CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济月度数据分析

（2020年1月）（总第36期）

经济下行韧性犹存，底线思维稳字当头

——2019年宏观经济数据解读及2020年展望

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

2020年1月

经济下行韧性犹存，底线思维稳字当头

——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

（2020 年 1 月）[1]

[1] 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，执笔人为毛振华。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、中诚信区域风险数据库、中诚信地方债务通小程序。本报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

摘 要

2019 年，在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折和内部内生性紧缩机制持续等多重因素的影响下，中国经济延续上年的供需两弱格局，结构分化进一步加剧。但值得一提的是，在逆周期调控政策的加持下，经济增长依旧维持在预期目标之内，四季度积极因素有所增多。

从宏观风险来看，虽然随着中美贸易达成阶段性协议和防风险政策的持续推进，2020 年中国经济运行的内外风险或较 2019 年边际改善，但结构性挑战依然存在。从外部来看，地缘政治不可控性进一步加剧，仍需防范外部突发事件的冲击；从内部来看，宏观风险在有所缓释的同时，债务风险仍处于高位，经济增长高杠杆约束持续存在；地方政府收支压力与隐性债务风险并存，在经济下行期或有可能进一步释放；信用风险虽有缓释，但尾部企业信用风险仍将持续爆发。此外，结构性通胀虽边际缓和，但仍需警惕猪价、农产品价格、油价的涨价叠加可能带来的冲击。

展望 2020 年，稳增长政策加持下投资或改善但幅度有限，消费大概率维持现有水平低位运行，出口虽边际改善但难有明显起色，2020 年经济仍有下行压力，但并无超预期大幅下行之忧。值得一提的是，从中长期来看，经济增长仍具备广阔的市场空间，改革开放的持续推进、经济结构升级、技术进步将为中国经济提供持续动力，中国经济仍具备较强的韧性。

在经济下行压力仍存背景下，2020 年宏观政策将以“稳”为主。财政政策继续保持积极基调，收支平衡压力下减税降费力度或边际递减，专项债稳增长作用将进一步发挥；货币政策维持稳健，仍存在结构性调整空间，操作将更趋灵活，全年或有 3 次结构性降准或 MLF 超额续作机会。虽然仍侧重于稳增长，但政策仍然对防风险予以高度关注，出于稳增长和防止发生“处置风险的风险”的需要，金融监管仍有边际微调可能。

一、2019 年经济运行：经济供需两弱，结构分化加剧

在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折、内部内生性紧缩机制持续等多重因素的影响下，2019 年中国经济延续了 2018 年的供需两弱格局，经济增长步伐进一步放缓；但在逆周期调控政策的作用下，GDP 同比增速依旧维持在预期目标之内，四季度经济运行中积极因素有所增多。此外，经济结构分化进一步加剧，萧条型的结构变化有所增多，升级型的结构变化趋缓，值得高度关注。

（一） 政策继续发力稳增长，逆周期调节力度加大

2019 年以来，面对外部风险挑战持续、内部经济下行压力加大的复杂情况，宏观政策坚持逆周期调节，持续发力稳增长，积极的财政政策进一步加力提效，货币政策维持稳健同时加大结构调整，金融监管以稳为主。

货币政策稳健中更趋灵活，改革创新进一步推进。2019 年，从内部看经济下行压力加大，从外部看海外货币政策进入宽松周期、多国债券收益率进入负利率区间，在此背景下央行货币政策坚持稳健，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕，加大结构性引导力度，支持民企小微发展。全年看，央行全面降准 2 次，定向降准 2 次，下调 MLF、OMO 利率 1 次。在不断加强货币政策逆周期调节的过程中，央行对货币政策工具进行了改革与创新，完善贷款市场报价（LPR）利率形成机制，并创设了央行票据互换工具（CBS），同时将合格银行的永续债纳入央行担保品范围，为银行发行永续债提供支持。

财政政策加力提效，专项债额度增加使用范围扩大。2019 年，财政政策进一步加力提效，全年减税降费规模达到超预期的 2.36 万亿元。尤为值得一提的是，在一般公共财政与政府性基金收支平衡压力加大的背景下，专项债稳基建作用进一步发挥，政府工作报告进一步将新增专项债额度增加 8000 亿元，总量达到 2.15 万亿元。2019 年共发行专项债 25882 亿元，较去年同期增加 6781 亿元。专项债使用范围也有所扩大，9 月 4 日国务院常务会议明确专项债使用范围扩展至铁路、轨道交通等多个重点领域；11 月 13 日国常会将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%，并明确“补短板基建基础设施项目，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点”。

监管政策有所调整，严守不发生系统性风险底线同时适度稳增长。首先，防

风险基调下监管继续推进商业银行业务的规范稳健发展。一方面督促商业银行加强信用风险管理，规范涉企服务收费行为；另一方面通过多种方式支持银行补充资本。2019 年多项资管新规配套政策出台，继续补齐监管空白，横向统一的大资管行业监管体系更加完善。其次，支持中小微企业政策加码，央行、银保监会、财政部等多个部门多维施策，从重点支持中小银行扩大信贷投放、带动融资成本下降、减税降费等方面出发，加大对中小微企业的支持。再次，出于稳基建、稳增长的需要，对融资平台的监管继续边际微调，2019 年政府工作报告提出“鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞'半拉子'工程”，沪深交易所 3 月窗口指导放松了城投公司发行公司债的申报条件，等等。此外，房地产调控在坚持“房住不炒”基调下，持续“因城施策”，部分城市调控政策边际放松。

（二）经济供需两弱不改，GDP 同比走弱

1. 全球经济低迷，中国经济明显趋缓

GDP 增长同比继续放缓。虽然 2019 年四季度，中美贸易冲突出现了阶段性缓和，但纵观全年，冲突依旧是中美贸易战的主旋律。受中美贸易冲突影响，全球经济贸易政策不确定性加剧，全球经济共振下行。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，也是自 2010 年以来的最低水平。与此同时，虽然有稳增长政策加持，但中国经济内在的结构性问题并没有得到根本改善，内部需求也较为疲软，供需两弱的格局没有得到根本改观，经济增长进一步放缓。2019 年前三季度，GDP 同比增长 6.0%，较上年底回落 0.6 个百分点。分季度来看，一季度 GDP 同比增长 6.4%，二季度同比增长 6.2%，三季度同比增长 6.0%，全年总体前高后稳，四季度或在低基数和逆周期政策的加持下有所回稳。GDP 平减指数相对平稳运行，与此相对应，名义 GDP 增速在 8%左右窄幅波动。

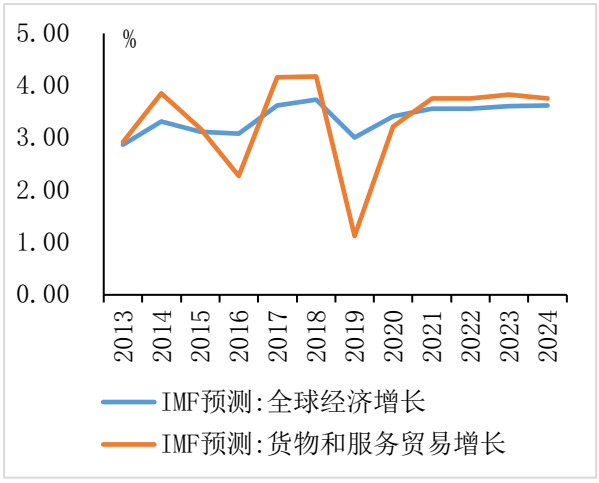


图 1：IMF 预测全球经济与贸易走势

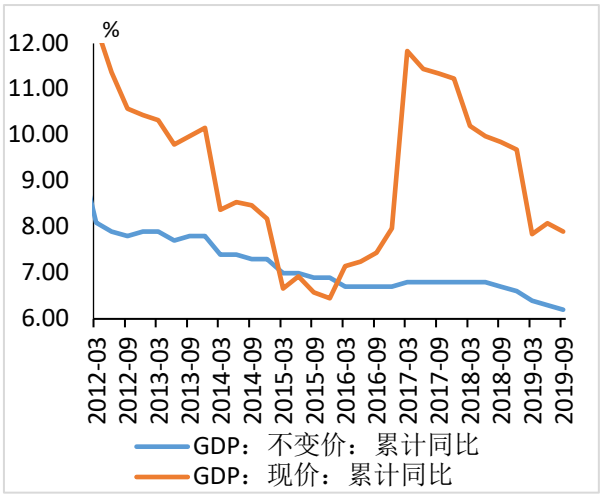


图 2：GDP 同比明显走弱

从三次产业来看，三次产业增长均较上年同期有所放缓，其中第三产业同比放缓幅度最为明显。**从三大需求来看，**消费对经济增长的贡献率虽然较上年明显回落，但依然维持在 60%以上，最终资本形成对经济增长的贡献率跌破 20%，在进口低迷的背景下“衰退型顺差”带动净出口对经济增长贡献率大幅回升。

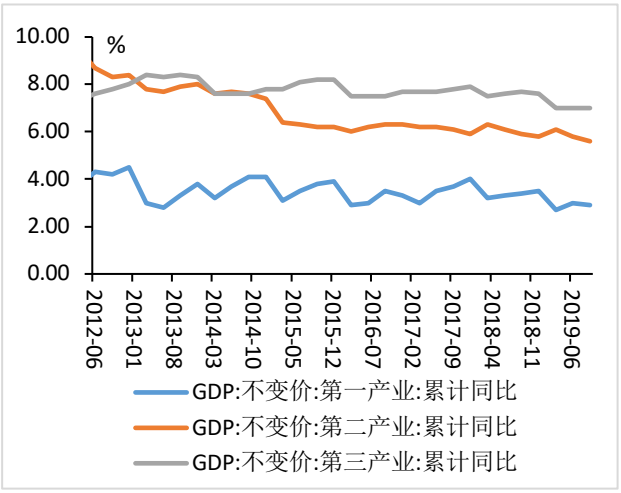


图 3：三次产业增速均有放缓

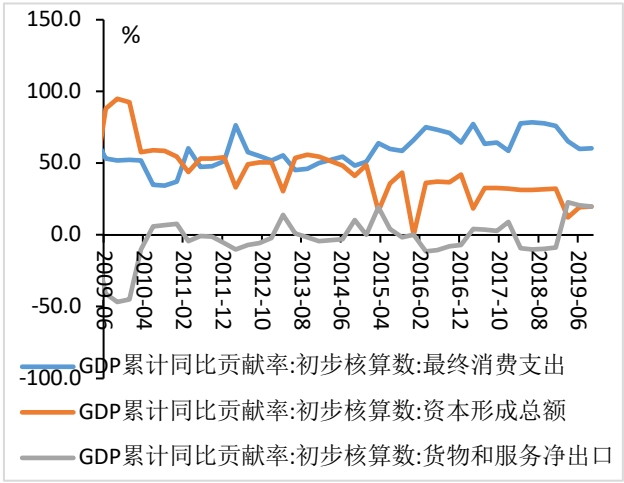


图 4：三大需求贡献率

2. 投资整体下行，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱

基建投资小幅回升，房地产投资保持韧性，内生性投资不足拖累投资整体。2019 年，在专项债扩容提速、补短板政策落地背景下，基建投资有所回稳；房地产投资在建安投资的支撑下保持韧性，虽有走弱但并未出现大幅度的下行。但是，在外部不确定性持续、内部经济下行的背景下，内生性投资动力依然不足，制造业投资明显走弱，从上年的 9.5%大幅回落至 11 月份的 2.5%，创 2004 年有数据

统计以来的历史低点。内生性投资动力的不足也体现在民间投资的疲弱上。内生性投资的不足在很大程度上对投资形成了拖累，前 11 个月投资仅增长 5.2%，较上年同期回落 0.5 个百分点。

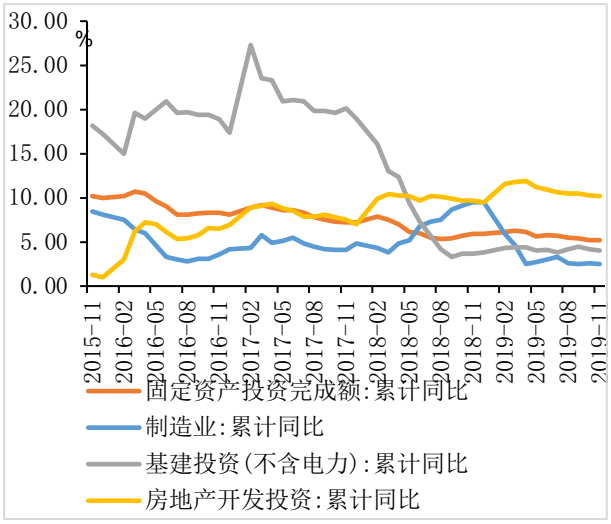


图 5：基建回稳，房地产投资保持韧性

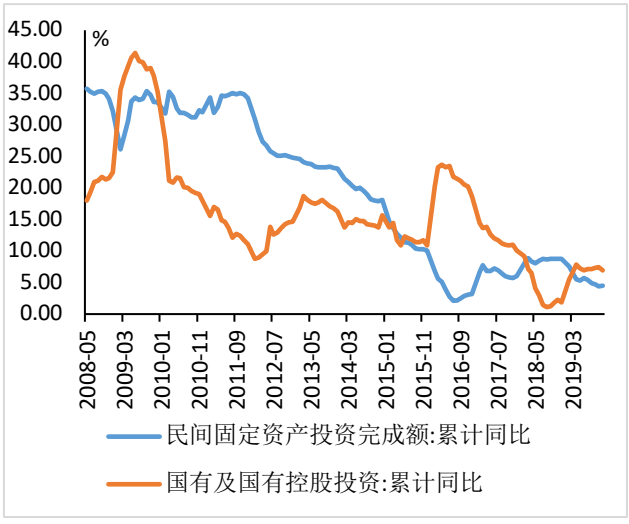


图 6：民间投资低迷

3. 受收入增长放缓及消费价格上扬等因素影响社零额继续回落，服务消费下行中有韧性

猪肉价格上涨带动消费价格上扬，居民实际收入增长放缓，社零额继续回落。2019 年以来，受猪肉价格上涨等因素主导，CPI 从 2 月份以来持续攀升。受价格上涨影响，虽然经济下行背景下城镇居民可支配收入名义增速依然保持了平稳，但实际增速逐季回落。在此背景下，社零额增速同比下行明显，前 11 个月社会消费品零售总额累计同比增长 8%，较上年回落 1.1 个百分点，实际增速已经跌破 6%，为 2003 年有数据以来低点。**从月度走势来看，**全年波动较大，基本呈现季初回落季末跳升的势头，但在居民必需品类消费保持在较高水平、汽车消费回暖的背景下，四季度消费略有回稳。**分区域来看，**城乡消费走势大体一致，二者增速均同比回落，但农村居民消费增速持续高于城镇居民消费，扶贫攻坚期农村居民消费升级势头持续快于城镇居民。**分消费品类来看，**粮油食品饮料烟酒类、日用品类等日用品类消费增速与上年同期基本持平，房地产市场底部运行背景下家具和建筑及装潢材料同比增速快速回落，汽车类消费延续 2018 年下半年以来的持续低迷态势。

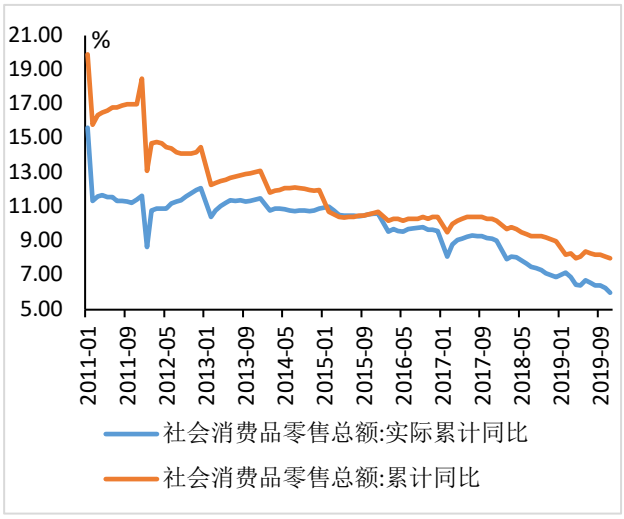


图 7：基建回稳，房地产投资保持韧性

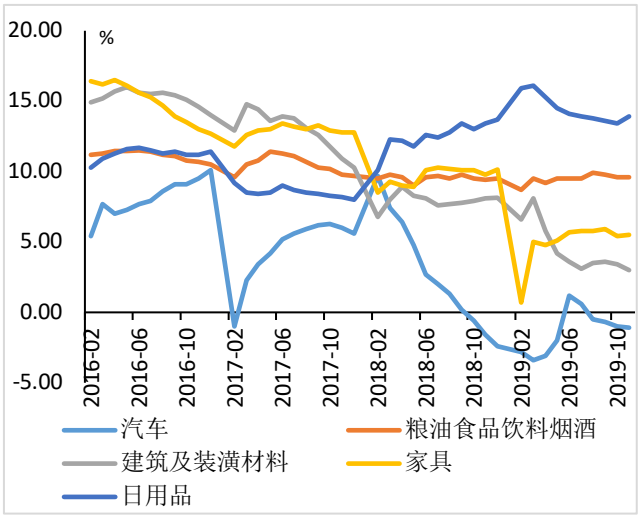


图 8：不同类别产品消费走势分化

服务消费走弱中保持一定韧性。我国服务消费尚未有官方统计，但我们可以从一系列相关指标观测服务业消费态势：服务业生产指数较上年有明显回落，服务 CPI 较为低迷，这表明服务业消费同样有所走弱。但值得一提的是，考虑到社零额持续走弱的同时，最终消费对经济增长的贡献率仍然维持在 60%以上，占最终消费“半壁江山”的服务消费功不可没，服务消费或仍具备一定韧性。

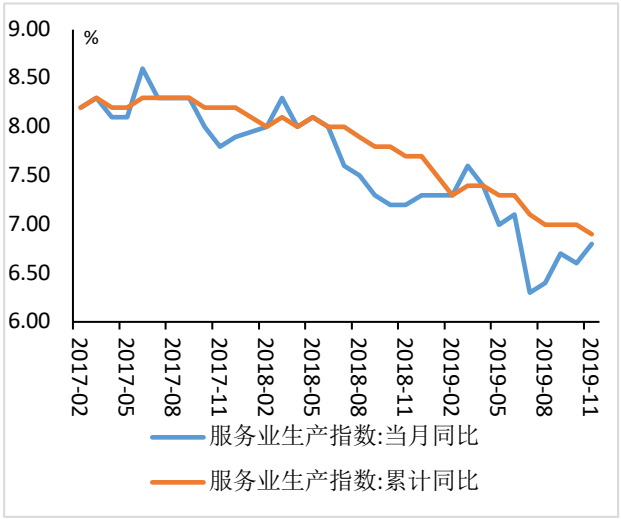


图 9：服务业生产指数回落

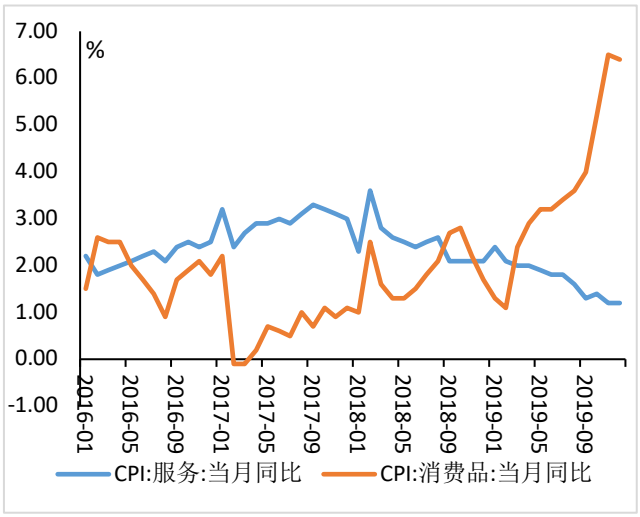


图 10：服务 CPI 走弱

4.中美贸易冲突及全球经济疲弱背景下出口同比走弱但韧性犹存

如前所述，虽然在四季度中美贸易冲突出现阶段性缓和，但纵观全年，冲突依然是中美之间的主旋律。受中美冲突和全球经济走弱影响，全球贸易走势较为低迷。在此背景下，出口继续明显走弱，全年同比增长 0.5%，较上年同期大幅回落 9.4 个百分点。但值得一提的是，对新兴市场出口保持较好增长在很大程度上

缓冲了中美贸易冲突的负面影响，出口增速下行的幅度在很大程度上好于市场预期。特别是 2019 年出现的两点结构性变化体现了我国对外贸易的韧性：从进出口规模上来看，对东盟进出口规模首次超过美国，成为我国对外贸易第二大经济体，对东盟贸易的扩大在一定程度上弥补了中美贸易冲突的影响；从进出口企业类型来看，民营企业进出口规模首次超过外商投资企业，成为我国第一大外贸主体，特别是民营企业出口占比超过 50%，民营经济在中美贸易冲突背景下仍具备较强的韧性。国内需求疲弱对进口影响较大，全年进口同比增长-2.8%，较上年回落 13 个百分点，不仅增速低于出口增速，且回落幅度大于出口增速。受此影响，在进口、出口均较为低迷的背景下，贸易顺差进一步上扬，达到 4215.1 亿美元，较上年增加 697.5 亿美元，“衰退型顺差”的特征明显。

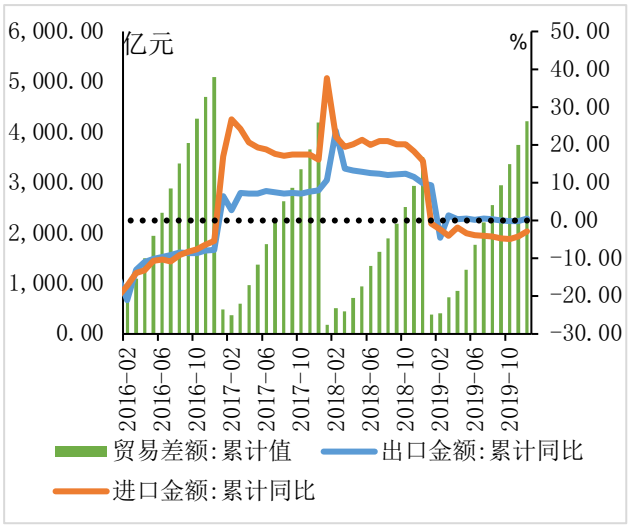


图 11：出口回落幅度小于进口回落幅度

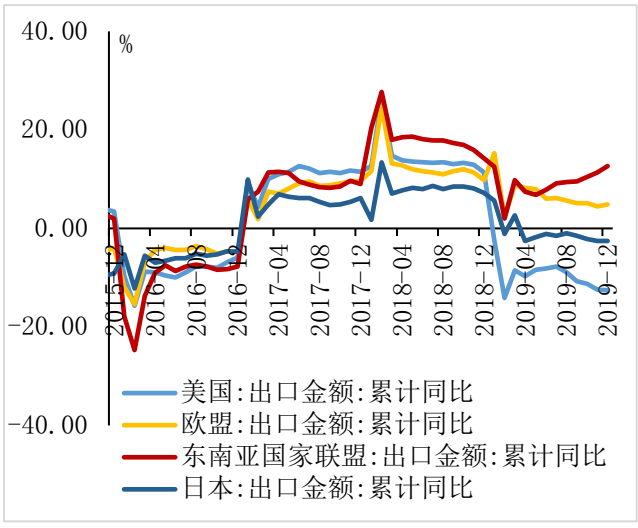


图 12：对东盟出口逆势加快上升

5. 需求不足工业生产总体走弱，四季度在补库存支撑下略有回稳

内外需求的不足对生产产生了制约。1-11 月份，工业增加值同比增长 5.6%，较上年同期回落 0.1 个百分点。**从三大门类来看，**内外需求不足对制造业与电力、燃气、水的生产和供应业的影响更为显著，二者增速同比均显著回落，但随着去产能力度的边际减弱，采矿业增速回升。**分 41 个工业大类来看，**前 11 个月 23 个行业增速同比放缓，受去产能力度边际减弱影响，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等行业生产增速有所加快；消费低迷下食品制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造等与居民消费密切相关的行业生产回落，汽车制造业生产延续低迷，房地产底部运行背景下家具生产增速回落；此外，除仪器仪表制造业同

比增速回升之外，通用设备制造业，专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等技术含量较高的行业增速均明显回落，高新技术产业增速回落态势值得高度关注。**分月度走势来看，**今年以来受政策等因素影响，工业生产在下行中表现出较强的波动性，季末回升季初回落的规律较为明显。**值得一提的是，在工业产成品库存处于较低水平的背景下，企业补库存需求带动工业增加值增速在四季度略有企稳，在稳增长政策加持下，这一企稳势头或延续至 2020 年上半年，但在当前经济需求仍然偏弱情况下，补库存力度和持续时间依然有限。**

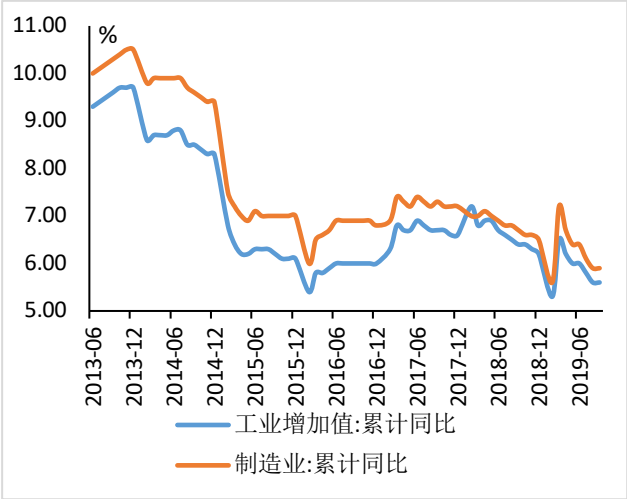


图 13：工业和制造业生产同比走弱

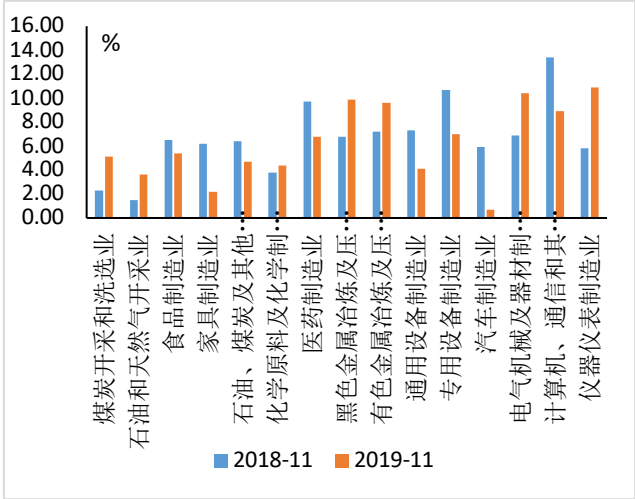


图 14：不同行业走势分化

（二）稳增长政策持续发力，经济下行中积极因素有所显现

2019 年，面对错综复杂的内外环境与经济下行压力，宏观经济政策持续侧重于稳增长。这一系列稳增长政策在一定程度上对冲了经济下行压力，对于防止经济出现超预期下跌产生了较好效果。尤为值得一提的是，随着稳增长政策效果陆续显现出来，2019 年四季度经济运行中积极因素有所增多。

1.专项债扩容助力稳增长，基建投资回升

2019 年以来，依托传统财政支出稳增长受到的制约加大。从一般公共财政来看，公共财政支出同比增速在上半年保持了两位数以上高速增长，财政支出前置，但下半年随着地方政府收支压力加大，财政支出持续回落明显，仅小幅高于去年同期。**从政府性基金支出来看，**政府性基金尤其是地方政府性基金是地方政府支持基建的重要资金来源，但是，房地产调控之下政府性基金收入增长同比放缓，导致政府性基金支出增速也同比大幅回落。

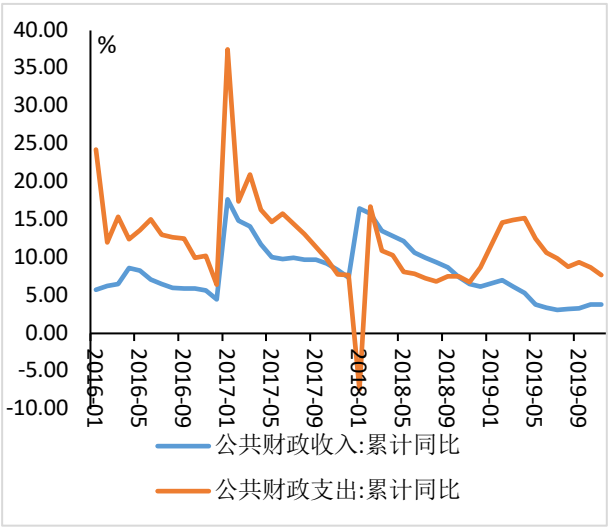


图 15：公共财政收支情况

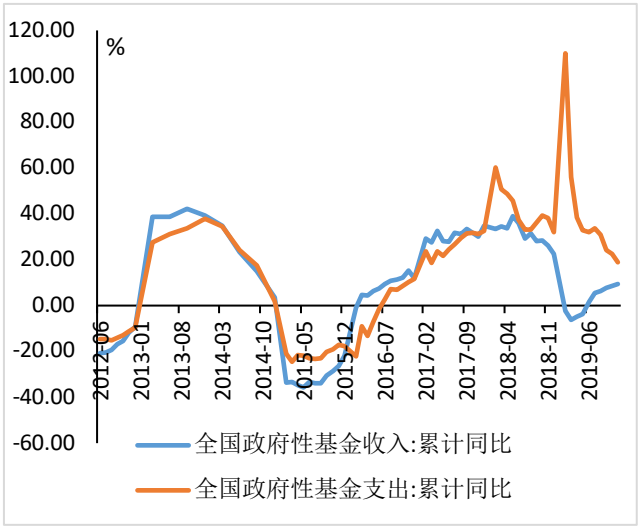


图 16：政府性基金支出增长放缓

在一般公共财政和政府性基金收支压力都有所加大的情况下，专项债稳基建的作用进一步发挥。2019 年专项债持续快速扩容，品种进一步创新，更为重要的是，专项债可作为项目资本金使用，有助于其发挥补短板、稳基建与稳增长的重要作用。据中诚信国际估算，2019 年专项债能带动基建投资 1.1 万亿元，若按近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比 25%估算，撬动投资约 4.4 万亿元；拉动基建投资增速 2.3 个百分点，拉动名义 GDP 增速约 0.4 个百分点。[2]

表 1：2019 年专项债撬动基建投资情况

	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	全年合计
投入基建领域的专项债类型	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	除土储、棚改及用作资本金的项目外，并除去资金闲置的估算规模（462.25 亿元）	/
投入基建领域的专项债规模	68.13 亿元	0.6 万亿元	**0.6 万亿元**
项目资本金或配套融资情况	作资本金，比例为 5%-80%	作配套融资，比例中位数约 60%	/
撬动杠杆	1.25-21 倍	1.7 倍	/
基建投资撬动规模	0.1 万亿元	1 万亿元	**1.1 万亿元**
投资撬动规模	0.4 万亿元	4 万亿元	**4.4 万亿元**
对基建投资的拉动	0.1 个百分点	2.2 个百分点	**2.3 个百分点**
对名义 GDP 增速的拉动	0.05 个百分点	0.35 个百分点	**0.4 个百分点**

2. “宽信用”背景下融资量升价跌，助力企业融资

在一系列“宽信用”政策的支持下金融条件改善，社融回暖。在多次降准且

[2] 袁海霞、汪苑晖、卞欢，《专项债扩容助力稳增长，未来还需兼顾风险防范——地方政府专项债 2019 年回顾与 2020 年展望》,2019 年 12 月 18 日.

相关监管部门持续出台促进民营企业、中小企业融资的政策背景下，国内金融条件趋于放宽，金融条件指数自 2018 年下半年以来持续为负，且整体呈现出下行趋势。资金宽松进一步向信用市场传导，2019 年以来信用市场全面回暖，M2 增速同比保持稳定，同时社会融资存量增速持续回升。**从融资结构来看，**表内融资继续保持相对高位，表外融资虽然持续负增长但在资管新规边际放松背景下收缩趋势有所放缓，债券市场融资改善带动直接融资回升。

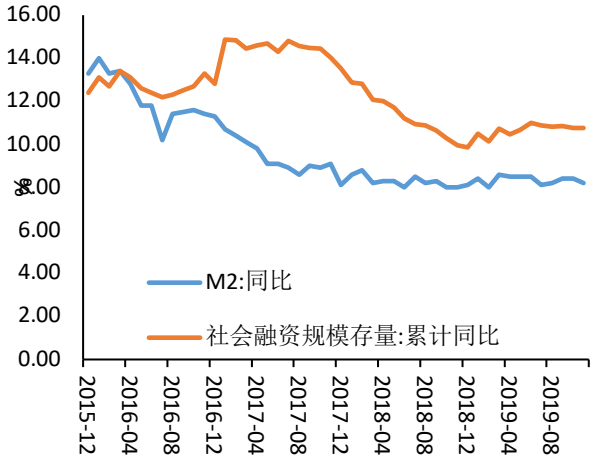


图 17：M2 与社融走势

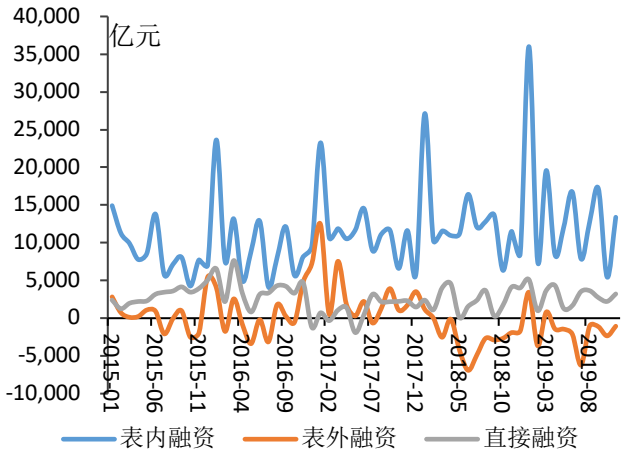


图 18：表内、表外、直接融资走势

融资成本有所回落。截至 2019 年 12 月底，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别为 4.15%和 4.80%，较此前的 1 年期及 5 年期贷款基准利率下行 20bp 和 10bp。与此同时，人民币贷款加权平均利率也从 2018 年三季度的 5.92%下降至 2019 年三季度的 5.62%，同比回落 30bp。从债券市场来看，一级市场上各券种各期限各等级债券发行利率整体维持在较低水平，以 3 年期中期票据为例，2019 年 12 月 AAA、AA+及 AA 等级平均发行利率分别为 3.94%、4.80%和 5.27%，分别较去年年底回落 45bp、124bp 和 103bp。

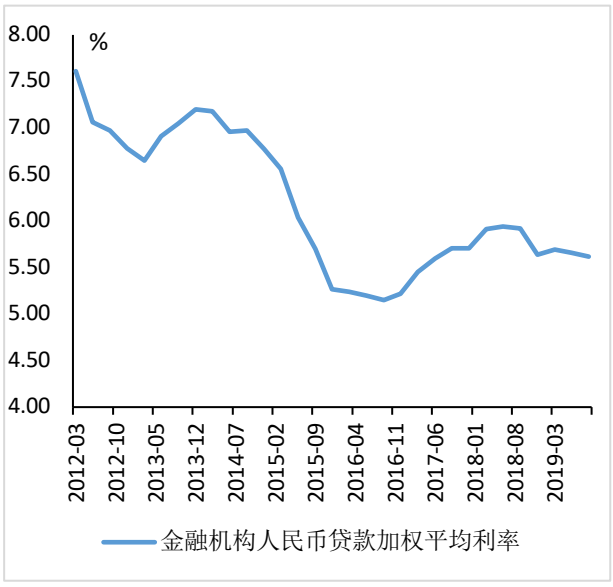


图 19：贷款加权利率走弱

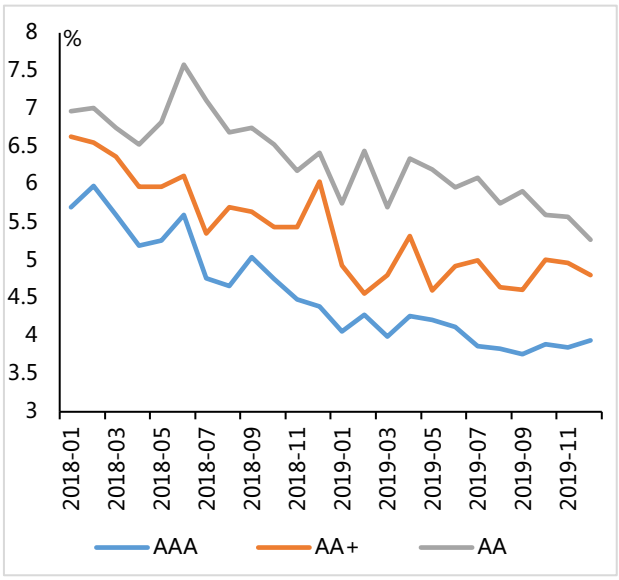


图 20：3 年期中票发行利率走势

3. 企业利润增速年末维持底部运行，有企稳势头

相较于 2018 年，2019 年在 PPI 低位运行背景下，企业利润增速大幅回落，持续维持负增长态势。但全年最后两个月，企业利润降幅出现放缓势头。企业利润增速与多方面因素有关：随着库存周期进入底部，市场需求出现短期改善，从而对企业利润形成利好；此外，PPI 止住了持续下降的趋势，对企业利润增速回复有所推动。后续来看，中美贸易签署第一阶段协议的签署将在短期内缓和世界贸易放缓的趋势，工业产成品库存进入底部短期或将有所恢复，针对民营企业的利好政策或将推动民营企业较为集中的制造业利润改善，后续工业企业利润增速短期内或将有所企稳。

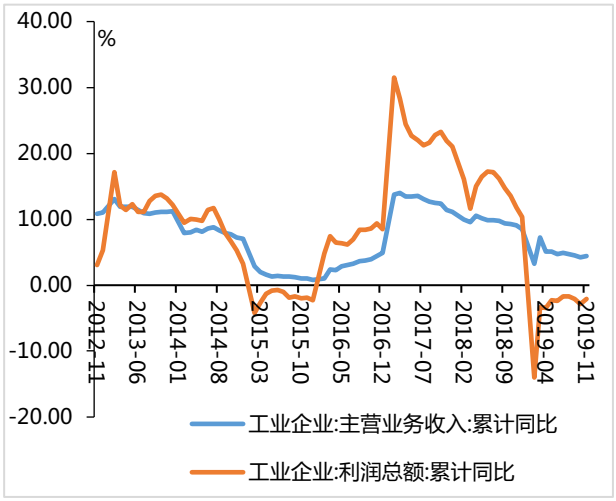


图 21：工业企业利润增速出现低位企稳势头

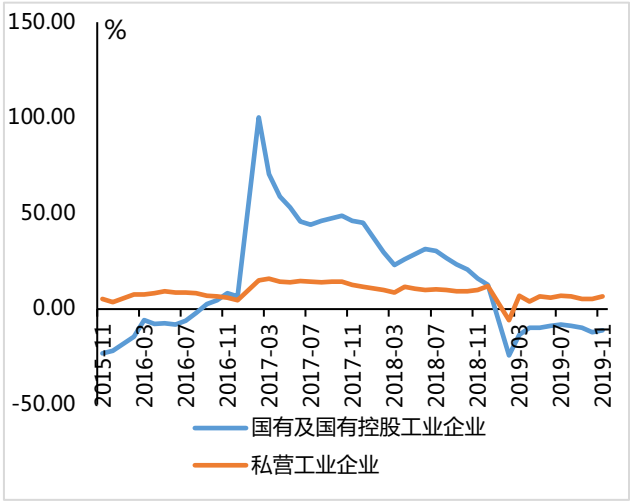


图 22：私营与国有企业工业企业利润均有回稳

4.先行指标有所回升，宏观景气四季度有所改善

从中采制造业 PMI 来看，12 月中采 PMI 继续保持在 50.2%，已经连续两个月维持景气度以上。其中，新订单指数小幅回落 0.1 个百分点至 51.2%，但仍高于前 11 个月平均水平，新出口订单指数及进口指数均创近 1 年以来新高，说明内外需求均有改善，生产指数回升或说明生产有望短期回稳。产成品库存已经连续 5 个月回落，提示关注需求改善背景下库存周期切换情况。**从中采商务活动 PMI 来看，**虽然有所回落但回落幅度较为有限，且持续保持在景气指数以上。**从财新 PMI 来看，**财新 PMI 虽然在 12 月小幅回落，但自 2019 年 8 月以来已经连续 5 个月维持在景气指标以上。

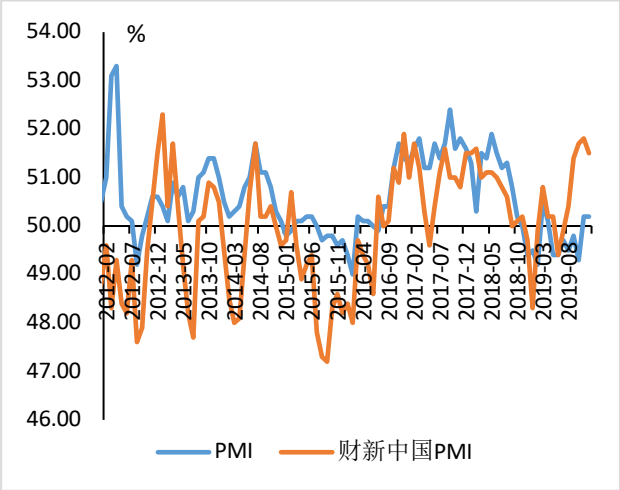


图 23：中采 PMI 与财新 PMI 运行在景气线之上

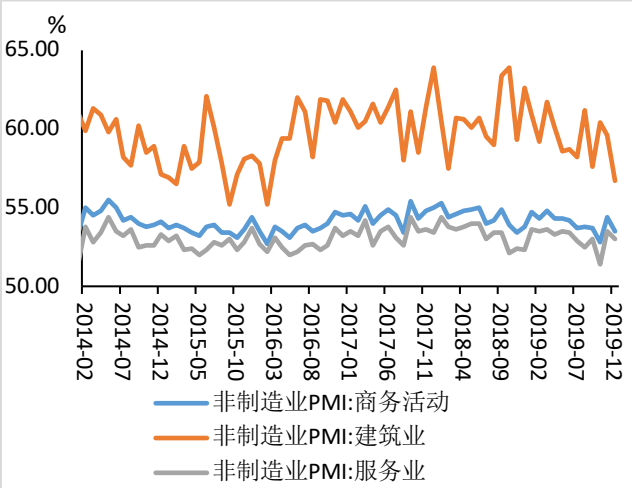


图 24：非制造业 PMI 有所回落

（三） 经济结构分化加剧，萧条型结构变化有所增多

在 2019 年经济供需两弱、持续下行的背景下，内部的结构性分化表现比较明显，这既有需求结构方面的分化，也有产业结构方面的分化，还有价格水平等多方面的分化态势。值得关注的是，2019 年以来的经济分化态势中，萧条型的结构变化增多，升级型的结构变化趋缓，值得深度关注与分析。

分化一：资本形成与最终消费对经济增长的贡献走弱，净出口对经济增长的贡献率逆势回升。

从 2015 年下半年起，伴随着国内经济的复苏，内部需求对经济增长的贡献作用进一步体现，尤其是最终消费对经济增长的贡献走强，净出口对经济增长的贡献有所走低，2017 年在全球经济与中国经济同步复苏的背景下，净出口对经

济增长的贡献率由负转正但并没有突破 10%，2018 年在中美贸易冲突的背景下再度转负。但 2019 年以来，国内需求持续疲弱，投资未见明显起色，资本形成和最终消费对经济增长的贡献率大幅走弱。此消彼长，净出口对经济增长的贡献率大幅回升，三季度末已经达到 19.6%的高点。但值得一提的是，出口增速大幅回落，净出口对经济增长的贡献率是建立在进口增速回落幅度大于出口增速基础上的，属于明显的“衰退型顺差”导致的净出口对经济增长贡献率的逆势回升。

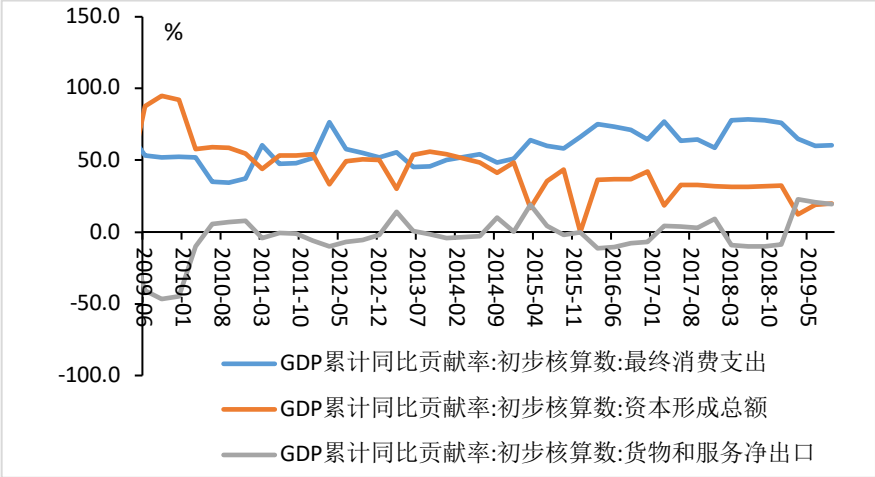


图 25：净出口对经济增长的贡献率大幅上升

分化二：升级型的产业结构调整放缓，萧条型的产业结构调整增多。

2012 年新常态以来，中国经济运行值得关注的一个重要现象就是新动能保持了较快发展，但在 2019 年，新动能增长有所放缓。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低走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，金融业的迅速回升也并不符合我国遏制资金“脱实向虚”的政策导向。

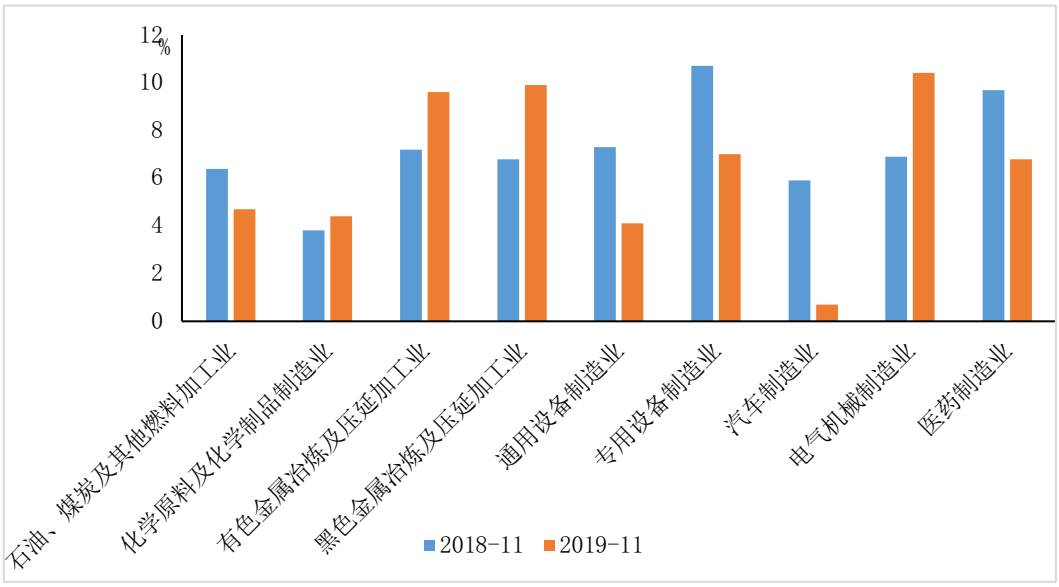


图 26：高新技术制造业增加值增长同比放缓，高耗能行业增加值增速回升

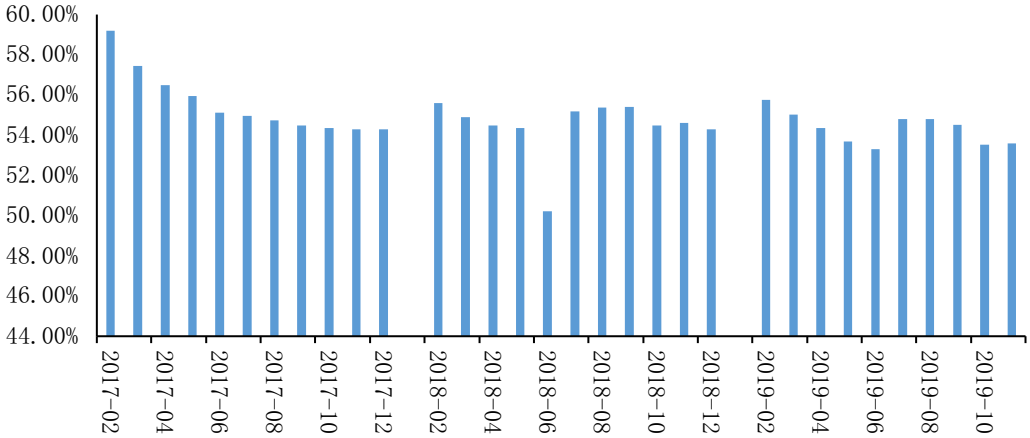


图 27：2019 年以来新动能占制造业投资比重高开低走

分化三：生产端与消费端价格背离，猪价上涨带动 CPI 上行，内部需求不足 PPI 低位运行。

2016 年下半年至 2017 年，供给侧结构性改革下去产能效果显现，叠加全球经济回暖大宗商品价格回升，PPI 持续上行，2018 年以来虽然随着供给侧结构性改革效果的减弱呈现回落走势，但与基本平稳运行的 CPI 相比下仍显著偏高，PPI 与 CPI 剪刀差处于高位，生产端价格上涨难以有效向最终需求端传导，对企业利润尤其是中下游企业利润造成挤压是当时的主要风险。但 2019 年以来，这一情况发生了明显逆转。CPI 在猪价上涨的推动下，持续上扬，供给侧结构性改革力度的边际减弱与国内需求的低迷下 PPI 持续走弱并步入负增长区间，结构性通胀导致的 CPI 上行与内部需求疲弱下的 PPI 走弱成了 2019 年通胀走势的主要

特点。

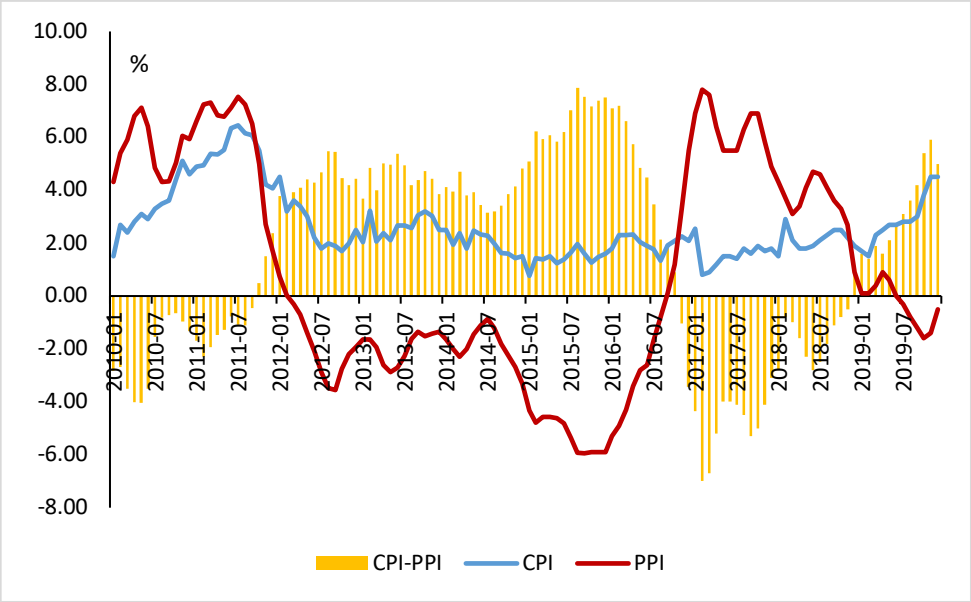


图 28：生产端与消费端价格走势背离

分化四：不同行业工业企业利润走势继续分化，中下游行业对利润整体的支撑作用增强。

2017 年至 2018 年，受供给侧结构性改革和环保趋严影响，供需得到一定程度地扭转，企业盈利出现大幅改善。但是，利润改善程度在处于生产链不同环节的企业之间分化明显，产能快速去化带动上游行业利润高速增长，相对而言，中下游行业市场化程度较高，行政性的产能去化指令对其产能约束有限，供过于求态势依然存在，中游、下游行业工业企业利润增长仍受到一定限制，中下游行业利润向上游转移的态势非常明显。但 2019 年以来，随着去产能力度的边际减弱和 PPI 的回落，企业利润增长放缓，大宗商品价格的回落也导致上游行业利润高增长势头明显降温，相比之下，在原材料购进价格回落的背景下，中下游部分行业利润走势较为平稳，食品制造业以及酒、饮料和精制茶制造业等消费品制造业利润增速甚至出现不同程度回暖，中下游行业对工业企业利润的支撑作用有所增强。

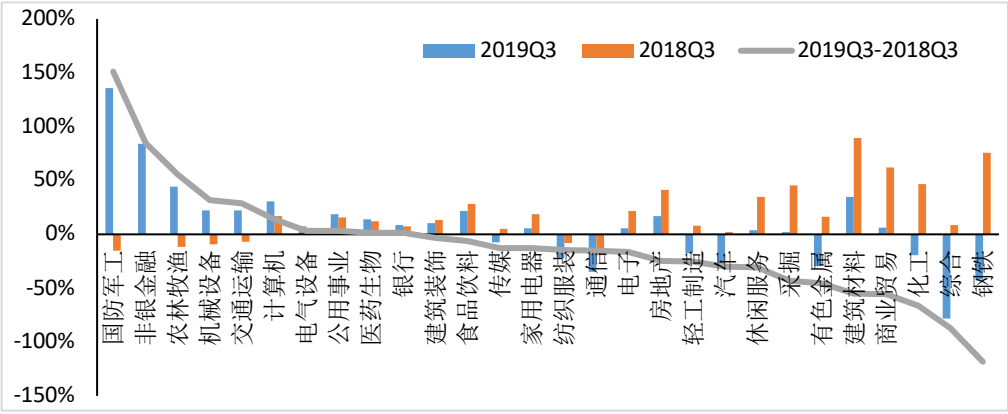


图 29：从上市企业数据看，上游行业利润增长明显放缓，下游行业利润略有改善

分化五：金融资源进一步向头部企业集中，对民企和中小的挤出持续存在。

近年来，在经济下行背景下，经济活力受到抑制，进一步加剧了经济运行中微观主体发展分化态势。从 2019 年来看，虽然宏观政策出台了一系列促进中小企业融资和发展的措施，但在经济下行背景下金融机构风格更趋于保守，导致金融资源进一步向头部企业集中，信用资质较差的企业、中小企业面临进一步被挤出的风险。从债券市场融资来看，2019 年新发信用债等级进一步向 AAA 等级集中，AAA 等级主体发债占比达到 60%，占比 2018 年提升 5 个百分点。这种金融资源向头部企业集中也对企业的生产尤其是民营企业的生产行为带来了负面影响。从上市公司财务数据来看，国有企业的在建工程增速回升，相比之下民营企业在建工程增速持续回落，或说明民企投资动力依然不足。尤为值得一提的是，上市企业可以说我国企业中的精英，在所属细分行业领域多属于头部企业或竞争力较强的企业，在融资改善的情况下较容易受益，但目前我国仍存在大量的未上市的中小型企业乃至微型企业，这部分企业在吸纳就业方面的能力较强，却往往较不容易受到金融机构的青睐，这部分企业的融资压力与债务风险尚难以通过宏观经济数据及上市企业财务数据得以体现。

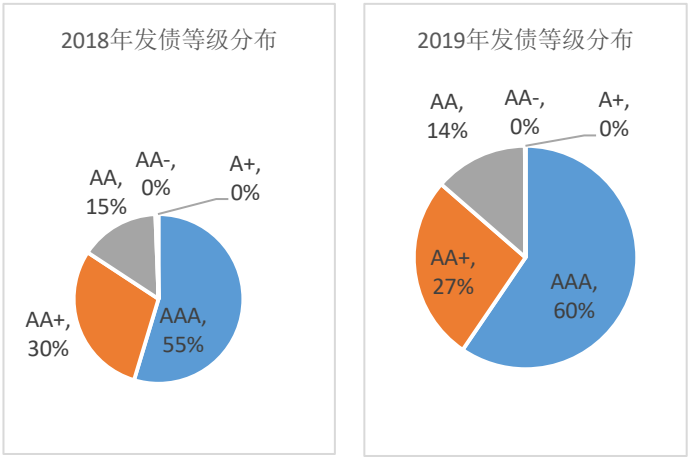


图 30：新发信用债等级进一步向 AAA 等级集中

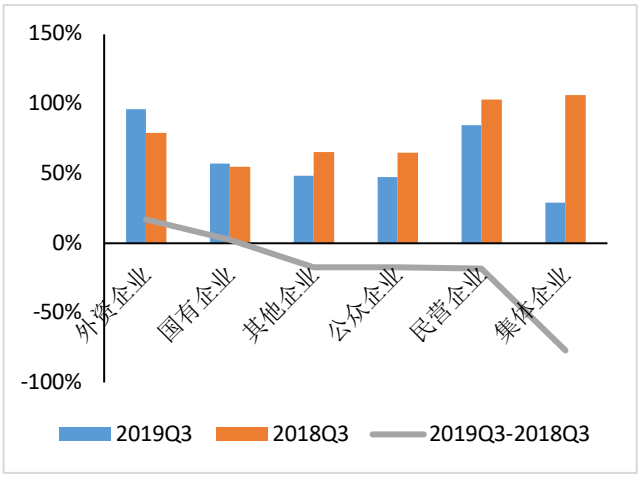


图 31：上市公司分所有制在建工程同比增速情况

二、宏观风险：外部风险仍需高度警惕，内部多重挑战仍存

2020 年宏观风险相较于 2019 年或边际改善：从外部环境来看，中美达成阶段性贸易协议，同时 2020 年恰逢美方大选年，中美之间发生大规模冲突的可能性或减弱；从内部环境来看，随着过去几年防风险政策的持续推进，宏观风险总体有所缓解，杠杆率虽较前两年增长加快但仍远低于 2016 年前的增幅，地方政府隐性债务风险已经有所化解，信用债到期规模减少叠加“宽信用”政策，信用风险释放或将边际趋缓。但是，风险总体缓释的同时，结构性的挑战依然存在。从外部环境来看，在当前的百年未有之大变局，地缘政治不可控性进一步加剧，仍需防范外部突发事件的冲击；从内部环境来看，内部风险在有所缓释的同时，债务风险仍处于高位，经济增长高杠杆约束持续存在；地方政府收支压力与隐性债务风险并存，在经济下行期或有可能进一步释放；信用风险虽有缓释，但尾部企业信用风险仍将持续爆发。此外，结构性通胀虽边际缓和，但仍需警惕猪价、农产品价格、油价的涨价叠加可能带来的冲击。

（一） 全球经济疲软、中美冲突风险仍存，地缘政治风险加剧，我国经济运行外部风险仍需高度警惕

2018 年以来，美国放弃对华战略“接触”政策，在更多领域对中国实施打压，美国对华“贸易战”、“技术战”、“知识产权战”、“网络战”不断升级，并向

金融、服务、投资、税收、能源、人权、教育、学术交流等领域蔓延，双方摩擦不断。虽然四季度以来中美关系阶段性缓和，2020 年美国总统大选也使得中美之间发生大规模冲突的可能性有所减弱，但美国将中国作为战略竞争对手这一点不会改变，未来局部性的对抗和冲突仍有升级的可能。与此同时，全球主要的发达经济体均面临巨额债务，量化宽松的货币政策刺激效果递减，进一步宽松的空间有限，2020 年全球经济增长仍然低迷，外部需求也难有明显改善。此外，当前仍处于全球未有之大变局，大国战略竞争加剧，美国单边霸权主义强势，国家中心主义回潮，民粹主义、贸易保护主义影响犹在，许多发达国家和发展中国家内部矛盾缠身，这些负面因素叠加，给全球多边合作与全球治理带来严重冲击，国际社会对全球议题与多边合作的关注度和政治意愿继续走低，主要国际组织和集团的凝聚力、影响力下降，旧分歧扩大，新裂痕增多，地缘政治风险仍然突出。在此背景下，我国一方面要关注全球经济疲软、外需疲弱给中国经济带来的负面影响，另一方面仍需警惕中美冲突所带来的不确定性。除此之外，在我国金融业对外开放步伐进一步加快的背景下，仍然需要关注地缘政治风险引发全球金融市场剧烈震荡给我国金融市场带来的冲击。

（二） 当前中国仍处于债务的顶部盘整期，债务风险仍然是中国宏观政策重要的约束条件之一

稳增长背景下杠杆率再度出现回升。2016-2017 年，在防风险、去杠杆基调下，宏观杠杆率增长边际放缓，2017 年末杠杆率达到 272%，较 2016 年增长 5 个百分点，增幅较 2016 年增幅大幅回落。政策去杠杆的影响在 2018 年进一步反映出来，当年宏观杠杆率回落至 270%，较上年回落 2 个百分点。其中，非金融企业部门杠杆率连续两年回落，是带动杠杆纳率增长边际放缓的主要影响因素。但是，2018 年以来，随着经济运行内外环境的变化和经济下行压力的加大，宏观政策再次出现调整，对稳增长的重视程度增加，2019 年杠杆率再度转向回升。根据中诚信国际的初步估算，截至 2019 年 12 月底，宏观杠杆率达到 276%，较上年底攀升 6 个百分点。非金融企业部门杠杆率与上年底持平，维持在 171%。从其内部结构来看，国有企业杠杆率稳中趋缓，民营企业成为今年以来企业部门加杠杆的重要推动力。民营企业杠杆率的攀升一方面与宽信用环境下加大对民营企业融资的支持有关，但也不排除部分民营企业在盈利下行的背景下导致的杠杆率的

被动攀升。房地产市场继续保持低位平稳运行，居民部门房贷增速虽有回落，但继续保持增长势头，居民部门杠杆率继续稳中有升；与此同时，在财政“开前门、堵后门”背景下，地方政府隐性债务显性化进程继续推进，政府部门杠杆率（不考虑隐性债务）同样保持攀升态势。

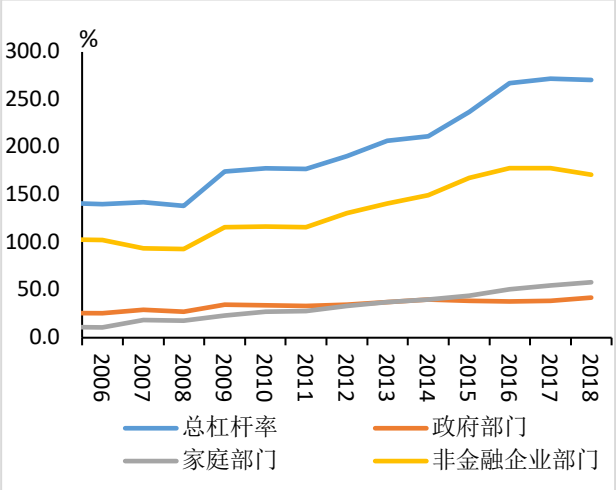


图 31：杠杆率增长变化情况

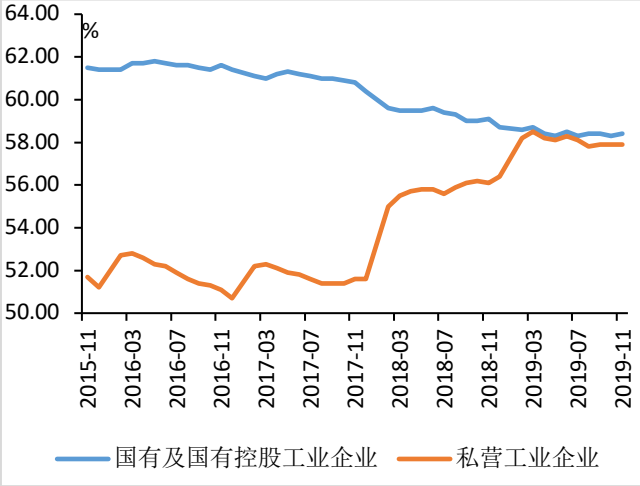


图 32：国有及民营企业杠杆率趋于收敛

杠杆率高位盘整，对宏观政策制约持续存在。值得关注的是，虽然 2019 年杠杆率再度攀升，但相比 2008 年-2016 年金融危机后长达多年的加杠杆周期相比，当前的杠杆率增幅依然较小，同时政策层依然对防范债务风险予以了高度关注，当前我国并未重回全面加杠杆状态，杠杆率总体保持高位盘整态势。但在当前情况下，债务的高位盘整叠加经济下行压力，在很大程度上对宏观政策带来了制约。一方面，我国总杠杆率仍然处于较高水平，尤其是非金融企业部门杠杆率仍居于世界前列，远高于世界平均水平和发展中经济体的平均水平。在控杠杆的约束下，出于金融监管和降低负债率的要求，地方政府的投资意愿以及商业银行向民营企业贷款的意愿都受到负向激励。另一方面，当前我国经济仍有下行压力，政策如果过度侧重于稳增长，政策过度宽松，有可能导致中国经济重回“债务-投资”驱动模式，进而导致债务再度快速上扬，导致债务风险进一步加剧，进而危及经济增长与转型。

（三） 地方政府收支平衡压力与隐性债务风险并存，警惕专项债扩容或引发新的风险

地方政府的收支压力依然较大。2019 年以来，受经济下行、减税降费及房地产低位运行等因素影响，财政收支压力尤其是地方政府收支压力明显加大。2019

年前 11 个月，全国一般公共财政赤字达到 8.32 万亿元，较上年同期增加 0.97 万亿元；政府性基金赤字达到 9299 亿元，较上年同期增加 6368 亿元。分区域来看，部分区域压力尤为突出，甘肃、重庆、吉林公共财政收入增速同比由正转负，山西、海南、吉林等省份公共财政收入增速同比下降较大。

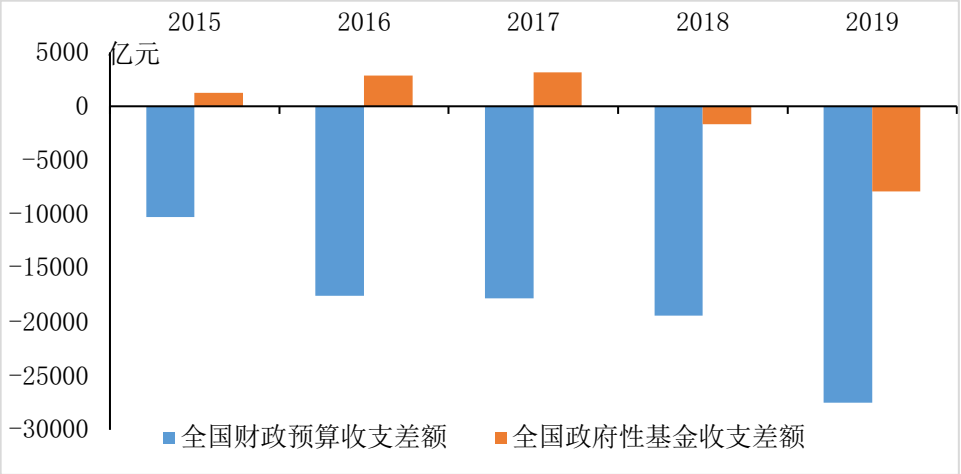


图 33：近年来同期财政赤字与政府性基金赤字对比（1-11 月）

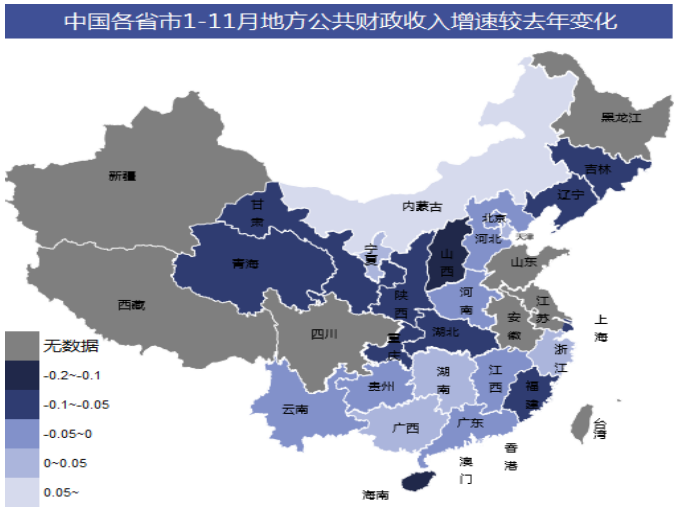


图 34：分省份地方公共财政收入增速与上年同期变化（1-11 月）

地方政府隐性债务风险有所缓解但结构性风险仍存。2017 以来，中央地方政府债务始终坚持“开前门、堵后门”，出台了一系列政策防范地方政府隐性债务风险。目前来看，地方政府债务风险的防范取得了显著成果，2018 年中诚信国际以三个口径测算的地方政府隐性债务增速均较 2017 年有所放缓。但值得关注的是，地方政府隐性债务风险依然存在，部分区域仍然突出。根据中诚信国际的测算，含隐性债务口径下 8 个省份负债率超过 60%警戒线，而含隐性债务口径的债务率超过 100%警戒线的省份数量众多。融资平台是地方政府隐性债务的主要主

体，据不完全统计，2019 年城投企业非标违约事件共发生 26 起，数量远高于 2018 年同期，地方政府隐性债务风险仍处于持续暴露过程中。尤为值得一提的是，12 月 6 日“16 呼和经开 PPN001”发生回售延期兑付，融资平台债务风险进一步显化。在地方政府财政平衡压力加大的背景下，未来高债务压力区域的风险或仍将继续暴露出来。



图 35：各省份仅考虑显性债务的负债率情况

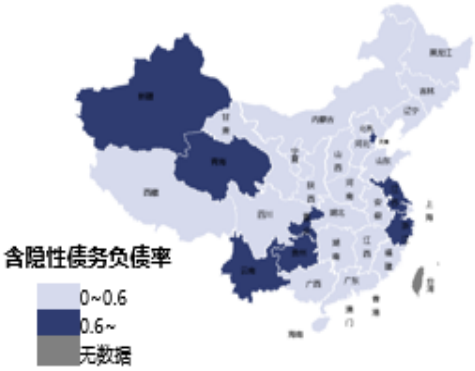


图 36：各省份包含隐性债务的负债率情况



图 37：各省份仅考虑显性债务的债务率情况

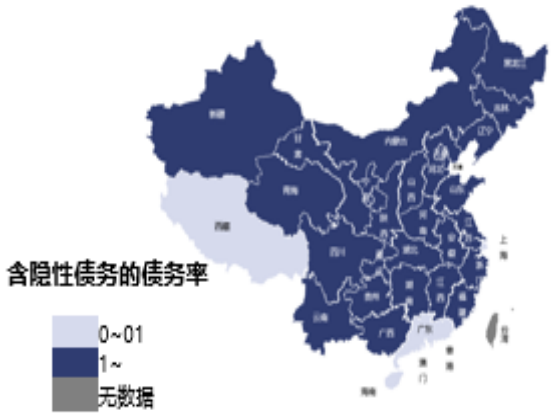


图 38：各省份包含隐性债务的债务率情况

专项债快速扩容积聚的地方政府债务风险仍需高度关注[3]。具体关注以下方面：第一，关注专项债项目资金闲置风险[4]。若按照 2018 年闲置资金占比 2.15%估算，2020 年 3 万亿元新增专项债中或有约 650 亿元资金闲置。第二，关注专

[3] 袁海霞、汪苑晖、卞欢，《专项债扩容助力稳增长，未来还需兼顾风险防范》

[4]根据审计署对 18 省本级、17 市本级和 17 县共 52 个地区政府债务审计发现，2018 年有 35 个地区 290.4 亿元债务资金因筹集与项目进度不衔接等原因闲置，其中 22 个地区 114.26 亿元超过一年，且主要集中于中西部地区。

项债项目收益不及预期风险。第三，关注专项债集中到期及收益承压带来的地方财政压力。

（四） 信用风险仍处于高位，内外双重压力下微观主体依然承压

2019年以来企业盈利增速持续放缓，债券市场信用风险整体维持在较高水平。据中诚信国际统计，2019年共有173支债券发生违约，涉及发行人共65家，违约金额合计1178.29亿元，同比增加19%。在2019年发生的违约主体中，有38家为新增违约主体，较2018年减少5家。另外，还有1家城投企业的私募债券发生兑付延期。月度滚动违约率显示2019年下半年以来债券市场违约风险暴露有所趋缓，违约率在7月达到高点，而后连续4个月逐步回落，12月份的滚动违约率为0.75%。总体来看，2019年债券市场信用风险处于较高水平，违约规模再创新高，但新增违约主体数量有所减少，信用风险暴露边际趋缓。民营企业依旧是违约主体的主要组成部分，在2019年新增的38家违约主体中民企有29家，在总数量中占比达到76%，并且约一半的民企发行人为上市公司。另外，地方国有企业违约现象同比有所增多，2019年新增5家地方国有企业违约。尤为值得一提的是，2019年以来，发行人信用风险除以常见的未按时兑付、触发交叉违约和技术性违约等方式释放外，2019年还出现了债券展期、劝退回售和场外兑付等新的表现形式。

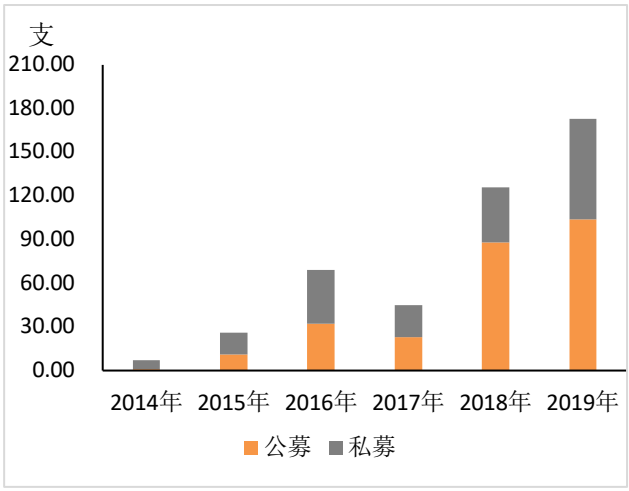


图 39：债券违约支数统计

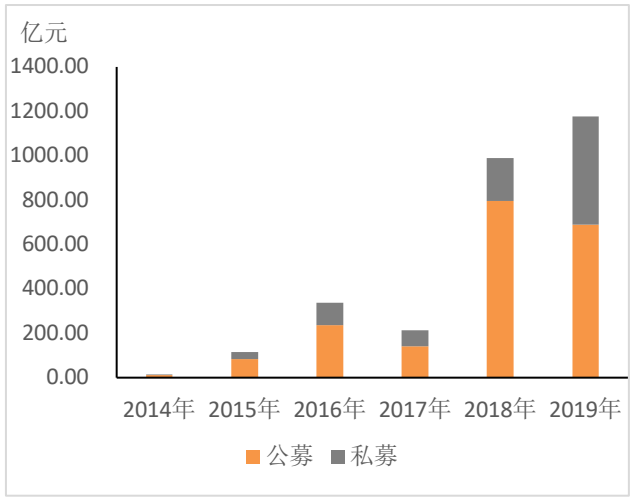


图 40：债券违约规模统计

2020 年整体信用风险仍处高位，但相对可控。以债券市场为例，2019 年末存续的信用债中将在 2020 年面临到期的规模约 6.4 万亿元左右；若按 30%回售率计算，则明年债券回售到期规模约 0.5 万亿，再考虑新发超短融到期量，预计

总偿还量为 8.5 万亿，偿债压力略高于 2019 年。但随着近年来高风险主体的逐步出清，以及新发债主体等级逐步向高等级的集中，债券市场存续发行人信用资质整体已有所抬升，在一定程度上可能推动信用风险暴露趋缓。同时，从融资政策及资金环境来看，2020 年货币政策将保持灵活适度，结构性调整仍是重要方向，调整重点仍是疏通货币政策传导机制、缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题，预计在政策托底的情况下，企业融资成本的下降仍然可期。总体而言，2020 年债券市场信用风险整体可控。

低资质的主体将持续面临再融资压力，并存在市场出清的风险。一是关注弱信用资质民企的信用风险。当前弱资质民营企业仍存在持续的融资压力。2020 年，CRMW、纾困基金等措施更多利好于行业龙头企业，中小民企受益依然较为有限。同时，前期中小金融机构刚兑预期的打破导致资金通过大型银行向中小银行、非银机构传导的链条受阻，进而影响了其对民企的融资支持。在外部融资环境不乐观的情况下，低资质民企爆发信用风险的可能性依然较大。除了外部融资环境带来的再融资风险，民企自身的公司治理风险也需要重点关注。二是关注周期性行业、出口导向型行业以及房地产行业尾部主体的信用风险。2020 年宏观经济仍将面临持续的下行压力，预计钢铁、煤炭、化工、装备制造等周期性行业景气度难有改善，抗风险能力仍相对较弱，尾部低资质发行人的信用风险将持续释放。外向型产业方面，随着中美达成第一阶段贸易协议，预计 2020 年政策依然会强化对科技创新的支持，相关行业信用风险改善的可能性较大。但考虑到以上行业内大部分企业在 2019 年均经历了较大的业绩下滑压力，且贸易摩擦的解决不可能一蹴而就，仍需要逐步缓和，预计短期内相关行业尾部企业仍会面临较高的出清风险，需要重点关注近年来业务扩张较为激进且出口业务占比较高、短期内债务集中偿还压力较大的企业。三是部分区域的债务风险较高，警惕融资平台非标市场信用风险向债券市场传导。

（五） 结构性通胀边际缓和，但仍需警惕猪价、农产品价格、油价的涨价叠加可能带来的冲击

结构性通胀边际缓和，未出现超预期冲击的情况下 CPI 上涨压力可控，但仍需警惕猪价、农产品价格、油价的涨价超预期叠加可能带来压力。2019 年，在猪肉价格上涨的冲击下，CPI 节节攀升，全年 CPI 达到 2.9%，为 2011 年以来

最高点。不过，12 月当月 CPI 同比上涨 4.5%，与前值持平，畜肉价格同比回落 8.1 个百分点至 66.4%，终结连续 10 个月涨幅走阔态势，其中猪肉价格上涨 97.0%，涨幅收窄 13.2 个百分点，猪肉价格对 CPI 的拉涨作用有所减轻。从目前情况来看，11 月生猪存栏环比上涨，涨幅走阔，猪肉进口规模同比延续走阔 37.33 个百分点至 151.2%，如果猪瘟疫情可控，养殖户补栏将延续回暖，猪肉价格将有望回落至正常水平，2020 年结构性通胀或趋于缓和。考虑商品猪的生长周期在 5 个月左右，预计回落时点或将在 2020 年二季度，下半年 CPI 或有望回落至 3%的警戒线以下。但是，猪瘟的不可控性依然存在，仍需提防猪瘟反复对补栏可持续性的影响；与此同时，当前中东地缘政治复杂，仍存在一定的不可控和不可预期性，油价若出现超预期上涨，则有可能进一步加剧 CPI 上扬的压力。综合来看，在未出现超预期的猪瘟和油价上涨的情况下 CPI 上涨压力可控，但仍需警惕猪价、农产品价格、油价的涨价超预期叠加可能带来的 CPI 上扬压力。当前我国流动性较为宽裕，这可能成为 CPI 持续上行的推动因素，仍应警惕通胀预期自我实现。

PPI 回稳，通缩风险有所缓释。从 PPI 来看，虽然 PPI 当月同比在 2019 年下半年落入负增长区间，累计同比在四季度落入负增长区间，全年 PPI 同比增长-0.3%，但 12 月当月 PPI 同比跌幅延续收窄，环比止跌持平，主要工业品价格回升，石油和天然气开采业价格回升明显，需求阶段性企稳迹象明显。展望 2020 年，目前国内库存周期见底，全球 PMI 低位企稳，根据中诚信国际此前报告测算，提前下达的 1 万亿元额度的新增专项债或将于 1 季度末发行完毕，若需求延续回暖，PPI 后续有望持续修复回升；此外，1 月 3 日，美伊冲突升级，中东局势不确定性加剧，将对中东原油供给及市场情绪造成影响、带动油价上涨，我们预计 2020 年，中东地缘政治风险及突发性事件将持续成为原油价格的重要扰动因素，原油价格风险溢价或将持续上升、推升 PPI 走高。整体看，2020 年翘尾因素在二季度对 PPI 负面拖累较大、后续影响较小，PPI 或将在一季度末达到高点后回落，并延续在零值附近波动，通缩风险有所缓释。

三、2020 年展望：经济下行中有韧性，政策“稳”字当头

（一） 经济仍将继续下行，但无需过分悲观

中国宏观经济论坛在 2019 年 11 月发布的《2019-2020 年中国宏观经济报告》指出：“2020 年……是中国 GDP 增速持续回落的一年。一方面，2019 年下行的趋势性力量和结构将持续发力，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，幅度将较 2019 年有所收窄。”本报告延续此前报告的判断。从拉动经济增长的三驾马车来看，投资或有望继续回升，尤其是专项债继续发力背景下基建投资增速或将成为投资回暖的主要支撑，消费随着汽车消费的回暖和价格上涨挤出效应的弱化或将保持一定韧性，但难有明显起色；此外，出口或边际改善但幅度有限，净出口对经济增长的贡献弱化。

1.稳增长支持下投资或有望边际，但改善幅度依然有限

基建投资：虽然传统财政，对基建投资的支持力度有限，但 2020 年专项债对稳增长的作用将进一步发挥。我们认为，2020 年理论上专项债共能撬动基建规模约 1.5-1.8 万亿元，撬动投资 6-7 万亿元，拉动基建投资 2.4-3.8 个百分点，拉动名义 GDP 增速 0.4-0.7 个百分点[5]。但市场实际情况远比理论情况更为复杂，因此专项债撬动基建的实际规模或更小，稳基建、稳增长的作用或于 2020 年初逐步起效。综合来看，在专项债的支撑下，2020 年基建投资仍将进一步回升。

表 2：2020 年新增专项债拉动基建及经济增长的理论估算

单位：万亿		资金用途	项目融资模式	规模	有撬动效应的规模	撬动杠杆	撬动基建规模	撬动投资规模	拉动基建投资百分点	拉动名义 GDP 增速百分点
20%作为资本金	最大撬动	资本金 20%	1.专项债资本金+其他配套融资 2.专项债配套融资+其他资本金	0.20	0.20	2.5	0.50	2.00	/	/
		配套融资 80%		0.80	0.80	1.7	1.36	5.44	/	/
		合计		1.00	1.00	/	**1.86**	**7.44**	**4.2**	**0.8**
		资本金 20%		0.20	0.20	2.5	0.50	2.00	/	/

[5]估算过程详见中诚信国际研究报告《2020 年专项债将如何发力稳增长？——地方政府专项债 2020 年展望》。

	最小撬动	配套融资 80%	1.专项债资本金+专项债配套融资 2.专项债配套融资+其他资本金	0.80	0.50	1.7	0.85	3.40	/	/
		合计		1.00	0.70	/	**1.35**	**5.40**	**1.4**	**0.3**

房地产投资：2019 年 12 月底中央经济会议继续强调“房主不炒”基调，并提出“稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”，表明未来房地产市场以“稳”为主，适时调控，但在因城施策上地方政府将拥有更大权限。近期以来，在“因城施策”基调下，部分城市房地产调控政策边际放松。部分城市调控政策的边际放松或对房地产销售形成一定支撑作用，房地产销售继续下滑的可能性减弱，或保持低位运行态势，这将对新开工形成一定支撑。从目前情况来看，虽然 2019 年土地成交价款大幅回落，土地购置费对房地产投资的支撑作用预计在 2020 年进一步减弱，但考虑到房企仍有主动补库、维持新开工和施工的需求，房地产新开工仍保持一定韧性，地产企业“高周转”模式下建安投资仍有一定支撑，2020 年房地产投资虽有下行压力但仍或仍保持一定韧性。

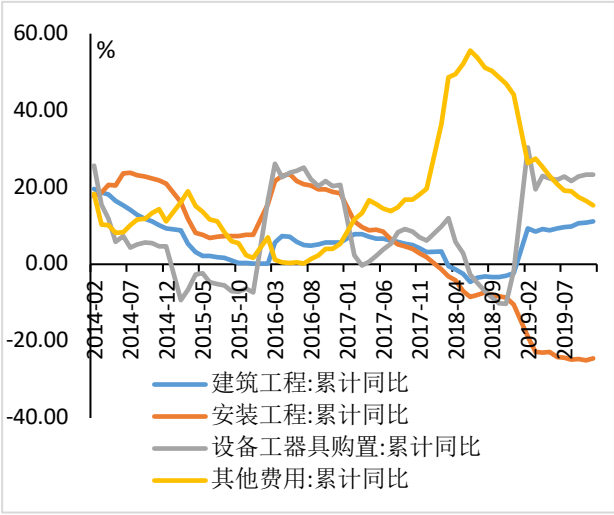


图 41：建安投资仍保持一定增速

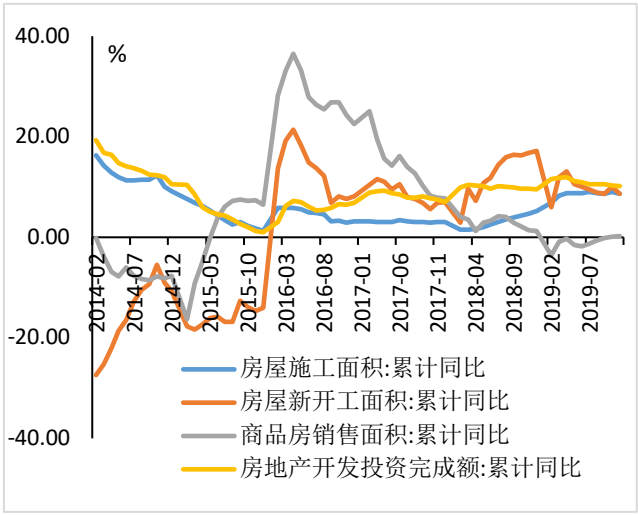


图 42：地产新开工仍保持一定韧性

制造业投资：2019 年，制造业投资持续低迷，成为投资的重要拖累因素。展望 2020 年，在库存周期底部已现需求边际回暖、政策稳增长效果逐步显现的背景下，同时高技术制造业受政策倾斜加持，投资增速有望改善。综合来看，制造业投资增速或将有所回升。微观企业经营数据也在一定程度上反映了制造业投资增速或有所回升。**从上市公司在建工程增速看，**2019 年前三季度制造业相关行业及上游周期性行业的在建工程同比增速增幅位居前列，在一定程度或反映企业再生产意愿有所改善，这与三季度企业家信心指数略有回升的态势也相一致。

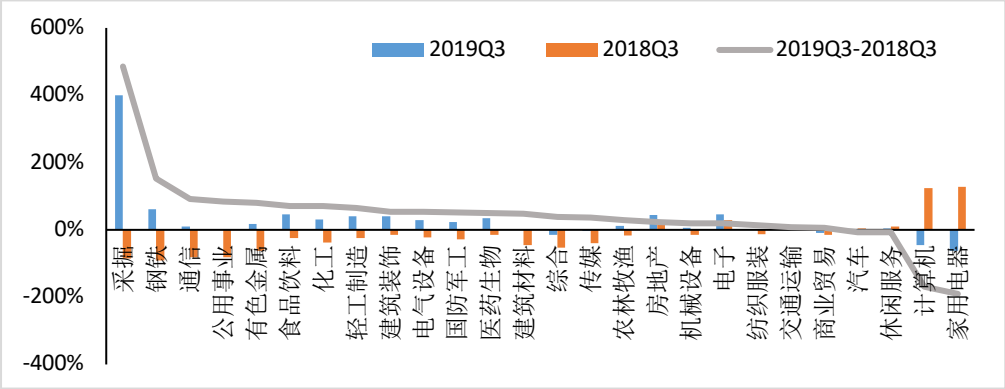


图 43：分行业在建工程同比增速情况（剔除金融）

2.消费虽然低迷但保持韧性，或将维持现有水平平稳运行

虽然受居民部门债务压力以及价格水平上涨的影响，2019 年消费有所走弱。从目前来看，居民部门债务压力、居民收入增长的放缓对消费的制约依然存在。但 2020 年整体消费仍具有韧性：首先，消费中占比较大的汽车消费或将回升：随着过去几年 P2P 规模的迅速扩张，对未来的汽车消费有所透支，2018 年以来对 P2P 的限制加剧了汽车消费的下降趋势——这对汽车价格相对较低的新能源汽车和自主品牌汽车影响较大；随着这一因素的消化，2020 年汽车消费或将回升；其次，价格逐步回落对消费挤出作用减弱：随着政府出台多方面措施缓解猪肉价格的上升趋势，猪肉价格对 CPI 的拉动在春节后或将回落，后续物价因素对消费的影响作用将逐步减弱，消费的实际增速或将回升；此外，消费结构升级也将为消费增长提供一定支撑。

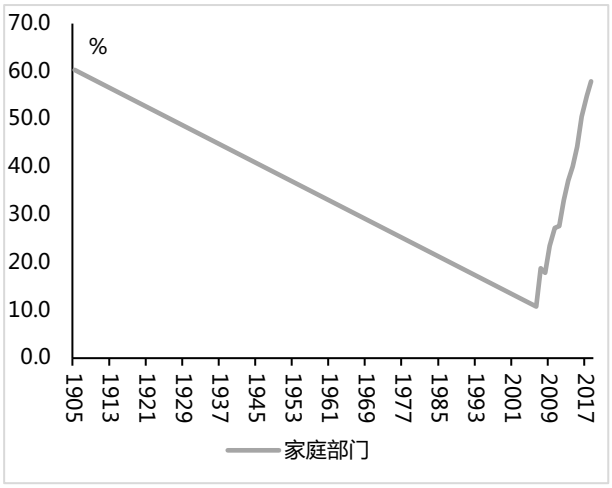


图 44：居民杠杆率继续攀升

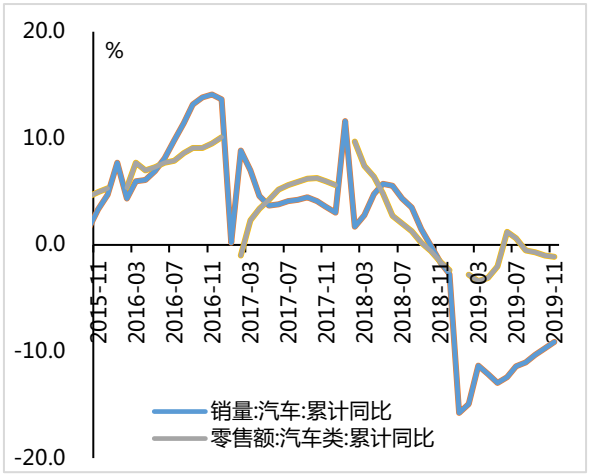


图 45：从汽车出厂销量与终端销售额有所回升

3.预期回升以及中美贸易缓和进出口或将边际改善，净出口对经济增长的贡献率或回落

2019 年我国进出口增速大幅回落，导致进出口增速大幅回落主要有以下原因：一是中美贸易战一波三折，对国内的出口有一定的冲击；二是中美贸易冲突开始后，“抢出口”导致 2018 年出口基数较大；三是国内需求低迷，叠加物价上涨因素，我国对进口商品的需求不断降低。由于进口额增速的过快下降，反而出现了“衰退型顺差”的现象。虽然 2019 年中美贸易一波三折，不过最后以中美达成贸易阶段性协议收尾。后续来看，2020 年进出口增速在以下几个方面的推动下或将回升：随着中美贸易的阶段性缓和，我国进出口增速都将有所回升，特别是进口总额或将在落实贸易协议大幅上升；近期世界主要经济体 PMI 有所回升，IMF 此前对经济的改善预测建立在中美贸易冲突改善的基础上，在外部环境预期回暖的背景下，后续或将推动进出口增速的回升；RCEP 谈判的重大突破不仅在全球经济低迷的背景下提振了全球市场的信心，同时在长期将支撑我国的进出口；2019 年的低基数效应对进出口增速有一定的提振作用。不过我国出口额的提升或将对净出口有一定的影响，贸易顺差或将不及 2019 年，净出口对经济的拉动作用或将减弱。整体来看，2020 年我国进出口的有利因素较多，或将推动进出口增速的上行，不过出口相对过快的增长或将对贸易顺差有所拖累，从而导致净出口对经济增长的贡献率回落。

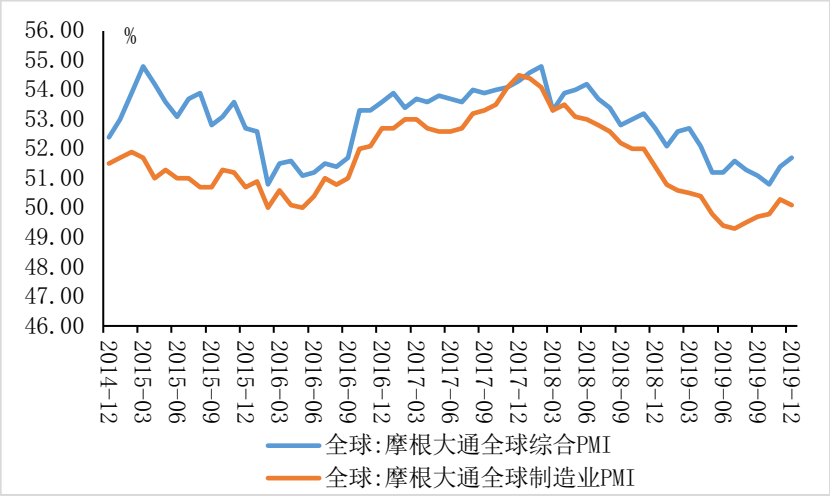


图 46：摩根大通全球 PMI 指数结束下行趋势

综合来看，虽然 2020 年经济仍有压力，但考虑到稳增长政策作用的持续发挥，库存周期转换也将对经济产生一定的提振作用，全年并无经济超预期大幅

下行之忧。从中长期来看，中国拥有全球最大规模的中产阶级群体，中国经济增长仍具备广阔的市场空间，改革开放的持续推进、经济结构的升级、技术进步也将为中国经济提供持续动力，中国经济仍具备较强的韧性。

（二）宏观政策“稳”字当头，继续侧重稳增长同时并未放弃防风险

2020 年是“全面建成小康社会”之年和“十三五”规划收官之年，在此关键时点，逆周期调控仍将以“稳”当头。12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议也对“稳”字予以重点强调。政治局会议提出，“坚持稳中求进工作总基调……做好‘六稳’工作”，中央经济工作会议提出全面做好‘六稳’工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间”、“要坚持稳字当头”。

1. 收支平衡压力下减税降费力度或边际递减，积极财政政策加力提效以结构调整为重心。

稳增长的总基调下，财政政策继续保持积极基调并注重提质增效。但值得关注的是，在当前的经济下行期，财政收支压力有所加大，财政政策的空间仍受到限制，在 2019 年减税降费 2.36 万亿元的基础上，明年减税降费的力度或将边际递减，但减税降费的积极作用具有长期性，随着政策的逐步落实，减税降费的效果仍将持续显现。受制于收支压力，财政政策更注重从结构调整中提质增效，更加注重结构调整，重心从 2018 年末经济工作会议的“实施更大规模减税降费、增加地方政府专项债规模”转向“压缩一般性支出，做好重点领域保障”。值得一提的是，年末经济工作会议中并未提地方政府专项债规模，但考虑到稳基建在稳投资、稳增长中的重要作用，明年专项债规模或仍有望继续提升，但增幅或将收窄。此外，自明年起地方债将迎来到期高峰，基于此，我们综合考虑了地方政府财政赤字、新增专项债发行需求以及全年地方债到期量，预计 2020 年地方债总发行量约 6.1-6.6 万亿元，专项债最大发行规模约 3.8-4.2 万亿元，其中新增专项债或为 3 万亿元左右。但值得注意的是，2020 年是棚改三年计划的收尾年，叠加土地出让收入仍是地方政府性基金收入的重要来源，预计新增专项债仍将以土储及棚改为主。从提前下达的新增专项债看，主要投向基础设施领域，并将集中于上半年发行。从正常下达的新增专项债看，土储及棚改仍是主要成分，或于二季度启动发行。

2. 货币政策仍将维持稳健，结构性调整仍有空间。

预计货币政策将维持稳健。从经济基本面看，下行压力仍存。供给端方面，终端需求较弱背景下结构性下行风险仍较大。需求端方面，高杠杆与高物价下居民消费持续疲软，消费增长可持续性存疑；房地产监管常态化、增速或延续放缓，基建投资受制于地方财政压力托底作用或仍有限，内外部环境不确定性下制造业投资或仍低迷，投资整体增速仍承压。通胀方面，随着明年春节因素消退、猪肉供给回暖，CPI 或将在 2 季度见高回落；需求低迷及经济下行背景下 PPI 难出现大幅上行，全年通胀仍可控。从外部环境看，2019 年以来全球景气下行，经济增长动能偏弱，多个国家相继降息，人民币贬值压力减弱。此外，受美债收益率持续探底影响，中美利差大幅走扩，由一季度最低的 30BP 上升至 11 月底的 141BP，资本流出压力持续得到缓解，外部环境对国内货币政策的压力逐渐减弱。综合来看，2020 年经济下行压力仍存，但伴随稳增长政策以及减税降费、激活微观主体活力等改革，韧性或逐步显现，全面通胀仍然可控，同时海外流动性宽松打开国内货币政策操作空间，且人民币不具备大幅贬值的基础，预计货币政策将维持稳健，仍存在结构性调整空间。

货币政策工具选择上，我们认为未来央行操作将更趋灵活，全年或有 3 次结构性降准或 MLF 超额续作机会。从 2018 年开始，央行的货币政策工具选择趋于灵活精准，在推动宽货币向宽信用传导的同时,有效避免大水漫灌；近期中央经济工作会议提出货币政策需灵活适度，政策重心从力度向方式转移，未来在降低社会融资成本的目标下更注重结构性调整方式。伴随当前海外货币宽松、汇率压力缓释和国内通胀担忧的弱化，我国货币政策操作空间进一步打开，同时考虑到目前民企、小微企业融资环境仍有待改善以及信用市场债券违约风险仍处高位的现状，对于明年我们认为央行操作存在量价配合的宽松空间，但由于央行多次表态珍惜货币政策常态化空间，普惠降准的可能性较小，转而以通过引导 LPR、微调货币工具操作利率、创新类似 TMLF 等新工具、定向引导降低民企及小微企业贷款利率等降低社会融资成本。**从时间上看，综合考虑 MLF 到期、地方债集中发行、传统缴税缴款等因素影响，我们认为，2020 年央行货币政策操作或趋常态化，且大概率会在年初、年中及年末三个重要时点进行结构性降准操作，预计全年或有三次，除了 1 月份已经落地的一次降准外，主要的降准时间窗口在 6-7**

月、11-12 月。

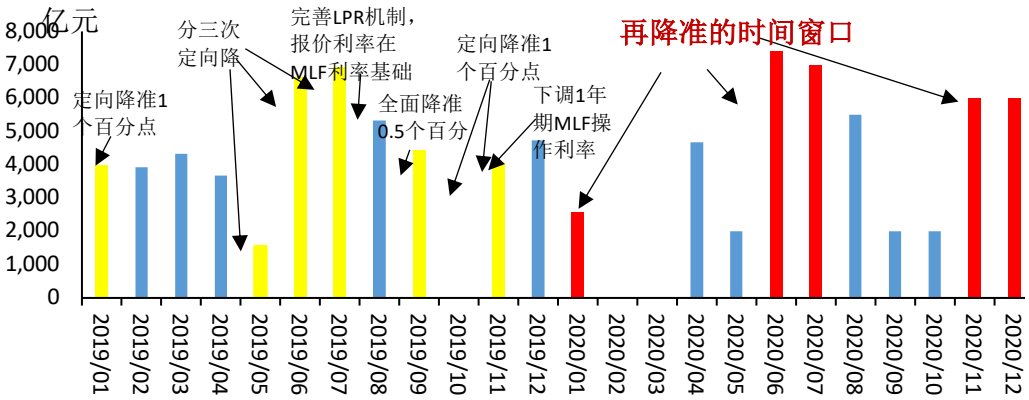


图 47：MLF 到期量月度分布

3. 金融监管仍有边际微调可能，“房住不炒”延续。

虽在政策仍侧重于稳，但宏观政策仍然对防风险予以高度关注。年末经济工作会议虽然指出当前“我国金融体系总体健康”，“要保持宏观杠杆率基本稳定”，但并不意味着对防风险并不重视。三大攻坚战中防风险位于末位主要有两方面的原因：一方面随着防范化解重大风险的持续深入，防风险取得了一定的成效，各部门杠杆率增速边际放缓；另一方面，在当前稳增长压力下，防风险力度要适当，以防处置风险带来的风险。从金融监管来看，资管新规过渡期仍有可能出现微调。按照此前的规定，资管新规过渡期将于 2020 年底结束，但从实际操作过程来看，执行进度偏慢，处置压力较大。一是受银行授信条件、银行金融机构资本压力、不良压力等多重因素影响，表外回表面临困难；二是继续滚动的老产品似乎竞争力更强，银行处置动力不足。银保监会近期回应，资管新规过渡期内个别困难的机构会适当给与灵活安排。我们认为一行一策的可能性最大，比如各行根据自身情况，针对性制定严格的整改计划，对实在无法短期处置的分情况给予额度豁免，并配合相应惩罚措施。此外，年末经济工作会议提出了“引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业”，虽然一定程度上表明中央在继续推动金融机构加大对中小企业的支持力度的意愿，但同时也意味着后续监管将加大对中小银行的监管力度。2019 年中以来多起中小银行信用事件的爆发表明中小银行脱离了服务中小企业的本质属性，资金“脱实向虚”，金融风险快速积聚。推动中小银行聚焦主责主业有助于精准对中小银行进行风险化解，回归服务地方、服务中小企业本质属性，从而起到“稳金融”的作用。在房地产政策上，年末经济工作

会议重提“房住不炒”，提出了“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”，“因城施策”下未来部分三四线城市调控政策或存在调控边际微调的可能，一些房价下调较大的城市或有望放松调控，但一些房价上涨的热点城市或仍将坚持严调控基调甚至进一步加码，各城市之间的政策分化加剧。但综合来看，“房住不炒”基调仍将延续，维持房地产市场长远健康发展基调并未改变。