

北大汇丰 中国宏观经济 年度报告

2019
/
2020



PHBS **CMF**
北京大学宏观经济与金融研究中心



2019-2020 年度中国宏观经济形势分析与展望

摘要

2019 年，在内需走弱、外部经济不确定性加大和中美贸易摩擦持续发酵的复杂局面下，中国经济下行压力加大，预计全年增长 6.1%。由于经济持续下行，失业率也较去年有所上升。总需求疲弱使得工业增加值增速继续下降，汽车销售低迷导致消费增速延续下滑趋势，虽然房地产投资保持韧性，基建投资也有所回升，但制造业投资增速大幅下滑拖累整体投资增速下降，受需求走弱和贸易摩擦影响，进出口增速均较去年大幅下降。物价方面，在猪肉供给冲击的影响下，2019 年下半年猪肉价格大幅攀升，并带动其他肉类和部分食品价格上涨，导致下半年 CPI 同比增速突破了 4%。但由于总需求依然较弱，全年除食品和能源以外的核心 CPI 增速还略有下降。全球经济增速下滑导致对大宗商品需求下降，叠加内需不振，使得全年 PPI 小幅负增长。

展望 2020 年，在中美贸易摩擦放缓和稳增长政策支撑下，预计经济增长将保持平稳，全年可实现 6.1% 的增速。失业率也将有所下降，但人口老龄化结构性问题不容忽视。工业增长的放缓趋势将持续，继续下降 0.4 个百分点至 5.2%。制造业投资可能维持低位，房地产投资保持较高增速，基建将继续回升，整体投资增速将上行 0.1 个百分点。消费虽然仍下降 0.1 个百分点，但下降趋势大为缓解。出口在外部经济增速放缓下将有所下降，增速 -1.2%。进口则在内需带动下回升至 2.1%。价格方面，预计 CPI 将冲高回落，尤其是下半年在猪肉供给恢复和基期因素下同比将快速下降至 1% 附近，全年为 3.4%。PPI 有望回到正增长，全年增速约 1.1%。经济基本面不支持汇率大幅贬值，预计人民币兑美元汇率将稳定在 6.8-7.0 区间；货币政策将偏向宽松，预计年内仍有两次降准，而财政政策将更加积极，赤字率将达到 3%。



2019 年，中国经济在内外不确定性明显上升的局面下总体实现了稳中求进，前三季度 GDP 增速累计同比达 6.2%，预计全年增速 6.1%。分部门看，总需求疲弱使得工业增加值增速继续下降，汽车销售低迷导致消费增速延续下滑趋势，虽然房地产投资保持韧性，基建投资也有所回升，但制造业投资增速大幅下滑，使得整体投资增速依然下降，受需求走弱和贸易摩擦影响，进出口增速均较去年大幅下降。物价方面，在猪肉供给冲击的影响下，2019 年下半年猪肉价格大幅攀升，并带动其他肉类和部分食品价格上涨，导致下半年 CPI 同比增速突破了 4%。但由于总需求依然较弱，全年除食品和能源以外的核心 CPI 增速还略有下降，PPI 则为负增长。

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，也是为实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础的关键时间节点，中央经济工作会议也特别强调了做好经济工作的重要性。预计 2020 年将出台一系列稳增长政策，逆周期调节力度将超过 2019 年，使得经济保持基本保持平稳。全年 GDP 增速预计将达到 6.1%。考虑下半年货币政策与财政政策的操作空间较广，以及政策作用于实体经济存在一定时滞，2020 年 GDP 将呈现前低后高，预计四个季度同比分别为 6.0%、6.1%、6.2%、6.1%。预计 2020 年全年工业增速略有下降，投资则有所回升，消费也略有下降，出口在外部经济增速放缓下将有所下降，进口则将回升。由于猪肉和食品价格在约半年时间内仍将维持高位，因此 CPI 同比在上半年仍会超过 4%，下半年由于猪肉供给恢复叠加基期因素，CPI 同比将快速下降至 1%附近。全年 PPI 走势基本平稳。各指标具体预测请见表 1。

表 1 中国主要宏观经济指标预测¹

	2019	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
GDP	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	6.0	6.1	6.2	6.1	6.1
工业	6.4	5.6	5.0	5.6	5.6	4.2	5.1	5.7	5.7	5.2
投资	6.3	5.8	5.4	5.2	5.2	4.9	5.2	5.2	5.3	5.3
消费	8.3	8.5	7.6	7.7	8.0	7.6	8.4	8.2	7.2	7.9
出口	1.3	-1.0	-0.4	1.9	0.5	-1.7	-1.6	-0.9	-0.6	-1.2
进口	-4.5	-4.0	-6.5	3.2	-2.8	1.9	0.4	1.8	4.1	2.1
CPI	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9	4.5	4.4	3.4	1.2	3.4
PPI	0.2	0.5	-0.8	-1.1	-0.3	0.7	0.7	1.4	1.4	1.1

数据来源：CEIC，北京大学宏观经济与金融研究中心

1. 2020 年经济增长将基本保持平稳，全年实际 GDP 增速 6.1%。

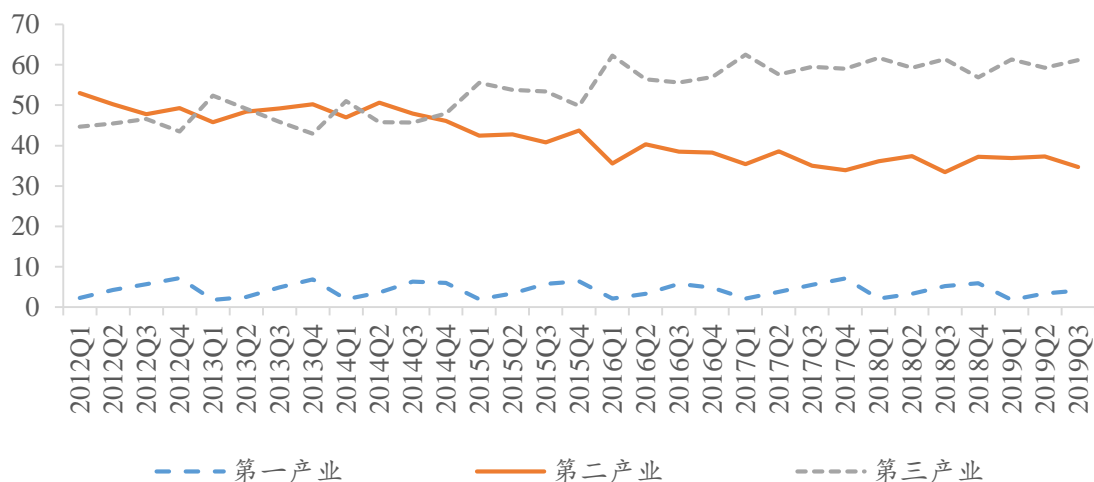
2019 年 GDP 增长延续了下降趋势，全年增速约 6.1%，比上一年下降 0.5 个百分点。全年走势前三季度呈现下行趋势，第四季度在外需好转叠加基建加快的情形下，实体经济边际改善。

从三大产业对 GDP 增长的贡献率看，第二产业贡献下降、第三产业贡献稳步上升的趋势未变；从“三驾马车”对经济贡献看，消费对 GDP 增长率的贡献明显下滑，投资的贡献也有所下滑，但在第三季度有所回升，货物和服务净流出对国内生产总值增长的贡献率明显提升。

¹ 红色斜体为预测值。表中指标除投资增长率为累计同比增长率以外，其他指标均为当季同比增长率。其中工业指标为实际工业增加值，消费指标为名义社会消费品零售总额，出口和进口为以美元计的商品出口或进口。



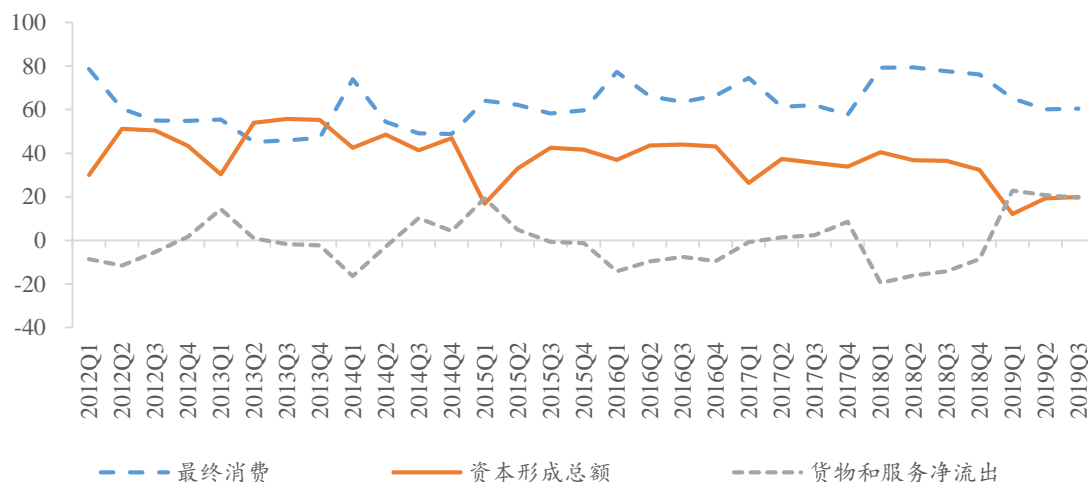
图 1 经济增长中第三产业贡献稳步上升



数据来源: CEIC, 北京大学宏观经济与金融研究中心

注: 贡献率指三次产业增加值增量与 GDP 增量之比, 数据为累计同比贡献率。

图 2 2019 年经济增长中最终消费贡献明显下降



数据来源: CEIC, 北京大学宏观经济与金融研究中心

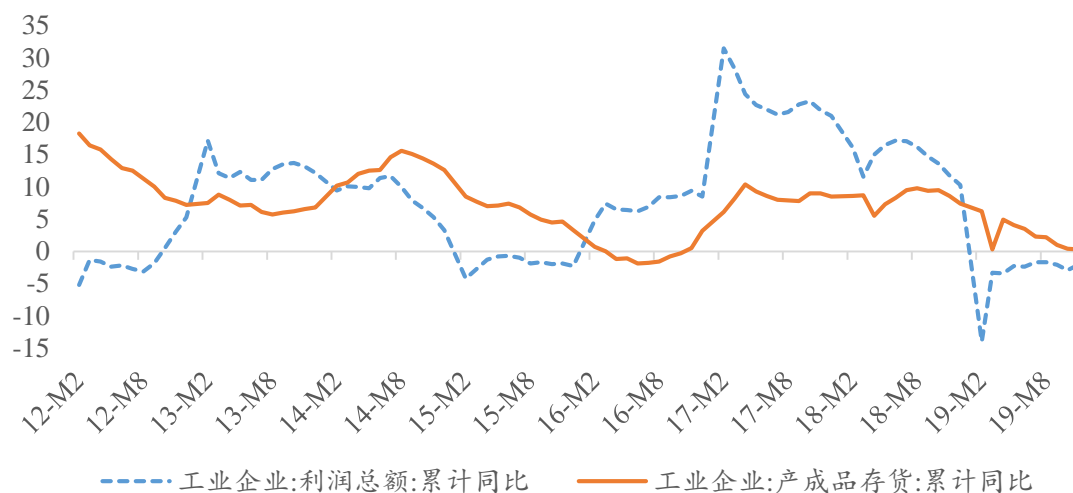
2. 2020 年工业增长放缓趋势预计将持续, 全年增速 5.2%。

与 2018 年同期相比, 受国内供给侧结构性调整及内外部需求不足影响, 工业生产面临下行压力, 前 11 月工业增加值累计同比增速为 5.6%, 较去年同期下降 0.7 个百分点, 工业企业利润增速在负区间徘徊, 产成品存货累计同比降至



0.3%。

图 3 工业企业库存与利润均接近周期底部



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

2018年9月以来,工业企业库存步入去化阶段已持续15个月²,当前接近零增长水平。企业去库存和补库存的行为具备顺周期性,驱动力多是总需求或工业品价格的变化。工业部门作为中间行业,终端需求由基建投资、地产投资与出口增速决定。根据我们的预测,2020年固定资产投资增速预计较2019年略有回升,基建投资可能更多发力,出口则面临更大的下行压力,净出口对GDP的拉动作用将弱于2019年。由此,我们预计库存大幅回升的可能性不大,对工业增长的贡献有限,2020年工业增长放缓趋势将会持续,预计全年增速5.2%。

3. 2020年失业率可能下降,但人口结构性的长期问题不容忽视。

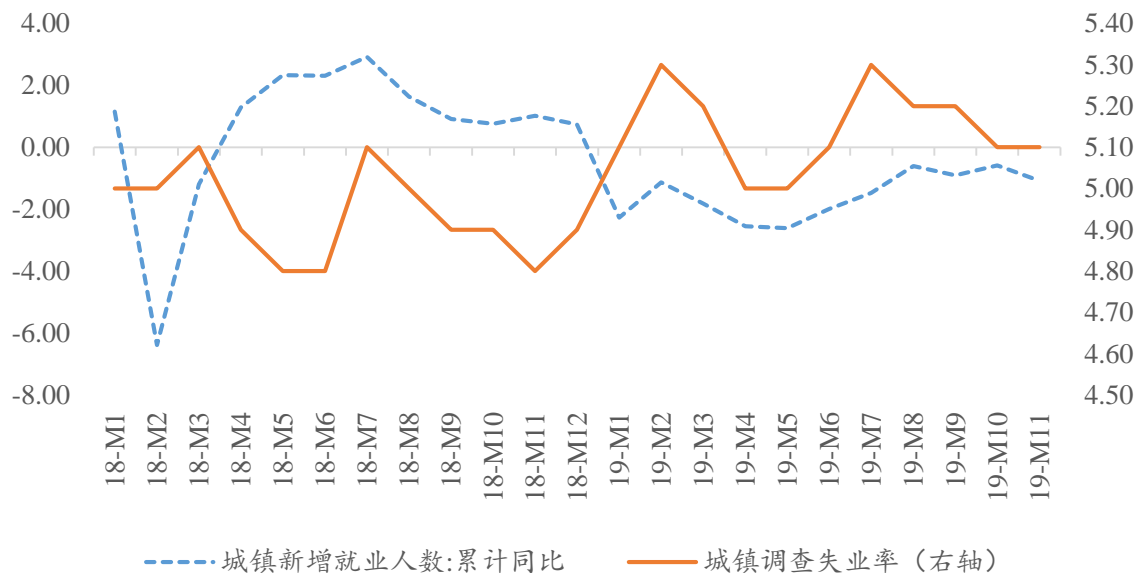
2019年11月,全国城镇调查失业率5.1%,城镇新增就业人数同比下行1.08%。2018年9月开始制造业及非制造业PMI从业人员指数持续低于50%荣枯线,11月二者稳定在47.3%和49%。失业率呈上升趋势有两方面的原因:一是受贸易战影响,许多依赖出口贸易的生产厂商经营情况下滑,进而减少雇佣;二是产业结构升级过程中,传统工业行业员工不具备相应能力进入高科技行业,人才技能更

² 历史看企业库存平均会经历12-21个月的下降期。



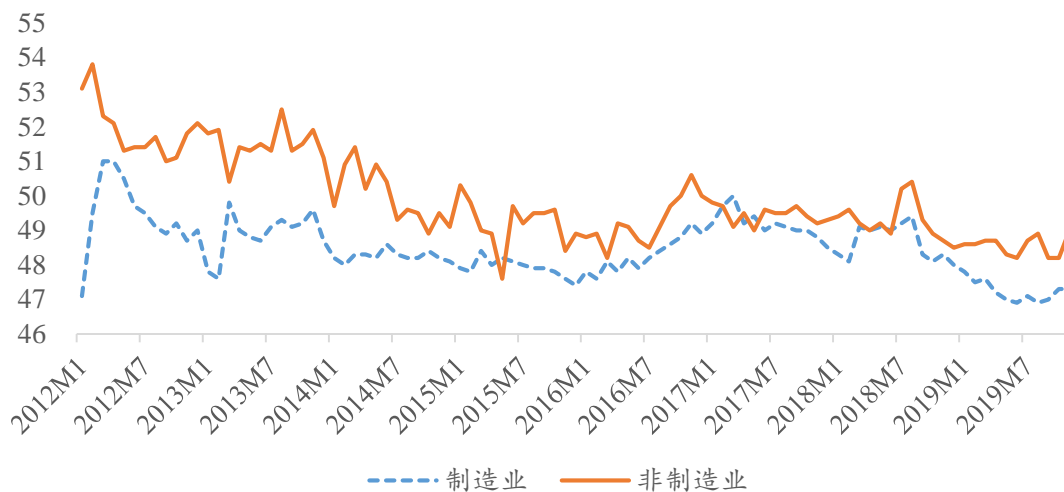
新速度无法满足产业结构调整要求，2015 年以来，具有一定技术等级和具有专业技术职称的技能人员缺口整体扩大，2019 年一季度达 38.1 万人³。在外部不确定性较强的背景下，需要依靠国内产业和教育等的协同优化来稳定就业率。

图 4 城镇新增就业人数持续负增长



数据来源：国家统计局，北京大学宏观经济与金融研究中心

图 5 制造业及非制造业 PMI 从业人员指数连续 14 个月低于荣枯线



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

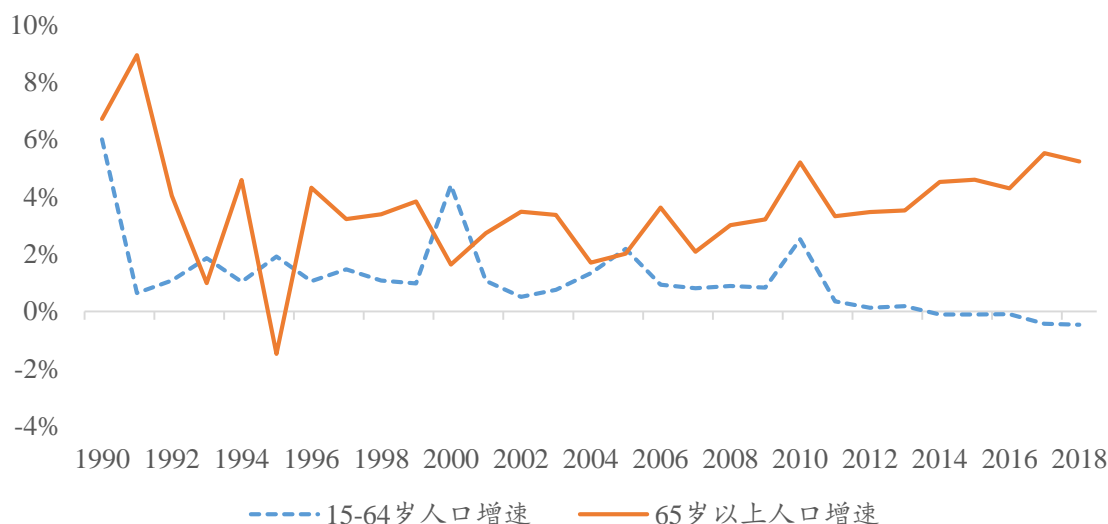
3 数据来源于中国人力资源市场监测中心。



展望 2020 年，由于经济边际企稳，内在稳增长政策作用下将有所改善，因此就业状况也将改善。预计失业率将下降至 5% 以下，并且新增就业人数也较 2019 年上升。

然而，劳动力的长期结构性问题则不容忽视。中国正在变“老”，劳动力供应逐步趋紧。截至 2018 年底，中国 60 岁及以上人口近 2.5 亿，占总人口的 18%，其中 65 岁及以上超 1.6 亿，占比 12%。2016 年全面二孩政策放开后，总和生育率回升至 1.63 左右，但从放开二孩至今效果看，生育率的提高来源于政策开放前已有二孩生育意愿的人群，一孩生育率基本未受影响，政策手段将很难改变低生育率的长期趋势。根据联合国预测，2025 至 2035 年，新增退休人口数量将超过新增劳动力数量，差距最大时约 4000 万人。

图 6 当前我国社会老龄化仍呈加速趋势



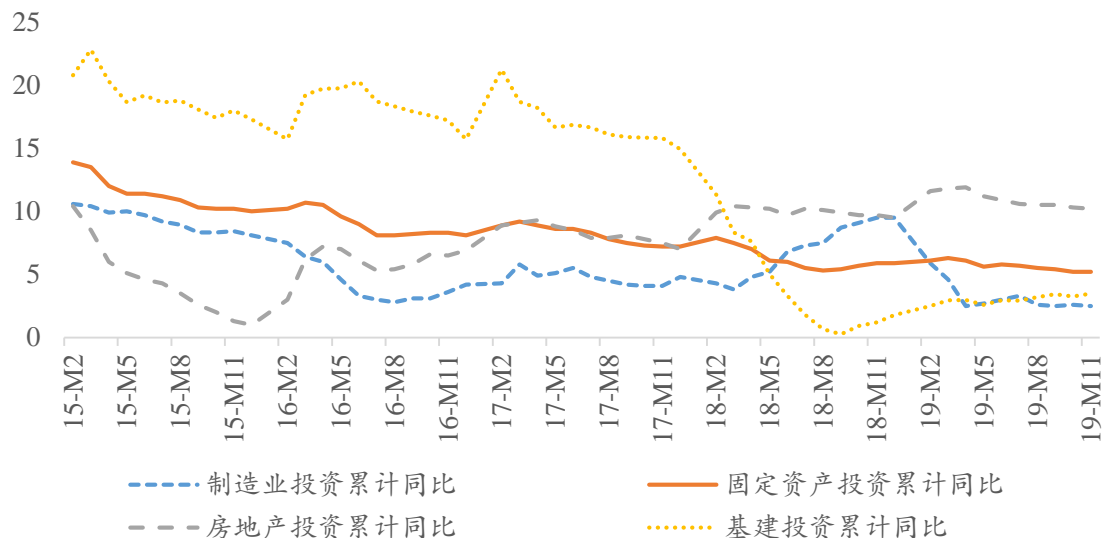
数据来源：CEIC，北京大学宏观经济与金融研究中心

4. 2020 年固定资产投资增速将略有回升。

2019 年，房地产投资韧性较强，基建投资也有所回升，但制造业投资则大幅下降，导致整体固定资产投资持续处于低位。2019 年 1-11 月，全国固定资产投资累计同比增长 5.2%，较去年回落 0.7 个百分点。



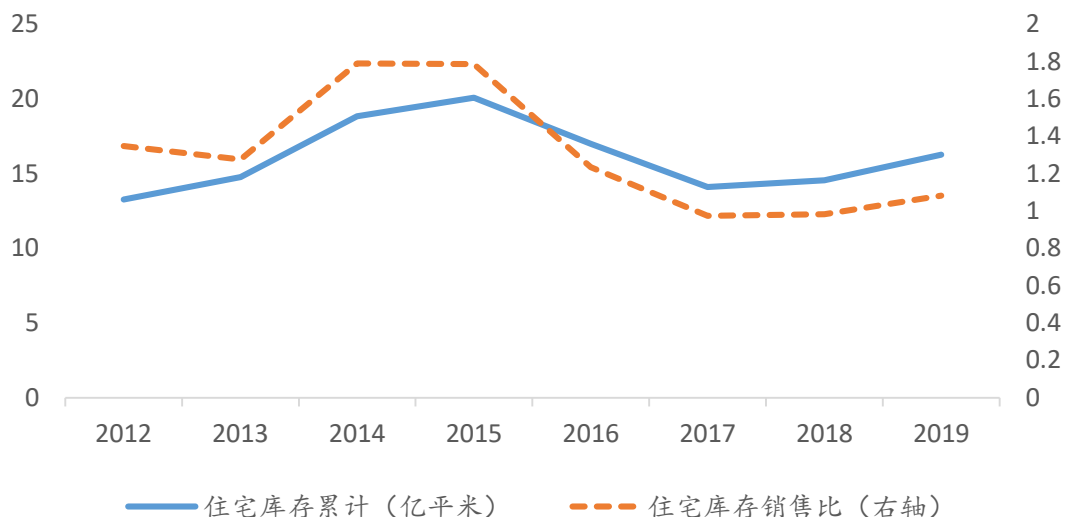
图 7 2019 年固定资产投资增速主要受制造业投资拖累



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

从投资的三个大类来看，地产投资显示出较强韧性，预计 2020 年房地产开发投资增速 8%。2019 年前 11 月份，全国房地产开发投资同比增长 10.2%，预计全年增长 10.3%，高于 2018 年全年 9.5% 的增速。房地产库存和库销比处于近年来较低位置，对未来房地产投资形成支撑。

图 8 住宅库存和库销比处于近年来较低位置



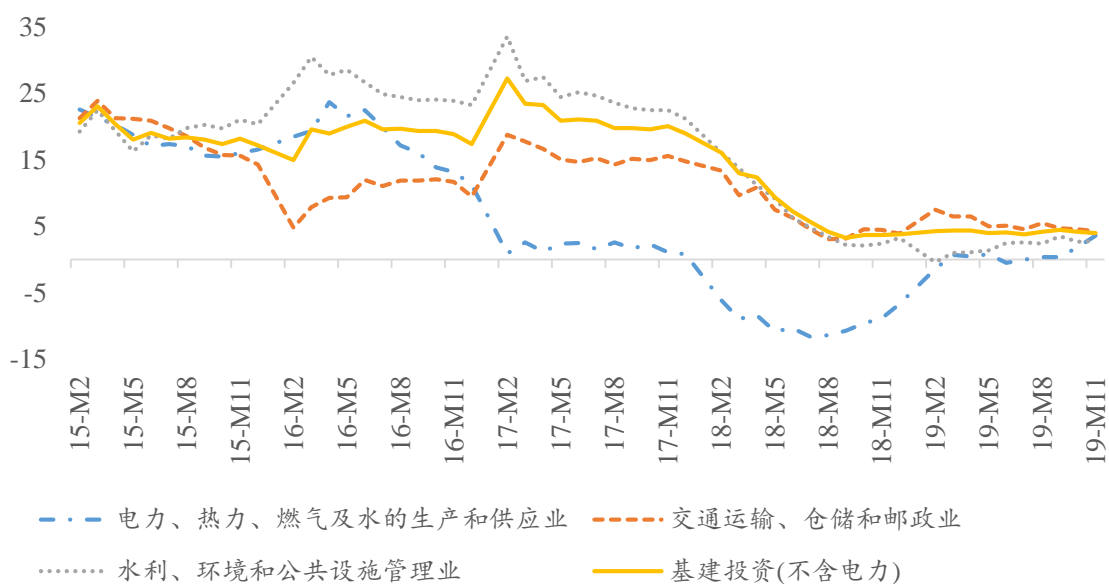
数据来源：北京大学宏观经济与金融研究中心

2019 年基建投资有所回升，但反弹幅度不及预期。基建投资自 2018 年 9 月



触底以来开始缓慢回暖，2019 年前 11 个月全口径基建投资增速 3.5%，比去年提高了 1.7 个百分点。尽管 2019 年一季度受益地方政府专项债额度提前释放，基建增速有较大幅度提升，但全年总体受限于财政预算资金支持力度不足、新增地方政府专项债对基建投资的撬动作用有限等因素影响，基建增速反弹力度不及市场预期。

图 9 2019 年基建投资各领域总体低位企稳，增速不及预期



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

2020 年基建投资可能发挥更大的“逆周期”作用，全年回升至 6%。2020 年上半年经济下行压力可能进一步加大，基建投资需要发挥更大的“稳增长”作用。2019 年 11 月底财政部公告提前下达了 1 万亿元额度的 2020 年新增地方专项债，预计全年新增专项债规模预计将达 3 万亿左右，且用于基建的资金占比将上升⁴。此外，近期政策显示 2020 年可能会通过政府资金撬动更多社会资本参与基建，如 2019 年 9 月国务院常务会议扩大专项债可用作项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例至 20%左右，2019 年 11 月国务院常务会议将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%，以上政策将扩大专项债作为资本金对

⁴ 2019 年 9 月国务院常务会议明确要求提前下达的专项债资金不得用于土储和地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等领域。

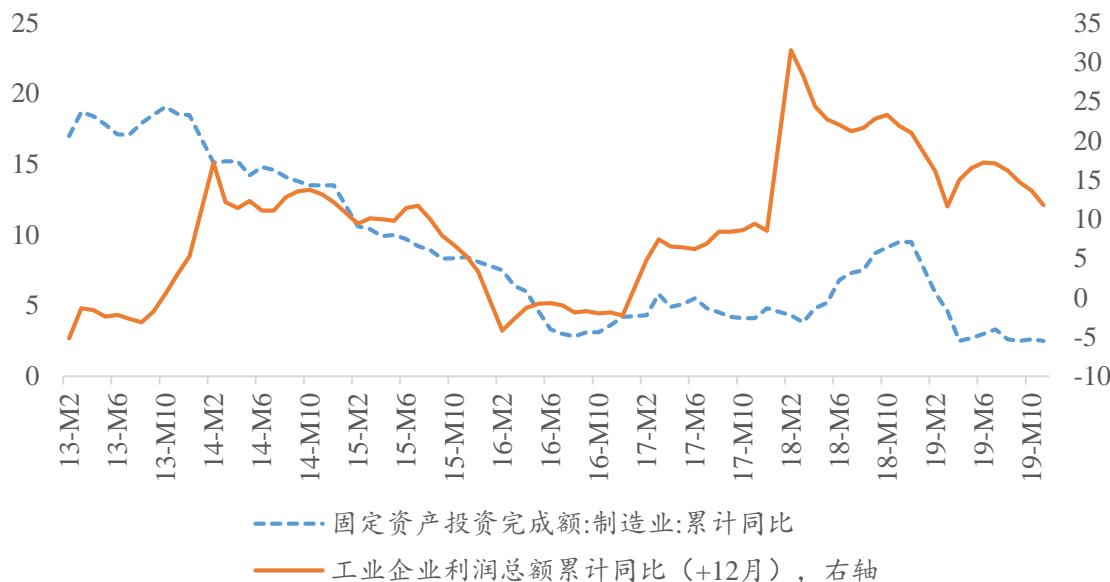


于地方基建融资的撬动作用。在一系列稳增长政策支持下，基建投资有望继续回升。

2020 年制造业投资预计将停留在 3.5% 左右的低位。2019 年前 11 个月制造业投资累计同比增长 2.5%，全年处于低位，2.5% 的增速创下了 2012 年以来的最低值，是当前经济增长的主要拖累项。受 2019 年中美贸易摩擦多次波折影响，中美之间互加关税的行业、幅度以及时间均存在不确定性，降低了企业投资信心。从具体行业看，电子、设备、电器机械等占全部制造业投资比重较高的行业增速均大幅下滑，这些中游行业的下行或许反映出贸易摩擦的影响已由出口订单传导至企业的投资端。

2020 年贸易摩擦形势可能较 2019 年有所缓和，制造业投资的下行压力将相对减轻。但考虑到当前国内总需求仍较乏力、2019 年工业企业利润持续处在负区间、当前工业企业整体负债率不低等因素，企业前一年利润对制造业投资的支撑非常有限，预计制造业投资将稳定在 3.5% 的低位。

图 10 工业企业利润与制造业投资存在一年左右的领先性



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

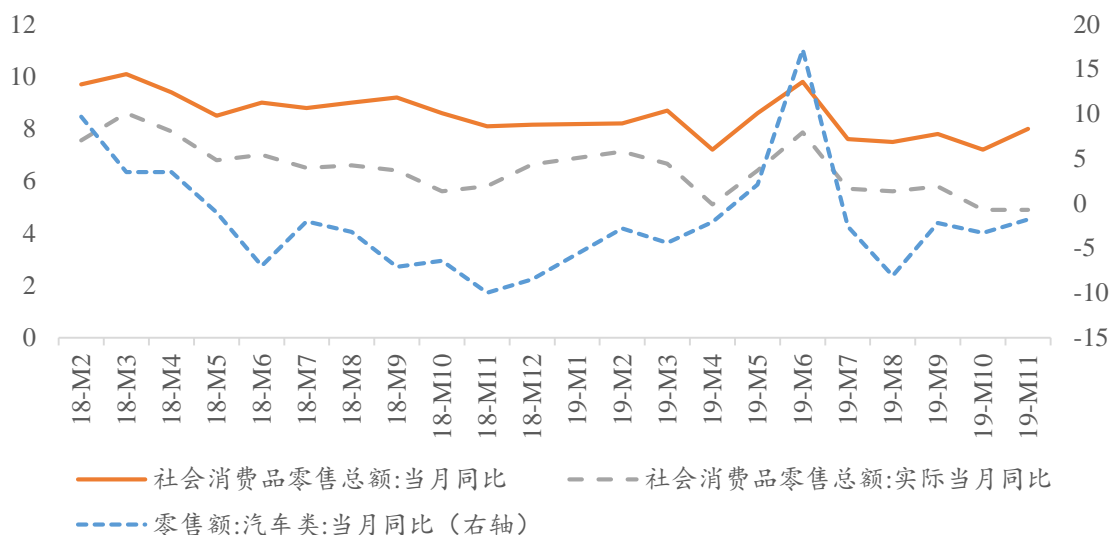
基于本报告对于 2020 年地产、基建与制造业投资的预测，预计固定资产投资增速将在 2020 年全年略有回升至 5.3%，并呈现逐季改善的走势。



5. 2020 年消费将保持平稳，预计社零全年增速 7.9%。

2019 年社会消费品零售总额增速呈持续下行趋势，前 11 月累计同比增长 8%，较 2018 年同期下降 1.1 个百分点。2019 年消费的下行主要受汽车类消费拖累，汽车消费累计同比下行 1.1%，除汽车消费外的前 11 月社零累计同比增速 9%，与 2018 年同期基本持平。消费细项中，占社零总额 25%至 30%的网上零售前 11 月累计同比达 16.6%，占社零总额超过 30%的限额以上企业消费品零售总额累计同比增长 3.9%，其中食品类消费受猪价上涨影响，其实际同比自 10 月以来出现较大幅度的负增长，11 月当月同比下降 5.8%。

图 11 汽车消费低位徘徊拖累消费增速



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

2019 年二季度汽车消费受行业由国五向国六标准切换促销力度加大的影响，出现了明显反弹，此后受经济下行压力加大以及贸易战不确定性带来的悲观预期影响，增速持续走弱。下半年以来提振汽车消费的政策也陆续出台，如 11 月 15 日发改委提出探索推行逐步放宽或取消汽车限购，预计汽车消费有望回到正增长。

2020 年消费将有所好转，驱动因素在于汽车消费的企稳以及房地产竣工加快带来的家具、装潢、家用电器等相关消费的提振。此外，近期中日韩台通讯半导体行业的产能复苏，为 2020 年将密集推出的 5G 手机备货，手机消费可能成为亮点。预计全年社零增速 7.9%，四个季度当季同比分别为 7.6%、8.4%、8.2%、

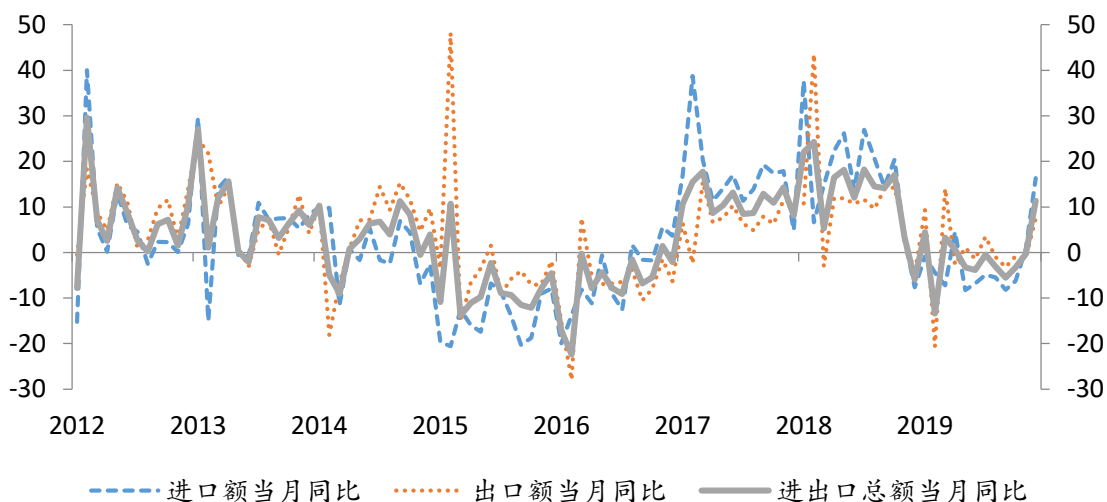


7.2%。

6. 2020 年出口增速下降至-1.2%，进口增速提高为 2.1%。

2019 年以来，世界经济增长放缓，经贸摩擦不断升级，导致我国进出口面临较大压力。全年进出口增速均出现下滑，进口下滑幅度超过出口，商品贸易顺差增长超过 20%。2019 年，全国商品进出口总额为 45754 亿美元，同比下降 1.0%。其中，出口总额为 24984 亿美元，同比增长 0.5%；进口总额为 20769 亿美元，同比下降 2.8%。

图 12 2019 年以来海关口径进出口增速呈下行趋势 (%)

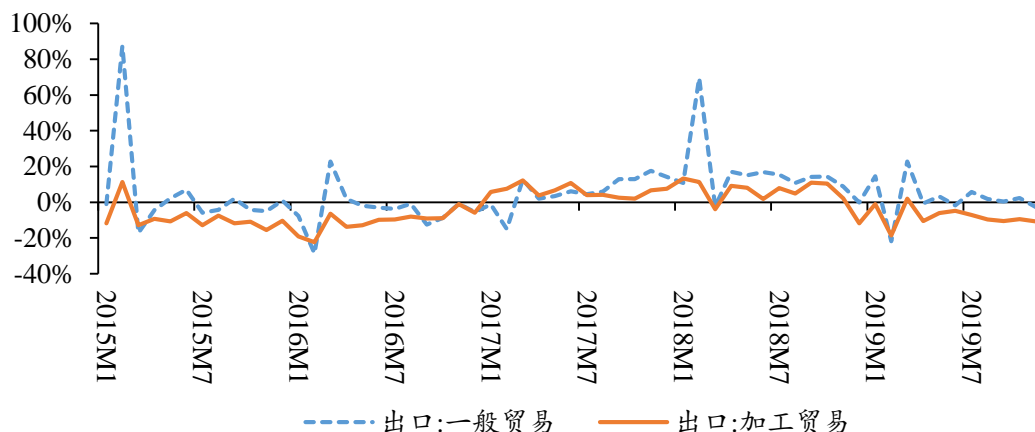


数据来源：海关总署，北京大学宏观经济与金融研究中心。

从贸易方式来看，出口方面，加工贸易大幅下滑成为影响我国贸易出口的主要因素。2019 年，更能体现我国外贸自主性的一般贸易出口 14439.5 亿美元，同比增长 3.1%。与之相反地，我国加工贸易同比下降 7.3%，处于负区间。美国贸易加税进一步压缩了加工贸易的利润空间，成为我国出口的主要掣肘。



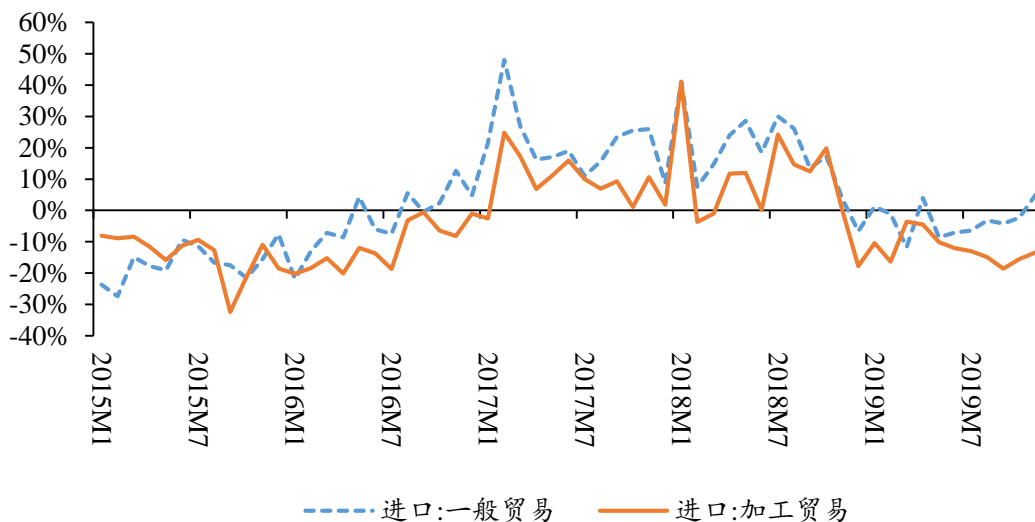
图 13 加工贸易负增长拖累整体出口增速 (%)



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心。

进口方面,在内需下降和贸易摩擦影响下,一般贸易和加工贸易进口增速均下滑。2019年,我国的进口出现大幅下跌。其中一般贸易同比下降1.4%,加工贸易同比下降11.3%。内需持续低迷、制造业发展动力不足,以及出口下降,我国对原材料和半成品的进口相应减少,是造成我国进口下滑的主要原因。

图 14 2019年一般贸易和加工贸易进口增速均下滑



数据来源: 海关总署, 北京大学宏观经济与金融研究中心

展望2020年,出口可能会进一步下滑,预计全年同比下降1.2%。2018年中美贸易摩擦爆发以来,企业在双方互相加征关税之前“抢出口”的行为可能已透支了部分出口需求,叠加2020年全球经济预计都面临较大的下行压力,外需疲



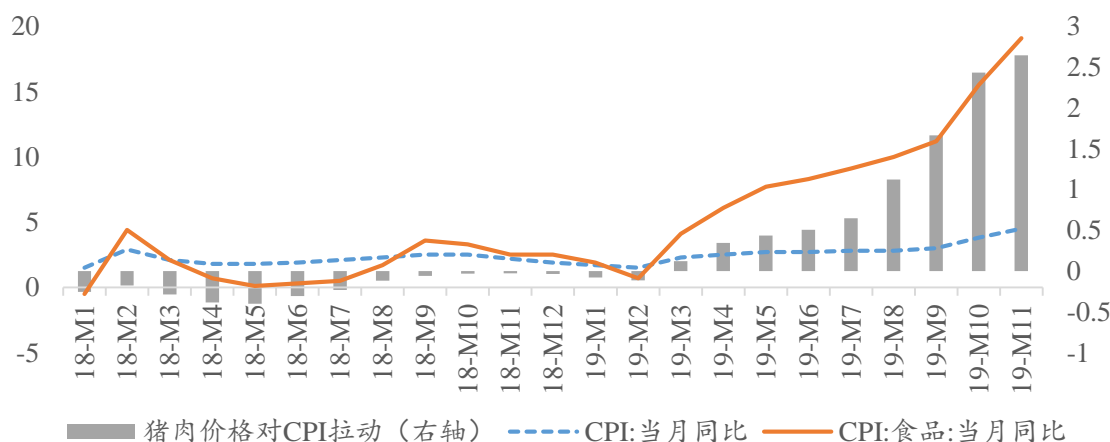
弱。此外，根据我们的预测，人民币汇率没有持续贬值的基础，有可能在 2020 年小幅升值，对出口也有负向影响。出口最大的不确定性仍在中美贸易摩擦，如果出现重大进展，双方取消关税，将成为出口的提振因素。

进口有望边际提升，全年增速 2.1%。一方面，由于国内基建投资等“稳增长”政策有望带动内需相对回暖；另一方面，近期我国持续推出支持扩大进口的相关政策，以及中美可能达成的贸易协定会扩大对来自美国农产品的进口。

7. 2020 年 CPI 冲高回落，同比增长 3.4%。

2019 年前 11 个月核心 CPI 累计同比增长 1.7%，较 2018 年同期有所下降，但受猪肉价格影响，CPI 累计同比增速达 2.8%，较 2018 年同期上行 0.7 个百分点。历史数据中猪肉价格在 CPI 中所占权重约 2.5%，但随着猪肉价格快速攀升，在 CPI 中的权重也逐渐上升至 3.3% 甚至更高。此外，猪肉价格快速攀升带动其他肉类价格上涨，使其对 CPI 的整体变化影响更大，11 月 CPI 猪肉当月同比上涨 110.2%，对 CPI 拉动达 2.64%，占 CPI 当月同比变动的一半。猪肉价格快速上升与非洲猪瘟疫情、环保政策对于生猪养殖业的限养禁养要求等均有关系，全国范围内的生猪存栏量持续下降，生猪供给大幅收缩。9 月份以来，从中央到地方层面的猪价调控政策已陆续出台，且猪价持续上涨导致居民鲜肉消费量有所下降，11 月 22 省市猪肉平均价格已有所回落。

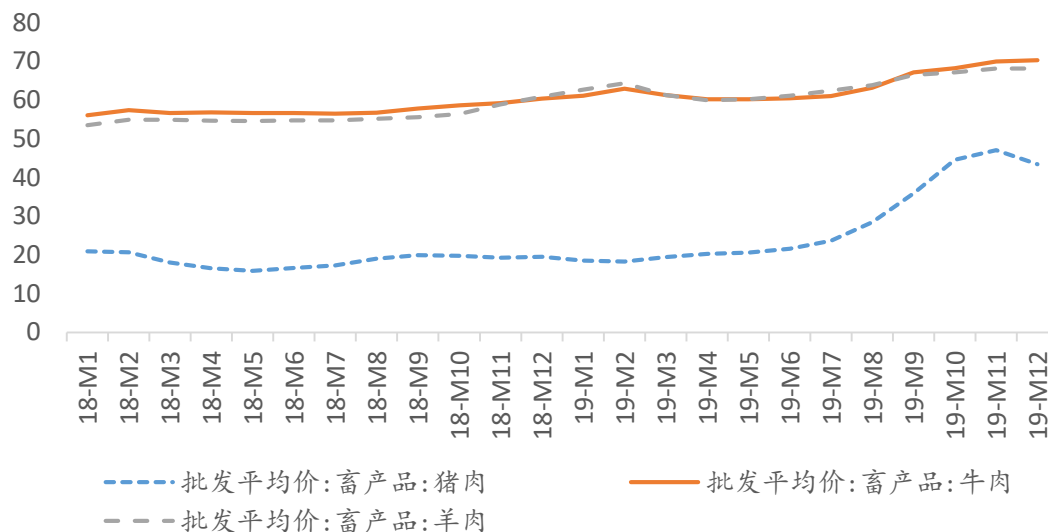
图 15 猪肉价格驱动 CPI 走高



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心



图 16 猪价上涨带动其他肉类价格上行



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

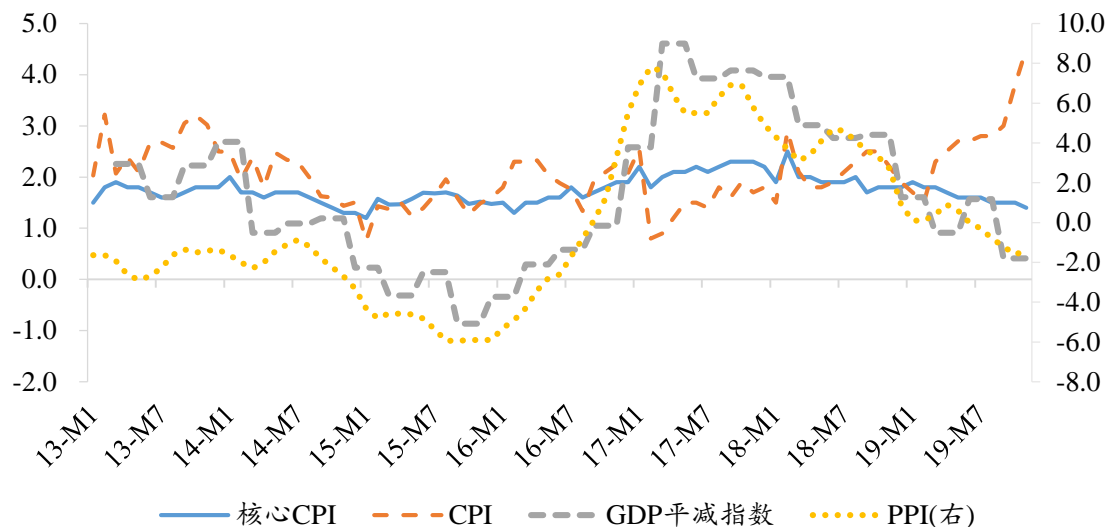
2020 年 CPI 走势预计将冲高回落。猪价在 1-2 月受春节因素影响可能进一步攀升, 11 月份能繁母猪存栏量有所反弹, 生猪存栏环比企稳, 从能繁母猪补栏到生猪出栏一般需要 1 年以上时间, 预计猪肉价格在上半年仍将维持高位, 供给将在 2020 年下半年明显恢复, 使得下半年 CPI 同比增速快速下降。基于以上分析, 我们预计 2020 年 CPI 同比每个季度均值分别为 4.5%、4.4%、3.4%、1.2%, 全年同比增长 3.4%。

8. PPI 增速预计将有所好转, 通缩压力缓解, 2020 全年增长 1.1%。

2019 年前 11 个月 PPI 累计同比增速-0.3%, 其中生产资料同比增速为-0.7%, 生活资料同比增速为 0.9%, 由于生产资料产出占工业产出比例约 75%, 其价格波动对 PPI 增速影响较大。从当月同比看, 11 月 CPI 与 PPI 剪刀差扩大到 5.9%, 从累计同比看也扩大到了 3.1%, 达到 2016 年以来的最高点。2019 年全年 PPI 负增长的原因主要源于经济下行压力加大, 国内总需求乏力, 外部经济体增速放缓也拉低了对全球大宗商品的需求。

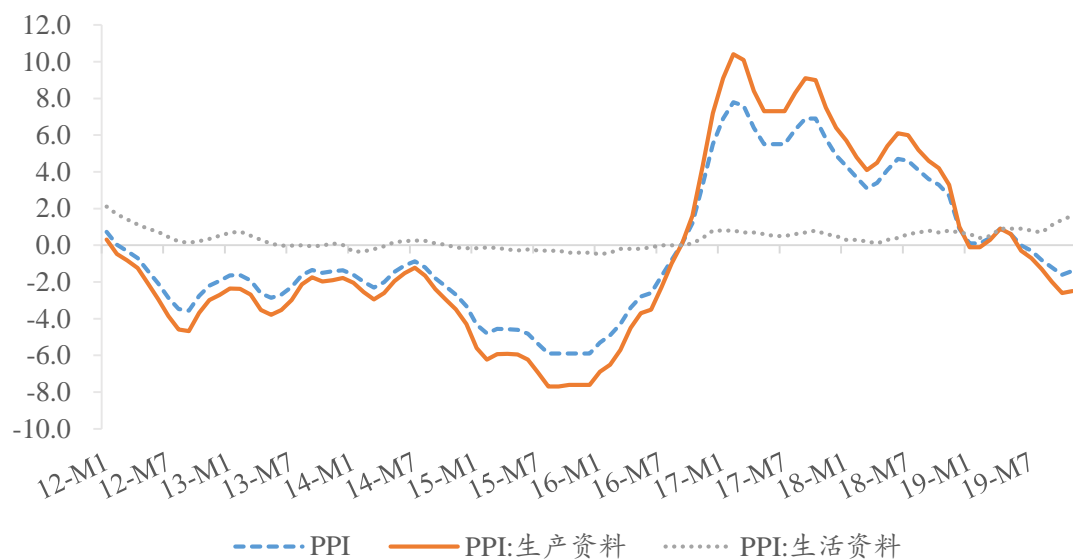


图 17 2019 年以来 CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

图 18 PPI 与生产资料价格走势相关性较强



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

2020 年 PPI 增速预计将有所好转, 全年增长 1.1%。2020 年, 随着一系列稳增长政策的发力, 投资将有所好转, 并带动内需改善, 有望拉动 PPI 小幅回升。预计 PPI 各季度同比分别为 0.7%、0.7%、1.4%、1.4%。

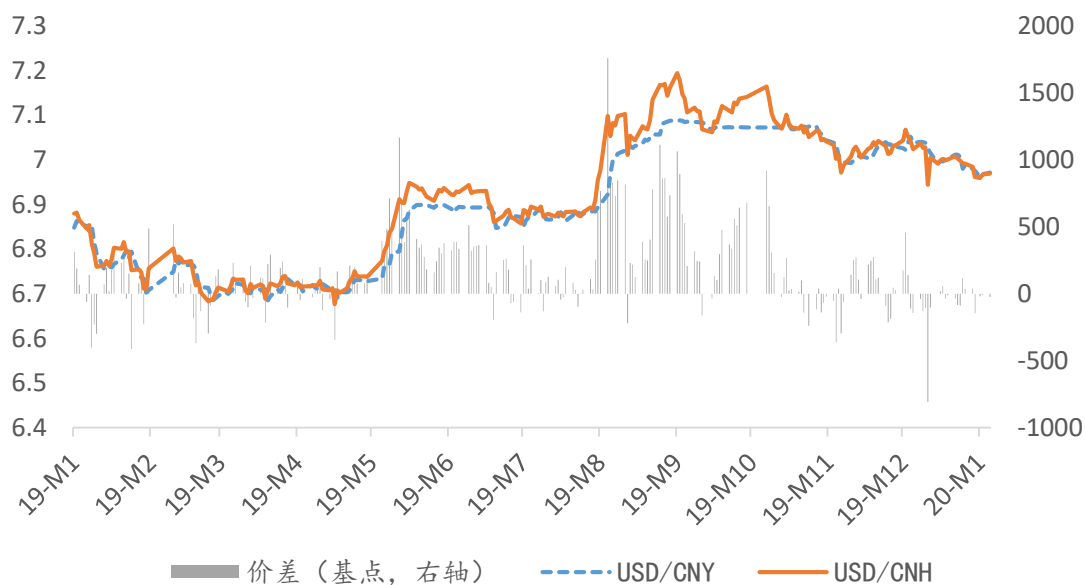


9. 基本面不支持汇率持续贬值，预计人民币兑美元汇率在 6.8-7.0 区间波动。

2019 年度，人民币兑美元汇率、CEFTS 人民币汇率指数、BIS 货币篮子人民币汇率指数等主要人民币汇率指标走势，大致均可以分为一个小幅升值加两个贬值阶段。在 1-3 月份期间，人民币汇率小幅升值，兑美元汇率 3 月 22 日达到本年度最低点 6.6674。从五月初开始，美元明显走强，5 月下旬人民币兑美元汇率达到 6.9 之后，进入了两个月左右的平稳阶段。8 月初，人民币开启第二轮贬值，汇率突破 7.0 大关，8 月 30 日达到本年最高点 7.1863。进入 10 月份之后，人民币开始小幅升值，年末又升至 7 以内。

值得注意的是，尽管人民币兑美元汇率在 2019 年终于突破了“811”汇改以来多次逼近而没有突破的“7”这个心理关口，但此后市场保持稳定、资本流动未现大幅波动，央行合理引导了市场预期。2019 年年末外汇储备 3.1 万亿美元，较 2018 年略有增加。实践证明，“7”这个关口并非如此重要，为了人民币不破“7”而放缓汇率市场化以及资本账户开放的进程并无必要。

图 19 人民币在 2019 年总体先升后贬，平稳破“7”



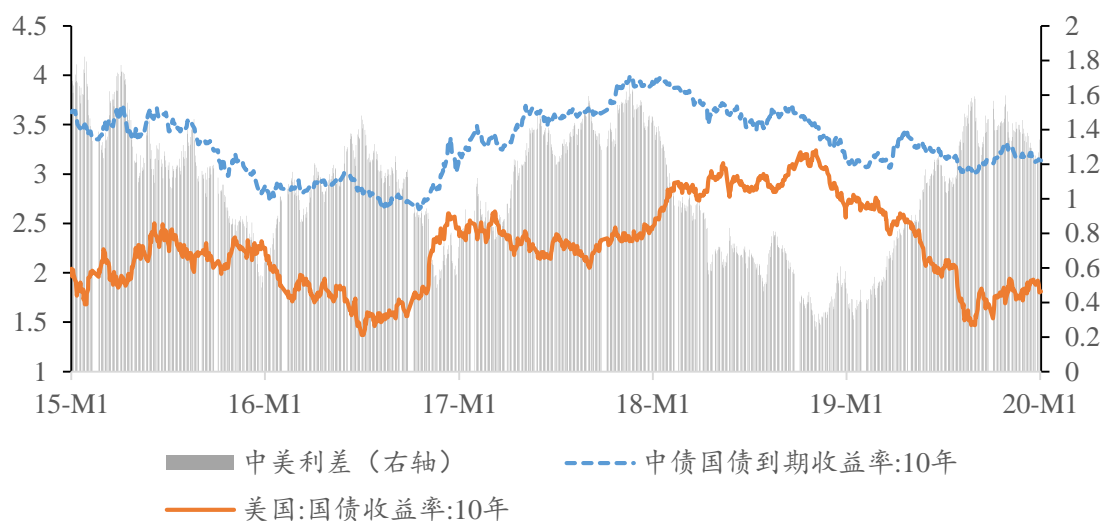
数据来源：CEIC，北京大学宏观经济与金融研究中心



除了中美经济基本面及货币政策走向，2019 年的人民币兑美元汇率走势需要分析中美贸易摩擦对于市场汇率预期的影响。2019 年中美利差有所扩张并维持在高位，资本项目的流入对人民币汇率形成了一定支撑。但中美贸易摩擦形势在 2019 年对人民币汇率多次形成扰动：5 月 9 日美国政府宣布自 5 月 10 日起对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高至 25%，5 月人民币汇率即开始急跌；8 月初美国宣布针对 10 月 1 日将要生效的对约 2500 亿美元中国输美商品加征关税税率由 25%上调至 30%的行为征求意见，8 月人民币汇率急跌；10 月底以来，随着中美达成第一阶段贸易协定，人民币汇率已有所反弹。

从中美利差维持高位、欧日推行负利率政策的基本面看，我们认为 2020 年人民币汇率不存在持续贬值的基础，但具体走势仍将主要受中美摩擦进程影响。若谈判进程向好，则人民币兑美元汇率有望继续反弹。若谈判进程重新出现反复，则人民币兑美元可能再度贬值，预计全年波动将在 6.8-7.0 区间，中枢在 6.9。

图 20 2019 年中美利差有所扩大



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

10. 货币政策将边际宽松，2020 年会有 2 次降准。

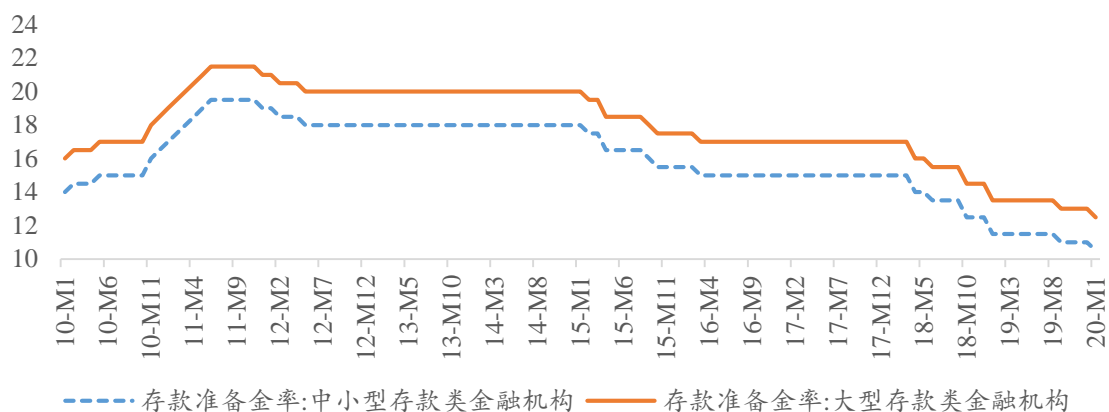
截至 2019 年 11 月，M2 同比增速为 8.2%，社会融资规模存量增长 10.8%，货币量和社融与前三季度名义 GDP 累计同比增速 7.9%基本匹配并略高，体现了



央行强化逆周期调节的思路。总的来看，2019 年中国货币政策在全球货币宽松和国内经济下行压力加大的背景下保持了稳健，在保增长、稳通胀、平收支和维护金融稳定等目标中寻找平衡。

2020 年 1 月 1 日，央行即宣布降低金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，此次全面降准兑现了市场关于 2019 年年末将降准的一致预期，一方面缓解了节前的流动性需求，另一方面也是在银行主动下调贷款利率动力不足的背景下，降低实体经济融资成本的另一手段，“稳增长”的目的很明确。

图 21 2020 年货币政策仍有宽松空间与必要



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

我们认为 2020 年会有 2 次降准 (每次 50bp), MLF 利率也可能进一步下调以带动 LPR 下行。原因一方面在于经济下行压力仍大, 实体经济确实需要进一步降低融资成本, 另一方面在于当前的中美利差处在高位, 通胀主要源于猪肉供给的结构性问题, 总的来看货币政策仍有宽松空间, 预计到三季度 CPI 快速下降后节奏会加快。

11. 2020 年公共财政将更加积极。

2019 年我国总体采取了积极的财政政策, 包括大规模的减税降费、财政支出和地方政府专项债发力。截至 2019 年 11 月, 公共财政收入累计同比增长 3.8%, 公共财政支出累计同比增长 7.7%, 由于收入增长率大幅下降, 导致收支缺口达 2.7 万亿, 比去年同期扩大了近 42%。



2019年，政府高效地完成减税降费目标，实质性地降低了全社会税负。2019年的政府工作报告计划减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元，其中增值税改革减税约1万亿元，个税改革减免约4000亿元，社保等降费约6000亿元。根据国家税务总局的介绍，2019年前三季度，全国累计新增减税降费17834亿元，完成目标的89.17%，其中新增减税15109亿元，新增社保费降费2725亿元。个人所得税两步改革叠加新增减税4426亿元，累计人均减税1764元。

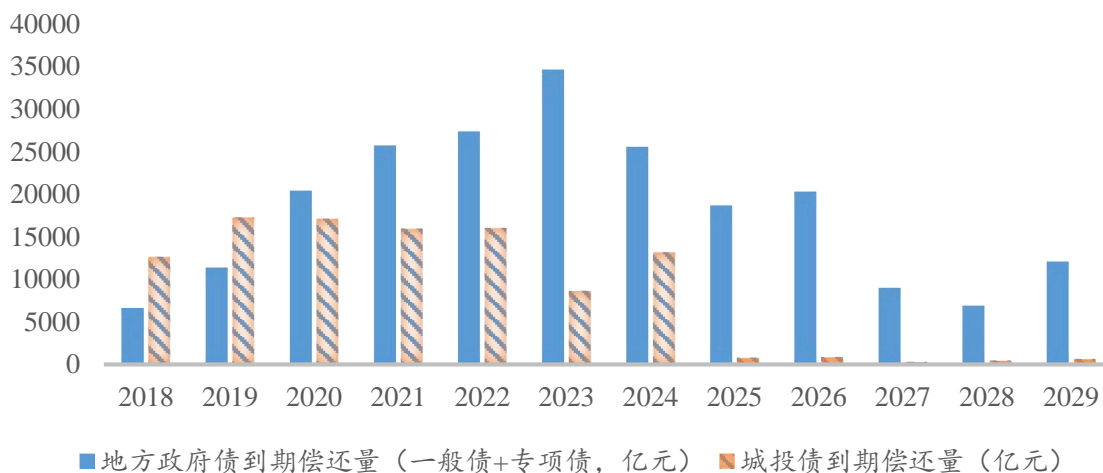
尽管减税降费措施降低了地方政府的收入，但是专项债政策的及时修订弥补了财政缺口，为地方政府的投资项目提供了稳定的资金来源。此前，政府专项债不得作为项目的资本金，地方政府至少要用自由资金提供20%的项目资本金。6月10日中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金并积极鼓励金融机构提供配套融资支持。9月4日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，扩大了专项债用途并按规定提前下达明年专项债部分新增额度。这些措施以及2018年年末国务院授权的提前下达下一年度新增地方政府债务限额，保障了地方政府专项债的发行较为均匀地分布在全年，为政府提供了稳定、低成本的长期资金。

考虑到2020年经济下行压力可能继续加大、中美贸易摩擦等国际环境的不确定性，继续依靠积极的财政政策来“稳增长”将是必然选择之一。预计2020年公共财政目标赤字率将上调至3%，实际赤字率可能进一步提高到4.5%。专项债规模预计3万亿左右，用于基础设施建设的资金比重有望提升，专项债作为项目资本金比例的下调也有助于吸引更多的中长期信贷资金投向基建。此外，国有资本收益上缴公共财政比例预计在2020年调高到30%，将弥补约1000亿元的收支资金缺口。

与公共财政形势的相对乐观相比，2020年开始地方政府将进入偿债高峰期，2020年一般债和专项债合计到期超过2万亿元，城投债的到期量也处在高点。除了由地方标准化债务形成的显性债务外，各地还存在着庞大的隐性债务，市场预计其规模要远高于显性债务。因此，地方财政的积极空间将会受限。



图 22 地方政府债务到期压力将加大



数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

12. 总结

2019年, 在国内外形势复杂严峻、困难挑战增多的情形下, 中国经济下行压力较大, 全年增长约 6.1%, 比上年下降 0.5 个百分点。分结构来看, 汽车销售低迷导致消费增速继续下滑; 投资方面虽然房地产保持韧性维持了较高增速, 基建也较上一年回升, 但制造业投资大幅下降拉低了整体投资增速; 外需下降叠加中美贸易摩擦持续发酵, 拉低了进出口尤其是加工贸易进出口增速; 受经济下行影响, 失业率有所增加; 价格方面, 受猪肉供给冲击影响, CPI 增速在下半年快速提升, 但核心 CPI 增速仍有所下降, 全年 PPI 增速也为负值。

展望 2020 年, 预计在一系列稳增长政策作用下, 经济将止跌回稳, 全年将取得 6.1% 的增速。工业增长仍将放缓, 投资则在基建的带动下有所回升, 消费下降趋势将大为缓解, 出口在外部经济增速放缓下将有所下降, 进口则在内需带动下回升, 失业率将有所下降。CPI 将冲高回落, 下半年将快速下降至 1% 附近, PPI 有望正增长。汇率将稳定在 6.8-7.0 区间。货币政策将偏向宽松, 预计年内仍有两次降准, 而财政政策也将更加积极, 赤字率将上升。



PHBS **CMF**

北京大学宏观经济与金融研究中心

2019-2020

报告撰写人：梁润（0755-26038362，liangrun@phbs.pku.edu.cn）

（实习生陈永乔、葛德生、刘磊磊、刘朔岑、宋玉洁、杨丽、喻奇亦有贡献）

报告联系人：蔡荣（0755-26038161，cairong@phbs.pku.edu.cn）



【声明】

本文版权为北京大学宏观经济与金融研究中心所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



北京大学宏观经济与金融研究中心简介：

北京大学宏观经济与金融研究中心（Center for Macroeconomy and Finance）是经北京大学正式批准，由北京大学汇丰商学院和平安科技有限公司合作成立的研究机构。

中心由北京大学汇丰商学院院长海闻教授兼任中心主任，美国著名经济学家、2011年诺贝尔经济学奖得主托马斯·萨金特教授担任首席顾问，并由北京大学汇丰商学院的相关领域教授联合平安科技的资深研究人员共同进行多维度、多视角的研究工作。



地址：

北京大学宏观经济与金融研究中心
深圳市南山区大学城北京大学汇丰商学院
邮编：518055
电话：(+86) 755 2603 8161
邮箱：cmf@phbs.pku.edu.cn