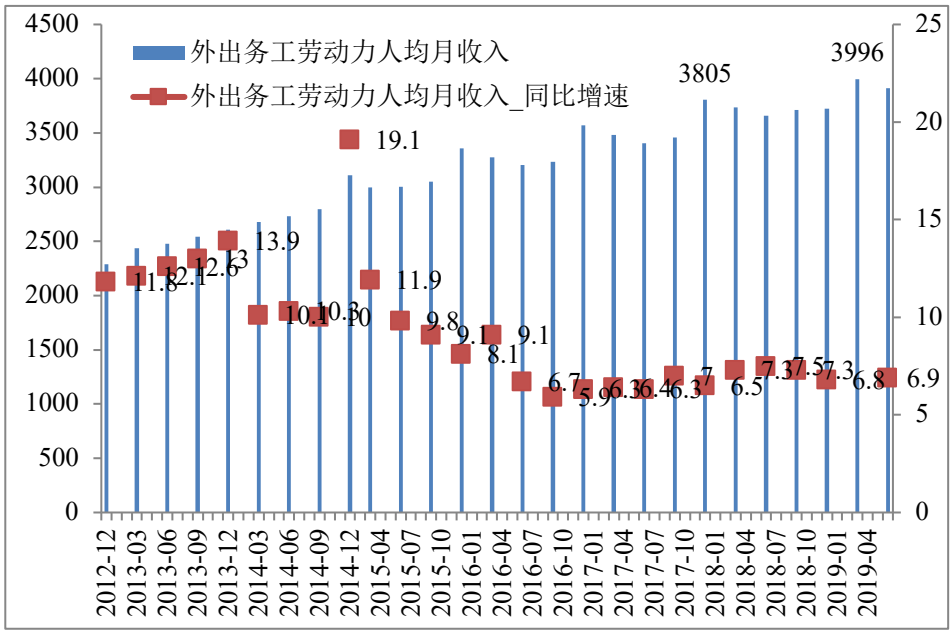

图 70 中国外出务工劳动力人均月收入及其增速变化趋势

综上所述，在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，2020 年经济增速还将进一步下行，但下滑幅度有望放缓。在此背景下，如何科学制定 2020 年经济增长目标？2020 年宏观经济运行中又有哪些重大风险点，需要保持高度关注和采取前瞻性的应对举措？

第四部分 2020 年经济增长目标的确立和需要关注的风险点

2020 年是全面建成小康社会的决胜之年，是第十三个五年规划的成果验收之年，对各项发展目标的约束收紧决定了 2020 年经济增长目标的下限。**科学制定 2020 年增长目标的紧要之处在于目标下限约束与现实的增长潜力之间的空间大幅收窄。**一方面，新常态的增速换档期、动力转换期以及前期风险的释放期尚未结束，趋势性下滑力量仍然没有逆转。另一方面，国际国内周期性波动加大，周期性力量与趋势性力量将在当前与未来一段时期出现叠加现象。在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，明年经济增速的下台阶效应还将进一步显化。**因此，必须强化底线意识，以底线思维制定和落实 2020**

年经济社会发展的主要预期目标，加强巩固和培育积极因素，并对经济运行中可能出现的重大风险点保持高度关注和采取前瞻性的应对举措。

（一）2020 年中国经济增长目标的确立

科学制定 2020 年经济增长目标，需要坚持三个基本原则：一是高质量发展；二是完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务；三是保证社会就业基本稳定。与一些流行观点不同，我们经过反复测算发现，明年增长目标不必拘泥于 6%以上，保持在 5.5%-6%，保守目标为 5.8%左右，足以完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务，也能够保证社会就业的基本稳定，同时也更有利于保持战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展。

1、坚持高质量发展原则，2020 年 GDP 增长的区间管理目标宜设为 5.5%-6%。

按照既定方针推动中国经济高质量发展，要求 2020 年经济目标必须符合中国经济中长期发展趋势，并在此基础上加强宏观政策逆周期调节功能对冲周期性因素。2020 年中国经济潜在增速仍处于下台阶阶段，当前经济增速换轨的五大力量中，除了制度性因素开始筑底回升外，其他 3 大趋势性因素仍然没有得到有效逆转，而且近期的 TFP 回升还没有承担起拉动中国经济常态化增长的重任。同时，国际国内各种周期性因素的不利影响明显加大，可能会在明年出现叠加，对此需要加强宏观政策逆周期调节功能进行有效对冲。

基于以上判断，2020 年 GDP 增长目标宜设在 5.5%-6%。原因在于，近 10 年来的 GDP 增速平均每年下降约 0.5 个百分点，2020 年的潜在经济增速依然会出现明显回落。如果继续将 2020 年的 GDP 增长目标设在 6%—6.5%，必须依靠强有力的财政刺激政策、宽松的货币政策以及放松房地产市场调控来刺激短期增长。但是，目前看这三个条件或不具备或不利于中长期的经济高质量发展。因此，从保持战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展的角度来看，2020 年增长目标设在 5.5%-6%进行区间管理较为适宜。

从中长期来看，在趋势性下滑和增速换挡过程中，中国经济发展还需要完成以下历史性任务，必须为 2021 年深化改革攻坚预留政策储备：一是跨越“修昔底德陷阱”，实现无战争的大国崛起，解决国内经济发展和国际关系协调问题，构建“人类命运共同体”；二是跨越“中等收入陷阱”，实现无民粹主义的大福利，

解决进入高收入阶段面临的收入分配等瓶颈问题；三是超越“明斯基时刻”，实现无危机的金融深化，解决金融发展和风险防范问题；四是破解“李约瑟之谜”：实现政府与市场协同下的大创新，解决科技进步和前沿创新问题；五是越过“环境库茨涅茨曲线”拐点，实现可持续发展的结构转型，解决经济发展与生态环境再平衡问题。

2、坚持实现“两个一百年”奋斗目标阶段性任务原则，2020 年 GDP 增长目标宜保持在 5%-6%，不必拘泥于 6%以上。

2020 年 GDP 增长目标的下限面临完成两个百年目标阶段性任务的紧约束。**如果按照目前的统计口径，6%将是 2020 年 GDP 增长的目标下限。**在 2019 年 GDP 增速为 6.2%的假设下，要实现“2020 年 GDP 比 2010 年翻一番”的目标，2020 年的 GDP 增速需要达到 6.0%；如果要实现“十三五时期年均增速在 6.5%以上”的目标，2020 年的 GDP 增速需要达到 6.2%。

但是从历次经济普查数据调整的统计规律来看，要完成上述目标，2020 年经济增长保持在 4%-5%就已经足够。测算依据在于：第一次全国经济普查对 1999-2004 年经济数据调整后，增速平均每年提高了 0.6 个百分点；第二次全国经济普查对 2005-2008 年经济数据调整后，增速平均每年提高了 0.5 个百分点；第三次全国经济普查对 2009-2013 年经济数据调整后，增速平均每年提高了 0.56 个百分点。因此，**根据 2018 年底开启的第四次全国经济普查进行数据调整后，2014-2018 年间的经济增速有望每年提高约 0.5 个百分点，五年累计提高 2.0-2.5 个百分点；即使第四次普查调整仅仅部分重现了前三次的情况，按照每年仅提高 0.2 个百分点算，2020 年增长 5%也足够完成比 2010 年翻一番的目标。11 月 22 日，国家统计局发布了关于修订 2018 年国内生产总值数据的公告，将 2018 年 GDP 向上修订了 2.1%，这意味着在 2019 年增长 6.2%的基础上，2020 年经济增速保持在 4%-5%就已经足够实现比 2010 年翻一番的目标。**

因此，2020 年的经济增长目标不必为增速“破 6”的关口过度紧张，在基于第四次普查数据进行调整后，2020 年增速保持在 5.5%-6%的目标区间，就能够实现“2020 年 GDP 比 2010 年翻一番”的目标。

3、坚持保证社会就业基本稳定原则，增速保持在 5.5%-6%足以保证就业的基本稳定，5.8%是较理想状态；5%是确保就业无虞的增长底限，但可能会牺牲

就业质量。

1）根据我们的测算，5.5%-6%的增长目标可以保证就业的基本稳定。以 2019 年中国 GDP 增速为 6.2%为基础，若 2020 年中国的经济增速为 6%，那么非农就业增量预计为 590 万，与 2018 年相近，就业比较宽松；若 2020 年经济增速为 5.8%，非农就业增量降至 480 万，比 2019 年略多，对标 2019 年的就业形势，2020 年就业形势仍应无虞；若 2020 年经济增速为 5.5%，非农就业增量为 315 万，比 2019 年少近百万，达到历史新低，就业形势会更加吃紧，但尚不会出现大面积的失业问题；若 2020 年中国经济增速降至 5%，非农就业增量将降为 0，这时才将真正考验中国之就业。基于此，5%是确保中国就业无虞所不能突破的增长底限，5.5%-6%可以保证就业的基本稳定，5.8%是较理想状态。

2）四种增长情形下中国就业的具体形势分析[2]

测算的基本假设：1、以 2019 年中国经济增速为 6.2%为基础；2、2020 年三次产业的 GDP 占比按平滑方法分别为：6.85%、33.23%、53.6%；3、假设 2020 年中国经济增速有四种情形，分别为：6%、5.8%、5.5%、5%。

情形 1：若 2020 年中国经济增速为 6%，非农就业增量将为 590 万，就业形势也将较为宽松。

若 2020 年中国经济增速为 6%，非农就业增量将为 590 万，接近 2018 年的水平，因 2018 年的就业形势较好，对标之，2020 年的就业形势业也应较宽松。其中，工业部门排斥劳动力 960 万，建筑业将增加劳动力 220 万，服务业将增加 1330 万，服务业中就业扩张最大的几个部门是：批发和零售业（430 万）、教育业（150 万）、住宿餐饮业（130 万）、租赁和商务服务业（120 万）。

情形 2：若 2020 年中国经济增速为 5.8%，非农就业增量为 480 万，就业形势基本稳定。

若 2020 年中国经济增速为 5.8%，非农就业增量将为 480 万，比 2019 年的 400 万还要略强，因 2019 年中国就业虽较为吃紧但还算稳定，对标之，2020 年就业也算稳定。其中，工业部门排斥劳动力 980 万，建筑业将增加劳动力 200

[2] 人们在评判就业问题时喜欢用城镇新增就业指标，但这个指标并不好把握，也不严谨。城镇新增就业是人社部统计的，是城镇地区社区介绍了多少人找到工作，没有扣除退出的，一个人也可能重复计算，口径比较粗。非农就业增量是统计局发布的二三产就业人数的年度差值，是净增的概念。从本质上讲，城镇新增就业也是反映非农就业增长的情况，但由于有重复统计的偏差，还不如直接用非农就业增量指标要更准确一些。

万，服务业将增加 1260 万，服务业中就业扩张最大的几个部门是：批发和零售业（400 万）、教育业（150 万）、住宿餐饮业（120 万）、租赁和商务服务业（115 万）。

情形 3：若 2020 年中国经济增速为 5.5%，非农就业增量为 315 万，尚不会出现大面积失业问题。

若 2020 年中国经济增速为 5.5%，非农就业增量为 315 万，比 2019 年的 400 万少近百万，因 2019 年中国就业比较吃紧，对标之，2020 年就业形势应更加严峻，但对应于 300 多万的非农就业增量，尚不会出现大面积的失业问题。其中，工业部门将排斥劳动力 1020 万，建筑业将增加劳动力 190 万，服务业将增加 1150 万，服务业中就业扩张最大的几个部门是：批发和零售业（360 万）、教育业（145 万）、住宿餐饮业（115 万）、租赁和商务服务业（105 万）。

情形 4：若 2020 年中国经济增速为 5%，非农就业增量近乎为 0，游走于失业风险的边缘。

若 2020 年中国经济增速为 5%，非农就业将停止增长，中国就业将面临真正的考验。考虑到中国就业的实际情况，以 16-70 岁人口计，可能不足就业之需，游走于失业风险的边缘。其中，工业部门排斥劳动力 1100 万，建筑业将增加劳动力 150 万，服务业将增加 960 万，服务业中就业扩张最大的几个部门是：批发和零售业（290 万）、教育业（135 万）、住宿餐饮业（100 万）、租赁和商务服务业（90 万）。

3）基于上面四种测算结果，确保中国就业无虞的经济增长底限是 5%，但可能会牺牲短期就业质量。理论上说，近年来我国劳动年龄人口呈绝对下降的趋势，即便非农就业岗位不增加，也足以满足就业的需要，但问题是，很多超龄人口仍在就业，他们若失业，既可能转而与年轻人抢工作机会，也会引起一定的社会问题，因此必须考虑到这部分人的失业问题。经测算发现，现在中国 16-70 岁人口正处于不增不减的阶段。要满足 16-70 岁人口的就业需要，至少非农就业岗位不能减少。从这个角度讲，5%是确保中国就业无虞的增长底限。此时，为保证就业不出问题，可能要以牺牲短期就业质量为代价。因为在这一过程中，带动就业的都是以批发零售、住宿餐饮、租赁和商务服务等为代表的低端服务业，劳动生产率低、工资低、就业质量低等矛盾突出。

综合考虑现阶段国际国内的趋势性因素和周期性因素，坚持高质量发展原则、完成两个百年目标阶段性任务原则、保证社会就业基本稳定原则，建议 2020 年中国经济增长的目标区间设为 5.5%-6%，保守目标为 5.8%左右。

（二）2020 年宏观经济运行需要关注的风险点

1、随着新一轮的外部冲击全面显现，2020 年中国宏观经济面临较为严峻的外部挑战。作为开放性大型经济体，全球经济步入新的低迷期、大国博弈开启新征程、全球经济贸易政策不确定性达到新高度，不仅会通过贸易渠道对中国经济带来直接冲击，还会通过干扰中国经济的循环运行、恶化市场信心和未来预期等间接渠道，对中国经济产生更为深远的不利影响。

1）全球经济步入新的低迷期，外部需求不足的冲击可能会在 2020 年进一步显化。2019 年以来，全球经济增长发生系统性大幅下滑，个别主要经济体已经陷入经济衰退。目前，OECD、ECB、IMF、WB 以及贸发会、亚行相继下调了 2020 年的增长预期。这就表明，中国经济的下滑不仅仅是因为内部因素导致的，而是全球经济普遍面临的下行压力。2020 年全球经济低迷期仍将持续。首先，目前仍难以依靠新一轮的技术来带动世界经济走出低迷状况。进入新世纪以来，全球各种专利生产的增长速度持续下滑。各国的研发支出占 GDP 的比重，除了中国在上升外，其它地区全部在下降。特别是 OECD 国家，研发的比重在下降。同时，逆全球化的时间和深度可能比预期要长。在历史上，如果这种贸易冲突根源于全球分工格局和世界政治格局大变化，那么贸易冲突的深度和长度将会全面拉长，它的长度可能会达到 20 年。从 2008 年至今只有 11 年，仍处在逆全球化的低谷中。再次，全球不平等问题没有改善，还在一些局部问题上有所恶化。之所以会出现逆全球化，就是因为全球化带来了很多的不平等问题，部分群体的福利没有得到改善，所以出现民粹主义，进而出现保护主义，出现逆全球化的浪潮。可以说，逆全球化的背后很重要一个因素就是不平等问题。全球前 1%的富人所占的世界收入的比重，在 80 年代为 16.3%，而 2016 年提升至 20.4%；更重要的是，全球主要国家大都出现了这一问题。再次，债务率高企。2019 年全球债务规模预计将超过 255 万亿美元，占全球 GDP 的比例将升至 330%，债务问题已经到了一个新的临界点。最后，人口老龄化问题。目前全世界人口结构都

在老龄化，基本上劳动力人口占比都在下降，人口抚养比都在上升，这导致了全球经济增长速度下降。

2）2020 年全球制造业可能继续深陷集体性低迷期。2019 年全球制成品投资、汽车商品、耐用品消费之所以急剧下降，除了全球贸易增速下滑所产生的直接影响外，更重要的是，对未来预期出现的极度不确定性，导致投资和耐用品消费下滑。如果 2020 年美国贸易政策不确定性、全球经济政策不确定性以及地缘政治风险继续攀升，世界范围内的投资和耐用品消费下滑还会进一步加剧，全球制造业将深陷集体性低迷期。

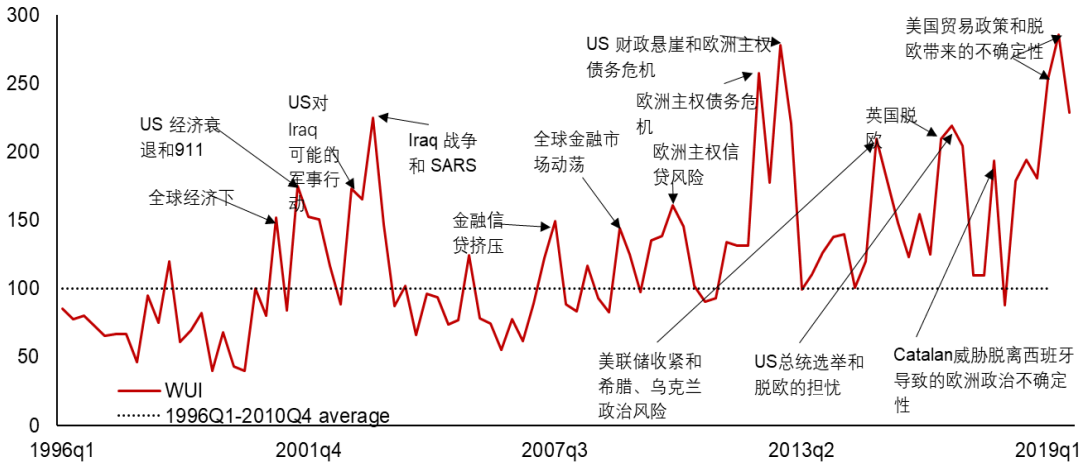

图 71 世界不确定性指数（World Uncertainty Index ,WUI）：1996Q1 to 2019Q3

资料来源：PolicyUncertainty.com. The use of the data and figure should be cited as: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2018), “World Uncertainty Index”, Stanford mimeo.

以汽车为例，全球乘用车销售量在 2018 年中期达到峰值后开始持续下降，2018 年全年负增长 3.4%，2019 年上半年跌幅进一步扩大至 8.3%，较去年同期增速回落 9.0 个百分点。**全球汽车销售和生产的下滑不仅导致汽车产业本身的萎靡，还会通过行业溢出效应和国际溢出效应，产生连锁反应。在此背景下，汽车产量占比高、汽车出口占比高的经济体所受到的冲击最大。**从全球汽车市场份额来看，以德国为首的欧洲四国（德国、法国、意大利、西班牙）、墨西哥、日本不仅汽车产量占全球的比重较高，而且汽车出口量占全球的比重显著高于汽车产量占比，因此经济冲击更为严重。**目前，德国制造业已经陷入衰退，意大利经济陷入全面衰退，墨西哥经济也开始出现负增长。**

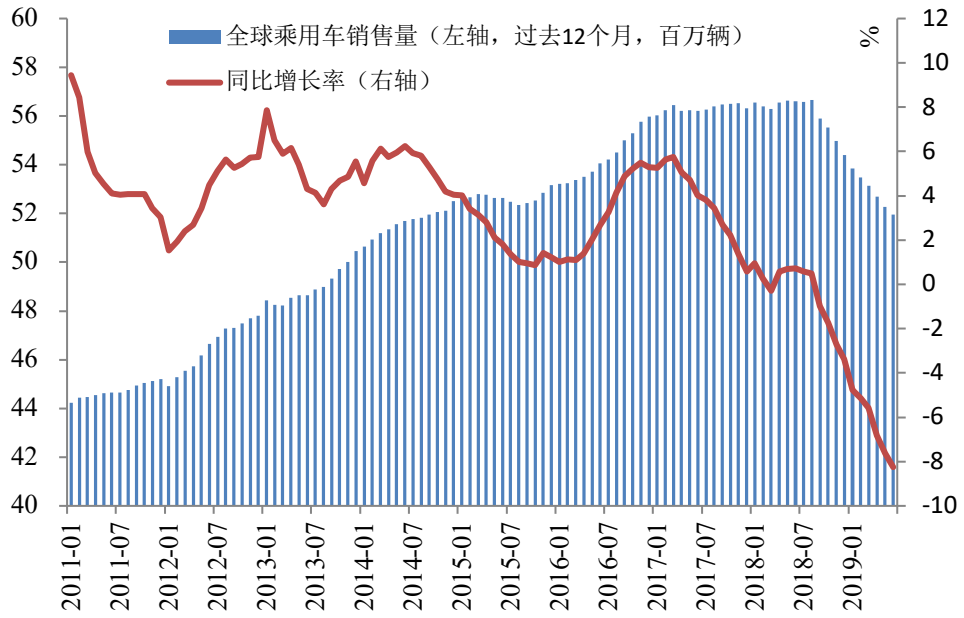

图 72 全球乘用车销售量及其增速变化趋势

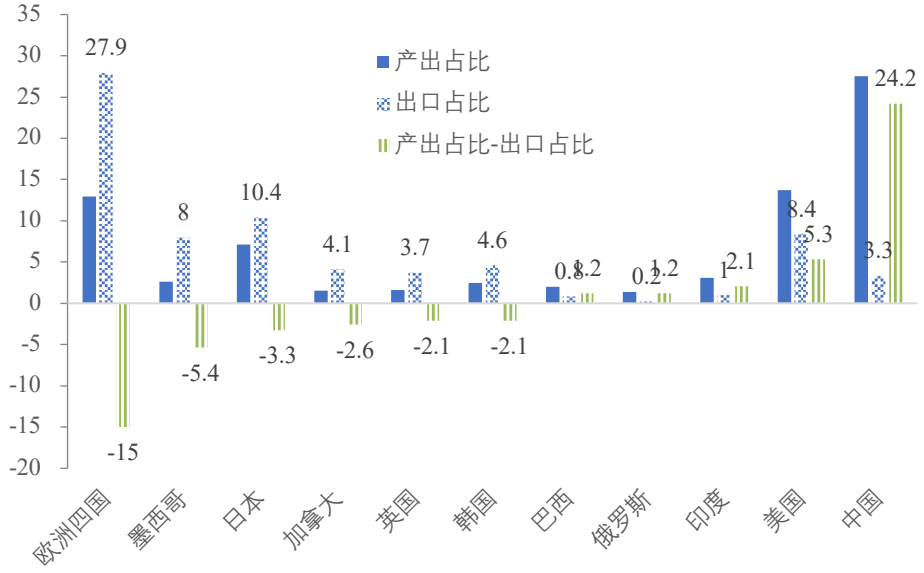

图 73 各国汽车产值和出口占全球的比重（2018 年）

具体地，以德国和美国为例，前 3 季度，由于德国乘用车出口增长率降至负增长 12.0%，德国乘用车产量增长率降至负增长 9.0%，尽管同期德国乘用车销量仍为正增长 2.0%。作为对比，近年来美国汽车销售量持续负增长，8 月份同比降幅达到 13.4%，也导致美国汽车产量持续处于负增长区间，但由于出口依赖度低，且过去几年一直处于去库存过程，2019 年美国汽车产量增长情况要好于汽车销量增长情况。但即使如此，今年前 8 个月，由于美国汽车销售量负增长 11.1%，

汽车产量负增长 6.5%，美国汽车的库存水平也开始回升。3 季度，美国 GDP 增速下滑至 2.0%，为 2017 年以来的最低同比增速。

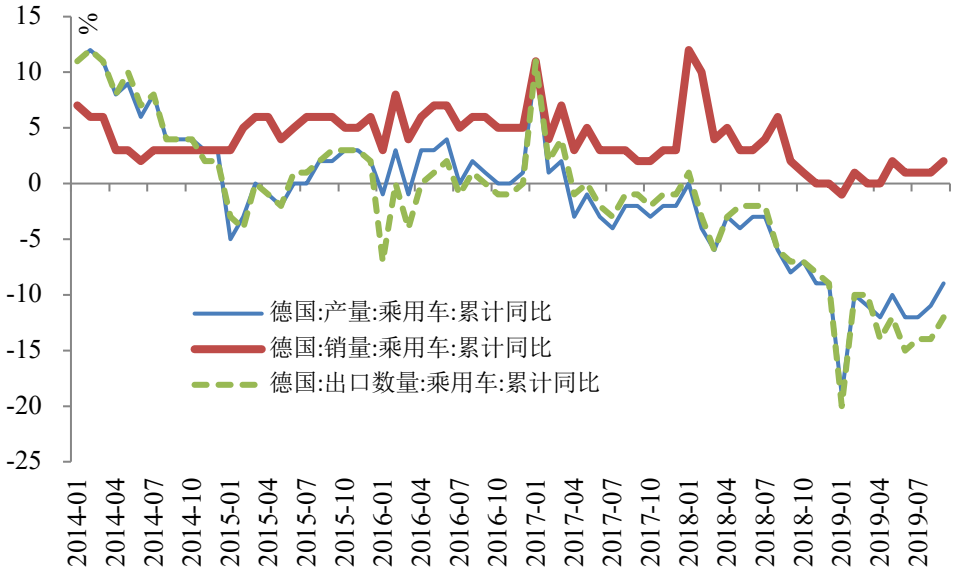

图 74 德国乘用车产量、销量和出口增速变化趋势

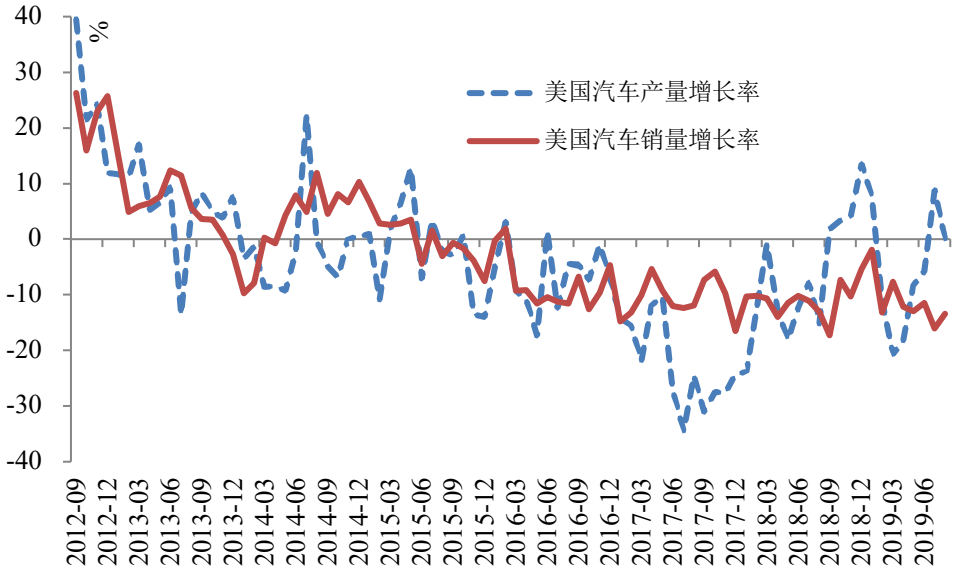

图 75 美国汽车产量和销量增速变化趋势

3）中美开启大国博弈新征程，2020 年美国大选以及地缘政治所带来的高度不确定性。美国大选是否会进一步激化中美贸易冲突，特别是由于特朗普的个性特征和两党斗争的白热化出现超预期事件的发生，仍存在高度的不确定性。

目前美国在加快与欧盟、日本、韩国、东盟进行双边谈判。除了形成国际战线同盟，未来可能还会有持续的技术战和人才战。今年以来，美国对于一些关键技术、一些敏感领域的签证已经进行了全面的遏制。2020 年汇率调整也可能引发的争端。例如，8 月 6 日，人民币在岸价格跌破了“7”的关口，随即美国就

宣布中国是汇率操纵国。但是，根据美国于 2018 年 4 月发布的最新《美国主要贸易伙伴外汇政策报告》，汇率操纵国的认定标准有三个：一是至少大于 200 亿美元的与美国的显著的双边贸易顺差；二是实质性经常项目顺差至少超过 GDP 的 3%；三是长期单边干预外汇市场，在过去 12 个月内进行反复地外币净买入并且总额达 GDP 的 2%。可以发现，中国可能只符合第一条标准，并不符合其他两条标准，然而，为了迎合政治需要，美国财政部把中国列为汇率操纵国。

总体而言，对未来预期的恶化和不确定性的上扬，加剧了世界范围内的投资品和耐用消费品的收缩，本轮中国经济下行具有全球性的基础性因素。因此，在分析研判明年中国宏观经济形势时，需要高度关注全球经济的最新变化趋势，同时，明年中国的宏观政策定位也必须明确国际化导向。

2、内需增长的持续大幅下滑可能引发宏观经济加速性下滑的风险。2019 年中国净出口实现了高速增长，但是内需增长出现了大幅下滑，从去年的 7.2%大幅回落至今年前 3 季度的 5.0%，加剧了中国经济的脆弱性和对外需的依赖。特别是当企业不再扩大生产性投资，居民不再增加耐用品消费，不仅升级型的结构分化将会停滞，而且萧条型的结构分化也将加剧。短期内，仍需稳外贸以尽可能地争取时间，但是从全球经济发展态势看，2020 年中国继续保持净出口大幅增长的可能性极小。因此，在稳外贸的同时，更重要的是要在时间窗口关闭前，加大力度、加快速度、加强精准度地稳内需。

1.内需增长大幅下滑，加剧了中国经济的脆弱性。2019 年不仅延续了 2018 年下半年以来总需求不足的局面，而且新一轮经济加速下行的紧缩机制产生了强烈的收缩效应。由此来看，中央在去年的年中就已经提出要做好“六稳”工作，具有前瞻性。今年 1 季度，中国实际 GDP 增长 6.4%，与去年 4 季度持平，体现了“六稳”政策发力产生的企稳作用。但是，1 季度宏观经济的超预期表现，掩盖了我国内需增长实际上已经出现大幅下滑的事实，这也导致后续宏观政策出现了一定的反复。在 1 季度 6.4%的经济增速中，有高达 1.5 个百分点来自于净出口；扣除外需，内需（投资和消费）增长率只有 4.9%，比 2018 年显著回落了 2.3 个百分点。当时有观点认为这可能是短期因素。但是，随着 2、3 季度数据相继发布，已经可以确认 2019 年中国内需增长确实出现了大幅的下滑。如图 1 所示，2016、2017、2018 年中国内需实际增长率分别为 7.1%、6.3%、7.2%，即在 7%

左右波动，但是 2019 年前 3 季度，中国内需增速显著下降为 5.0%，回落幅度之大，值得高度关注。

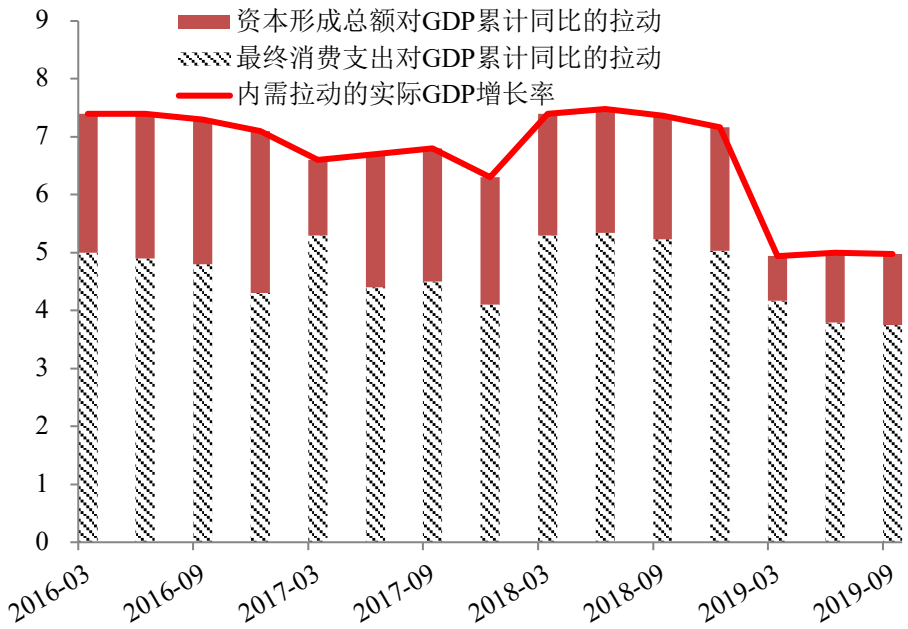

图 76　2019 中国内需增长出现大幅下滑

从内需增长下滑的主要来源看，当前投资和消费两大需求拉动力都出现了较大幅度回落，共同导致了内需增长的显著下滑。其中，投资对 GDP 的拉动从去年的 2.1 个百分点下降至 1.2 个百分点，回落 0.9 个百分点；消费对 GDP 的拉动从 5.0 个百分点下滑至 3.8 个百分点，回落 1.2 个百分点。**更重要的是，当前投资增速下滑不仅来源于总量放缓，也来源于结构恶化导致投资转化效率下降，产生了“有投资、无增长”现象。**从总量上看，前 3 季度，中国固定资产投资完成额名义增速为 5.4%，较去年增速回落 0.5 个百分点。从结构上看，前 3 季度，“其他费用”投资增长 12.1%，占比提高 0.9 个百分点，但“设备工器具购置”投资出现负增长 1.2%，占比下降 1.0 个百分点，导致固定资产投资向资本形成总额的转化效率下降。从行业方面看，近两年房地产开发投资一直保持 10%左右的增速，前 3 季度房地产新开工面积增长 8.6%，但房地产竣工面积负增长 8.6%，两者缺口达到 17.2 个百分点，这一情形从 2018 年初开始已经持续了近两年。

消费增速下滑来源于汽车、家居和服饰三大类耐用品消费出现集体性下滑，反映了居民在预期恶化下，大幅压减耐用品消费所产生的结构性紧缩效应。前 3 季度，消费同比增长 8.2%，较去年同期回落了 1.1 个百分点，主要是由于以下三大类商品消费不足：1）汽车消费类。前 3 季度，汽车类消费负增长 0.7%，其中

9 月份负增长 2.2%；石油及制品类增长 1.7%，其中 9 月份转为负增长 0.4%。2）家居消费类。前 3 季度，家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类，分别仅增长 5.9%、5.9%、3.6%。3）服饰消费类。前 3 季度，服装鞋帽及针纺织品类、金银珠宝类，分别仅增长 3.3%和 0.6%。除以上三大类商品外，其余商品消费和服务性消费目前依然保持较快增长。但以上三大类消费的集体性下滑，具有鲜明的缩减耐用品消费特征，反映了居民预期恶化所产生的结构性紧缩效应。

“衰退型顺差”加剧了未来经济的脆弱性。2019 年前 3 季度，中国出口和进口增速从去年的两位数急剧回落至零增长和负增长，但净出口增速达到 36.1%，拉动 GDP 增长 1.2 个百分点，贡献率达到 19.6%，即净出口贡献了五分之一的经济增长，创近 10 年最高记录。随着全球经济增速出现新一轮全面放缓，“衰退型顺差”可能已达到极限。内需增长的大幅下滑，使得中国经济增长对净出口增长的依赖性显著提高，也加大了短期稳外贸工作的重要性，但是，从全球经济发展态势看，2020 年中国继续保持净出口大幅增长的可能性极小。中国需要稳外贸以尽可能地争取时间，但更重要的是，要在时间窗口关闭前，加大力度、加快速度、加强精准度地稳内需。

3、萧条性的结构分化加剧叠加升级性的结构分化停滞，可能带来总量性的紧缩效应；而增速下台阶反过来又可能引发结构性的短板效应显化，导致中小型企业、中小型银行进一步承压，进而诱发局部性的金融风险爆发；同时，也会导致一些经济结构脆弱的区域恶化，进而诱发失业风险。由此，结构性效应反过来会对总体经济造成新的冲击。

当前经济结构变动呈现新特征，升级性的结构变化趋缓，衰退性的结构变化加剧。从工业内部看，医药制造业、通用设备制造业、专业设备制造业等高新技术制造业增速放缓，而今年新动能投资占制造业比重的高开走低趋势也反应了这一情况，截至 9 月底占比 54.54%，较去年同期和年初均有不同程度的回落；而黑色金属冶炼及加工业、有色金属冶炼及加工业、金属制品业等高耗能行业增长再度回升，这种变化意味着过去几年延续的工业结构调整趋势有所放缓。在服务业内部，信息传输、软件和信息技术服务、租赁和商业服务等细分行业的增速下降幅度明显大于服务业整体，而金融业的增速有所改善，这说明宽信用、结构性宽货币下的政策目标与政策效果之间还存在一定阻滞。

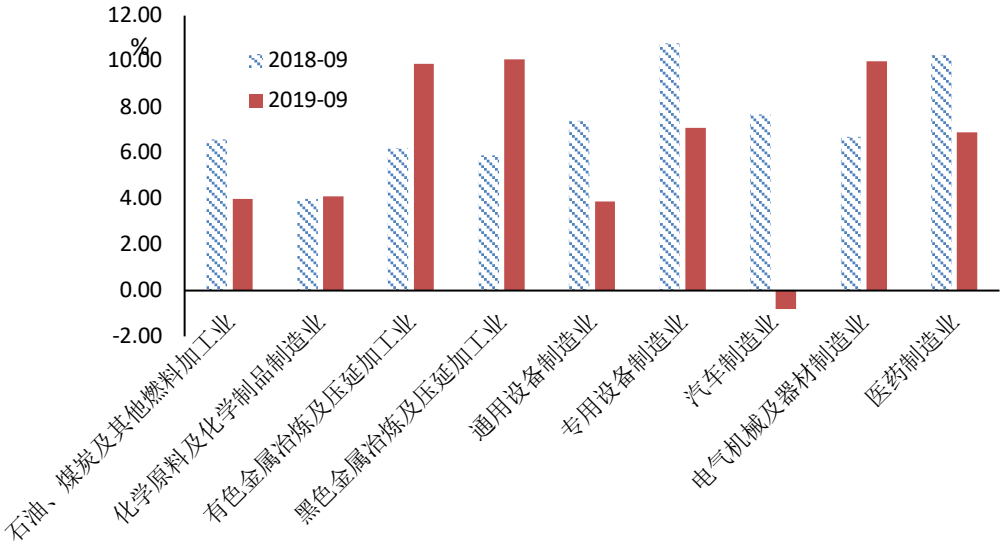

图 77 高新技术制造业增加值增速放缓和高耗能行业增速回升

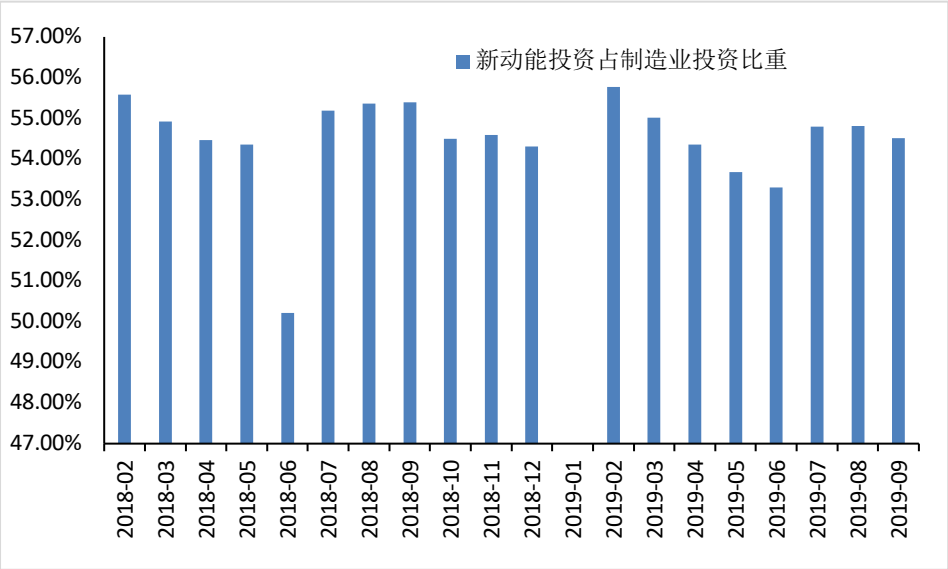

图 78 2019 年以来新动能占制造业投资比重高开低走

从区域维度分析，东部企业盈利承压，中部企业利润增长放缓明显，东北地区企业盈利能力恶化。在经济下行背景下，3 季度全国四个地区（东北地区、东部地区、西部地区、中部地区）上市企业盈利能力均有所恶化，营业收入及净利润同比增速均放缓。其中，东北地区企业营业收入同比增速下滑明显，降幅超过 10%，净利润同比增速由正转负，盈利能力大幅恶化；中部地区企业营业收入及净利润同比增速均回落超 5%，净利润同比增速降幅最大；西部地区企业营业收入及净利润同比降幅均最小，盈利能力恶化程度相对较弱；值得注意的是，受中美贸易战影响，东部地区企业尤其是出口外向型企业盈利能力不断恶化，营收及利润增长持续放缓。

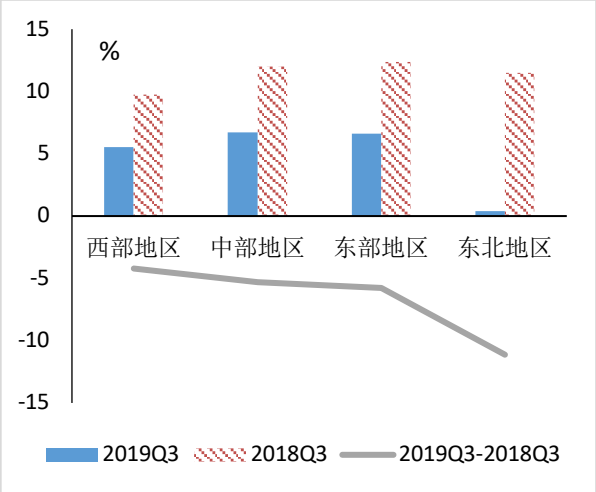

图 79 分区域营业收入同比增速情况

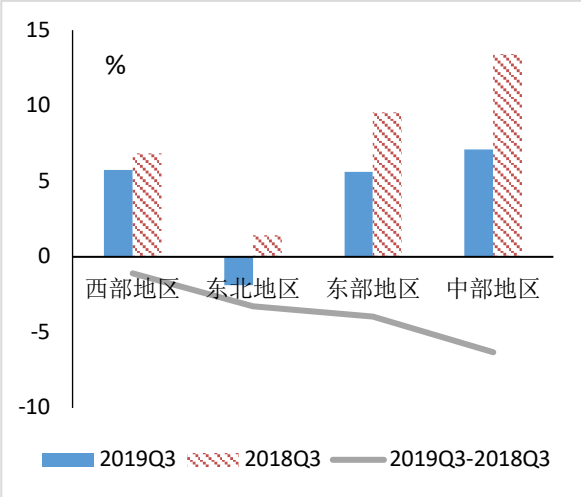

图 80 分区域净利润同比增速情况

因此，虽然目前我国就业形势总体平稳，在总量上不存在大问题，但是区域性和行业性就业矛盾持续发酵。首先，分地区来看，东北、京津冀的就业形势没有根本改观，有的还在持续恶化。截止 2019 年 9 月份，中国总体的就业景气指数为 1.92，东北地区只有 0.9，京津冀地区只有 0.87。东北和京津冀地区就业形势紧张主要源于地区经济发展的困境。东北地区经济形势整体差于全国。辽宁已有所回升，GDP 增速从 2017 年的 2%左右回升至 2019 年二季度的 5.8%，但吉林和黑龙江形势却更加严峻，特别是吉林持续下滑很严重，至 2019 年二季度 GDP 增速分别跌至 2%和 4.3%，远低于全国 6.3%的水平。在京津冀地区中，天津 GDP 增速只有 4.6%。

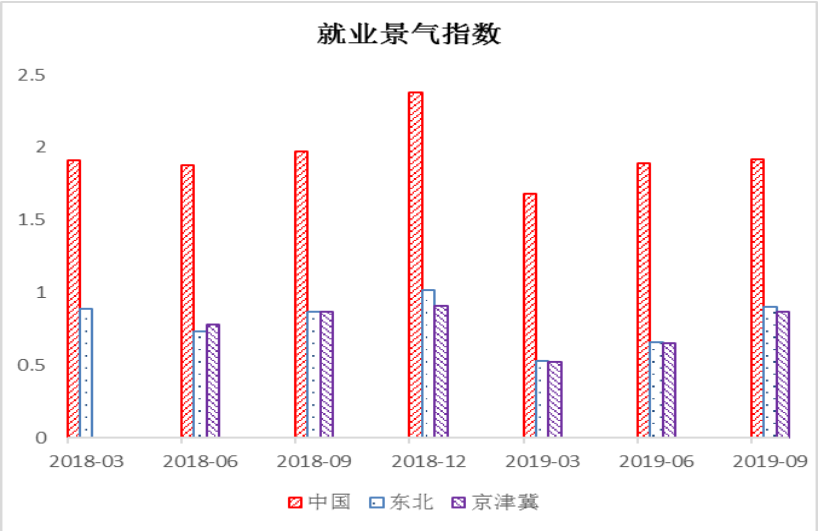

图 81 分地区就业景气指数[3]

[3] 数据来自中国人民大学就业研究所和智联招聘联合发布的《2019 年第三季度中国就业市场景气报告》。

分行业来看，汽车和手机等行业仍处于较为严重的下降通道，房地产、建筑业和信息服务业的收缩也比较明显，这些行业的销售和生产下行使其面临较大的就业压力。汽车行业从 2018 年开始步入困境，2019 年 1-9 月汽车销量累计同比下降 10.3%，行业萧条必然会引发失业压力。2018 年底汽车行业就业人数约 450 万，据此进行简单测算，今年以来汽车行业的失业人数可能接近 50 万人。2018 年手机出货量同比下降达两位数以上，2019 年上半年以来在各种促销政策刺激下降幅有所收窄，在 4-5 月份甚至由负转正，但是 9 月份的同比降幅再次扩大到 7.1%。手机行业的困境必然会对上下游产业链的就业产生压力。受调控政策等因素的影响，房地产业持续萎靡，2019 年前 8 个月商品房销售面积同比下降 0.6%，9 月份有所回升，但前 9 个月仍同比下降，商品房销售面积同比降幅为 0.1%。房地产业也有近 445 万就业人员，行业低迷会对就业造成较大影响。2019 年上半年，直接从事建筑业的生产经营人数比上年同期减少近 60 万人。2019 年前 8 个月建筑业固定资产投资累计同比减少达 20%。建筑业是农民工就业的一个重要产业，建筑业萎靡会对农民工就业产生很大影响。

未来一段时间，中美贸易摩擦也可能会演变为冲击中国就业的一个风险点，并可能在局部行业和局部地区率先爆发。中美经贸关系暂时缓和，但是相关的矛盾并没有得到解决。美国政府的关税行动只是推迟，并没有真正取消。迄今为止，美国已经实施的关税行动对中国就业的影响还没有完全显露出来。现有根据各行业销售利润率进行的测算表明，加征关税的幅度如果达到 21%-24%这样的阈值，对就业的负面冲击将会迅速显露。此前所加征的 15%的关税，对相关行业的影响暂时没有显露出现。如果关税进一步提高，通用设备制造业、电气机械和器材制造业、橡胶和塑料制品以及金属制品等行业可能会出现较大规模的失业。广东、浙江、江苏和山东等对美出口行业较为集中的省份可能会面临较大的失业压力。

4、2020 年中国经济出现新一轮通货紧缩的风险加大，需要保持高度关注和做好应对准备。尽管 3 季度以来以猪肉为代表的食品价格大幅上涨，带动居民消费者价格指数走高，但这绝不意味着明年一定不会出现通货紧缩。相反，非食品 CPI 的持续下滑、PPI 的连续下跌、GDP 平减指数的回落，特别是本轮 PPI 下跌的节奏、涉及行业的广度和深度，都与前几轮通货紧缩的初期表现具有高度的相似性。需要密切关注今年 4 季度至明年 2 季度这一关键窗口期的 PPI 形势变化，并及时调整货币政策定位，构建货币政策新稳健的新框架。

1）当前价格走势高度分化，在关注食品上涨的同时，更应该高度关注已经出现的各种通缩迹象，未来两三个季度是关键的窗口期和政策反应期。3 季度以来价格走势高度分化，对市场预期和宏观政策产生了很多噪音。一方面，以猪肉为代表的食品价格大幅上涨，带动居民消费者价格指数（CPI）走高，10 月份 CPI 同比涨幅达到了 3.8%；另一方面，工业生产者出厂价格指数（PPI）持续下行并转为负增长，10 月份同比跌幅扩大到了 1.6%。这种分化趋势还将延续至明年 1 季度。因此，对于价格形势的准确预判，成为确立明年宏观调控总基调的关键。我们认为，当前的食品价格上涨并带动 CPI 冲高，是局部性、阶段性的，绝不意味着明年通缩风险不大。在上一轮通缩前夕，同样出现了食品价格的大幅上涨和 CPI 冲高。2011 年 6 月份，食品价格涨幅达到 14.4%的峰值，带动 CPI 突破 6.0%达到 6.4%，但仅仅 3 个季度之后，就开启了一轮持续时间长达 54 个月的工业领域通缩。当前非食品 CPI 的不断下滑、PPI 的持续下跌、GDP 平减指数的显著回落、企业效益和市场预期的恶化，可能预示着新一轮的通缩正在形成。

2）对比分析表明，当前价格走势与前三轮通货紧缩的前期表现，特别是与上一轮通货紧缩（2012 年 3 月至 2016 年 9 月）具有高度的相似性。在本轮 PPI 下跌前，非食品 CPI 已从去年 3 季度的 2.4%下滑至今年 6 月份的 1.4%，截至 10 月份，非食品 CPI 进一步下滑至 0.9%。由于当前非食品 CPI 的缓冲空间比上一轮更小，如果 2020 年出现新一轮通货紧缩，其严重程度可能不会低于上一轮。更重要的是，本轮 PPI 下滑的节奏、所涉及的行业面广度和深度，都与前几轮通缩相似。今年 7 月份 PPI 开始出现负增长 0.3%，10 月份跌幅已扩大至 1.6%。对比上一轮通紧，2012 年 3 月份 PPI 开始出现负增长 0.3%，6 月份跌幅扩大至 2.1%。今年 10 月份，在 39 个主要工业行业的出厂价格中，有 15 个行业价格出现下跌，

其中 6 个行业的跌幅超过 5%。对比上一轮通货紧缩初期，有 11 个行业价格出现下跌，其中 4 个行业跌幅超过 5%。对比上上一轮通货紧缩（2008 年 12 月至 2009 年 11 月）初期，有 12 个行业价格下跌，其中 7 个行业跌幅超过 5%。对比更早一轮通货紧缩（1997 年 6 月至 1999 年 12 月）初期，有 13 个行业价格下跌，其中 6 个行业跌幅超过 5%。

2）本轮 PPI 的下行与工业企业效益的普遍恶化具有高度的一致性，表明主要由需求下滑而非效率提升所驱动。2019 年工业企业利润总额出现了自 2016 年以来的首次负增长，前 3 季度同比减少 2.1%，特别是制造业同比减少了 3.9%。分行业来看，在出现价格下跌的行业中，多数行业利润总额出现显著负增长或增速大幅下滑；在 PPI 涨幅已经低于 1.0%的行业中，多数也出现了利润增速的下滑甚至负增长，处于即将步入价格下跌区间的边缘。

3）除了总需求的持续回落带来需求拉动型的通缩压力，全球制造业低迷和国际大宗商品价格回落特别是原油价格进入下行通道，也将带来输入型的通缩压力，对明年价格走势产生持续的下行压力。明年的全球通胀预期和国际原油价格预期趋于下行。其中，发达经济体 CPI 预期从去年的 2.0%分别下滑至 2019 年的 1.5%和 2020 年的 1.8%。更重要的是，未来 5 年内全球原油价格都将处于下行区间。IMF 预计，2019 年国际原油价格下跌 9.6%，2020 年进一步下跌 6.2%，2021 年和 2022 年继续下跌 4.6%和 1.3%，直至 2023 年和 2014 年企稳。此外，2020 年金属价格预计也将下跌 6.2%。

因此，基于当前价格走势与前几轮通缩初期的对比，结合国内外宏观经济形势分析，明年出现新一轮通货紧缩的风险较大，需要保持高度关注和做好应对准备。特别是明年下半年可能出现全面通缩。当前工业领域的萧条已经出现，而且是全球性的，PPI 持续回落将是大势所趋。未来总需求不足向价格领域的传递还会进一步持续，而且总需求本身的下行压力还会进一步加大。与此同时，全球范围内的制造业低迷和大宗商品价格下跌，使得外部输入型的通缩压力显著加大。内外价格预期低迷，在中期内将难以得到有效提振。**明年下半年，随着食品价格的翘尾因素回落，可能导致 CPI 出现明显下滑，届时 GDP 平减指数在今年已经大幅回落的基础上，可能出现由正转负。**

5、2020 年仍须高度关注猪肉等食品价格的结构性上涨和总需求不足可能带来的“双重风险”叠加困局。猪肉等食品价格飙升引发的价格结构性上涨将成为中期现象，对明年民生和市场预期产生持续性冲击，并与总需求持续下滑产生叠加效应，不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市场主体对未来的悲观情绪，对 2020 年的宏观管理造成更为严重的问题。

1）猪肉等食品价格结构性上涨的局面在短期内难以扭转，将成为中期现象，且会通过直接效应和溢出效应向其他领域蔓延，在 2020 年对民生和市场预期产生持续性冲击。自 3 季度以来，猪肉价格的急速上涨受到了社会各界的广泛关注。猪肉价格飞涨引发的食品 CPI 与非食品 CPI 以及 CPI 与 PPI 等各种物价指数走势分化的局面进一步加剧，也使宏观政策困局上升到新高度。当前物价上涨因素主要是食品，食品价格上涨主要来自于猪肉，猪肉价格上涨主要来自于猪肉供给的大幅减少而非消费需求回升。值得注意的是，自年初以来，食品价格出现轮番上涨：1 季度鲜菜价格大涨，2 季度鲜果价格大涨，进入 3 季度，猪肉价格飙升，食品 CPI 涨幅持续走高。9 月份食品 CPI 涨幅达 11.2%，较年初涨幅扩大 9.3 个百分点。但是不同于上半年的食品价格上涨，3 季度以来的猪肉价格上涨具有两大特征。

一是猪肉价格上涨的幅度更大，且带动了牛肉、羊肉、禽肉等替代品价格的较快上涨，所引发的民生和舆情风险更为严重。9 月份，CPI 猪肉价格同比上涨 69.3%，带动牛肉、羊肉、禽肉价格同比上涨 18.8%、15.9%、14.7%，畜肉类价格总体上涨 46.9%。在猪肉价格的带动作用下，CPI 同比涨幅持续走高，9 月份达到 3.0%，预计 4 季度会突破 3.0%。截至 10 月 11 日，22 省市的平均猪肉价格已突破 40 元/公斤，达到 42.3 元/公斤，较之春节期间上涨了 1 倍，猪粮比价达到 16 倍，均创历史记录。猪肉占我国居民肉类消费的六成，猪肉价格飙升成为社会各界和媒体关注热点，民生和舆情风险上扬。

二是猪肉价格上涨的根源在供给端，且在短期内无法有效解决，将演化为中期现象，对宏观政策选择产生噪音。本轮猪肉价格上涨主要是由非洲猪瘟和环保强化等因素叠加产生的供给剧烈收缩所导致的，短期内难以扭转。与近年来猪肉需求量走势相对平稳不同，近期生猪供给面的主要指标均发生系统性超常变动。我们的判断是，尽管存量指标大幅下降已经引起市场主体的预期变化，但目前猪

肉供应的底部实际上还没有到来。1）生猪存栏数继续大幅减少，显示我国生猪现实产能显著降低。继 8 月份生猪存栏数跌破 2 亿头，9 月份进一步下降至 1.9 亿头，相比去年同期的 3.3 亿头，降幅达 41.1%，较 8 月份跌幅进一步扩大。2）能繁母猪存栏数继续大幅减少，预示未来一段时期生猪产能扩张将受到严重制约。继 8 月份能繁母猪存栏数跌破 2000 万头，9 月份进一步下降至 1913 万头，相比去年同期的 3136 万头，降幅达 38.9%，跌幅持续扩大，这意味着未来在扩张产能上面临制约。3）生猪出栏率大幅高于趋势值，显示当前猪肉生产已处于严重透支状态。2019 年生猪出栏率出现大幅跳升，虽然在短期内增加了猪肉供给，使得生猪出栏数的降幅远小于存栏数降幅，但是生猪生产系统的超负荷运转已难以为继。自 5 月开始，生猪屠宰前平均重量已出现明显下降，自 8 月以来，生猪出栏率也开始呈现下滑迹象。4）猪肉进口大幅增长，但难以弥补巨大的国内供需缺口。我国猪肉年消费量约在 5500 万吨左右，占全球猪肉产量一半，猪肉进口的比例远不到 5%，供给基本由国内产出决定。1-8 月份，我国猪肉进口值大幅增长 66.1%，预计全年在 200 万吨，对猪肉消费而言“杯水车薪”。综上，短期内猪肉价格上涨局面还将持续。

2.更为重要的是，价格结构性上涨与总需求加速性下滑产生的叠加效应，不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市场主体对未来的悲观情绪，对 2020 年的宏观管理造成更为严重的问题。

如前所述，在价格结构性上涨的同时，总需求不足的问题不仅没有得到缓解，反而进一步恶化，新一轮经济下行的内生性紧缩机制已经形成，引发宏观经济加速性下滑风险。特别是从中长期来看，当前宏观经济下行中最具有风险性的挑战是企业悲观预期和投资意愿不强，导致投资增速持续放缓，经济潜在增速可能出现变化。近两年的投资增速已经明显跌破合理区间，甚至低于同期美国的投资增速，存在较大的超调风险。作为对比，美国国内投资自 2017 年 2 季度至 2019 年 2 季度连续 9 个季度保持较快增长，投资增速平均值为 6.6%。

更为重要的是，价格结构性上涨与总需求加速性下滑产生的叠加效应，不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市场主体对未来的悲观情绪，对 2020 年的宏观管理造成更为严重的问题。随着居民未来收入预期恶化和就业压力加大，对中等收入阶层的“双重积压”将会在明年充分显化，加剧市场主体对政策的不

信任和对未来的悲观情绪。2 季度，城镇居民未来收入信心指数降至 52.6%，为 2016 年底以来的新低。与此同时，失业风险不断闪现，城镇调查失业率于 2 月和 7 月两次攀上 5.3%的高位。其它多项指标也发出走弱信号：1）9 月份制造业和非制造业 PMI 从业人员指数下滑至 47.0%和 48.2%，为近年较低水平，这表明用工景气度处于紧缩区间；2）领取失业保险的人数由降转增，上半年同比增加 2.2%；3）失业人员再就业数前 7 个月同比减少了 8.6%；4)“失业金领取条件”搜索指数比前几年飙升 2-3 倍。

在极限思维下，2020 年中国经济和社会领域的收缩效应可能会比 2019 年还要严重，价格结构性上涨与总需求加速性下滑所引发的社会不安和动荡、中等收入群体的消费下滑、企业等市场主体预期的恶化，可能带来“预期型”的经济困局。当企业不再扩大生产性投资、居民不再增加耐用品消费、地方政府被沉重的债务负担所约束、新一轮的技术革命又遥遥无期，中国经济的韧性和超大规模市场优势将同时面临重大机遇和深刻考验。

6、前期金融风险的缓释在 2020 年出现反复的风险。一方面，尽管货币政策边际宽松，债务风险得到缓释，市场流动性也较为充裕，但金融机构贷款利率与企业资产利润率走势分化的局面仍未缓解，表明虽然金融回归初心，支持实体经济发展的趋势十分明显，但传递机制不畅的压力依然存在。另一方面，尽管今年以来金融风险得到缓释，但未来一段时期仍将处于违约常态化阶段，特别是随着经济进一步下行调整，金融风险可能出现反复。金融风险的缓释和预防反复是明年宏观审慎的核心。

1）尽管货币政策边际宽松，债务风险得到缓释，市场流动性较为充裕，但金融机构贷款利率与企业资产利润率走势分化的局面仍未缓解，表明虽然金融回归初心，支持实体经济发展的趋势十分明显，但传递机制不畅的压力依然存在。

在经济下行压力加大的背景下，金融机构贷款利率一直居高不下，特别是随着 PPI 下行甚至由正转负，实际贷款利率不降反升。近年来，企业资产回报率持续下降，而贷款利率高企，特别是 2018 年以来资产回报率开始低于贷款利率，企业投资基本丧失经济意义，再投资意愿受到极大抑制。据我们测算，工业企业的息税前资产利润率从 2011 年的 8.3%持续下滑至 2015 年的 6.4%，随后在“去产能”提振作用下，小幅回升至 2017 年的 6.7%，但 2018 年又急剧回落至 5.8%，

2019 年上半年（折年率）进一步下滑至约 5.2%。同期，金融机构人民币贷款一般贷款加权平均利率从 2011 年的 7.8%持续回落至 2016 年的 5.4%，但随着“去杠杆”政策的推进，金融条件不断收紧，贷款利率逐步提升至 2018 年的 5.9%，2019 年 1 季度进一步上升至 6.0%。由此，2018 年首次出现了企业资产回报率低于贷款利率的情况，2019 年上半年缺口进一步扩大。在企业资产回报率低于贷款利率的情况下，企业再投资意愿必然受到极大的抑制。特别地，上半年制造业利润总额首次出现负增长，降低了企业投资意愿和能力，导致制造业投资出现较大幅度下滑。上半年，制造业利润总额同比负增长 4.1%，这是 2019 年以前从未出现过的新情况，去年同期还是正增长 14.3%。如果说此前制造业投资下滑更多是受市场空间收窄的影响，那么当前还进一步叠加了企业利润恶化的因素。

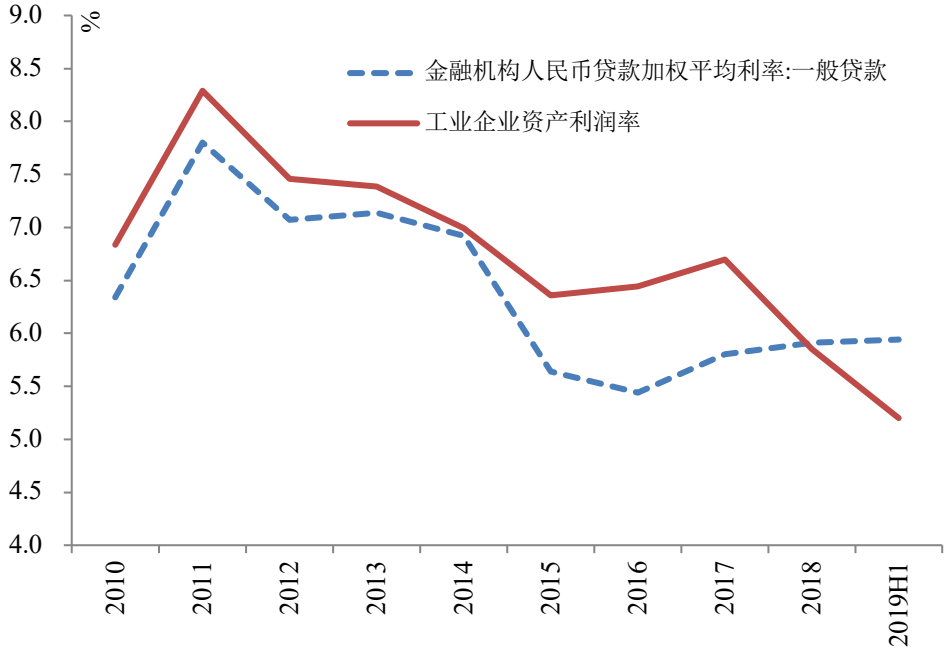

图 82 金融机构贷款利率与工业企业资产利润率走势分化

在企业盈利水平下降、实际贷款利率上升的背景下，企业贷款需求出现明显回落，特别是大型企业和中型企业。3 季度，大型企业贷款需求指数下降至 54.4%，中型企业贷款需求指数下降至 57.2%，均为 2017 年初以来的最低水平；相比之下，小型企业贷款需求仍处高位，3 季度为 70.2%，但也已连续 2 个季度下滑。

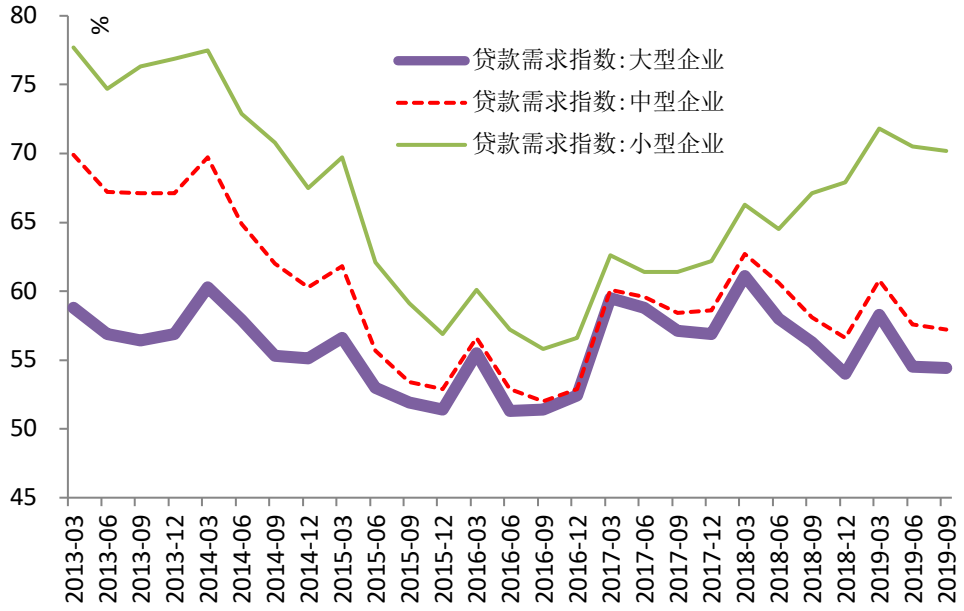

图 83 企业贷款需求指数显著回落

造成当前流动性传导不畅的因素很多，其中一点在于我国货币供给结构和供给渠道较前些年发生了较大变化，与新变化对应的改革还在进展中。在原有外汇占款投放渠道消失后，现有供给渠道存在较为严重的信息不对称问题，银行间市场利率波动性加大，导致商业银行等金融机构对流动性供给预期不稳定，更倾向于将资产投向利率债等低风险高流动性领域，以匹配负债端的波动性。这就导致了资金向实体传导不畅。同时，在金融去杠杆的大背景下，银行大幅收缩了表外业务。在有效地降低了金融风险的同时，也一定程度上导致企业的很多其他融资渠道受阻，包括产业投资基金等。在其他渠道受阻情况下，企业只能依靠银行这一主体。由于不同企业有不同的融资需求，银行在定价中面对着信息不确定性和自身的经营成本约束，只能采取相对平均的定价模式。这样难以有效降低企业的融资成本。所以必须要拓宽企业的融资渠道，用具有不同风险偏好和成本结构的金融主体满足企业的不同融资需求。这就需要在合规的基础上加大商业银行对其他金融主体的融资供给，通过各类金融主体的合力，将银行间市场的资金有效引导至实体经济，降低企业融资成本。需要以改革提高流动性供给渠道的透明性和效率。一方面中央银行可以考虑适度增加交易商等措施扩大政策覆盖面；另一方面，商业银行也需要增多通过自身风控能力提升来将资金引导向实体经济。

鉴于我国原有的贷款市场报价利率机制市场化程度不高，未能及时反映市场利率变动情况，2019 年 10 月，中国人民银行宣布改革完善 LPR 形成机制。改革

后的 LPR 称之为贷款市场报价利率，在更名的同时扩大了报价行的范围，增加了城商行、农商行、外资行和民营银行，提高了报价的代表性。增加了 5 年期利率期限品种，丰富了利率期限结构。在这一系列操作中，最重要的是 LPR“换锚”，即在公开市场操作利率（目前主要指中期借贷便利 MLF）基础上加点形成。同时，刚性推广 LPR 报价在商业银行贷款利率形成中的应用，确定其基准利率地位。考虑到在过去十几年的利率市场化改革进程中，无论是出于自上而下的改革推动，还是自下而上的金融创新，商业银行负债端的构成已经出现了巨大的变化，同业资金、央行借款包括市场化定价的存款等项目，均已经与货币市场利率建立了清晰的联动关系，换言之可以受到公开市场操作利率的有效引导。而正是由于这一点，LPR 与 MLF 利率挂钩，才能有效发挥从资金成本到贷款利率的传导作用。而 MLF 的引导作用是 LPR 效果发挥的关键起点。

因此，要想在短期内快速降低企业融资成本，还需直接对 LPR 中的基础定价，即 MLF 的利率进行直接调整。LPR 定价模式很难有效对冲银行最终贷款利率的加点问题。在改革后，银行新增贷款将在 LPR 之上再加点形成最终贷款利率。改革前 1 年期 LPR 为 4.31%，一般贷款的加权利率在 6%左右，中间的点差实际体现了银行的风险溢价等因素。而在当前经济下行压力加大的情况下，商业银行风险偏好趋于谨慎符合其市场化经营的定位，风险溢价客观上是要上升的，也就是说加点部分实际还有上升的压力，因此在资金成本固定的情况下，贷款实际利率的下降幅度必然极为有限。当然，商业银行最终贷款的加点幅度还会受到金融市场一系列结构性因素的影响，包括企业融资渠道有限，商业银行的议价能力相对较强；企业的财务数据存在大量失真，社会信用建设还有待加强，导致银行的利差中隐藏了一部分反欺诈溢价等。这些结构性因素都是 LPR 改革无法解决的，需要其他改革措施的配套推进，特别是尽快降低 MLIF 利率以对冲上行的风险溢价扩大因素。

2、金融风险的缓释和预防反复是明年宏观审慎管理的核心。尽管今年以来金融风险得到缓释，但未来一段时期都处于违约常态化阶段，特别是随着经济进一步下行调整，金融风险可能出现反复。尽管今年以来金融风险得到缓释，但截至 11 月中旬，仍有 153 只债券出现违约，规模达 1187 亿元，其中 36 家公司首次出现违约，未来一段时期都处于违约常态化阶段。

值得注意的是，当前结构性及区域性的金融风险仍较为突出。特别是在结构分化中，部分地方政府、部分行业、民营企业、中小银行不良率债务和金融风险较大，2020 年可能承受较大压力。

首先，地方政府债务风险可能有所上扬。2019 年在减税降费的过程中，地方政府公共财政收入增速大幅下滑，非税收入增速大幅提高，反映了地方政府收入压力加大。与此同时，2019 年地方政府债券发行额大幅提高，而且主要以新增债券的发行为主，置换债券和再融资债券所占比重较小，这与 2017-2018 年显著不同。2017 年地方政府债券发行主要以置换债券和再融资债券为主，2018 年新增债券与置换债券和再融资债券的占比相当，这使得地方政府的债务风险得到缓解。2019 年地方政府债券发行以新增债券的发行为主，将使得 2020 年及以后的债务压力和风险有所上升。从政府债务率水平来看，贵州、青海、海南、内蒙古、陕西、甘肃、安徽、江西、黑龙江等地区的债务存量风险已经较高，债务的可持续性值得关注。

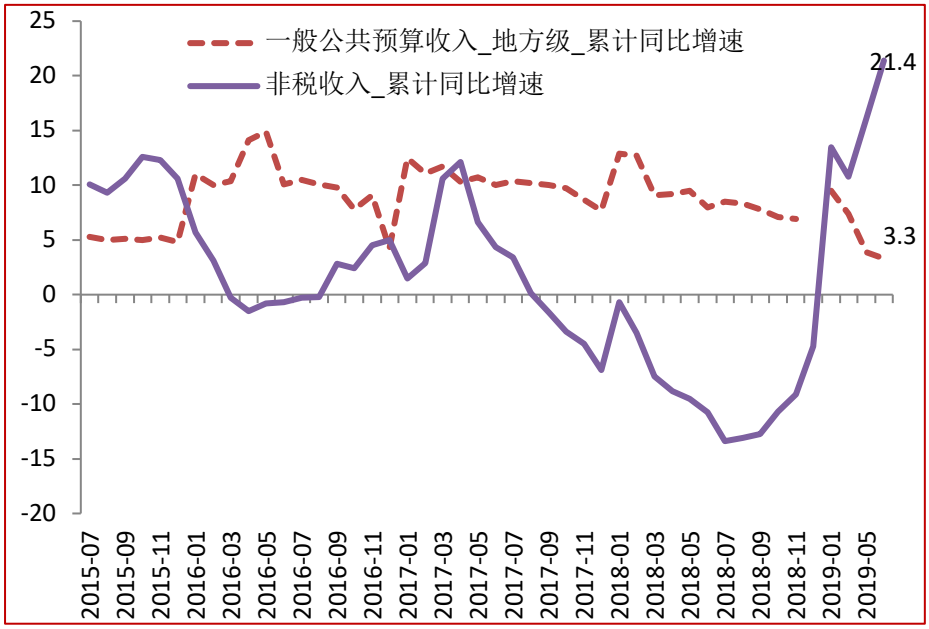

图 84　地方政府财政收入增速大幅放缓、非税收入增速显著上升

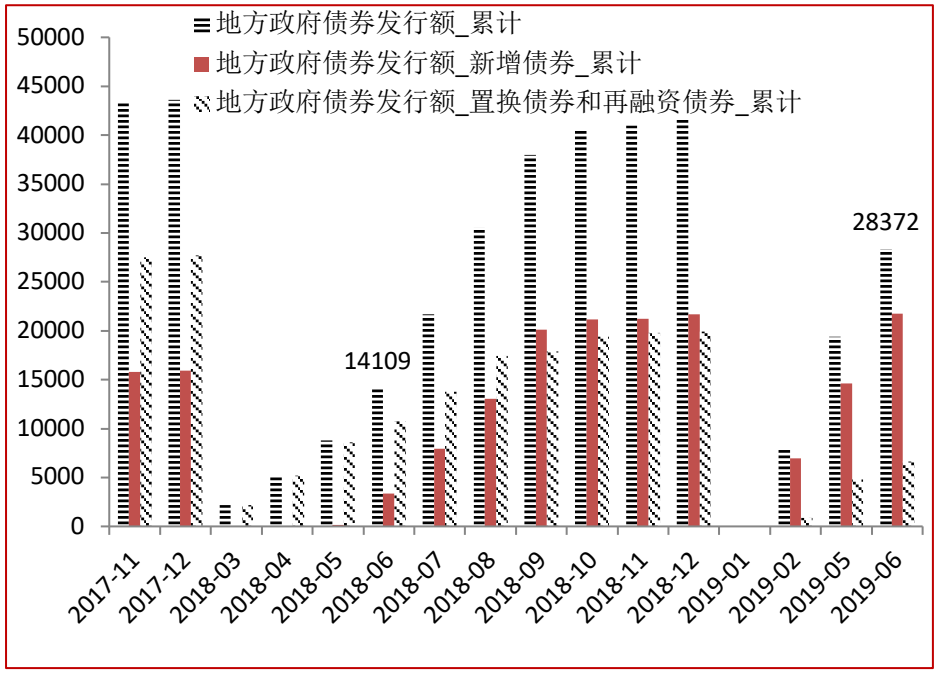

图 85　地方政府债券发行情况

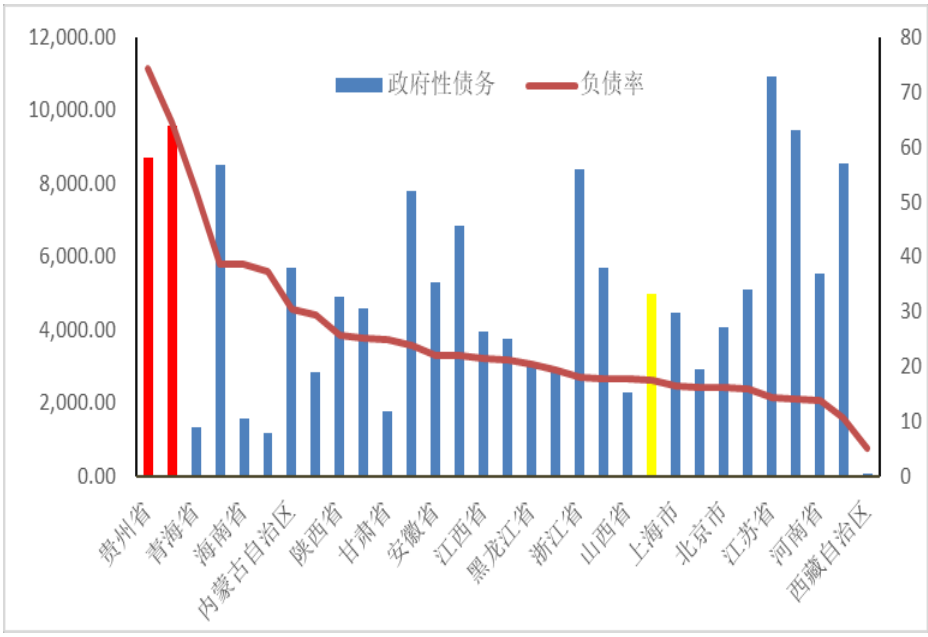

图 86　局部地区政府债务风险突出

其次，在经济结构分化中，部分地区的企业债务违约情况也呈现集中化的特征。山东、北京、上海、江苏、安徽、浙江、广东、河南、辽宁、黑龙江等地区，企业债券违约的情况较为严重。

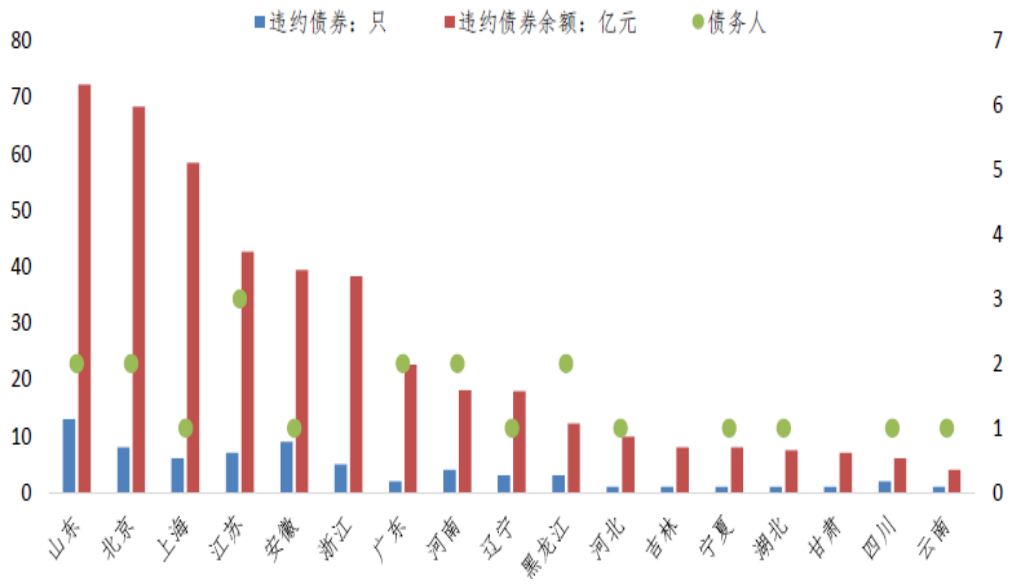

图 87　2019 年上半年违约债券在不同地区的分布情况

再次，部分行业和民营企业的债务违约情况也较为集中。从行业方面看，石油、煤炭、综合类、建筑工程、多领域控股、食品加工、基础化工、钢铁、海港、房地产开放、贸易、建材等行业，债券违约的分布较为集中。从所有制方面看，民营企业和公众企业的债务风险较大，在 2019 年上半年违约债务余额中，民营企业占比高达 88.2%，其次为公众企业占比达 9.5%。

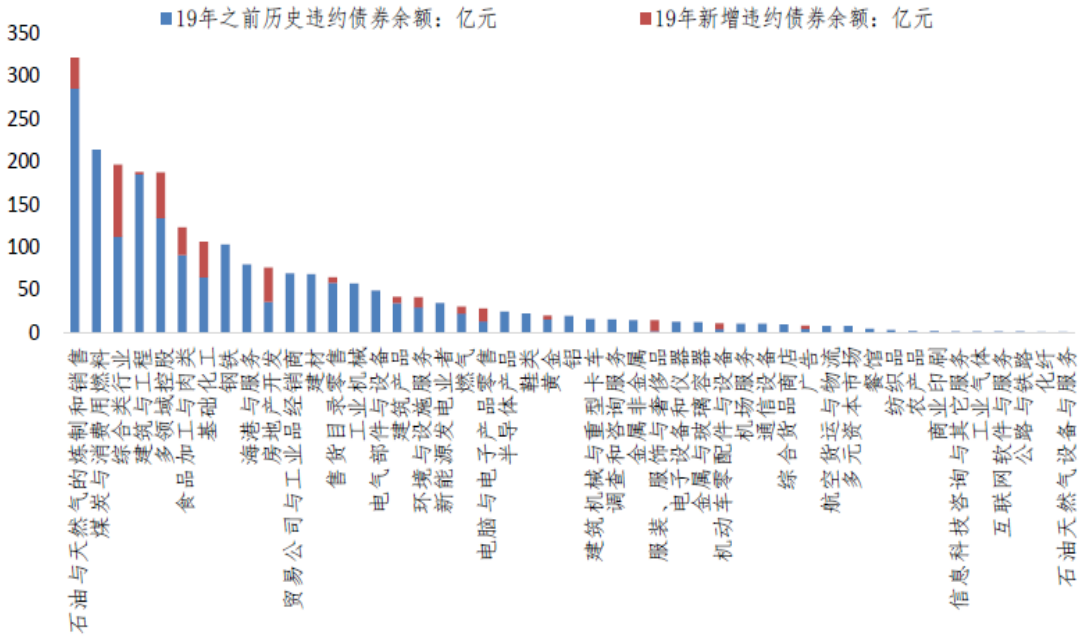

图 88　2018 年违约债券在不同行业的分布情况

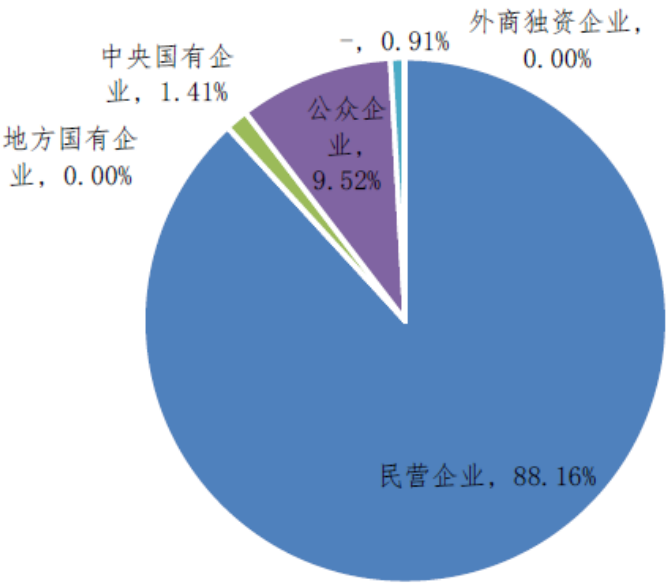

图 89　2019 年上半年违约债券余额在不同所有制企业的分布情况

最后，从不同类型银行的稳健性来看，中小银行债务不良率和金融风险较大，2020 年可能承受较大压力。其中，农村商业银行的不良贷款率从 2013 年末的 1.67% 上升到 2018 年末的 3.96%，提高了 1 倍多，城市商业银行的不良贷款率也呈现较快上升趋势，值得高度关注。

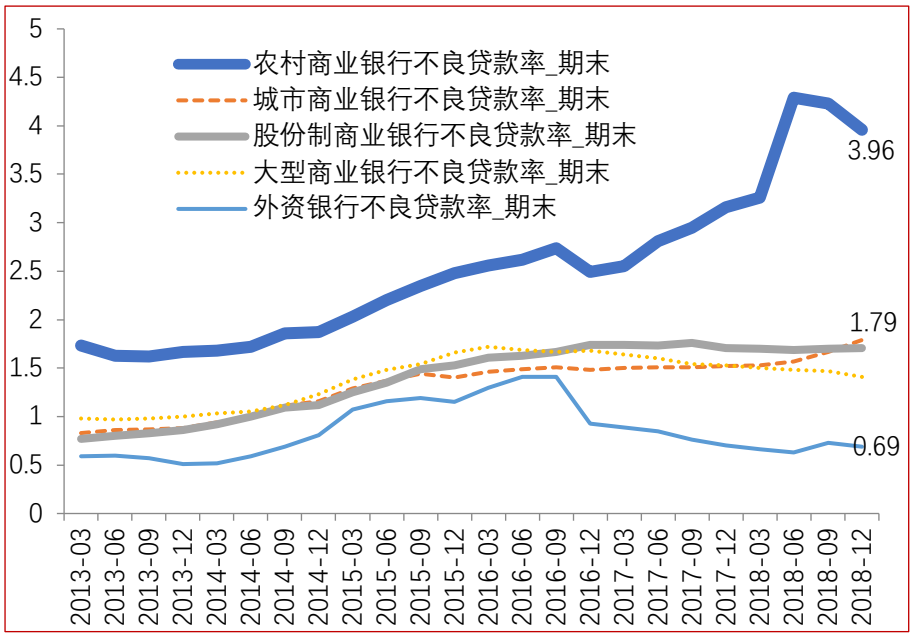

图 90　不同类型银行的不良贷款率走势分化

第五部分　结论与政策建议

在趋势性因素与周期性因素叠加、国际与国内不利因素强化的作用下，2019年中国经济增速明显趋缓。一方面，新常态的增速换档期、动力转换期以及前期风险的释放期尚未结束，趋势性下滑力量仍然没有逆转。改革攻坚期决定了新一轮改革红利还没有完全出现，中美贸易冲突和全球经济放缓决定了全球化红利处于快速下滑期，制造业比重的进一步下滑和第三产业的快速上升决定了工业化红利基本持续递减，人口老龄化的加速决定了传统人口红利的衰竭。因此，中国经济趋势性力量当前并没有步入新的平台期，依然处于回落阶段，经济增速换挡的强化依然是今明两年结构调整攻坚期的特征之一。另一方面，国际国内周期性波动加大，周期性力量与趋势性力量将在当前与未来一段时期出现叠加现象。中国经济正处于中美贸易冲突全面爆发期、刚开启的世界经济周期新一轮下行期、投资周期底部波动期、金融调整下行期以及新一轮市场化去库存周期的拐点，这决定了今明两年的短周期定位总体处于下行状态，防止周期效应叠加是加强宏观政策逆周期调节的重点。

2020年是中国全面小康年，也是中国GDP增速持续回落的一年。中国宏观经济将在延续2019年基本运行模式的基础上出现重大的变化。一方面，2019年下行的趋势性力量和结构性力量将持续发力，导致2020年潜在GDP增速进一步回落；另一方面，2019年下行的很多周期性力量在2020年开始出现拐点性变化，宏观经济下行有所缓和，下行幅度将较2019年明显收窄。中国宏观经济运行需要高度关注六大风险挑战。一是随着全球经济步入新的低迷期、大国博弈开启新征程、全球经济贸易政策不确定性达到新高度，新一轮的外部冲击全面显现，不仅会通过贸易渠道对中国经济带来直接冲击，还会通过干扰中国经济的循环运行、恶化市场信心和未来预期等间接渠道，对中国经济产生更为深远的影响。二是萧条型的结构分化加剧叠加升级型的结构分化停滞，可能带来总量性的紧缩效应，并导致局部地区和行业的下行压力加大，就业问题集中化和局部金融风险上扬，必须引起重视和保持高度关注。三是非食品CPI的持续下滑、PPI的连续下跌、GDP平减指数的回落，意味着2020年中国经济出现新一轮通货紧缩的风险加大，需要保持高度关注和做好应对准备。四是内需增长的持续大幅下滑可能引发宏观

经济加速性下滑的风险。特别是当企业不再扩大生产性投资、居民不再增加耐用品消费、地方政府被沉重的债务负担所约束、新一轮的技术革命又遥遥无期，中国经济的韧性和超大规模市场优势将同时面临重大机遇和深刻考验。五是食品价格结构性上涨与总需求加速性下滑产生叠加效应，不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市场主体对未来的悲观情绪，对 2020 年的宏观管理造成更为严重的问题。六是金融风险的缓释可能会出现反复。一方面，金融支持实体经济发展目前仍存在传递机制不畅问题，另一方面，未来一段时期仍将处于违约常态化阶段，随着经济进一步下行调整，结构性及区域性的金融风险上扬，进一步促进金融风险有序缓释和预防反复是明年宏观审慎管理的核心。

结合我国宏观运行所处阶段特征和周期相位，针对明年经济运行中的深层次问题和重大风险点，我们提出以下八大方面的政策建议。

第一，科学制定 2020 年经济增长目标，建议目标区间为 5.5%-6%。科学制定 2020 年增长目标的紧要之处在于目标下限约束与现实的增长潜力之间的空间大幅收窄。因此，必须强化底线意识，以底线思维制定和落实 2020 年经济社会发展的主要预期目标，需要坚持三个基本原则：一是高质量发展；二是完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务；三是保证社会就业基本稳定。我们经过反复测算发现，明年增长目标不必拘泥于 6%以上，保持在 5.5%-6%，足以完成“两个一百年”奋斗目标的阶段性任务，也能够保证社会就业的基本稳定，同时也更有利于保持
战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展。

1、坚持高质量发展原则，2020 年 GDP 增长的区间管理目标宜设为 5.5%-6%。按照既定方针推动中国经济高质量发展，要求 2020 年经济目标必须符合中国经济中长期发展趋势，并在此基础上加强宏观政策逆周期调节功能对冲周期性因素。2020 年的经济增速已很难达到 6.0%以上，如果继续将 2020 年的 GDP 增长目标设在 6%—6.5%，必须依靠强有力的财政刺激政策、宽松的货币政策以及放松房地产市场调控来刺激短期增长。但是，目前看这三个条件或不具备或不利于中长期的经济高质量发展。因此，从保持战略定力，按照既定方针推动经济高质量发展的角度来看，2020 年增长目标设在 5.5%-6%进行区间管理较为适宜。从中长期来看，在趋势性下滑和增速换挡过程中，中国经济发展还需要完成以下历史性任务，必须为 2021 年深化改革攻坚预留政策储备。

2、坚持实现“两个一百年”奋斗目标阶段性任务原则，2020 年 GDP 增长目标宜保持在 5%-6%，不必拘泥于 6%以上。2020 年 GDP 增长目标的下限面临完成两个百年目标阶段性任务的紧约束。如果按照目前的统计口径，6%将是2020 年GDP 增长的目标下限。但是从历次经济普查数据调整的统计规律来看，在根据2018 年底开启的第四次全国经济普查进行数据调整后，2014-2018 年间的经济增速有望每年提高 0.5 个百分点，五年累计提高 2.0-2.5 个百分点。11 月 22 日，国家统计局发布了关于修订 2018 年国内生产总值数据的公告，将 2018 年 GDP 向上修订了 2.1%，这意味着在 2019 年增长 6.2%的基础上，2020 年经济增速保持在 4%-5%就已经足够实现比 2010 年翻一番的目标。因此，2020 年的经济增长目标不必为增速“破 6”的关口过度紧张，2020 年增速保持在 5.5%-6%的目标区间，能够实现“2020 年 GDP 比 2010 年翻一番”的目标。

3、坚持保证社会就业基本稳定原则，增速保持在 5.5%-6%足以保证就业的基本稳定，5.8%是较理想状态；5%是确保就业无虞的增长底限，但可能会牺牲就业质量。以 2019 年中国 GDP 增速为 6.2%为基础，若 2020 年中国的经济增速为 6%，那么非农就业增量预计为 590 万，与 2018 年相近，就业比较宽松；若 2020 年经济增速为 5.8%，非农就业增量降至 480 万，比 2019 年略多，对标 2019 年的就业形势，2020 年就业形势仍应无虞；若 2020 年经济增速为 5.5%，非农就业增量为 315 万，比 2019 年少近百万，达到历史新低，就业形势会更加吃紧，但尚不会出现大面积的失业问题；若 2020 年中国经济增速降至 5%，非农就业增量将降为 0，这时才将真正考验中国之就业。因此，5%是确保中国就业无虞所不能突破的增长底限，5.5%-6%可以保证就业的基本稳定，5.8%是较理想状态。

第二，将中期视角的“预期管理”作为各项宏观政策的统领和重要抓手。在内需增长出现大幅下滑和结构分化达到新的临界值的背景下，简单的预调、微调已经不足以应对宏观经济日益面临的加速性下滑风险，而必须借助于中期视角的“预期管理”。

1）必须旗帜鲜明地稳定内需，引导市场主体形成一致预期，确保经济增速保持在合理区间。由于预期持续恶化，目前除了总量性的收缩，更在投资领域和消费领域都已经出现了结构性的紧缩效应：企业不再扩大生产性的投资，居民不再增加耐用品的消费。如此持续下去，不仅升级型的结构分化将会停滞，而且萧

条型的结构分化也将加剧，产生总量性的紧缩效应和局部性的风险恶化。

2）新一轮的信心构建必须从今年4季度全面开始，应对明年经济增速下台阶效应的进一步显化。目前中国经济的制度性红利已经开始筑底回升，同时，近期金融风险的缓释和中美贸易摩擦的阶段性缓和将为明年带来一个相对稳定的金融市场环境和外贸环境，这对于重建市场信心提供了非常有利的重要时点。

3）**对于猪肉等食品价格的结构性上涨和工业领域的通缩风险，同样要加强预期管理，采取“宏观政策+分类施策”组合进行综合治理。**针对猪肉等个别商品价格的大幅上涨，需在必要的“环保纠偏”的基础上，加强民生保障、舆情管理和市场预期引导。年初以来，食品价格的“轮番上涨”已充分暴露了现有的“预调、微调”举措在应对当前局面上的缺陷，而以“预期管理”统领各项宏观政策，就不能就猪肉调猪肉，而是要基于未来价格走势和潜在转移路径的总体研判，通过前瞻性的指引，引导市场主体行为调整。在供给侧，主要防止环保督察与猪瘟疫情的进一步叠加，尽快恢复生猪生产。在需求侧，主要通过食品补贴或猪肉消费专项补贴，确保困难群众的基本生活。更重要的是，加强舆情管理和市场预期引导：一方面避免市场主体特别是中低收入家庭对未来产生悲观预期，要更加重视保就业政策，稳定居民未来收入预期；另一方面避免借机宣扬全面通胀言论和制造噪音，干扰货币政策制定和执行。对于工业领域的通缩风险，需要基于各类价格指数走势分化的准确判断，区别对待短期民生目标和中期宏观经济目标，采取“宏观政策+分类施策”组合进行综合治理就，避免陷入政策方向选择上的困境。

第三，落实党的十九届四中全会精神，全面开启新一轮全方位改革开放和新一轮供给侧结构性改革来解决我们面临的深层次结构性与体制性问题。在经济结构转换的关键期和深层次问题的累积释放期，简单的宏观政策调节和行政管控，难以应对基础性利益冲突和制度扭曲所产生的问题，基础性、全局性改革依然是解决目前结构转型时期各类深层次问题的关键。必须以构建高标准市场经济体系为目标，推出新一轮改革开放和供给侧结构性改革。

1、必须梳理各类问题的边界，区分短期波动问题与中长期增长问题之间的差别，区分外部冲击与内部冲击之间差别，分类使用需求管理政策、结构性调整政策以及基础改革政策。防止用短期行政管控代替改革，用宏观调控来回避改革。一是必须对周期性波动进行宏观调控，防止经济波动过大导致改革环境的恶

化；二是对于中长期增长问题要采取产业政策、区域政策，持续培育新增长点和新动能；三是对于资源配置性扭曲必须进行结构性改革，以减少市场摩擦，恢复市场功能；四是对于涉及到基本利益冲突、大的制度扭曲从而导致各种短期需求管理政策、中期产业政策和区域政策出现严重失灵的问题，必须进行基础性改革。

2、必须明确改革的核心不是出台政策或召开会议，而是要建立各类改革主体愿意改革、能够改革的激励相容的改革动力体系。新一轮改革必须从过去以责任、约束为主转向以激励相容、权责统一为主。要对不同层次的改革主体建立不同的第二轮改革红利的分享机制和改革成本的共担机制，全面激发三大精英阶层的改革积极性。要及时进行阶段性历史总结，甩开历史包袱，轻装上阵，强化产权保护，解决企业家原罪问题。要在关后门、堵旁门、取缔非法收入的原则上，正视各类灰色收入和影子活动的历史必然性和现实合理性，要寻找到灰色体系、影子体系规范化、阳光化的改革通道，而不是简单地进行取缔。要建立改革的容错机制，区分改革试错与违纪违法之间的本质差别。要重新界定顶层设计和基层创新的边界，一方面防止过多、过细的顶层设计完全约束了基层创新的空间和活力，另一方面也要防止过多的基层创新导致改革缺乏统一性和协调性，从而陷入碎片化改革困境之中。要充分认识到目前中国经济的历史方位和国际方位，充分利用国际问题倒逼中国的开放，用新一轮大开放来倒逼我们的深层次改革。

3、在中期规划和设计新一轮基础性、引领性改革方案的基础上，全面总结4年来供给侧结构性改革的成就和经验，果断推出新一轮供给侧结构性改革。一是必须认识到第一阶段供给侧结构性改革的目标已经基本顺利完成，“三去一降一补”的内容、目标、手段都需要阶段性的大调整；二是第二轮供给侧结构性改革应当以“降成本、补短板”为重点；三是必须以市场化和法制化工具为主体，避免行政化实施带来的各种问题；四是解决各种供给侧问题的基本落脚点必须配合大改革的进行；五是不能割裂“生产、流通、分配、消费以及所有制”之间的相互关系，把结构性调整简单局限于生产端，而忽视其他环节在不同时段的核心作用。

4、以改革的精神来全面梳理和定位中国 2020 年的宏观经济政策。一是要在短期宏观经济政策调控、中期经济增长政策、转型期结构性改革和基础性改革进行分类，防止各类政策在目标配置、工具选择上出现错配，避免出现市场工具行政化、总量政策结构化、行政举措长期化、宏观调控泛化等问题；二是宏观经

济政策要定位于配合“大改革、新开放”，为新一轮改革开放创造必要的宏观经济环境，强化底线管理、全面缓和各种短期冲击；三是要正视改革疏导宏观经济政策传递机制、改革完善宏观经济政策体系需要一个过程，需要基础性改革的到位，因此在短期政策调整时必须前瞻性地考虑目前大改革、大调整带来的宏观经济政策效率弱化、外溢性以及合成谬误等问题，避免宏观调控在“过”与“不及”之间摇摆，进而成为加剧宏观经济波动的核心原因之一。

5、2020 年加强“六稳”的核心仍在于“稳预期”，“稳预期”的核心在于“稳信心”，必须认识到“稳信心”不在于某些宏观经济指标的短期稳定，不在于宏观经济政策随着市场情绪进行简单的宽松或定向性的帮扶，而在于市场主体对于长期战略问题有清晰、明确和科学的解决方案，在于我们在基础性问题上进行了真正的改革，为未来提供了一个可信的公平竞争环境。1）市场情绪的动荡不仅在于中国市场存在问题，而在于政府过度干预、政府信用和类政府信用出现了过度膨胀，导致市场空间的挤压；2）民营企业家信心的低迷不仅在于民营经济产权保护的不完善，更在于民营经济的生存和发展空间被严重挤压。因此，提振民营经济信心的核心关键不在于对于民营经济进行一次性的行政性的帮扶，而是要通过系统性改革为民营经济提供一个公平、透明的竞争环境；3）金融市场的忧虑不仅来源于市场的不完善和债务率的高企，更来源于我们解决债务问题的方法进一步加剧了资源配置的扭曲；4）很多信心低迷不在于我们没有进行预期干预，而在于我们很多预期干预释放的信号十分混乱，干预行为反而成为信心下滑的原因；5）市场情绪的变化往往具有前瞻性，我们在高度重视市场情绪变化的同时，必须认识到市场情绪往往会在信息不完全和不对称的情况下夸大实际问题的困难程度，科学分析市场情绪中的信息对于宏观经济“预调”和“微调”管理十分重要。

第四，构建货币政策新稳健的新框架，从哲学理念、目标体系、工具选择、审慎管理、汇率安排、预期管理和政策协调等方面，对新形势下的稳健货币政策的框架进行全面重构。

1、稳健货币政策的哲学理念和目标体系需要重构。1）货币政策在大转型期间需要更为积极的哲学理念。在新旧动能转换期，潜在 GDP 增速和产出缺口可能被低估，需要扬弃传统货币政策规则中关于潜在增速的理念。在哲学层面要有

“非常之时需要非常之举”的理念，积极前瞻性地研究各类非常规货币政策的试点和实施策略。2）在结构调整攻坚期和价格高度分化期，货币政策的目标必须从传统的 CPI、实际 GDP 增速和就业数量转向以下几个方面：（1）名义 GDP 增速、就业质量和 GDP 平减指数；（2）流动性稳定和资产价格的异动；（3）汇率预期以及套利性资本流动。货币政策不能简单地盯住实际 GDP 增速、CPI 和就业数量，因为在中国当前经济结构和统计体系中，这些传统的指标已经不能科学反映中国宏观经济运行的状况。

2、在内生性回落加速和外部需求疲软全面扩展之时，稳健的货币政策需要明确新内涵和新举措。1）稳健的货币政策要能够在必要时顺利地从“稳健定位”转向“适度宽松”，以稳定市场预期，打破“债务-通缩”的恶性循环，扭转目前内生性回落的悲观情绪。2）随着金融整顿和深化金融体制改革的持续推进，防范化解重大金融风险取得阶段性胜利，2020 年将迎来一个相对稳定的金融市场环境，货币政策应当延续 2019 年的基本定位，但操作方式可以适度偏松：（1）在内需持续回落、外需急剧疲软、金融风险得到缓释之时，货币政策应该避免过度从紧的取向，低利率政策依然是市场复苏的一个十分重要的基础，特别是实际贷款利率的下降仍是稳投资的一个关键。（2）M2 增速不宜设定过低，应为预防通货紧缩风险和各类金融指标内生性的收缩预留空间。当前非食品 CPI 的不断下滑、PPI 的持续下跌、GDP 平减指数的显著回落、企业效益和市场预期的恶化，可能预示着新一轮的通货紧缩正在形成，需要密切关注未来两三个季度的价格形势变化，及时调整货币政策定位。建议 2020 年 M2 增速应当高于名义 GDP 增速的水平，达到 8.5%-9%；全社会融资总额增速不能过快回调，保持在 11%左右符合金融整顿与强化监管的要求。

3、稳健货币政策的工具箱和传导渠道需要重塑。1）由于大改革与大转型期间的波动源具有多元性和叠加性，货币政策工具必须多元化，常规政策工具难以应对目前的格局。非常规货币政策甚至中国版 QE 需要进行系统研究，未来中国的政策篮子并不拒绝采取非常规宏观政策。2）应当关注货币投放方式变化对于货币传导的冲击，2020 年可以逐步降低金融机构的存款准备金率的方式完成货币投放。对内需要关注 M0 和 M1 增速的持续回落，丰富央行货币发行的渠道，加大银行准备金率降低的幅度，提高中国安全性资产的供给，加大货币市场的深

度；对外需要高度关注美联储政策的调整以及美国金融市场的异变。3）鉴于货币政策调控框架转型往往会带来基础货币供给节奏不稳定、供给工具不确定、供给对象不透明等问题，为防止市场流动性紧张时期引发市场紧张情绪，导致市场资金面和利率出现不必要的波动，货币政策除常用的公开市场操作工具外，应当通过常备借贷便利、中期借贷便利等一系列创新型工具向市场注入流动性，以强化引导市场预期。4）在控制债务过度上涨的过程中，货币政策的工具选择十分重要，价格型工具对于高债务企业的调整更为有利，简单的数量宽松依然需要控制。因此，目前的宽松货币政策定位应当在数量型工具盯住流动性的基础上，以价格工具为主导。5）在经济下行压力加大和不确定性上扬的背景下，需要 LPR 改革与其他改革举措配套推进，对商业银行的风险溢价加点进行有效对冲。近期央行通过贷款市场报价利率（LPR）改革，下调公开市场操作利率，引导 LPR 利率小幅下降。但是在经济下行压力加大和不确定性上扬的背景下，市场风险溢价客观上是趋于上升的，商业银行在 LPR 的基础上通过风险溢价加点，导致企业最终获得的一般贷款利率未必能够有效降低。因此，仍需要其他改革举措的配套推进，通过适度“降准”和大幅降低 MLF 利率进行有效对冲。6）在价格形势高度分化下，特别是 CPI 与 PPI 走势分化，货币政策利率工具要考虑不同市场主体面临的实际利率差异。特别是在 PPI 为负的背景下，对于实际利率的跟踪，要分类采用与企业生产投资相对应的价格指数对名义利率进行调整。建议采用非对称降息工具。

4、将预期管理作为货币政策的统领和重要抓手。1）在改革继续推进、金融创新不断涌现、利率市场化尚未彻底完成的情况下，货币政策应注重加强预期管理，更加注重引导社会预期，以提高货币政策的有效性。2）由于总需求不足问题已经强烈显化，稳健的货币政策不宜保持以往模糊的稳健定位，必须旗帜鲜明地阐述新稳健的新内涵。包括汇率调整、存款准备金以及利率的调整应当更加明确其偏宽松的内涵，不宜过分含糊其辞，在货币政策定位上玩文字游戏。3）货币政策要全面扭转市场悲观预期，就必须打破以往传统的“小步微调”调控节奏。要充分认识到过去两年中国货币政策为什么在持续性“微调”中总是没有达到“预调”目标的核心原因就在于市场主体对于“小步微调”并不认可，“微调”并没有改变其预期模式，更没有达到稳定信心和发挥“锚定效应”的功能。避免金融环境的

收紧快于市场预期是货币政策预期管理的核心要点。4）新一轮信心构建必须从今年 4 季度全面开始。目前中国经济的制度性红利已经开始筑底回升，同时，近期金融风险的缓释和中美贸易摩擦的阶段性缓和将为明年带来一个相对稳定的金融市场环境和外贸环境，这为重建市场信心提供了非常有利的重要时点。即使在长端利率刚性、金融资源对于实体经济渗透力下滑的环境中，适度宽松的货币政策也具有必要性，依然是引导预期、防止过度收缩、配合积极财政政策的必要工具。5）打破“生产领域通缩-高债务”的恶性循环，避免进入资产负债表衰退，货币政策必须抓住目前短暂的窗口期，将宽松的力度提升到一定水平，而不能采取事后追加的模式，失去引导预期的作用。一旦中国步入资产负债表衰退阶段，中国货币政策的效率也将随着中国经济出现断崖式下滑，从而带来巨额的调整成本。日本等国家的案例已经充分表明传统“微调”模式可能会贻误调控的契机，中国要避免进入资产负债表衰退，不仅要进行货币政策方向的全面转型，同时还必须将一次性宽松冲击达到一定的高度。

5、以弹性汇率政策应对全球新一轮低迷期的挑战。1）正确认识世界经济新一轮低迷期的开启及其引发的全球央行“降息潮”，特别是欧美重启降息和 QE 操作，明年主要国家货币政策宽松化操作将是常态。在此背景下，需要明确未来一段时期中国货币政策的国际化导向，货币政策宽松的节奏应与全球主要央行保持一致，实现汇率的基本稳定，作为应对明年外部波动风险的核心。2）内部经济稳定依然是基本出发点，汇率调整和资本项目开放的改革都必须服从这个目标。鉴于 2020 年各类因素叠加的不确定性，中国对外经济政策应当采取保守主义的策略，以稳固中国经济企稳的基础。3）汇率市场化改革仍然是释放汇率机制以缓冲中国经济外部冲击作用的关键，是提高中国经济弹性和韧性的有效途径。从稳定金融市场的角度看，政府应该未雨绸缪，为应对人民币汇率和资本异常流动做好准备。

6、逆周期宏观审慎需要适应结构调整攻坚期要求，加强政策的协同配合，避免产生新扭曲。1）金融风险的缓释和预防反复是明年宏观审慎的核心。尽管今年以来金融风险得到缓释，但未来一段时期都处于违约常态化阶段。货币政策、宏观审慎监管、金融微观监管以及其他金融目标的一体化显得更为重要，货币金融当局的实体化、一体化、独立化和权力化也是制定科学货币政策的前提。2）

在结构调整期，逆周期宏观审慎需要强化货币投放、信贷投放、社会融资投放之间的关系，使货币政策与金融监管相互配合。建议采取“适度宽松货币政策”+“金融监管改革”的组合，以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。3）“稳金融”应当以“不发生系统性金融风险”为底线，不宜过度定义，必须对于局部环节的金融问题和金融风险的暴露有一定的容忍度。特别是在大改革与大开放重启的时刻，局部风险的集中暴露有利于我们形成有效的改革路径。4）不能简单地将“不发生系统性风险”等同于“金融指标的稳定”，大转型与大改革时期的各类金融指标必须做出调整，否则资源配置的方式和结构以及各种潜在的风险无法暴露。5）宏观审慎监管必须从系统性金融风险的指标监管向一些结构性因素监管倾斜。经过 2019 年的风险缓释操作，未来两年对于重点城市、重点省份的债务可持续性风险的监控、对于部分行业和部分产品风险的监控显得尤其重要。6）宽松货币政策必须辅之于“市场秩序建设”。金融市场缺陷的弥补和恢复金融市场配置资源的能力是适度宽松货币政策实施的一个重要前提。否则，“宽货币”下金融领域的泡沫很可能进一步诱发资金“脱实向虚”，导致实体经济与虚拟经济的背离，导致“衰退性泡沫”的出现。7）在高债务环境中，不仅要保持适度宽松的货币政策，同时还要对大量的僵尸企业进行出清、对高债务企业进行债务重组，对银行以及相关企业的资产负债表进行实质性的重构。存量调整是增量调整的基础，存量调整基础上的“积极财政政策+适度宽松货币政策+强监管”依然是我们走出困局的核心法宝。

第五，财政政策要精准，在更加积极的同时提高针对性，调动三个积极性。内需增长的大幅下滑，加剧了中国经济的脆弱性，2020 年财政政策要更加积极有效，在时间窗口关闭前，加大力度、加快速度、加强精准度地稳内需。

1、除继续落实好现有的减税降费的政策外，进一步提高企业先进生产设备减税抵扣和研发费用税前加计扣除力度，调动企业扩大生产性投资和研发投资的积极性。可以进一步提高财政赤字率，考虑到内忧外困和大改革的特殊性，建议 2020 年财政赤字率可以提高到 3.0%以上。目前，国家统计局根据第四次经济普查对 2018 年 GDP 数据进行了修订，将 2018 年 GDP 向上了修订 2.1%，从 900309 亿元增加 18972 亿元至 919281 亿元。GDP 总量的扩大意味着 2020 年的财政赤字空间有所提升，在维持赤字率不变的情况下，约能增加公共预算赤字 600 亿元，

地方政府专项债 600 亿元，利用政府资金撬动社会资金的潜力提升。

2、进一步明确财政纪律和市场规则，在此基础上充分发挥地方政府进行基建投资和公共事业投资的积极性，带动社会投资增速回升和稳定市场预期。虽然目前基建投资增速在企稳回升，但回升速度非常缓慢，仍在拖累总体投资增速，并对市场预期产生不利影响。2020 年财政支出应当从投资导向往民生导向转变，从补贴导向往福利导向转变，利用积极的财政政策加速低度广泛的大福利体系的构建，利用定向宽松的财政政策加大养老产业、健康产业以及中高端服务业的发展，释放相应的需求。同时，2020 年地方政府专项债券规模的扩大不能搞“一刀切”，必须基于对地区债务风险评估的基础上“有保有压”，对于政府债务率已经较高的地区有所控制，并且以政府专项债的置换和再融资为主，促进债务风险的进一步缓释，而对于政府债务率较低的地区，可以适度鼓励新增债券的发行。

3、关注局部区域财政收入崩塌的问题，特别是基层财政收入突变带来的各种民生问题。建议扩大财政平准基金的规模，设立过渡期基层财政救助体系；同时，适度弱化财政收入的目标，防止地方政府通过加大税收征收力度和非税收等方式，变相增加企业的负担。鉴于地方债市场容量的狭小和制度的不完善，建议 2020 年提高财政赤字水平的核心渠道是提高中央的财政赤字率，并积极利用国债发行规模的提高来增加政府支出能力，以加大改革推行的力度。

4、减税降费从生产端向消费端和收入分配改革过渡，调动居民消费积极性。在储蓄率持续下滑的新时期，“稳消费”对于宏观经济稳定和健康发展具有基础性和引领性作用。必须高度重视目前消费增速下滑的内在原因，巩固和扩大中国居民的消费基础，发挥超大规模市场优势。1）积极落实个税改革方案，减少工薪阶层的税收负担；2）加大对公共服务均等化改革，提高公共服务的可获得性；3）是针对 2020 年猪肉价格波动和收入波动叠加风险，做好针对低收入阶层的消费补贴预案，防止宏观经济波动对低收入阶层的过度波动；4）制定对中产阶层消费启动战略，特别是消费升级的促进战略：（1）重视中产阶层家庭杠杆率的过快上升，尊重杠杆率的演化规律，通过建立相应的债务风险缓释机制，促进消费平稳增长；（2）针对汽车等耐用品消费出台专项减税降费政策。例如，按照国际上人均汽车拥有量与人均可支配收入水平的拟合线，目前我国汽车拥有量仍有高达 80%的增长空间。建议将汽车购置税率从 10%下调至 5%，释放汽车消费的增

长空间。近 10 年的汽车消费经验表明，降低汽车购置税对促进汽车消费具有立竿见影的效果。2009-2010 年以及 2015-2016 年，通过将汽车购置税率从 10%下调至 5%，大幅提高了汽车消费增长率；反之，近两年汽车消费的大幅下滑，在一定程度上与汽车购置税率从 5%提高至 10%有关。

第六，2020 年稳增长的核心在于“稳投资”，但“稳投资”的政策方向和政策工具必须做出大幅度的调整，启动投资新举措需要有系统方案。同时，落实十九大提出的“发挥投资对优化供给结构的关键性作用”是一个中期任务，需要对中国投资结构优化提出一揽子改革方案，产业投资政策需要调整。

1、启动民间投资是稳投资的关键，而民间投资启动的核心在于提高投资未来预期收益率，预期收益率的提升来源于产权的可保护性、资本投资的新空间、投资成本的降低以及投资产业需求的扩展等方面。因此，民间投资的启动不是任何单一政策和工具能够胜任的，必须采取系统性的政策方案和改革措施，必须从中期角度来系统展开，全面调整投资预期。必须认识到实体投资回报率过低不仅仅是一个周期性现象，更重要的是源自系列重大改革的缺位，启动民间资本的系统方案必须包含大量基础性的、中期导向的重大改革：一是政府必须从目前的投资型政府逐步转向民生型政府；二是国有企业投资体系和利润使用应当进行战略性重新定位改革，非主营业务投资必须严格限制；三是各类管制要从新梳理；四是事业单位和公共服务体系的市场化改革必须深化。必须看到以制造业为主的民间投资空间已经饱和，各类市场型和半公共服务领域的开放十分重要，放松这些行业的政府管制、减少政府在非公共领域的投资和全面收缩国有企业的非主营业务十分重要。

2、加大对中小企业、民营企业和创新性企业投资需求的资金可获得性仍是投资启动的重要工作。脱实向虚的治理是提升实体经济投资增速的一个关键，但是，简单化、行政化的金融整顿和监管强化并不能达到稳投资的目标，特别是稳定民间投资的目标。因为在治理金融创新带来的风险和部分乱象的过程中行政化监管很容易扼杀金融创新，使大量金融资源过度依赖于传统体制内的路径进行融资，新型融资渠道出现全面收缩，大量中小企业、民营企业和创新性企业反而难以在治理整顿中获得融资，融资难、融资贵又成为这些企业投资的瓶颈问题。

3、从短期来看，国家依然需要准备一些投资项目包，以防止固定资产投资

增速过快下滑，2020 年保持政府性投资增速和房地产增速的相对稳定依然较为重要。从中期来看，任何持续的扩张的政策性投资必定会通过资金挤占、产业空间挤占、政治疑虑等渠道带来大量的挤出效应，使市场性投资在扩展政策中不仅没有得到扩展，反而在中期出现萎缩，政府未来对于各类产业的投资和补贴不能进一步膨胀，需要适度容忍投资增速的回落。

第七，民生政策要托底，应对经济下行和民生冲击叠加带来的“双重风险”。民生冲击与总需求下滑叠加不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市场主体对未来的悲观情绪，对 2020 年的宏观管理造成更为严重的问题。面对“双重风险”，短期内既要加大民生保障支出，更要重视就业稳定政策，保就业的重要性大于保工资，通过提高工资弹性应对成本冲击。一是对贸易摩擦可能诱发失业风险的局部行业、局部地区，制定有针对性的干预措施或引导措施；二是对汽车、手机等近期面临较大困难的行业要研究专门的解决办法，结合产业政策、消费政策、税收政策、交管政策等进行；三是重视企业特别是民营小微企业面临的经营困境，从多个维度为企业减负，扶持政策应结合就业目标进行；四是适当放宽对地摊经济夜间经济的限制，扩大灵活就业的生存空间；五是通过就业补贴等工具引导企业的用工行为，同时更加注重对青年失业群体的就业引导；六是重构未来的就业政策体系，积极就业政策要更加积极，目标从充分就业转向高质量的充分就业，为提高就业质量做准备；消极就业政策要更完善，进一步健全社会安全网，做好托底准备。

第八，积极应对中美贸易摩擦，全新思考世界结构裂变期中国的战略选择。2020 年世界经济可能发生超预期变化，对加强国际合作与政策协调的呼声将短暂压制贸易保护主义而达到一个小高潮，但一旦成效甚微，贸易保护主义将裹挟民粹主义发起更猛烈的反攻，世界经济结构与秩序将面临更加严重的破坏，必须从中期视角全面思考世界结构裂变期中国的战略选择。1）要用深化改革和高水平开放来应对世界结构裂变带来的短期挑战，特别是在中美贸易冲突中要以自由主义对抗新保护主义、用多边和双边主义对抗孤立主义、用新合作对抗新冷战；2）在坚持以新开放应对挑战的同时，必须认识到裂变期世界经济的各种基本参数发生根本性变化决定了我们不可能重返过去的战略路径，必须重构新开放发展的实施路径；3）全球产业链、供应链、价值链的重构必将发生，必须进行前瞻

性研究和全面布局，尤其是对于美国可能采取的“经济铁幕”和“新冷战”要有深入研究。一是我们应当在战略上避免“新冷战”的快速出现，维护中国产业升级的良好国际环境，二是必须通过区域经济更高水平的一体化和自由化防止美国快速形成“经济铁幕”和“新冷战”的国际统一战线；4）对于贸易战在其他领域的全面扩散必须要有充分的预案，特别是在技术战、人才战、汇率战以及安全领域等领域要有充分的研究和策略安排；5）对于 2020 年可能出现的国际收支恶化和国际金融市场动荡冲击，做好短期安排和政策对冲的准备。6）在应对中美贸易摩擦的过程中，需要避免几个陷阱：一是“以降促和”的陷阱；二是简单步入敌对状态的“修昔底德陷阱”；三是无技术外溢、高成本的军事竞赛陷阱；四是无贸易支撑和经济基础的政治联盟陷阱。