

民银智库研究

2019年第23期

总第115期

中国民生银行研究院

2019年11月22日

否极转泰 守冬待春

——2020年全球与中国宏观经济形势展望

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪


chengbinqi@cmbc.com.cn

- **2019年全球经济增速将创金融危机以来新低，2020年全球经济增速预计将由3.0%回升至3.4%。**美国经济增长引擎和改善动能衰弱，货币政策宽松节奏放缓，总统大选和弹劾进程将影响经济表现；欧元区2020年经济有望较2019年小幅改善，欧央行可能再度降息和加大月度购债规模，英央行将以英国“脱欧”结果为风向标；出口和消费将严重拖累日本经济，日央行扩大宽松可能性加大；新兴市场经济体宽松宏观经济政策支持内需改善，经济增长有望边际好转。需关注贸易摩擦、地缘政治和全球资产价格泡沫。
- **2019年，我国经济延续下行态势，全年经济增速预计约为6.2%。**受政策边际收紧、贸易摩擦加剧、市场风险升温等因素影响，二季度以来经济明显放缓。下半年政策基调重新转向稳增长，积极因素正在不断聚集：一是外需制约减弱、库存去化趋缓以及减税降费等对工业生产形成一定支撑；二是三季度以来专项债发行节奏加快以及项目资本金下调等将有助于推升基建投资增速；三是刺激消费政策、汽车消费好转和居民消费升级将支撑消费。
- **2020我国GDP增速或将小幅放缓至6.0%左右，CPI冲高至3.6%左右。**从外部看，主要经济体货币宽松效应显现，全球经济有望探底企稳；从国内环境看，2020年是实现GDP翻番的最后一年，经济增速至少需要保持在6.0%以上，预计政策逆周期调节的力度将会继续加大。货币政策在稳健基调下通过全面降准、定向降息、LPR改革等手段切实降低实体经济融资成本，但上半年物价走高和通胀预期扩散将一定程度上掣肘政策空间；财政政策将会进一步加力提效，专项债规模扩大、发行前置，赤字率有望提高；各项改革措施将加速落地。需关注稳增长下的结构恶化、中美贸易谈判变数以及房地产市场的异常波动。
- **政策展望与建议。**稳增长仍将是政策主线，货币政策和财政政策将围绕翻番目标发力。但在稳增长的同时，着眼中长期目标，我们建议：一是积极有效应对中美贸易谈判；二是全面深化改革；三是全面扩大开放；四是加快推出房地产长效机制。

本报告来自互联网公开渠道，版权归原作者所有。
如有疑问，请联系data@01caijing.com。

更多报告，请扫描二维码进入找报告小程序



 微信扫一扫，使用小程序

目 录

一、全球经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望	1
(一) 2019 年回顾：全球经济再创新低	1
1. 美国：经济渐进回落，美联储预防式降息	1
2. 欧洲：经济增长乏力，通胀面临脱锚风险，货币政策重返宽松	4
3. 日本：经济低位运行，通胀表现疲软，货币政策保持宽松	6
4. 新兴经济体：经济增长放缓，宽松政策开启	8
5. 全球市场：多重风险并存，资产逆势上涨	11
(二) 2020 年展望：全球经济有望触底回稳	13
1. 美国：经济持续承压，政策保持观望	13
2. 欧洲：经济有望小幅修复，货币政策仍将宽松	14
3. 日本：经济增长持续放缓，扩大宽松可能性加大	16
4. 新兴经济体：宽松政策支持内需改善，贸易摩擦仍是主要制约因素	17
5. 全球市场：市场情绪改善，资产价格重估	18
(三) 2020 年需关注的风险因素	19
1. 贸易摩擦风险因素	19
2. 地缘政治风险因素	20
3. 全球资产价格泡沫	20
二、中国经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望	22
(一) 2019 年回顾：经济下行贯穿全年	22
1. 供给端：工业生产持续放缓，服务业稳中趋降	22
2. 需求端：投资渐进下行，消费全面回落，进出口增速明显下降	24
3. 通胀形势：猪肉唱主角，核心仍低迷	28
4. 金融环境：信贷社融稳定增长，M1-M2 剪刀差收窄	31
5. 金融市场：人民币汇率整体下行，债券市场收益率震荡下行	32
(二) 2020 年展望：GDP 增速有望持稳于 6% 左右	34
1. 供给端：工业温和承压，服务业仍具韧性	34
2. 需求端：投资回落，消费回升，进出口回稳	36
3. 通胀形势：CPI 前高后低，PPI 小幅通缩	39
4. 金融环境：社融增速或先降后升，信贷保持平稳增长	41
5. 金融市场：人民币汇率有望企稳回升，债券市场或继续承压	42
(三) 2020 年需关注的风险因素	43
1. 稳增长下的结构恶化	43

2. 中美贸易谈判变数仍存	43
3. 房地产市场的异常波动	44
三、政策回顾与展望	45
(一) 2019 年政策回顾：逆周期调节的收与放	45
1. 货币政策：保持松紧适度	45
2. 财政政策：加力提效	46
3. 其他政策：稳增长逐渐加码，稳物价全力推进	48
(二) 2020 年政策展望：逆周期调节有望加码	49
1. 货币政策展望：逆周期调节将继续发力	49
2. 财政政策展望：定向发力、精准施策	51
3. 其他政策：需求侧继续发力，继续做好“六稳”工作	52
四、政策建议	53
(一) 积极有效应对中美贸易摩擦	53
(二) 全面深化改革	54
(三) 全面扩大开放	54
(四) 加快推出房地产长效机制	55
主要宏观经济及金融数据一览表	56

一、全球经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望

（一）2019 年回顾：全球经济再创新低

2019 年，受 2018 年货币政策紧缩滞后效应、全球贸易形势恶化以及地缘政治不确定性增加影响，全球经济继续共振下行，主要指标降至历史低位。10 月摩根大通全球综合 PMI 回落 0.3 个百分点至 50.8%，连续 3 个月下滑后已达 2016 年 2 月以来最低水平。OECD 综合领先指标 9 月已降至 99.1，为金融危机以来最低水平。国际货币基金组织连续四次下调经济增速预期，10 月的《世界经济展望》将 2019 年世界经济增速预期下调至 3.0%，为金融危机以来最低水平。

分国别看，2019 年税改效应褪去后，国际贸易紧张局势和全球经济疲软使美国经济下行风险加大，美联储由加息转向“预防式降息”，年内已降息三次并提早扩表；受制于贸易摩擦和英国脱欧不确定性，欧元区经济增长动能持续疲弱，制造业下行压力加大并出现向服务业蔓延和向劳动力市场传导的迹象，通胀屡创新低并面临脱锚风险，欧央行降息并重启 QE，英央行继续按兵不动；日本出口和生产双双不振，经济低位运行，通胀疲软，距离目标愈发遥远，日央行维持原有宽松货币政策不变；在外部不确定性和内部结构性问题双重叠加下，主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，除部分经济体受益于中美贸易摩擦外，大部分新兴市场 PMI 指数和出口出现下行，主要新兴市场经济体均进入降息通道。

1. 美国：经济渐进回落，美联储预防式降息

2019 年，受贸易局势等不利因素牵制，美国经济增速渐缓。美国 2019 年一季度实际 GDP 年化季环比终值 3.1%，较前一季度提升 0.5 个百分点，市场普遍认为这一数据存在高估。从二季度增长 2% 情况看，受商业投资疲软、政府支出增长放缓和贸易局势紧张等因素影响，经济表现与此前特朗普承诺的 3% 渐行渐远。三季度经济增速继续放缓，实际 GDP 年化季环比终值为 1.9%，创近三年来新低。四季度以来，工业生产、消费都有边际好转，美国经济进入衰退的可能性不大。从全年表现来看，2019 年下半年实际 GDP 增长总体明显低于上半年。从经济周期看，美国经济扩张已进入第 11 个年头，持续时长破历史纪录，或正逐步接近繁荣时代尾声。

通胀平稳，先抑后扬。2019 年，以核心 PCE 和核心 CPI 衡量的美国通胀表现出先抑后扬状态。1 月至 5 月，核心 PCE 同比涨幅由 1.8% 降至 1.5%，核心 CPI 波动相对较平稳，同比涨幅徘徊在 2% 至 2.1% 之间，处于年内低位；6 月后通胀指标持续上扬，8 月核心 PCE 回弹至 1.8%，同期核心 CPI 升至年内最高 2.4%；10 月以来，通胀水平略有回落，10 月核心 PCE 同比增速回落至 1.7%，核心 CPI 同比增速回落至 2.3%。

劳动力市场保持韧性。2019 年美国失业率持续下行，由 1 月 4% 降至 9 月 3.5%，触及 1969 年 12 月以来最低水平。10 月，失业率微升至 3.6%。2019 年有 8 个月份新增非农就业人数超 10 万人，劳动力市场表现尤为强韧；10 月再新增 12.8 万人，显著超出预期 4 万余人。劳动参与率由年初提升至 63.3%，抬高 0.1 个百分点。平均时薪 10 月同比涨幅录得 3%，均较 9 月抬升 0.1 个百分点。目前美国劳动力市场接近充分就业，风险在短期内有望延续均衡。

贸易逆差微降。2019 年，受经济增速放缓和贸易紧张局势压制，美国出口动力不足，但国内强劲消费增长支撑进口提升，进口部分抵消出口回落，外贸总体呈现温和波动态势。截至 2019 年 9 月，美国外贸规模达 3.76 万亿美元，占 GDP 总量比重、贡献率分别为 23.5%、-2.6%。此外，美国单边贸易保护主义政策并未有效缩减贸易赤字，截至 2019 年 9 月，美国贸易逆差额累计达 4813 亿美元，同比上涨 5.43%；9 月美国贸易逆差额回落至 525 亿美元，对华贸易逆差额降至 316 亿美元，为近 5 月最低，但中国仍为美国第一大贸易逆差来源国。

美联储逐步推进宽松货币政策。基于美国经济基本面下行压力较大，且出现了 3 月期和 10 年期国债收益率倒挂等状况，美联储由加息通道进入预防式降息，分别在 7 月、9 月、10 月降息 25 个基点，当前利率处于 1.50%-1.75% 区间。美联储在 6 月声明中首提“采取适当行动维持扩张”，但 10 月会议将该措辞删除。美联储主席鲍威尔近期强调，当前家庭支出稳步提升，但制造业产出、商业投资和出口疲态延续；同时，全球经济增长放缓及贸易局势对美国经济造成持续性压力；在内外部环境显著变化的情况下，降息旨在为持续风险提供保障，有助于美国经济保持强劲。未来联储在制定货币政策时将更关注经济发展形势，若经济前景与其三大目标相一致，就会保持当前适当的货币政策立场；如果出现需对前景作出重大重新评估的事态，才进行回应。短期内，预计 12 月继续降息可能性极微；2020 年货币政策将主要依据经济表现而定。

中美贸易谈判一波三折。由于年初的谈判并未达成令双方满意的结果，自 5 月份起，美国加大对中国企业的制裁力度，并提高了关税税率、扩大了征税范围，进而引发了人民币兑美元汇率的近 10 年来首次破 7，贸易战有向科技战、金融战蔓延之势。后经过双方紧锣密鼓的磋商，10 月 10 日至 11 日，第十三轮中美经贸高级别磋商在华盛顿如期举行，此次磋商建立在平等和尊重基础之上，是以合作共赢精神解决双方分歧迈出的重要一步，关系着两大国关系的未来乃至全球经济走向。磋商结果符合市场预期，中美双方相向而行推动谈判，在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，双方已就第一阶段协议文本取得共识，预计 2019 年内签署贸易协议。在该协议中，中方将增加 400 至 500 亿美元自美农产品进口，美方将进行部分技术转让。向前看，谈判仍将继续，有关取消加征关税的核心关切有待解决，双方正朝最终达成协议的方向努力。

图 1：美国 GDP 环比折年率及各分项拉动

图 2：美国 CPI 与核心 CPI

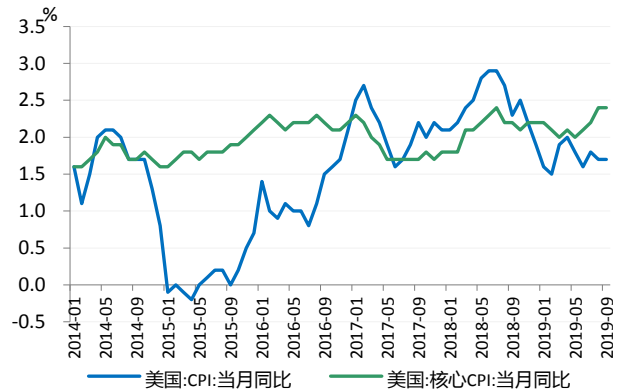
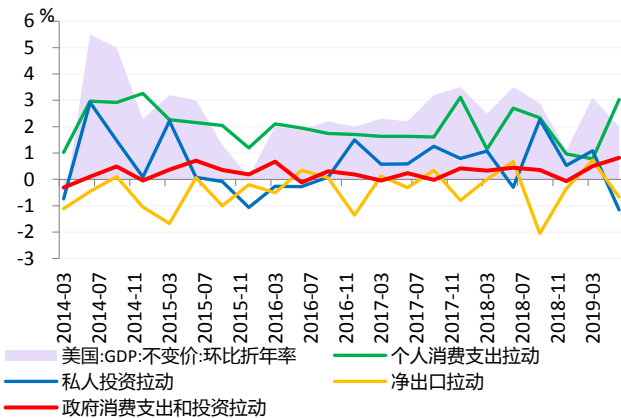
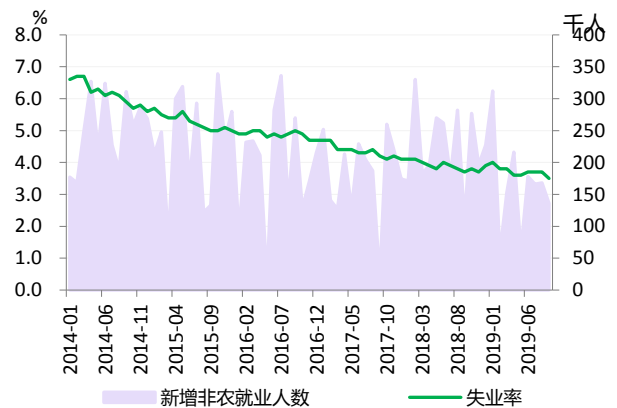
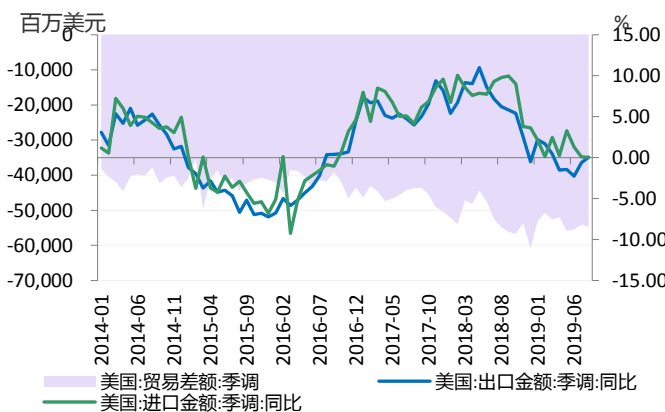


图 3：美国月度进出口数据

图 4：美国月度季调失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：经济增长乏力，通胀面临脱锚风险，货币政策重返宽松

2019 年欧元区经济增长乏力。受全球需求不振、贸易摩擦不断和英国脱欧不确定性影响，2019 年前三季度欧元区 GDP 季调同比增速持续保持低位，分别录得 1.3%、1.2%和 1.2%，较上年同期近乎腰斩，为 2014 年以来最低和次低水平，预计全年同比增速为 1.2%。**内部分化加剧。**尽管法国经济的消费与投资端均出现边际向好的信号，但德国经济依然疲弱，以意大利为代表的高债务南欧成员国经济也延续弱势。**欧美贸易摩擦升级。**2019 年 10 月 18 日，美国对欧盟的大型民用飞机征收 10%关税，对欧盟农产品、工业品征收 25%关税。欧盟表示计划对美国 120 亿美元的输欧产品施加报复关税。

欧元区生产动能疲弱。2019 年 2 月以来，欧元区制造业 PMI 持续位于收缩区间，制造业下行压力加大，并出现向服务业蔓延和向劳动力市场传导的迹象。**投资需求放缓。**从 2019 年需求端对 GDP 的拉动率来看，消费仍是欧元区经济增长的首要引擎，并且对经济拉动作用有所增强，净出口拉动率由负转正并基本保持稳定，对经济的拖累作用消退，但资本对经济的支撑作用显著减弱，二季度降至 0.24%，为 2015 年以来次低水平。这与 2019 年欧元区 Sentix 投资信心指数除 5 月外均位于负区间相互印证，主要源于贸易和政治不确定风险持续削弱投资者信心。**通胀持续低迷。**受能源价格影响，2019 年下半年以来欧元区通胀持续下滑，10 月 CPI 同比增速仅录得 0.7%，创 2016 年 11 月以来新低，显著不及欧央行略低于 2%的中期通胀目标，有与中长期通胀预期脱锚的风险。

欧央行开启降息周期并重启量化宽松。在 2018 年底彻底停止量化宽松后，欧元区经济增速和通胀双双加速下滑。2019 年 6 月，欧央行行长德拉吉发表鸽派声明，表示如果欧元区经济前景没有得到改善，欧央行将会采取额外的刺激措施。这一表态标志着德拉吉在其 8 年任期内给出了最大的货币政策逆转信号，欧央行已意识到其不得不逆转货币政策由宽松回归正常化的进程。2019 年 9 月 12 日，欧央行宣布一揽子“超额”宽松举措，将政策性利率下调 10 个基点至-0.5%，并且将从 11 月起重启量化宽松，以每月 200 亿欧元的规模开始购买债券，持续时间为开放式，同时决定推出分级利率体系、并下调长期定向再融资操作利率。

英国第三次延期脱欧。2019 年以来，英国脱欧进程一拖再拖，显著影响英镑、欧元表现和投资者信心。继 6 月 7 日前英国首相特蕾莎·梅宣布辞职、7 月 24 日鲍里斯·约翰逊正式接任首相后，脱欧局势发生了显著变化。以强硬“脱欧派”著称的约翰逊上任后随即表达了不惜代价推动英国脱欧的决心，誓要在 10 月 31 日脱欧大限前完成脱欧程序。然而，这一承诺在议会程序的阻挠下最终未能兑现。10 月 22 日，英国议会投票通过了脱欧协议法案，但随即投票否决了约翰逊政府提出的脱欧协议时间表，致使英国在 10 月 31 日大限前按时脱欧的可能性基本破灭。10 月 29 日，欧盟同意将英国脱欧期限延至 2020 年 1 月 31 日，英国脱欧大限第三次后延。随后，英国议会同意在 12 月 12 日提前举行大选。这将成为英国近百年来首次在 12 月提前举行大选。约翰逊表示，大选有望赋予他新的授权来推进脱欧协议，以打破当前的脱欧僵局。

英国经济持续放缓，央行保持观望。受全球经济增长放缓和脱欧阴云笼罩，英国制造业和企业投资表现不佳，2019 年前三季度经济增速持续放缓，三季度 GDP 同比增速仅录得 1.0%，创 2010 年二季度以来新低。**英央行保持观望。**2019 年英央行始终按兵不动，维持关键利率在 0.75% 不变，以期在英国脱欧和大选前景更为明朗时再采取行动。然而，由于对英国脱欧的不确定性和全球经济放缓愈加担忧，在 11 月议息会议上的决策投票中，有两名委员意外支持降息，为 2016 年以来首次有委员投票支持放松货币政策。

图 5：欧元区 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

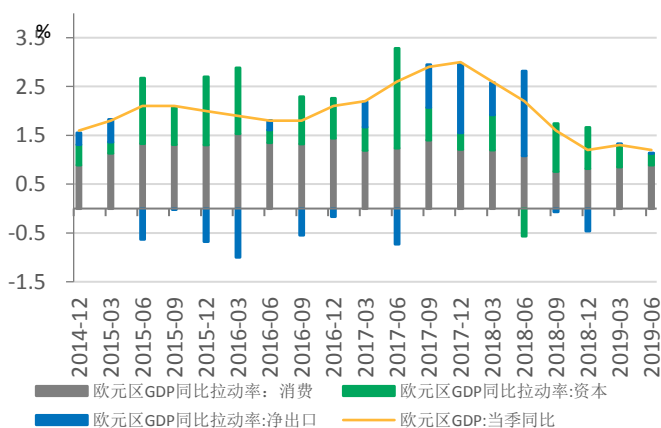


图 6：欧元区制造业 PMI 与工业产出同比



图 7：欧元区消费数据及消费者信心指数

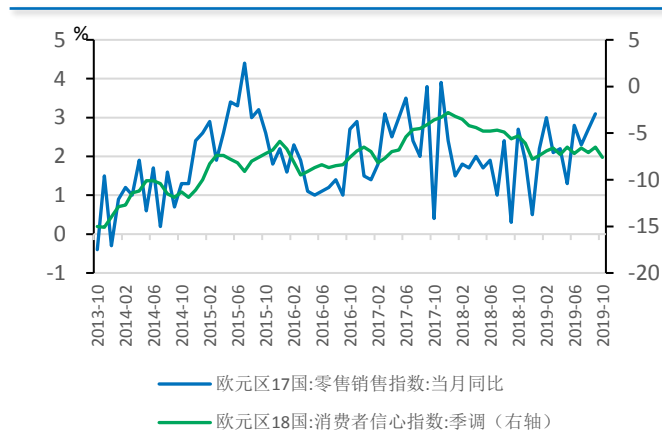
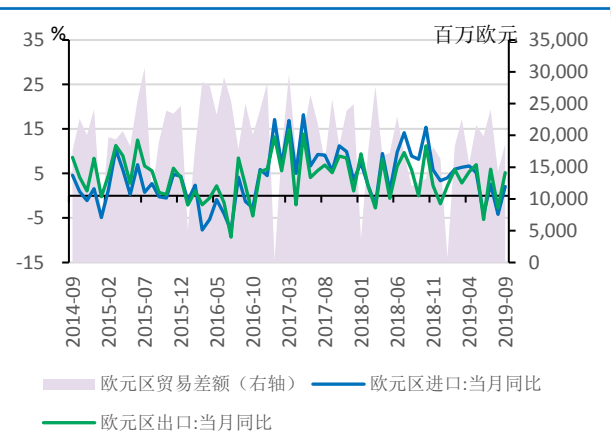


图 8：欧元区进出口同比增速与贸易差额



数据来源：WIND

3. 日本：经济低位运行，通胀表现疲软，货币政策保持宽松

松

2019 年，日本经济受内外部不利因素影响，出口和生产双双不振，总体呈现下滑趋势，预计全年 GDP 增速约为 0.6%。一季度经济意外增长，GDP 环比上升 0.6%，超出市场预期。其中内需贡献 0.2%，外需贡献 0.4%。一季度尽管出口持续低迷，但进口降幅更大，四个季度以来首次出现净出口增加，但进口大幅下降反映出日本内需减弱。二季度经济延续扩张态势，GDP 环比上升 0.3%，连续第三个季度保持扩张，但增幅较上季度收窄 0.3 个百分点。其中内需贡献 0.6%，外需贡献为负 0.3%。三季度经济距离零增长仅一步之遥，GDP 环比增长 0.1%，增幅较上季度收窄 0.2 个百分点，创四个季度新低。其中内需贡献 0.3%，外需贡献为负 0.2%。四季度经济可能出现萎缩，考虑到 2019 年 10 月 1 日消费税税率上调至 10% 后不利于消费，叠加全球经济放缓以及自然灾害打击，日本经济前景并不乐观。

通胀与目标渐行渐远。2019 年上半年，在能源和家用耐用品涨价推动下，通胀小幅走高。下半年以来，受手机资费降低、教育成本减少以及能源价格下跌的影响，日本通胀水平持续回落。9 月剔除生鲜食品外的核心 CPI 同比上涨 0.3%，较上月下降 0.2 个百分点，创下 2017 年 4 月以来最低涨幅，距离日本央行前期制定的 2% 的通胀目标越来越远。日本央行发布 2019 年 10 月经济展望报告，将 2019 年的通胀预期下调至 0.7%，同时将 2020 年和 2021 年的通胀预期下调至 1.1% 和 1.5%，这表明日本

央行认为核心 CPI 将逐渐朝着 2% 的目标发展，但需要更多时间。用工荒持续，失业率继续低水平。日本近年老龄化现象严重，不少企业面临劳动力短缺难题。2018 年 1 月以来，日本失业率一直保持在 2.2% 至 2.5% 之间。对此，日本政府 2019 年 4 月开始施行新签证政策，放宽外籍劳动者进入日本的条件，以应对用工荒难题。

货币政策保持不变，调整前瞻指引。由于前三季度经济持续扩张，且进一步下调负利率的代价较高，不利于金融体系稳定，因此日本央行在 2019 年 10 月的议息会议上决定维持利率不变，但调整了前瞻指引，表示将把利率维持在低位、甚至还有可能再降低。新的前瞻指引反映了日本央行的立场，即更倾向于采取进一步宽松政策，以及其“对政策利率的下行偏向”。日本央行行长黑田东彦表示，货币宽松工具不仅限于降息，还包括增加资产购买及加快印钞步伐。

对外贸易经济合作方面喜忧参半。一方面，**区域经济一体化取得突破。**2019 年 11 月 3 日，RCEP 除印度以外的 15 个成员国结束全部文本谈判及实质上所有市场准入谈判，并将致力于确保 2020 年签署协定。RCEP 一旦达成，将有利于促进日本发展健康、可持续、平稳的对外贸易和投资关系。**与美国达成新的贸易协定。**10 月 8 日，日美正式签署新的贸易协定，预计将在 2020 年 1 月 1 日生效。从具体内容来看，此项贸易协定基本未超出 TPP 谈判时日美达成的协议内容，但日本对美国开放了农产品市场，却未获得出口汽车和相关零部件的免税，双方仅同意在接下来的谈判中讨论汽车关税问题，获得的仅是最低限度成果，对日本国内制造业而言结果并不理想。**另一方面，与韩国贸易争端不断加剧。**以日本殖民韩国期间的劳工索赔问题为导火索，日韩贸易争端持续升级。日本 7 月初开始限制 3 种关键半导体工业原材料出口韩国，并于 8 月 28 日把韩国正式移出日方贸易“白色清单”。韩国政府随后在 9 月 18 日将日本移出韩国贸易的“白色清单”。日韩经贸摩擦使得两国关系持续恶化，韩国民众掀起声势浩大的“抵制日本”运动，对日本商品销量、赴日旅游人数等都造成明显负面影响。

图 9：日本 GDP 季度同比增速

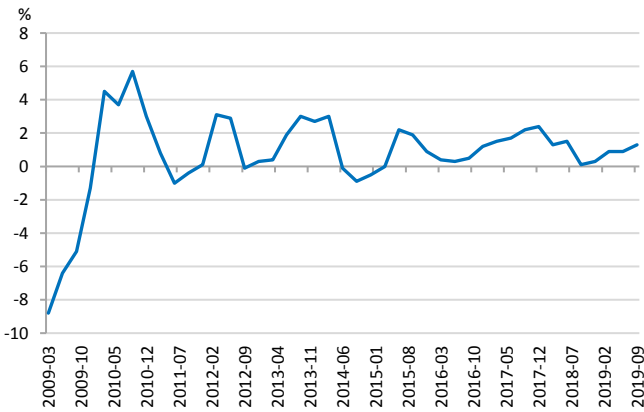


图 10：日本消费、出口和投资季度同比增速

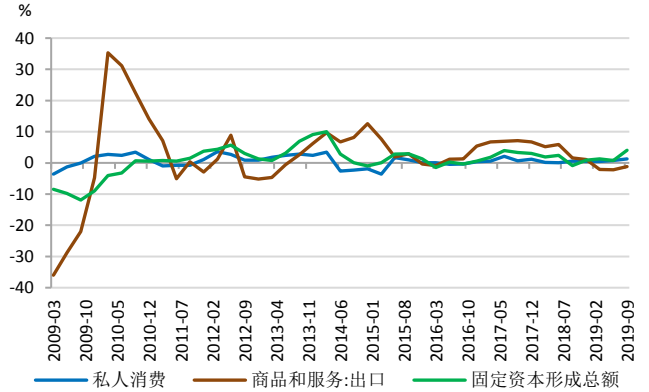


图 11：日本失业率

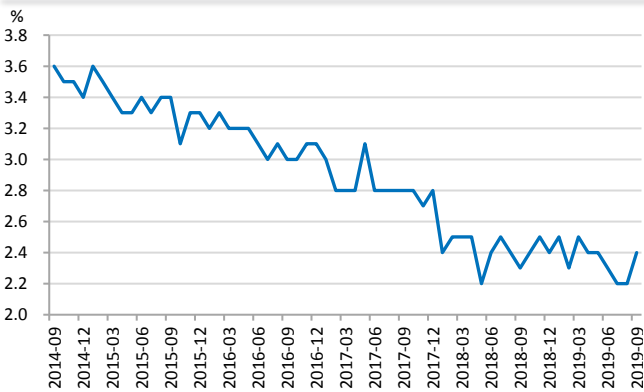
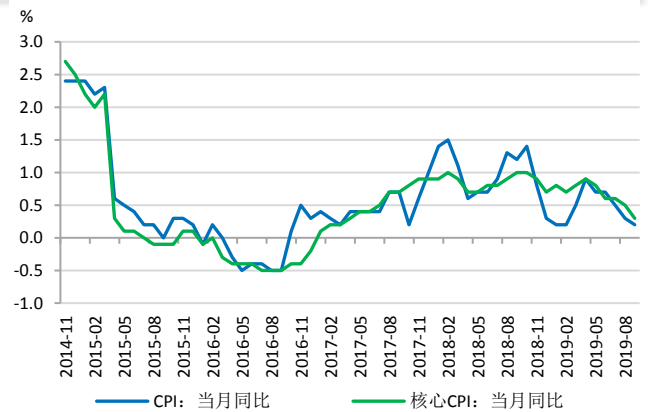


图 12：日本 CPI 和核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

4. 新兴经济体：经济增长放缓，宽松政策开启

2019 年，全球经济下行压力加大，贸易保护主义加剧，全球央行开启货币政策宽松浪潮。从 MSCI 新兴市场指数来看，2019 年以来，MSCI 新兴市场指数处于区间波动态势，略高于年初水平、但尚未恢复至年初高点。主要新兴经济体通胀分化，印度通胀呈上升态势，巴西和俄罗斯通胀触顶回落，南非通胀在较高水平上波动。在发达经济体货币政策开启宽松周期后，主要新兴市场经济体央行均进入降息通道。

印度经济增长放缓，央行年内五次降息。2019 年，印度经济增速渐次下行，制造业和服务业景气下行，一、二季度 GDP 同比增速分别为 5.8% 和 5.0%，延续了 2018 年一季度以来的下行态势。三季度以来，印度经济增长势头有所反弹，私营部门经济活动增长加快，但是鉴于消费者信心降至多年低点，预计经济反弹幅度不大。IMF 预测全年经济增速为 6.1%。

由于食品和饮料价格上涨以及卢比价值波动等因素影响，CPI 从年初低点逐月上行，9 月触及印度央行 2%-6% 目标范围中点，10 月 CPI 进一步上涨至 4.6%。年初以来，卢比大致经历了贬值、升值、再贬值的走势，最低触及 68.2561，最高触及 72.4701。2019 年 2 月、4 月、6 月、8 月和 10 月，印度央行连续五次降息，累计降息幅度 135 基点，将回购利率从 6.5% 下调至 5.15%。印度央行声明称，将继续维持宽松立场促进经济增速至尽可能长的时间，同时确保通胀处于目标水平。

巴西经济复苏缓慢，央行年内连续两次降息。2019 年，巴西经济保持复苏态势，制造业和服务业景气在波动中保持较高水平，一季度和二季度 GDP 同比增速分别为 0.5% 和 1%，但是经济增速低于 2018 年同期。最新的经济数据显示，巴西经济第三季度继续保持复苏态势。IMF 预测全年经济增速为 0.9%。新任总统的养老金改革于 10 月 24 日扫清了最后的障碍，这有助于恢复市场对该国的信心，并使决策者继续推进其改革进程。CPI 同比增速呈现触顶回落态势，由 1 月的 3.8% 升至 4 月的 4.9% 之后，一路下行至 10 月的 2.5%，为 2017 年 9 月以来最低水平。巴西央行于 7 月和 9 月连续两次分别降低基准利率 50 基点至 5.5%，创 1986 年以来最低水平，7 月降息行动是该国央行时隔 16 个月后的首次降息。巴西央行表示，降息原因主要是当前巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下，较低的通胀为实施降息以刺激经济增长提供了条件；未来将会根据经济活动、风险评估、通胀预期等因素对货币政策进行调整。

俄罗斯经济增速低迷，央行连续四次降息。2019 年，俄罗斯经济增长放缓，制造业景气持续下行，服务业景气下行后回升，一季度和二季度 GDP 同比增速分别为 0.5% 和 0.9%，大幅低于 2018 年同期。尽管原油价格持续下跌，三季度俄罗斯消费者需求和工业产出保持良好增长，经济有望实现较高增速。IMF 预测全年经济增速为 1.1%。CPI 在年初触顶回落，由 1 月 5% 上涨至 3 月 5.3% 后，持续下行至 10 月的 3.8%。卢布兑美元汇率呈现波动升值态势，从年初最高的 71.45 到最低 62.477，目前在 64 卢布兑一美元左右波动。俄罗斯央行于 6 月、7 月、9 月和 10 月连续四次降息，将关键利率由 7.75% 降至 6.5%，累计降息幅度 125 基点。其中，第四次降息幅度达到 50 基点，为 6 月以来最大降息幅度，超过市场预期。俄罗斯央行表示，加大政策刺激力度的原因主要是俄罗斯经济增速依然低迷，且全球经济增长出现显著放缓的风险持续存在。

南非经济增长缓慢，央行 2018 年 3 月来首次降息。2019 年，南非经济增长缓慢，经济景气持续低迷，一季度和二季度 GDP 增速分别为 0.02% 和 0.9%，PMI 连续八个月处于收缩区间。三季度以来，Eskom 电厂故障引发一系列停电事故，电力供应出现收缩；制造业生产和商业信心出现下降，零售增长放缓，第三季度经济增长可能出现下滑。IMF 预测全年经济增速为 0.7%。10 月 30 日发布的中期预算政策显示未来财政前景黯淡，穆迪仍然维持对该国主权债务的投资级评级，但将前景由稳定将为负面，后续仍然面临被降级为投机级的风险。通胀持续处于较高水平，维持在 4%-4.5% 之间，9 月 CPI 同比为 4.1%。7 月 19 日，南非央行宣布将关键利率下调 25 基点至 6.5%，为 2018 年 3 月以来首次降息，继韩国央行、乌克兰央行、印尼央行之后成为当天第四个降息的央行。南非央行预计将在 11 月 21 日保持回购利率为 6.5% 不变，但在 2020 年 5 月降息 25 个基点。

图 13: MSCI 新兴市场指数



图 14: “金砖国家” GDP 增速

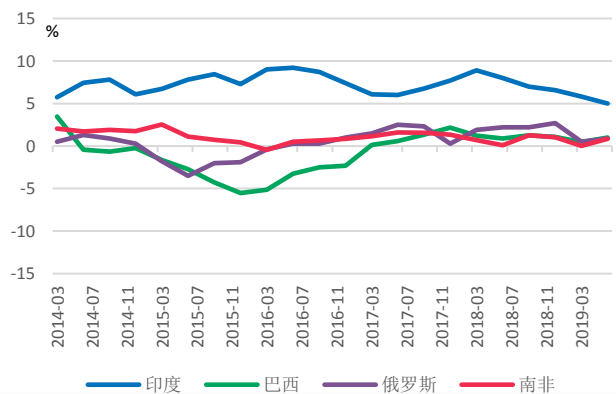


图 15: “金砖国家” 通货膨胀率

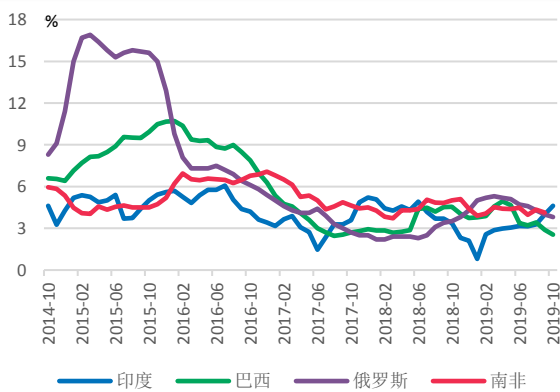
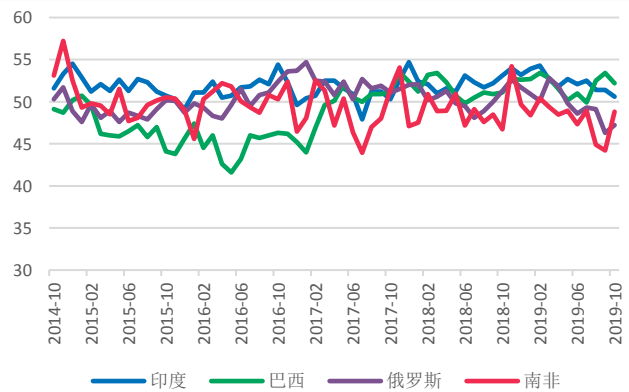


图 16: “金砖国家” 制造业 PMI



数据来源: WIND

5. 全球市场：多重风险并存，资产逆势上涨

2019 年，全球金融市场主要受到三个因素的影响：美国/全球衰退的风险不断上升、中美贸易紧张局势升级以及英国无协议脱欧，贸易摩擦已成为全球面临的巨大风险。这三个因素的消长，影响到全球投资者避险情绪变化。

外汇市场方面，美元指数上涨。截至 2019 年 11 月 20 日（下同）收于 97.8413，较年初上涨 1.8%。2019 年开局，美元指数表现强势，年初以来稳步攀升，5 月中旬刷新年内新高 98.38，其后出现明显回调态势，6 月最低触及 95.84。推动美元走强的最主要因素：一是避险情绪，包括贸易紧张局势、中东地缘政治风险以及英国脱欧带来的不确定性；二是相对于欧元区、日本等主要经济体，美国经济总体表现相对强势。进入 6 月份之后，越来越多证据表明美国经济正在放缓，围绕美联储的降息预期日益升温，使得美元走软。主要非美货币中，欧元走势基本与美元指数呈现相反的走势，欧元区经济低迷、欧央行降息预期、与美国贸易摩擦以及意大利预算问题都使欧元承压；英镑最大的麻烦来自于英国脱欧，脱欧不确定性是英镑的最主要下行压力来源；与美元指数走势类似，日元作为避险货币也走势偏强，影响日本央行推高通胀的努力并通过挤压出口使日本经济陷入困境。

三季度，美元指数再次强势攀升，从 7 月初的低点 96.20 持续走高，9 月末最高触及 99.47。再次推升美元的因素包括：7 月份以来美国经济数据总体表现良好，美联储年内的两次降息通过避免经济衰退和“鹰派降息”双重效应提振美元，中美贸易摩擦持续升温，特朗普遭弹劾概率升高，英国脱欧不确定性仍存。这一时期，欧元持续下滑，英镑和日元走低后反弹。但进入 10 月以后美元指数便直线下滑，目前 98 关口附近波动，主要影响因素包括美国经济出现转弱迹象、贸易紧张局势缓解以及英国和欧盟达成脱欧协议等。预计当前美元指数已经开始触顶回落，到 2020 年将在 98 关口附近保持区间波动态势。

美国股市方面，三大股指上行，道指收于 27934.02，标普收于 3120.18，纳指收于 8570.66，年初以来分别上涨 19.7%、24.5%和 29.2%。一季度，美国股市从 2018 年疲弱的尾声大幅上涨，因美联储确认将调整计划的加息幅度，以弥补不断恶化的经济增长势头，且债务上限导致的政府关闭结束。二季度，尽管中美贸易摩擦不确定性导致市场大幅调整，但市场

普遍对美联储继续保持鸽派态度感到振奋，并预计 6 月底贸易紧张局势将有所缓解，美国股市仍然实现小幅上涨。三季度，主要股市走势出现分化，道指小幅上涨，标普和纳指收跌。市场对美国经济增长的担忧在 8 月最为明显，美国国债收益率曲线出现倒挂，美联储在 7 月和 9 月份别将利率下调 25 个基点；中美贸易摩擦具体解决方案仍然遥遥无期，以及对特朗普可能被弹劾的猜测越来越多，进一步增加了不确定性。预计到 2020 年，美国经济有望避免陷入衰退，第一阶段中美贸易协议有望取得积极进展，美股有望继续保持当前的历史高位。

美国债券市场方面，美债收益率下行，3 个月、2 年和 10 年国债收益率分别为 1.57%、1.60%和 1.79%，较年初分别下行 88bp、88bp 和 90bp。上半年，美联储的鸽派转变、宽松货币政策预期以及对增长的担忧加剧，政府债券价格持续上涨，收益率显著下降。一季度 10 年期国债收益率下降近 30bp，达到 2017 年底以来的最低水平，二季度 10 年期国债收益率下降了近 50bp。3 月和 6 月，3 月期和 10 年期国债收益率两次出现倒挂，凸显投资者对经济增长前景越来越谨慎。三季度，8 月份中美贸易紧张局势升级导致避险情绪上升，针对特朗普的弹劾程序开始导致地缘政治风险上升，美联储近 10 年来首次降息，国债收益率继续下降。10 年期国债收益率下降了 30bp 以上，3 月期和 10 年期倒挂持续，2 年期和 10 年期在 8 月下旬短暂倒挂，债券投资者对经济的悲观情绪升温。进入四季度，特别是 10 月份以来，收益率曲线倒挂结束，主要期限国债收益率持稳，预计到 2020 年美国债市将继续保持平稳。

原油市场方面，原油价格上涨，布油收于 60.91 美元/桶，美油收于 55.21 美元/桶，年初以来分别上涨 13.2%和 21.6%。美国页岩油产量的持续增长、欧佩克限产行动、地缘政治冲击和中美贸易摩擦在很大程度上决定了原油市场的动态。一季度，大宗商品价格反弹、能源领涨，原油价格从 2018 年第四季度的下跌中反弹，欧佩克和其他产油国的减产，加上美国对委内瑞拉实施的制裁，使得原油供应趋紧，推升价格。二季度，原油价格经历拉锯行情，上半段稳步上升，下半段下跌又回升，美国原油产量、对全球经济增长放缓的担忧以及欧佩克的变化推动市场上下波动。三季度，对需求的担忧超过供给风险，尽管沙特的石油基础设施遭袭一度导致油价上涨，整季原油价格小幅下行。预计到 2020 年，原油价格将继续保持震荡下行态势。

黄金市场方面，黄金价格上涨，伦敦金现收于 1472.1 美元/盎司，年

初至今上涨 14.8%。美联储暂停加息并转向降息、美元走软、地缘政治风险和全球经放缓是主要支撑因素。一季度，尽管整个季度保持在 1250 美元/盎司（伦敦金现）上方，但是黄金价格仍然较为低迷，仅取得了不到 1% 的涨幅。二季度，黄金经历了多年来最好的行情之一，黄金价格在 1250 至 1450 美元/盎司之间波动，整个季度涨幅达到 9%。三季度，黄金市场经历重要行情，美联储两次降息，黄金价格在大部分时间里呈现上涨态势，9 月最高触及 1557 美元/盎司季末跌至 1472 美元/盎司。预计到 2020 年黄金价格将在 1500 美元/盎司下方基本保持稳定。

（二）2020 年展望：全球经济有望触底回稳

展望 2020 年，预计 2020 年全球政治和贸易风险有所缓和，宽松货币政策继续托底，经济增长逐步探底，直至暂时企稳，陷入衰退的风险较小。IMF 预计，2020 年全球经济增速由 3.0% 回升至 3.4%。美国宽松货币政策功效发挥仍“有待时日”，经济增长引擎和改善动能衰弱，2020 年货币政策将保持观望，美国总统大选结果和特朗普总统弹劾将影响到经济表现和市场情绪。欧元区经济将继续承压并保持低位运行，但有望较 2019 年小幅修复，欧央行货币政策仍将维持宽松，可能再度降息和加大月度购债规模，英央行货币政策将以英国“脱欧”结果为风向标。出口和消费将严重拖累日本经济，公共需求或成为主要引擎，维持经济勉强实现增长，日本政府拟推新举措应对经济压力，日央行扩大宽松可能性加大。新兴市场经济体仍将承压，宽松宏观经济政策支持内需改善，中美贸易摩擦仍是外需主要制约因素。

1. 美国：经济持续承压，政策保持观望

2019 年美国迈入最长扩张周期边缘。年内经济增速阶梯式下滑，特朗普政府的财政刺激政策作用日益消退，贸易紧张局势影响商业投资信心，制造和出口重创后疲态延续，仅强势就业和消费延续对增长有效支撑，美国经济内生增长动力有所减弱。值得注意的是，下行压力风险或持续存在，有可能影响 2020 年经济表现。

一是宽松货币政策功效发挥仍“有待时日”。尽管市场普遍预计 2020 年远期利率将再度低于当前水平，但美联储倾向 2020 年货币政策立场保持基于数据的“观察模式”，本轮“预防性降息”已接近尾声，但在劳动力市场和消费支撑下，联储不愿作出“衰退式降息”承诺。加之货币政

策空间逐渐缩小，金融条件进一步放松程度有限，预计 2020 年将保持观望态势，视经济表现而定。此外，经济走弱阶段总统连任大概率失败，民主党赢得 2020 年下半年美国大选的潜在可能抬升，美国总统大选结果和特朗普总统弹劾进程将影响经济表现和市场情绪。

二是经济增长引擎和改善动能衰弱。一方面，消费对经济增长的压舱石作用减缓，在薪资增速、居民可支配收入和零售销售均现回落，关税对物价冲击未见消退的背景下，消费支撑动能将进一步削弱；另一方面，从 2009 年之后，美国非金融企业和政府的杠杆率都在持续上升，已经达到历史顶点，而家庭部门杠杆率下滑，目前落于从 1952 年至 2019 年的 75%分位数处水平。当非金融部门杠杆率从高点下滑时，往往伴随着经济衰退（1970 年、1990 年、2000 年及 2008 年），而目前非金融部门杠杆率已经到达历史最高点。2019 财年美国赤字 9840 亿美元，较上一财年增加 2050 亿美元，赤字占 GDP 比重为 4.6%，较上一财年提升 0.8 个百分点。总体而言，在货币政策空间缩窄条件下，财政政策需要发挥更大作用，但目前来看财政政策加大力度的空间有限

三是全球经济环境未明显好转。从全球范围看，受贸易摩擦、地缘政治紧张等因素影响，全球经济走向低迷时期；各国经济增长偏弱，发达国家经济增速已大幅放缓，经济降温程度可能比预期更深。尽管 2020 年预计会有所企稳，但主要由新兴经济体边际改善带动，仍属于弱复苏，在各国政策行动未显著提高实际产出之前，预计美国未来季度经济下行压力将继续凸显。

主要机构普遍预测，2020 年美国经济增长将低于 2019 年。联储 9 月会议对美国 2019 年、2020 年 GDP 增速中值的预测均为接近 2%。10 月 IMF 将 2019 年、2020 年美国经济增长预测值下修至 2.4%、2.1%。9 月 OECD 预测 2019 年、2020 年美国 GDP 增速将分别为 2.4%、2.0%。预计 2020 年美国将继续维持增长势头，但增长潜力和增速小幅下滑，增速或略低于 2% 水平，预计为 1.8% 左右。

2. 欧洲：经济有望小幅修复，货币政策仍将宽松

展望 2020 年，考虑到欧央行货币政策空间受限、成员国之间缺乏统一的财政纪律约束，预计欧元区经济将继续承压并保持低位运行，但有望较 2019 年小幅修复，经济同比增速由上年的 1.2% 回升至 1.4%，主要源于需求端影响。

出口方面，从负面影响因素来看，美国是欧元区最大的出口国，若美国经济下行压力加大，欧元区出口或被拖累；若美国经济表现好于预期，特朗普政府可能继续在美欧贸易争端中施压，将汽车产品关税作为制衡欧盟的手段，继续对以汽车生产和出口为导向的德国经济造成打击。从正面支撑因素来看，2020 年全球经济有望探底企稳、中美贸易摩擦趋于缓和有利于改善欧元区外部需求，增强出口对欧元区生产和经济的拉动作用。**消费方面**，欧元区劳动力市场和薪资水平持续保持稳健，对消费形成有力支撑，有助于消费继续发挥在欧元区经济增长中的支柱作用。**投资方面**，11 月 16 日发布的民意调查显示，英国首相约翰逊所在的执政党保守党民意支持率达到 45%，创 2017 年以来新高，保守党赢得“双十二”议会选举并成为多数党的可能性较高，约翰逊将极有可能以多数党优势推动新版脱欧协议在议会获得通过，进而带领英国在 2020 年 1 月 31 日的脱欧新期限前完成有协议脱欧。这对于稳定和增强投资者信心、恢复欧元区投资增长动能将起到积极推动作用。

2020 年欧央行货币政策仍将维持宽松，但挑战重重。在经济预期下行、通胀预期存在脱锚风险、英国脱欧不确定性风险仍存的情况下，考虑到欧元区面临的“低增长+低通胀”困境和新任行长拉加德一贯的鸽派立场，预计 2020 年欧央行将延续宽松立场，并有可能再度降息和加大月度购债规模。但无论欧央行是否采取更为宽松的货币政策，都必须承担货币政策操作空间越来越小，宽松效果可能逐渐衰减，以及政策副作用愈加明显的风险。**降息方面**，尽管在当前-0.5%的水平下，负利率整体作用仍利大于弊，但当负利率降至一定水平后，欧央行进一步加深负利率将导致银行业利润空间持续承压，进而导致银行转为提高贷款利率以弥补负利率带来的损失。这不仅可能对欧元区金融稳定构成威胁，还将与欧央行试图进一步降低实体经济融资利率从而刺激需求的初衷背道而驰。**资产购买方面**，欧央行内部对于重启资产购买的分歧可能加剧未来增加月度购债规模的难度，在 2019 年 9 月参与投票的 25 名欧央行管委中，有 9 人公开反对欧央行重启 QE 的决策。在现行规则下，欧央行不能购买任一发行国国债超过 33%。如果欧央行后续加大每月购债规模，将很快面临无债可买的局面。若想修改规则，则恐将面临德国的强烈反对。

欧元区仍需财政支持来托底增长,但核心成员国不愿扩大财政刺激。欧央行、欧盟委员和 IMF 相继呼吁,在制造业急剧放缓、可能波及劳动力市场的情况下,应积极利用现有的财政空间为成员国提供财政刺激,从而促进潜在增长。然而,在良好的劳动力市场支撑下,以德国为代表的有财政盈余的政府认为,当前没有、未来也不会出现危机,因此无需加大政府投资和扩大支出计划,仍应坚持预算平衡政策。

2020 年英央行货币政策将以“脱欧”为风向标。未来英国货币政策走势仍将很大程度上取决于提前大选结果。若英国脱欧和全球风险恶化,未来仍可能放松货币政策;若英国平稳脱欧、全球情况稳定,则可能意味着需要渐进加息。

3. 日本：经济增长持续放缓，扩大宽松可能性加大

展望 2020 年,诸多因素制约日本经济增长,出口和消费将成为严重拖累,公共需求或成为主要引擎,维持经济勉强实现增长。预计全年 GDP 增速将由上年的 0.6% 放缓至 0.5%。

从外部来看,作为出口导向型经济体,日本经济深受国际经贸紧张局势影响。其一,贸易紧张持续和全球经济的不确定性可能继续影响日本的贸易和生产活动;其二,日美达成的新贸易协定中,日本未获得出口汽车免税,在后续谈判中,美国很可能以此为砝码,逼迫日本作出更大让步;其三,随着日韩之间的对立加剧,如果韩国在旅游和消费方面“脱离日本”的现象进一步蔓延,日本制造业亦会受到负面影响。此外,由于日元的避险资产属性、美日利差缩窄、日本经常项目盈余持续增长,预计 2020 年日元升值通道仍将延续,有碍经济复苏。

从内部来看,日本经济自身增长动力不足。一是居民消费增长乏力。2019 年 10 月,日本消费税率由 8% 提升至 10%,虽然日本政府承诺将用新增收入的一半用于支出计划,但这仍有可能削弱消费者支出。日本 1997 年和 2014 年上调消费税率后都发生了经济衰退。在日本政府上调消费税之际,薪资增速已连续第 8 个月下降,这也使得日本居民的消费意愿越来越低。此前持续几十年的通缩,也让消费者难以走出“低欲望社会”的消费心态;二是奥运特需逐渐消失。2020 年东京奥运会工程大部分已告一段落,对经济的拉动力将明显减小;三是存在老龄化、高债务风险

等长期性问题。目前，日本央行负债规模已超过 GDP，一旦利率发生剧烈变动，可能会给日本经济带来严重影响。而人口老龄化则会导致劳动力不足、创新能力下降、社保费用膨胀、内需疲弱、债务延续困难等。

拟推新举措应对经济压力。面对日趋严峻的内外部环境，为防止经济滑坡，日本政府将推出一揽子刺激方案。新刺激方案将聚焦灾区重建和防灾建设。日本政府计划强化河堤以及水坝，作为应对气候变化和刺激内需的重点工程。安倍宣布，要在三年内拨 7 万亿日元完成这些工程，这很可能成为 2020 年经济的主要支撑。其他刺激措施的规模和时间尚未公布。

扩大宽松可能性上升。一方面，全球经济复苏减弱以及贸易紧张局势不断发酵将打击企业和消费者信心，物价上涨动能不足。另一方面，消费税税率上调将对通胀造成下滑压力。此外，能源价格下跌是近期抑制日本物价上涨的主要因素，这一影响或仍将持续一段时间。2019 年 10 月，日本央行行长黑田东彦表示，货币政策仍有空间，如果风险加剧，实现 2% 通胀目标的动能丧失，央行会追加宽松举措。长期的负利率使得日本国债市场处于扭曲状况，但近期市场的波动一定程度上修正了市场环境，也为央行实施扩大宽松提供了有利条件。

4. 新兴经济体：宽松政策支持内需改善，贸易摩擦仍是主要制约因素

受到贸易保护主义、全球复苏放缓和地缘政治风险影响，2020 年新兴市场经济体仍将承压，宽松宏观经济政策支持内需改善，中美贸易摩擦仍是外需主要制约因素。在 2019 年 10 月的《世界经济展望》中，IMF 将新兴市场与发展中经济体 2020 年经济增速将从 2019 年预期的 3.9% 提高到 4.6%，较 7 月预测下调 0.1 个百分点。

内需方面，2020 年新兴市场经济体货币政策将继续保持宽松，但是将受限于美联储降息概率下降，降息节奏将有所放缓；与货币政策走向一致相比，新兴市场财政政策将有所分化。在减税法案的支撑下，印度财政将有所扩张；由于通过了养老金改革法案，巴西财政赤字率将逐步缩小；经历了多年的财政整固后，俄罗斯有望释放财政刺激空间；受到经济低迷和救助国企拖累，南非财政状况将继续恶化。

外需方面，中美贸易摩擦局势走向是新兴市场稳定的主要因素。一直以来，新兴市场经济体高度依赖外部需求，对于美国等发达经济体市场和中国等制造业中心依赖度较高，中美贸易摩擦走向将继续主导新兴市场的外需状况。资本流动方面，在相对较高的经济增速、逐步稳定的经济基本面以及美联储等央行较为宽松的货币政策等因素支撑下，资本有望继续流入新兴市场，支撑资本市场和汇率。

预计主要新兴市场经济体的增长分化态势仍将持续，印度和巴西前景承压，经济增速再遭下调；俄罗斯和南非前景较为稳定，预期增速未调整。具体来说，印度 2020 年 GDP 增速为 7%，高于 2019 年 6.1% 的预期增速和 2018 年 6.8% 的增速；巴西 2020 年 GDP 增速为 2%，高于 2019 年 0.9% 的预期增速和 2018 年 1.1% 的增速；俄罗斯 2020 年 GDP 增速为 1.9%，高于 2019 年 1.1% 的预期增速，低于 2018 年 2.3% 的增速；南非 2020 年 GDP 增速为 1.1%，高于 2019 年 0.7% 的预期增速和 2018 年 0.8% 的增速。

5. 全球市场：市场情绪改善，资产价格重估

展望 2020 年，全球经济有望止跌企稳，中美贸易摩擦阶段性缓和，以及英国有望实现有序脱欧，这些将有利于市场情绪改善。预计 2020 年美元指数触顶回落，股市将迎来利好，债市与黄金相对偏弱，大宗商品有一定反弹空间。具体来说：

外汇市场方面，预计美元指数上升趋势已接近尾声。支撑美元指数进一步上行的因素包括贸易摩擦加剧、全球活动持续减速以及英国无序脱欧等引发的避险情绪。但从当前形势看，中美贸易摩擦局势出现缓和，双方接近签署第一阶段贸易协议，市场风险情绪回升；主要经济体央行实行宽松的货币政策，全球经济增长有望保持平稳；欧盟可能放宽其财政支出规则以应对增长放缓，英国无协议脱欧可能性显著下降，利好欧元和英镑。因此，预计 2020 年美元指数走向趋弱。

股票市场方面，主要经济体的基本面情况边际改善。从风险资产的关键影响因素上看，美国和欧元区的货币政策基调已经更加宽松，加之通胀压力出现缓和，预计进一步的宽松政策将支持全球股票市场。发达经济体和新兴市场经济体股票市场近期出现反弹，这些市场可能已经接

近关键阻力点位，在进一步走高之前或面临重整或回调风险。当前，低增长和高波动性的宏观经济情景将对资产负债表稳健、收益率较高的公司提供支撑。

债券市场方面，投资偏好可能由期限转向信用。预计发达市场经济体政府债券收益率将相对波动，在寻找机会购买更长期限债券的同时，投资可能更倾向于选择信用而非期限。在信用领域，与发达市场经济体相比，新兴市场经济体政府债券表现可能更佳，特别是新兴市场美元政府债券，尽管它们期限较长、利率敏感性较高，但估值相对便宜；考虑到其较好的防御性，亚洲美元债券也是首选。

黄金市场方面，市场有望迎来期待已久的价格回升。基于对降低利率和美元区间波动的预期，预计黄金价格前景看涨，并有进一步上升空间，黄金仍然是避险投资组合。黄金的上涨与市场全球经济和金融场所面临风险的感知密切相关。尽管价格因风险偏好的恢复而受到抑制，但黄金仍然对围绕贸易谈判、增长担忧和地缘政治紧张局势的走势保持敏感。此外，由于降低了持有贵金属的机会成本，负收益债券的范围和规模的持续扩大对黄金也是利好；新兴市场经济体中央银行正在进行多元化投资，投资需求的增加也将支持黄金价格。

原油市场方面，投资者将对地缘政治风险重新定价。在对沙特石油设施的袭击之后，由于担心地缘政治紧张局势加剧而导致供应中断，油价已大幅上涨，供给侧担忧再次出现。在对油价的评估中，产出中断的持续时间和地缘政治紧张局势的恢复是关键变量。预计投资者将重新开始对地缘政治风险定价，油价将保持较高水平；随着市场对风险溢价重新定价，预计波动性也会更高。但是预计油价不会大幅上涨，因为当前 OPEC+ 生产上限可以释放一些闲置产能。如果中东局势再次紧张，油价仍有可能再次上涨，但是由于远未达到限制性水平，料其不会对全球经济产生显著影响。

（三）2020 年需关注的风险因素

1. 贸易摩擦风险因素

2019 年，中美贸易摩擦在经历了一季度的短暂平静之后，5 月起再度加剧，双方均扩大了加征关税的幅度和规模，这对全球经济带来了更

大冲击。据 IMF 测算，中美贸易紧张局面将导致 2020 年全球 GDP 水平累计下降 0.8%。直到 2019 年 10 月，中美第十三轮谈判取得进展，双方决定分阶段签署协议，第一阶段贸易协议有望于年底前签署，这为持续近两年的贸易摩擦缓解打下了良好基础。

2020 年，竞选连任将为成为特朗普的头等大事。由于中美互加关税对美国亦产生负面冲击，特朗普在连任压力下讨好选民（尤其是农场主）的需要，因此预计贸易摩擦有望继续缓解。但特朗普对取消全部加征关税这一中国的关键诉求并未正面回应，且美国国内的逆全球化思潮已经泛起，对华的不友好态度也在升温，不排除在大选过程中或揭晓之后贸易摩擦有重新加剧的风险。除此之外，欧美、日韩之间的贸易摩擦在短期内暂未缓解，贸易摩擦仍是掣肘 2020 年全球经济发展的主要因素。

2. 地缘政治风险因素

2019 年，英国脱欧仍未尘埃落定，在经历了一次首相换人、两次脱欧延期之后，英国与欧盟达成了新的脱欧协议并得到议会批准，但由于日期问题悬而未决，约翰逊首相决定进行提前大选。尽管市场认为无协议脱欧的风险大幅下降，但在最终结果揭晓之前仍有变数。这些政治风险预计将继续影响英国、欧元区的经济表现和政策走向。

同时，中东地区地缘风险也在上升。沙特产油设施遇袭和伊朗油轮遇袭事件显示出中东地区各国之间的张力仍然巨大，2020 年不排除有新的风险因素突然爆发。地缘政治风险不仅会对原油市场造成冲击，加重投资者的避险情绪，也将进一步加剧世界经济和国际金融市场的脆弱性。

3. 全球资产价格泡沫

2019 年以来，全球已有 30 多个经济体宣布降息，部分经济体甚至多次降息。货币宽松政策有利于改善各国的金融环境，减缓经济下行压力。据 IMF 估算，如果少了这种货币刺激，2019 年和 2020 年的全球经济增长率均将下降 0.5 个百分点。

不过也要关注到的是，一旦主要经济体相继进入宽松通道，可能会导致各国货币的竞争性贬值，并有可能引发全球资产泡沫继续膨胀。目

前大部分国家基准利率仍处于历史低位，一些国家甚至处于负利率区间，宽松货币政策收效有限，如果再加上创纪录的债务水平，可能会使央行丧失对市场的控制能力，进而引发新的全球危机。目前距离 2008 年的全球金融危机过去 10 余年之后，从周期角度而言，必须对于潜在风险隐患保持密切关注。

二、中国经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望

（一）2019 年回顾：经济下行贯穿全年

2019 年，我国经济在内外部不确定性与挑战增多的情况下，延续了 2018 年以来小幅下行的趋势：二、三季度 GDP 增速分别回落 0.2 个百分点，三季度已降至 6.0%，创 1990 年以来的最低水平。下半年以来，政策基调重新转向稳增长，积极因素正在不断聚集：一是外需制约减轻、基建投资托底以及减税降费等对工业生产形成一定支撑；二是三季度以来专项债发行节奏加快以及四季度提前下达 2020 年专项债额度将继续推升基建投资增速；三是减税降费、刺激消费政策、汽车消费好转和居民消费升级将支撑消费。2019 年全年经济增速预计收在 6.2%。

1. 供给端：工业生产持续放缓，服务业稳中趋降

产业结构继续优化。2019 年前三季度，三次产业对 GDP 的贡献率分别为 3.2%、36.3%和 60.6%，其中第一产业贡献率比上年同期低 0.4 个百分点，二三产业分别比同期提高 0.7 个和微降 0.2 个百分点。第三产业中，受房地产紧调控影响，房地产业贡献率为 3.5%，比上年同期低 1.0 个百分点；受逆周期调节力度加大影响，金融业贡献率为 9.4%，较上年同期近乎翻倍。

工业增加值逐步下滑并维持低位。从累计同比增速来看，工业增加值在一季度实现开门红后，二季度开始动能减弱并持续下滑至低位，从 1-3 月的 6.5%回落至 1-10 月的 5.6%，显著低于上年同期 0.8 个百分点，为 2009 年 5 月以来新低。分三大门类来看，受环保限产政策边际放松影响，上游采矿业累计同比增速逐月回升至 2015 年以来高位，对工业生产形成支撑；二季度以来制造业以及电力、燃气及水的生产和供应业持续回落。受内外需偏弱和中美贸易摩擦影响，制造业显著趋弱，累计同比增速从 1-3 月的 7.2%降至 1-10 月的 5.8%，创 2013 年 6 月有记录以来新低。预计 2019 年工业增加值累计同比增速为 5.5%，较上年回落 0.7 个百分点。

制造业 PMI 总体保持在收缩区间。除 3、4 月份受春节错位等因素影响跳升至 50%的荣枯线上以外，2019 年制造业 PMI 总体持续运行在收缩区间，10 月降至 49.3%，连续 6 个月位于收缩区间，生产、需求、库存和价格分项指数全面回落，显示出供需两弱情况下制造业依然承压。

2019 年工业生产持续放缓主因需求疲软影响。出口方面，2019 年下半年以来，全球经济疲软叠加中美贸易摩擦加剧，出口产业链受到较大冲击，致使工业生产整体回落。以美元计价的出口累计同比增速逐月下滑并连续两个月保持负增长，出口交货值累计同比增速自二季度以来持续快速下行，由 1-4 月的 5.6% 大幅降至 1-10 月的 1.8%，为 2017 年以来低点。**投资方面**，2019 年二季度以来，房地产开发投资持续下行，累计同比增速由 1-4 月的 11.9% 逐月降至 1-10 月的 10.3%，加之制造业投资总体趋弱，基建投资的弱回升未能抵消二者的回落，拖累固定资产投资累计同比增速自 2019 年下半年以来持续下滑至 1-10 月的 5.2%，创 1992 年有记录以来历史新低。

服务业稳中趋降。服务业生产指数前高后低态势明显。从累计同比增速来看，服务业生产指数在一季度实现平稳开局后，二季度开始逐月下滑。服务业生产指数从 1-4 月的 7.4% 回落至 1-10 月的 7.0%，低于上年同期 0.8 个百分点。分行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业持续高速增长，是服务业平稳发展的主要动力。**服务业 PMI 显著回落，整体趋弱。**2019 年服务业 PMI 总体继续运行在扩张区间，但扩张速度放缓。一季度以 53.6% 的高位强势开局后，一、二季度总体保持平稳，三季度有所下行，四季度开局再度大幅下滑至 51.4%，创 2012 年以来新低，显示服务业整体趋弱。**预计 2019 年服务业生产指数同比增速为 6.9%，较上年回落 0.8 个百分点。**

图 17：工业增加值同比与环比增速

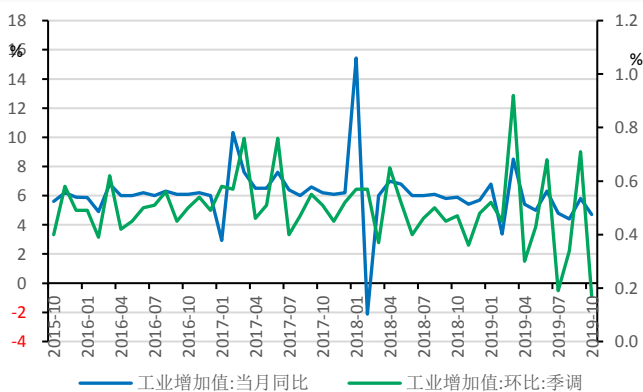
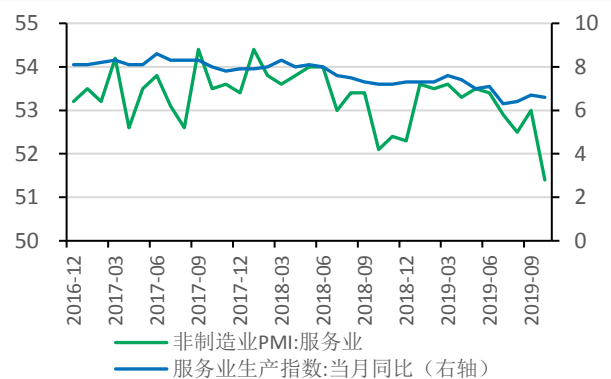


图 18：服务业 PMI 与生产指数同比增速



数据来源：WIND

2. 需求端：投资渐进下行，消费全面回落，进出口增速明显下降

(1) 固定资产投资增速：基建改善放缓，制造业低位徘徊，房地产缓慢下行

整体固定资产投资渐进下行，再创历史低位。固定资产投资增速在 2019 年前两个季度均呈现“季初低、季末高”的态势，三季度则转而连续回落，总体而言投资增速处于波动下行通道，由 1-2 月的 6.1% 回落至 1-10 月的 5.2%，再创有统计数据以来的最低水平。三类投资表现各异，但均较年初增速有所下滑，其中基建投资改善步伐较慢，制造业投资低位回落成最大拖累，房地产开发投资韧性超出预期。四季度，宏观政策逆周期调节力度进一步加大，积极财政继续发力基建投资，金融资源继续向制造业、民企等领域倾斜，但考虑到企业投资意愿仍然低迷，且地产调控约束较强，预计 2019 年全年投资增长 5.1% 左右。

基建投资改善步伐缓慢，支撑不足。2019 年以来，基建投资增速总体较 2018 年末有所抬升，但改善较为乏力，由 1-2 月的 4.3% 小幅回落至 1-10 月的 4.2%，未能有效托升整体投资。2019 年基建投资受地方政府专项债加快发行和项目审批步伐加快的提振止跌企稳。地方政府专项债整体发行前置，自 1 月起即提前发行，同时 6 月起专项债可用作资本金的新规出台，有效补充基建项目资金来源，此外中央和地方加快重大项目审批和开工，加快了基建投资执行进度。但专项债补充基建资金来源比较有限，加上地方政府债务监管依然较严，资金瓶颈问题依然制约着基建投资增速的改善步伐。2019 年后两个月，基建投资将受益于 2020 年专项债额度提前下达、部分基础设施项目最低资本金比例调降、资本金筹措方式创新以及年末财政支出力度加大，资金来源有望改善，预计 2019 年全年增速将缓慢反弹至 4.4% 左右。

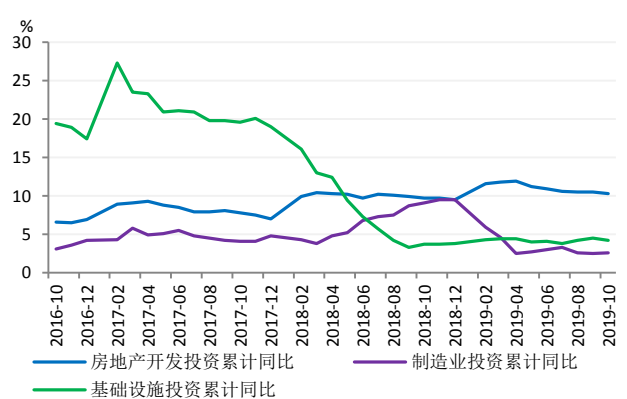
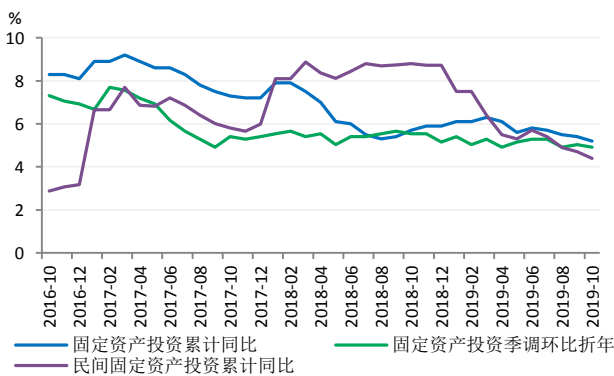
制造业投资低位徘徊，尚未企稳。2019 年以来，制造业投资显著下台阶，增速由 2018 年末的 9.5% 降至 2019 年 1-2 月的 5.9%，截至 1-10 月为 2.6%。2019 年制造业投资走弱的主要原因有三，一是内外需持续疲软；二是 PPI 持续下行，工业企业利润增速位于负区间；三是主动去库存尚未结束，企业投资意愿仍然低迷。从行业结构上来看，大多数制造业行业投资 2019 年 1-10 月增速较 2018 年全年显著下行，其中，电气机

械及器材制造业等出口依赖较大的行业投资持续负增长，汽车制造业、农副食品加工业等行业投资受消费下滑影响持续低迷，造纸及纸制品业、化学纤维制造业等由环保改造推动的行业由于环保限产力度边际减弱的影响投资降幅不断扩大。此外，石油、煤炭及其他燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业等受益于供给侧结构性改革的行业投资增速依然处于高位；计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，医药制造业等高技术制造业由于符合产业升级方向，且受益于国家政策支持，增速得以维持较高水平，成为 2019 年制造业投资为数不多的亮点。预计制造业投资 2019 年全年增长 2.3% 左右。

房地产开发投资增速缓慢下行，韧性较强。2019 年，房地产开发投资增速呈现先升后降态势，前 4 个月由于土地购置费延迟支付的支撑依然较强，高位继续小幅提升至 11.9%；5 月以来，随着土地购置费增速的回落而渐进下行，降至 1-10 月的 10.3%，依然保持在 10% 上方。从结构上看，土地购置费与建安投资之间在 2018 年的高度分化已在逐渐减小。土地购置费增速虽然仍在 18.4% 高位，但 1-10 月逐月下降，几乎呈现线性回落态势，已较 2018 年全年大幅下滑 38.6 个百分点。与此同时，剔除土地购置费后的建安投资累计同比增速受开发商施工进度加快的提振由负转正并小幅回升。考虑到新开工、存量施工高位以及土地购置费仍有一定支撑，房地产开发投资韧性犹存，预计 2019 年全年增速小幅回落至 10% 左右。

图 19：投资累计同比、环比折年与民间投资累计同比

图 20：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

(2) 社会消费品零售：增速全面回落，预计全年增长 8.2%

1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 8.1%，较 2018 年同期回落

1.2 个百分点，单月同比增速呈波动下滑趋势，预计全年增长 8.2%。由于 2019 年 CPI 整体较 2018 年偏高，扣除价格因素后，1-10 月社会消费品零售总额实际增长 4.9%，较 2018 年同期下滑 1.3 个百分点，实际增长水平更低。

主要消费品均出现明显走弱：一是汽车类消费对社会消费品零售总额增速存在明显拖累，但逐渐减弱。1-10 月限额以上汽车类消费同比减少 1.0%。虽 6 月环保转标短暂刺激当月汽车销售，2019 年依然有 7 个月汽车消费出现负增长。但 9 月后同比跌幅出现收窄迹象，汽车消费有望触底回暖；二是受国际油价下调，石油及制品类消费增速也表现出明显疲软。1-10 月限额以上石油及制品类消费同比增速 1.0%，较 2018 年同期下调 0.4 个百分点。三是全国房地产市场趋弱，上半年全国房地产销售面积负增长。1-10 月家电、家具和建材等地产相关消费增速明显放缓，同比增速分别为 5.4%、5.4%和 3.4%，较 2018 年同期分别减少 2.4、4.7 和 4.5 个百分点。2019 年“双十一”的虹吸效应强于以往，加上基数较低等因素，11、12 两月增速有可能短期回调。从全年来看，在居民收入增速放缓，汽车、房地产等市场销售疲软背景下，社会消费品零售总额增速仍将承压，难有突破。

2019 年我国消费呈现出四个特征。一是粮油、食品、饮料、日用品等居民生活必选消费增长稳定，仅出现部分品类的正常单月波动，对整体消费增速的支撑明显；二是消费升级持续演绎，可选消费增速维持相对高位，但出现分化现象。1-10 月化妆品、通讯器材类消费分别同比增长 12.1%和 8.0%，金银珠宝类负增长。由于升级消费金额相对较小，对整体消费增速的支撑作用并不突出；三是网上零售依然高于整体增速，增速有所下调。借助网络直播、微商、电商购物节等渠道，1-10 月份，全国网上零售同比增长 16.4%，继续保持较快发展。但较 2018 年同期相比，增速依然降低 9.1 个百分点；四是乡村消费发展较快，1-10 月，乡村消费品零售额同比增长 8.6%，增速较城镇消费高 1.6 个百分点。

整体来看，2019 年我国的社会消费品零售总额增速继续回落，居民消费能力和意愿未明显改善，对 GDP 增速贡献减弱。电商购物节销量纪录刷新、居民突击购买打折商品等现象也印证了居民消费能力减弱的事实。

图 21：名义消费与实际消费同比增速

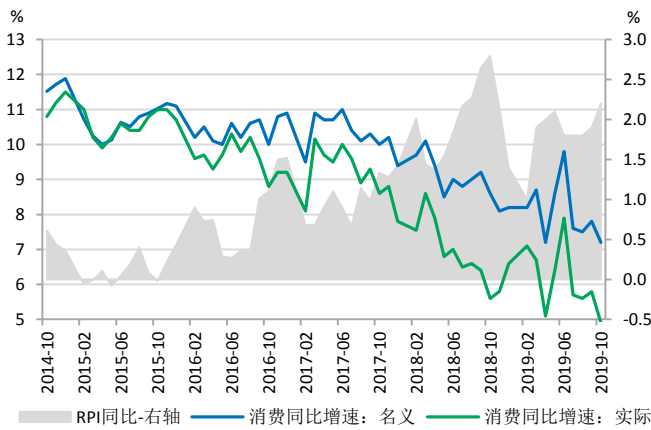


图 22：汽车与居住类商品消费同比增速

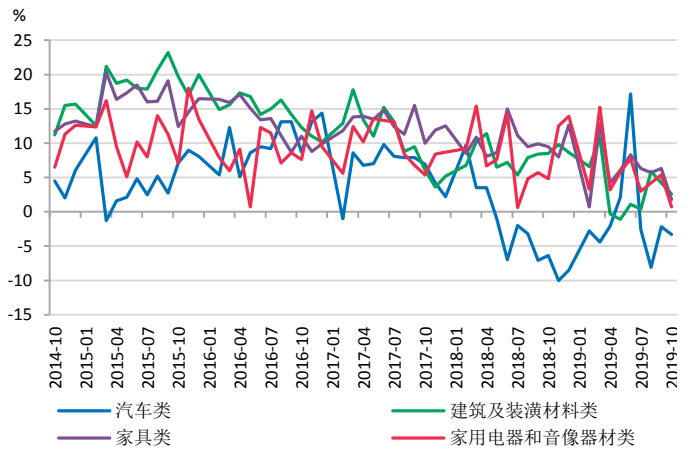


图 23：网上消费累计同比增速

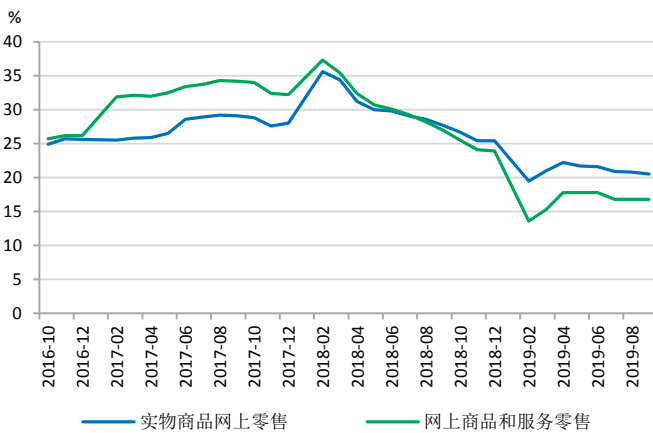
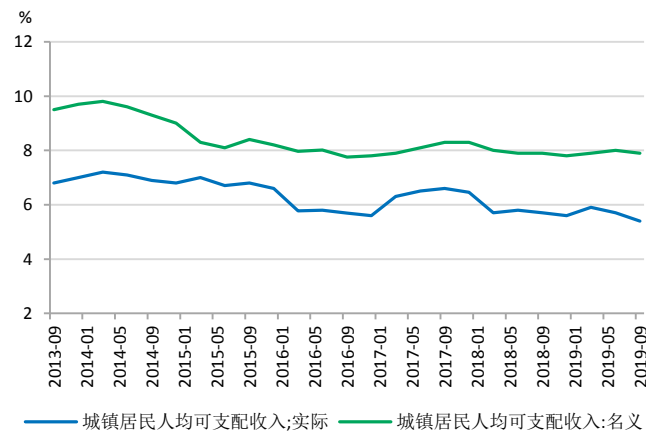


图 24：城镇居民人均可支配收入累计同比



数据来源：WIND

(3) 进出口增速明显下降，衰退式顺差持续扩大

进出口增速明显下降，衰退式顺差持续扩大。受全球经济放缓以及中美贸易摩擦加剧影响，与 2018 年相比，2019 年出口累计增速出现明显下降、并由正转负，进口累计增速全年负增长、降幅逐渐扩大，进口增速下滑幅度大于出口增速下滑幅度，衰退式顺差特征明显。前 10 个月，以美元计价的货物出口、进口累计分别下降 0.2%和 5.1%，增速分别比上年同期低 12.6 和 26.3 个百分点。预计 2019 年全年出口同比增长 0.1%，进口同比下降 4.4%。

2019 年进出口的主要特征包括：一是中美贸易摩擦影响加剧。前 10 个月，中国对美出口 3477.87 亿美元，同比下降 11.3%；自美进口 1000.44

亿美元，同比下降 25.4%，成为进出口增速放缓的主要拖累。二是对非美地区增长良好。中欧贸易总值 5796.28 亿美元，增长 3.1%；与东盟贸易总值 5164.21 亿美元，增长 6.4%；与“一带一路”沿线国家贸易增长 9.4%，高出整体贸易增速 7 个百分点。三是贸易顺差大幅扩大，前 10 个月同比增加 34.9%。净出口对 GDP 增长贡献率由负转正，前三季度拉升 GDP 增速 1.2 个百分点。四是贸易结构继续优化。前 10 个月一般贸易占外贸总额的 59.3%，比上年同期高 1.3 个百分点，加工贸易比重进一步下降。五是民营企业对外贸贡献度提高。前 10 个月，以人民币计价，民营企业占外贸比重为 42.4%，比上年同期高 3.0 个百分点，特别是在出口中贡献更高，比重达到 51.3%。

图 25：中国月度出口总额和同比增速

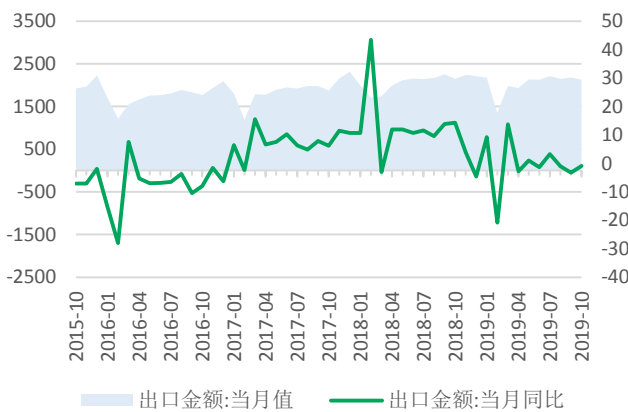
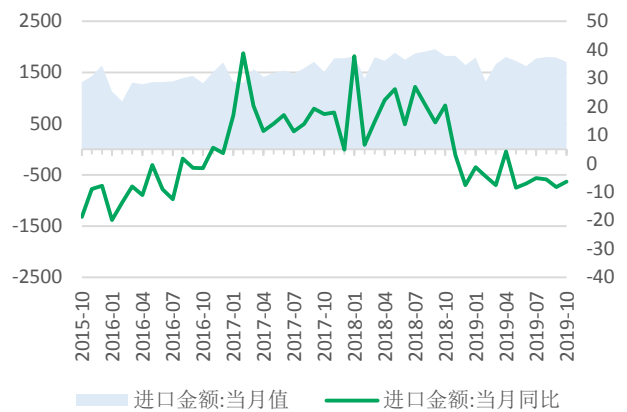


图 26：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

3. 通胀形势：猪肉唱主角，核心仍低迷

2019 年，受食品价格大涨影响，整体 CPI 同比大幅上升，但核心通胀仍处在较低水平，PPI 则再次进入通缩区间。数据显示，2019 年前 10 月 CPI 同比上涨 2.6%，较 2018 年同期加快 0.5 个百分点。其中食品价格上涨 7.4%，较 2018 年同期加快 5.8 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，较 2018 年同期放缓 0.8 个百分点；核心通胀同比上涨 1.7%，较 2018 年同期放缓 0.3 个百分点；PPI 同比下降 0.2%，较 2018 年同期放缓 4.1 个百分点；生产者购进价格指数同比下降 0.5%，较 2018 年同期放缓 5 个百分点。上下游价格的背离反映了当前社会总需求偏弱与部分商品受供给波动产生结构性通胀交织的局面。

猪肉是推动食品价格大幅上升是 CPI 提升的最关键因素。2019 年前 10 月，猪肉价格同比上涨 29.7%，推动畜肉类价格同比上涨 20.5%，是食品价格上涨的主因。据测算，前 10 月猪肉价格推动 CPI 同比加快约 0.7 个百分点，剔除猪肉后，前 10 月 CPI 累计同比上涨 1.9%，处在较为温和水平。

非洲猪瘟叠加周期，本轮猪肉价格上涨已超过历史同期的最高水平。2019 年猪肉价格上涨一是源于猪肉自身周期的影响，自 2017 年以来我国猪肉价格持续下跌，猪粮比一度跌破 6 的警戒线，致使补栏量大降，大量养猪产能因利润下滑而退出市场；二是 2018 年开始的非洲猪瘟疫情导致大量生猪被扑杀，不少企业出现亏损而退出市场，严重影响了生猪供应，同时生猪跨省禁运加剧了猪肉供给的地区不平衡。

其他食品中，蛋白质来源的猪肉替代品涨幅扩大，鲜菜、鲜果涨幅稳定，保障整体 CPI 免于失控。随着猪肉价格的上涨，其替代品（即其他蛋白质来源：包括牛、羊、鸡肉、蛋类等）涨幅也有所上升。不过非蛋白质类食品基本保持稳定，尽管鲜果价格在夏季出现显著上涨，但之后迅速回落；鲜菜价格则在晴好天气条件下供应充足，价格持续回落；农业丰收，粮食价格始终保持平稳，这些都在一定程度上对冲了肉类价格的涨幅，使得整体 CPI 不至于上涨失控。非食品价格整体弱于 2018 年，反映社会总需求偏弱。在食品价格大涨的同时，非食品价格涨幅明显低于 2018 年。前 10 月非食品价格同比上涨 1.4%，且从当月走势看，同比增速形成了逐月下降趋势，由年初的 1.7% 下降到 10 月的 0.9%，反映社会总需求偏弱。

PPI 进入负区间，工业领域呈现通缩状态。2019 年 PPI 一路走低，并最终于下半年进入负区间，已连续 4 个月保持通缩状态。其中生产资料前 10 月同比下降 0.5%，较 2018 年同期放缓 5.6 个百分点；生活资料同比增长 0.8%，较 2018 年同期加快 0.4 个百分点。生产资料的同比下降反映了在中美贸易摩擦、全球经济增长放缓、国内需求不足等内外因交织下，上、中游工业企业面临产能供大于求的整体情况；生活资料同比涨幅有所扩大，则主要源于食品工业出厂价格的大幅提升，其中猪肉相关制品起到了重要推动作用。

2019 年 CPI 与 PPI 呈现分化格局。食品（尤其是猪肉）贡献了较大的上涨推动力，但核心 CPI 仍处在较低水平，PPI 则呈现通缩局面。CPI 与 PPI 的背离在历史上经常发生，根源是其各自背后代表的不同经济学

现象和不同领域经济周期的轮动性。预计 11、12 月 CPI 有突破 4% 的可能, PPI 则仍将保持通缩区间, 但跌幅有望缩小。全年 CPI 同比上涨 2.9%, 较 2018 年加快 0.8 个百分点; 全年 PPI 同比下降 0.3%, 较 2018 年放缓 3.8 个百分点。

图 27: 居民消费价格指数月度同比与环比

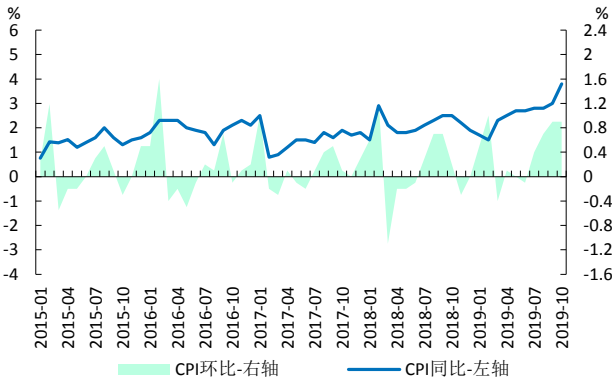
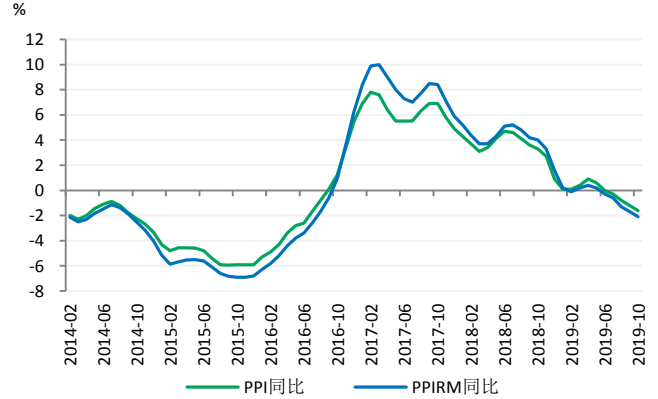


图 28: 工业生产者购进与出厂指数月度同比



数据来源: CEIC

图 29: 猪肉价格同比与猪粮比走势

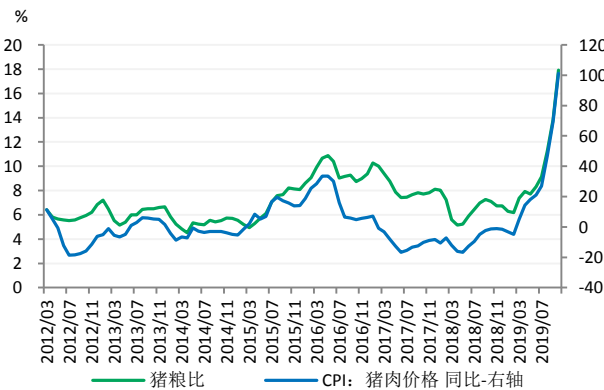
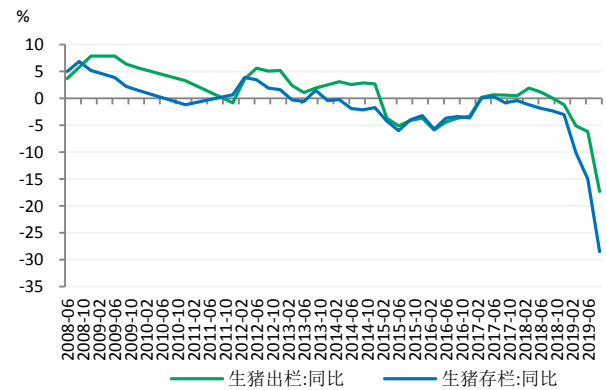


图 30: 生猪出栏与存栏量季度同比



数据来源: CEIC

图 31: PPI 生产资料与生活资料当月同比增速

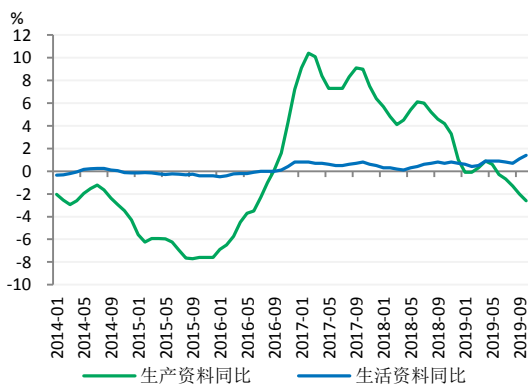
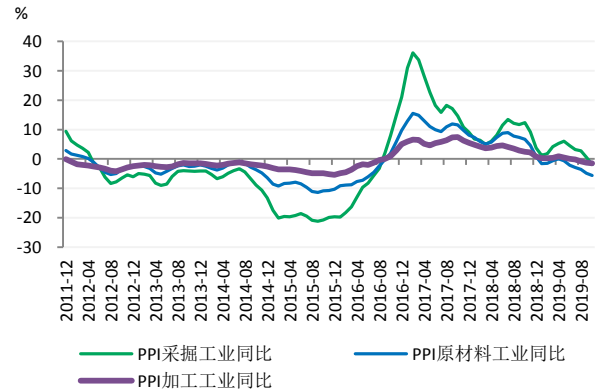


图 32: PPI 生产资料各分项当月同比增速



数据来源: WIND

4. 金融环境：信贷社融稳定增长，M1-M2 剪刀差收窄

2019 年以来，央行坚持稳健货币政策基调，在保持定力、“以我为主”的同时，加大货币政策预调微调，对实体经济中的关键领域和薄弱环节实施定向资金投放，疏通货币信贷传导机制，着力缓解企业融资难融资贵问题，为实体经济高质量发展营造了良好的货币信贷环境。

M2 保持平稳增速，M1-M2 负剪刀差较年初缩小。2019 年以来，M2 余额同比增速在 8%-8.6% 区间内波动。截至 2019 年 10 月末，M2 余额 194.56 万亿元，同比增长 8.4%，增速与 1 月末持平，较上年末提升 0.3 个百分点；M1 余额 55.81 万亿元，同比增长 3.3%，增速比 1 月末高 2.9 个百分点，比上年末提升 1.8 个百分点。鉴于逆周期调控加力，金融去杠杆已逐渐平稳，货币信贷传导机制加快疏通，M2 增速中枢较 2018 年略有抬升。与 2018 年的显著回落相比，2019 年 M1 同比增速也止跌企稳，在 3% 左右水平波动，表明在中央和地方一系列民营经济支持政策的扶持下，企业经营活力有所增强。

居民中长贷、企业短贷和票据融资是 2019 年信贷主要支撑，而居民短贷和非银贷款是信贷余额同比增速回落的主要原因。截至 2019 年 10 月末，人民币贷款余额 150.59 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上年同期低 0.7 个百分点。1-10 月新增人民币贷款累计为 14.3 万亿元，较上年同期多增 4508 亿元，增量并不显著。其中，居民贷款累计新增 6.1 万亿元，同比少增 1526 亿元，主要受到短期贷款同比少增 4384 亿元的拖累。2019 年以来消费贷流入楼市监管加强，对居民短贷增长带来不利影响；与此同时，商品房销售增长虽然处于低位，但热点城市尚有支撑，居民中长期贷款依然不弱。企业贷款累计新增 8.3 万亿元，同比多增 1.1 万亿元，企业贷款占比较上年同期有显著提升，主要受短期贷款同比多增 7610 亿元的提振，这与 M1 增速回升相呼应。但企业中长期贷款累计同比少增 113 亿元，表明企业投资意愿有待进一步增强，银行风险偏好依然偏低。此外，票据融资累计同比多增 4350 亿元，也是信贷重要支撑，主要与票据融资利率下行背景下企业票据融资意愿增强以及部分套利现象有关，也从侧面反映出银行和企业信心缺乏导致的有效信贷需求不足，下半年在票据业务监管加强下同比增量已显著下滑。非银贷款累计下降 1718 亿元，同比多减 4324 亿元，与基数以及包商银行事件影响有关。

信贷、表外、债券融资共同支撑社融增速修复。截至 2019 年 10 月末社会融资规模存量为 219.6 万亿元，同比增长 10.7%，较上年同期提升 0.4 个百分点，结束了连续 17 个月回落的历史，步入修复阶段。1-10 月社会融资规模增量累计为 19.4 万亿元，比上年同期多 3.2 万亿元，其中新增信贷、表外融资、企业债券融资和地方政府专项债融资同比增长显著。1-10 月新增人民币贷款累计 14.4 万亿元，同比多增 9303 亿元，仍是稳定社融的核心；委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项表外融资累计下降 15.1 万亿元，同比少减 1.1 万亿元，表外融资仍在整顿过程中，面临持续收缩压力，受金融监管边际放松、基数较低等原因降幅已同比大幅收窄，对社融拖累减弱；地方政府专项债融资累计新增 2.2 万亿元，同比多增 3679 亿元，2019 年来专项债发行前置，各地新增额度已基本发行完毕，成为社融的重要支撑；企业债融资累计新增 2.6 万亿元，同比多增 7584 亿元，在货币政策边际放松以及民企“三支箭”发力引导下，企业发债发行有所加快。

图 33：人民币信贷与社融增长情况

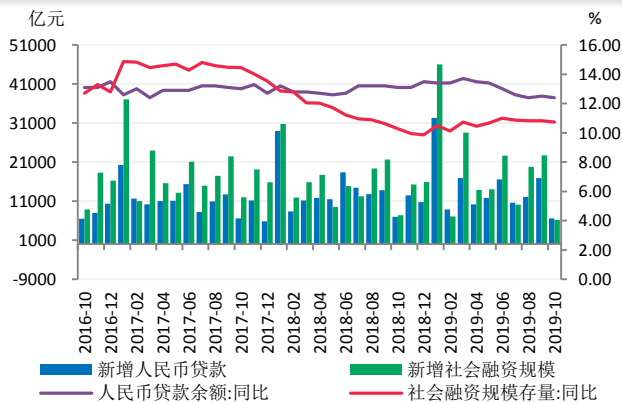
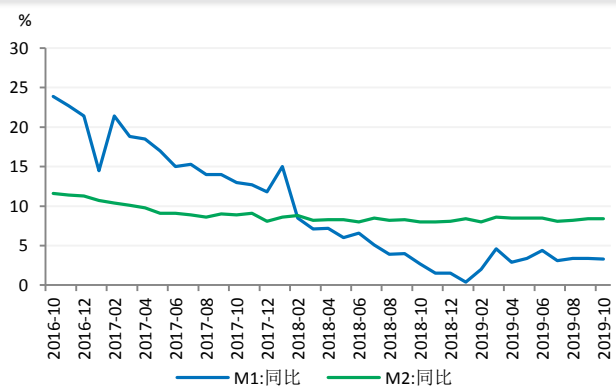


图 34：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

5. 金融市场：人民币汇率整体下行，债券市场收益率震荡

下行

2019 年人民币汇率整体下行，弹性和韧性均增强。2019 年以来人民币对美元汇率呈阶梯式下行走势，在岸即期汇率累计贬值 2.13%。分阶段看，第一季度，货物贸易顺差的增加导致短期资本净流入规模上升，推动人民币兑美元升值，汇率中枢围绕 6.75 震荡，期间累计上行 2.12%。二季度人民币汇率有所贬值，由 4 月初 6.72 附近贬值至 6 月末的 6.87 附近，期间累计下行 2.20%。三季度，受贸易战升级影响，人民币下行明

显，9月末跌至7.13附近，期间累计贬值3.93%。值得注意的是，8月5日美元兑人民币在岸即期汇率收盘价报7.0352，为2015年“811汇改”后首次“破7”。进入四季度，中美贸易谈判进展顺利及央行加大逆周期因子调控作用下，人民币汇率企稳并有回升迹象，保持在7附近震荡，截止到11月19日，累计升值0.32%。

贸易谈判进程成为影响人民币汇率的核心变量。2019年，中美之间无风险利差持续处于高位，外部资金配置中国资产力度加大，衰退式顺差对汇率形成支撑，但人民币全年仍呈现渐进贬值态势，主要同中美贸易谈判进展有关。中美贸易谈判作为人民币汇率波动的重要外部扰动因素，2019年的左右尤其显著。一旦进展顺利，则人民币兑美元汇率会企稳回升，如一季度和10月之后的情形，如果进展遇挫，则会引发人民币兑美元汇率短期内快速贬值，典型则是8月-10月期间情形。需要明确的是，虽然中美贸易摩擦是人民币兑美元汇率波动的主要驱动力，但并不意味中国在进行竞争性贬值或是利用汇率作为解决贸易摩擦的工具。本轮人民币汇率下行是市场在人民币汇率形成机制中发挥决定性作用，市场供求变动影响汇率运动所致。

债市收益率震荡下行。国债方面，收益率前期宽幅震荡走高，年末窄幅波动下行。分阶段看，年初至2月中旬，央行全面下调金融机构存款准备金率1个百分点影响下，国债收益率下行。2月中旬至4月下旬，一季度宏观经济数据好于预期推动国债收益率波动上行。5月初至9月上旬，国内多项经济数据不及预期和流动性充足带动国债收益率全面下行，5、10年期下行幅度更大。9月中旬至10月末，猪价上涨推高通胀、金融数据全面改善、中美贸易摩擦趋缓、央行缩量原利率续作MLF等多因素叠加驱动利率持续上行，推高国债收益率。截至10月末1、5、10年期国债收益率分别升至2.6648%、3.0810%和3.2880%。进入11月，央行发力逆周期调控降低MLF5个基点引导LPR同步跟进，资金成本的降低带来国债收益率下行。截至11月19日1、5、10年期国债收益率分别降至2.6473%、2.9977%和3.1743%。

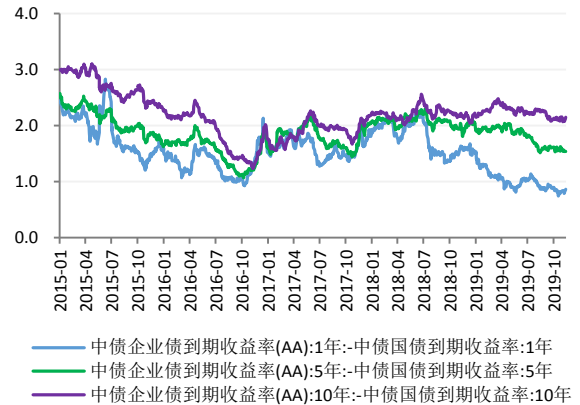
短端信用利差波动收窄，但长端信用利差仍然较大。具体看，年初至5月末，1年期AA级企业债与同期国债之间利差逐渐收窄至91bp，5、10年期AA级企业债与同期国债之间利差波动上行至191bp和225bp。6月，受包商银行事件导致信用分层影响，短端企业债收益率波动较大，月末1年期AA级企业债与同期国债之间利差上行至104bp。进入下半

年，1、5、10 年期 AA 级企业债与同期国债之间利差逐渐收窄并企稳，截至到 11 月 20 日，分别稳定在 86bp、154bp 和 215bp。长端信用利差仍然较大。

图 35：人民币对美元汇率走势



图 36：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

（二）2020 年展望：GDP 增速有望持稳于 6% 左右

展望 2020 年，从外部环境看，主要经济体货币宽松效应显现，全球经济有望探底企稳；美国大选年中美贸易摩擦有望进一步缓和，出口价值链有望重获动能；英国避免无协议脱欧，地缘政治的不确定性正被市场逐步消化，这些均有助于提升投资者与消费者信心。

从国内环境看，2020 年是实现翻一番目标的最后一年，经济增速至少需要保持在 6.0% 以上，预计政策逆周期调节的力度将会继续加大；货币政策在稳健基调下通过全面降准、定向降息、LPR 改革等手段切实降低实体经济融资成本，保持流动性合理充裕；财政政策将会进一步加力提效，专项债规模扩大、发行前置，赤字率有望提高；各项改革措施将加速落地，包括全面加快开放、支持小微及民营企业、收入分配制度改革等，稳增长效果将持续显现。总体来看，2020 年经济仍将面临不少困难，单季可能会跌至 6% 以下，但应不会出现明显的下行，基本可以完成十八大确定的“翻一番”目标，预计全年经济同比增长 6.0% 左右。

1. 供给端：工业温和承压，服务业仍具韧性

展望 2020 年，预计工业生产将温和承压。一是从生产来看，前三季度全国工业产能利用率前低后高，三季度持平于 76.4%，接近 2018 年同期水平，好于 2019 年一季度和 2018 年四季度，显示出产能利用率已开

始修复。制造业中汽车行业景气度弱中趋稳，有望继续回升。2019 年 8 月以来，汽车制造业增加值同比增速连续三个月保持正增长，10 月大幅回升至 13 个月以来高位，同时汽车产量降幅显著缩窄，连续三个月保持 2018 年下半年以来较低水平降幅，2020 年有望由负转正。

二是从需求来看，外需方面，全球经济有望探底企稳、中美贸易摩擦暂时平息，外需收缩放缓有助于出口小幅修复，对工业生产的制约有所减轻。但考虑到全球经济增长动能依然较为疲软，中美后续阶段贸易谈判涉及双方核心诉求，达成协议难度较大，出口交货值难以大幅反弹，对美出口也难以显著拉动工业生产。内需方面，2019 年专项债发行节奏加快以及下调部分基建项目资本金要求有望继续推升 2020 年基建投资增速，2019 年 7 月政治局会议提出的城镇老旧小区改造有望助力房地产投资保持韧性，共同对工业生产形成支撑。

三是从盈利和库存来看，2018 年下半年以来，工业企业利润累计同比增速总体持续下滑，基数逐渐走弱，2020 年 PPI 通缩程度有限，企业利润空间打开，有利于改善企业经营预期和生产投入。1-9 月工业企业产成品存货累计同比增速较上月下降 1.2 个百分点至 1.0%，在 2017 年上半年触顶之后正在接近底部。同时 10 月制造业 PMI 分项中原材料库存指数微降 0.2 个点至 47.4%，产成品库存指数下降 0.4 个点至 46.7%，均为年内较低水平，显示企业仍在主动去库存，有望在 2020 年逐渐向被动去库存和主动补库存阶段过渡。

四是从政策来看，国家高度重视并积极推动 5G、区块链、人工智能等高新技术发展，有助于引领先进制造业高质量发展，以减税降费为主线的财政政策落实落细将继续对促进制造业企业发展产生一定支撑，逆周期政策调节力度加大有助于解决民营和小微企业融资难问题，优化营商环境等政策措施有望对工业企业的经营预期改善形成助力。**总体来看**，预计 2020 年工业生产温和承压，全年工业增加值累计同比增速为 5.2%。

在政策支持和行业动能助推下，2020 年服务业仍具韧性，但经济下行压力将对服务业形成制约。从支撑因素来看，一方面，消费“提质扩容”将作为 2020 年政策要点，包括支持服务消费，出台并落实养老、家政服务、婴幼儿照护服务等政策措施，有望进一步激发服务消费潜力，带动服务业整体加快发展；另一方面，随着《交通强国建设纲要》逐步落地，我国交通基础设施建设项目加快推进有望为交通运输、仓储邮政以及租赁和商务服务业等生产性服务业增长提供支撑。从制约因素来看，

一方面，经济下行压力下内需依然偏弱，使得服务业难以显著反弹；另一方面，房地产销售趋弱将对房地产相关服务行业形成制约。综上所述，预计 2020 年服务业生产指数仍将保持较快增长但略有下滑，全年同比增长 6.6%。

2. 需求端：投资回落，消费回升，进出口回稳

(1) 预计 2020 年投资增速回升至 5.5% 左右

展望 2020 年，固定资产投资增速或小幅回升至 5.5% 左右。其中，基建投资是主要支撑，制造业投资有望低位反弹，房地产开发投资仍有下行压力。

基建投资增速有望缓慢回升，托底稳增长。2020 年是全面建成小康社会和实现翻番目标的收官之年，稳增长压力较大。基建投资作为逆周期调节的重要抓手和稳增长的有效途径，其重要性将进一步凸显，2020 年增速有望企稳回升。从政策支持层面看，2020 年逆周期调节政策将进一步加码，对基建投资支持力度加大。财政政策层面继续加力提效，专项债可用作重大项目资本金、基建项目审批加速以及最低资本金比例要求放松，货币政策层面将实施定向宽松，均对 2020 年基建构造成利好。从资金来源层面看，首先，2020 年财政赤字或将继续扩大，为国家预算内资金占比提供可靠支撑。其次，地方政府专项债、PPP、政策性金融债、PSL 投放等自筹资金来源的支撑将加强。国务院要求专项债资金不得用于土储和房地产相关领域，用于基建领域的比例料将提升。此外，非标融资的拖累将减弱，而主要投向基建的 PSL 也将继续发力。最后，房地产融资收紧、制造业需求仍较弱，在政策支持及实际需求带动下，基建类项目国内信贷占比有望提升。从需求层面看，我国基建投资补短板空间足，新型基建潜力大，交通基础设施、能源、生态环保、民生服务、市政和产业园区等基建补短板领域以及城市轨道交通、人工智能、工业互联网等新型基建领域将成为 2020 年的发力重点。预计基建投资 2020 年全年增长 8% 左右。

制造业投资增速或前低后高。2020 年初由于内外部需求和企业盈利的拖累，制造业投资仍有下行压力，不过多方面因素将支撑制造业投资逐渐触底反弹。其一，终端需求方面，贸易摩擦边际缓和、全球经济触底企稳将有利于外需恢复，同时内需对经济的贡献也有望上升；其二，

盈利方面，PPI 降幅有望收窄，工业企业利润指标逐渐修复，对制造业投资的拖累减弱，并逐步带动制造业投资回暖；其三，库存周期方面，当前企业库存去化已接近尾声，企业主动投资意愿将逐渐恢复，制造业投资增速将从底部回升；其四，从 2019 年 7 月中央政治局会议提出“稳定制造业投资”以来，高层持续强调加大对制造业、民营企业的中长期贷款支持，同时减税降费政策继续落实落细发挥效用；其五，高技术制造业投资将保持良好增势，继续发挥结构性支撑作用，制造业投资结构将继续优化。预计制造业投资有望在 2020 年二三季度步入回暖，全年增长 6% 左右。

房地产开发投资将继续下台阶。政策层面，房地产市场政策端并未发生变化。自 2018 年下半年来房地产调控政策继续加码，“房住不炒”总基调始终如一，在经济下行压力加大的情况下依然保持较强定力。2019 年 7 月中央政治局会议强调，不将房地产作为短期刺激经济的手段。预计 2020 年调控将继续以“稳”为主，整体放松预计不会出现，但因城施策将延续。资金层面，调控加压下商品房销售低迷，开发商加快推盘回笼资金的步伐也将受到影响，同时房地产信贷、信托及外债等融资渠道全面收缩，对开发商带来资金考验。投资构成层面，增长动力不足。土地购置面积和土地成交价款 2019 年来保持 10% 以上负增，土地购置费同比增速自 2018 年 7 月以来持续下降，支撑将继续减弱。虽然建安投资尚有韧性，但在开发商投资意愿和能力缺失以及市场需求受限的情况下难以持续加快开工进度。不过，城镇老旧小区改造、城镇化刚性需求、库存低位以及地方政府对土地出让金收入的依赖意味着房地产投资仍然是经济的重要支撑，不会出现断崖式下跌。预计 2020 年房地产开发投资稳中缓降，全年增长 5% 左右。

图 37：基建投资三大分项累计同比增速

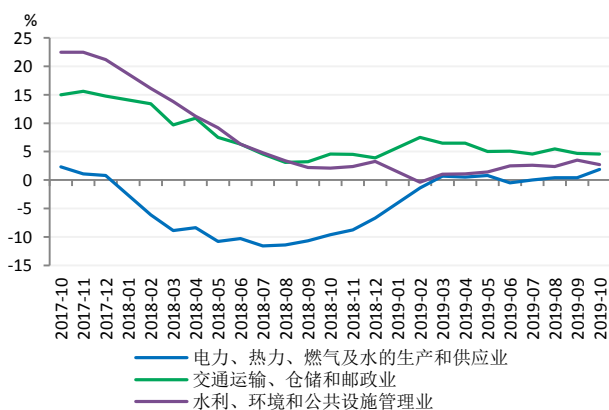


图 38：地方政府债券发行情况

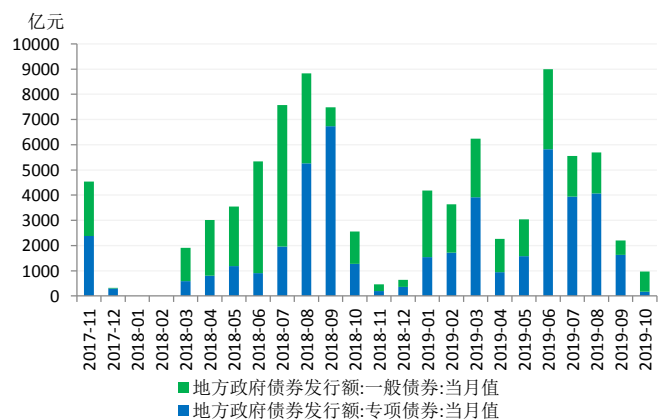


图 39：2019 年增速滑坡的制造业投资累计同比

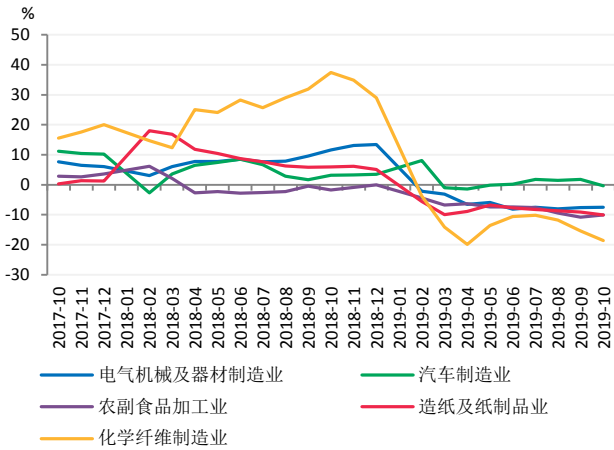


图 40：2019 年增势良好的制造业投资累计同比

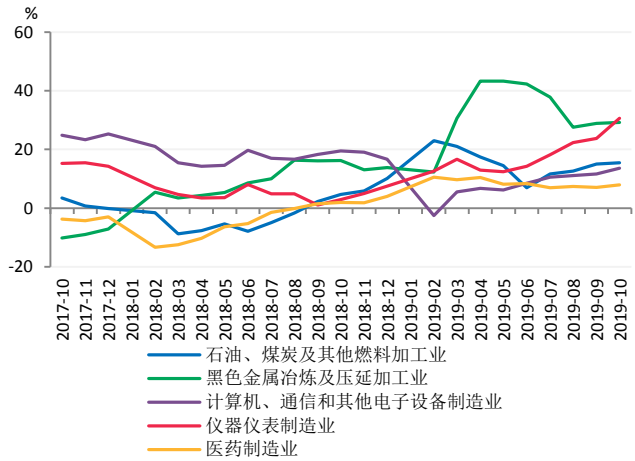


图 41：商品房销售、新开工和资金来源累计同比

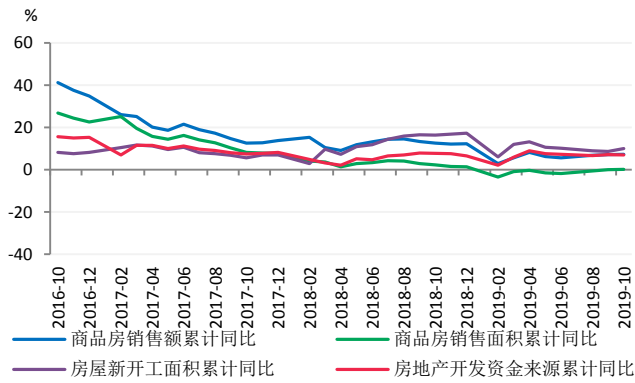
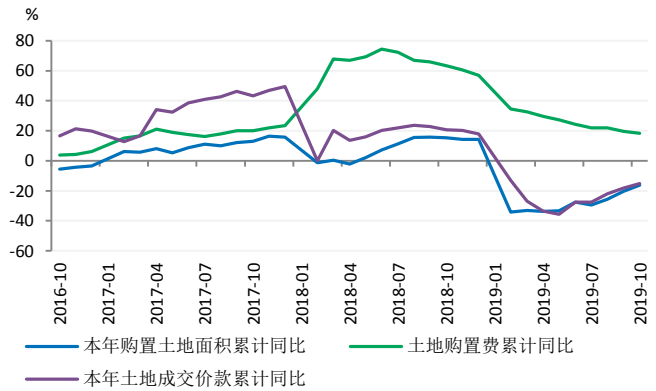


图 42：土地成交指标累计同比



数据来源：WIND

(2) 预计 2020 年社会消费品零售名义增速回升至 8.5% 左右

2020 年，三方面因素会对消费增长形成支撑。一是促消费政策密集出台。针对服务消费“提质扩容”、实物消费“提档升级”，增加有效供给，提高供给质量，将有望带动国内消费需求释放。二是汽车消费拖累减弱。部分地区鼓励购车等政策与基数效应减弱的共同作用下，未来居民汽车消费将底部回暖，呈现正增长态势。三是物价上涨将有利于农村居民收入提高，从而导致必选消费增速回升。

三方面因素对国内消费增长形成制约。一是居民收入增长放缓。随着减税降费因素消退，2019 年前三季度城乡居民实际可支配收入增速较上年同期减少 0.5 个百分点，明显削弱居民收入预期和消费能力；二是杠杆率提高。近几年来，居民部门的杠杆率持续抬升，已经对消费产生了明显的挤出效应；三是从化妆品、奢侈品等可选消费以及必选消费、

服务消费均存在外流现象。近年来，我国服务贸易逆差持续扩大，本应留在国内的消费大量外流，已经影响国内消费增长和结构优化。

最近几年中，由于物价相对稳定，社会消费品零售名义增速几乎每年下一个台阶，但由于 2020 年物价增速明显抬升，预计消费名义增速将回升至 8.5% 左右。但去除物价之后的实际消费增速预计仍然偏弱。

(3) 预计 2020 年出口反弹、进口下行，贸易顺差收窄

预计 2020 年出口增速反弹，同比增长 2%，较 2019 年出现好转；进口同比下降 2%，衰退式贸易顺差收窄。

出口方面，其一，在最新的全球经济展望中，IMF 预计 2020 年全球经济增速仍然高于 2019 年增速预期，较高的经济增速或将带来一定程度的外需改善。其二，中美贸易摩擦局势仍是主要不确定和制约因素。特朗普能否成功连任将直接影响中美贸易谈判进展和中美关系演化，如果中美之间能够达成贸易协议，则有助于对美出口修复。其三，贸易伙伴多元化持续推进，以及进出口商品结构进一步优化，有利于出口保持一定韧性；其四，2019 年人民币汇率明显趋弱，有望对 2020 年的出口形成提振。

进口方面，一方面，经济下行压力或将持续，需求结构调整、经济支柱转变尚未完成，进口预计延续疲弱态势；另一方面，宏观经济政策将继续保持定力，将延续积极财政、稳健货币、扩大消费、稳就业、促升级以及深化改革开放的政策组合拳，一定程度上起到对冲作用。特别是中美如果能够达成贸易协议，中国将明显加大从美国进口规模，这将有助于进口增速回稳。

3. 通胀形势：CPI 前高后低，PPI 小幅通缩

2020 年 CPI 将呈现前高后低走势，食品价格仍将是 CPI 的主导力量，非食品价格涨幅则保持低位。从食品看，猪肉价格依旧是关键因素。猪肉作为我国饮食消费的大项，其消费需求的弹性相对较小，但猪肉供给则遵循周期达 3-4 年的“蛛网模型”：当猪肉价格大涨，猪粮比升高后，大量产能随之增加，并在 18-24 个月后供给猛增形成价格低谷。从本轮周期看，受短期政策对价格的调控以及部分猪肉的集中供应，猪肉价格达到近期高点后有所下降，但从生猪与能繁母猪存量看，尚处在低位，意味着补栏才刚开始。从存栏量增加到出栏量增加存在 1 年左右的

时滞，猪肉价格预计将在高位形成一个“平台”，预计到 2020 年春节后才会逐步回落，并在 2020 年下半年开启持续回落的周期后半段。此外，随着冬季来临，要警惕鲜菜、鲜果价格受到天气、运输等影响上涨，防止其与猪肉价格上涨叠加。

在非食品方面，受全球经济增长回落、内需下降等内外因素交织影响，非食品价格将保持低位，并在一定程度上对冲食品价格的高涨。从主要商品与服务类别看，一是上游工业品价格在 PPI 进入通缩的情况下涨幅受限，以制造业为主的非食品价格持续将保持低位，这类商品主要包括衣着、家用商品、交通工具和通信工具等。二是能源类价格涨幅趋稳，2019 年受全球贸易摩擦升温、地缘政治多变等影响，能源类价格在波动中有所走低，2020 年随着中美贸易摩擦缓和，各国刺激性货币政策实施，能源类价格将保持稳定。三是服务品价格继续保持长期上涨，但涨幅有限，其中长期上涨趋势是我国居民消费需求升级及优质服务供给相对不足决定的，但在经济周期性需求下降的冲击下涨幅有限。四是住房价格涨幅将继续收窄，受房地产市场降温影响，预计租房价格将继续回归理性。

货币增速维持低位，2020 年全面通胀的可能性不大。本轮 M2 走低已持续近两年，从历史经验及实证分析看，将对 CPI 产生一定压制作用，降低全面通胀的可能性。当前通胀的最主要矛盾是受供给端影响的猪肉价格在起作用，而非经济过热下的需求旺盛。相反，非食品价格与 PPI 的低迷反映了社会总需求偏弱。在货币增速保持稳健的情况下，结构性的通胀难以转变为全面通胀。

考虑翘尾因素，2020 年 CPI 将呈现显著的前高后低。预计一季度将成为全年 CPI 的高点，1 月份受春节错位 CPI 同比增速有望突破 5%，但随后将有所下降。下半年猪肉价格回落将推动 CPI 进入较为显著的下行区间。到 2020 年四季度，2019 年年末形成的高翘尾因素将迅速消失，将使 CPI 形成“跳水式”下降，并回到 2% 附近。预计 2020 年全年 CPI 同比增长 3.6%，较 2019 年提升 0.7 个百分点。核心 CPI 仍将保持 1.5% 至 2.0% 的温和区间，不太可能大涨大跌。PPI 的通缩幅度有望逐步缩小，但全年仍有可能呈现较小幅度的通缩格局。

图 43: CPI、核心 CPI 与 M2 同比增速

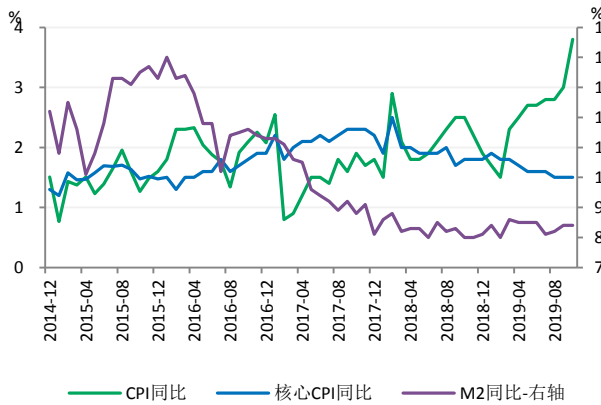
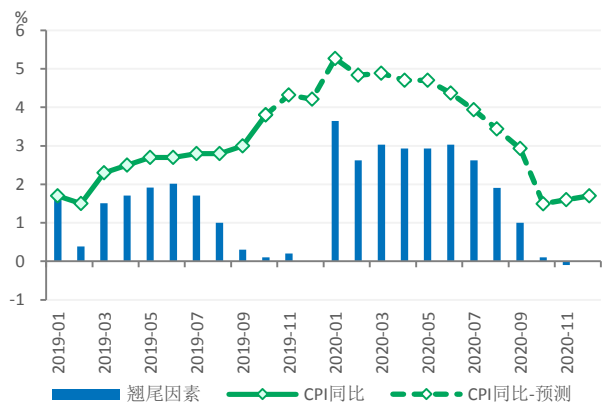


图 44: 2018、2019 年 CPI 翘尾因素与预测



数据来源: WIND

4. 金融环境: 社融增速或先降后升, 信贷保持平稳增长

2020 年, 经济下行压力依然存在, 总需求有待提升, 加上年初通胀压力较高, 影响货币政策腾挪空间, 信贷社融增速依然存在下行压力。不过, 随着下半年 CPI 和 PPI 增速的分化逐步收敛, 货币政策制约将减少。央行将根据经济增长和物价形势对货币政策实施预调微调, 使 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配, 信贷社融增速或先降后升。

信贷结构继续优化。2020 年初, 猪价居高不下推升 CPI 可能对央行货币政策施展带来掣肘。但随着猪价上行因素逐渐减弱, 加上稳增长压力仍大, 货币政策空间将逐渐打开。2020 年央行仍有可能实施定向降准, 并将通过结构性货币政策工具引导金融机构将信贷资源向制造业、基建、民企等领域倾斜, 企业投资意愿也将得到修复。预计 2020 年基建、制造业领域中长期贷款需求将上升。同时, 居民层面, 扩内需将利好居民短期贷款增长, 中长期贷款也将受到热点城市刚性需求的支撑。

表外融资拖累继续减弱。2020 年, 表外融资有望进一步恢复。一方面, 经济稳增长诉求提升, 去杠杆更加注重把握节奏和力度, 表外融资强监管继续边际放松, 民企和小微企业的结构性融资支持政策利好频出; 另一方面, 银行理财子公司的成立有助于非标修复。因此表外融资有望收缩幅度将继续减小。不过, 考虑到 2019 年下半年以来房地产相关融资渠道收缩, 将成为表外融资的一大拖累因素。总体而言表外融资收缩对社融的影响将继续减小, 但不如 2019 年显著。

专项债融资支撑仍在。国务院明确，专项债可作为重大项目资本金，金融机构可提供配套融资。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省专项债规模比例可为 20% 左右。地方政府专项债券作为支持基建投资、促进稳增长的重要工具，预计 2020 年新增额度有望继续增加，成为社融重要支撑。

直接融资可望继续修复。企业债券融资方面，经济下行压力仍大，货币政策渐进放松，流动性相对充裕，民企、中小微企业债券融资渠道不断拓宽，企业债融资有望继续扩张。股票融资方面，宏观经济走势和国际经济金融形势的进一步明朗化可支持股市改善，科创板制度的完善和融资的推进将助力股票融资提升，预计股票融资将较 2019 年有所修复。

综上所述，2020 年信贷将平稳增长，企业贷款占比有望进一步提升，M2 余额或同比增长 8.5% 左右，新增人民币贷款约 18 万亿元，人民币贷款余额增长 11.8% 左右。新增社融约 23.5 万亿元，社融余额同比增长 10.6% 左右。

5. 金融市场：人民币汇率有望企稳回升，债券市场或继续承压

2020 年人民币汇率有望持稳回升。随着中美贸易摩擦局势缓和、全球经济企稳以及英国无协议脱欧风险下降，美元指数上行趋势已接近尾声，对人民币汇率构成利好；基本面差异方面，综合考虑美联储和人民银行货币政策，预计中美 10 年期国债利差有望保持，继续处于舒适区间，推动人民币兑美元升值；资本流动方面，预计境内银行代客涉外收付款和银行代客结售汇有望保持平稳态势，资本市场国际资本持续流入，有助于人民币汇率保持稳定；2020 年人民币兑美元汇率走势仍将受到中美贸易摩擦谈判进程影响，谈判进展和情绪波动将继续左右人民币汇率走势产生重要影响。

2020 年债市或将继续承压。从经济增长角度看，2020 年经济单季可能会跌破 6%，但全年应收在 6% 左右，增长有望短期企稳；从物价角度看，受猪周期驱动，CPI 中枢将明显抬升，PPI 通缩幅度收窄；从货币政策角度看，需要在稳增长和防止通胀预期扩散之间寻找平衡，宽松力度

将受到限制。综合来看，2020 年债市将继续承压，很难重现 2018-2019 年上半年的牛市行情。

（三）2020 年需关注的风险因素

1. 稳增长下的结构恶化

2020 年，预计政策将会把“保持经济运行在合理区间”放在更重要的位置，各项逆周期调节的力度将会加大，从而实现全面建成小康社会的目标。但需要强调的是，在要素价格持续上升、稳增长难度逐渐加大的背景下，逆周期调节力度如果过大，必然会导致杠杆率上升、经济结构恶化等负面效果。

一是杠杆率的持续上升。2019 年上半年，杠杆率上升了 5.8 个点，但经济增速放缓了 0.2 个点，表明通过加杠杆稳增长的效率在急剧下降。杠杆率的快速上升，可能会导致金融风险的急剧；二是经济结构的恶化。政策逆周期调节过度，一方面会导致落后产能持续积累，出清过程难以顺利完成，另一方面可能会造成新的低效甚至无效投资，进而导致资本和资源的浪费，而这两方面均会导致经济结构出现恶化。

2. 中美贸易谈判变数仍存

在第十三轮谈判之后，中美双方决定分阶段签署协议，避免了局势的进一步恶化，第一阶段协议有望于年底前签署。展望 2020 年，特朗普将把关注重心转向连任竞选，暂时无暇他顾，预计中美贸易谈判有望继续稳步推进，短期内恶化的概率下降。但从中长期来看，由于双方的根本分歧未能弥合，离达成全面协议仍然较远，所以变数仍存。

首先，目前双方只是就一些有共识的条款达成协议，中方关于取消全部加征关税、协议文本和采购规模的三大核心意愿，并没有得到美方的积极回应，而美方关于产业政策（放弃“中国制造 2025”）、取消国家补贴等议题也很难得到中国的全盘接受，随着谈判的深入，达成协议的难度在加大；其次，美国已经将中国视为“战略竞争对手”，国内对于中国的不友好态度持续升温，而中国在外压力之下，一致对外的情绪也持续高涨，两大超级大国之间如何避免陷入“修昔底德陷阱”，也是未来可能存在变数。

3. 房地产市场的异常波动

2019 年上半年，在财政政策前置和货币宽松政策落地之后，房地产市场应声而涨，出现了“小阳春”现象。随后政策持续收紧，包括限制房地产信托和房企海外发债等，7 月底的政治局会议明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。但随着经济下行压力的加大，特别是地方政府财政的吃紧，政策也有放松的迹象，如 11 月报价的 5 年期 LPR 下降 5 个基点。

从近些年的调控历程即可看出，在经济仍处于下行阶段时，资产荒现象将会持续存在，而房地产将成为为数不多的优质资产。因此，一旦政策放松，资金会率先涌入房地产市场，从而导致市场反弹。但随着居民杠杆率的持续抬升，再加上房地产业的虹吸效应，其金融风险和对经济结构的扭曲也在持续累积。在这种情况下，中央必须在“房住不炒”的基调下，抵制住把房地产作为刺激手段的诱惑，继续保持定力，与此同时，可在“因城施策”的导向下，给予地方政府一定的自主权，避免一刀切带来的误伤。

三、政策回顾与展望

2019 年初我国经济实现了良好开局，政策随即在二季度转向“结构性去杠杆”和调结构。但是 5 月以来中美贸易摩擦对市场信心和预期造成了严重打击，经济增速逐渐回落，下半年以来，宏观调控政策基调重新转向稳增长，财政政策和货币政策协同发力，帮助民营企业解决成本高企、融资难融资贵等困难问题，同时加大基础设施建设补短板力度。

（一）2019 年政策回顾：逆周期调节的收与放

1. 货币政策：保持松紧适度

2019 年以来，央行保持定力、主动作为，坚持实施稳健的货币政策，适时适度加大逆周期调节力度，对关键领域和薄弱环节实施定向精准滴灌，用改革的办法疏通货币政策传导，促进社会综合融资成本降低，对实体经济形成了有力支撑。

一是合理运用降准、定向降准、MLF、TMLF、再贷款、再贴现等政策工具，为改善货币信贷传导机制和实体经济融资营造适宜的流动性环境。央行 1 月份通过分两步实施全面降准，叠加普惠金融定向降准考核标准调整，极大缓解了年初流动性压力；5-7 月对中小银行实行较低存款准备金率并分三次实施到位，基本形成了“三档两优”存款准备金率新框架，约投放资金 2800 亿元；9-11 月通过“普降+定向”降准组合政策释放资金约 9000 亿元。同时创设 TMLF，一至三季度均在季初月第四周开展，且规模逐渐加大，提供了成本更低、期限更长的资金。

二是着力缓解金融机构在资本、考核方面的约束，以永续债发行为突破口完善银行一级资本补充渠道，释放信贷投放空间。为了推动银行永续债顺利发行，并提升永续债的二级市场流动性，央行首次创设了央行票据互换工具（CBS），有效提高了市场主体认购银行永续债的意愿，对支持银行发行永续债补充资本发挥了积极作用。截至 2019 年 9 月末，9 家银行已合计发行 4550 亿元永续债，另有 17 家银行拟发行超过 4700 亿元永续债，有力扭转了信用收缩的局面，增强了银行可持续支持实体经济的能力。

三是贷款市场报价利率（LPR）改革迈出实质性步伐，利率市场化再下一城。央行于 8 月正式启动 LPR 形成机制改革，完善市场化利率形

成、调控和传导机制。此次改革后 LPR 报价的市场化程度更高，能更多地体现市场利率变化，对中长期贷款的参考定价作用也得到凸显，这有利于疏通货币政策传导机制，增强市场利率对贷款利率的传导，从而促进实体经济贷款利率下行。此外，继 11 月 5 日 MLF 中标利率近四年来首次下降 5bp 之后，11 月 18 日央行将 7 天逆回购利率同样跟随下调 5bp，以稳定 1 年期 MLF 与 7 天逆回购利率之间的合意利差，引导 LPR 报价下行，体现出完善利率传导和促进实体经济稳增长、降成本的态度。

四是加大对薄弱领域定向扶持，引导信贷投放重点呵护制造业、民企和小微，实质性降低社会融资成本。2019 年以来，央行持续改革完善货币信贷投放机制，引导金融机构精准有效支持实体经济。一方面，通过支持银行多渠道补充资本、运用 MPA 考核以及完善普惠金融激励机制等促使银行加强对经济社会重点领域和薄弱环节的信贷支持，要求银行提高制造业中长期贷款和信用贷款占比，继续做好小微企业金融服务，合理控制房地产贷款投放。另一方面，要求国有大型商业银行带头，确保 2019 年小微企业贷款余额增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本在 2018 年基础上再降低 1 个百分点。

五是在包商银行被接管事件引起同业市场波动的情况下着力加大对中小银行和非银机构的定向流动性支持。为了缓解 5 月 24 日包商银行被接管的突发性事件对中小银行和非银机构流动性的冲击，央行一是对中小银行开展 MLF 增量操作，二是对锦州银行等中小银行发行同业存单提供民营企业债券融资支持工具实施增信，三是增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利（SLF）额度 1000 亿元，四是将包商银行逾 400 亿元的存量同业存单置换为受央行和银保监会全额保障的新同业存单。上述措施有效缓解了中小银行和非银机构的资金压力。

2. 财政政策：加力提效

2019 年以来，为应对经济下行压力和较为严峻的就业形势，财政政策加力提效，重大财税政策加快落地，在促进经济平稳发展、改善就业、提振市场主体信心方面发挥了积极作用。

一是加大减税降费力度，全年减税降费超过 2 万亿元。实施更大规模的减税，坚持普惠性减税和结构性减税相结合，重点减轻制造业和小微企业负担。推进更为明显的降费，清理规范地方收费项目，加大对乱收费查处和整治力度。1-10 月累计，全国一般公共预算收入 167704 亿

元，同比增长 3.8%，增幅比 2018 年同期回落 3.6 个百分点，减税降费效果明显。其中，税收收入 141514 亿元，同比增长 0.4%，增幅比 2018 年同期大幅收窄 10.3 个百分点；非税收入 26190 亿元，同比增长 27.1%，增幅比 2018 年同期大幅提高 37.8 个百分点，这主要与特定国有金融机构和国企上缴利润、以及多渠道盘活国有资源资产增加非税收入有关，涉及降费政策的有关收入继续下降。

二是财政支出保持较快增长，重点支出预算执行情况良好。1-10 月累计，全国一般公共预算支出 190587 亿元，同比增长 8.7%，增幅比 2018 年同期提高 1.1 个百分点，比预算增幅（6.5%）高 2.2 个百分点。分项目看，教育、科学技术支出分别增长 9.2%、10.9%，社会保障和就业、卫生健康支出分别增长 8.7%、9.9%，节能环保支出增长 15.2%，城乡社区支出增长 11.3%。

三是加快发行使用地方政府专项债券，支持重大在建项目建设和补短板。2019 年，地方政府新增专项债额度 2.15 万亿，比 2018 年增加 8000 亿元。截至 9 月末，新增地方政府专项债券基本发行完毕，比 2018 年提前了两个月，尚有余额的地区仅剩山西省和新疆建设兵团两地，剩余额度分别为 19.04 亿元和 12.7 亿元。由于新增专项债资金近七成投向土地储备、棚户区改造、保障房建设等与基建投资不直接相关的项目，稳投资效果不够明显，国务院相继采取了多项措施，包括允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金并扩大使用范围、调整和完善固定资产投资项目资本金制度等。在上述政策推动下，四季度基建投资增速有望得到提升。

四是坚持有保有压，聚焦重点领域和薄弱环节，进一步调整优化支出结构，提高财政资金配置效率。在确保基本民生投入的同时，中央财政方面开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，大力压减一般性支出，取消低效无效支出；地方财政方面主动挖潜，多渠道盘活各类资金和资产，改革完善县级基本财力保障机制，缓解困难地区财政运转压力。

五是全面实施预算绩效管理，提高财政资金使用效益。目前，中央层面已经实现全过程绩效管理，地方层面预算绩效管理制度和组织体系也已经初步建立，有助于夯实各地区各部门各单位绩效主体责任，更好推动政策落地见效。

图 45：财政收入与财政支出同比增速

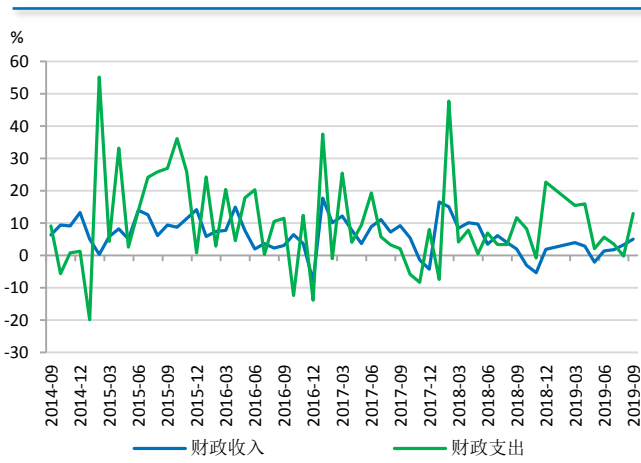
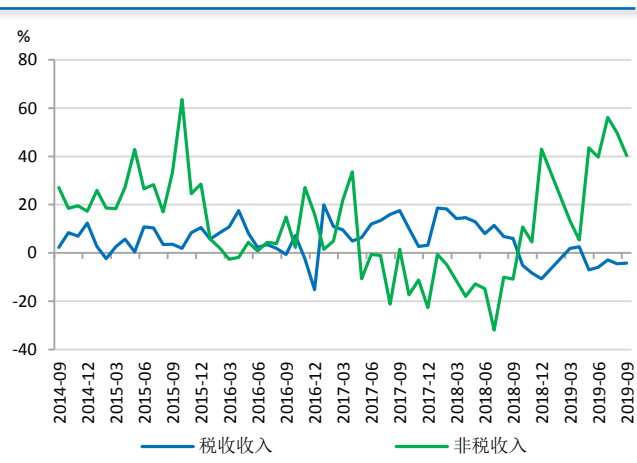


图 46：税收收入与非税收入同比增速



数据来源：WIND

3. 其他政策：稳增长逐渐加码，稳物价全力推进

政策基调逐渐转向稳增长。2019年4月19日的政治局会议提出，要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。7月的政治局会议强调，当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识，并重提做好“六稳”工作。8月以来的金融委会议、国务院常务会议、央行货币政策例会等，均提出要加大逆周期调节力度，把稳增长放在更突出位置。以此为背景，各项稳增长政策相继出台。

持续优化营商环境。9月9日，深改委第十次会议通过《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，9月19日，国务院办公厅发布《关于做好优化营商环境改革举措复制推广借鉴工作的通知》。10月8日，国常会审议通过《优化营商环境条例（草案）》，以政府立法为各类市场主体投资兴业提供制度保障。制定专门行政法规推进市场化法治化国际化营商环境建设，是深化改革开放、促进公平竞争、增强市场活力和经济内生动力、推动高质量发展的重要举措。要更大力度放权，实行全国统一的市场准入负面清单制度，进一步精简行政许可和审批；推行“互联网+监管”，对新兴产业实行包容审慎监管；加强市场主体保护，建立健全知识产权侵权惩罚性赔偿制度和维权援助等机制。10月24日《条例》正式发布，2020年正式开始实施。

继续加大对外开放力度。4月26日，领导人在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛上宣布中国将采取一系列重大改革开放举措，加强制度性、结构性安排，促进更高水平对外开放。11月5日，进博会也宣布了对外开放的新举措。2019年，金融开放明显加速。7月20日，国务院金融委办公室宣布推出11条金融业对外开放措施。10月15日，公布《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》，“规定外国银行可以在中国境内同时设立外商独资银行和外国银行分行，或者同时设立中外合资银行和外国银行分行”等。外资投资债市也更为便利。此外，对外开放制度化。今年3月15日，全国人大通过《外商投资法》。6月30日，国家发展和改革委员会、商务部公布了《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》。8月26日，中国新设6个自贸试验区，包括山东、江苏、广西、河北、云南和黑龙江。

实施猪肉保供稳价控通胀。非洲猪瘟疫情对生猪产能的影响在2019年春节过后开始显现，猪肉供给快速下滑，价格出现淡季抬头。受猪肉等食品价格上涨影响，CPI同比在3月重回2时代，其后逐月攀升，在9月份进入3时代，10月份更是达到3.8%高位。在此背景下，各项稳定猪肉供应措施密集出台。8月21日国常会确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。9月26日国常会要求，压实“菜篮子”市长负责制，通过取消不合理禁养限养规定、保证主产区饲料供应等，促进生猪产能加快恢复，防止物价联动上涨。11月6日国常会提出，要落实好省负总责和“菜篮子”市长负责制，继续多措并举恢复生猪生产，深入清理各地不合理禁养规定，利用北方玉米丰收等条件更好保障南方养猪大省饲料供应，发挥好储备调节作用，促进禽肉、牛羊肉等生产，确保市场供应，规范市场秩序，遏制部分产品价格过快上涨势头。

（二）2020年政策展望：逆周期调节有望加码

1. 货币政策展望：逆周期调节将继续发力

展望2020年，经济增长动力缺乏，企业投资意愿仍低，信贷需求不足，实体经济与金融环境运行情况都仍需要货币政策相机抉择和动态调整，逆周期调节不会缺席。但考虑到通胀环境和房地产调控进程，央行将保持稳健略偏宽松的基调，以渐进的步伐实施定向结构性放松，

大力疏通货币政策传导机制，以帮助扩大内需，降低实体经济融资成本，促进经济稳定增长。

一是关注通胀形势，把握货币政策合理放松节奏。当前的结构性通胀环境将在 2020 年初持续，猪肉等食品价格继续推动 CPI 处于高位，但与此同时核心 CPI 低位徘徊，PPI 持续下行。综合考虑下，2020 年货币政策放松空间和节奏将会受到一定限制，但不会影响稳健偏宽松的总体基调和方向。预计货币政策将高度关注通胀走势，适时调整宽松步伐，重点推进结构性调节，加大改革力度，而非实施总量宽松。随着下半年 CPI 涨势逐渐回落，加上全球货币政策同向宽松，我国货币政策放松空间进一步打开，将更好地发挥逆周期调节作用。

二是加大逆周期调节力度，加强结构调整。2020 年，央行将继续通过降准、定向降准、MLF、TMLF、再贷款等定向工具激励金融机构对民企、小微、“三农”、扶贫等领域实施精准滴灌。2020 年，降准仍可期。当前经济仍需逆周期调节政策稳增长，同时考虑到以往央行往往在春节前通过各类货币政策工具组合注入更多流动性，应对春节期间大规模现金漏损带来的流动性需求，如 2017 年 1 月的临时流动性便利（TLF）、2018 年 1 月的临时准备金动用安排（CRA），以及 2019 年 1 月的分步全面降准，因此央行在春节前再次推出降准的可能性较大。随着通胀掣肘减弱，后续央行也仍有再次降准空间。

三是通过利率市场化推进引导贷款利率下行。降低实体经济融资成本仍然是 2020 年货币政策的重要目标，尤其是在年初通胀上行压力缓解后，贷款利率下行空间仍较大。央行将继续通过 LPR 报价缓步、小幅下行来逐步引导贷款利率下行。MLF 操作频率或将增加，在 LPR 报价前开展 MLF 可能成为常见操作，目的是强化其在 LPR 报价基准中的作用，通过 LPR 下降促进市场化降成本。目前金融机构风险偏好依然偏低，且企业自身融资意愿有待提升，但在政策发力下信贷结构正在逐步优化，预计 2020 年融资成本将进一步下行，市场融资环境继续改善，制造业和民企等领域融资将逐步修复。

四是防范化解重大金融风险。2020 年是防范化解金融风险的攻坚之年，央行将多措并举防风险，稳定市场信心。预计央行将重视银行业流动性分层现象，继续采取结构性措施加大对中小银行的定向支持，支持中小银行多渠道补充资本。同时，央行将进一步健全债券违约处置机制，继续加强对高风险企业的债券违约风险的排查和预警。此外，央行将继

续强化房地产市场资金管控，防止消费贷等资金违规流入楼市，并加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。

2. 财政政策展望：定向发力、精准施策

展望 2020 年，围绕稳增长的目标，财政政策将保持积极基调，定向发力、精准施策，增强有效性和可持续性。

一是继续降低企业税费负担，这是应对经济下行压力的关键之举。2019 年，我国减税降费力度空前，涉及增值税、个税等 12 个税种，养老保险等 19 个费种，规模超过 2 万亿元，对财政收支平衡构成较大压力，加之部分政策效果将延续至下一年，因此预计 2020 年减税的力度可能不及上年，其方向大概率是进一步完善结构性减税政策，以重点加强对小微、民企的支持。具体可能包括推进增值税、个人所得税及环境保护费等领域改革，完善消费税制度，调整征收范围、优化税率结构等。

二是扩大财政支出规模，优化财政支出结构。中央及地方开源节流，多渠道筹集资金弥补减收、大力压减一般性支出、硬化预算执行约束，以保持较高的财政支出强度。财政支出更多向重大基建项目和民生项目倾斜，以确保财政资金使用的有效性，筑牢稳定和扩大就业的根基。

三是上调赤字规模和赤字率。2020 年，在持续减税降费和严控房地产的政策背景下，财政面临较大的减收压力，同时受稳定就业、保障民生、污染防治等因素的影响，财政支出中刚性支出增加，考虑到 3% 的社会预期心理防线，加之赤字率过高会产生挤出效应扰动市场，预计赤字率目标为 2.8%-3.0%。

四是地方专项债继续扩容，但需引导资金运用。地方专项债不纳入预算赤字，额度进一步调升的概率较大，预计 2020 年发行规模将超过 3 万亿元。考虑到 2019 年虽然有超 2 万亿专项债发行，但是基建投资增速一直在低位徘徊并未突破 5%，主要原因在于专项债大部分用于棚改、土储两大领域，未形成有效投资。因此，2019 年 9 月初召开的国务院常务会要求提前下达的 2020 年专项债不得用于上述两个领域，但要扩大使用范围，重点用于交通、生态环保、职业教育、托幼、养老等 10 个领域。

五是探索优化体制机制推动减税降费更好落地。继续推进中央与地方收入划分改革，缓解地方财政运行困难，释放更多减税降费空间；优化纳税服务，简化申报流程，提高办税效率，进一步解决纳税人和缴费

人反映的痛点、难点、堵点，落实落细各项政策措施；有关部门密切跟踪、及时解决落实过程中的问题，加大督查力度，促进纳税人更好地享受政策红利。

3. 其他政策：需求侧继续发力，继续做好“六稳”工作

从近期的一系列重要会议看，决策层对于形势的判断相对谨慎：全国层面，当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大、猪肉等一些产品价格上涨较快、企业经营困难增多等矛盾交织；区域层面，地区经济走势分化明显，一些地方工业、投资等指标增速下滑较快，发展动力减弱，财政收支和保障民生压力较大。应对整体经济下行、地区走势分化，宏观政策要稳定、有效和落实。预计 2020 年经济政策的基调是继续落实好“六稳”部署，更有效运用好宏观政策逆周期调节工具，继续深化供给侧结构性改革，妥善应对各种风险和不确定性，努力保持经济金融平稳运行。

需求侧稳增长政策将继续发力。一是提振固定资产投资。随着减税降费政策的落地和金融机构增加制造业中长期贷款，制造企业融资环境将大幅改善，制造业投资有望回暖。二是房地产市场平稳健康发展。“房住不炒”的调控基调不会变，但在“因城施策”框架下，2020 年部分城市房地产政策将结构化边际松动。三多举措促消费稳增长。2020 年将增强消费对经济发展的基础性作用，加大开放力度，创新提升消费能级，大力培育新兴消费优化环境要素保障，预计将有拉动汽车、家电等消费的方案出台。四是发挥好出口对稳增长的支撑作用。2020 年，随着我国进一步扩大对外开放，加快营商环境的建设，贸易便利化水平持续提高，“一带一路”沿线市场的进一步扩容，外贸发展将上升到新的阶段。五是供给侧结构性改革助力稳增长。2020 年我国经济面临下行压力，需要以新发展理念为重要指引，进一步推进供给侧结构性改革，以经济高质量发展落实稳增长。

供给侧结构性改革将持续推进。供给侧结构性改革的重点是补短板、降成本和去杠杆。补短板方面，要加快农村、西部、民生等领域的基建，同时，要加快发展科技和创新短板。降成本方面，重点还是减税费。去杠杆的政策总体是明确的，重点是加快处置僵尸企业，推进债转股落地，降低国企资产负债率；规范地方政府举债行为、控制隐性债务。去产能

方面，要加快建立市场化、法治化的去产能机制，要加快完善企业破产制度。

产业方面，首先要紧密关注房地产市场走势，视情况适度调整调控力度，加快建立长效机制，力求房地产平稳调整，防止楼市大起大落。其次，要加大对先进制造业、服务业和战略性新兴产业的支持力度，加快传统产业的信息化、智能化改造步伐，培育新动能，加快建设现代化经济体系。同时，产业政策要从差异化、选择性转向普惠化、功能性，加强反垄断和反不正当竞争执法。

四、政策建议

面对经济下行压力，以及中美贸易摩擦带来的不确定性，建议宏观政策在稳增长的同时，着眼中长期目标，还应关注以下几个方面：一是积极有效应对中美贸易谈判，二是全面深化改革，三是全面扩大开放，四是加快推出房地产长效机制。

（一）积极有效应对中美贸易摩擦

中美在经历了一年多的贸易摩擦和谈判之后，有望在 2019 年底之前达成第一阶段协议，但随着向核心议题的逼近，后续谈判达成的难度将会上升。中美之间正由简单对抗向深入博弈、由经贸争端转变为广泛摩擦的转变，真正的博弈可能才刚刚开始。

回顾中美近百年关系史，合作则共赢，对抗则双输，未来的谈判基调应是“求同存异，合作共赢，携手构建人类命运共同体”，毕竟两国在诸多议题上仍然是相向而行。一是做好摩擦和磋商长期化的思想准备和战略准备，美国已经将中国定位为“战略竞争对手”，未来中美关系的主要基调也将是在竞争中发展；二是坚持在 WTO 框架下与美国进行谈判。把中美“双边谈判”和“在 WTO 框架内谈判”更好地结合起来，进一步彰显“经济全球化的维护者、贸易自由化的践行者、多边贸易体系的拥护者”的角色定位，反对各种形式的贸易保护主义和单边主义；三是尽量出台对冲措施，积极做好稳外贸、稳外资等工作，减少对于贸易部门和就业的冲击

（二）全面深化改革

2020 年，在稳增长的导向下，总需求政策的所占权重可能会更大，但从长远考虑，全面深化改革依然不能停步。建议从落实十九大提出的新发展理念及以人为本出发，聚焦解放和发展生产力，从供给侧入手破解不平衡不充分问题，继续全面深化改革。

一是从政府端入手，持续推进改善制度供给，致力于发挥市场的决定性作用、更好发挥政府作用，实现政府、市场“双到位”，以十九届四中全会《决定》以及《优化营商环境条例》等为契机，持续深化放管服改革，补齐营商环境短板，纾解痛点难点堵点问题；二是从金融供给主体入手，大力促进金融有效供给与实体经济有效需求的匹配，构建多层次、市场化、广覆盖新型金融体系，实现金融、实体“双发展”；三是从实体经济的外企、国企、民企等生产力供给主体入手，推动新一轮以土地制度改革、国有经济布局改革为核心的“对内放开”，实行更加积极的“民心政策”、民生政策、生态政策，从而留住和吸引外资、改革国资、壮大民资，推动农业现代化（工业化、绿色化）、制造业高端化、服务业便利化，持续推动经济转型升级，满足民众对美好生活的需要。

（三）全面扩大开放

2019 年，决策层通过一带一路国际高峰论坛、进博会等场合，持续释放出进一步扩大开放的最强音，向世界承诺“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”。同时，《外商投资法》的出台、金融开放 11 条的发布、诸多负面清单的更新、自由贸易试验区的扩围等，均表明了中国扩大开放的决心。

2020 年，建议一是从适应全球贸易制度“三个零”（零关税、零壁垒、零壁垒）的发展趋势出发推动新一轮“对外开放”；二是落实落细金融开放等相关措施，鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场，提升我国金融体系的活力和竞争力；三是进一步拓展开放范围和层次，推动制造业、服务业、农业扩大开放，以高水平开放推动高质量发展；四是保护外资合法权益，促进内外资企业公平竞争。

（四）加快推出房地产长效机制

住房问题关系千家万户的基本生活保障。当前，我国发展进入新时代，外部环境发生新变化，住房问题的解决面临新挑战、亟需新思路。政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，充分表明了高层的定力和决心，也有利于稳定市场预期。

2020年，建议从“满足人民对美好生活的向往”出发，变“价格目标型调控”为“发展目标型调控”，引入“德国模式+新加坡模式+中国式创新”，按照“政府市场双到位、商品房保障房双轨并行、供给需求两侧双激活”框架，尽快推出房地产调控长效机制，以促进房地产市场健康发展，满足人民的住房需求。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	19-3	19-4	19-5	19-6	19-7	19-8	19-9	19-10	2019E	2020E
国内生产总值当季										
GDP 同比增长, %	6.4			6.3			6.0		6.2	6.0
工业生产 当月										
增加值 同比增长, %	8.5	5.4	5	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	5.5	5.2
消费 当月										
社会消费品 同比增长, %	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.2	8.5
固定资产投资自年初累计										
总额 同比增长, %	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.5
房地产开发 同比增长, %	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.0	5.0
外贸 按美元, 当月										
进出口 同比增长, %	2.8	0.4	-3.4	-4	-0.7	-3.2	-5.7	-3.4	-5.7	-0.5
出口 同比增长, %	13.8	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1	-3.2	-0.9	0.1	2.0
进口 同比增长, %	-7.9	4	-8.5	-7.3	-5.6	-5.6	-8.5	-6.4	-4.4	-2.0
贸易差额 美元, 亿	324.2	138.4	416.6	509.7	450.5	348.3	396.5	428.1		
通货膨胀 当月										
CPI 同比增长, %	1.5	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3	3.8	2.9	3.6
PPI 同比增长, %	0.1	0.4	0.9	0.6	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-0.3	0
社融及货币信贷										
社融规模 人民币, 万亿	2.86	1.36	1.4	2.3	1.01	1.98	2.27	0.62		
新增信贷 人民币, 万亿	1.69	1.02	1.18	1.67	1.06	1.21	1.69	0.66		
社融存量 同比增长, %	10.7	10.4	10.6	10.9	10.7	10.7	10.8	10.7	10.8	10.6
M1 同比增长, %	4.6	2.9	3.4	4.4	3.1	3.4	3.4	3.3	3.4	3.5
M2 同比增长, %	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.4	8.5

*注：数据为 1-2 月累计增速

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院（民银智库）所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”（见右图）

