CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济月度数据分析

（2019年12月）（总第35期）

稳步迈向小康社会的中国经济

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12月

稳步迈向小康社会的中国经济

——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

（2019 年 12 月）*

* 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果，执笔人为于泽。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、Wind 数据库。本报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

摘 要

11 月份的宏观数据全面好于市场预期。宏观经济稳定一方面体现了中国经济面对下行压力的韧性，展现了中国经济长期向好的雄厚基础，另一方面也是在“六稳”政策持续发力下，对经济产生了良好的托底效应。同时，11 月份数据变化中有一些是短期因素。这里面最重要的成因是前期“六稳”政策的时滞后果。由于政策是主要原因，2019 年宏观月度数据呈现出波动率大的情形，不能简单从单月数据来过度解读，更要关注累计数据变化和市场内生动力。

中国经济现在面临的根本性问题还是结构性、体制性因素带来的趋势性下滑，在这些问题得到根本性解决之前，经济企稳都还需要宏观政策支撑。这里面一个问题是这些结构性、体制性因素有些已经存在较长时间了，为什么会在目前成为中国经济的核心问题？一方面，这些问题在发展中变得更为严重，开始拖累经济增长。另一发面，也是更为根本性的是我国社会主义建设已经进入了新时代，基本矛盾发生了转变，但是各项经济体制还是在数量赶超模式下建立的，需要加快调整以适应高质量发展。

在这样的经济环境下，维持宏观经济稳定是尤为重要的，是未来经济政策的核心导向。但是，要结合实际情况确定稳定的尺度。宏观经济论坛课题组在四季度报告中指出，2020 年 GDP 增长目标宜设在 5.5%-6%。原因在于，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。

在这样的导向下，稳不是简单的增速，而是能够持续提高人民获得感，经济稳为的是人民生活稳。民生也是未来经济发展的动力。我国今年经济下行压力加大一个方面是相对于 2018 年国内消费增速大幅放缓。这就需要挖掘国内市场潜力。人民获得感不足的地方就是需要加快补短板。

要经济平稳，需要处理好宏观“稳”和微观“活”的关系。首先，这二者并不是简单对等，并不是微观活就一定会保证宏观稳。其次，宏观稳和微观活可能存在着激励不兼容。最主要的是在宏观“稳”的导向下建立与市场微观主体相一致的协调机制，加快构建地方政府的正向激励机制。最后，宏观经济稳定是保证长期稳定可持续增长。核心是加快结构性调整和体制改革。这就要求宏观政策要与改革相一致。

这里面尤其要注意货币政策性需要在结构调整的大环境下重构。目前，我国经济结构调整主要是依靠收入增长，此时简单以货币政策来调整结构往往会导致扭曲。货币政策还是要以优化经济环境为导向。未来，我国将会逐渐从收入增长为主导模式，走向价格为主导模式，更是需要货币政策创造良好的价格环境。尤其要注意的是，未来需要以改革提高流动性供给渠道的透明性和效率。

一、经济指标回暖，完成预期目标无忧

11 月份的中国宏观数据大面积回暖。工业和服务业生产超预期， PMI 回升到荣枯线以上；社会零售品总额增速单月同比增速大幅回暖，消费力量再次得以显现；房地产投资虽有指标变化，保持了较强韧性；结构调整再上台阶，新动能逐步聚集。至 11 月份，全年就业指标已经超额完成，经济增长指标也实现无忧。

（一）工业和服务业超预期向好

11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速比上月加快 1.5 个百分点。1-11 月份，全国规模以上工业增加值增长 5.6%，增速与 1-10 月份持平，总体保持平稳增长。分三大门类看，采矿业增加值增长 5.7%，制造业增长 6.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.7%。41 个大类行业中，38 个行业增加值同比实现增长，增长的行业比上月增加 7 个；其中 33 个行业增速比上月有所加快。黑色金属矿、电气机械、化纤、仪器仪表等行业增加值同比实现两位数增长，增速分别为 13.3%、12.6%、11.7%、11.0%；黑色金属矿、非金属矿、纺织服装等行业增速比上月加快 5.0—5.3 个百分点。高技术制造业、装备制造业增加值分别增长 8.9%、8.5%，分别比规模以上工业快 2.7、2.3 个百分点；其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业分别增长 12.6%和 10.8%，分别比规模以上工业快 6.4 和 4.6 个百分点；汽车制造业延续了上月的回升态势，同比增长 7.7%，比上月加快 2.8 个百分点。

从产品来看，11 月份，在统计的 605 种主要工业产品中，有 369 种产品实现同比增长，增长面为 61.0%，比上月提高 8.9 个百分点。其中，汽车产量同比增长 3.7%，为去年 7 月份以来首次由下降转为增长；工业机器人在上月由下降转为增长后，增速继续回升；工业电炉、高压开关板、对二甲苯、民用钢质船舶、大型拖拉机、集成电路圆片、光学仪器、发电机组等产品增速比上月加快 20 个百分点以上。新兴产品继续高速增长，智能手表、3D 打印设备、智能手环、高温合金、城市轨道车辆和充电桩等继续保持高速增长，增速分别为 154.2%、131.0%、58.0%、54.0%、46.1%和 45.8%。

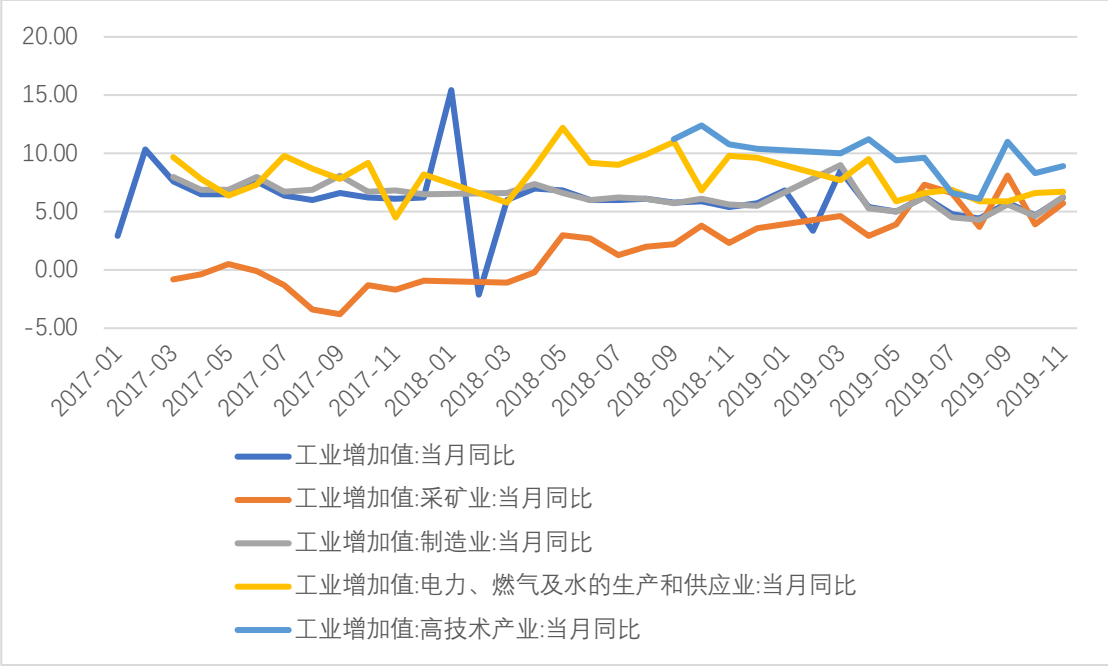

图 1 工业增加值当月同比（%）

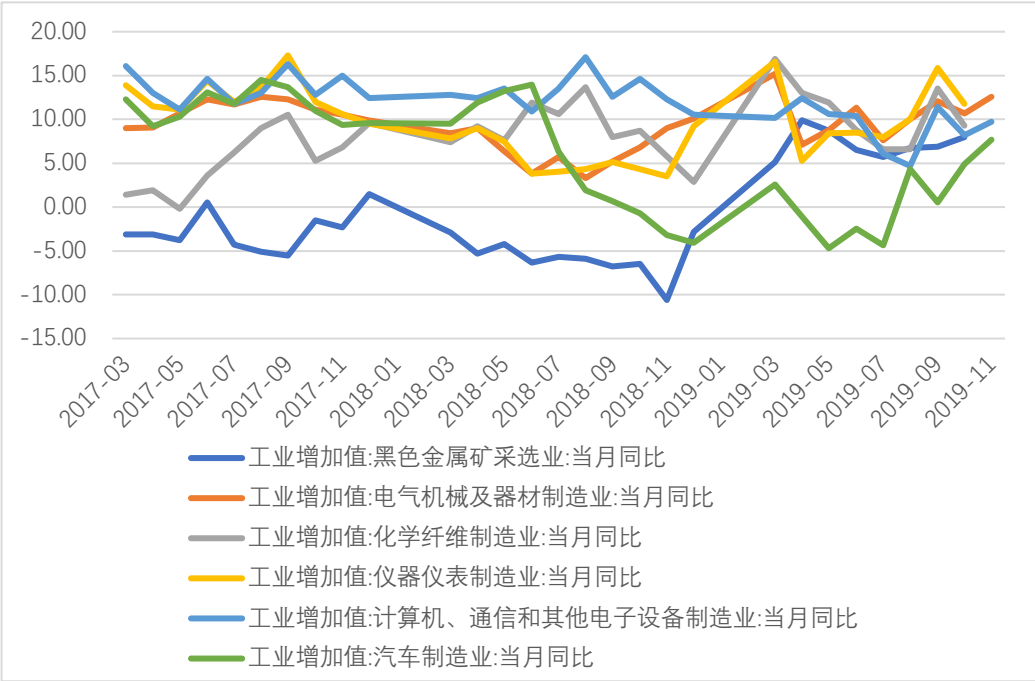

图 2 重要行业工业增加值当月同比（%）

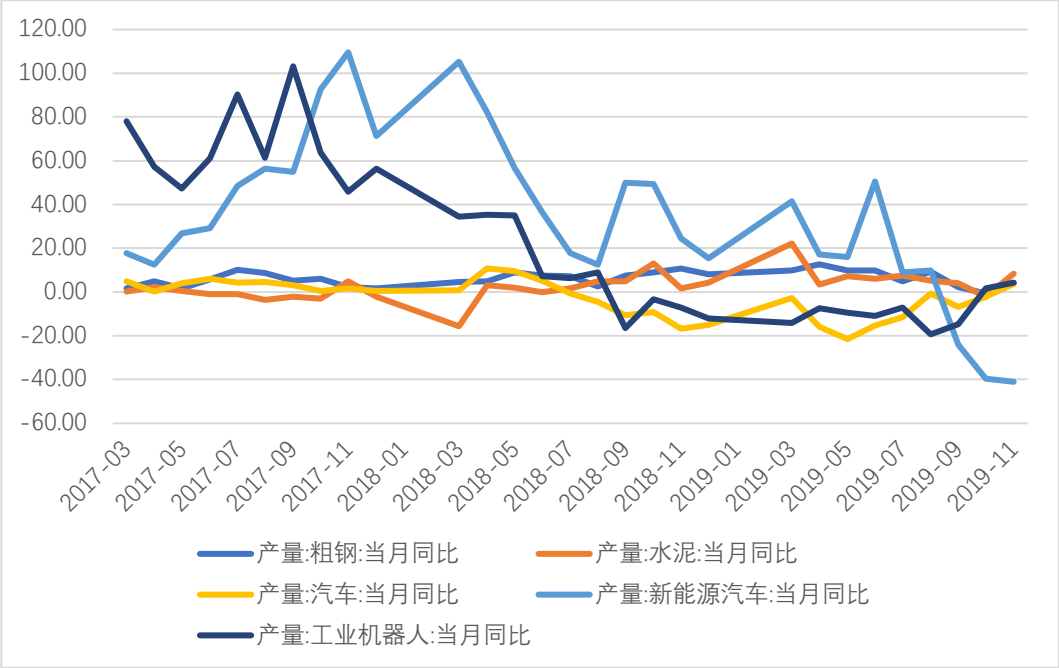

图 3 重要工业品产量当月同比（%）

工业增加值提升主要来自于内需上升。2019 年以来，工业企业出口交货值同比增速持续下滑。11 月份同比负增长 3.4%，1-11 月份累计通同比增长 1.5%，比 1-10 累计增长下降 0.3 个百分点。工业企业出口交货值增速持续低于工业增加值增速，工业增长动力主要依靠内需。

图 4 工业增长依靠内需

11 月份，全国服务业生产指数同比增长 6.8%，增速比上月上升 0.2 个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业分别增长 16.3%和

11.8%，增速分别快于全国服务业生产指数 9.5 和 5.0 个百分点。1-11 月份，全国服务业生产指数同比增长 6.9%。

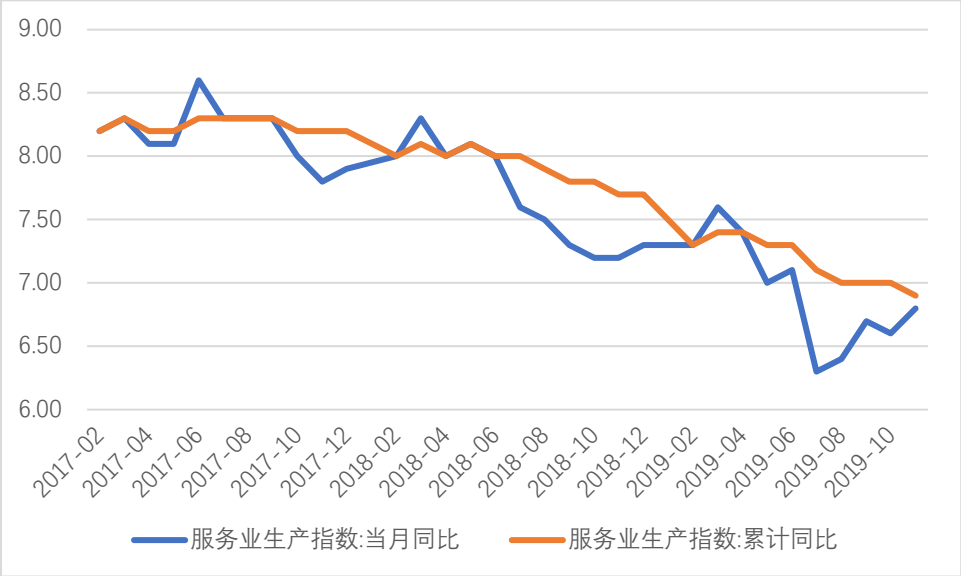

图 5 服务业生产指数（%）

（二）投资增速平稳，民间投资小幅回升

1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.2%，增速与 1-10 月份持平。其中，民间投资增长 4.5%，增速比 1—10 月份加快 0.1 个百分点。分领域看，基础设施投资同比增长 4.0%，制造业投资增长 2.5%，房地产开发投资增长 10.2%。分产业看，第一产业投资下降 0.1%，第二产业投资增长 2.4%，第三产业投资增长 6.7%。

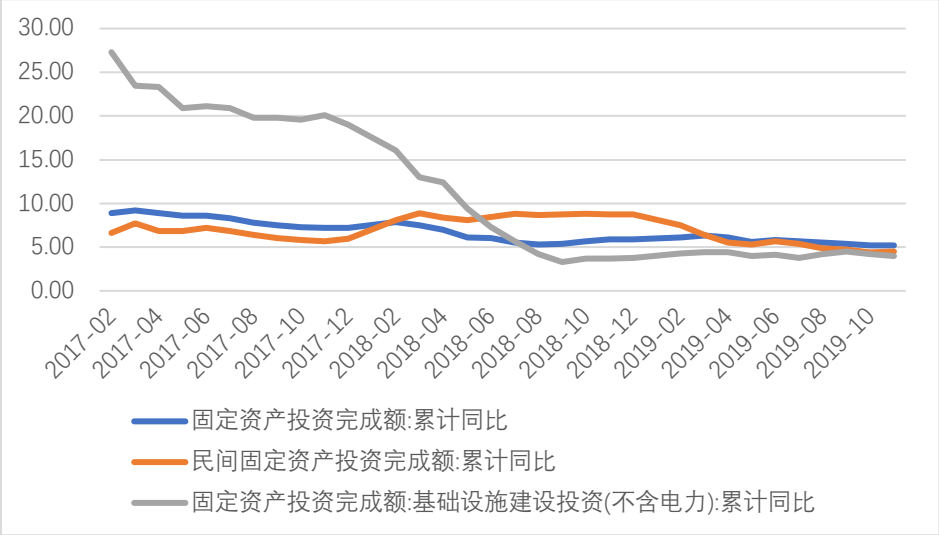

图 6 固定资产投资

（三）月度社会零售品总额回暖

11 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，增速比上月加快 0.8 个百分点。1-11 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.0%。消费升级类商品较快增长。限额以上单位化妆品类、饮料类和通讯器材类商品分别增长 16.8%、13.0%和 12.1%，增速分别快于全部社会消费品零售总额 8.8、5.0 和 4.1 个百分点。

同时，网上销售快速增长。1-11 月份，全国实物商品网上零售额增长 19.7%，增速高于同期社会消费品零售总额 11.7 个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重为 20.4%，比 1-10 月份提高 0.9 个百分点。在限额以上单位 18 类商品中，14 类增速比上月有所回升，特别是与“双十一”电商促销相关的商品增速明显加快。

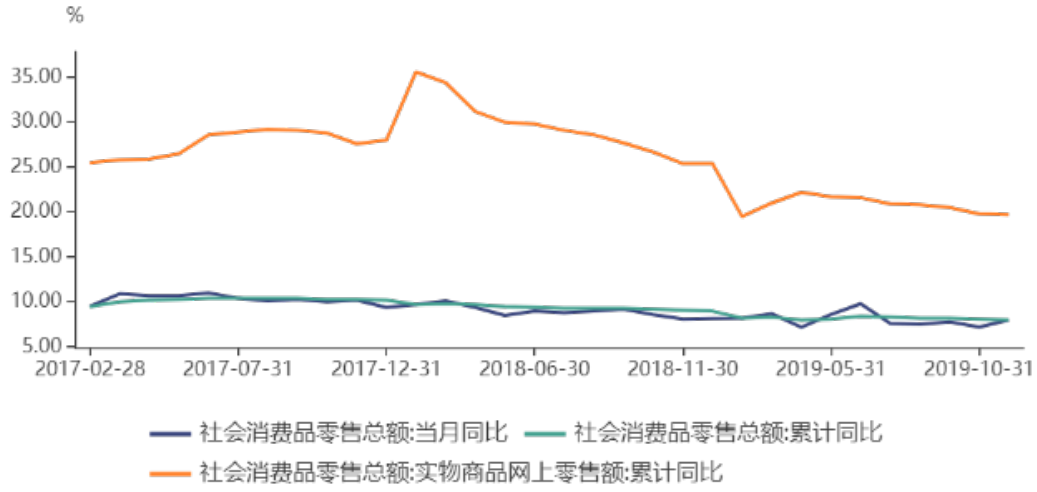

图 7 社会零售总额增速

（四）外贸外资保持稳定

至 11 月份贸易增速保持了正增长，贸易顺差扩大，稳外贸基本实现。以人民币衡量，中国进出口总额同比增长 2.4%；其中，出口同比增长 4.5%，进口与去年同期相同；净出口增速 34.88%。在这之中，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%。

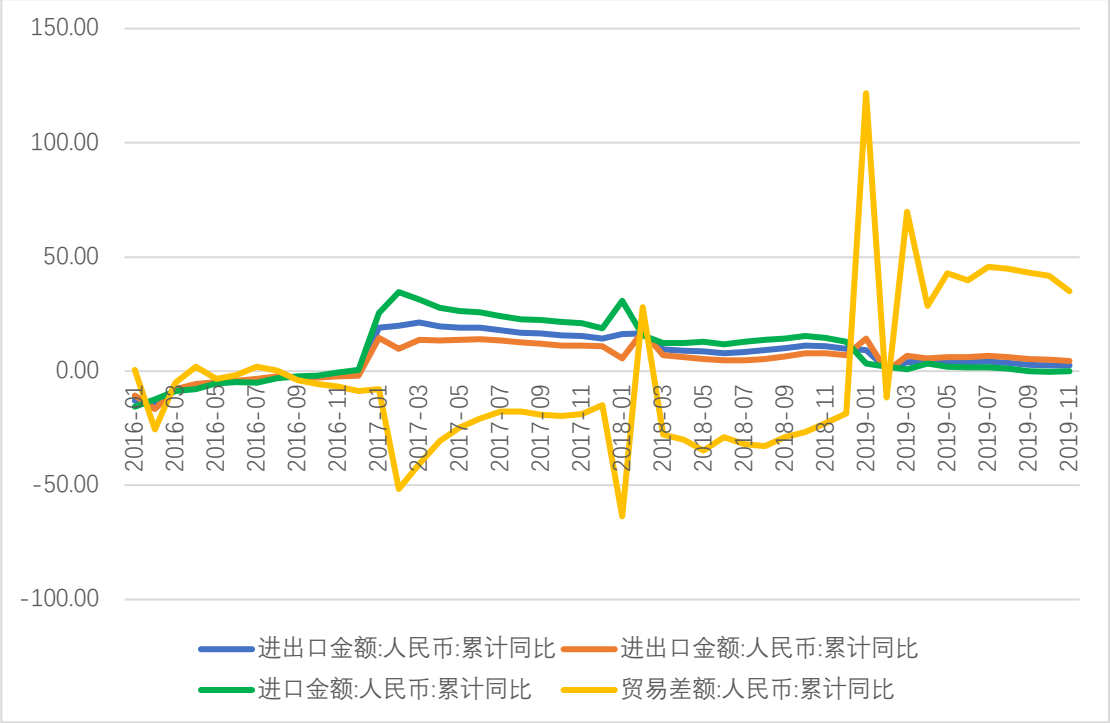

图 8 中国贸易增速变化趋势

同时，外商直接投资和国际储备出现明显反转，稳外资基本实现。10 月份，以人民币计价，中国实际使用外商直接投资额同比增长 6.6%，较去年同期增速提高 3.3 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。

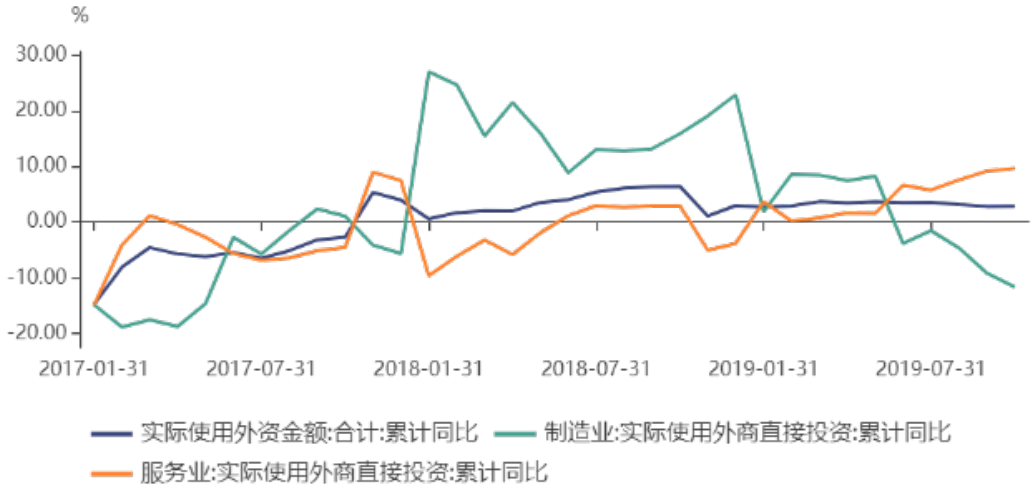

图 1 中国实际利用外资额增长形势稳中向好

（五）价格涨跌互现，通货膨胀压力可控

11 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.5%，其中食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%。CPI 涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。分类别看，食品中，畜

肉类价格上涨 74.5%，影响 CPI 上涨约 3.27 个百分点，其中猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点。猪肉价格是 CPI 的主要推动力量。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 2.0%、1.7%和 1.1%。交通和通信价格下降 2.8%；其中，汽油和柴油价格分别下降 10.8%和 11.3%。在 11 月份 4.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 4.5 个百分点。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 1.4%，走势较为平稳。1-11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%，在全年指标之内。

从环比看，11 月份 CPI 上涨 0.4%，其中食品价格上涨 1.8%，非食品价格持平。CPI 涨幅比上月回落 0.5 个百分点。分类别看，食品中，苹果、柑橘和梨等水果大量上市，鲜果价格下降 3.0%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；水产品和蛋类价格均下降 0.5%，合计影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；进入冬季，鲜菜生产及储运成本增加，价格上涨 1.4%；猪肉供应紧张状况有所缓解，价格上涨 3.8%，涨幅明显回落 16.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；受消费旺季及替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格有所上涨，涨幅在 1.3%—4.3%之间。非食品中，受换季影响，服装价格略涨 0.5%；旅游淡季出行减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 11.0%、4.4%和 3.8%。

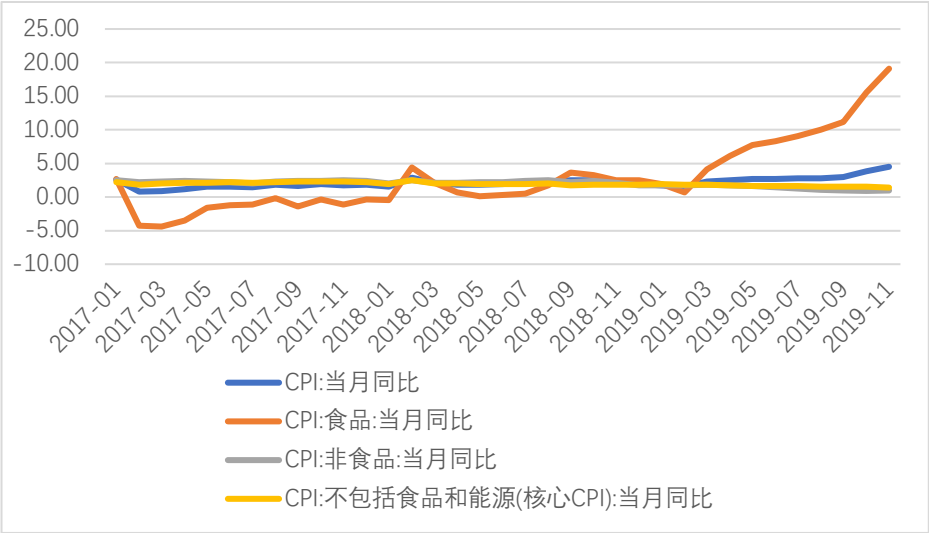

图 10 CPI 同比（%）

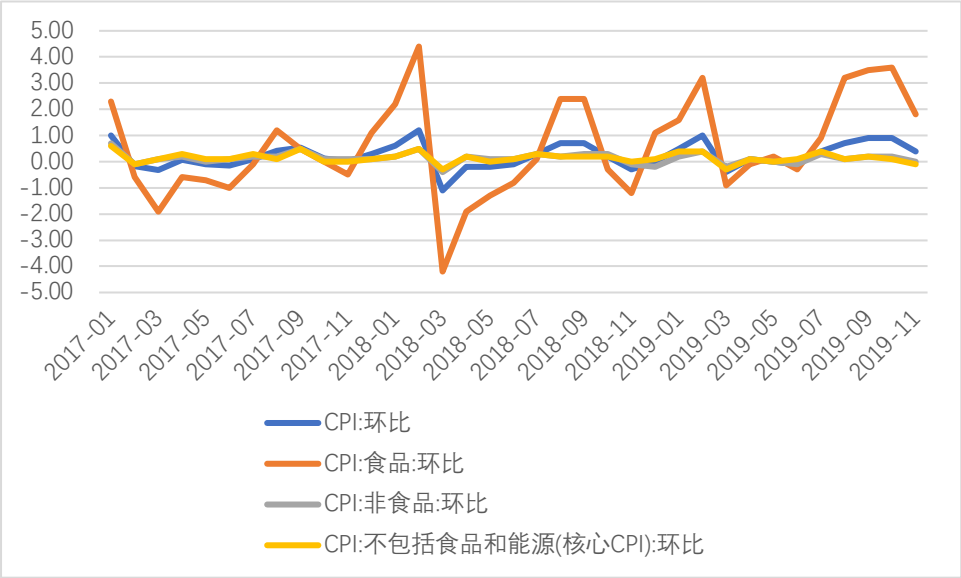

图 11 CPI 环比（%）

11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，环比下降 0.1%。工业生产者购进价格同比下降 2.2%，环比下降 0.1%。1-11 月份，工业生产者出厂价格同比下降 0.3%，工业生产者购进价格下降 0.7%。

生产资料价格是工业生产者出厂价格下降的主要原因，同比下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.84 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.4%，原材料工业价格下降 5.0%，加工工业价格下降 1.6%。生活资料价格同比上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.40 个百分点。据测算，在 11 月份 1.4%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.9 个百分点，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

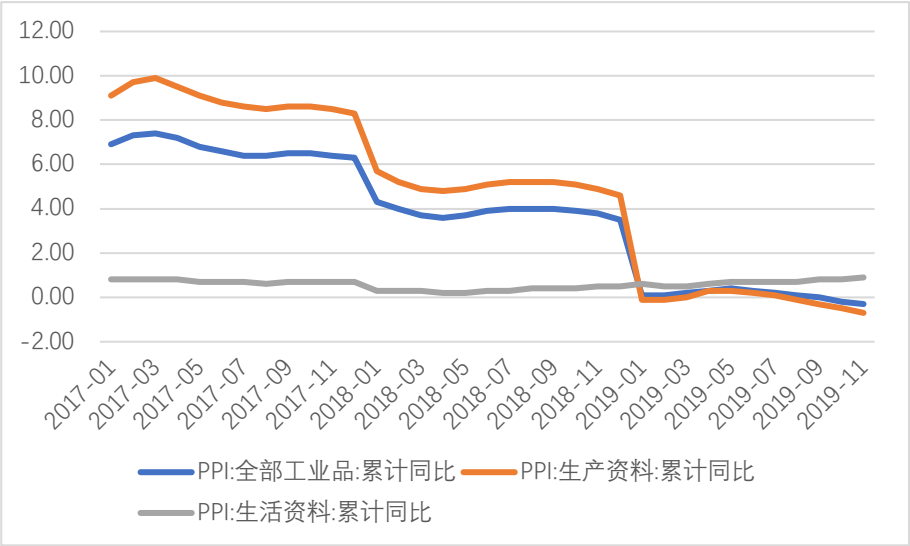

图 12 PPI 累计同比（%）

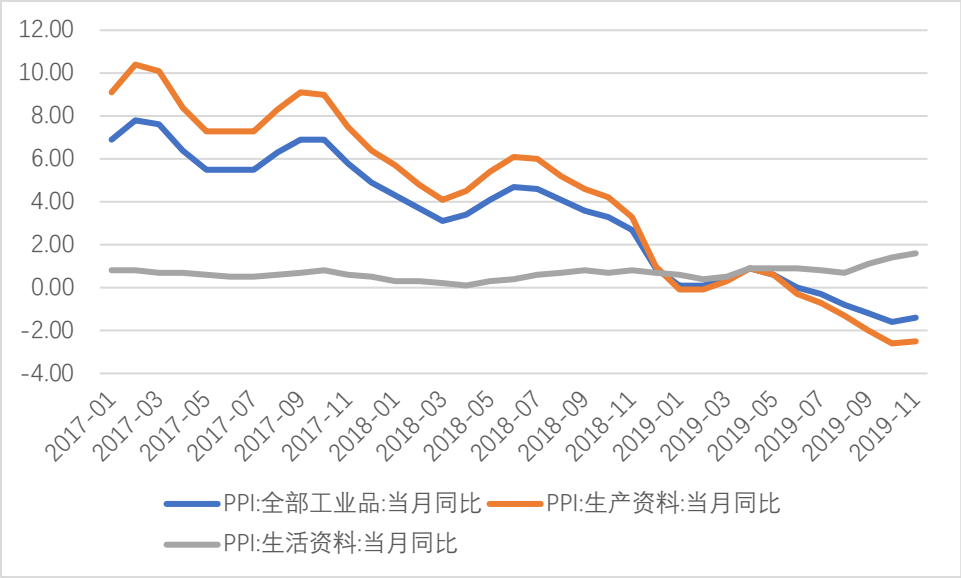

图 13 PPI 当月同比（%）

（六）企业经营状况小幅波动

1—10 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 2.9%。10 月份，工业企业利润同比下降 9.9%，降幅比 9 月份有所扩大，主要受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓等因素影响。1-10 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.1%，营业利润同比增长 3.2%。

工业企业亏损集中。1-10 月份，工业企业亏损家数和亏损额累计同比分别增长 7.7%和 14.9%，分别比去年同期增加 1.5 和 7.5 个百分点。

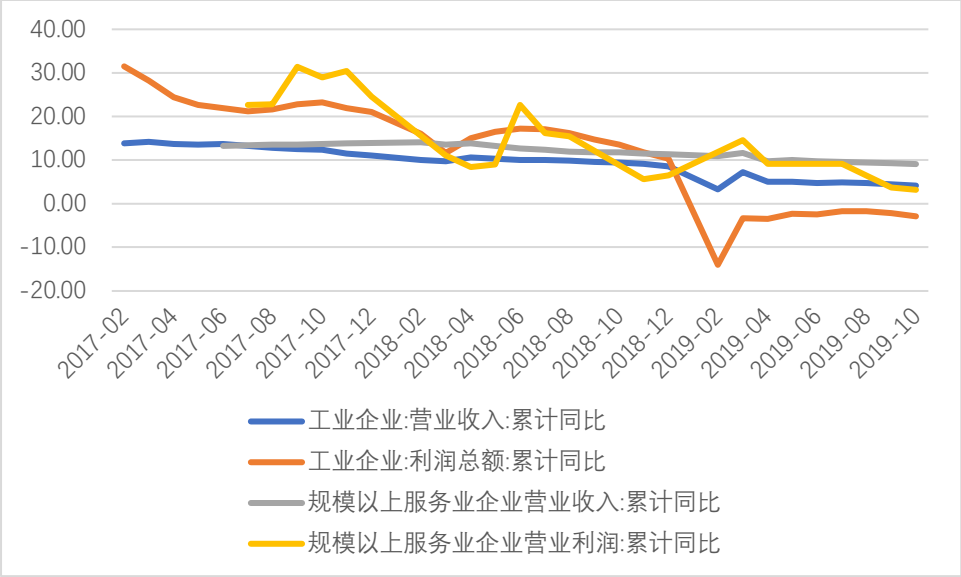

图 14 企业效益

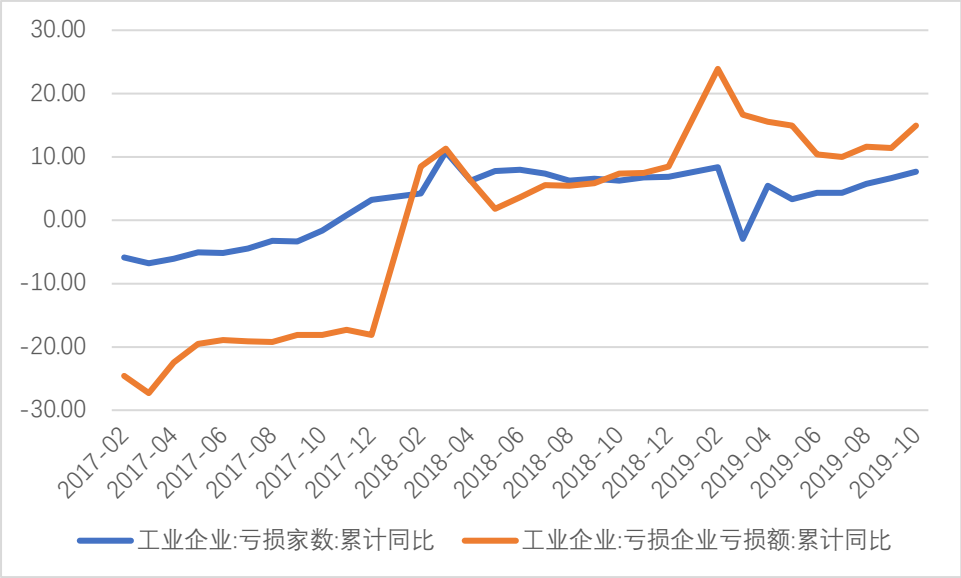

图 15 工业企业亏损情况

（七）宏观景气持续

2019 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点，制造业总体保持平稳扩张态势。11 月 PMI 具有如下主要特点：一是供需两端均有改善。生产指数和新订单指数为 52.6%和 51.3%，环比分别上升 1.8 和 1.7 个百分点，均为下半年以来的高点，其中新订单指数重回扩张区间。从行业大类看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等制造业生产指数和新订单指数双双上升，且均位于扩张区间。二是进出口有所好转。新出口订单指数和进口指数为 48.8%和 49.8%，环比分别上升 1.8 和 2.9 个百分点。其中，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加有关；进口指数回升明显主要受国内需求拉动。三是大中小型企业景气普遍回升，大、中、小型企业 PMI 为 50.9%、49.5%和 49.4%，分别高于上月 1.0、0.5 和 1.5 个百分点，其中大型企业 PMI 再次回到扩张区间。四是转型升级加快推进。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.7%、51.0%和 51.1%，均连续两个月上升。

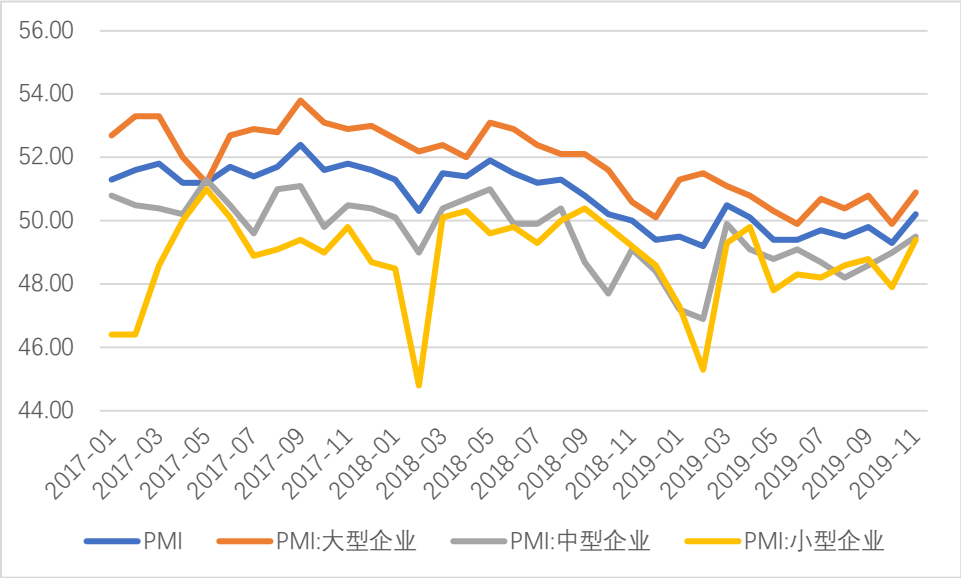

图 16 PMI（%）

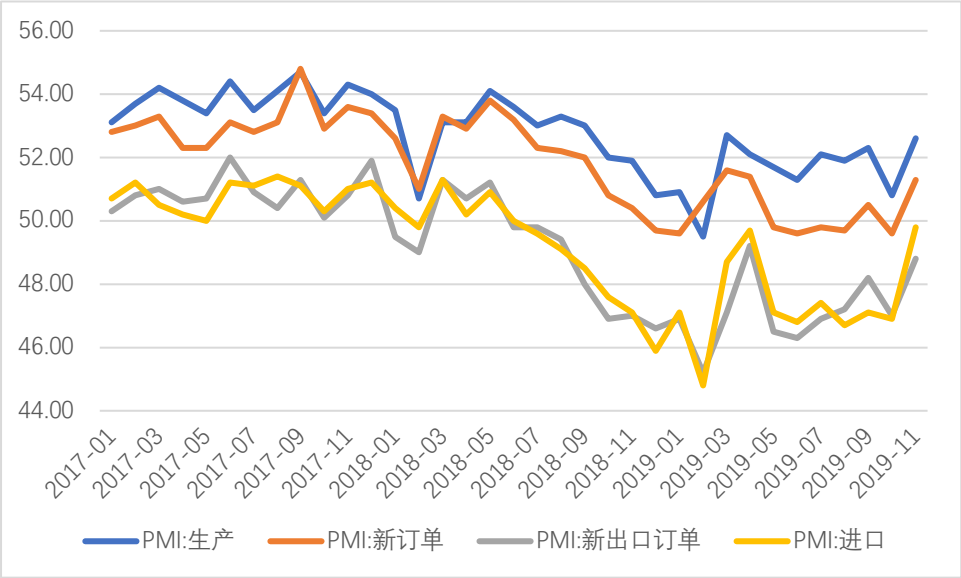

图 17 PMI 主要分项（%）

2019 年 11 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 1.6 个百分点，表明非制造业继续保持增长态势，增速加快。新订单指数为 51.3%，比上月上升 1.9 个百分点，重返扩张区间，表明非制造业市场需求增加。业务活动预期指数为 61.0%，高于上月 0.3 个百分点，位于高位景气区间，表明非制造业企业对未来市场发展信心增强。

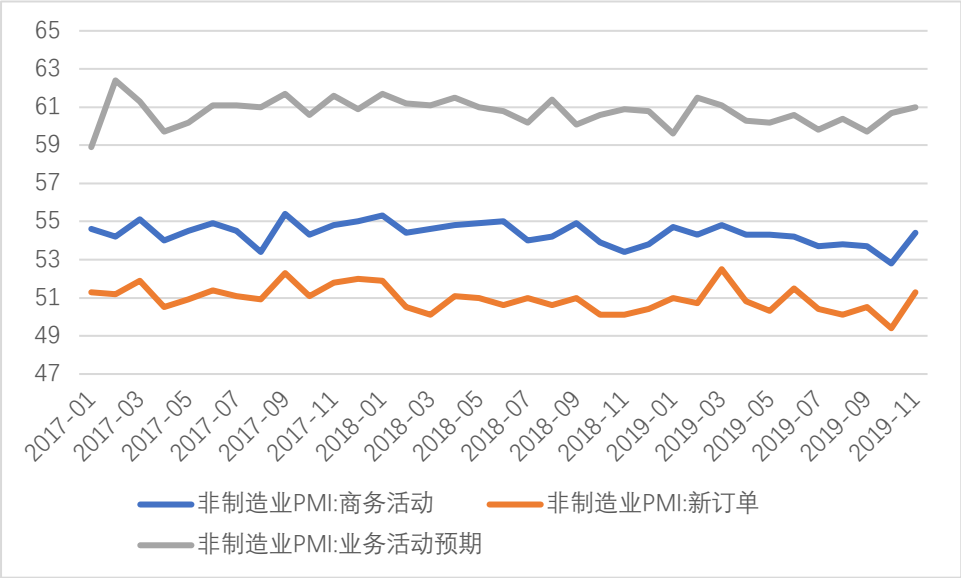

图 18 非制造业商务活动指数（%）

（八）经济结构持续优化，稳步迈向高质量发展

经济稳定增长的同时，转型升级加快推进，高技术制造业发展态势良好。从景气指数看，11 月份高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.7%、51.0%和 51.1%，均连续两个月上升。

从增加值来看，11 月份，高技术制造业、装备制造业增加值分别增长 8.9%、8.5%，分别比规模以上工业快 2.7、2.3 个百分点。11 月份，太阳能电池和集成电路产量分别增长 23.0%和 18.2%，新技术产品不断涌现。

服务业结构也持续向好。1-10 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.1%，其中战略性新兴服务业、高技术服务业和科技服务业分别增长 12.0%、11.5%和 11.4%，分别快于全部规模以上服务业 2.9、2.4 和 2.3 个百分点。

投资结构进一步优化，1-11 月份高技术产业投资同比增长 14.1%，快于全部投资 8.9 个百分点，其中高技术制造业投资增长 14.8%，增速比 1-10 月份加快 0.3 个百分点，加快运行的态势已持续 6 个月；高技术服务业投资增长 13.1%，增速高于全部服务业投资 6.4 个百分点。

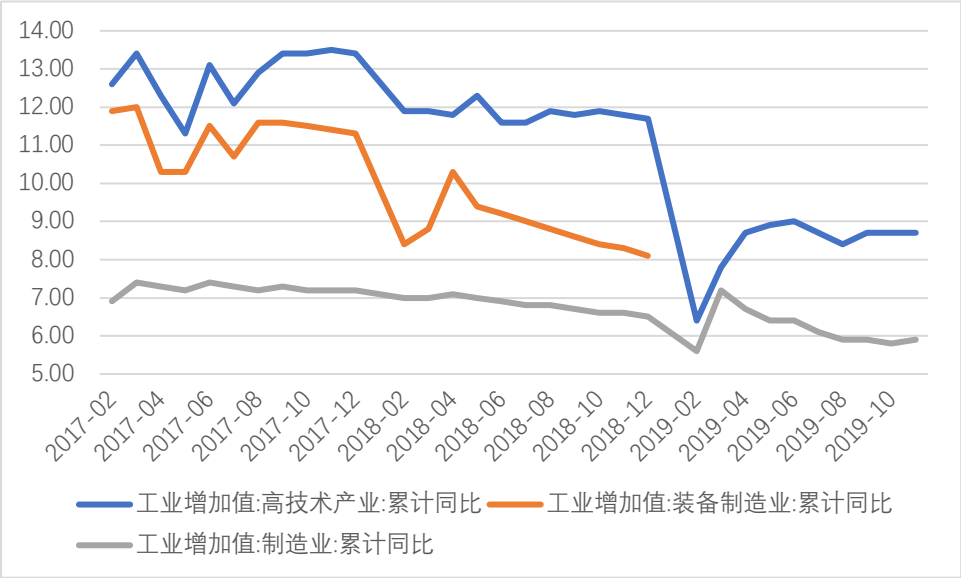

图 19 工业结构稳定向好

（九）社会融资环境总体平稳

11 月份，货币供应量（M2）同比增速 8.2%，保持稳定增长。1-11 月社会融资规模增量累计为 21.23 万亿元，比上年同期多 3.43 万亿元。11 月份社会融资规模增量为 1.75 万亿元，比上年同期多 1505 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 1331 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 249 亿元，同比少减 538 亿元；委托贷款减少 959 亿元，同比少减 351 亿元；信托贷款减少 673 亿元，同比多减 218 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 571 亿元，同比多增 698 亿元；企业债券净融资 2696 亿元，同比少 1222 亿元；地方政府专项债券融资净减少 1 亿元，同比少减 331 亿元；非金融企业境内股票融资 524 亿元，同比多 324 亿元。

从金融机构资产规模来看，2019 年第二季度末金融机构总资产增速跌入低点之后向上反弹。第三季度金融机构的扩张主要来源于银行业资产规模的扩大，非银行业金融机构压力较大，同比增速小幅回落。

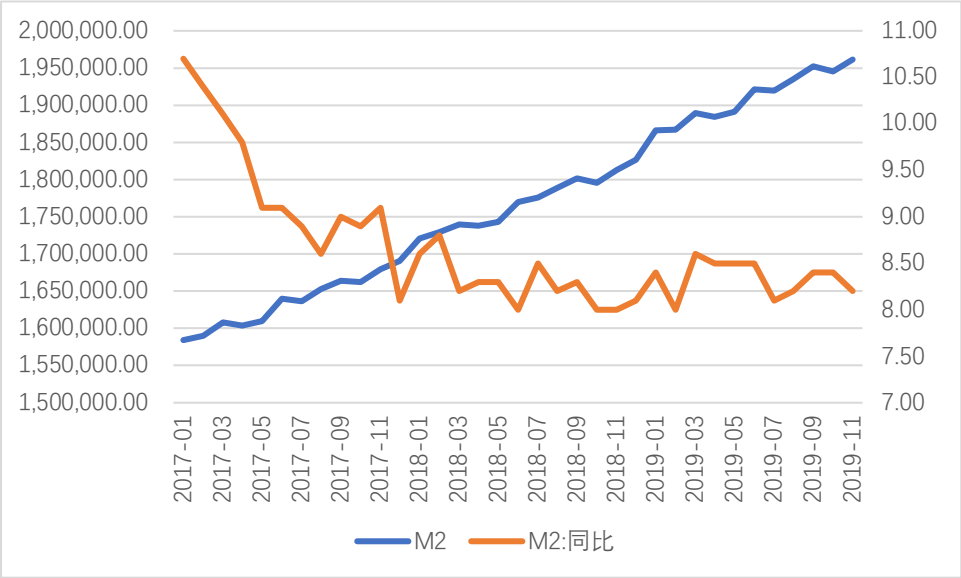

图 20 货币供应量

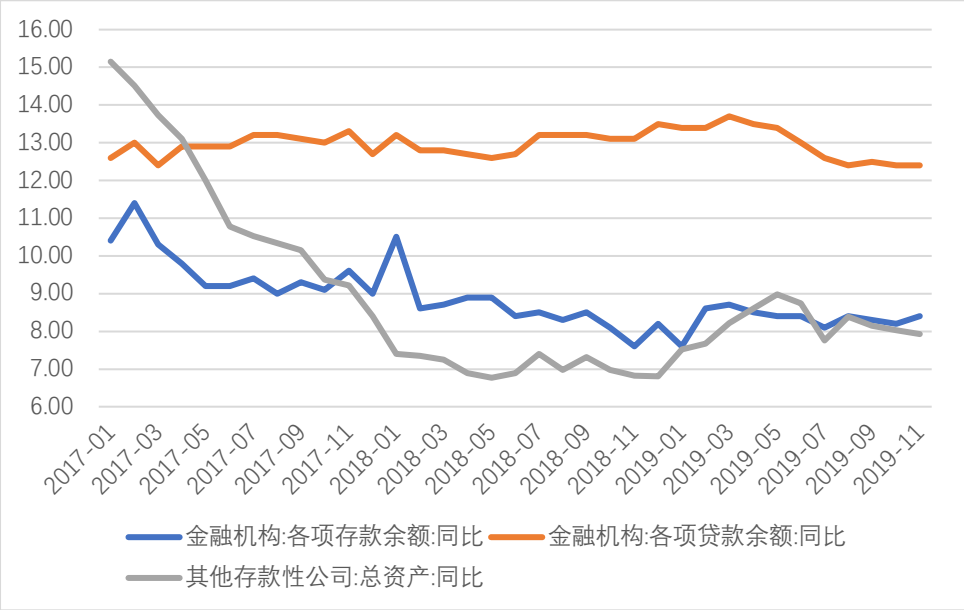

图 21 存款增速（%）

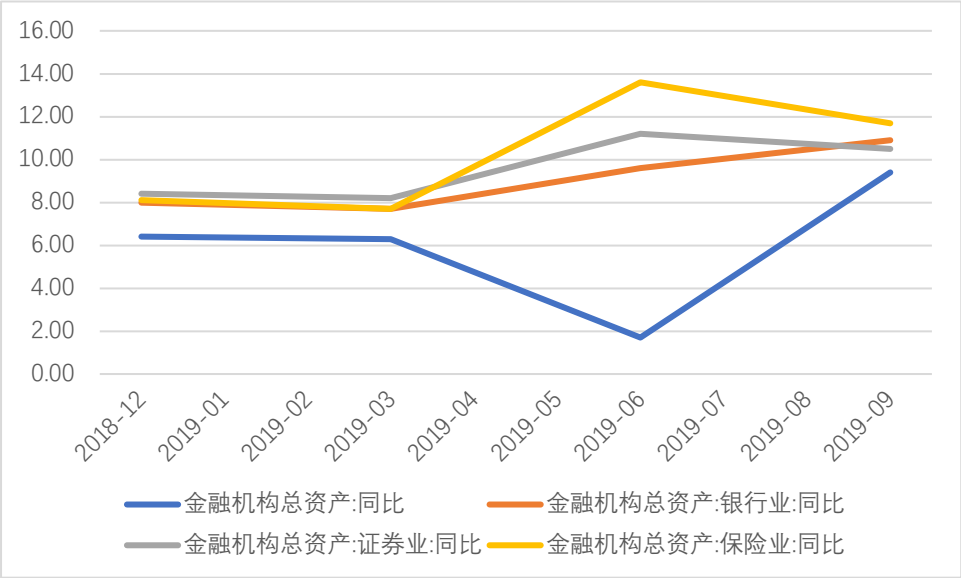

图 22 金融机构总资产季度增速（%）

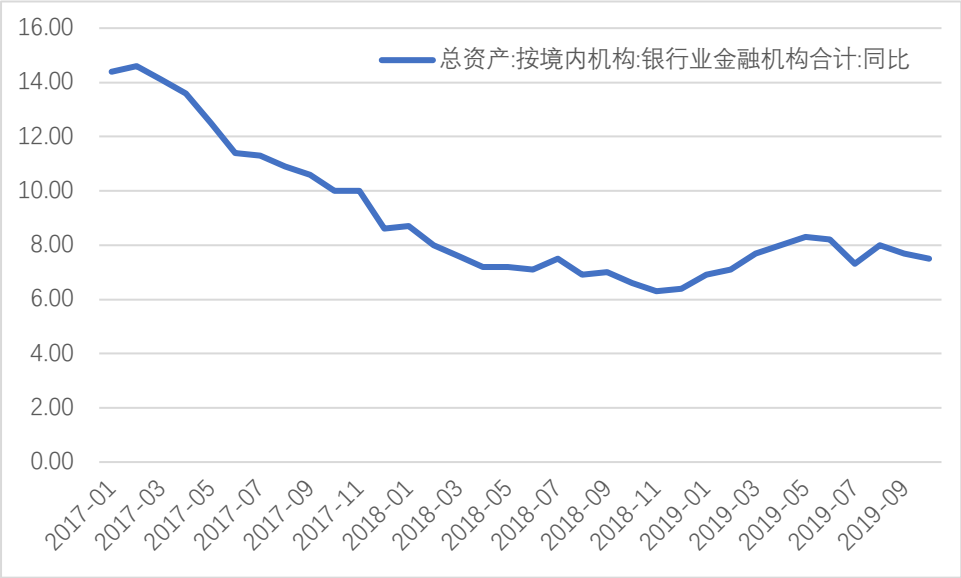

图 23 银行业金融机构总资产增速（%）

二、数据超预期体现了政策累积效果

11 月份数据超预期成因是中国经济韧性、前期“六稳”政策累积和短期因素叠加的结果。最重要的成因是前期“六稳”政策对中国经济起到了托底作用。由于政策是主要原因，2019 年宏观月度数据呈现出波动率大的情形，不能简单从单月数据来过度解读，更要关注累计数据变化和市场内生动力。

（一）中国经济韧性发挥托底作用

11 月份超预期根本原因是目前市场预期有些过于悲观，忽视了中国经济韧性，对中国经济的底估计过低。中国经济在党的坚强领导下发挥着中国特色社会主义制度的显著优势，有改革开放以来积累的雄厚物质技术基础，有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源，这些基础产生了中国经济的巨大韧性。中国经济韧性保持了中国经济位于平稳增长轨道，不会出现崩盘式下滑。

1.制度优势托底中国经济

党的十九届四中全会的一大创新，是在公有制为主体，多种所有制经济共同发展作为基本经济制度基础上，把按劳分配为主体，多种分配方式并存，社会主义市场经济体制上升为基本经济制度。这是在多年的中国特色社会主义建设探索过程后，将中国经验逐渐制度化，更好地支撑中国经济。

2.生产能力雄厚

经过 70 年的建设，我国已经建立了世界上最为完整的工业体系，220 多种产品产量世界第一。在前期打下的良好基础上，加入 WTO 之后，我国的生产能力实现了跃升。1995 年，我国的制造业产能为世界 6%，2007 年达到 16%，到了 2017 年攀升至 32%。我国的汽车、纺织服装、电子机械、计算机等产能得到了迅速提升。

在改革开放的初期，我国更多是进口原材料和中间品，在国内进行组装。在过去十年，我国国内供应链长度越来越长，产业在国内实现了更多的垂直一体化。同时，我国还进入了很多新产品领域。

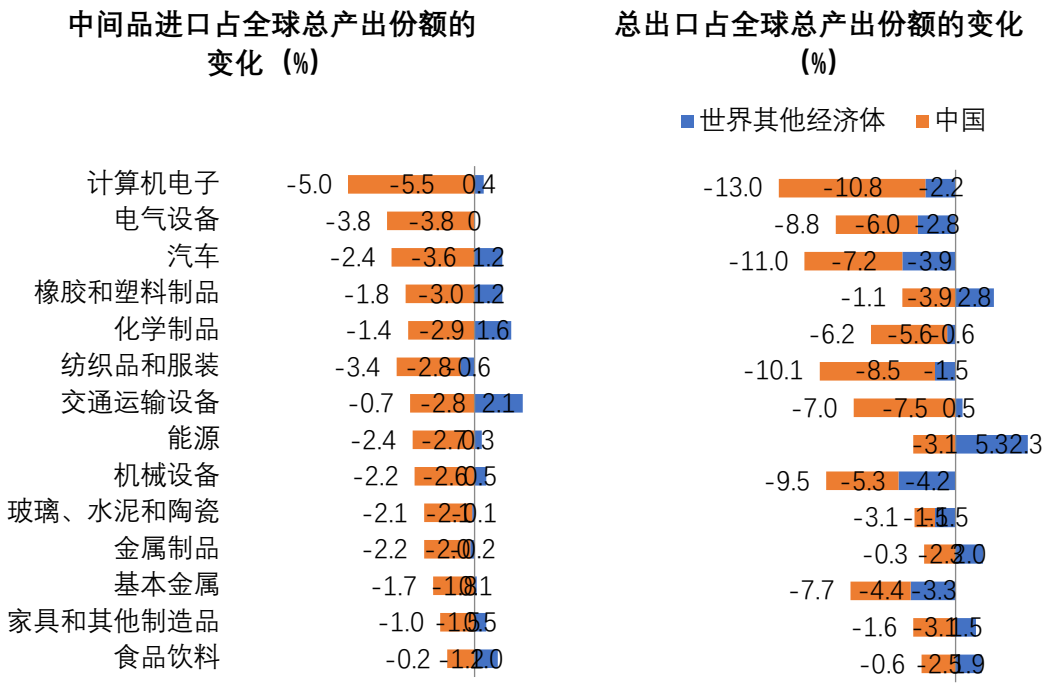

图 24 全球供应链缩短

资料来源：*MGI*, 2019.

由于中国国内产业链越来越完善，跨境中间品贸易量越来越小，这在一定程度上导致了世界贸易量的减少。在 2007 年至 2017 年期间，中间品贸易下降了 5.1%。这主要来自中国进口的减少。

我国生产能力的提升近年来得益于中国的研发进展。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。

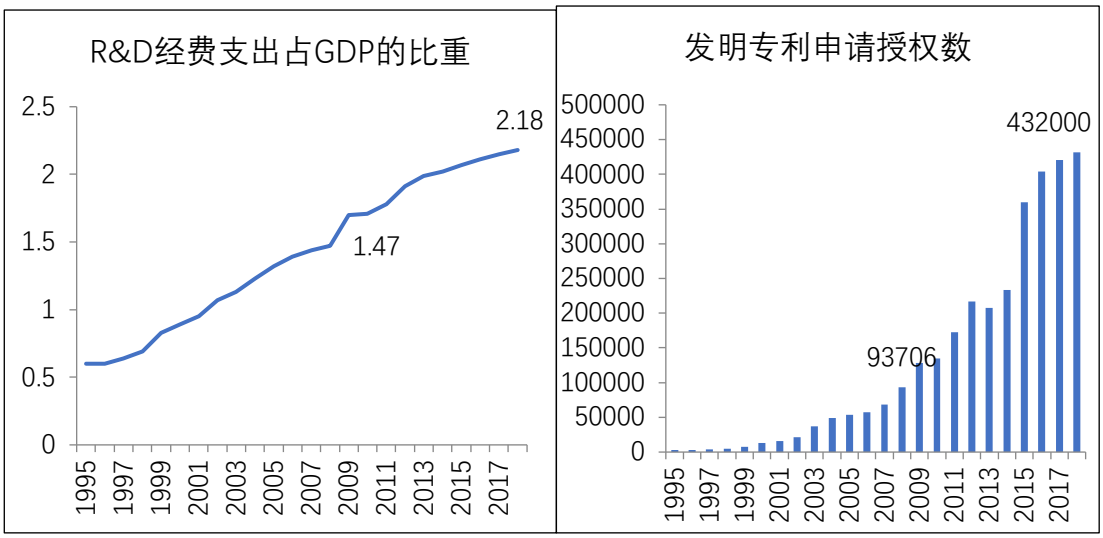

图 25 中国研发经费支出和发明专利申请授权数快速上升

3.消费市场空间充裕

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。高人均收入带来了世界上最为庞大的中产阶层，是中国消费最为核心的支撑点。

在过去十年，全球消费增长最快的地区就是亚太。根据麦肯锡的预测，2030 年世界的消费额将达到 10.6 万亿美元，是 2017 年的一倍，其中 60%来自亚太地区的消费上升。到 2025 年，发展中国家将消费 2/3 的工业制造产品。在这个变化中，最大部分就来自中国。2017 年，中国占到了世界消费的 10%，2030 年，将占到世界消费的 16%。在中国的消费中，90 后正在成为主力，这个全体正在积累财富，愿意提前消费，更加适应新零售技术，移动端消费占比持续攀升。

随着收入增加，我国恩格尔系数为 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。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，消费支出占居民可支配收入的比重为 70.6%。消费升级加速，在实物产品方面，吃、穿等基本生活类商品占社会消费品零售总额的比重明显降低，社会信息化程度不断提高，电脑、手机等信息产品消费快速增长。服务性消费日益成为居民消费的主要构成，文化娱乐、休闲旅游、大众餐饮、教育培训、医疗卫生、健康养生等服务性消费成为新的消费热点，体验类消费快速发展。

（二）“六稳”政策叠加累积发挥稳定作用

2018 年 7 月，中共中央政治局会议面对经济形势新变化提出和部署“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，首先是贸易多元化，发掘新的贸易增长点。通过“一带一路”倡议要使我们的出口、进口、贸易格局、投资格局真正的多元化。其次，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。最后，通过进口博览会等举措向全世界表明中国开放的决心，调整我国贸易结构，优化国内消费环境。

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，截至 10 月份，相比 3.8%的公共财政收入增速，公共财政支出增速达到 8.7%；相比 8.7%的政府性基金收入增速，政府性基金支出同比增速达到 22.6%。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。

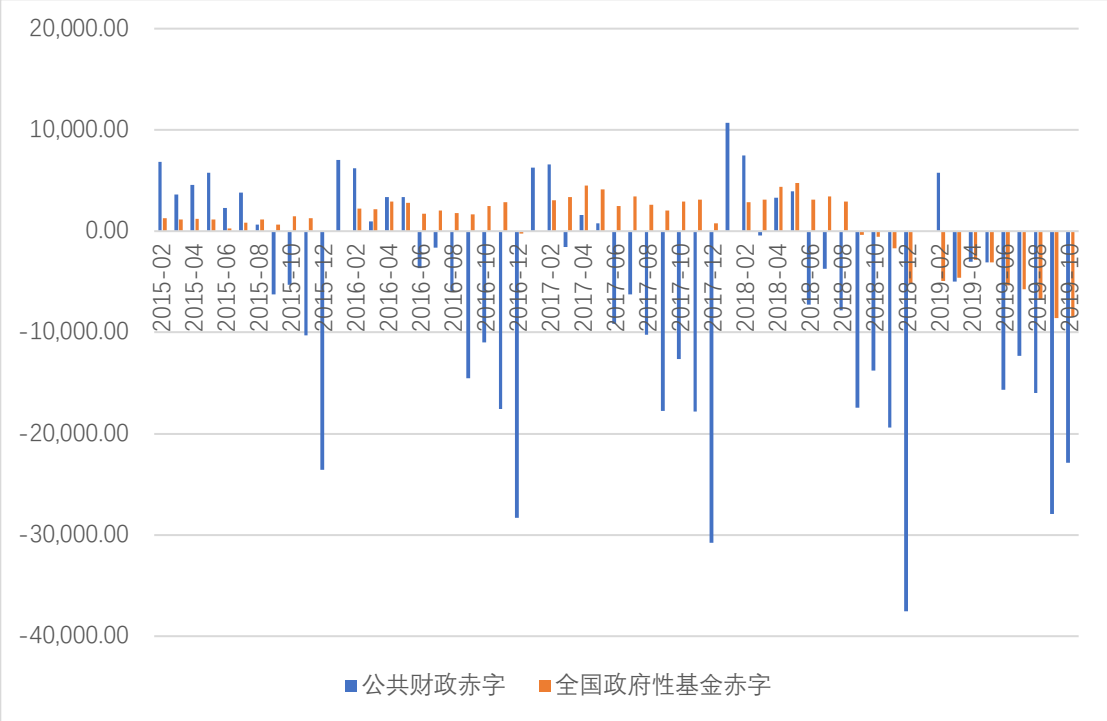

图 26 财政赤字率和政府性基金赤字率大幅提升

减税增支之外，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。

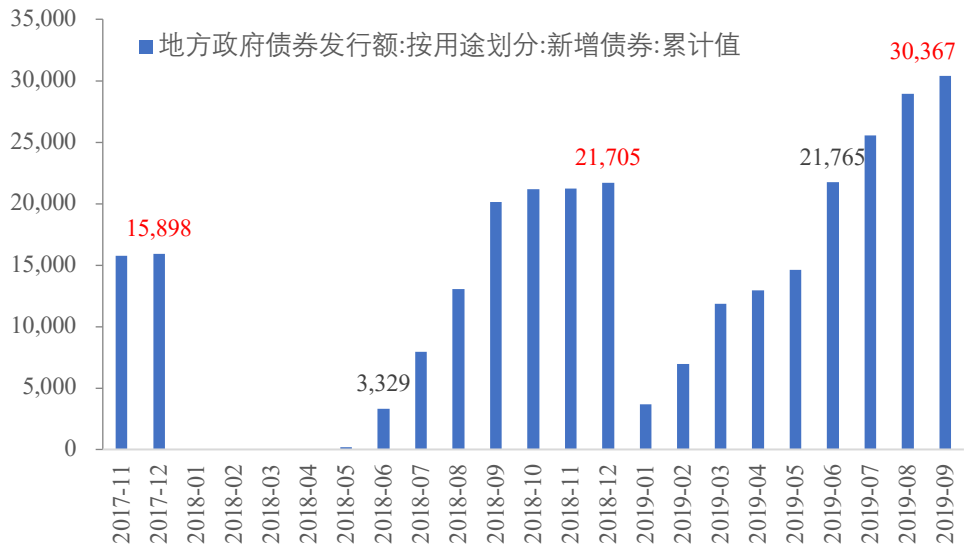

图 27　2019 年地方政府债券发行额提高和发行速度加快

2019 年货币政策保持稳健中性定位，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。

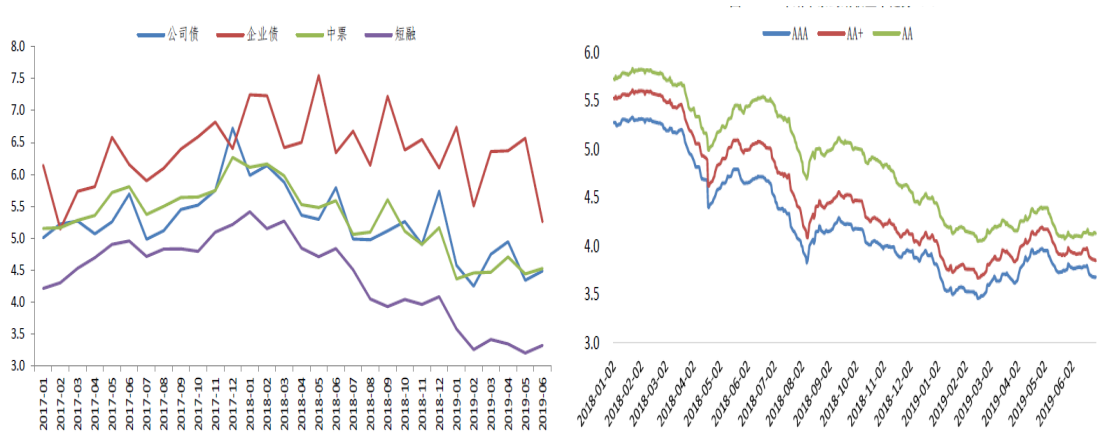

图 28 信用债发行利率和 3 年期中票收益率趋于下行

在六稳政策支撑下， 2019 年三新经济依然高速发展，中国高科技公司依然保持了较好的经营业绩和发展态势。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。

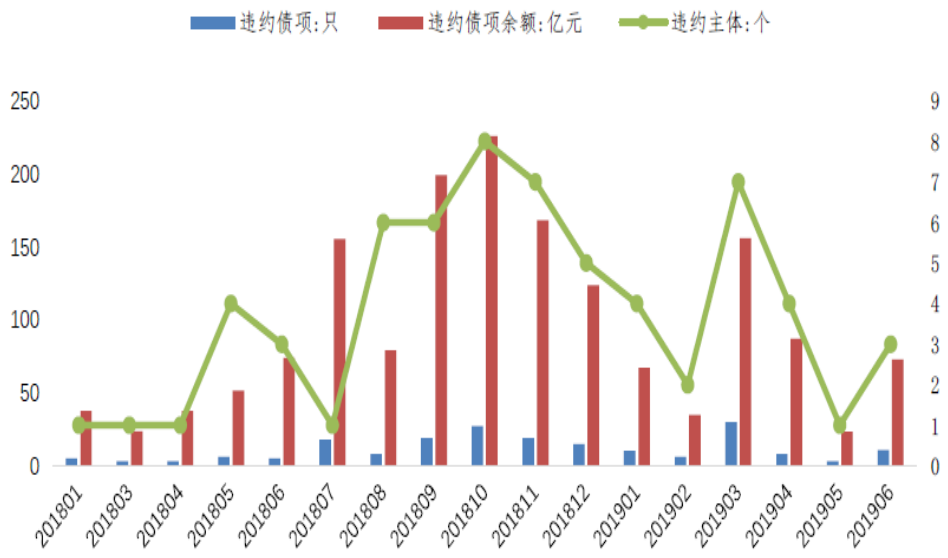

图 29 信用债违约情况

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，直接稳定了消费。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。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，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%，与经济增长基本持平。

（三）周期性因素正向波动

11 月份经济超预期是短期因素，包括三个原因。

一是暖冬提升基建，拉动了粗钢水泥等需求。

短期内，“暖冬效应”将会拉动部分需求。与过去几年相比，今年入冬以后的整体气温偏高，特别是南方地区，其中华东气温同比上行最为显著。暖冬使得地产和基建建筑时间长于往年，南方地区受低温影响较小，北方地区进入冻土期也较晚。临近年底下游集中赶工条件更为有利，导致水泥和钢筋的建材消耗更大。结合钢铁、水泥价格的区域差异看，气温偏高地区的价格上涨幅度也的确偏大。

具体来看，“暖冬”满足了地产和基建的施工需求。①地产方面，建安支出有“增量”和“存量”两大支撑。增量在于“销售→新开工→施工”，今年以来

销售平稳回升，11 月销量呈现分化格局，一线城市住房销售依然坚挺，同比涨幅持平于 10 月；存量在于“复工”，已经预售出去的大量期房有按时交房的压力，从而驱动开发商加快对“存量项目”的施工进度。②基建方面，根据发改委平台的基建项目申报情况，今年以来地方政府的基建投资意愿已经回暖，后续随着项目开工施工，将逐渐形成完成额。这些因素短期内对粗钢、水泥的消费需求都起到了促进作用。

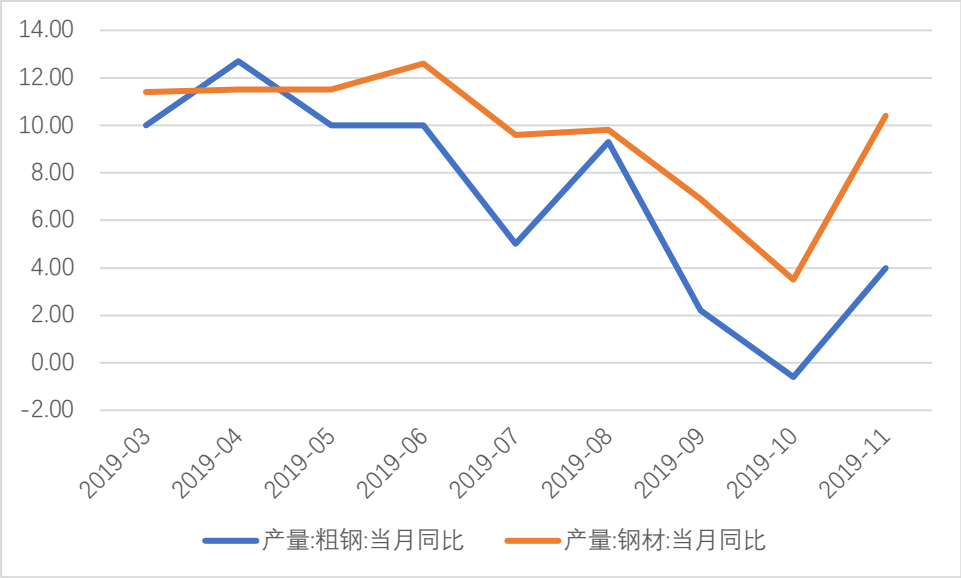

图 30 粗钢和钢材产量同比增速（%）

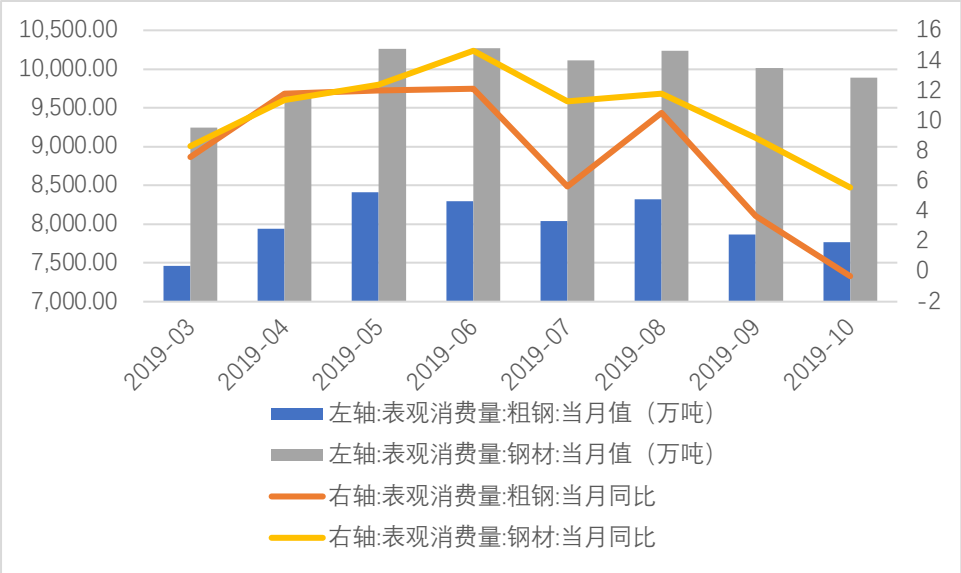

图 31 粗钢和钢材消费统计

二是汽车产销上升。

11 月汽车产量结束负增长，销量增速降幅继续收窄，行业持续复苏中。据中汽协 12 月 10 日发布的数据，2019 年 11 月全国汽车产销量分别完成 259.3 万

辆和 245.7 万辆，环比分别增长 13%和 7.6%，同比分别增长 3.8%和下降 3.6%；产量开始实现月度正增长，销量同比降幅较上月收窄 0.5 个百分点。1-11 月，汽车产销量分别完成 2303.8 万辆和 2311.0 万辆，同比分别下降 9.0%和 9.1%，降幅比 1-10 月分别收窄 1.4 和 0.6 个百分点。

11 月汽车产销量增速延续了三季度以来的回升趋势，其中产量数据结束了 16 个月的负增长具有一定的标志性意义，反映了渠道的库存比较健康且生产企业对于春节前市场的信心。同时，销量降幅也继续收窄至 3.6%的水平，12 月份汽车销量降幅或将进一步缩小。

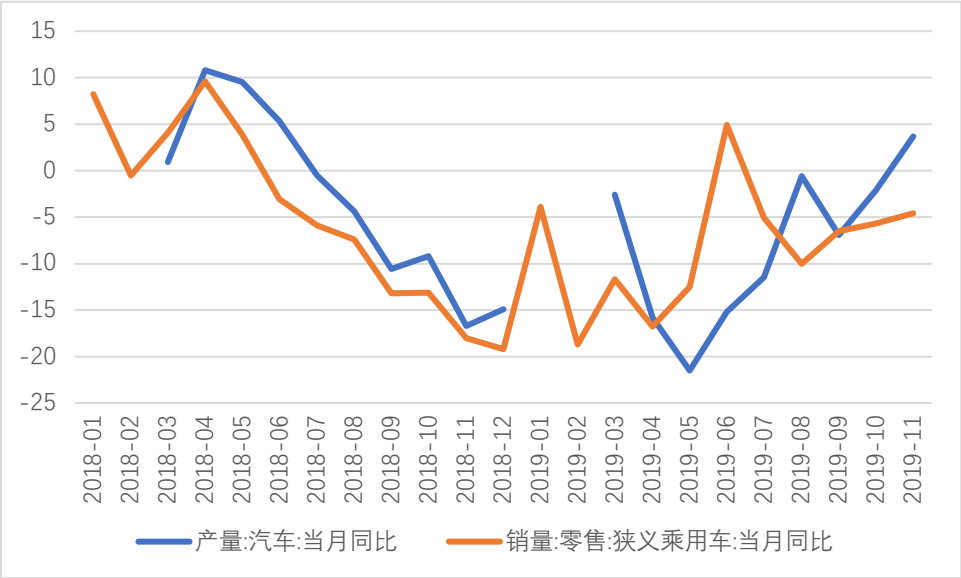

图 32 汽车产销量增速（%）

三是房地产进入竣工期，拉动国内建材市场。

目前房地产周期正在由施工向竣工环节加速切换。房屋施工面积累计同比增速略有下降，从 1-10 月份的 9.00%下降至 1-11 月份的 8.70%；而房屋竣工面积累计同比增速保持上升趋势，降幅不断收窄，从 1-10 月份的-5.50%上升至 1-11 月份的-4.50%。2019 年 1-11 月份，房地产土地购置费累计同比增速不断下降，土地购置面积累计同比降幅收窄。

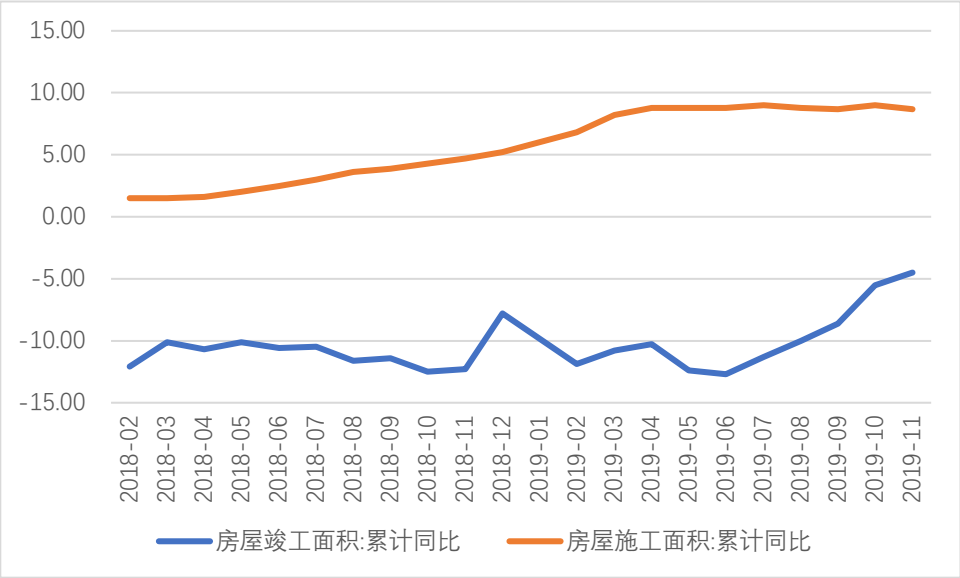

图 33 房地产周期加速切换

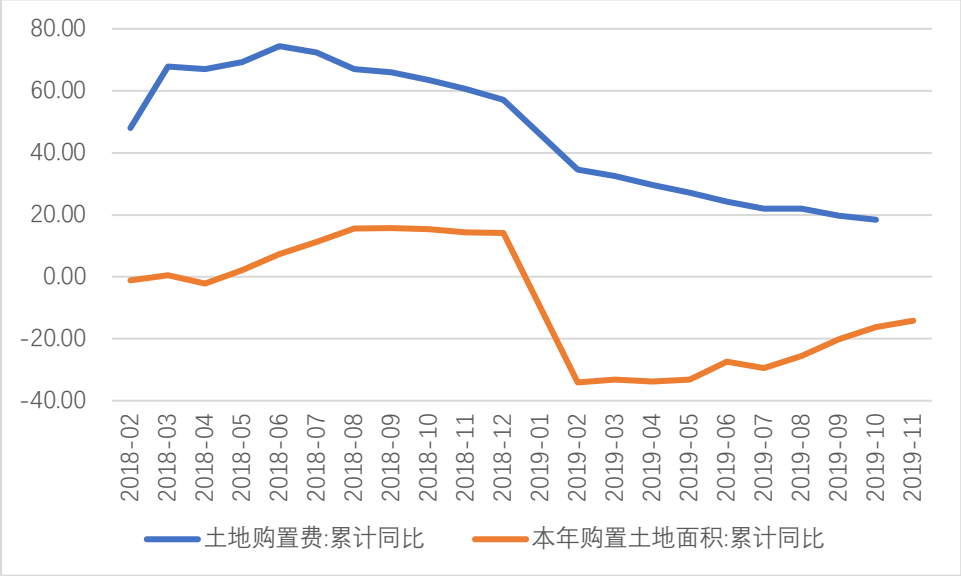

图 34 土地购置统计

伴随着房地产进入竣工期，石膏板、防水、涂料等装修建材的需求也将有所增加。以浮法玻璃为例，今年以来，其销量呈现增长趋势；同比增速自三季度以来快速上升。

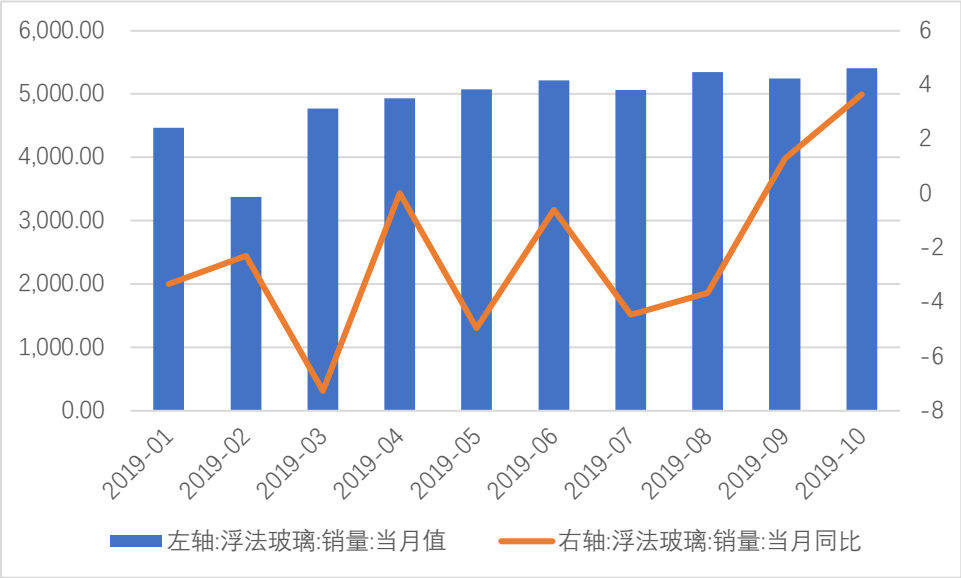

图 35 浮法玻璃销量（万重量箱）

三、宏观“稳”与微观“活”

由于当前数据更多是政策支撑的结果，2020 年中国宏观经济还是要以积极的政策姿态保持稳定。为了维持经济平稳，需要着力处理好宏观“稳”与微观“活”之间的关系。

（一）经济增速要有底线意识，但也要适应未来发展趋势

刚刚结束的中央经济工作会议强调，2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，做好经济工作十分重要。会议指出，实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。

第一，只有平稳才能为未来发展创造条件。明年要为实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，只有经济社会平稳发展才能夯实未来发展的基础。

第二，只有平稳才能做好民生工作。民生工作的关键就是稳定。只有在稳定

的基础上，才能实现人民生活质量的稳步提高。只有经济发展平稳了，人民就业预期才能稳定，就业质量才能提高，才能放心进行消费。

第三，只有平稳才能防止持续经济下行带来的累积效应恶化。由于我国经济面对“三期叠加”的持续影响，从 2010 年以来经济增速一直面临着向下的压力。持续的经济下行压力会带来总需求下滑的“后遗症”效应。例如，面对总需求持续下行，劳动者担心失业，导致减少消费，企业担心未来经营前景，减少投资，这又会进一步导致总需求下滑，产生新的经济下行压力。只有将经济平稳住，才能真正提振信息，发挥国内市场潜力。

关键问题是明年需要稳在多少？是不是需要通过强力政策一定维持在 6%以上？

宏观经济论坛课题组强调，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”目标的阶段性任务；三是保证社会就业基本稳定。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”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。会议明确指出，从国内来看，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，我国经济下行压力加大的核心原因是“三期叠加”影响持续深化，而不是单方面的简单周期性问题。

从结构性因素看，我国经济创新能力还需进一步加强，消费者保护力度低，产品有效供给不足，无效供给过大；僵尸企业退出不畅，过剩产能难以消化；实体产业收益持续下滑，经济由实入虚严重；收入分配不合理，一次分配中工资占比较低，制约着需求升级；城乡建设不同步，乡村建设滞后；产业结构与研发能力还不适应数字经济变革趋势；要素市场改革滞后，98%以上产品价格已经市场化，但是能源、环境、土地等生产要素价格改革滞后，经济粗放型特征明显；经

济发展与环境承载能力矛盾突出；城市群空间布局不平衡，内部中心城市带动能力有待加强。

从体制性因素来看，我国距离高标准的市场体系还有较大差距；国有企业和民营经济协同发展存在种种体制机制障碍，降低了微观主体活力；财税体制滞后于经济结构转型，减税效果收到制约；金融对实体支撑不足，相应供给侧结构性改革有待深化；对外开放需要进一步走向制度化，通过“一带一路”等带动全球化进一步合作共赢。

我国经济面临的结构性和体制性问题，归根结底还是多年发展后，我国社会主义建设已经进入了新时代，基本矛盾发生了转变，但是各项经济体制还是在数量赶超模式下建立的，需要加快调整以适应高质量发展。

基于以上判断，2020 年 GDP 增长目标宜设在 5.5%-6%。原因在于，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。

2、坚持实现“两个一百年”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%。

但是根据 2018 年底开启的第四次全国经济普查进行数据调整后，2.1 个百分点，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。

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）宏观经济“稳”的内涵与着力点

首先，宏观平稳是为了稳步提升人民获得感。中国特色社会主义市场经济不同于普通市场经济之处就在于以人民为中心，而不是简单以利润最大化等目标为导向。发展经济是为了人民谋幸福，这就要求发展成果需要普惠在人民群众中，使得最广大的人民有获得感。本次中央经济工作会议特别突出民生主题，强调要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好关键时点、困难人群的基本生活保障。尤其是事关群众重大居住问题的房地产市场，会议再一次强调要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。面对基础消费品价格上行，会议强调要加快恢复生猪生产，做到保供稳价。2020年全面建成小康，提升人民获得感最为重要的任务还是完成扶贫。会议指出，要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜，落实产业扶贫、易地搬迁扶贫等措施，严把贫困人口退出关，巩固脱贫成果。

其次，提升人民获得感也是经济新动能的孕育点。我国今年经济下行压力加大，一个方面是相对于2018年国内消费增速大幅放缓。这就需要挖掘国内市场潜力。经济发展目的是提高人民群众获得感，获得感不足的地方就是需要加快补短板。我国向高质量经济增长转型的一个重要推动力就是从满足人民基本需求转向提高民生质量。民生短板存在着需求与供给的矛盾，关键是供给不充分、不平衡。例如，中央工作会议指出，2020年要深化医疗养老等民生服务领域市场化改革和对内对外开放，增强多层次多样化供给能力，更好实现社会效益和经济效益相统一。要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提

升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。这些论断充分表明了在未来一段时间内，我国医疗、养老、城市更新改造都存在着需求缺口巨大，供给不充分问题。通过供给侧发力，蕴含着很大的经济发展空间。这些民生短板是中国经济平稳发展的重大支撑。

（三）处理好宏观“稳”与微观“活”的关系

要宏观经济平稳最主要的是要激发市场主体活力，发挥好中央和地方政府的作用。这里面有几点需要特别注意。第一，并不是微观活就一定会保证宏观稳。微观的活力可能来自于资金空转、资产市场泡沫等等渠道，并不是实打实的经济发展。所以，微观的活要以宏观稳为导向。第二，宏观稳和微观活可能存在着激励不兼容。例如，简单利用国有企业稳定经济就可能导致对民营企业的过度压制，不利于民营企业发挥活力。所以，最主要的是要建立与市场微观主体相一致的协调机制，加快构建地方政府的正向激励机制。第三，宏观经济稳定是保证长期稳定可持续增长。核心是加快结构性调整和体制改革。这就要求宏观政策要与改革相一致。中央经济工作会议安排，明年积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

从这些安排中不难发现，逆周期政策也不能仅仅是简单处理周期性问题，而是要考虑到综合效果。首先，需要符合民生导向，保持基层稳定和基本民生。其次，要以供给侧结构性改革为主线，与结构调整相衔接，不能因为逆周期就给结构性问题添乱，导致结构性问题更加严重。特别是货币政策要强化对制造业的支持，体现了制造业在我国产业的基础性地位。再次，逆周期政策要与金融供给侧结构性改革相协调，处理好金融风险。在政策执行中，要保持经济稳定，就需要

金融保持稳定，保持宏观杠杆率基本稳定，尤其需要注意的是要防止将监管政策短期化，带来金融业过度波动，反而产生金融风险。最后，逆周期政策要强化问题导向，各司其职。例如，货币政策就要扭住降低融资成本的牛鼻子。同时，各项政策也要协调，发挥合力，而不能相互掣肘，成为新的结构性问题。

四、货币政策改革与实施

（一）2019 年货币政策改革

2019 年货币政策改革主要在三个方面：优化存款准备金框架、发行永续债和新 LPR 报价机制。最为关键的是新 LPR 报价机制，2020 年着力解决的问题也是如何更好地发挥报价机制的作用。

2019 年 5 月人民银行大幅度精简原有的结构性存款准备金框架，宣布建立“三档两优”的存款准备金政策框架。“三档”即设立大型银行、中型银行、服务县域的银行三个基准档，以此降低法定准备金率。“两优”是在基准档次基础上有两项优惠，即普惠金融定向降准政策和贷款比例考核政策。不同档次银行享受的不同的优惠内容，因此商业银行实际的存款准备金低于基准档。“三档两优”模式增强中小银行的资金实力，从制度上激励中小银行更好定位，体现了 2018 年以来央行对切实改进对民营和小微企业的金融服务，降低融资成本的一贯关注。

2018 年以来，在信贷回表的大环境下，商业银行面临着资本金不足的约束，制约了信贷创造能力。在人民银行的努力下，创造性地发行永续债补充资本金，以此作为突破口，缓解银行支持实体经济面临的资本约束，并创设央行票据互换工具（CBS），将合格的银行永续债纳入央行操作担保品范围，为银行发行永续债提供支持。截止 2019 年 7 月，中国银行、民生银行、华夏银行、浦发银行、中国工商银行五家已合计发行 2300 亿元永续债，另有 13 家银行拟发行超过 4700 亿元永续债，市场预期明显改善，金融可持续支持实体经济能力不断增强。

2019 年货币政策最为重要的改革就是建立了新的 LPR 报价方式。在 2013 年，LPR 报价机制就已经推出，当时称之为贷款基础利率。老 LPR 由 10 家全国性银行参考贷款基准利率报出。虽然被定义为面向最优质客户的贷款利率，但其报价一方面缺乏政策利率的引导，未与银行资金成本挂钩。报价水平一直稳定在贷款

基准利率的 0.9-0.95 倍。另一方面，在推广应用上也无刚性要求，大部分商业银行的贷款实际利率仍然盯住贷款基准利率，并未与老 LPR 挂钩。由于贷款基准利率 2015 年之后一直没有调整，而银行业贷款利率也相对稳定，甚至由于实体经济风险溢价上升等因素影响，于 2018 年出现了一定的上涨趋势。与此同时，货币市场、同业市场利率持续下行，带动银行资金成本下降。这在客观上导致银行业利差加大，效益提升，一方面确实有效对冲了今年的服务业下行趋势，有助于维护 GDP 稳定增长。但另一方面，实体经济仍然没有享受到资金成本下行的红利，在 PPI 负增长的情况下，反而抬升了企业的实际利率，一定程度上加大企业财务负担。

改革后 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。MLF 的引导作用是 LPR 效果发挥的关键起点。

（二）货币政策在于优化经济运行环境

货币政策执行的理念最初是逆经济风向，针对经济冲击进行调整。之后采用规则模式。在规则模式中，一种重要的理念是保持经济运行更加接近灵活价格市场，而不是简单直接对扭曲点进行校正。

我国当前经济核心问题是经济结构调整。目前，我国经济结构调整主要是依靠收入，此时简单以货币政策来调整结构往往会导致扭曲。首先，可以利用各品类消费支出衡量结构。只有收入效应起作用比只有相对价格效应起作用时对数据的拟合更好，且后者甚至得到与实际数据变化趋势相反的拟合值，这意味着收入

效应对模型拟合的贡献更大，是导致不同部门消费支出比重变化的主要动力。

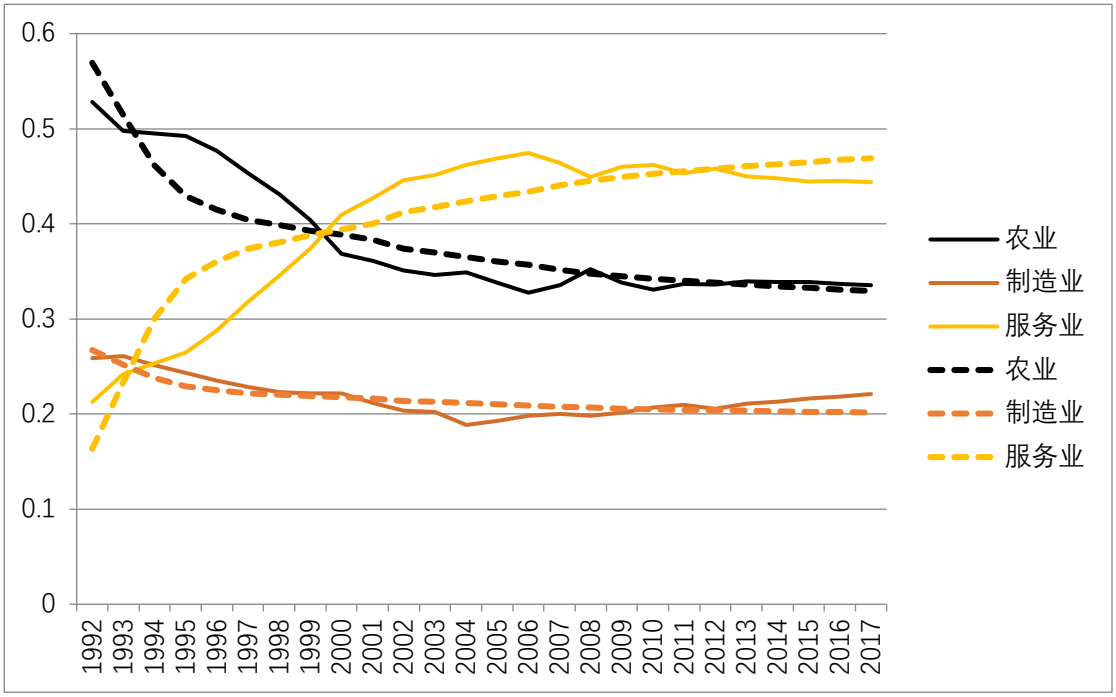

图 36：相对价格不变拟合值与实际数据

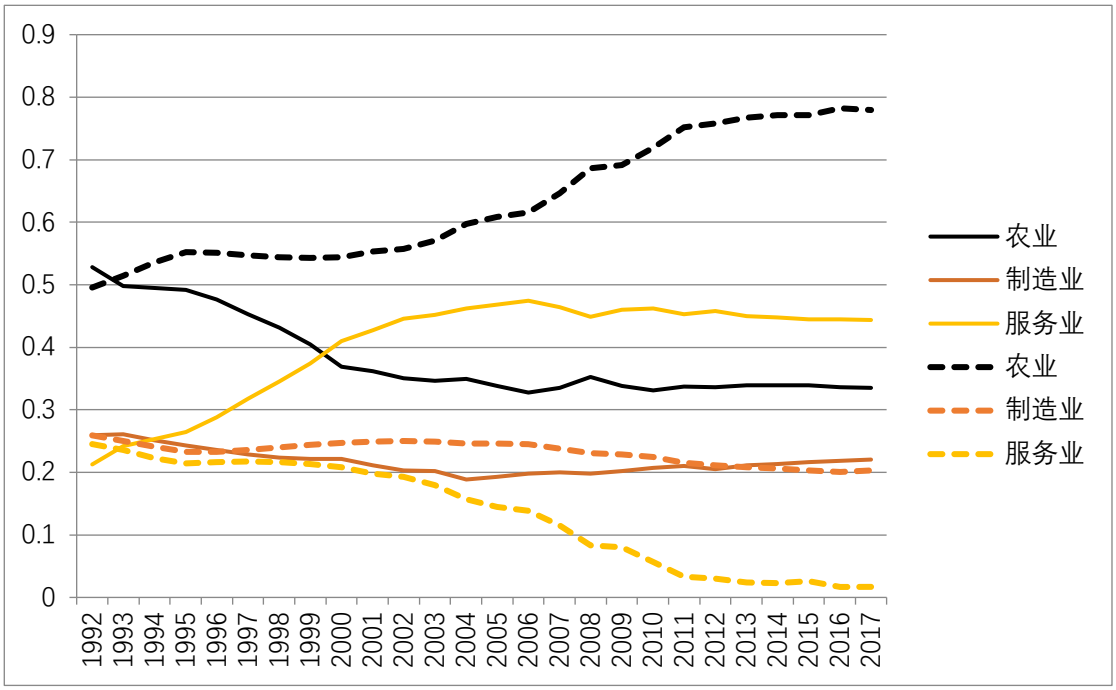

图 37：总消费支出不变拟合值与实际数据

从消费增加值来看，反事实分析表明，只有收入效应起作用比只有相对价格效应起作用时对数据的拟合更好，且后者也得到与实际数据变化趋势相反的拟合值。因此可以得到与最终消费支出方法下相一致的结论，即收入效应是导致不同部门消费增加值比重变化的主要动力。

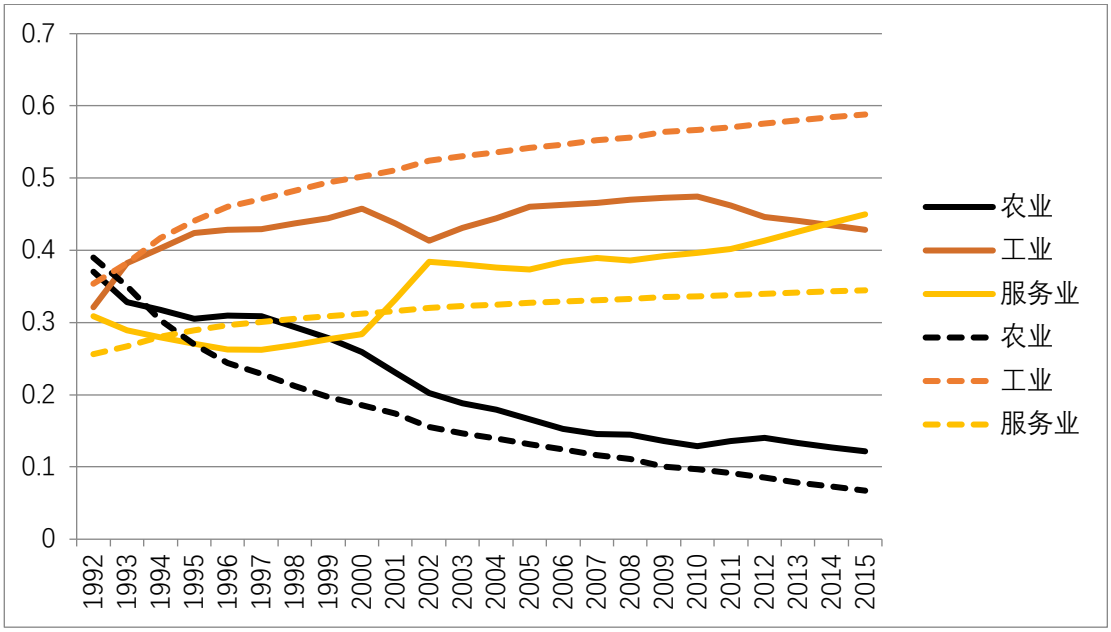

图 38：相对价格不变拟合值与实际数据

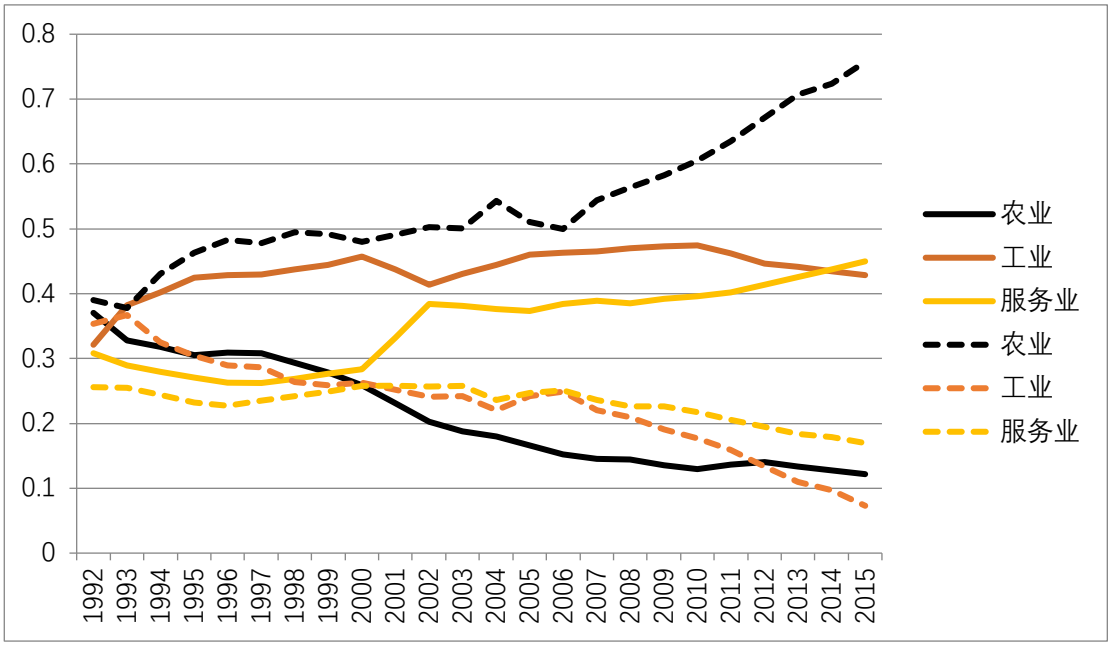

图 39：总消费增加值不变拟合值与实际数据

未来，我国将会逐渐从收入增长为主导模式，走向价格为主导模式，更是需要货币政策创造良好的价格环境。

同时，我国流动性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。未来需要以改革提高

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。