

## 中国宏观专题报告

# 内忧外患下宏观走势将如何演变？

## 中国 2019 年宏观预测

2018 年伊始，全球经济仍在同步复苏的轨道，而目前这一进程已被“打断”。我们认为，增长减速的主因是中国金融条件过快收紧，而中美经贸摩擦迅速升级加剧了下行压力。

对 2019 年的展望围绕着一个核心问题，即此前的上行周期是暂时“中断”，还是已经结束？我们看来，答案很大程度上将取决于中美两国未来政策的调整。考虑到目前许多关键政策将如何演变仍悬而未决，我们在此为读者提供三种不同政策假设下的宏观走势分析。

► **基准情形下**，我们假设中美经贸摩擦出现一定程度的缓和，中国将继续进行“逆周期调节”，但其力度仍不足以及时对冲增长下行的压力。这样的假设下，我们预计中国的 2019-20 年实际 GDP 增速分别为 6.4% 和 6.3%，而名义增速可能会放缓至 8.4% 和 7.9%。同时，通胀大概率下行，尤其是 PPI 和地产价格。

财政政策是下一步逆周期调节的重点——预计 2019 年实现的政府财政赤字率将扩大约 1.5 个百分点，主要是通过给企业部门减税降费来实现。货币政策有望保持宽松、2019 年降准 200 个基点。虽然我们预计基准利率保持不变，但市场利率有望显著下行。我们预测加权平均贷款利率将下行约 50 个基点、10 年国债收益率下降约 20 个基点。

基准情形下，我们预计 2019 年人民币兑美元汇率将以 7.12 为“中轴”浮动，区间为上下 3 个百分点左右。汇率可能呈现先“先抑后扬”的走势，与我们预测的增长路径一致。

► **乐观情形下**，中美两国都将充分调整现有政策——美国对中国加征关税较此前声明的力度减弱，中国则将更早更大力度地提振内需。如此，预计中国 2019 年实际 GDP 增速将达到 6.6%，名义 GDP 增速则保持在 9% 的水平。

► **悲观情形下**，中美两国均延续现有政策路径，即中国的稳增长措施仍然相对滞后，而中美经贸摩擦进一步升级。这种政策环境下，2019 年中国的实际 GDP 增速可能降至 6%，PPI 下滑至负区间、名义增速骤降至 6.5%。但在此情形下，经济增长“失速”和资产价格大幅调整可能在 2019 年中迫使货币、财政和地产政策更大幅度地调整。

基准情形下，我们主要关注以下三方面的风险：外需环境的进一步恶化，政策调整滞后导致地产投资“失速”，以及假如人民币“无序贬值”可能引发的国内金融条件再度收紧、并推高全球风险溢价。

然而，如果中国能够尽快调整内需政策，并在市场化结构性改革中真正提高资源配置效率，经济增长与资产价格的前景均有望更为乐观。

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

分析员

**易峴**

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 用做“加法”的改革走出当前经济困境 (2018.11.11)
- 宏观经济 | 中国应该降息吗? (2018.11.11)
- 宏观经济 | 人民币汇率是否会“破 7”? (2018.11.11)
- 宏观经济 | CPI 持平于 2.5%，PPI 动能减弱 (2018.11.09)
- 宏观经济 | 政策声明修改不大；12 月加息“板上钉钉” (2018.11.09)
- 宏观经济 | 进出口强于预期，受益于工作日变化 (2018.11.08)

## 内忧外患下宏观走势将如何演变?

### 1. 去年开始的全球经济同步复苏已被中美两国政策失误打断

2018年伊始, 全球经济仍在同步复苏的轨道, 而总体而言, 中国的各项指标也显示经济运行总体良好, 需求增长稳健。近一年前, 全球制造业周期同步复苏, 这在很大程度上受益于中国经济再通胀以及美国强劲的内需增长<sup>1</sup>。在去年年底展望今年宏观经济走势时, 国内投资者对周期性复苏可持续的前景相对乐观, 认为中国有望从基建驱动投资较为平稳地转向主要靠制造业和地产投资需求复苏拉动的再通胀周期<sup>2</sup>。中国消费者在推动国内和全球经济增长方面的贡献持续扩大, 而中国出口增速和世界贸易增长也处于上升通道。然而, 一年后, 我们在展望2019年宏观经济走势时, 情况已经发生了很大变化。

然而, 目前看来全球在通胀周期已被“打断”。我们认为, 增长减速的主因是中国金融条件过快收紧, 而中美经贸摩擦迅速升级加剧了下行压力。正如我们在今年报告中所详细讨论的, 由于货币、监管和财政政策同时收紧的叠加效应, 国内金融条件快速、剧烈收紧<sup>3</sup>。受此影响, 社融增速大幅下滑, 银行资产负债表扩张陷入停滞, 基建投资增速急剧下降, 地产交易量开始萎缩(图表1和2), 企业盈利和现金流开始恶化……。此外, 消费增速也明显放缓。除了周期因素和房地产成交增速放缓的影响之外, 对消费贷的大幅收紧也明显加剧了消费增长的下行压力<sup>4</sup>。虽然中美贸易摩擦迅速升级, 但迄今为止中国出口保持较快增速, 这部分可能是受预期关税上调前“抢出口”需求的提振。然而, 目前中美贸易摩擦在投资风险偏好、资本市场融资成本以及制造业投资需求等方面的负面影响已初现端倪。

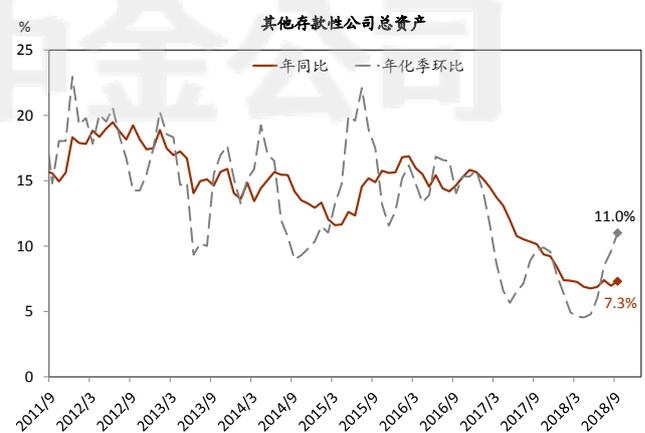
图表1: 对非标融资渠道的过快紧缩导致社融增速大幅下滑



\*这里用的是2018年7月口径调整前的社融增速及分项变化——2018年7月开始, 社融开始计入贷款核销与资产支持证券; 2018年9月开始, 社融数据纳入地方政府专项债。  
\*\*非标渠道融资包括信托贷款、委托贷款及未贴现的银行承兑汇票。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表2: 银行资产负债表扩张速度明显放缓



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

<sup>1</sup> 请参见我们2017年12月19日发布的中国宏观简评《论中国再通胀对全球的影响》。

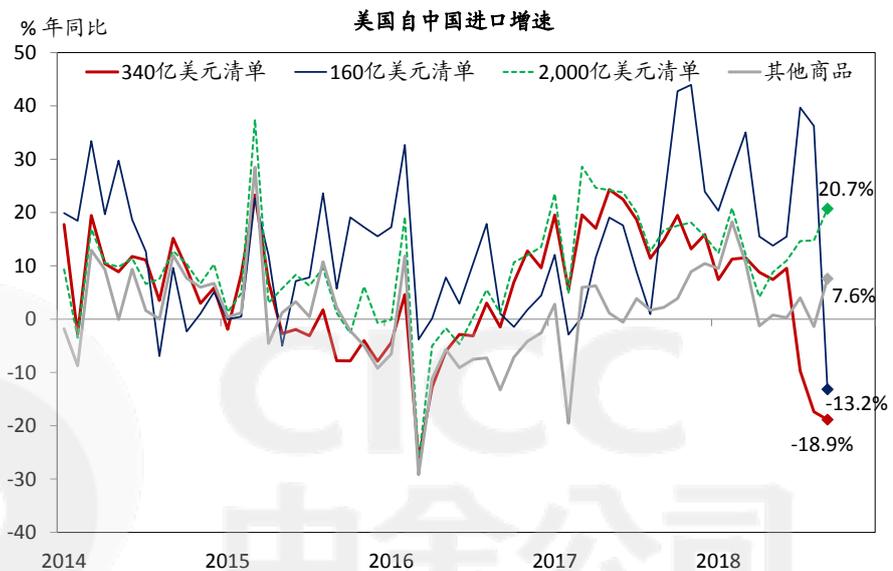
<sup>2</sup> 请参见我们2016年9月22日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段?》、2016年9月28日发布的中国宏观简评《为什么说中国制造业去产能“初现曙光”——对我们制造业去产能一文的一些补充》以及2017年9月7日的中国宏观简评《中国制造业产能投资或仍有空间》。

<sup>3</sup> 请参见我们2018年5月2日发布的中国宏观专题报告《如何看待宏观走势与下半年的政策方向?》、2018年6月28日发布的中国宏观简评《降准之后, 市场为什么还很焦虑?》以及我们2018年9月18日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”?》。

<sup>4</sup> 请参见我们2018年3月1日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”?》。

当然, 政策已经开始向“稳增长”的方向调整, 但目前的调整幅度可能不足以提振信贷周期、抵抗经济下行压力。因此, 经济同步指标继续快速恶化, 尤其是在地产成交与居民消费等领域。与此同时, 随着更大规模的关税上调开始生效, 外需增长势必放缓。虽然自6月起货币政策已经边际放松, 但由于政策传导机制中存在一些“障碍”, 广义的信贷(调整后的社融)增长并未出现明显回升<sup>5</sup>。往前看, 迄今为止的政策调整幅度可能不足以对冲增长的下行的压力, 尤其是考虑到出口需求开始走弱、地产周期可能加速下行。我们通过对中国出口数据的详尽分析发现, 对美出口量对关税上调高度敏感(图表3)。截至目前, 对首批500亿美元的中国出口产品征收额外25%关税的影响已经显现——预计对第二批2,000亿美元的中国出口产品征收额外10%关税的影响也可能很快在11月的外贸数据中体现出来。

图表3: 目前已有的数据显示, 对美出口对关税上调高度敏感



资料来源: <https://usatrade.census.gov/>, 中金公司研究部

## II. 在当前时点看, 中美两国都有必要进行政策调整

对2019年的展望围绕着一个问题, 即此前的上行周期是暂时“中断”、还是已经结束? 我们看来, 答案很大程度上将取决于中美两国未来政策的调整。考虑到目前中美两国许多关键政策将如何演变仍悬而未决, 我们在此为投资者提供三种不同政策假设下的宏观走势分析。我们会为投资者提供一个“基准情形”下的宏观走势预测, 但或许更重要的是, 随着许多政策在接下来3-6个月内陆续落地, 我们的情景分析将为投资者提供一个分析宏观走势的有效框架。

我们认为, 在接下来3-6个月内, 在中美贸易谈判、中国逆周期调节政策以及美联储加息指引等领域可能会出现重大政策调整。国内方面, 内需显著放缓叠加有效实际利率大幅攀升<sup>6</sup>已经导致企业利润增速快速下滑、以及企业和政府部门现金流恶化。目前在出口增速尚未出现放缓迹象的情况下, 总需求增速已明显下降。然而, 我们的分析表明, 迄今为止出口增速主要是靠“抢出口”等部分短期需求因素支撑。我们认为, 当前国内地产交易量的大幅萎缩尤其值得担忧, 因为在地产周期可能出现急剧下行的情况下、房地产调控高压政策仍在持续。在美国方面, 对年初至今金融条件收紧反应更敏感的行业已初现放缓迹象, 包括住宅市场、耐用品消费(尤其是汽车消费)和制造业/IT资本支出周期<sup>7</sup>。近期美国股市、债市波动加剧, 反映投资者可能开始担忧利率快速上行的潜在影响。

<sup>5</sup> 请参见我们2018年9月18日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”?》。

<sup>6</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观简评《中国应该降息吗?》。

<sup>7</sup> 请参见我们2018年10月30日发布的海外宏观专题报告《美国经济周期后劲如何?》。

我们认为，增长势头走弱、叠加财政刺激的影响消退，可能会迫使美联储修正其明年加息 3 次的前瞻指引。

美国企业盈利和未来收入预期开始承压可能会促使美国政府调整其在中美贸易谈判中的立场，尤其考虑到对余下中国出口产品征收额外关税对美国企业和消费者的潜在“负面”影响可能呈指数级增长、贸易摩擦继续升温可能加剧美国资本市场的波动。有意思的是，从美国上市公司 3 季度财报中可以看出，中美贸易摩擦已开始影响企业盈利及其前瞻指引。与此同时，每对一批中国出口产品征收关税，美国企业部门和消费者的“痛苦指数”都可能指数级（而非“线性”）增长。美国对第一批 500 亿美元的中国出口产品的征税清单是仔细斟酌的，其中只涵盖了那些可替代性较强的产品——大部分产品从中国的进口占美国相关产品进口总额 20% 以下。对第二批 2,000 亿美元的中国出口产品征税所带来的痛苦指数开始上升，因为相关产品进口中仅有一半为“可替代”品种。然而，在最后一批产品中——即美国从中国进口的余下 2,670 亿美元的产品中，大部分（约 80%）产品高度依赖中国出口，即每种产品进口额的 80% 来自中国。因此，如果对最后一批中国出口产品征收额外 25% 的关税，美国企业盈利能力和消费者购买力面临的压力可能会大幅上升。

### III. 我们的基准情形下的各项假设

基准情形下，我们假设中美经贸摩擦出现一定程度的缓和，中国将继续进行“逆周期调节”，但其力度仍不足以及时对冲增长下行的压力（对三中情形下中美各项政策调整的具体假设请参见图表 4）。具体而言：

- ▶ 中美经贸摩擦出现一定程度的缓和——美国将不对余下的 2670 亿美元中国商品加征关税。美方将按原定计划对第二批 2000 亿美元中国商品加征关税，加征税率从目前的 10% 提高至 25%。但是，美方将不对余下的 2670 亿美元中国商品加征关税。美国对第一批 500 亿美元中国商品征收 25% 额外关税的政策将保持不变；
- ▶ 基准情形下，我们对中国逆周期调控政策的假设如下——

财政政策或将是下一步逆周期调节的重点——预计 2019 年实际实现的政府财政赤字率将扩大约 1.5 个百分点，即占 GDP 比重提高到 3.9%-4%。最高档 16% 的增值税税率将下调 2 个百分点，且社保缴费费率也将下调 5 个百分点至 23%。虽然人大表决通过的财政预算赤字率将维持在 3%，但基于届时经济增长减速的压力，实际财政赤字率可能会高于预算。回顾 2015-2016 年，当时政府面临财政扩张的压力，虽然预算财政赤字率在两年均设定为 3%，但实际财政赤字率在 2015 年和 2016 年分别达到了 3.9% 和 3.8%（图表 5）。2018 年全国财政预算赤字率为 2.6%，但考虑到 2018 年上半年财政支出力度明显低于预算，我们预计 2018 年的实际财政赤字占 GDP 的比率可能是 2.4%-2.5%，相比 2017 年低 1.4-1.5 个百分点。在 2019 年“内忧外患”的宏观走势下，实际财政赤字率有可能将再次回升至 2015-16 年的水平。此外，我们认为明年财政赤字率上升可能主要由财政收入放缓贡献，这鉴于我们以下的假设（1）最高档 16% 的增值税税率将下调 2 个百分点；（2）社保缴费费率也将下调 5 个百分点，以对冲社保费交由税务部门统一征收的影响，但由于征收效率的提升是一个渐进的过程，社保费率调整初期将造成社保费总额小幅下降；（3）2019 年内需增速放缓，并且环保限产政策放松后、与财政收入增速高度相关的 PPI 可能明年明显走低、自动拉低税收增速；（4）进口关税税率有可能进一步下调<sup>8</sup>。

除了中央政府财政赤字扩张以外，作为“逆周期调节”的一部分，我们预计地方政府专项债的配额也将适度扩大。正如我们之前的研究所述，广义而言，中国的财政收支也包括地方政府债、城投债、政策性银行债以及财政存款的存量的变化<sup>9</sup>。从这一角度来看，中国的“广义财政赤字”从 2016 年下半年至 2018 年上半年持续下降，2018 年下半年开始小幅回升、彰显“逆周期”特性（图表 6）——鉴于当前周期下行的态势，我们预计广义财政赤字扩张的势头将在 2019 年延续。除了地方政府债净

<sup>8</sup> 请参见中国国家主席习近平在进博会开幕式的主旨演讲（[http://www.xinhuanet.com/politics/xxjxs/2018-11/06/c\\_1123673328.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/xxjxs/2018-11/06/c_1123673328.htm)），以及我们 2018 年 11 月 6 日发布的中国宏观简评《进口博览会展现中国消费潜力》。

<sup>9</sup> 请参见我们 2016 年 9 月 1 日发布的中国宏观专题报告《财政政策（将）如何发力？》。

发行量上升（其中部分用于置换地方政府的隐性债务）以外，财政存款在2018年明显上升，在19年也有下降的空间。

**货币政策有望保持宽松、2019年降准200个基点。**虽然我们预计基准利率保持不变，但市场利率有望显著下行。我们预测加权平均贷款利率将下行约50个基点、10年国债收益率下降约20个基点。基准情形下，我们预计明年央行外汇占款可能大体持平或小幅下降。由此，为确保货币供应增长大体稳定，存款准备金率有进一步下调的必要。此外，降准有助于疏通货币政策的传导机制，缩小监管套利的空间。我们预计2018年存款准备金率还将下调50个基点，2019年总共将降准200个基点，这将使大部分大型银行的“实际执行的存款准备金率”下降到10%的较“正常”水平（当前为12.5%）。基准情形下，我们预计2019年不会降息，因为（1）我们基准情形下假设的其他政策调整有助于减轻经济下行压力，包括中美经贸摩擦出现一定程度的缓和、财政扩张、房地产政策调整（2019年1季度开始，具体见下文）；（2）更为重要的是，化解当前货币政策传导机制中存在的“障碍”、将有效引导实体经济利率下行，更有效地促进广义信贷的扩张。正如我们近期报告《中国应该降息吗？》所述<sup>10</sup>，我们认为化解货币政策传导机制中存在的“障碍”、引导实际利率下行在当前的时点是比较降基准利率更为行之有效的政策措施，当然对人民币贬值压力的“顾虑”<sup>11</sup>。值得注意的是，当前银行加权平均贷款利率相对于基准利率的“溢价”处于历史高位，且紧缩性的监管与地方财政政策大幅度提高了表外及非银行渠道的融资成本（图表7和8）。

**基准情形下，我们预计地产相关的政策可能于2019年1季度进行调整。**我们预计地产的需求端政策可能2019年1季度起开始向更为务实的方向转变。可能政策调整包括放松购房限制或部分城市降低获取城市“居住证”的政策门槛、放松房贷额度、降低首付比例、鼓励改善型住房需求的措施等等。我们认为，地方相关政策的调整及执行或将采取“一城一策”的原则，并且有可能从三四线、供需平衡较为不利的城市开始调整。

- ▶ **基准情形下，我们预计美联储在2019年将放缓其加息的节奏——我们预计2019年加息2次，每次25个基点。**美联储的“点阵图”显示其将于2019年加息3次。但根据我们的测算，受全球经济增长放缓、及国内财政与货币政策均相对收紧的影响，美国经济2019年增速可能下降，因为当前美国与其他主要经济体增长的预期差（以资产价格差衡量）已连续2个季度处于历史高位<sup>12</sup>。与此同时，考虑到今年以来货币条件收紧的影响还在传导中、税改对GDP增速的提振作用今后每个季度将减弱约0.1个百分点<sup>13</sup>、全球其他地区增速放缓将给美国外需造成压力等因素，美国经济增长的动能可能将进一步减弱。

<sup>10</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观简评《中国应该降息吗？》。

<sup>11</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观简评《人民币汇率是否会“破7”？》。

<sup>12</sup> 请参见我们2018年6月3日发布的海外宏观专题报告《美国经济与美元是否会（继续）“一枝独秀”？》。

<sup>13</sup> 请参见我们2018年10月30日发布的海外宏观专题报告《美国经济周期后劲如何？》。

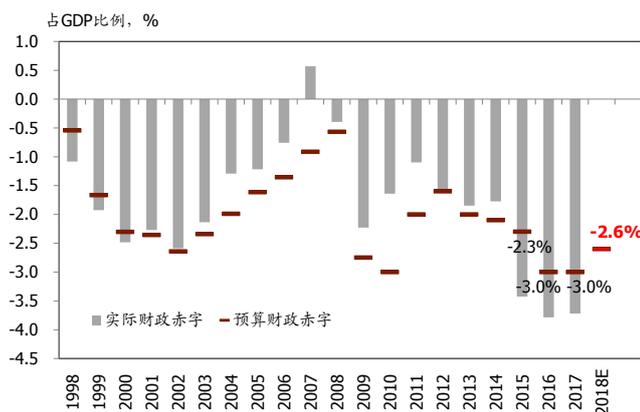
图表4：三种情形下各项政策调整的具体假设

## 我们三种预测情形下中美政策的具体假设

	基准情形	乐观情形	悲观情形
中美贸易政策	美国对中国的第一批500亿美元商品征收25%的额外关税政策保持不变； <u>对第二批2000亿美元商品加征税率1月1日起提高至25%，但不对其余的2670亿美元商品加征关税。</u>	美国对中国的第一批500亿美元商品征收25%的额外关税政策保持不变； <u>对第二批2000亿美元商品加征税率不再提高、保持在10%，且不对其余的2670亿美元商品加征关税。</u>	美国对中国的第一批500亿美元商品继续征收25%的额外关税； <u>将第二批2000亿美元商品的加征税率提高至25%，且对其余2670亿美元也加征25%的额外关税。</u>
中国财政政策	2019年实际实现的财政赤字率较2018年上升约1.5个百分点， <u>主要源于财政收入放缓：1）16%最高档增值税税率下调2个百分点；2）社保缴费费率下调5个百分点；3）税收收入增速随PPI下行而放缓。</u> 此外，转移支付力度可能有所加大。地方债发行限额可能较2018年小幅上升。	2019年实际实现的财政赤字率较2018年上升约1.5个百分点： <u>1）16%最高档增值税税率下调3个百分点；2）企业所得税税率下调5个百分点；3）社保缴费费率下调5个百分点；4）上游行业带来的税收收入增速可能放缓，但企业盈利增速在这一情形下更为稳健，可提振税收增长，故此财政赤字率的假设不变。</u> 此外，地方债发行限额可能较2018年小幅上升。	16%最高档增值税税率下调2个百分点，社保缴费费率下调5个百分点，财政收入增速可能因PPI下行至负区间而快速放缓。 <u>2019年实现的中央财政赤字率较2018年上升约1.5个百分点，但为应对快速下滑的经济增速，年中可能会发行特别国债或专项建设债（数额约在1到1.5万亿元左右）。</u> 地方债发行限额较2018年可能会在年中大幅上调。
中国货币政策	2019年全年降准200个基点， <u>不降息，宽松的流动性及部分疏通传导机制两方面的努力下，加权平均贷款利率下行约50个基点。</u>	2019年全年降准200个基点， <u>不降息，宽松货币条件和疏通传导机制两方面努力下，加权平均贷款利率下行约40个基点。</u>	2019年全年降准200个基点。 <u>年中由于经济增长“失速”、价格指数显现“通缩”压力，央行降息一次。引导加权平均贷款利率下行约70个基点。</u>
中国房地产政策	2019年1季度，限购、限贷、首付比例等需求端政策可能有所调整、操作上更为“务实”、 <u>以应对地产周期下行压力。政策调整和执行将延续“一城一策”的方针。</u>	2018年底开始，限购、限贷、首付比例等需求端政策就开始有所调整以应对地产周期下行压力。 <u>政策调整和执行将延续“一城一策”的方针。</u>	虽然面临房地产成交快速萎缩、3-4线城市房价加速下跌等压力， <u>目前的限购限贷等一系列政策直到2019年中以前才“滞后放松”，但届时政策需要大幅增加调整力度才可能奏效。</u>
美国加息路径	2018年再加息1次（25个基点）， <u>2019年加息2次，每次25个基点。</u>	2018年再加息1次（25个基点）， <u>2019年加息2次，每次25个基点。</u>	2018年再加息1次（25个基点）。2019年由于增长快速下滑、通胀回落和资本市场动荡， <u>美联储被迫停止加息。</u>

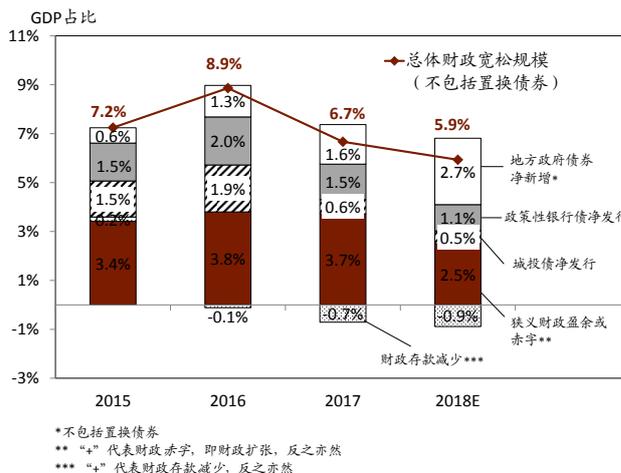
资料来源：中金公司研究部

图表 5: 实际财政赤字率在下行周期可能超过 3%



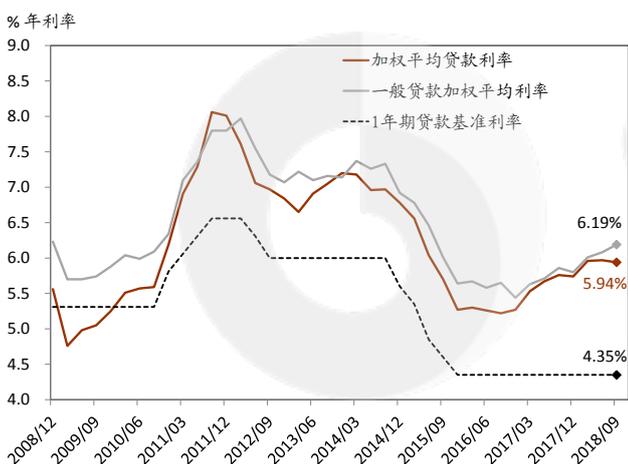
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 6: 广义财政赤字自 2016 年起有所下降



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 基准利率与银行加权平均贷款利率的“差值”接近历史高位...



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 8: ... 贷款利率高于基准利率的占比亦是如此



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

#### IV. 基准情形下 2019-2020 年宏观预测

基准情形下, 我们预计中国的 2019-20 年实际 GDP 增速分别为 6.4%和 6.3%, 而名义增速可能会放缓至 8.4%和 7.9%。鉴于信贷周期及房地产市场的走势, 我们预计环比增速在 2019 年 1 季度见底, 随后有所企稳。名义增速下降表明未来两年企业盈利增长将减速。分产业看, 预计 2019 年第二产业增加值增速将放缓, 第三产业亦是如此, 尤其是房地产相关的服务业。鉴于一些主要农产品的去库存周期已近尾声、农产品价格将上扬, 第一产业增加值增速有望于 2019 年加快。分部门看, 我们预计 2019 年消费增速大体持平于 2018 年下半年, 但相比于 2018 年上半年有所放缓; 整体投资增速将下降; 贸易方面, 出口增速可能明显下跌, 但内需不振可能导致进口增速放缓更多, 因此净出口对 GDP 增长的贡献率可能持平或小幅上升。(第 9 页的图表 9 列出了我们对 2019-20 年主要宏观经济指标的具体预测)

在基准情形下, 我们预计 2019 年的消费增速相比于 2018 年放缓, 但将大体持平于 2018 年下半年。正如我们近期研究报告中所分析的, 可选消费减速是今年以来多项因素叠加

的结果，包括增长下行、消费信贷增长大幅减速、房地产成交量增速放缓、乘用车置换周由于之前购置税政策而提前、导致汽车销售增速大幅下滑、以及基建投资“失速”对相关消费品类的需求产生冲击<sup>14</sup>。这几项因素叠加造成的负面影响在 2018 年下半年体现得尤为明显。尽管其中某些因素将在 2019 年进一步拖累消费增长，比如房地产市场继续走弱、增长面临进一步下行压力，但考虑到以下三方面较为积极的因素，我们预计 2019 年的消费增速与 2018 年下半年大体持平。首先，在 2017 年 3 季度至 2018 年 2 季度银行及非银渠道的新增消费贷因监管收紧双双萎缩后，我们注意到银行渠道的消费贷净发行在 2018 年 3 季度出现了回升的迹象（图表 10）。其次，P2P 信贷余额在 2018 年 7-8 月大幅下挫后已有所企稳。我们对消费贷的发行量详细分析后发现，消费信贷的收缩可能拖累今年社会消费品零售总额增速 2 个百分点左右<sup>15</sup>。此外，我们认为汽车销售增速有望将逐步走出“-20%同比增速”区间，主要是考虑到降价推动市场在去库存后找到新的“平衡点”——值得注意的是，汽车消费增速放缓在 2018 年 3 季度拖累社会消费品零售总额增速 0.8 个百分点。

**总体而言，2019 年大众消费增速可能将继续高于可选消费。**2018 年，大众消费增长明显好于可选消费，我们预计该趋势将于 2019 年延续，因为：（1）可选消费的周期性更强（图表 11），而在我们的基准情形下，增长动能和名义增速将进一步放缓，尤其在 2019 年上半年；（2）我们预计明年 CPI 上行、而 PPI 下行（请参见第 11 页关于 2019 年通胀走势的讨论）——CPI 与必选消费行业的销售收入增长更为相关，而 PPI 与工业企业盈利增速及可选消费增速更同步；（3）收入分配的变化将进一步推动大众消费升级、并对“极高端奢侈品”的消费有所抑制。一方面，个税起征点从每月 3500 元提高到了每月 5000 元，中低收入家庭所对应税级的税率也有所下调，且个税的 6 项专项附加扣除也将于 2019 年 1 月 1 日起生效<sup>16</sup>；此外，政府会坚持扶贫政策，通过补贴及转移支付等方式增加贫困人口可支配收入。另一方面，高收入者的实际个税税率可能有所，因为综合征税体制下个人所得税的税基会相应扩大，所有收入累加仅免征（每月 5000 元）和抵扣一次。总体而言，个税法的修订可能将加大对高收入人群所得税的实际征收的力度，包括其海外收入的税收监管。

**预计 2019 年整体投资增速相比于 2018 年将有所放缓**（有关我们三个政策假设下的宏观指标具体预测，请参见第 13 页的图表 19），分部门看——

- ▶ **预计 2019 年基建投资增速有所加快**，主要考虑到基建投资增长在 2018 年上半年经历“断崖式”下跌后，政府于 2018 年 7 月起提出加大“基础设施领域补短板”力度。我们观察到基建投资的领先指标初显回暖迹象，例如项目审批重新加快、地方政府融资额上升、建筑公司订单量回升（图表 12 和 13）。与此同时，基建投资的同步指标也开始回暖，如挖掘机销量和利用小时数。由此，我们预计基建投资从 2018 年的零增长回升至 2019 年 5-10% 的同比增长（第 13 页图表 19）。
- ▶ **房地产开发投资增速可能在 2019 年同比下降 5%，大幅低于 2018 年近 10% 的同比增速。**我们的预测基于地产销售增速放缓的假设，特别是考虑到三四线城市大部分新建项目都是在过去几年完成的、开发商现金流状况恶化并且融资条件收紧、土地销量近期大幅下滑（图表 14 和 15）。值得注意的是，中国房地产市场在 2015-2018 年经历了比以往长一倍的上行周期：一方面是受前期在通胀周期的回暖支撑，但另一方面过去几年大力的棚改措施明显提振、甚至一定程度上“透支”了三四线的地产需求。这次的地产上行周期期间，需求侧政策一再收紧，房地产开发商的融资和现金流持续受监管政策和地方政府的“挤压”——随着周期走弱，通缩压力初显，而需求端的政策保持紧缩态势，我们可能将经历一个历时较久、幅度较深的地产下行周期。
- ▶ **随着企业盈利增长放缓，制造业投资可能在 2019 年有所减速**——有关企业盈利增长与制造业产能周期的关系，我们在前期的一系列研究报告中有较详细的阐述<sup>17</sup>。鉴于工业企业利润的同比增速已由 2017 年 4 季度的 17.7% 下降至 2018 年 3 季度的 10.2%，我们预计 2019 年制造业投资增速也会随之放缓（通常的时滞为 2 个季度）。

<sup>14</sup> 请参见我们 2018 年 9 月 11 日发布的中国宏观专题报告《可选消费为何减速？》。

<sup>15</sup> 请参见我们 2018 年 3 月 1 日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”？》以及 2018 年 9 月 11 日发布的中国宏观简评《如何看待近期消费信贷发行明显减速？》。

<sup>16</sup> 请参见我们 2018 年 10 月 21 日发布的中国宏观简评《个税抵扣增进中产家庭收入、促进教育医疗及升级消费》。

<sup>17</sup> 请参见我们 2016 年 9 月 22 日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段？》。

此外,全球电子行业周期也出现趋势性走弱,而这类上行/下行周期通常持续一年以上。但是,考虑到部分上游原材料行业的利润率/ROE处于历史高位,环保限产边际放松可能会释放这些行业的产能投资需求,因此我们预测整体制造业投资增速仅小幅放缓。在行业层面,我们预计原材料行业出现一定程度的产能扩张,与此相对应地,一些下游行业将步入去库存/产能整合周期。

**出口增速可能在2019年明显放缓,但进口增速的降幅可能更大。**正如前文所述,外部需求的不确定性是2019年经济增长的主要风险点之一。我们认为,2019年中国出口增长将明显减速,因为(1)全球制造业周期开始走弱,全球贸易增长也可能随之有所放缓<sup>18</sup>; (2)中美贸易摩擦的“全面”影响将于明年显现。到目前为止,我们仅能观测到第一批500亿美元关税清单上的商品在关税生效后的出口增速(第3页的图表3),而这些商品对美出口增速出现了大幅下滑。2000亿美元商品加征10%关税对出口增长的负面影响可能从11月其开始显现。明年1月1日,我们的基准预测是第二批2000亿美元商品的关税将如特朗普总统之前承诺的提高至25%。另外,由于出口商预期加征关税,今年存在“抢出口”现象。因此,我们预计2019年出口同比增速(按美元计)从2018年的11.2%下降至2%,而以人民币计的出口增速可能因人民币兑美元贬值而降幅较小。另一方面,进口增速的降幅可能会大于出口,因为(1)由于对关税上调有所预期,中国进口商也提前抢购农产品和原材料等商品;(2)内需增长放缓将导致进口增速下滑。因此,我们预计2019年贸易顺差(以人民币计)对增长可能是小幅正贡献,这与内需增长走弱的预测相呼应。

图表9: 基准情形下, 2019-20年的宏观经济展望

%年同比, 除非另作说明

		新							旧							
		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018E	1Q2019	2Q2019	3Q2019E	4Q2019E
实际GDP增速	%, 同比	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.8	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.2	6.3	6.4	6.4
名义GDP增速	%, 环比年化 %, 同比	7.9	11.2	9.6	8.4	7.9	9.7	9.4	10.2	9.8	9.6	8.9	8.3	8.6	8.3	8.2
工业增加值	%, 同比	6.0	6.6	6.3	5.8	5.6	6.5	6.3	6.8	6.6	6.0	5.9	5.4	5.6	6.2	6.1
名义社会消费品零售总额	%, 同比	10.4	10.2	9.2	8.7	8.3	9.8	10.2	9.8	9.0	9.0	9.1	9.1	9.0	8.5	8.4
出口	%, 同比	-7.7	7.9	11.2	2.0	0.7	13.1	9.0	13.7	11.4	11.9	8.5	2.7	1.4	2.0	2.0
进口	%, 同比	-5.5	16.1	18.9	2.7	2.0	18.2	7.0	19.4	20.6	20.4	15.5	5.5	3.2	1.0	1.5
M2增速	%, 同比	11.3	8.1	8.6	8.6	8.8	8.5	8.2	8.2	8.0	8.3	8.6	8.6	8.8	8.5	8.6
新增人民币贷款	万亿元	12.7	13.5	16.0	17.3	18.7	15.3	16.1	4.9	4.2	4.1	2.9	5.5	4.5	4.1	3.2
CPI	%, 同比	2.0	1.6	2.2	2.3	1.6	2.0	2.2	2.2	1.8	2.3	2.5	2.6	2.8	1.9	1.9
PPI	%, 同比	-1.3	6.3	3.7	1.8	1.1	3.0	1.9	3.7	4.1	4.1	3.0	2.5	2.5	1.2	1.0
GDP平减指数	%, 同比	1.0	4.1	2.8	1.9	1.6	2.8	2.5	3.2	2.9	2.9	2.4	2.0	2.2	1.7	1.7
1年期贷款基准利率(期末)	%	4.35	4.35	4.35	4.35		4.35		4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率(期末)	%	1.50	1.50	1.50	1.50		1.50		1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
7天逆回购利率(期末)	%	2.25	2.50	2.55	2.55		2.55		2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
10年期国债到期收益率(期末)	%	3.04	3.88	3.55	3.40		3.75		3.76	3.50	3.63	3.55	3.50	3.45	3.40	3.40
基准存款准备金率(大型机构)	%	17.0	17.0	17.0	17.0*		17.0		17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
实际操作准备金率(大型机构)	%	17.0	16.0	12.0	10.0		13.0		16.0	15.0	13.5	12.0	11.5	11.0	10.5	10.0
人民币兑美元汇率(期末)	市场价格	6.95	6.51	6.98	7.12		6.38		6.27	6.62	6.88	6.98	-	-	-	7.12
预算财政赤字率	%, 占GDP比例	3.0	3.0	2.6	3.0		2.6		-	-	-	-	-	-	-	-

\*: 基准存款准备金率, 而不考虑定向降准后的实际有效准备金率

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

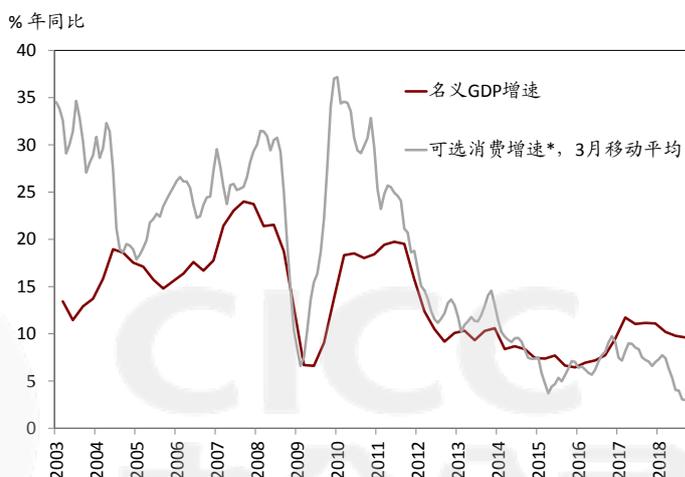
<sup>18</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的海外宏观经济专题报告《全球经济周期动能趋缓》。

图表 10: 银行渠道的消费信贷增长于 2018 年 3 季度开始回升

	居民中长期消费贷款: 不含房贷				居民短期消费贷款: 不含房贷				居民中长期消费贷款: 不含房贷				居民短期消费贷款: 不含房贷			
	居民短期消费贷款	居民中长期消费贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民短期消费贷款	居民中长期消费贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民短期消费贷款	居民中长期消费贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民短期消费贷款	居民中长期消费贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款	居民消费贷款: 信用卡贷款
	存量 (万亿元)				新增量 (万亿元)				存量同比增速 (% 年同比)				存量环比增速 (% 季度年化)			
2017	6.8	2.9	5.6	21.9	1.9	0.6	1.5	4.0	38.0%	28.8%	36.9%	22.1%	28.1%	27.0%	33.1%	17.6%
1H2018	7.6	3.0	6.3	23.8	0.8	0.1	0.7	2.0	30.3%	20.2%	33.5%	18.6%	24.4%	8.5%	32.3%	18.4%
1H2017	5.9	2.5	4.7	20.1	0.9	0.3	0.6	2.2	32.7%	29.8%	31.4%	30.8%	42.4%	28.5%	37.5%	24.1%
3Q2018	8.2	3.1	6.7	24.9	0.6	0.1	0.5	1.0	28.1%	16.4%	29.8%	17.9%	30.9%	13.2%	31.8%	16.9%
3Q2017	6.4	2.7	5.2	21.1	0.6	0.2	0.5	1.0	38.2%	32.8%	36.8%	26.1%	40.6%	27.4%	40.1%	19.7%

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

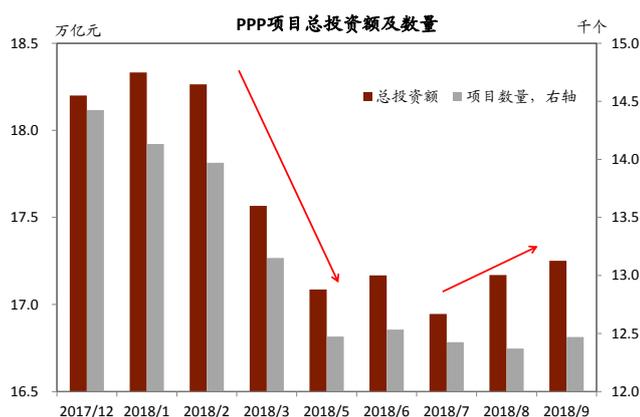
图表 11: 可选消费增速具有高周期性



\* 此处可选消费包除了食品饮料、烟酒、服装鞋帽及纺织品、日用品及药品的其它各类消费品。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

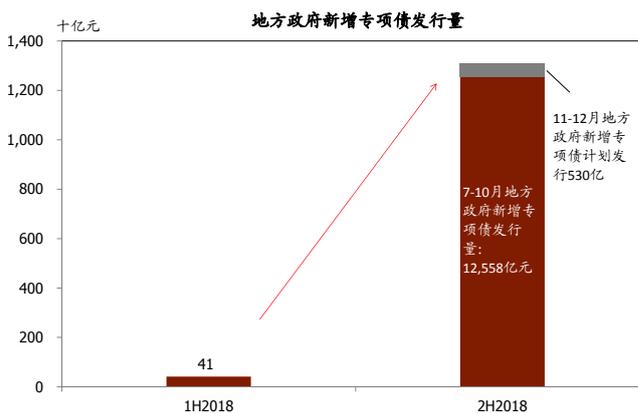
图表 12: 计划的 PPP 项目投资额再度开始上升



注: 2017年12月及2018年1月、7-8月数据来自wind, 其它由中金公司环保组整理自财政部PPP官网, <http://www.cpppc.org:8086/pppcentral/map/toPPPChooseList.do>; 经核对二者口径一致

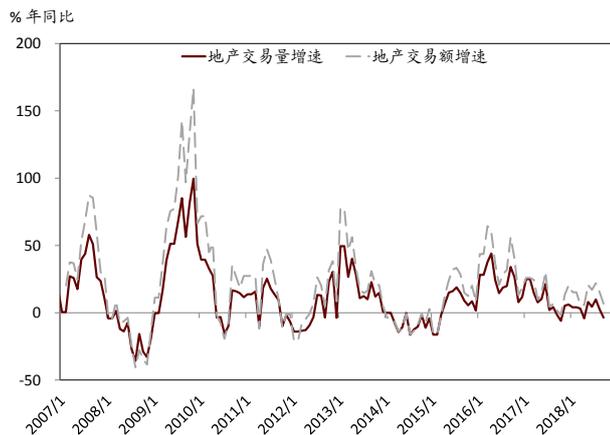
资料来源: 万得资讯, 财政部, 中金公司研究部

图表 13: 7 月以来, 地方政府专项债发行量明显上升



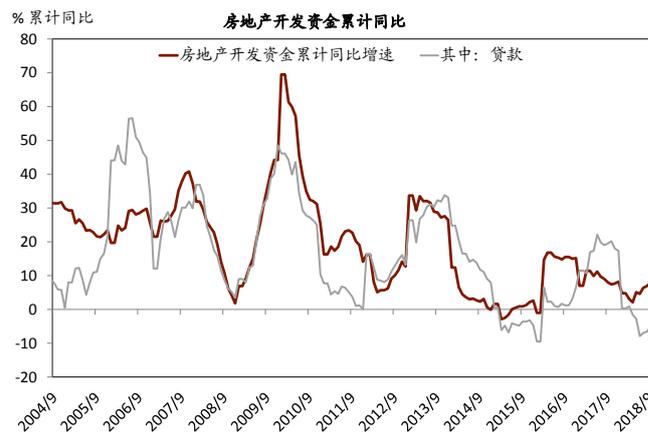
资料来源: 万得资讯, 财政部, 中金公司研究部

图表 14: 商品房交易增速跌入负区间



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 15: 开发商的现金流状况可能恶化



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

预计通胀将于 2019 年下行, 其中 PPI 和地产价格下行压力尤甚。CPI 可能相对具有“粘性”。我们预测 CPI 从 2018 年的 2.2% 小幅上升至 2019 年的 2.3%, 而 PPI 从 2018 年的 3.7% 大幅下降至 2019 年的 1.8%。由此, GDP 平减指数可能将从 2018 年的 2.8% 降至 2019 年的 1.9%。我们对整体通胀的预测基于我们基准情形下对增长的展望——即使 2018 年 4 季度-2019 年 1 季度政策有进一步的调整, 而增长可能的弱势可能 2018 年 1 季度一直延续至 2019 年 2 季度。

- ▶ 尽管 2018 年增长走弱、金融条件收紧, 但由于食品价格上涨, 我们预计 2019 年的 CPI 将从 2018 年的 2.2% 小幅上升至 2.3%。短期内, 主要农产品 (即玉米和大豆) 的供给边际收紧可能推高食品 CPI。我们的大宗商品研究团队预计, 随着中国对从美国进口商品加征关税的影响开始显现, 今年年底-明年年初豆粕价格可能上涨 15% 左右, 同时多年的去库存接近尾声叠加近年供给收缩也可能推高 2019 年的玉米价格 (图表 16 和 17)。因此, 我们预计 2019 年食品 CPI 将从 2018 年的 1.8% 升至 2.9%, 但非食品 CPI 可能从 2018 年的 2.3% 下跌至 2019 年的 2%, 非食品价格的走势与 2019 年增长放缓、PPI 走弱的趋势一致。
- ▶ 预计 PPI 将于 2019 年明显下降, 但会维持在正区间——该预测基于环保限产在边际放松, 但对产能扩张仍有所抑制的假设。与此同时, 如果较紧的政策取向保持不变<sup>19</sup>, 三四线城市的商品房与土地价格明年可能同比下跌。在基准情形下, 基建投资提速只能部分抵消房地产投资负增长的影响。由此, 原材料需求的增速在 2019 年可能放缓, 但受政府主导投资的支撑, 下行幅度可能相对有限。与此同时, 我们假定虽然环保限产在执行层面有所放松, 比如将基于“一城一策”的原则对环保限产政策进行调整, 但我们估计产能扩张仍有限制, 考虑到 (1) 总体而言, 环保仍是长期目标; (2) 供给侧改革确保上游原材料企业合理利润、推动去杠杆的初衷不会改变。

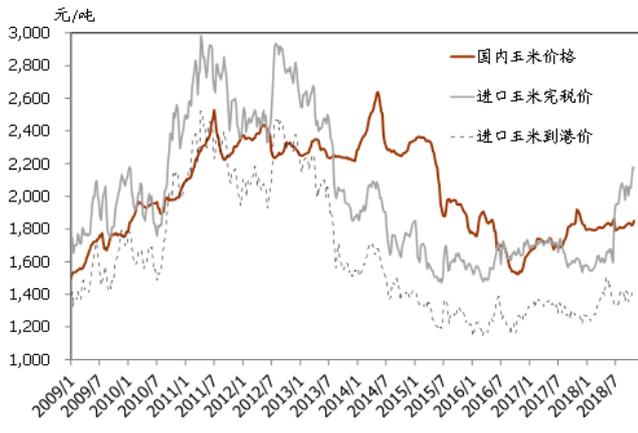
我们的基准情形预测 2019 年人民币兑美元汇率将以 7.12 为“中轴”浮动、区间为上下 3 个百分点左右。汇率可能呈现先“先抑后扬”的走势, 与我们预测的增长路径一致。虽然影响短期影响汇率变动的因素繁多, 但我们坚持经济基本面是人民币汇率走势的最根本决定因素, 因此, 我们预计人民币汇率 2019 年仍将小幅走弱。在基准情形下, 我们预计 2019 年人民币汇率不会大幅贬值, 主要基于以下几点考虑: (1) 中美贸易摩擦可能有一定程度的缓和, 从而缓解人民币的贬值压力, 因为在这种情形下, 对冲美国进口关税上升带来的“贸易条件”冲击所需的汇率调整压力会有所下降; (2) 我们的基准情形预测增长将于 2019 年 2 季度企稳, 这将有助于减轻汇率的下行压力; (3) 美国货币政策可能也将随其增长动能的减弱而不如 2018 年“鹰派”<sup>20</sup>, 美元也可能在 2019 年下半年有所走弱; (4) 值得注意的是, 人民币兑美元在 2018 年已经贬值了 6.2%, 并且人民币已从其年内的峰值下跌近 12%, 而自 1994 年汇改以来, 人民币的波动率在 2018 年首次超过欧元和美元 (图表 18)。鉴于人民币汇率已经在今年进行了较大幅的调整以对冲增长放

<sup>19</sup> 请参见房地产组 2019 年 11 月 11 日发布的《2019 展望: 基本面衰退年, 政策面调整年, 估值面修复年》。

<sup>20</sup> 请参见我们 2018 年 11 月 11 日发布的海外宏观经济专题报告《全球经济周期动能趋缓》。

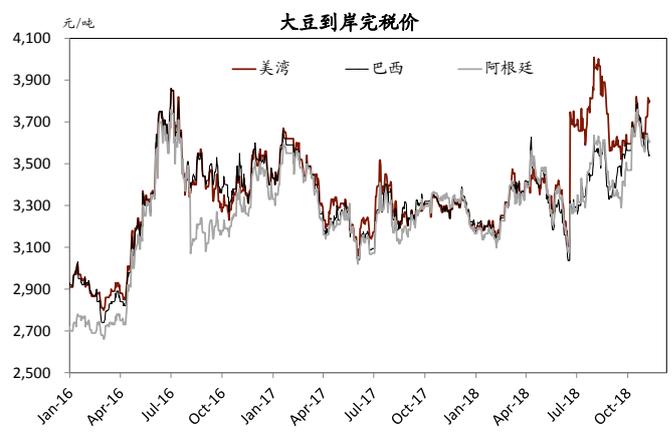
缓和贸易条件恶化带来的贬值压力, 明年调整的压力较为可控。(请参见我们的中国宏观简评《人民币汇率是否会“破7”?》, 其中有对人民币汇率走势的具体展望分析<sup>21</sup>)

图表 16: 玉米价格由于进口税后价格高企、国内库存消耗, 面临上涨压力



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 17: 大豆价格由于关税上升的影响在冬季更为明显, 可能会进一步上升



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 18: 今年以来, 人民币汇率出现大幅波动, 承担了“减震器”的作用

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018YTD
美元兑人民币汇率(期末)	USD/CNY	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.94
	% chg	(+1.0%)	(+2.9%)	(-2.4%)	(-4.5%)	(-6.6%)	(+6.7%)	(-6.2%)
美元兑人民币汇率(平均)	USD/CNY	6.31	6.20	6.14	6.23	6.64	6.75	6.55
	% chg	(+2.4%)	(+1.9%)	(+0.9%)	(-1.4%)	(-6.2%)	(-1.7%)	(+3.1%)
人民币CFETS指数(期末)	2014/12/31=100			100.0	100.9	94.8	94.9	92.4
	% chg				(+0.9%)	(-6.1%)	(+0.0%)	(-2.6%)
人民币CFETS指数(平均)	2014/12/31=100				102.5	96.3	93.9	95.1
	% chg					(-6.1%)	(-2.5%)	(+1.3%)
<b>年内波幅</b>								
美元兑人民币汇率交易区间	USD/CNY	[6.22, 6.39]	[6.05, 6.24]	[6.04, 6.26]	[6.19, 6.49]	[6.46, 6.95]	[6.46, 6.96]	[6.26, 6.97]
	% 年内交易区间	2.7%	3.1%	3.6%	4.9%	7.7%	7.6%	11.4%
人民币CFETS指数交易区间	2014/12/31=100				[100.3, 105.6]	[93.7, 101.0]	[92.1, 95.4]	[92.1, 98.1]
	% 年内交易区间				5.4%	7.8%	3.5%	6.6%
欧元兑美元汇率交易区间	EUR/USD	[1.21, 1.35]	[1.28, 1.38]	[1.21, 1.39]	[1.05, 1.21]	[1.04, 1.15]	[1.04, 1.20]	[1.13, 1.25]
	% 年内交易区间	11.6%	8.0%	15.2%	15.3%	11.0%	15.7%	10.6%
美元指数交易区间	1973/03=100	[78.3, 84.0]	[79.1, 84.6]	[79.1, 90.3]	[90.3, 100.3]	[92.6, 103.3]	[91.4, 103.2]	[88.6, 97.1]
	% 年内交易区间	7.3%	6.9%	14.1%	11.1%	11.5%	13.0%	9.6%

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

## V. 乐观情形及悲观情形下的政策及增长路径

乐观情形下, 中美两国都将充分调整现有政策——美国对中国加征关税较此前声明的力度减弱, 中国则将更早更大力度地提振内需。相比于基准情形, 此情形中我们做了以下更为乐观的假设: (1) 美国对第二批(2000亿美元)中国商品加征关税的力度减弱, 维持加征10%的关税; (2) 中国从2018年年底起开始调整房地产相关政策, 而不是我们基准情形下假设的2019年1季度才开始调整; (3) 中国将下调16%档增值税率3个百分点, 而不是基准情景假设的2个百分点(对三中情形下中美各项政策调整的具体假设请参见第6页的图表4)。

在此情形下, 预计中国2019年实际GDP增速将保持在6.6%, 名义GDP增速则维持在9%的水平。与此同时, 明年的增长路径将较基准情形更为“平缓”, 体现为2018年4季度-2019年1季度同比增速的“波谷”较浅, 而2019年接下来会有更为明显的回暖迹象。相应地, 在乐观情形下, 房地产投资、进出口、消费增速的下行压力都将有所缓和。另一方面, 考虑到乐观情形下原材料行业产能可能重新扩张、中下游行业产能整合的压力

<sup>21</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观简评《人民币汇率是否会“破7”?》。

减弱, 制造业投资增速甚至可能小幅加快。乐观情形下整体 CPI 增速与基准情形持平, 但输入型通胀压力减弱而内需较强将改变通胀的结构——我们预计乐观情形下食品 CPI 相对基准情形更低, 而非食品通胀在乐观情形下相对更高。乐观情形下, PPI 在 2019 年降至 2.2%、降幅将小于基准情形 (请参见图表 19, 其中有三种情形下宏观指标的具体预测)。在此情形下, 明年人民币兑美元汇率的“中轴”为 7.02, 波幅也将有所减小。

图表 19: 三种情形下, 宏观经济指标的具体预测

		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019		
								乐观情形	基准情形	悲观情形
实际 GDP	% 年同比	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.6	6.4	6.0
名义 GDP	% 年同比	10.2	8.2	7.0	7.9	11.2	9.6	9.0	8.4	6.5
工业增加值	% 年同比	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.3	6.2	5.8	5.3
社会消费品零售总额	% 年同比	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.2	9.0	8.7	8.5
月报名义固定资产投资*	% 年同比	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.7	5.8	5.0**	3.0
房地产	% 年同比	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	-2.0	-5.0	-10.0
基建	% 年同比	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	0.5	8.0	8.0	8.0
制造业	% 年同比	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	8.5	8.0	7.0	5.0
出口 (以美元计)	% 年同比	7.8	6.0	-2.9	-7.7	7.9	11.2	5.0	2.0	-2.0
进口 (以美元计)	% 年同比	7.2	0.5	-14.3	-5.5	16.1	18.8	6.0	2.7	-7.0
出口 (以人民币计)	% 年同比	6.1	4.9	-1.8	-1.9	10.8	8.7	11.0	8.9	7.0
进口 (以人民币计)	% 年同比	5.5	-0.6	-13.2	0.6	18.7	16.4	12.1	9.7	1.6
贸易差额 (占 GDP 比例)	%	2.7	3.7	5.4	4.6	3.4	2.4	2.3	2.3	3.2
CPI	% 年同比	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	2.3	2.3	2.0
CPI: 食品	% 年同比	4.7	3.1	2.3	4.6	-1.4	1.8	2.5	2.9	3.0
CPI: 非食品	% 年同比	1.6	1.5	1.0	1.4	2.3	2.3	2.2	2.0	1.6
PPI	% 年同比	-1.9	-1.9	-5.2	-1.3	6.3	3.7	2.2	1.8	-0.2
GDP 平减指数	% 年同比	2.2	0.9	0.1	1.0	4.1	2.8	2.3	1.9	0.5
油价 (布伦特, 期末)	美元/桶	110.3	55.0	35.7	54.9	66.5	75.0	-	75.0	-
油价 (布伦特, 平均)	美元/桶	108.7	98.9	52.3	43.7	54.2	73.0	-	73.0	-
油价 (平均)	% 年同比	-2.8	-9.0	-47.1	-16.6	24.2	34.6	-	0.0	-
M2	% 年同比	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.6	8.8	8.6	8.5
新增公布社融	万亿元	17.3	16.5	15.4	17.8	22.4	19.4	21	20.6	19.4
人民币贷款	% 年同比	8.9	9.8	11.7	12.7	13.5	16.0	18.1	17.3	16
调整后社融***	% 年同比	17.2	14.2	15.1	16.2	14.1	11.0	11	10.8	10.8
新增地方政府债	万亿元	0.2	0.3	3.7	5.8	4.1	3.6	4.5	4.5	5.0****
预算财政赤字率	%, 占 GDP 比例	2.0	2.1	2.3	3.0	3.0	2.6	3.0	3.0	3
实际财政赤字率	%, 占 GDP 比例	1.8	1.8	3.4	3.8	3.7	2.5	3.8	3.9	4.0
“实际”存款准备金率 (大型机构)		20.0	20.0	17.5	17.0	16.0	12.0	10.0	10.0	10.0
基准存款准备金率 (大型机构) *****		20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
1年期基准贷款利率 (期末)	%	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10
1年期基准存款利率 (期末)	%	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25
加权平均贷款利率 (平均)		6.95	6.97	5.89	5.26	5.68	5.85	5.40	5.30	5.10
人民币兑美元汇率 (期末)		6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.98	7.02	7.12	7.48
人民币对美元汇率 (平均)		6.15	6.16	6.29	6.65	6.76	6.62	7.00	7.07	7.23

\* 由于历史数据失真, 月报名义固定资产投资增速可能有较大误差, 请参见我们的相关报告

\*\* 考虑到大部分省份的数据“挤水分”已经完成, 公布的月报名义固定资产投资增速可能会显著高于我们的预期值。此处预测值主要反映实际增速变化。

\*\*\* 调整后社融=央行公布的社融总量+地方债及国债存量, 请参见我们的相关报告

\*\*\*\* 除了新增地方债以外, 特别国债及/或政策性银行债的发行也可能加速

\*\*\*\*\* 基准存款准备金率仍然为 17%, 但“实际”的存款准备金率已通过“定向降准”多次调低

资料来源: 彭博资讯, CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

悲观情形下, 中美两国均延续现有政策路径, 即中国的稳增长措施仍然相对滞后, 而中美经贸摩擦进一步升级。这种政策环境下, 相比于基准情形, 我们做出以下更为悲观的假设: (1) 美国对剩余 2670 亿美元的中国商品加征 25% 关税, 导致中美两国增长均进一步放缓、消费价格进一步上升; (2) 中国的地产相关政策直至 2019 年中才进行调整, 届时地产市场可能已经“深度调整”。

这种政策环境下, 2019 年中国的实际 GDP 增速可能降至 6%, PPI 下滑至负区间、名义增速骤降至 6.5%, 人民币贬值幅度将加剧。此外, 增长下探的“波谷”可能更深, 2019 年上半年实际 GDP 增速甚至可能击穿 6% 的水平, 随后在年中进行紧急政策调整后有所企

稳。在这种情形下，地产投资、进出口、消费及制造业投资增速均将经历更“深”的调整，PPI和地产价格在明年降幅都将更大。然而，在此情形下CPI可能还是会维持在2%的水平，主要是由于输入型通胀将抬升2019年食品CPI至3%，而非食品CPI将从2018年的2.3%大幅下跌至1.6%。在此悲观情形下，人民币汇率贬值幅度也将更大，明年兑美元的“中轴”可能落在7.48。人民币汇率大幅下挫的预测基于（1）经济基本面的走弱致使汇率进行更大幅度的调整；（2）中美贸易摩擦的进一步升级导致人民币汇率需要更大幅度调整以对冲“贸易条件”冲击；（3）增长的大幅下行可能迫使央行在明年年中降息。

**悲观情形下，经济增长“失速”和资产价格大幅调整可能在2019年中迫使货币和财政政策进行更大幅度的“紧急”调整。**财政方面，中国可能在年中扩大广义财政赤字率，包括启动发行专项国债或专项建设债的发行等，新增年发行额度有可能达到1-1.5万亿的水平。此外，悲观情形下，央行可能降息25个百分点，同时由于资本外流压力加剧而加大其再贷款操作力度，以防止货币增速大幅下行。地产政策将由于市场的深度回调而被迫于2019年中进行调整。美国方面，来自中国的通缩压力以及由于关税上升导致的企业盈利下滑，将导致市场波动率上升，这些变化将迫使美联储的立场更为“鸽派”——在此情形下，美国可能无法在2019年继续加息。

## VI. 3个主要“风险因素”

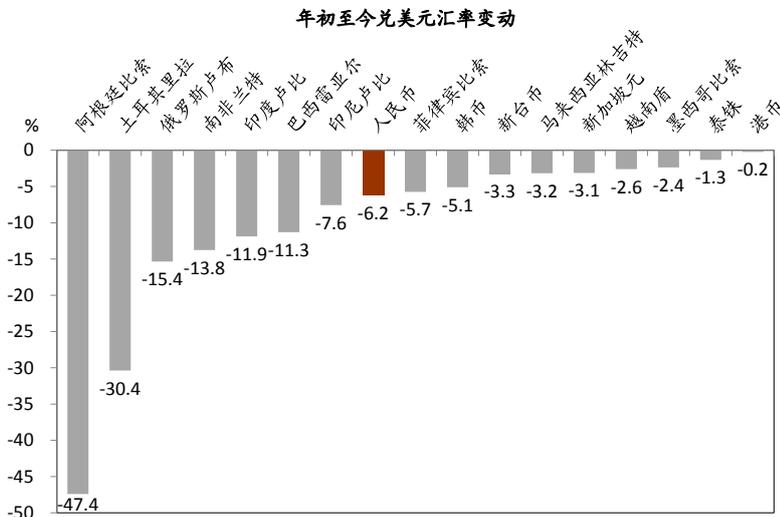
正如我们在悲观情形中所假设的，中美两国政策“失察”是当前最大的潜在风险。在接下来几个月内，内、外部政策环境的演变不仅会影响中国的短期增长，也对中期的潜在增长率水平有深远的影响。我们认为，政策方面的主要风险有以下3个方面：

- ▶ **外需环境超预期恶化可能会进一步拖累经济增长。**如上所述，由于全球经济制造业需求走弱以及美国继续上调对中国出口关税的影响，明年中国出口增长势必放缓。同时，今年以来新兴市场货币大幅贬值，也必然导致其（进口）购买力下降（图表20）。而另一方面，欧美制造业周期也出现筑顶走弱态势。除了这些较有“确定性”的风险之外，如果全球贸易摩擦进一步升级、地缘政治风险或政策的“擦枪走火”推升避险情绪，美元可能继续走强，而世界其他地区的增长/资产价格波动也会进一步放大。与此同时，鉴于中国在全球制造业中的份额最高，中国经济增速的进一步放缓最终也将拖累中国自己的外需增长（也就是中国增长放缓带来的内外需“负循环”）。
- ▶ **地产政策调整滞后于预期可能会加大投资和消费增长“失速”的风险。**7月中央政治局会议宣布要遏制房价进一步上涨。由于中国正值城镇化较快时期，一二线城市城市居民住宅需求较为旺盛；而由于供应常年不足，所以必须依赖严格的限购政策来抑制房价<sup>22</sup>。然而，随着部分三、四线城市的房价在经历三年上升周期后开始出现通缩压力，必要重新考虑地产供、需两端的调控政策。抛开结构性问题不谈，如果房价出现较大幅度的下跌也可能是中国经济“不可承受之重”。鉴于资产价格变动往往有“自加速”的特征，需求端调控政策调整过于滞后可能会加剧地产投资“失速”的风险，而收入和消费增长也可能会受到不小的负面影响。此外，经济学常识告诉我们，在地产下行周期中供给萎缩只会导致未来出现更大的供应缺口。
- ▶ **当前人民币贬值压力加剧，人民币汇率“无序贬值”可能会导致中国金融条件意外收紧、进而推高全球市场的波动和风险溢价。**由于当前人民币贬值的预期已经明显升温，这一时点如果人民币“无序贬值”，不仅不能化解“不可能的三角”这一难题，反而可能大幅加剧中国同时调控汇率、外储、及国内流动性这三个“政策目标”的难度。2015年底至2016年初人民币汇率“无锚”贬值引发市场“连锁反应”，这在当前全球环境下外汇政策“失察”所可能造成的后果提供了“前车之鉴”。虽然人民币兑美元几天里仅累计贬值了1.4%，但全球股市重挫、大宗商品价格暴跌、且伴随利率下行——在当时全球需求疲弱的情况下，贬值引发了对中国可能通过贬值“输出通缩”预期的升温、从而触发了市场“紧急避险模式”。而由此带来的负面“外部性”反过来加剧了中国总需求减速的压力。与此同时，人民币贬值预期显著加强，导致外汇大规模流出以及外储（基础货币）的大量损耗，进一步收紧了国内金融条件。

<sup>22</sup> 有关中国房地产市场供需失衡的更多讨论，请参见我们2016年3月7日发布的中国宏观专题报告《又见房价上涨——城市住房供大于求还是供不应求？》。

当时, 人民币汇率贬值 1.4% 的结果可谓“得不偿失”。此后, 央行被迫加强外汇干预并加大国内流动性投放, 以抵消这一系列“负反馈”所带来的紧缩效应。诚然, 增强汇率弹性、提高对市场波动的容忍度是值得肯定和重视的长期政策目标, 但以有序、透明的方式来实现这一目标也同样重要<sup>23</sup>。

图表 20: 今年以来新兴市场货币兑美元全面贬值



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

## VII. 结论

然而, 如果中国能够尽快调整内需政策, 并在市场化结构性改革中真正提高资源配置效率, 经济增长与资产价格的前景均有望更为乐观。今年以来, 中国经济复苏的进程“中断”主要是由于国内政策过度紧缩, 而外需不确定性上升则加剧了下行压力。此外, 增长放缓和资产价格震荡也放大了原本存在的结构性矛盾——如上文预测所示, 2019 年中国的杠杆率可能随名义增长放缓而再度上升。我们重申一直以来的观点, 即货币紧缩往往会引发名义经济增速更大幅度的下滑, 与“去杠杆”的初衷往往事与愿违。站在当前时点, 政策亟需更加及时、有力和协调的调整, 以防止经济陷入增长放缓 -> 通缩加剧 -> 资产价格承压的恶性循环<sup>24</sup>。尤其值得警惕的是, 中国家庭的核心资产, 即房地产的价格近期在部分城市已出现了下跌苗头。资产价格下跌的趋势一旦形成, 往往会“自加速”, 因此内需政策的调整宜早不宜迟。

我们认为, 减少国企和公共部门低效及“被动”的储蓄, 将有助于应对短期增长的压力, 同时对于中长期的结构性调整也将大有裨益。我们近期报告分析<sup>25</sup>, 盘活存量资产以充实中国的社保基金、系统重要性金融机构以及资本市场将是“一石二鸟”的举措, 一方面能够应对短期增长压力, 另一方面也能够实现对中长期债务风险的标本兼治。降低“过剩”的低效率储蓄, 以及推动资本市场制度的建设和完善, 是提高中国企业投资收益率的关键。此外, 显而易见的是, 只有培育顺畅的股权融资体制、大力提高股权融资占比, 才能在经济增长/金融资产持续增长时有效控制宏观杠杆率的增速。

<sup>23</sup> 请参见我们 2018 年 11 月 11 日发布的中国宏观简评《人民币汇率是否会“破 7”？》。

<sup>24</sup> 请参见我们 2018 年 7 月 16 日发布的宏观简评《为什么政策制定者应当关注资本市场的价格信号？》。

<sup>25</sup> 请参见我们 2018 年 11 月 11 日发布的聚焦中国报告《用做“加法”的改革走出当前经济困境》。

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V160908  
编辑：江薇、樊荣

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



**CICC**  
中金公司