



2019年一季度宏观经济形势分析及对策建议

黄剑辉

中国民生银行研究院院长，中国经济体制改革研究会理事，中国新供给经济学50人论坛副秘书长，中国银行业发展研究委员会副主任，全国工商联智库委员会委员

2019年4月13日

目 录

一

全球经济形势：回顾与展望.....1

二

我国经济形势：回顾与展望.....16

三

政策建议.....40





(一) 一季度全球经济回顾： 下滑态势进一步确立

除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于抄袭！

邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：[《企业家第一课》](#)、[《企业家功成堂》](#)

谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信
获取更多干货



加入知识共享平台
一次付费 一年干货

一季度全球经济：下滑态势进一步确立

- **全球经济下滑态势进一步确立**

- 始于2016年的全球经济复苏共振在2018年呈现见顶迹象。受贸易保护主义抬头、美国货币政策持续收紧和地缘政治风险升温等因素影响，全球经济下滑态势进一步确立。2019年一季度全球贸易景气指数回落2.3个百分点至96.3，为2010年3月以来最低值；2019年3月全球制造业PMI为50.6%，与上月持平，为2016年下半年以来新低
- 2019年4月，IMF在《世界经济展望》中将2019全球经济增速预期下调0.2个百分点至3.3%，这是2018年10月以来的连续第三次下调，可能创全球金融危机以来的新低；世界银行将2019和2020年全球经济增长预期下调至2.9%和2.8%，分别低于2018年6月预测值0.1个百分点

- **主要经济体大多增速放缓**

- 美国经济开始降温。受库存下降、消费放缓、住宅投资下滑以及政府关门等因素影响，预计一季度美国经济将放缓至1.5%左右，较上季回落1.1个百分点。美联储政策立场由“鹰”转“鸽”，暗示2019年不加息，并表示将从5月开始放缓缩表进度
- 欧洲经济持续疲软。受内部政治风险上升、外部贸易摩擦加剧等因素影响，欧洲经济继续低位徘徊。预计欧元区一季度增速为0.7%，英国一季度增速为1.2%。英国“脱欧”悬而未决，欧央行将推出新一轮TLTRO
- 日本经济下行压力加大。全球贸易下滑，内需需求发力，日本一季度增速预计为0.3%。货币政策继续维持宽松基调，政策成本日渐上升
- 新兴经济体复苏分化，增长普遍不及预期。在美联储货币政策转鸽、国内通胀有所缓解和汇率压力减缓的背景下，印度、俄罗斯和南非等主要新兴市场经济体货币政策先后转向鸽派



美国：经济开始降温，美联储转向鸽派

- **美国经济开始降温**
- **下行力量开始积聚。** 3月PMI数据继续下滑，制造业及服务业PMI双双不及预期，尤其是制造业PMI跌至21个月低点，一定程度上反映出生产和出口的景气度继续下降
- **物价涨幅有所反弹。** 受油价反弹推动，3月CPI同比上涨1.9%，较2月上升0.4个百分点，但核心CPI同比上涨2%，较2月回落0.1个百分点
- **劳动力市场恢复稳健。** 3月新增非农就业19.6万人，环比大幅增长16.3万人，超市场预期；失业率为3.8%，与上月持平；劳动参与率为63%，较上月下降0.2个百分点

- **美联储继续释放鸽派信号**
- **美联储继续展现鸽派立场。** 美联储3月议息会议后宣布维持2.25%-2.5%的基准利率不变，下调今明两年的经济前景预期。根据最新的点阵图，美联储可能2019年全年不加息，2020年至多加息一次。美联储将从5月份开始放缓资产负债表的缩减速度，将减持国债的月度上限从300亿美元降至150亿美元，并在9月底终止缩表
- **美联储鸽派姿态并未提振资本市场。** 议息会议之后，美国10年期国债收益率继续回落，与3个月国债收益率之间出现倒挂，这是2007年以来的首次。美联储的鸽派姿态带来的估值提升，并未抵消掉未来企业盈利下滑的忧虑，资本市场出现大幅调整
- **市场对美联储降息预期有所升温。** 鲍威尔在发布会上表示“目前就业市场强劲，通胀接近2%目标，预期2019年美国经济增速坚实，美联储的展望整体偏正面”，但对经济预期的下调以及出乎意料的鸽派，仍然显示出对经济增长的隐忧。目前市场对于美联储降息的预期已明显升温

欧洲：经济持续疲软，欧央行推出TLTRO

- **欧元区经济复苏动能趋弱**

- **生产持续下滑。**欧元区3月制造业PMI由49.3 %回落至47.5%，连续第二个月位于收缩区间，创2013年4月以来新低；在国内需求支撑下，服务业对制造业放缓的抵御能力相对较强，录得53.3%，连续两个月有所提高
- **通胀仍处低位。**受食品、酒类和烟草类通胀显著下降拖累，2月CPI同比上涨1.4%，较上月微降0.1个百分点，连续5个月未达到欧央行2%的通胀目标；核心CPI同比上涨0.8%，较上月下降0.2个百分点，为2018年4月以来低点
- **下滑压力来自核心国家。**受外部需求放缓、汽车产业景气度下滑、欧美贸易争端尚未解决和政治不确定性影响，德国3月制造业PMI终值仅录得44.1%，创2012年7月以来新低
- **欧元区成为全球复苏的主要拖累。**OECD在最新报告中指出，欧元区域内贸易增长放缓、政治不确定性高涨以及商业信心疲软是造成欧元区经济放缓的主因，更强劲的欧元区工资与家庭支出前景，并不足以抵消这些负面因素

- **欧央行比预期更为鸽派，推迟加息时间至2020年，将推出新一轮TLTRO**

- 欧央行3月议息会议维持三大利率不变，将利率前瞻性指引由此前的“预计至少在2019年夏天前将保持利率不变”修改为“预计至少在2019年年底前将保持利率不变”，4月议息会议继续按兵不动
- **欧央行宣布将启动第三轮TLTRO**，持续时间为2019年9月至2021年3月，每次操作（贷款）期限均为两年。TLTRO-III将为欧元区银行提供低利率贷款，使欧央行货币政策立场更为宽松，有助于增强区内经济韧性，推动通胀重新接近官方目标
- **欧央行大幅下调增长和通胀预期**，分别将2019和2020年GDP增长预期较2018年12月下调0.6和0.1个百分点至1.1%、1.6%；通胀预期分别下调0.4和0.2个百分点至1.2%、1.5%，进一步远离官方通胀目标

日本：经济下行压力加大，政策成本日渐上升

- **经济下行压力加大，增长动力不足**

- **生产端陷入紧缩。** 2月工业生产指数同比下降1.0%，较上月下降1.3个百分点；3月制造业PMI为49.2%，较上月微幅回升0.3个百分点，连续两个月位于50荣枯线下方
- **消费疲弱。** 2月商业销售额同比下降0.8%，较上月下降0.1个百分点；3月消费者信心指数为40.5%，较上月下降0.7个百分点，连续第6个月恶化
- **出口低迷。** 2月出口同比下降1.2%，较上月回升7.2个百分点；进口同比下降6.5%，较上月下滑5.9个百分点；贸易顺差3390亿日元
- **通胀下滑。** 2月CPI同比上涨0.2%，与上月持平，环比上升0.0%；核心CPI同比上涨0.7%，较上月回落0.1个百分点，环比上升0.1%

- **货币政策继续维持宽松基调，政策成本日渐上升**

- **日本央行继续维持超宽松货币政策。** 一方面，在全球贸易争端不断和经济增速放缓的背景下，外需疲软对日本经济造成较大冲击，工业生产、房屋开工、零售销售、对外贸易等方面都表现出疲弱态势；另一方面，物价上涨动能不足，通胀率距离2%的目标仍然很远
- **货币政策成本日渐上升。** 截至2018年底，日本央行资产负债表规模已超过GDP规模，由于超宽松的货币政策保持不变，日本央行资产购买仍将继续，总资产仍趋于扩张，这无疑会导致持续的市场扭曲。低利率政策给银行业获利造成的长期下行压力，也可能导致金融系统不稳
- **财政压力不断上涨也制约着日本经济的发展。** 日本2019年财政预算首次突破100万亿日元，连续7年刷新历史新高

新兴市场：经济发展持续分化，多国货币政策转鸽

• 经济发展持续分化

- **印度扩张态势放缓。** 制造业和服务业PMI分别持平和弱于上季度，通胀于年初触及低点后小幅回升
- **巴西经济持续复苏。** 制造业和服务业PMI均好于上季度，连续多月扩张，通胀水平有所回落
- **俄罗斯经济有所放缓。** 制造业和服务业PMI均低于上季度，通胀持续升温
- **南非经济仍未企稳。** 制造业PMI和制造业生产指数均弱于上季度，仍处收缩区间，通胀压力有所缓解

• 多国货币政策转鸽

- **印度央行三个月内两次降息。** 4月4日，印度央行决定将基准回购利率下调25个基点，从6.25%降至6%。2月印度央行曾意外降息25个基点。不佳的经济增长情况或是印度央行采取宽松政策的主要原因，通胀放缓让政策制定者有空间支持政府刺激经济增长，印度政府在大选到来之际也正在为经济增长做最后的努力
- **巴西央行持续评估宽松立场。** 3月 28 日，巴西央行决定维持回购利率6.75%，这是继2018年底加息25基点以后，第二次维持回购利率不变，货币政策委员会将继续评估宽松的货币政策立场。为了实现均衡和可持续的增长，货币政策将继续侧重于将通胀预期锚定在接近通胀目标的中点
- **俄罗斯央行年内可能降息。** 3月22日，俄罗斯央行决定维持关键利率7.75%不变。俄罗斯央行表示，若经济发展符合预期，2019年将可能降息，货币政策重返宽松立场。央行维持2019年1.2-1.7%的经济增速预期，将2019年底通胀预期由此前的5.0-5.5%降至4.7-5.2%
- **南非央行重申经济需要刺激性货币政策。** 3月 21 日，南非央行决定维持指标利率6.5%，这是连续第8次维持基准利率不变。南非央行重申，当前的经济状况需要刺激性的货币政策。南非央行认为，近期经济活动数据不及预期，但是经济仍处于逐渐恢复的轨道上，通胀目前处于合理或舒适水平



(二) 2019年全球经济展望： 下半年或将企稳回升

2019年全球经济：下半年或将企稳回升

- **2019年全球经济将继续寻底**

- **全球**：金融周期进入下行阶段，贸易保护主义导致要素流动摩擦，地缘政治突发事件或将引发避险情绪
- **美国**：连续加息累积效应导致的金融环境收紧，减税等刺激政策的边际作用减弱，国际贸易摩擦加剧
- **欧洲**：欧美贸易摩擦升温，英国脱欧的不确定性，核心国家出口放缓
- **日本**：全球贸易放缓拖累出口，10月份消费税由8%上升至10%
- **新兴市场**：全球经济放缓、贸易保护主义和国内结构性问题等因素影响下，增长将继续分化、放缓

- **不排除下半年企稳回升**

- 本轮中国经济率先调整，随着一系列稳增长措施的相继见效，下半年经济大概率企稳回升
- 中美贸易争端顺利解决，全球经济的一大不确定因素消除，将有利于市场信心恢复
- 美国加息放缓甚至转向降息，对新兴经济体的收紧效应减弱，有利于其增长企稳
- IMF预测2020年全球经济增速将从3.3%反弹至3.6%，跟前次预测持平



美国：经济增速逐渐回落，风险因素不容忽视

- **潜在风险凸显拖累美国经济**
- **一是加息累加效应导致金融环境边际收紧。**美国国债收益率期限利差不断缩小，收益率曲线渐趋平缓，3月与10年期国债收益率3月末出现自2007年来的首次倒挂，这通常意味着经济面临衰退风险，实体经济和资本市场都将受到冲击
- **二是特朗普政府减税等经济刺激政策边际作用减弱，同时带来债务前景和财政状况进一步恶化等问题。**特朗普激进的税改政策影响更多集中在短期释放，同时，财政赤字大幅上升将进一步推高美国公共债务水平，一方面将影响美国财政和公共债务的可持续性，另一方面也可能挤出民间投资，对经济增长产生负面影响
- **三是国际贸易摩擦加剧可能会减缓经济增长。**2018年以来，美国总统特朗普在贸易保护主义的道路上渐行渐远，以加征关税为手段到处施压，与越来越多国家的经贸关系出现“裂痕”，引发与多国的贸易摩擦和争端，并招致其他国家的反制和报复措施，这将打击美国出口部门和制造业生产，伤害经济增长的可持续性和内在动力

• 美联储明确转向鸽派，年内或保持按兵不动

- 自去年底以来，美联储不断向市场释放鸽派信号，美国总统特朗普也多次公开呼吁美联储停止加息。目前市场对于美联储降息的预期有所升温
- 考虑到美国经济基本面今年将基本保持稳定，预计美联储年内保持按兵不动以稳定市场预期的可能性较大，待经济动能变化的证据累积到一定程度后，才会进行货币政策的实质性调整

欧洲：经济复苏仍将缓慢，货币政策正常化谨慎渐进

- **2019年欧元区增速预计由1.8%放缓至1.1%左右**
- 贸易保护主义抬头和全球经济复苏放缓将持续对欧元区外需和产出形成制约。特别是欧美贸易政策协调前景仍不明朗对德国等出口国影响巨大
- 英国脱欧一波三折、欧洲各国民粹主义抬头等不确定因素将继续影响投资者信心。
- 但欧洲的失业率持续下降，内需相对稳健，再加上欧元贬值对出口的抬升作用，欧央行继续宽松对经济的呵护作用，预计欧洲经济陷入衰退可能性不大

- **2019年货币政策维持宽松**
- 3月欧元区CPI同比上涨1.4%，连续5个月未达到欧央行2%的通胀目标。考虑到欧央行购债计划已告终结、经济下行风险加大，预计欧元区2019年通胀将持续低于欧央行目标水平。加之欧美贸易摩擦硝烟再起、英国脱欧前景未明，面临内外交困的境况，2019年欧央行将继续实施刺激措施
- 3月欧央行最新议息会议已公布的延迟加息、实施新一轮TLTRO等新举措强化了欧央行宽松的货币政策，4月议息会议也延续了这一立场。未来，到期债券再投资、修改利率前瞻指引以引导市场推迟加息预期、TLTRO等工具将继续为欧央行宽松的货币政策提供支撑

日本：经济继续小幅放缓，货币政策保持宽松

- **2019年日本经济增速预计由1.1%放缓至0.9%**

- 实施超宽松货币政策以来，日本劳动市场和企业业绩都有所改善，资本支出呈上升趋势，劳动力市场供求持续收紧有利于增加劳动收入、提振内需，从而带动经济增长。EPA和CPTPP正式生效、中日关系改善以及东京奥运景气都有助于提振经济
- 日美关于货物贸易协定（TAG）谈判的不确定性、2019年10月提高消费税率以及老龄化加剧、结构性改革进展不足等问题，或将拖累经济增长

- 货币政策继续维持宽松基调

- 通胀前景并不乐观，物价上涨动能仍显不足。2018年日本核心CPI同比上升0.9%，连续两年保持上升势头，但距离日本央行设定的2%的通胀目标仍然相去甚远。黑田东彦在接受采访时明确表示，计划到2023年任期结束时达到2%的通胀目标
- 经济增长踟蹰不前，未来还可能继续放缓，央行仍有呵护增长的意图。特别是随着安倍连任成功，安倍经济学的框架将继续保留

新兴经济体：增长整体放缓，风险依旧较多

- **IMF预计2019年新兴经济体增长率将小幅降至4.4%，比2019年1月预测低0.1%。**
- **印度增长势头有望继续保持**，预计2019年GDP增速为7.3%，低于2019年1月7.5%的预期增速，高于2018年6.7%的增速。2019年大选、长期贸易赤字以及非银金融机构流动性紧缩对经济前景构成压力
- **巴西经济保持复苏态势**，预计2019年GDP增速为2.1%，低于2019年1月2.5%的预期增速，高于2018年1.1%的增速。改革不及预期将是影响经济增长的主要因素，养老金改革困难重重
- **俄罗斯经济增速放缓**，预计2019年GDP增速为1.6%，持平于2019年1月1.6%的预期增速、低于2018年2.3%的增速。外部环境仍将制约经济前景的主要因素，国内经济依赖资源出口的发展模式有待转变
- **南非经济发展前景改善**，预计2019年GDP增速为1.2%，低于2019年1月1.4%的预期增速，高于2018年0.8%的增速。短期内经济脆弱性大、失业率高等长期问题难以解决，易受国际市场环境影响

- **风险依旧较多**
- 美联储转鸽暂停加息，来自美国压力有所下降
- 2019年是大选年，泰国、印尼、印度和南非等国都将面临选举，国内政治方面的不确定性较多
- 国际贸易尚未复苏，部分大宗商品价格承压，部分经济体内部乱等因素将拖累增长前景，各国状况将继续分化



(三) 2019年需关注的风险点

2019年需要关注的国际风险点

- 全球贸易摩擦在2018年骤然加剧，负面影响将在2019年进一步显现
- 中美贸易摩擦缓解，但欧美、日美之间矛盾有所升温，全球贸易将继续受到拖累



- 由于OPEC+减产幅度超出预期，今年以来国际原油价格持续飙升
- 大宗商品涨价与全球经济放缓同时发生，将在一定程度上限制各国政策宽松空间

- 美债收益率一度倒挂引发市场悲观预期，避险动机升温，可能引发资金逃向美债、日元、黄金等避险资产

- 英国脱欧、议会选举等继续冲击欧洲
- 美伊关系、俄乌关系再起波澜，委内瑞拉等地区国内紧张局势加剧

目 录

一

全球经济形势：回顾与展望.....1

二

中国经济形势：回顾与展望.....16

三

政策建议.....40



(一) 一季度中国经济回顾： 下行有所放缓

2019年一季度：下行有所放缓

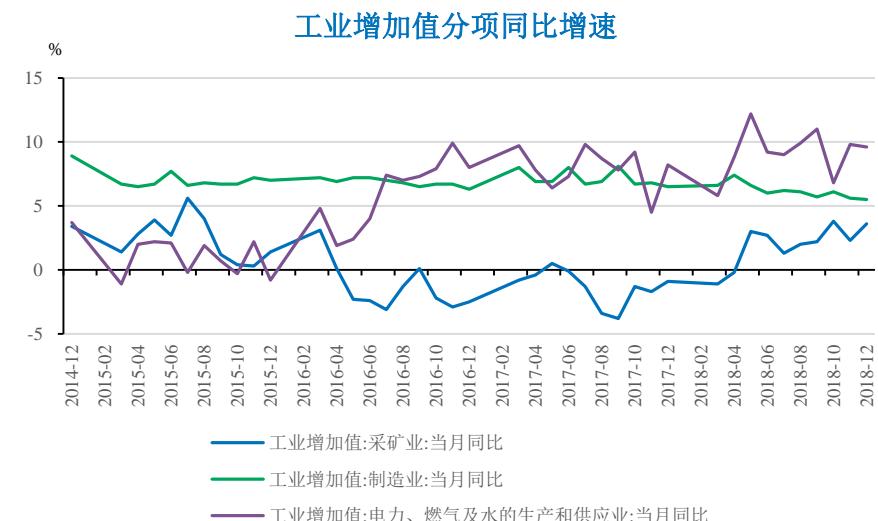
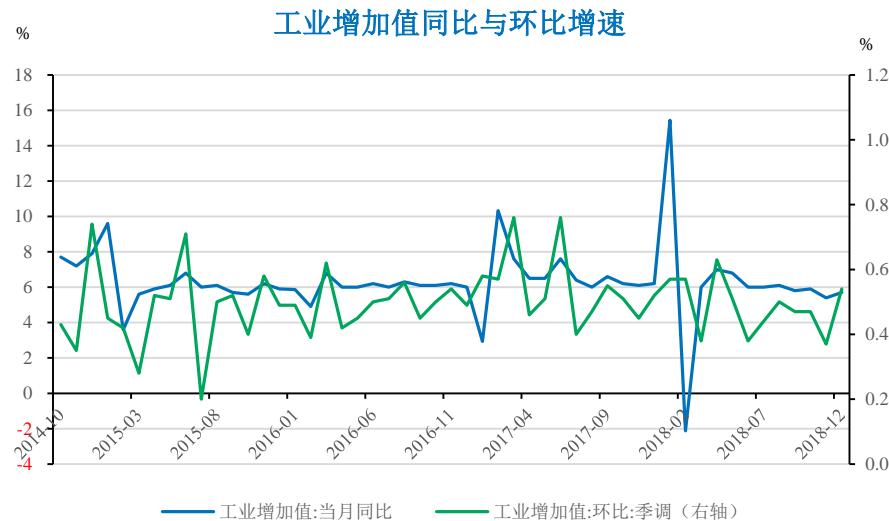
一季度我国经济运行显现积极迹象。一是剔除春节因素后1-2月工业增加值比去年12月份加快0.4个百分点，3月份制造业PMI重新回升至荣枯线以上，显示春节后开工强劲；二是投资在基建投资渐进复苏和房地产投资高位提升支撑下延续回暖态势，1-2月增速比2018年全年提高0.2个百分点；三是消费稳中有升，名义增速与去年12月持平，实际增速加快0.5个百分点；四是一季度信贷和社融均同比多增，累计增速反弹，为良好开局提供保障；五是金融市场运行平稳，人民币汇率继续升值，外汇储备连续4个月有所增加，股票市场趋于活跃。

但经济下行压力仍然存在。一是前两个月制造业投资和民间投资增速超预期下滑，显示企业信心仍然疲弱；二是房地产相关数据全面走软，在购置费分摊因素消退后开发投资增速或将继续回落；三是进出口在内外需疲软的大背景下预计仍将以下行为主；四是城镇调查失业率在2月份反弹，一定程度上会对居民消费形成拖累。**预计一季度经济增速为6.3%，较去年4季度的6.4%继续回落。**



1. 供给端：工业生产活动开始加快

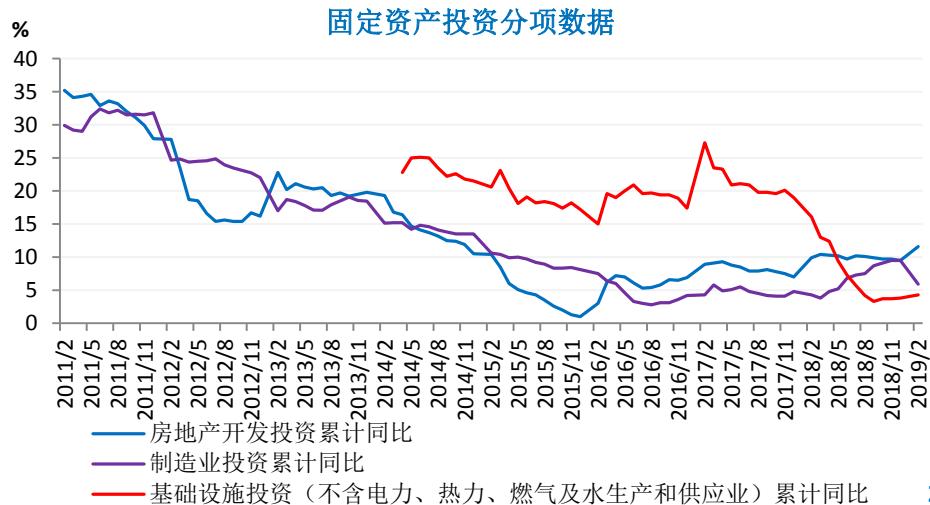
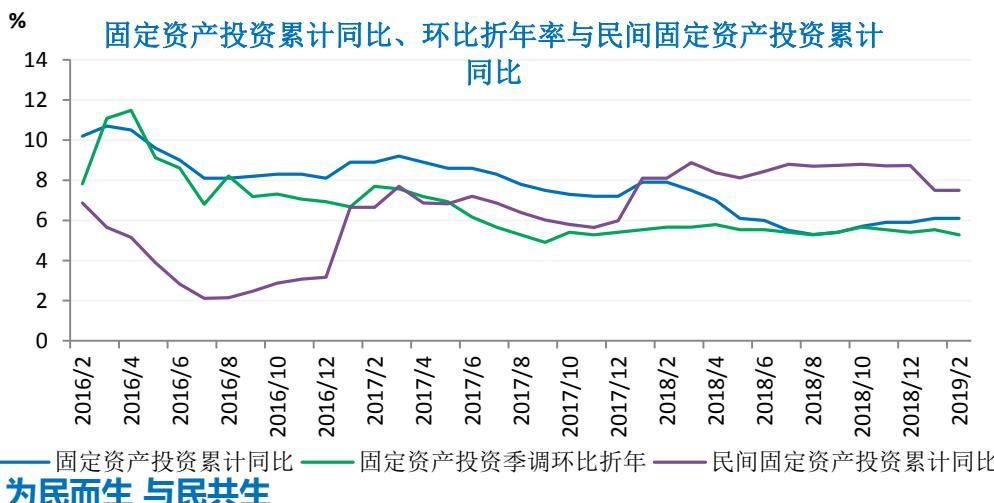
- 工业生产开始加快。**3月官方制造业PMI较上月显著回升1.3个百分点至50.5%，为2018年9月以来新高，生产、需求、库存、就业和预期分项指数全面较上月回升。其中，生产指数由上月的49.5%大幅升至52.7%，为7个月以来新高，预示着工业生产景气度显著回升；新订单指数较上月回升1个百分点至51.6%，连续两个月回升并位于扩张区间，为6个月高点，加之新出口订单和进口指数也双双升至6个月高点，显示需求有所转好
- 高频数据显示3月工业生产活跃。**3月6大发电集团日均耗煤同比增速为4.2%，为2018年8月以来首次转为正增长，高炉开工率周平均开工率同比增速由1-2月的-0.9%升至0.8%，粗钢产量同比增速由1-2月的6.5%升至6.9%，汽车轮胎的钢胎和半钢胎周平均开工率同比增速分别由上月的1.6%和-7.8%显著升至5.6%和1.2%。此外，2018年3月工业增加值同比增速为近三年同期低点，预计3月工业增加值同比增速升至6.0%



2. 需求端：投资延续回暖态势

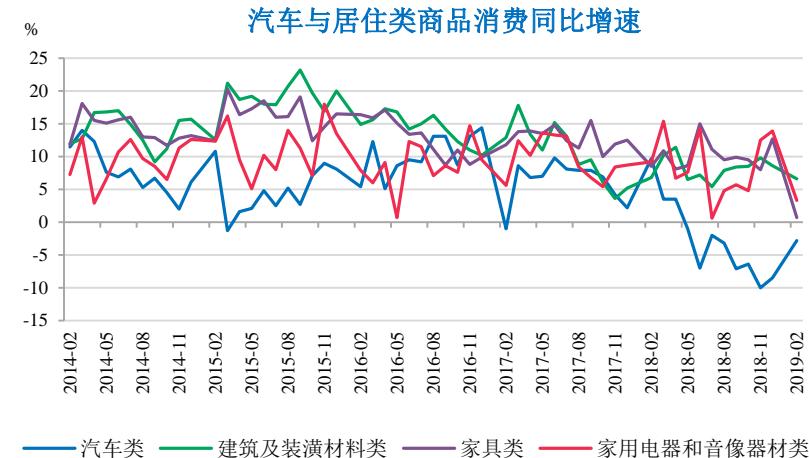
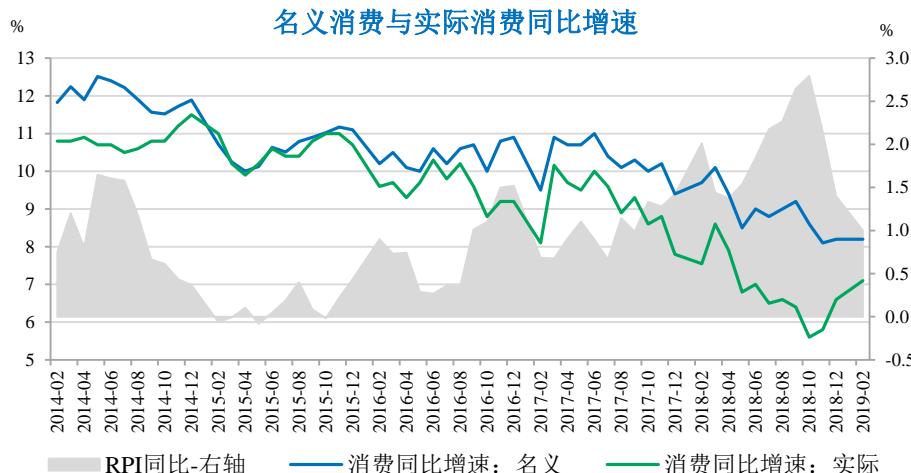
- 2019年1-2月投资延续回暖态势

- 1-2月投资同比增长6.1%，比2018年全年提高0.2个百分点。财政政策继续加力提效，货币政策强化逆周期调控，基建投资补短板力度加大，为稳投资营造了良好环境，因此投资继续企稳回升
- **基建投资复苏基础进一步稳固。** 1-2月第三产业中的基础设施投资增速较2018年全年回升0.5个百分点至4.3%，各地加快项目集中开工，地方债发行前置，1-2月信用投放出现转暖，均为基建投资提供了支撑
- **制造业投资高位显著回落。** 1-2月制造业投资同比增速较2018年全年大幅回落3.6个百分点至5.9%，是2018年4月份以来首次回落。一方面，2月PMI数据显示制造业当前呈供需两弱局面；另一方面，由于今年春节较去年提前，部分企业开工较晚，2月有效工作日显著少于去年
- **地产投资逆势强升，关键指标全面回落。** 1-2月房地产开发投资同比增长11.6%，是2014年12月以来的最高水平。从关键指标来看，新开工、销售、土地购置、资金来源等增速全面回落，开发投资逆势强升与施工增速回升以及前期土地购置费递延支付带来的滞后影响有关



2. 需求端：消费开局平稳，保持升级势头

- **1-2月社会消费品零售总额增速与上年12月持平。** 1-2月份，社会消费品零售总额同比名义增长8.2%，增速与上年12月持平；扣除价格因素实际增长7.1%，较上年12月加快0.5个百分点。与汽车消费降幅大幅收窄、餐饮和通讯器材等消费增速加快有关
- **消费升级态势延续。** 表现为网上零售继续保持快速增长、乡村市场零售占比稳步提高、部分升级类商品增速加快、旅游文化等服务消费较快增长
- **消费仍有支撑。** 一是个税新规的全面实施将进一步增加居民的可支配收入；二是基数效应减弱，汽车消费拖累有所减弱；三是中央及地方陆续出台了一系列政策措施改善居民消费能力和预期。**但需关注居住类消费放缓和失业率上升的冲击。** 前两个月商品房销售转负，将会导致居住类消费增速下滑，而2月份城镇调查失业率由4.9%回升至5.3%，这是2017年1月有统计以来的次高水平，可能会影响居民收入进而拖累消费



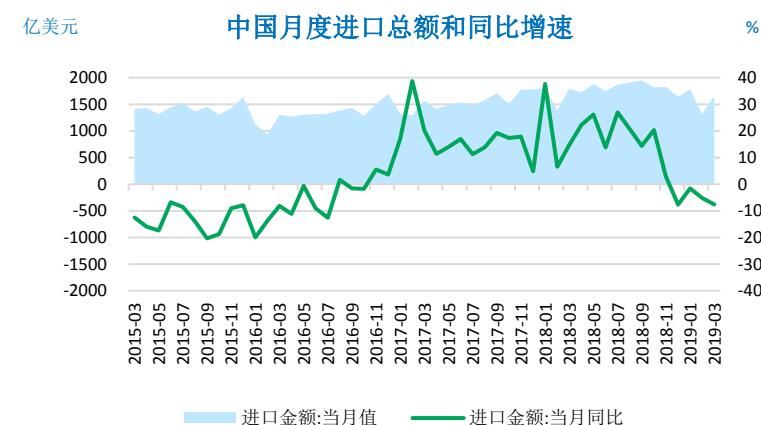
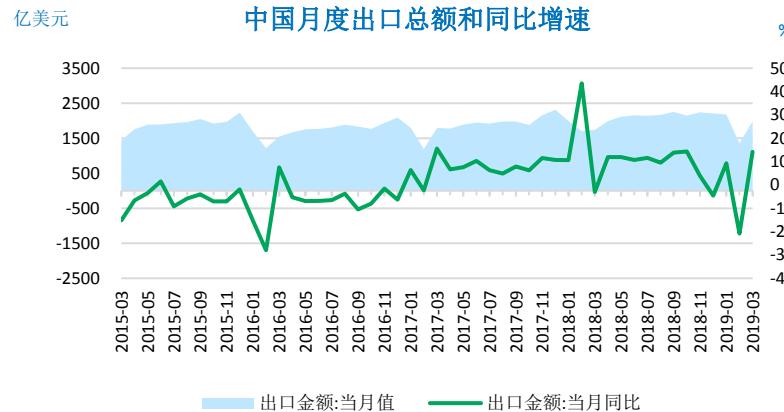
2. 需求端：进出口增速双双回落

- 3月出口超预期增长，进口超预期下降

- 3月出口1986.7亿美元，同比增长14.2%，进口1660.3亿美元，同比下降7.6%，进出口增速均超市场预期。贸易顺差326.40亿美元，去年同期逆差57.69亿美元
- 出口上升原因包括：**一是春节后企业复工情况好于预期，二是对欧盟、东盟以及“一带一路”沿线国家出口增长较快**
- 进口下滑原因包括：**一是内需依旧低迷，二是自美国、韩国、日本进口大幅下降**

- 一季度进出口有所放缓，二季度将实现温和增长

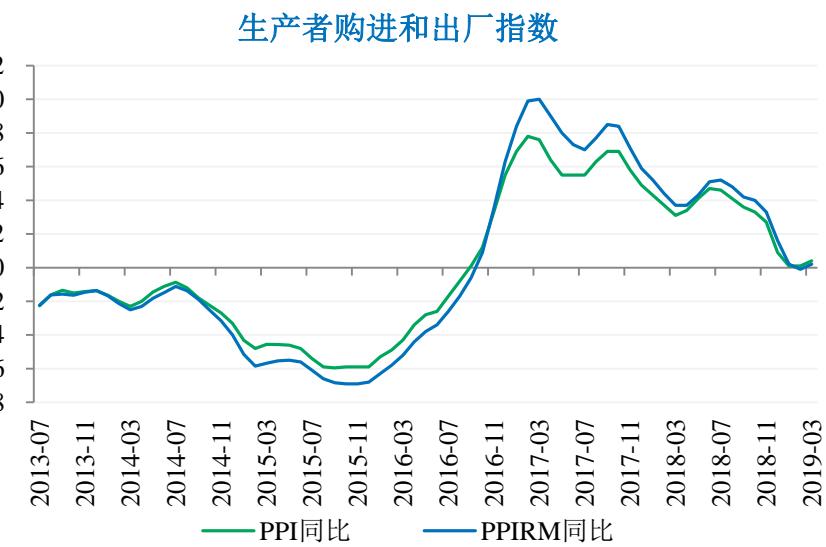
- 1季度出口5517.6亿美元，增长1.4%；进口4754.5亿美元，下降4.8%，均弱于去年同期和去年全年
- 考虑到贸易伙伴多元化取得积极进展，进出口商品结构进一步优化，外贸内生增长活力较强，跨境贸易便利化程度不断提高，加之中美经贸谈判取得新的进展，二季度外贸有望温和增长



3.通胀：CPI大幅上升，PPI触底反弹

- 3月CPI同比升至2%以上，PPI见底回升

- **3月份CPI同比上涨2.3%，较2月上升0.8个百分点。**主要原因在于食品价格未出现显著的节后回落效应。
- **猪肉价格上涨提供支撑。**非洲猪瘟去产能效应显现，3月猪肉环比上涨1.2%，抵消了大部分其他食品的跌幅。
- **非食品价格节后下降，能源价格涨幅较大。**衣着价格新季上涨，成品油推升交通燃料价格，居住与医疗小幅上涨；家庭服务、旅游、文化教育、其他服务等受节后效应大降。
- **3月PPI同比上涨0.4%，暂无通缩风险。**环比上涨0.1%，全球大宗商品价格有所回升，国内工业品出厂价格止跌回升。
- **核心CPI同比上涨1.8%，环比下降0.3%。**通胀压力主要来自于食品和能源，核心稳定，货币政策受压不大。



4. 金融环境：信贷和社融增长显著回暖，为经济开局提供保障

- 3月新增信贷超出预期，企业贷款回暖明显

- 3月人民币贷款增加1.69万亿元，创2010年以来同期新高，同比多增5777亿元。其中，居民短期和中长期信贷投放两旺；3月企业生产和市场需求双双改善也带动企业贷款显著增长，票据融资的贡献则有所减弱
- 一季度信贷同比多增9526亿元。其中，居民短期贷款同比少增377亿元，中长期贷款同比多增900亿元；企业贷款则同比多增1.39万亿元，其中企业短期贷款同比多增逾4500亿元，中长期贷款同比多增1200亿元，票据融资多增逾8000亿元，是一季度信贷投放主力

- 表外融资小幅扩张，与信贷共同支撑社融增速走高

- 3月社会融资规模增量为2.86万亿元，同比多增1.28万亿元，超过1月和2月的总增量，主要带动因素来自货币信贷和表外融资的同步走高。其中，新增人民币贷款同比多增8166亿元；表外融资同比多增3353亿元，是2017年10月以来的最高同比增量，结束了前期大幅收缩格局，主要受信托贷款和未贴现银行承兑汇票带动
- 3月末社会融资规模存量同比增长10.7%，连续3个月保持在10%以上。一季度社融增量累计达8.18万亿元，同比多2.34万亿元。宽货币向宽信用的传导逐渐生效，社融重现扩张态势

- M2增速再现反弹，创一年来新高

- 3月末，M2同比增长8.6%，较2月末回升0.6个百分点，达到一年来最高水平，一方面与季末财政投放力度加大有关；另一方面，信贷投放回暖也带动了贷款派生力度提高



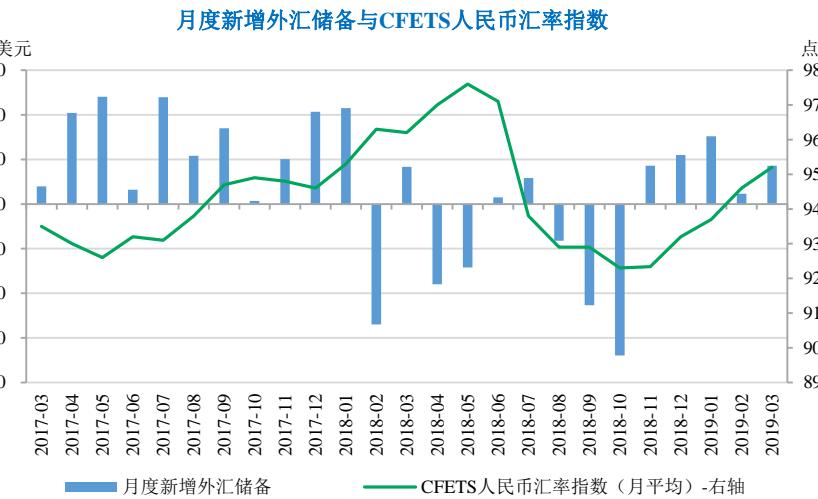
4.金融环境：人民币震荡走升，外汇储备连续回升

- 人民币汇率震荡走升

- 年初以来，人民币兑美元震荡走升，中间价由去年末的6.8632升至3月末的6.7335，在岸即期汇率由6.8658升至6.7202，离岸即期汇率由6.8819升至6.7232
- 人民币兑美元升值，主要受两方面因素影响：一是我国经济企稳预期增强。社会融资和新增信贷等数据超出预期，针对改善民企融资的相关配套措施陆续出台，对市场信心形成提振。二是资本加速流入。中美贸易谈判向乐观方向发展，导致避险情绪降温，外资加速流入，对人民币汇率形成较强支撑

- 外汇储备连续回升

- 截至3月末，我国外汇储备规模为30988亿美元，环比增加86亿美元，连续五个月增加。3月份，主要受中美经贸谈判、欧美央行货币政策预期调整、英国退欧不确定性等多重因素影响，美元指数小幅上升，但金融资产价格也有所上涨，汇率折算和资产价格变动等因素综合作用，外汇储备规模小幅上升



5. 政策基调：逆周期调节提前发力

年初以来，财政、货币和其他宏观政策提前发力：

财政政策
提前发力

2019年4月3日，国务院常务会议确定今年降低涉企收费措施；
2019年3月26日，国务院常务会议落实降低社会保险费率部署；
2019年3月20日，国务院常务会议明确降低增值税税率配套措施，决定再推四项减税措施；
2019年1月9日，国务院常务会议决定针对小微企业、创投企业2000亿元普惠性减税措施；
2019年1月1日，个人所得税减税措施全面启动，减轻个人负担刺激消费

货币政策
逆周期调节

2019年2月20-24日，开展第一期CBS操作，发放抵押补充贷款（PSL）；
2019年1月24日，创设央行票据互换工具，为永续债提供流动性支持；
2019年1月4日，宣布分两次下调金融机构存款准备金率1个百分点，释放流动性约1.5万亿元；
2019年1月2日，宣布放宽普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准；
2018年12月19日，创设定向中期借贷便利（TMLF），定向降息支持小微企业和民营企业

稳增长政策
全面发力

中办、国办：印发《关于促进中小企业健康发展的若干意见》；
中办、国办：印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》；
央行等五部委：联合发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》；
发改委、商务部：发布《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》公开征求意见；
发改委等18部门：力推公共服务补短板、强弱项、提质量



(二) 2019年中国经济展望： 政策加码，前低后高

2019年经济增速预计为6.4%左右

2019年，我国经济内外部挑战犹存。一是全球经济复苏疲软与人民币汇率走高将使2019年出口承压；二是本轮基建投资扩张着重精准发力、优化结构，“大水漫灌”式强刺激下的高增不会再现，难以对冲制造业与房地产业投资的趋势性回落，投资仍有下行压力；三是居民收入增长放缓与杠杆率较高将继续制约消费增长空间；四是在经济下行压力加大、金融机构风险偏好持续偏低的背景下实体经济融资能否有实质性改善存在不确定性。

《政府工作报告》将今年增长目标设置为6.0-6.5%，时隔两年之后再次采取了区间形式，既和上年经济增速相衔接，也表明不会让经济运行滑出合理区间。今年政府工作特别强调“以改革开放激发市场主体活力，以市场活力顶住下行压力”。**随着外贸形势趋于缓和、金融环境趋于宽松、减税降费逐渐落地，经济有望从二季度开始逐渐企稳，全年将会落在6.4%左右。**



1. 供给端：工业下行放缓，服务业企稳回升

- **2019年工业增加值同比增速由6.2%回落至6.0%左右**
- **从制约因素来看**，一是全球复苏放缓致使外需疲软，叠加贸易摩擦进一步拖累我国出口，致使企业生产放缓；二是房地产投资或将继续放缓，内需未见显著改善，将制约中下游制造业生产增长；三是工业企业利润当月同比增速自2018年二季度以来持续大幅下滑，可能降低企业生产意愿和扩大生产投入能力生产动能减弱
- **从支撑因素来看**，一是大宗商品价格企稳，PPI止跌回升，预计推动工业企业利润回升以及企业生产意愿和能力增强；二是减税降费政策将对拉动进出口和促进制造业企业产生一定支撑；三是货币信用传导机制疏通有助于解决民营经济和小微企业融资难问题，改善营商环境等政策措施有望对工业企业的持续经营形成助力

- **2019年服务业生产指数由7.7%回升至8.0%左右**
- **从支撑因素来看**，**政策方面**，减税降费有利于降低企业经营成本，改善营商环境和进一步扩大服务业开放，有利于激发服务业市场活力。**服务业自身动能方面**，以互联网和相关服务为代表的新兴服务业继续快速增长，引领服务业产业结构优化升级与质量提升，以电子商务和共享经济为代表的新消费模式快速发展，为服务业积蓄新动能
- **从制约因素来看**，工业生产下行恐将拖累交通运输、仓储邮政以及租赁和商务服务业等相关行业增长；房地产销售增长保持低位将拖累相关服务业增长

2. 需求端：投资贸易放缓，消费有望反弹

- 预计2019年投资增速由5.9%小幅回落至5.5%左右

- 2019年稳增长发力将为投资托底，但本轮基建投资扩张着重精准发力、优化结构，“大水漫灌”式强刺激下的高增不会再现，难以对冲制造业与房地产业投资的趋势性回落，投资仍有下行压力
- **基建投资2019年全年回升至8%左右。** 稳增长继续发力，地方政府债券提前发行、专项债券规模增大将保障基建投资资金来源，基建投资重新为经济托底。但基建投资的精准性和有效性将进一步提高，深度贫困地区与中西部地区的交通、水利、生态、“三农”等领域重大工程项目将受到重点支持
- **制造业投资增速回落至5%左右。** 制造业由于基数效应、需求下滑、盈利恶化等因素已进入主动去库存阶段，制造业投资全年以回落为主，但随着政策效应显现、PPI指数反弹，下半年有望阶段性回升。
- **房地产开发投资回落至4%左右。** 2019年，因城施策、分类调控为楼市调控主要特征，部分地区房地产政策可能出现微调，但“房住不炒”定位不会改变，调控将以稳为主，首要目标是防止房价大起大落。在此背景下，房地产各主要指标将以回落为主，前期主要支撑房企资金链的销售回款将放慢，导致资金压力加大，进一步拖累土地购置开发，因此整体投资增速将继续处于下行区间



2. 需求端：投资贸易放缓，消费有望反弹

- 预计2019年消费增速由9.0%小幅回升至9.2%

- **大规模减税降费将增加居民可支配收入。**个税改革全面落地，有利于增加居民可支配收入；减税降费规模将超过2万亿元，会导致产品降价，利好最终消费者，也会推动企业盈利上升，间接提高居民收入水平
- **汽车消费拖累减弱。**今年以来，汽车销售仍处于下行通道，但相比于去年四季度跌幅均有所收窄。年初发改委等部门促进汽车消费，叠加增值税税率下调的推动，今年汽车消费的拖累因素将大大减弱
- **房地产相关消费有望企稳。**3月份，商品房成交呈现结构性回暖，前期回调充分的一二线城市住房成交量显著回升。在年初以来流动性充裕的背景下，多地个人房贷利率有所松动，部分城市楼市调控政策也有微调，有望对房地产相关消费产生拉动作用
- **消费者信心增强。**随着各项稳增长政策的相继落地，资本市场大幅反弹，加之企业进入开工季之后用工情况有明显好转，在一定程度上增强消费者信心

- 消费市场面临的问题仍然比较突出

- 居民消费意愿已从去年四季度的28.6%回落至今年一季度的25.9%，供给短板仍有待补齐，消费环境仍有待完善
- 围绕促进形成强大国内市场这一目标，仍需在增强居民消费能力和消费意愿、扩大重点领域消费、营造良好的消费环境等方面持续攻坚



2. 需求端：投资贸易放缓，消费有望反弹

– 2019年出口增速由9.9%回落至3%左右

- 全球经济面临下行拐点。近期国际组织均下调了2019年增长预期，外需环境将趋于走弱
- 对美出口可能会明显回落。2018年对美国出口的抢跑相当大程度上透支了2019年的出口空间，再加上美国经济增速的回落，2019年对美国出口增速将会明显下行
- 人民币由弱转强对出口不利。由于美国经济下行压力显现、美联储加息预期减弱，2019年美元指数或将走弱，人民币汇率则会被动走强。相应地，汇率对于出口的支撑也会相应减弱

– 2019年进口增速由15.8%回落至10%左右

- 政策鼓励进口。以举办中国国际进口博览会为契机，我国将削减进口环节制度性成本，降低关税，扩大进口空间，更好满足国内企业和消费者需求。中美贸易摩擦如能得到缓解，我国也将加大从美国进口力度
- 进口结构升级。从2018年看，机电设备对进口增长的贡献率已经达到39.6%，较上年提升9.3个百分点，表现出明显转型升级势头。预计2019年，先进制造所需的关键设备进口仍然旺盛
- 考虑到2019年内需的放缓以及大宗商品价格的回落，预计2019年进口增速降至10%左右



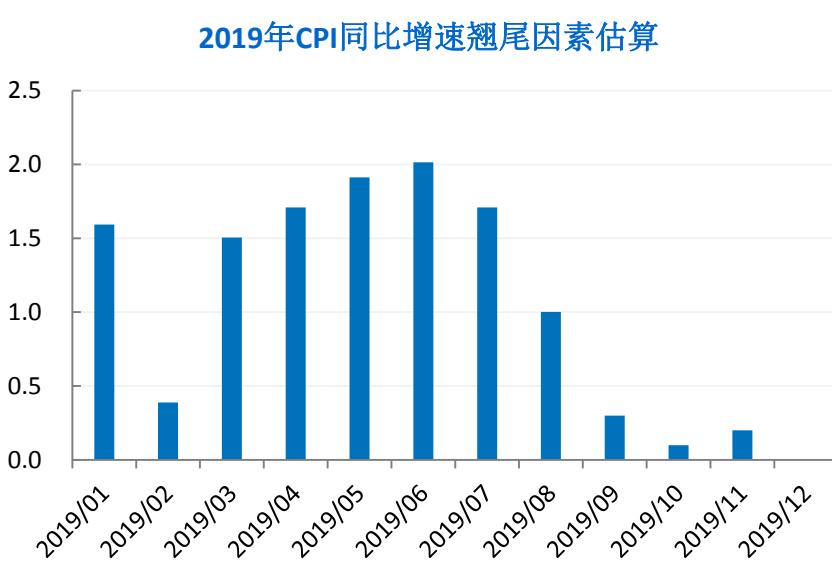
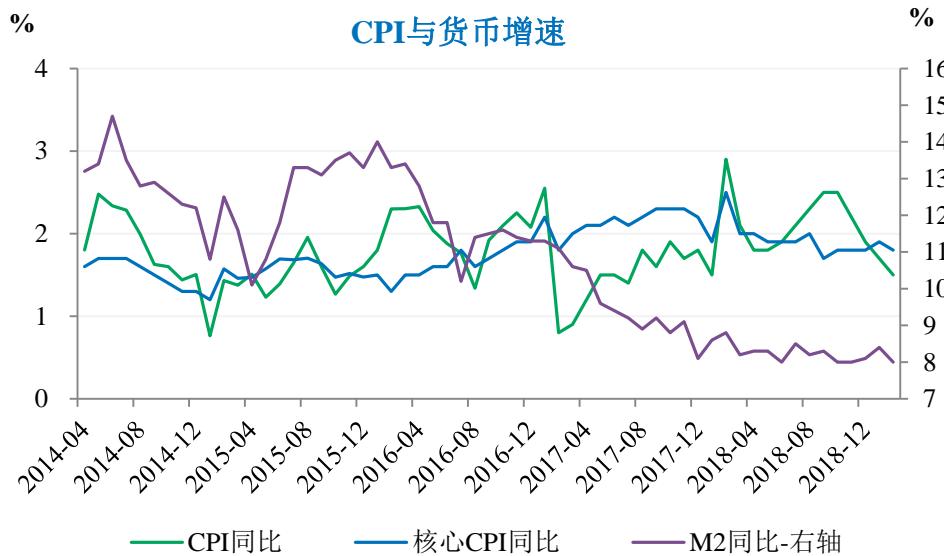
3. 通胀展望：二季度将回升，全年保持温和

- 预计全年通胀保持温和

- 猪肉价格进入上涨周期将推动食品价格保持温和上涨，非洲猪瘟影响供给将在下半年显现。
- 非食品增速平稳。价格回落集中在制造业，能源价格受供给因素波动，医疗、教育娱乐等服务业继续上涨。
- 货币增速维持低位，全年通胀不会出现大幅上涨。

- 预计二季度CPI有所回升，PPI短期企稳，但下半年或短期陷入通缩

- 预计二季度CPI将保持在2%以上。PPI短期在0-1%区间企稳，但进入下半年仍有可能负增长
- 整体看通胀应不是2019年经济的核心矛盾——不过仍需注意猪肉等部分食品价格带来的结构性通胀压力问题



4. 金融环境：稳杠杆助力宽信用

- **预计2019年M2增长8.8%，社会融资规模存量同比增长11.0%，相比2018年明显回升。**在美联储加息节奏可能放缓的背景下，我国货币政策放松空间进一步释放，将更侧重国内经济平衡，致力于稳增长目标，加快疏通货币信贷传导梗阻，促进银行体系信用扩张，金融供给偏紧局面有望得到改善
- **降准仍有空间，但相比之前有所收窄。**央行将延续“收短放长”的流动性调节思路，通过定向降准、MLF、PSL等货币政策工具加大中长期流动性投放，为“宽货币”传向“宽信用”创造条件。但由于总准备金率与主要国家大致相当，降准空间边际收窄
- **可择机下调政策利率。**目前DR007运行中枢约为2.5%，已低于7天期公开市场逆回购操作2.55%的水平，加上美联储转鸽、人民币走稳，央行已具备引导货币市场利率下行条件。
- **人民币汇率弹性将继续增强，波幅预计在6.5-6.9之间。**一方面，强势美元周期趋于见顶，但急转直下的可能性较低，预计年内维持区间震荡的概率较高。另一方面，我国经济将逐渐企稳，中美贸易谈判也取得实质性进展。整体来看，2019年，人民币汇率或呈现先强后稳、双向波动态势，全年维持在6.5-6.9之间宽幅震荡，破7可能性不大

5. 政策基调：以市场活力顶住下行压力

《政府工作报告》要求：

正确把握好
宏观政策取向

继续实施**积极的财政政策和稳健的货币政策**，实施**就业优先政策**
加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间，**全年经济增速在6.0-6.5%**。

把握好
三组关系

一是统筹好国内与国际的关系；
二是平衡好稳增长与防风险的关系；
三是处理好政府与市场的关系。

抓好十项
重点工作任务

一是继续创新和完善宏观调控，确保经济运行在合理区间；**二是**激发市场主体活力，着力优化营商环境；**三是**坚持创新引领发展，培育壮大新动能；**四是**促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力；**五是**对标全面建成小康社会任务，扎实推进脱贫攻坚和乡村振兴；**六是**促进区域协调发展，提高新型城镇化质量；**七是**加强污染防治和生态建设，大力推动绿色发展；**八是**深化重点领域改革，加快完善市场机制；**九是**推动全方位对外开放，培育国际经济合作和竞争新优势；**十是**加快发展社会事业，更好保障和改善民生。

财政政策加力提效

财政政策方面，根据逆周期调节的要求，注重加力提效。一方面，通过进一步减税降费、在预算安排上增强力度，支持实体经济发展、支持供给侧结构性改革和打好三大攻坚战、加强保障和改善民生；**另一方面**，通过加快财政支出和地方政府债券发行使用进度、大力压减一般性支出、取消低效无效支出、不断优化财政支出结构、全面实施预算绩效管理，提高财政资金配置效率和使用效益，更好地发挥积极财政政策的作用。

减税降费力度 显著加大

今年的减税降费目标近2万亿元，与2018年实际1.3万亿元的规模相比，减税降费力度进一步加大，有利于减轻企业负担、激发市场活力。具体措施包括下调增值税税率、对小微企业实施普惠性税收减免、明显降低企业社保缴费负担、以改革推动降低涉企收费等。

支出规模进一步 扩大

今年计划财政支出23万亿元，规模较去年扩大2万亿元，中央对地方均衡性转移支付增长10.9%。

赤字规模和赤字 率上调

今年赤字拟安排2.76万亿元，其中中央财政赤字1.83万亿元，地方财政赤字0.93万亿元，较2018年增加0.38万亿元；赤字率拟安排2.8%，比去年预算调高了0.2个百分点，但并未如市场预期上调至3%，预留了一定的政策空间。

继续扩大专项 债规模

今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。

货币政策松紧适度

货币政策定调不提“中性”字眼，这意味着货币政策各大目标的重要性发生了调整，稳增长的权重显著提升，货币政策将在逆周期调节的宏观政策组合中发挥更大作用，其松紧将主要取决于实体经济需求，具体而言就是“**广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配**”。而全球主要央行集体转鸽，也为我国货币政策逆周期调节提供了空间

保持合理充裕的流动性环境

2019年，央行将以数量调控手段为主，兼用价格调控手段，继续运用降准、TMLF等货币政策工具加大中长期资金投放，促进货币信贷合理增长，同时完善市场化的利率形成、调控和传导机制，提高货币市场利率向信贷市场利率的传导效率，引导贷款成本下降

结构上有所侧重

发挥结构性货币政策的精准滴灌作用，将民营企业和小微企业等实体经济关键领域和薄弱环节的融资改善作为主要发力点，继续大力疏通货币政策传导机制。从化解银行资本不足、信贷投放制约和利率传导不畅等约束入手，以永续债为突破口增强银行资本补充手段，完善金融机构考核机制，激励其加强对民企、小微的信贷支持，加快利率市场化改革，切实为实体经济提供支持

深化利率市场化改革

当前利率市场化已来到“最后一公里”，实现的关键在“两轨合一轨”，要逐步取消存贷款基准利率，强化央行政策利率体系的引导功能，继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，健全市场化的利率形成机制

注重内外均衡，以内为主

继续坚持汇率市场化改革导向，加大市场决定汇率的力度。一方面，人民币汇率波动的灵活性和双向浮动弹性将进一步增强，有利于货币政策的独立性和有效性；另一方面，必要时央行将加强宏观审慎管理，稳定市场预期，促进人民币汇率的基本稳定，为货币政策专注国内平衡提供空间



(三) 2019年需关注的风险点

当前需关注的国内风险点

- 房地产市场震荡

- 今年前两个月，商品房销售面积同比增速-3.6%，为2015年6月以来首次负增长，新开工面积、土地购置以及资金来源增速全面回落，只有施工面积增速略有反弹。
- 一二线城市近期有所回暖，但三四线城市销售继续回落，不同城市间出现分化。既应防止一二线城市的大幅度反弹，也要关注三四线城市的超预期回落。

- 就业压力上升

- 经济下行压力加大，就业形势日益严峻。2月调查失业率反弹至5.3%，为2018年初公布以来的最高水平；3月制造业PMI和非制造业PMI中的从业人员都反弹了0.1个点，但仍在荣枯线以下的偏低水平
- 作为吸纳就业主力军，民营企业经营困难依旧较大。国家虽然出台了一系列扶持民营企业的政策，但是企业面临的融资和准入等问题尚未完全解决，企业投融资活动仍可能进一步放缓

- 可能出现的运动式放贷

- 今年监管层对中小企业融资难融资贵问题极为重视。既出台了市场化的政策（如激励相容的考核机制、降低风险溢价的一系列举措、科创板的推出），也提出了行政性的指标要求（比如“两增两控”、30%增速要求）
- 需要高度注重稳增长和防风险的平衡，不能以牺牲风险控制底线投放信贷资源。如果采用运动式方式支持小微企业融资，可能会导致金融体系信用风险的快速累积，从而形成新的风险隐患

目 录

一

当前全球经济形势：回顾与展望.....1

二

当前中国经济形势：回顾与展望.....16

三

政策建议.....40

“稳外修内”并进，全方位积极有效应对中美贸易摩擦

2月，中美第七轮经贸高级别磋商取得实质性进展，双方在重要结构性问题上进行了富有成效的磋商，3月1日的关税升级延后。3月，双方就中美经贸问题举行多轮电话磋商，在北京举行第八轮中美经贸高级别磋商。4月初，在华盛顿举行的第九轮中美经贸高级别磋商顺利结束，协议文本方面取得新的进展。其后，中美双方进行了通话，讨论了遗留问题

- 中美关系基调应是“求同存异，合作共赢，携手构建人类命运共同体”

- **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**保持定力，对内持续推进结构性改革，继续推进“放管服”改革和知识产权体制改革，降低成本、放宽准入、改善服务、激发主体活力
- **四是**以贸易战为契机加快改革开放，放宽金融、制造业等领域的市场准入，扩大商品和服务进口，推动产业结构调整，强化知识产权保护
- **五是**加强与非美经济体联系和合作，寻求开放发展的新的空间

运用“四分法”全面重新认识政府与市场的关系

可采用“**四分法**”，将经济社会按照政府与市场的关系划分为四大领域

战略性领域

如“一带一路”相关的金砖银行、亚投行、国开行等，需要政府及专门机构牵头，市场适时跟进

公共服务领域

包括铁路、电力等公共性领域，由于存在自然垄断或极强外部性，应该由政府主办

民生领域

涵盖教育、医疗、住房、养老四大民生领域，需要政府、市场双到位、齐发力，政府负责公平，市场负责效率

竞争性领域

即完全市场化性（竞争性）领域，应由市场运作，政府负责监管与提供服务

大力推进以“四个三”为整体框架的全面改革

三组供求关系全面改善

第一组供求关系是制度供给与发展需求的关系，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，实现政府、市场“双到位”

第二组供求关系是金融供给与实体需求之间的关系，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”

第三组供求关系是企业供给与居民需求之间的关系，从实体经济的外企、国企、民企等生产力供给主体入手，实现国企、民企“双进步”

新三驾马车全面提速

第一驾马车是“改革开放”，即改善制度、开放市场

第二驾马车是“创新创造”，即创新模式，创造新品

第三驾马车是“生态民生”，即改良生态，改善民生

三大供给主体全面发展

三大供给主体即国企、民企、外企

要积极改革国企、大力发展民企、留住吸引外企

三次产业全面提升

夯实农林牧渔业的基础性保障作用，着力实现农业现代化

坚持制造业立国战略，着力实现工业现代化

推动服务业创新发展，着力实现服务业现代化

创新民营经济发展理论，从宏观层面推进混改，激发市场主体活力

1

贯彻“竞争中性”原则

- 将“竞争中性”作为处理不同所有制关系特别是国企改革、生产要素管理体制改革的基准原则和顶层设计，重点从资金、土地、矿产资源、人才等核心生产要素的一视同仁供给入手来贯彻落实，加大力度破除各种形式的行政性垄断，进一步放松民营企业行业投资准入，加大对内开放力度

2

优化国有资本布局

- 一方面，将国有资本从“竞争性领域”退出来并补充到非“竞争性领域”，以充实该领域国有企业资本金，降低其杠杆率和融资成本
- 另一方面，将一部分国有资本划给社保，进而降低企业和职工负担以及全社会社保缴费率

3

推进产权制度改革

- 通过构建公有制条件下的产权制度以及与之相适应的要素市场化配置机制，实现公有制和市场经济的有效结合

4

出台《民营经济促进法》

- 建议出台《民营企业促进法》，对民营经济和民营企业以专门法律的形式加以确定，从而明确国家相关政策的落实对象

谢谢！

