

政策主基调维稳，经济下行压力犹存

——联合宏观信用观察年报（2019 年 12 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

马顺福 王信鑫 侯睿 王妍 丁继平

摘要：

- 全球经济增长放缓，下行压力加大。2019 年以来全球经济总体延续增长态势，但未来经济增长的动力减弱。
- 国内经济增速下行，全年 GDP 实际增速 6.1%，消费依然是 GDP 最大的拉动项，除净出口外，消费及投资对经济的带动作用较上年均有下降。预计 2020 年消费或将维持较高增速，出口小幅回暖，固定资产投资大概率放缓，经济增长依然有较大的下行压力。
- 区域方面看，地区间的不平衡一直存在，但不平衡趋势有所收窄。行业方面，上游煤炭产量上升、价格回落，中游水泥产量与价格同步上升，下游房地产持续去库存，汽车库存同比持续下降。
- 2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。预计 2020 年宏观政策将保持稳定，继续延续 2019 年的基本宏观调控基调，继续实施逆周期调节，降低实体经济融资成本、加强基建补短板、深化对外开放、推进重点行业及区域发展。

风险提示：中美贸易摩擦、全球地缘政治风险、通胀超预期；

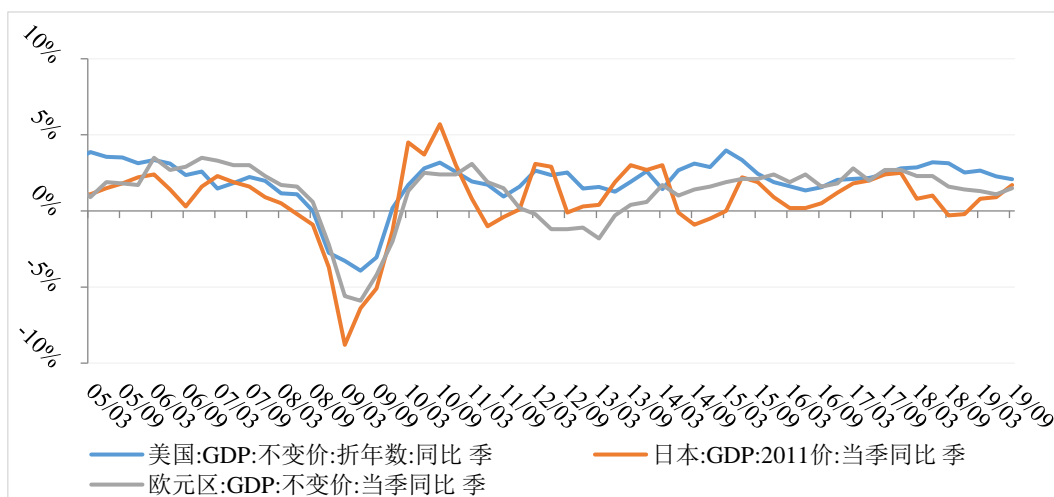
一、2019 年宏观经济运行回顾

1、全球经济增长放缓，下行压力加大

2019 年 10 月，国际货币基金组织年内第四次下调 2019 年全球经济增长速度至 3.0%，比年初预测下调了 0.7 个百分点。实际情况看，2019 年以来全球经济总体延续增长态势，但未来经济增长的动力减弱，主要发达经济体美国、欧元区、日本三季度 GDP 增长分别为 1.9%、1.1%和 1.8%¹，日本和欧元区增速有所回升，美国增速继续下滑；新兴市场国家经济总体呈现疲弱态势，印度、墨西哥出现不同程度下滑，巴西、俄罗斯、南非等虽有所反弹，但仍处于较低增速水平。此外在美国降息带动下，全球央行启动降息潮，增加了金融市场动荡加剧风险，金融脆弱性有所积累。

全球增长疲软的原因，主要是在美国等国家发起国际贸易冲突的影响下，关税的提高和持续的贸易政策不确定性，导致全球制造业活动和贸易环境恶化，损害了投资和对资本品的需求。2019 年前三季度年，全球贸易额增速为-1.3%，是 2012 年以来最低水平²。国际货币基金组织预计，2019 年包括货物和服务在内的全球贸易额增幅或仅为 1.1%，远低于 2018 年的 3.6%，且低于 7 月的预测值 1.4 个百分点。

图 1:2019 年前 3 季度发达经济体 GDP 增长 (%)



数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 美国和日本的数据为环比折年率，欧元区数据为同比增长率。

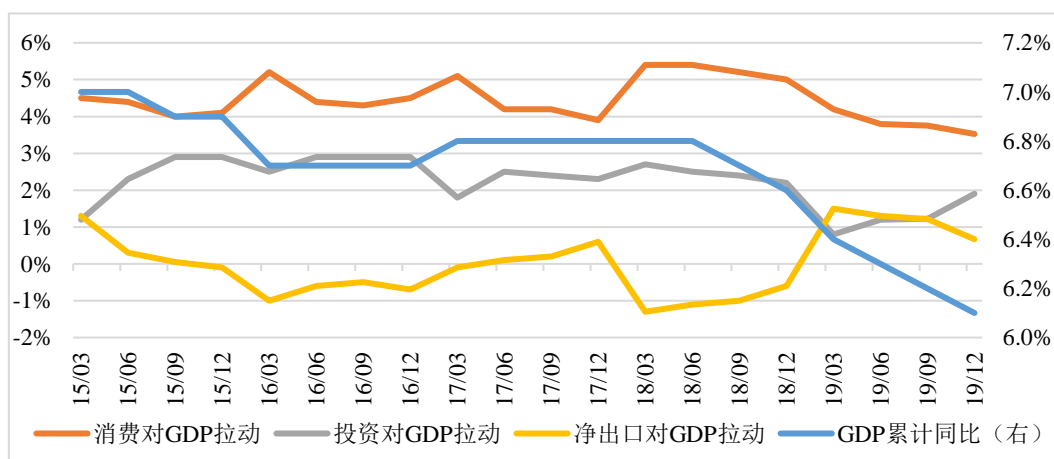
² 荷兰经济政策分析局：《世界贸易观察》。

2、国内经济增速下行，内需动力不足

（1）全年经济增速继续下探

2019 年全年 GDP 实际增速 6.1%，符合 6%-6.5%的预期目标；四季度实际增速 6.0%，持平前值。从三大构成来看，消费对 GDP 的带动作用较前三季度小幅下行 0.22 个百分点，但依然是对 GDP 最大的带动项，累计拉动 GDP 增长 3.53 个百分点，较上年同期下降 1.47 个百分点；投资累计拉动 GDP 增长 1.9 个百分点，较前三季度上行 0.67 个百分点，较上年同期下降 0.3 个百分点；净出口拉动 GDP 增长 0.67%，上年同期值为-0.6%。在此背景下，下半年以来生产者出厂价格指数持续下降，消费者价格指数在猪肉价格飙升的带动持续攀升，形成生产消费价格的显著背离，企业持续经营承压；就业形势虽然较为平稳，但稳就业压力加大；财政在增长放缓和降税降费、增加政府支出等的作用下，收支缺口有所扩大。

图 2：2019 年 GDP 增速继续下探



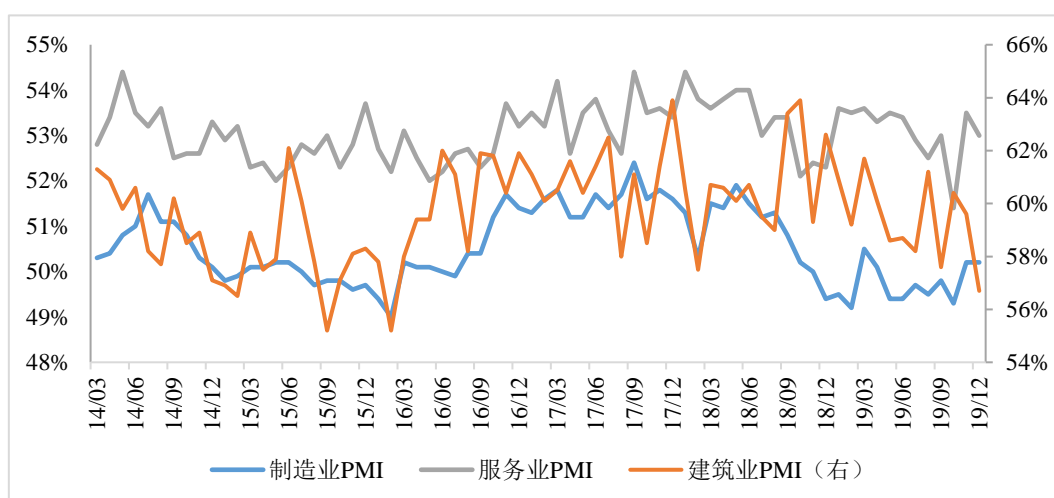
数据来源：Wind，联合资信整理

（2）12 月 PMI 温和扩张

12 月制造业 PMI 为 50.2，持平前值，连续第二个月超出市场预期（预期值 49.9），站在荣枯线上，表明制造业仍处于温和扩张的状态。从具体指标看，12 月的制造业呈现生产回升、需求回落、价格回暖、库存下降的组合。一般来讲，企业增加生产对应了销售上升或补库存，企业减少生产对应销售回落或去库存，因此 12 月的生产增加同时需求回落、库存继续下降的组合似乎并不合常理。回顾历史，2015 年 7 月至 8 月、2015 年 11 月、2018 年 12 月、2019 年 6 月至 7 月同样出现了与 2019 年 12 月相同的情况，我们分析认为一方面是生产与成为库存之间存在时滞；另一方面是 PMI 指数构成间是相互独立的，采购经理在做出预测时并未考虑指数间的相关性。不同企业类型分化较大，大型企业小幅回落 0.3 个百分点至 50.6，依然位于荣枯线上；中型企业上升 0.9 个百分点至 51.4，自 2018 年 8 月以后重返站上荣枯线上；小型企业则大幅下降 2.2

个百分点至 47.2，处境艰难。非制造业方面，服务业 PMI 小幅回落 0.3 个百分点至 50.3；建筑业 PMI 延续回落态势，较上个月显著下降 2.9 个百分点至 56.7，建筑业 PMI 的回落主要是受房地产施工下滑的影响，同时两节临近、施工淡季也是拖累因素。整体看，供需仍是决定 PMI 走向的主要因素，从历史上看，自 2010 年以来，只有 2011 年和 2019 年的 12 月制造业 PMI 生产指数明显回升，同时 2013 年和 2020 年春节全部在 1 月，而 2013 年上半年，消费、投资仍在延续回落，而工业生产也随之走弱。2020 年 1 月由于工作日少等因素，生产预计难以延续增长的态势。

图 3：PMI 指数



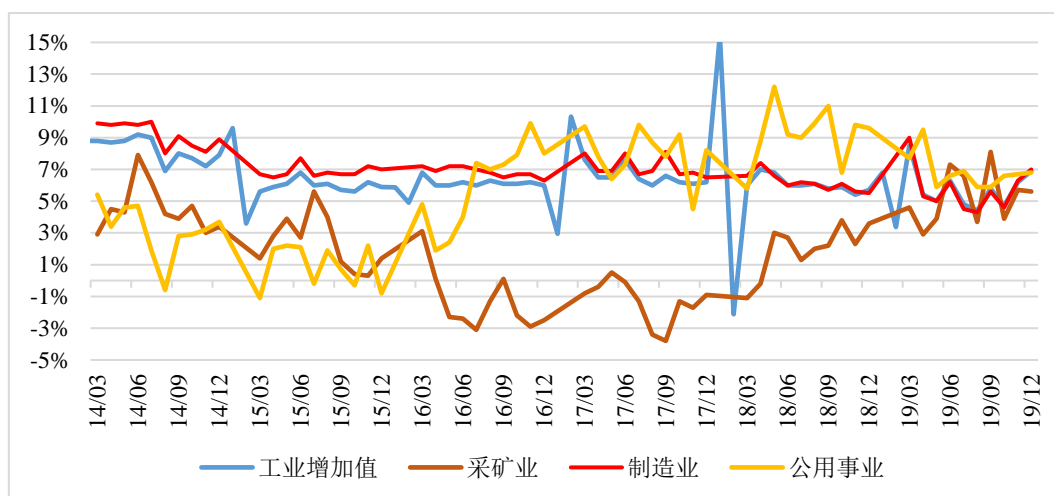
数据来源：Wind，联合资信整理

（3）春节错位导致生产进一步改善

工业生产较为低落状态，工业增加值增速回落，工业利润及收入利润率增长同步回落。1-12 月，全国规模以上工业增加值累计同比增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点，运行于近 10 年来底部；1-11 月工业企业累计利润总额同比增长-2.1%，增长幅度较上年同期下降 13.9 个百分点，2019 年以来工业企业累计利润一直是负增长，2019 年 2 月增长幅度一度下降至-14%，此后降幅虽一度收窄至-1.7%，但随后又降至-2% 以下，工业企业经济效益较差。

单月看，12 月工业增加值同比增长 6.9%，较 11 月上升 0.7 个百分点，工业生产进一步改善，与 PMI 生产指数上升相一致。一方面是春节提前，生产商赶工前移，与 2018 年同期错位显著；另一方面，12 月出口改善明显，也是生产改善的推动因素。从行业构成来看，12 月汽车制造业继续改善，工业增加值同比增长 10.4%（前值 7.7%），电气、电子类产品增速维持高增长。

图 4：工业增加值同比增速

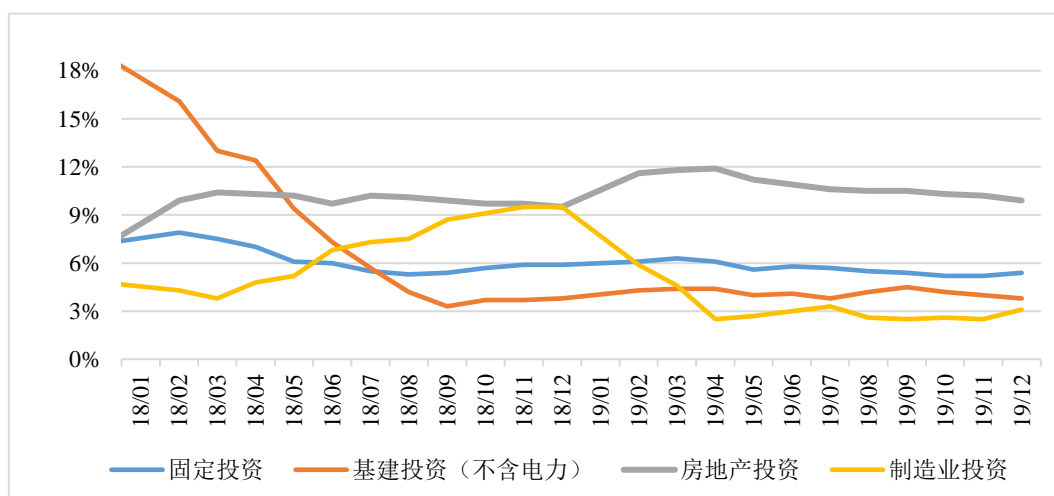


数据来源：Wind，联合资信整理

（4）固定资产投资持续回落，房地产投资韧性犹存

固定资产投资增长持续处于回落状态。2019 年 1-12 月，中国全社会固定资产投资 55.15 万亿元，同比增长 5.4%，增速较上月上升 0.2 个百分点，较上年同期回落 0.3 个百分点。其中，基建投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较前 11 个月继续回落 0.2 个百分点，持平上年同期。2019 年财政支出整体前移，专项债额度也提前用完，而扣除利息增长后地方隐性负债也几乎没有扩张，因此基建投资在四季度发力相对受限；制造业投资增速 3.1%，较上月上升 0.6 个百分点，低位回升；房地产开发投资继续回落 0.3 个百分点至 9.9%，销售面积增速再度转负至 -0.1%，地产虽有韧性但仍在回落。

图 5：固定资产投资增速（累计同比）



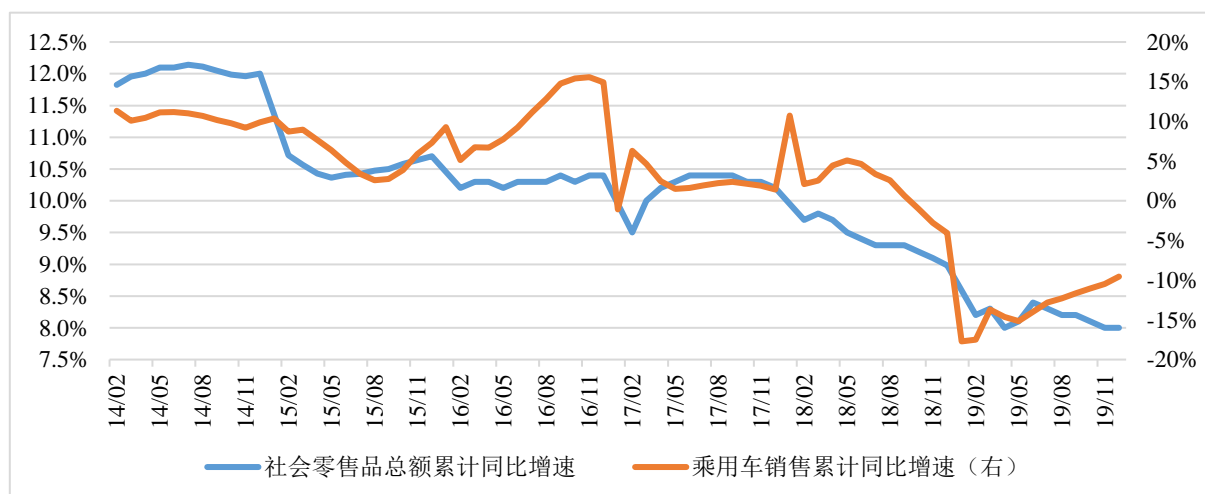
数据来源：Wind，联合资信整理

（5）社消增速持续下降，汽车消费降幅收窄

国内消费方面，实物消费和服务消费增长同步放缓，汽车销售长期下降。全年看 12 月消费累计同比增长 8%，较上年同期下降 0.98 个百分点。虽然社会消费品零售总额仍然保持在 8% 以上的较高水平，但 2008 年以后基本呈持续回落态势。这其中受到汽车销售滑坡的影响较大，汽车销售量自 2018 年后半年步入负增长区间，2019 年初下降幅度一度高达 15% 以上，随后降幅虽有所收窄，但依然是负增长，剔除汽车消费外消费品零售总额同比累计增长 9.0%，持平前 11 月累计值。

单月看，12 月社消同比增长 8%，持平前值，剔除价格因素外实际增长 4.45%，较 11 月值下降 0.45 个百分点；汽车消费同比下降 3.1%，降幅收窄 1.5 个百分点。剔除汽车消费外消费品零售总额同比增长 8.9%，较 11 月下降 0.2 个百分点。12 月社消名义增速持平前值，主要是由于春节错位导致的春节消费提前导致。

图 6：社会零售总额及汽车销售累计同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

（6）进出口同步改善，全年水平受贸易摩擦影响创三年新低

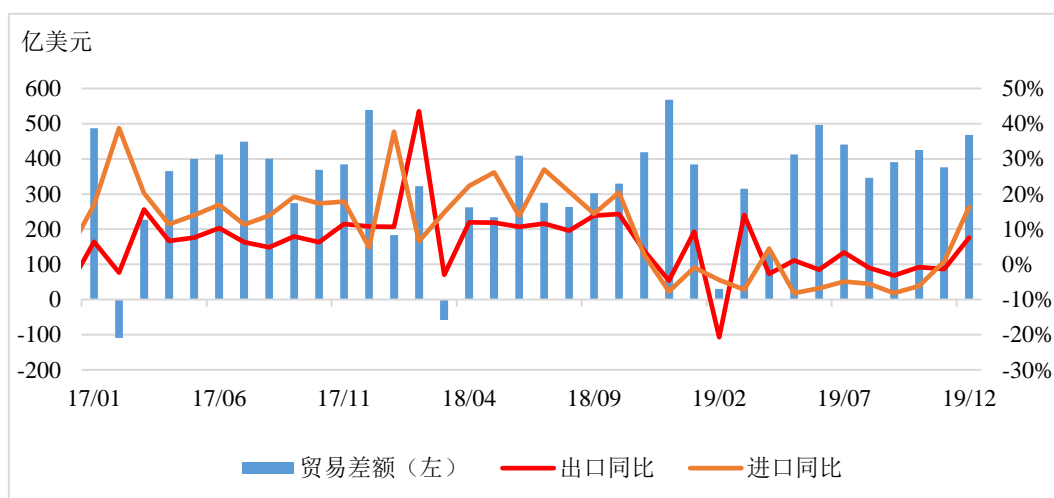
全年看，2019 年全年出口累计同比 0.5%，进口累计同比 -2.8%，创 2017 年以来进出口增速最低值。一方面是因为全球经济面临下行压力，内外需求不足造成进出口增速均有下滑；另一方面中美贸易摩擦也对我国的出口增速形成了压制。受到贸易加税的不对称性以及内需放缓的影响，2019 年全年进口增速回落速度快于出口，因此贸易顺差上升。

单月看，春节前加快出口速度，叠加低基数，12 月出口增速超预期。12 月以美元计，出口同比增长 7.6%（前值 -1.1%），较上月大幅回升 8.7 个百分点。对美国、欧盟、日本以及东盟出口分别回升 8.4、10.4、4.4 和 10.7 个百分点至 -14.6%、6.6%、-3.4% 和 27.4%，对主要出口国出口增速均有明显上升。12 月出口增速超出市场预期，一方面是春节临近厂商加快生产以提前出口，这与 12 月 PMI 生产指数回升相印证；另一方面

上年出口增速基数低也是一个原因。同时 12 月中美贸易关系缓和，提振了厂商的信心。

12 月以美元计，进口同比增长 16.3%（前值 0.3%），超出市场一致预期 9.6%，分地区看，除了香港地区外，美国、欧盟、日本、东盟、韩国主要进口国进口增速均有显著提高。从进口商品结构看，大豆和农产品的进口增速分别高达 52.7% 和 37.9%，主要是源于贸易摩擦的缓和，12 月 6 日国务院关税税则委员会对大豆、猪肉等自美采购商品加征关税进行了排除，关税排除对短期需求有较大的提振作用。

图 7：12 月进出口超预期增长



数据来源：Wind，联合资信整理

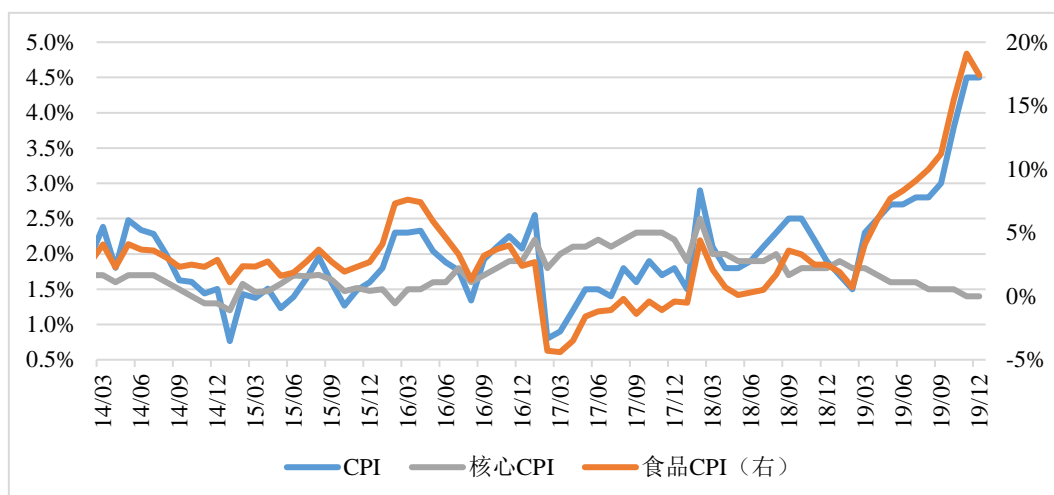
（7）CPI 涨势暂停，PPI 降幅继续收窄

12 月 CPI 同比增长 4.5%，持平于前值，低于市场预期值 4.7%，上涨幅度虽然放缓，但依然位于 2012 年 2 月以来最高点。食品价格通胀小幅下行 1.7 个百分点至 17.4%，其中主要是猪肉价格涨势放缓，12 月猪肉价格同比上升 97%（前值 110.2%），剔除猪肉价格影响后，CPI 同比增长 2.2%，较前值下降 0.3 个百分点；12 月蔬菜价格上涨，带动 CPI 上行 0.26%（前值 0.09%）。剔除食品和能源后的核心 CPI 同比增长 1.4%，持平前值，通胀依然有严重的结构化问题。

2019 年全年来看，居民消费价格在 2 月以后开始“直线上涨”，主要原因是非洲猪瘟的爆发，导致大量的生猪被扑杀，生猪供应量骤减，叠加本轮的猪周期以及环保要求造成的散养数量减少，猪肉价格暴涨。近期数据显示，生猪存栏量环比开始回升，预计 2020 年下半年猪肉供应开始恢复正常，通胀开始回落。

短期看，高频数据显示，自 1 月以来，春节临近，需求上涨，猪肉价格再次进入“直线”涨势，叠加 2018 年同期的低基数因素，1 月猪肉同比增速或将再创新高；同时历史上蔬菜价格在节前都会进一步上涨。预计 2020 年 1 月 CPI 同比增速或将“破 5”。

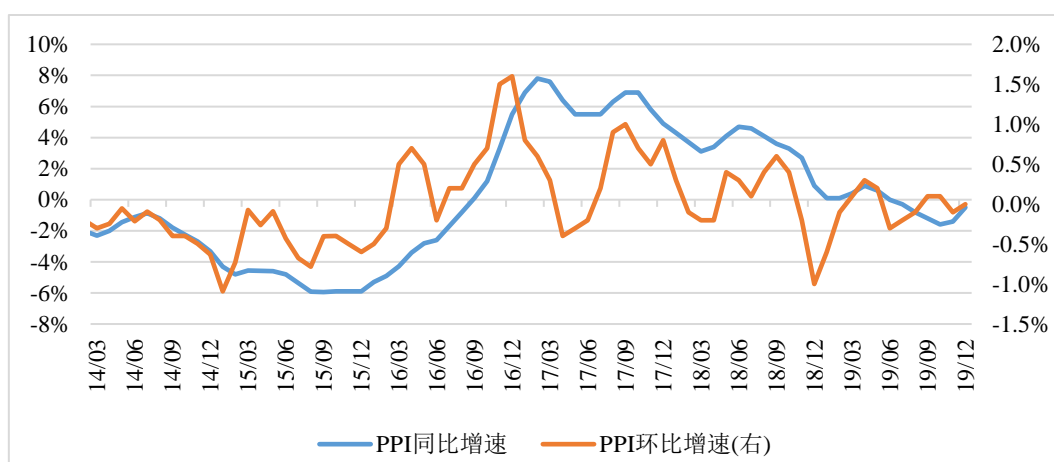
图 8：CPI 同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

12月PPI同比增速-0.5%（前值-1.4%），降幅进一步收窄。采掘业同比增速大幅上升至2.6%（前值-1.4%），其中石油开采和加工同比增速大幅上涨，是带动PPI同比回升的主要因素，其背后的主要逻辑是国际原油价格上涨（12月布伦特原油价格上涨5.7%），从而带动国内石油链条价格大幅上涨；PPI环比增长0%（前值-0.1%），与PMI价格指数回升相一致。

图 9：PPI 增速

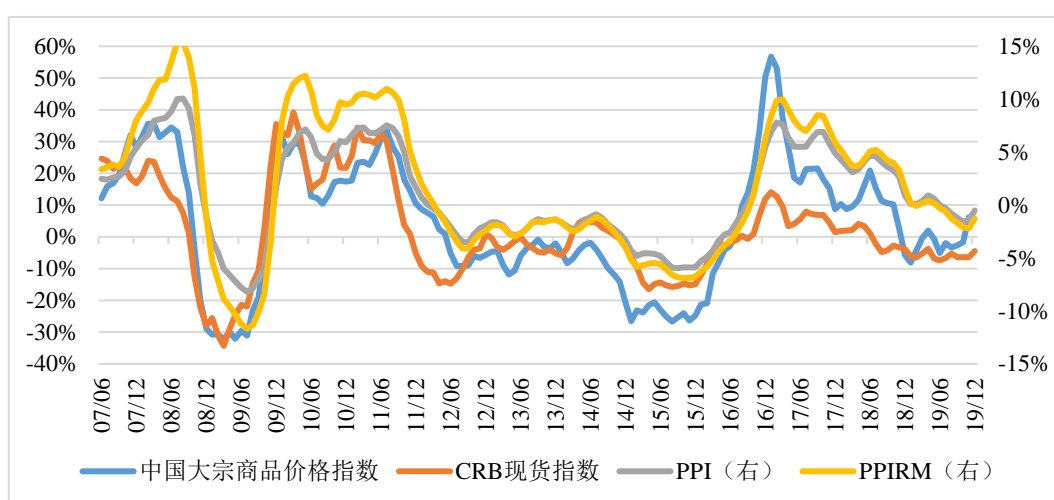


数据来源：Wind，联合资信整理

全年来看，PPI呈现持续下降趋势，4月出现小幅反弹后又重新进入下降趋势，11月开始有反弹趋势。生产资料价格持续走低是拖累PPI走势的主要因素。从行业看，黑色金属冶炼、石油开采、化工原料等行业的拖累明显。考虑到国际油价上涨，12月石油开采行业对PPI通缩的贡献转正，但受限于2019年国际石油价格的高基数因素，一季度石油对PPI同比增速正贡献或将有限；化工、化纤行业对12月PPI同比仍有-0.4个百分点的拉动率，预计相关产品同比降幅的收窄或导致行业的通缩拉动率进一步收窄；12月钢铁对PPI

通缩贡献收窄至-0.05%，而钢铁价格在基建回暖以及房地产韧性犹存的基础上有望小幅反弹；于 PPI 相关性密切的相关工业品价格指数也出现反弹迹象，因此我们预计 2020 年 PPI 同比增速将触底回升，反弹空间有限。

图 10: PPI 相关的工业品价格指数开始回升



数据来源: Wind, 联合资信整理

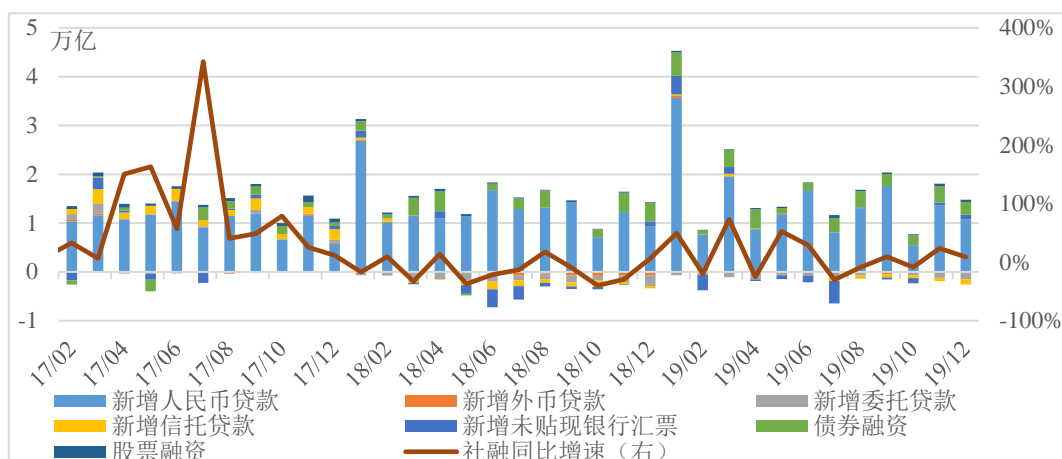
(8) 12 月社融持续改善

2019 年 12 月起，央行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。全年看新口径社融累计增量为 25.58 万亿元，比上年多 3.08 万亿元，各细项中除政府债券（少增 1327 亿）、股票融资（少增 127 亿）两项外，其余各项同比均实现改善。从各项构成占比看，人民币贷款增量为 16.88 万亿，占全部社融增量的 66%，较 18 年下降 3.87 个百分点，依然是社融的主要部分；其次是政府债券融资 4.72 万亿，占全部社融增量的 18.5%（前值 21.58%）；企业债券融资 3.24 万亿，占全部社融增量 12.7%；表外融资进一步缩量，但是下降幅度有小幅收窄。

单月看，12 月新口径月度社融新增 2.10 万亿元，同比、环比分别变动 1719 亿元、1093 亿元。从社融结构看，人民币贷款多增是带动社融新增的主要原因，口径变化对社融并无较大拉动作用。具体看，12 月人民币贷款新增 1.14 万亿元，其中居民中长期贷款和短期贷款分别新增 4824 亿、1635 亿，较 2018 年同期增加 1745 亿、111 亿，居民长期贷款增加与前期房地产销售回暖相关；企业中长期贷款和短期贷款分别新增 3978 亿、35 亿，较 2018 年同期增 2002 亿、825 亿，企业长期贷款增加显著，或反映了企业长期投资或将好转。政府债券 12 月同比仅多增 286 亿元，对社融并无较大的带动作用。表外融资仅未贴现银行承兑汇票有所上升，委托贷款及信托贷款同步下将，且下降幅度较上月进一步扩大。12 月社融最大的亮点是 M1 同

比增速快速上升至 4.4%（前值 3.5%），一方面是上年基数低，另一方面企业、居民存款大幅增长；M2 同比增长 8.7%（前值 8.2%）创 2017 年 12 月以来最高值，M1、M2 增速同步起高，反映了企业以及市场流动性回升。

图 11：新增社融构成及同比增速



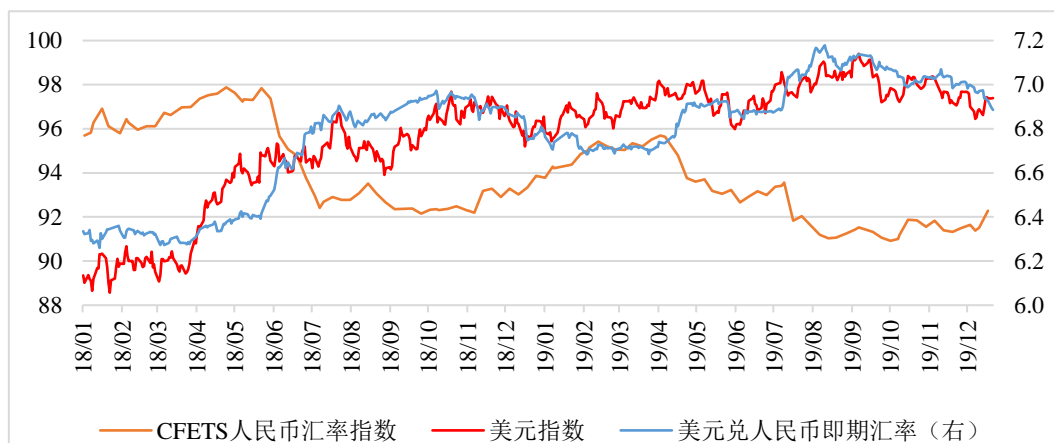
数据来源：Wind，联合资信整理

（9）估值因素推动外汇储备增加，人民币兑美元继续升值

12 月我国外汇储备余额 31079.24 亿美元，环比增加 123.33 亿美元。外汇储备变化的影响因素可以分解为交易因素和估值因素（非交易因素）两个方面，交易因素包括实际外汇供求和外资投资收益，估值因素则是由于汇率和资产公允价值变动导致的估值的变动。12 月主要发达经济体国债收益率小幅反弹，对外汇储备形成负向作用；12 月末美元指数收于 96.4481 点，下跌 1.8323 点，推升非美元资产的美元价格，对外汇储备形成正向作用，从而带动 12 月外汇储备环比增加。全年看，2019 年末外汇储备较 18 年增加 352.12 亿美元，外汇整体较为稳定，小幅变动主要是估值因素所引起，跨境资本整体较稳稳定。

12 月末，美元兑人民币汇率收报 6.9662，人民币汇率较上个月末升值 599 个基点，而美元指数下跌 1.8323 点，较上月末贬值 1.86%，从一揽子货币指数看，人民币汇率兑一篮子货币小幅贬值 0.49 点。从影响人民币汇率因素来看：一方面是美元指数方面，中美贸易摩擦在 12 月前后有较大进展，全球贸易风险下降，市场的避险需求下降，导致美元小幅贬值；另一方面是英国大选落定，硬脱欧风险下降，欧元兑美元升值也是美元贬值的一个推动因素。而美元贬值推动人民币汇率升值。

图 12：人民币汇率

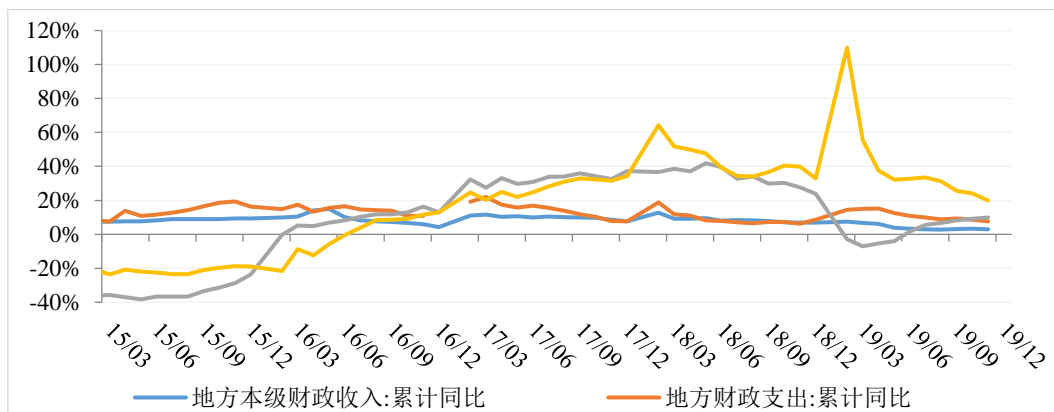


数据来源：Wind，联合资信整理

（10）财政收支缺口放大，地方财政状况较差

伴随经济增长放缓和大规模减税降费政策的实施，2019 年度财政收入增长大幅下滑，同时为保增长而导致财政支出大幅增长，财政收支缺口有所放大，地方财政状况有所增加，对地方政府债务扩张形成较大压力。

图 13：地方财政收支增长情况

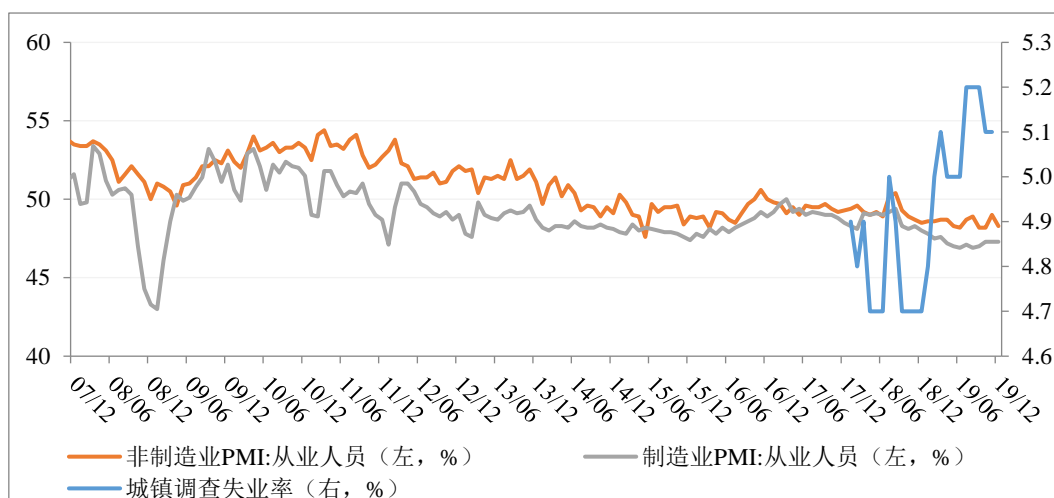


数据来源：Wind，联合资信整理

（11）就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严重。2019 年 1-11 月，31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

图 14：就业形势基本稳定



数据来源：Wind，联合资信整理

二、区域、行业运行特征

从 1-11 月数据看，地区间的不平衡一直存在，但不平衡趋势有所收窄。从工业增加值累计值看，2019 年前 11 个月全国水平是 5.6%（前值 6.45%），中值为 5.9%（前值 6.9%）与全国水平相差不大，最大值贵州 9.2%（前值西藏 12.5%）与全国水平差额收窄，最小值上海-0.4%（前值重庆 0.6%）与全国的差额也略有收窄；从全国累计财政收入看，地区间的不平衡也有所减小，2019 年全国平均收入累计同比增长 3.8%（前值 6.5%），最大值内蒙古 9.72%（前值山西 22.55%），最小值吉林-8.77%（前值天津-14.61%），最大值和最小值与全国的平均水平均有收窄；从前十一个月的用电量增速来看，全国平均水平 2.59%（前值 7.25%）虽有下降，但地区间的不均衡同样收窄，最大值广西 13.5（前值广西 23.5%）；最小值青海-4.62%（前值上海-2.7%），而受 2019 年结构性高通胀影响，2019 年地区间的通胀不平衡加大。

表 1：2019 年前 11 个月区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出	工业用电量 (11月值)
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)	累计同比(%)
全国	6.20	5.60	4.50	0.40	-1.40	3.80	4.53	7.70	-
北京	2.50	3.00	3.20	0.09	-0.20	0.60	5.84	-1.79	-1.50
天津	8.80	3.20	4.00	0.30	-1.80	-	-	-	0.70
河北	2.30	5.60	4.30	0.66	-1.70	7.24	-13.36	9.91	3.10
山西	5.00	5.50	3.80	0.42	-3.90	4.31	-25.16	11.92	3.70
内蒙古	0.40	6.30	3.30	0.49	1.80	9.72	1.36	4.83	9.90
辽宁	8.70	6.70	4.10	0.61	-1.90	1.43	-10.62	6.79	4.50
吉林	13.20	1.30	4.40	0.67	-1.20	-8.77	-2.87	0.28	2.08
黑龙江	-1.60	2.00	4.40	0.67	-3.80	-3.74	-14.18	3.76	3.20
上海	4.10	-0.40	3.20	0.23	-1.90	0.23	1.78	-4.63	-4.20
江苏	8.20	5.90	4.80	0.25	-2.20	-	-	-	1.20
浙江	9.00	6.20	3.90	0.11	-2.50	6.57	-17.90	14.57	1.50
安徽	6.30	7.30	4.40	0.07	-0.20	-	-	8.83	5.69
福建	8.30	8.80	4.40	0.30	-1.30	1.93	3.88	3.95	1.00
江西	8.10	8.60	3.90	-0.24	-1.40	4.71	-2.93	12.08	6.70
山东	5.10	0.70	5.60	0.69	-1.20	0.07	-8.77	5.03	0.10
河南	8.80	7.90	5.00	0.52	-0.20	7.26	-1.73	8.66	-3.47
湖北	6.20	7.80	4.70	0.14	-0.80	7.26	6.57	6.97	5.35
湖南	9.00	8.30	4.40	0.25	-1.30	3.10	20.67	12.80	2.30
广东	4.90	4.40	5.30	0.16	-1.10	4.46	-1.66	9.35	3.00
广西	9.10	4.30	5.50	0.35	-1.40	4.40	0.72	9.52	13.50
海南	5.00	4.00	6.80	2.20	-5.10	7.44	47.02	6.25	0.90
重庆	8.80	5.90	3.70	0.11	-1.30	3.48	-10.39	3.72	3.20
四川	7.70	8.00	5.50	0.15	-0.20	-5.87	-	-	6.80
贵州	6.90	9.20	4.00	0.55	-1.30	-	8.61	13.02	-0.44
云南	-2.60	7.50	4.20	1.22	-1.30	2.48	-0.15	14.03	7.60
西藏	-9.90	4.00	3.10	0.57	0.40	-	-	-	0.20
陕西	6.90	4.70	4.20	0.23	-2.10	4.72	-13.35	8.64	-3.40
甘肃	10.70	4.80	3.30	0.76	-3.40	-1.79	0.28	5.57	3.90
青海	10.70	6.20	3.20	0.83	-2.40	1.79	7.22	8.02	-4.62
宁夏	7.40	6.40	2.80	1.05	-3.60	-0.18	9.02	3.10	1.30
新疆	2.80	5.00	2.80	0.62	-5.20	-	-	-	6.50

数据来源：Wind，联合资信整理

全年看，上游煤炭产量累计同比增长 5.63%，较上年同期值上升 2.73 个百分点，价格同比下行 7.46%，环比下降 0.29%（11 月下降 1.38%），春节临近，下游工厂将陆续停工，用电需求下降，供给端主产地煤矿也将陆续停工，供需两端转弱，短期煤炭价格或将窄幅波动为主；美国原油库存及价格同步上升，布伦特原油期货环比上涨 0.42%。市场对基建预期上升，叠加房地产因城施策部分城市调控放松，市场对建筑材料的需求预期上升，造成钢材、水泥产量及价格环比继续上升。下游房地产竣工面积累计同比上升 2.58%，去年同期为-7.8%，库存同比继续下降，环比有所上升，百城价格指数同比增速（3.34%）较前值小幅上行 0.17 个百分点；汽车产量累计同比继续下滑至-8.72%，降幅较去年扩大 2.12 个百分点，汽车库存同比继续下降，库存环比进一步增加。

表 2：12 月行业运行数据

行业	累计同比 (%)		库存 同比 (%) 环比 (%)			价格指数 同比 (%) 环比 (%)		
房地产	竣工面积	2.56	累计待售面积	-4.95	1.22	百城住宅	3.34	0.42
原油	表观消费量	-	美国原油库存	2.01	0.26	布伦特原油期货	13.00	3.93
运输业	货运量	-		-	-		-	-
水泥	产量	7.06		-	-		2.34	4.33
钢材		8.98		-	-		-0.53	0.62
煤炭		5.63	秦皇岛港口库存	-	-		-7.46	-0.29
汽车		-8.72	汽车库存	-6.64	1.03		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

三、2019 年宏观政策聚焦

1、2019 年宏观政策及效果

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，于 2019 年 9 月完成 2.15 万亿元发行额度，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三档两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性，12 月 12 日国常会议提出 2020 年实现普惠小微贷款综合融资成本再降 0.5 个百分点，将小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户贷款额度上限由 500 万元提至 1000 万元；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，自贸区试点深入推进、范围扩大。同时深化国资国企、财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长。同时政策强调稳就业，大力支持灵活就业，启动新就业形态人员职业伤害保障试点，将阶段性降低失业保险和工伤保险费率等政策延续实施 1 年，12 月 13 日中央经济工作会议要求保持经济运行在合理区间，巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构，同时提出坚持“稳”字当头，稳增长和稳就业是硬要求。

从效果上看，财政方面，前 10 月减税降费达近 2 万亿元，全年可望达到 2.3 万亿，有利于企业盈利改善和居民消费收入水平的提高，但企业经济效益和居民消费提高并不明显。专项债扩大发行提高有效投资，助力基建投资有所回升，但基建及总体投资增速回升依然较缓；货币金融方面，降准降息保持流动性合理充裕，实体经济融资成本有所降低，但企业尤其是中小企业及民营企业融资难融资贵问题依然存在，中小银行流动性紧张依然存在。其他改革发展政策，对优化营商环境，降低制度性成本，提高市场主体的信心和活力

有所提升，但从民间投资增长等表现看，仍有待进一步落实。总体上看，政策效果与预期目标之间存在差距。这与复杂的外部环境有关，也与国内经济结构性周期性等深问题难度加大，以及政策的实施受到防范风险等约束条件限制有关，需要循序渐进，继续推进。

2、2020 年宏观政策前瞻

根据 2019 年以来国内外经济形势及未来走向，我们预计 2020 年宏观政策将保持稳定，继续延续 2019 年的基本宏观调控基调，继续实施逆周期调节，降低实体经济融资成本、加强基建补短板、深化对外开放、推进重点行业及区域发展。

（1）中央经济工作会议定调稳字当头

12 月 6 日中共中央政治局会议明确 2020 年经济要“保持经济运行在合理区间”、“加强基础设施建设”、“提升科技实力和创新能力”，经济工作的目标是稳增长，而稳增长的重要抓手是稳投资和创新。12 月 12 日中央经济工作会议，对 2020 年政策做了定调，即“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。在这一总体要求下，“六稳”工作仍是主线，深化供给侧结构性改革将持续发力，“量的合理增长”和“质的稳步提升”并重，以“确保全面建成小康社会”。会议强调，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”。会议指出，2020 年要“保持宏观杠杆率基本稳定”，与上年“结构性去杠杆”的提法明显不同，这意味着若 2020 年经济继续下行，则适当加杠杆、扩信用的可能性是存在的。

（2）积极的财政政策提质增效，将更加注重结构调整

2019 年 12 月 26 日召开的全国财政工作会议指出，2020 年积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，从“质”和“量”两方面发力。同时，做好财政节支工作，加大对地方特别是困难地区财政保障力度。要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底，坚持问题导向、目标导向、结果导向，扎实做好 5 项重点。一是要进一步明确财政支出优先方向，加大结构调整力度。一般性支出要大力压减，不必要的项目支出要坚决取消，新增项目支出要从严控制，原则上不开新的支出口子。二是巩固和拓展减税降费成效。减税降费是制度性、持续性的，多年实施下来，叠加累积效应很大，企业减负会越来越明显。同时，围绕推动高质量发展、鼓励科技创新、吸引高端人才、促进出口增长等，还将继续研究完善相关税收政策。三是切实做好财政节支工作。要更加突出以收定支，通过节支改善财政收支平衡状况。地方财政一般性支出也要在 2019 年已压减的基础上进一步压减，继续盘活各类存量资金和资产。四是发挥好财政资金精准补短板和民生兜底作用。五是加大对地方特别是困难地区的财政保障力度。

利用专项债加大基建投资从而稳投资稳增长较为可行。降税降费政策随着营商环境优化、激发民间投资而继续推进，或将加快推进增值税、消费税改革，并以此带动出台降低企业所得税的有关政策。

(3) 货币政策继续稳健，灵活进行公开市场操作，使用降准降息等更多货币政策工具，以确实降低实体经济融资成本

2019年11月5日，央行下调MLF操作利率，11月18日7天期逆回购利率，11月20日LPR报价随之下调。降准或结构性降准的空间较大，同时通过MLF操作利率，引导LPR每月报价小幅下调，实现常规性降息，实质性降低企业信贷市场利率，提振市场主体的预期和信心。12月28日央行发布公告，决定自2020年1月1日起，自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同，并且将存量浮动利率贷款全面转向LPR定价，有利于全面降低贷款成本，减轻企业财务负担³。12月央行公告称自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成。

另外，进一步支持中小银行补充资本金，增强其信贷投放能力和抗风险能力，也是缓解流动性分层和局部性信用收缩的政策方向。创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要灵活适度，运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”，保持物价水平总体稳定。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，优化融资结构和信贷结构，加大对推动高质量发展的支持力度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

另一方面，2019年来实体经济杠杆率仍在不断攀升，这将制约货币政策放松空间；同时政府债务处于

³ 具体安排是自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于2020年8月31日前完成。同时对个人商业性住房贷款利率的加点方式、重定价周期和重定价日确定、浮动利率转换为固定利率的执行标准等做出了明确规定。

较高水平，财政收支均受到较大约束，因而财政政策力度难以进一步加强，政府主导的基建投资增长仍，仍面临较大压力。而受制于 CPI 在食品价格快速上涨带动的攀升走势，货币政策全面放松的空间也不大，实体经济融资成本也难以全面下降。

具体来看，在降低投资项目资本金比例、专项债额度提前下达及扩容等政策作用下，基建修复有望成为明年固定资产投资增量的主要贡献者。国内消费方面，通胀水平走高将继续挤压居民消费，同时也受到居民收入水平增长缓慢的约束。汽车类消费占全部社零总额比重约 10%，今年四季度汽车消费延续当前弱势走出低谷节奏，预计全年汽车销售额的增速将从当前-0.7%企稳到 0 附近小幅正增长，预计下年全销售额增速约为 3%左右，汽车消费增长转正将不再拖累 2020 年消费。

四、2020 年宏观经济预测

国内经济依然存在较大的下行压力。2019 年 3 季度后半段开启的稳增长政策措施推动经济状况在近期出现企稳，生产端和需求端指标虽均有所改善。但展望 2020 年，固定资产投资增速大幅回升的可能性较低：基建小幅回暖，地方政府专项债额度增加，而且可用于重大项目资本金的比例有所提高、范围放宽，基建投资增速将有所回暖；房地产资金来源受限、人口结构变迁、居民杠杆不断增高以及新一代年轻人消费观念的改变，房地产投资增速大概率放缓；随着工业品价格回升和企业盈利改善，以及高技术制造业持续受到政策强力支持的背景下，制造业投资或将开始回升。由于房地产投资占固定资产投资资产的 20%以上，房地产投资增速的放缓或将带动整体固定投资增速下行。消费方面，汽车消费的拖累作用虽有减少，但整体受限于居民收入增速下降，居民消费难有大幅提升，对经济的支持作用有限。最后外贸方面，随着中美贸易第一阶段协议的达成，贸易摩擦或将减轻，但对净出口的影响方向尚不明确，因此净出口对经济的支撑作用有待观察。

1、固定资产投资分化

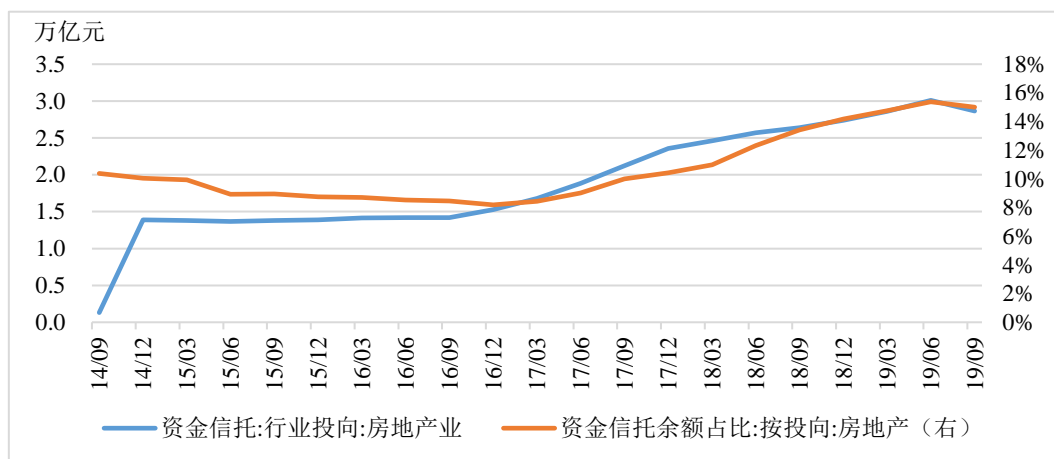
（1）房地产投资增速大概率放缓

作为固定资产投资主要支柱，2019 年房地产投资表现出较强的韧性，保持在 9%以上的高增速区间。展望 2020 年房地产投资或难维持高位增速，增速或将放缓，市场焦点在于在经济下滑的压力下，调控政策是否会放松。

具体看，从房地产资金来源来看，二、三季度在房地产企业融资端的政策继续边际收紧，房地产企业在银行信用受限、表外渠道受阻的窘境之下，更加依赖于销售回款和购房贷款，而随着房地产调控政策的深化，人口结构变迁、居民杠杆不断增高以及新一代年轻人消费观念的改变，房地产大幅上涨的基础不在，未

来房地产销售下降是大势所趋。因此在 2020 年房地产调控政策没有大幅放松的情况下，投资增速将受限于资金来源而放缓。

图 15：3 季度投向房地产的信托资金减少



数据来源：Wind，联合资信整理

（2）2020 年基建投资大概率回暖

2019 年基建投资增速持续在低位震荡，虽然较 2018 年下半年有所反弹，但反弹幅度不及市场预期。从基建投资资金来源看，主要是政府出让土地收入以及政府专项债。从土地出让收入来看，受土地市场低迷的影响，2019 年前 11 个月土地出让收入累计增长 8.1%，较 2018 年同期下降 16.9 个百分点。而从前文对房地产的分析来看，预计 2020 年房企拿地增速将放缓，从而导致政府土地出让收入增速或将同步放缓。

2020 年基金投资将主要依赖于政府专项债的发行，从全年额度来看，2019 年政府专项债发行额度为 2.15 万亿元，较 2018 年增长 8000 亿元，且增长幅度自 2017 年以来逐年增加，按照这个趋势分析，2020 年专项债额度至少为 2.95 万亿元。从政策引导角度看，9 月 4 日国务院常务会议要求专项债不得用于土地储备和房地产相关领域，且将地方专项债资金占该省资本金的规模比例降至 20% 左右、城市和交通基础设施项目最低资本金比例降至 25%，同时 11 月财政部提前下达 2020 年新增专项债 1 万亿元，要求“确保明年初即可使用见效”，对基建投资起到较大的带动作用。预计 2020 年基建投资将有所回暖。

（3）制造业投资触底回升

2019 年制造业投资增速一直较为低迷，2019 年全年，制造业投资累计增长 3.1%，较 2018 年下降 6.4 个百分点，一方面是中美贸易摩擦而导致的出口下滑影响，2019 年受中美贸易摩擦影响，以出口为主的制造产品生产大幅下降，进而带动制造业投资低迷；另一方面，PPI 在 2019 年持续走低，自 7 月以来更是进入

负增长区间，出厂价格的走低压缩制造业企业的利润空间，进而使得可用投资资金减少，利润的压缩叠加可投资资金减少，共同造成了制造业投资增速的低迷。展望 2020 年，PPI 有触底回升的迹象，中美贸易摩擦虽仍存在较大的不确定性，但欧元区经济似有好转迹象，对我国出口形成一定的支撑，从而带动制造业投资增速回暖。

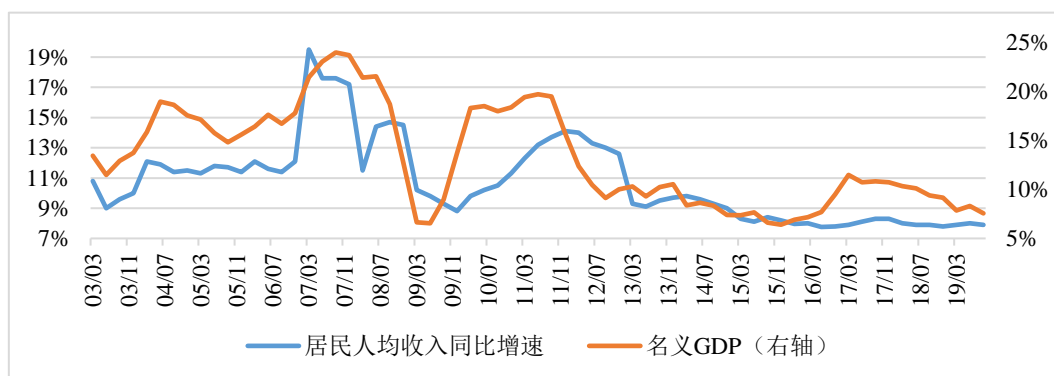
2、消费增速维持但进一步拉动 GDP 上升空间有限

消费增速年内持续走弱，但受价格因素影响，名义增速降幅小于上年同期。年内消费增速持续走低，主要是受两个方面的影响，一是汽车消费持续负增长，拖累整体消费增长；另一方面是居民收入下降，叠加高通胀的挤压效应。展望 2020 年，汽车消费或将企稳回升，降低对消费的拖累作用；高通胀在下半年或将得到缓解，但依然保持较高水平，继续挤压居民消费；而居民收入增速在经济下滑的压力下，或将继续放缓，从而对消费带来压力。整体看，名义消费在 2020 年或将维持 2019 年的水平，但进一步拉动经济增长的能力有限。

从汽车消费看，2018 年 1 月 1 日 1.6L 以下汽车购置税恢复 10%的购置税，2019 年新能源汽车购车补贴逐渐“退坡”，汽车消费一度萎靡，但从历史上看，购置税优惠取消两年后汽车消费增速会企稳（2011 年取消 1.6L 以下汽车购置税优惠政策，在其后两年汽车消费增速一度下降，但两年后汽车消费增速企稳回升）。另外一方面，多个城市对汽车购置有严格政策，限制了汽车消费的增速，2019 年 11 月发改委新闻发布会上，国家发展改革委员会政策研究室副主任、新闻发言人孟玮表示：“破除汽车消费限制，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，推动汽车限购政策向引导使用政策转变。”汽车限购政策的放宽将推动汽车消费增速的上行。

长期看，居民收入是制约消费增长的主要因素，在消费贷受到限制后进一步压制了居民的消费意愿。从产出-就业-收入-消费的逻辑来看，居民收入滞后于名义 GDP 增速，因此在名义 GDP 增速回落的情况下，2020 年居民收入增速大概率继续放缓，从而对消费形成压制作用。

图 16：居民收入增速滞后于名义 GDP



数据来源：Wind，联合资信整理

3、外贸仍受中美贸易摩擦影响

2019 年我国出口增速基本处于负增长，以美元计 1-12 月出口累计增速为 0.5%，低于上年同期 9.4 个百分点，主要是受中美贸易摩擦影响所导致，反映为全年对美出口增速下滑至-12.5%（上年增速为 11.3%）。同时全球制造业景气下行、贸易争端不断也是我国出口增速下滑的一大因素。2020 年我国出口面临的主要问题还是中美贸易问题，2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段经贸协议签署仪式在美国白宫举行，中美第一阶段经贸协议正式签署，同时美国与伊朗的政治摩擦或将使得特朗普政府减轻与中国的贸易摩擦力度，将利好于我国的出口。但美国对于中国压制态度时长期的战略问题，中美贸易问题在 2020 年预计将会出现反复，对出口增速的利好空间有限。

从全球经济增长环境看，经济或将开始企稳。2020 年 1 月 8 日世界银行发布最新一期《全球经济展望》，报告预测 2020 年全球经济增速将加快至 2.5%，2019 年的经济增速为 2.4%。在经历了自全球金融危机以来最疲软的表现之后，世界经济 2020 年有望整体呈现温和反弹态势。同时报告上调 2020 年全球贸易增速预期至 1.9%，相较对 2019 年的预测提升了 0.5 个百分点。外部环境的改善，利好于我国出口贸易的增长。

从出口对经济的贡献来看，净出口才是直接影响我国经济增长的因素。中美第一阶段经贸协议中规定，我国需大量进口美国大豆以及农产品，叠加国内基建的回暖或将刺激相关产品的进口，进口增速也将会有所反弹，对净出口造成的影响还需进一步观察。从历史数据来看，净出口对经济的带动作用较小且处于减弱的状态，因此 2020 年净出口对的经济拉动作用还需进一步观察。