

研究报告

2019 年第 13 期

2019.1.30

执笔人：刘新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

山重水复疑无路，柳暗花明又一村

——探寻 2019 年中国经济增长动力

要点

- 近期，社会上有很多对中国经济未来走势的争论。从经济先行指标和中央对经济形势的判断来看，经济增速持续放缓是当前中国经济面临的重大风险。面对严峻复杂的经济形势，探寻中国经济增长动力就显得尤为重要。
- 从 2019 年来看，出口面临较大不确定性，形势不容乐观；消费的基础性作用有待进一步夯实；由此，投资仍将发挥关键性托底作用。
- 具体来看，基建投资仍是缓解经济下行压力的主要抓手，在补短板政策支持下，预计 2019 年增长 8% 左右；制造业高质量投资仍然是支撑中国经济持续中高速增长的重要动力，不过，受出口增速放缓、工业企业利润增速放缓等因素拖累，预计 2019 年增长 7% 左右；房地产投资则面临下行压力，预计 2019 年增速放缓至 5% 以下。
- 综合来看，2019 年，在基建补短板投资、创新驱动与转型升级、新兴投资热点等的支撑下，固定资产投资有望实现 6% 以上的增长，对经济增长起到支撑和托底作用。考虑到逆周期调控政策仍有较大空间，预计 2019 年中国 GDP 增速将保持在 6% 至 6.5% 这一合理区间。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

最近一段时间，社会上有很多对中国经济未来走势的争论，有担心中国经济失速下行的，也有出谋划策的，还有人士建议央行进入资本市场直接购买股票的。那么，当前中国经济形势到底怎么样？经济增长的动力在哪儿？宏观政策又将从哪些方面着手？本文试图对上述问题进行探讨。

一、经济增速持续放缓是当前中国经济面临的最大风险

互联网上流传一个关于中国经济运行的段子，“年年难过年年过，每年过得都不错”。不过，当前经济形势可能真不容乐观，这不仅体现在宏观经济数据上，也体现在中央对经济形势的判断上。

从最新的经济先行指标看，统计局公布的 12 月制造业 PMI 指数为 49.4，比上月回落 0.6 个百分点，是 2016 年 8 月以来首次落入收缩区间，也是 2016 年 3 月以来最低值；财新中国 12 月制造业 PMI 指数是 49.7，较上月放缓 0.5 个百分点，是 2017 年 6 月以来首次落入收缩区间。虽然统计局和财新的调查样本有差异，两个指数走势也并不完全一致，但都反映出中国经济下行压力较大这一严峻事实。

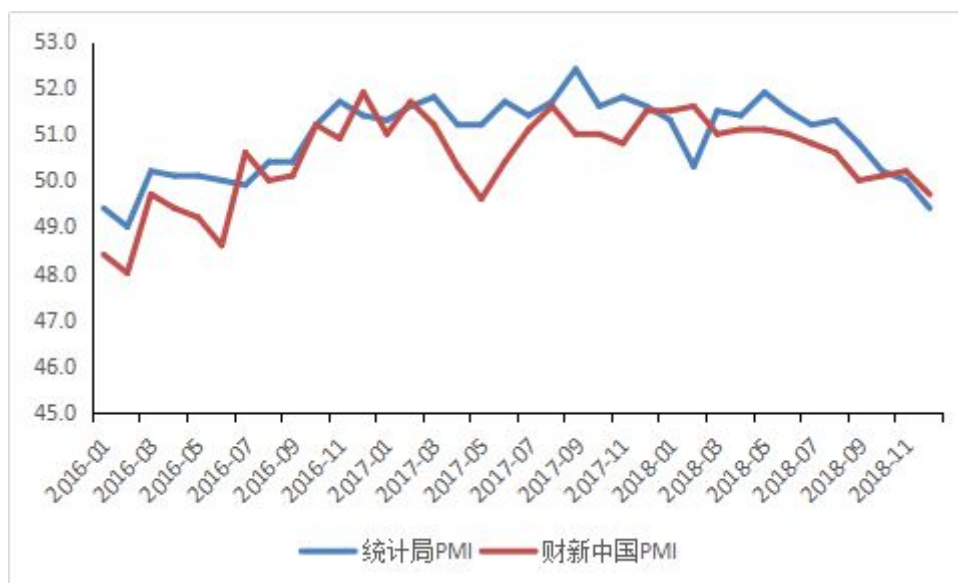


图1：PMI 落入收缩区间（2016.01-2018.12）

物价也发出了经济下行预警信号。经验数据表明：如果CPI和PPI双双向下，且PPI比CPI更快下行，并和CPI形成交点时，预示经济景气将加速回落。2018年12月，PPI（0.9%）已下穿CPI（1.9%）形成了经济景气回落的交点。



图2：物价指数发出预警信号（2000.01-2018.12）

从中央对经济形势的判断来看，2018 年年中政治局会议提出“稳中有变”，年底中央经济工作会议进一步提出“变中有忧”，这在以往的官方通稿中是不常见的。在 2018 年之前，官方表述通常是“稳中有进”、“稳中向好”等。而“**稳中有变**”，意味着我国经济运行环境明显变化，中美贸易摩擦等不确定因素明显增多；“**变中有忧**”则意味着不确定性因素的负面效应加剧，并已开始全面体现在宏观经济指标上。2018 年，我国 GDP 增长 6.6%，创 1991 年以来最低增速；其中，4 季度增速（6.4%）创 2009 年 2 季度以来新低。

如此看来，**经济增速持续放缓可能是当前中国经济面临的**最大风险****。改革开放以来的经验表明，发展是解决一切问题的基础和关键，不保持一定经济增速，防风险、调结构也就无从谈起，因为大多数经济和金融问题都是以经济增速为分母的。也正是在这样的背景下，中央提出“六稳”要求，稳增长虽不在其列，但“稳增长”实质上是“六稳”的基础。那么，面对如此严峻的经济形势，2019 年中国经济增长的动力到底在哪里？



二、投资仍是托底 2019 年经济增长的关键

谈到经济增长动力，首先需要明确时间维度。中长期来看，一个经济体的增长取决于要素投入增加和全要素生产率（包括科技创新、制度创新等）提高；短期来看，经济增长主要由需求拉动，就是我们常说的“三驾马车”。那么，2019年，“三驾马车”中，究竟谁才是中国经济增长的决定性力量？笔者认为，从主观能动性（或者说宏观政策影响力）和客观增长空间两个角度分析，投资、消费和出口在2019年经济增长中的作用会有显著不同。

（一）出口面临较大不确定性，形势不容乐观

从主观能动性来看，出口属于外需，更多受到外部经济环境的影响，国内宏观政策调整对其影响较小。从客观增长空间看，2019年出口面临较大不确定性，形势不容乐观。

不利因素主要有二。首先是中美贸易摩擦带来的“抢出口效应”大概率转换为“透支效应”。受抢先出口等因素带动，2018年1-10月，我国货物出口同比（按美元计，下同）增长12.6%，表现较好。但抢出口效应不会一直存在，预计2019年将更多体现为透支效应。二是全球经济增速放缓，可能对我国出口形成拖累。国际货币基金组织在2019年1月更新的《世界经济展望》认为，受全球经贸摩擦、市场利率

上行等因素影响，预计 2019 年和 2020 年全球经济均将分别放缓至 3.5% 和 3.6%，相比 2018 年 10 月时的预测分别降低 0.2 和 0.1 个百分点。贸易摩擦和全球经济增速放缓对我国出口的负面影响已开始显现。2018 年 11 月，我国货物出口同比仅增长 5.4%，比上月骤降 10.2 个百分点；2018 年 12 月，我国货物出口同比增速进一步降至 -4.4%，创 2017 年以来最低增速。

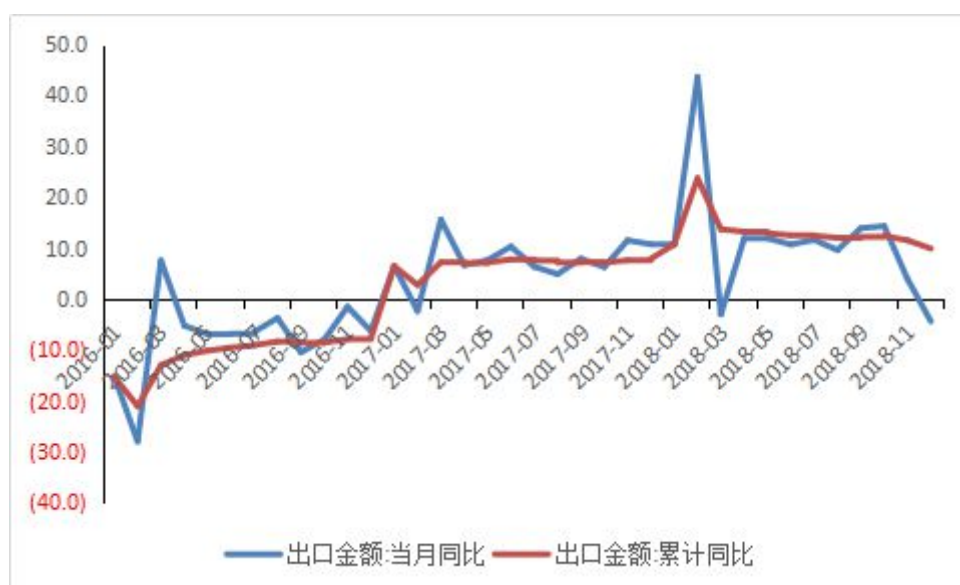


图 3：出口增速骤然回落（2016.01-2016.12）

当然，也有一些积极因素。一是人民币贬值的对冲效应。2018 年人民币对美元贬值约 4.8%。历史经验表明，人民币贬值对出口的带动作用约有 3-4 个月的时滞。2019 年人民币贬值压力仍在。从美联储主席鲍威尔最近的表态来看，2019 年美联储加息步伐可能放缓，美元指数可能回落，人民币外部压力将有所减轻。另一方面，我国货币政策调整以国内经



济金融状况为主要考虑因素，2018年以来人民银行五次降准，降准通道已然打开。如果货币政策传导机制仍不畅通，未来不排除降息的可能，这会持续给人民币带来贬值压力。

二是中美双方达成框架性协议的概率在升高、贸易战进一步升级的可能性在减小。从美国方面看，随着减税政策对美国经济的刺激效应减弱，美联储持续加息削弱房地产、汽车以及企业投资增长动力，2019年美国经济增长将放缓，高盛、摩根大通预测美国经济2019年将增长1.9%-2%。随着美国经济及资本市场的不确定性增大，特朗普有更大意愿促成中美临时贸易协定。从中国方面看，经济运行变中有忧背景下，“以时间换空间”预计是主要考量，达成框架性协议、避免贸易战升级有助于稳定国内预期，缓解国内经济下行压力。

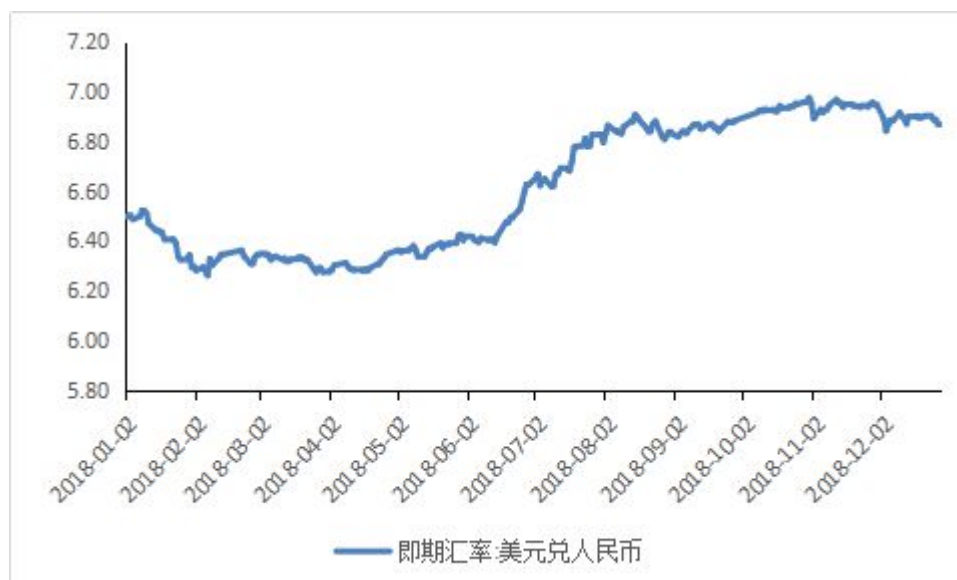


图4：人民币对美元贬值5.4%（2018.01-2018.12）

综合来看,2019 年,我国出口面临更为严峻的外部挑战,世界经济复苏放缓将导致外需增长动力不足,贸易保护主义加剧威胁贸易稳定增长。若中美达成框架性协议、贸易战不再继续升级,预计我国出口增速将放缓至 7%左右,低于 2018 年的 9.9%;若中美贸易战继续升级(对 2000 亿美元中国商品加征的关税税率由 10%上调至 25%),那么我国出口增速可能腰斩至 5%以下,并给国内消费和制造业投资带来较大冲击。

(二) 消费的基础性作用有待夯实

从客观增长空间看,我国具有构建世界最大消费市场的潜力。十九大报告也指出,要“增强消费对经济发展的基础性作用”。具体而言,消费的基础性作用主要体现在三方面:一是消费总量不断扩大,2018 年我国社会消费品零售总额达到 38 万亿元;二是消费成为经济增长的主要拉动力,2018 年,最终消费支出对 GDP 贡献率为 76.2%,高于资本形成总额 43.8 个百分点;三是消费率止跌回升,我国消费率从 2010 年的 48.5%逐年回升至 2017 年的 53.6%。

不过,2018 年以来,中国消费出现了一系列疲软迹象。一是消费总量增速放缓。2018 年,社会消费品零售总额同比增长 9.0%,比上年同期放缓 1.2 个百分点;其中,11 月同



比增速（8.1%）创出 2003 年 6 月以来单月最低增速。二是消费结构出现降级迹象，体现在限额以上单位消费品零售总额占社会消费品零售总额比重开始下滑。^①测算显示，2012 年以来，限额以上单位消费品零售总额占社会消费品零售总额的比重除了在 2014 年和 2015 年略有下滑之外（主要受“八项规定”与反腐的影响），其他时间内一直处于相对较为稳定的状态，处于 45% 以上。但自 2018 年以来，在没有受到较大政策影响的情况下，该比重却出现了十分明显的下滑，截至 2018 年 12 月已经跌至 38.1%。



图 6：限额以上企业消费品零售总额占比下滑明显（2018.01-2018.12）

消费疲软既源于一些抑制消费增长的新问题出现，也源于一些过去导致居民消费不足的老问题发生了新变化。具体

^① 限额以上单位是指年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业单位或企业、500 万元及以上的零售业单位或企业、200 万元及以上的住宿和餐饮业单位或企业。相比于限额以下单位，这部分单位或企业提供的零售商品或餐饮住宿服务的品质一般较高。因此，如果限额以上单位消费品零售总额占全社会消费品零售总额的比重出现了明显下降，就很可能意味着消费者开始更多地选择较低品质的商品进行消费。

而言，主要有以下四个方面的原因：居民部门债务问题开始凸显，对居民消费需求产生了明显的抑制作用；房价上涨呈现信贷驱动新特征，对居民消费的挤出作用明显增强；收入分配格局略有转差不利于居民消费平稳增长；^②供给侧难以提供部分群体所需的高品质产品与服务，从而导致这部分群体的消费潜力难以得到有效释放。

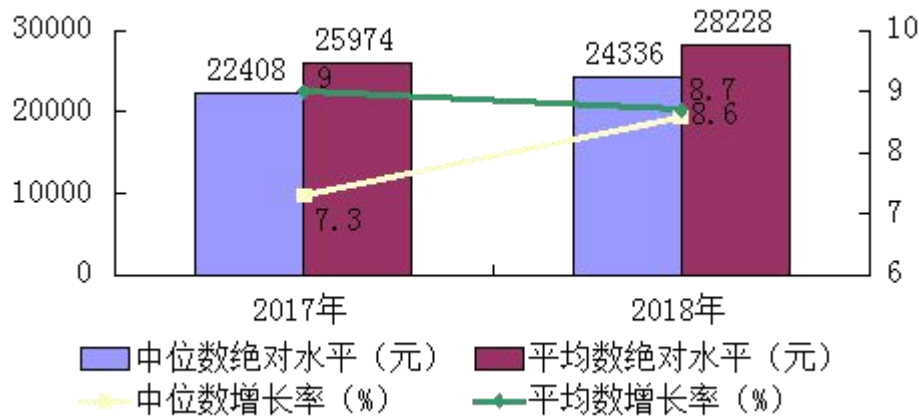


图 7：人均可支配收入平均数与中位数（2017-2018）

如果上述四方面问题不能得到及时有效解决，那么消费疲软的态势恐将持续下去，消费基础性作用的发挥也面临不确定性。在不考虑政策刺激的情况下，初步预计 2019 年社会消费品零售总额增速将放缓至 8.5% 左右（2018 年为 9%）；若及时出台刺激性政策（包括个税改革的落地、汽车和家电

^② 2017 年以来，居民人均可支配收入增速（平均数增速）持续高于中位数增速，尤其是 2017 年平均数增速高于中位数增速 1.7 个百分点，反映出收入差距扩大的现实。



消费补贴等)且政策效果明显,那么消费增速有望稳定在9%左右。

(三) 投资仍将发挥关键性托底作用

由于出口形势不容乐观,消费能否企稳也面临较大不确定性,因此,投资是托底2019年经济增长的关键。

从主观能动性看,投资尤其是基建投资受宏观政策影响较大。从2018年经济运行看,“三驾马车”皆呈下行态势,但投资增速明显下滑是拖累2018年经济增长放缓的关键因素^③,而投资增速大幅放缓在很大程度上是宏观政策主动调控的结果。2017年以来,我国金融领域推行严监管、去杠杆政策,表外融资大幅压缩,M2增速和社融增速双双放缓至近年低点,民营企业、地方融资平台等均受到信用收缩的冲击;同时,财政领域严控地方政府隐性债务,但“前门”开得小、开得慢,基建投资出现较大资金缺口,使得基建投资大幅减速^④,进而拖累固定资产投资增速大幅放缓。

^③ 2018年固定资产投资增速呈现出“先降后稳”的态势,前8个月持续回落,9月开始有所企稳,前11月固定资产投资增长5.9%,创下历史新低,同比放缓1.3个百分点。

^④ 2018年,基建投资仅增长3.8%,比上年大幅放缓15.2个百分点。

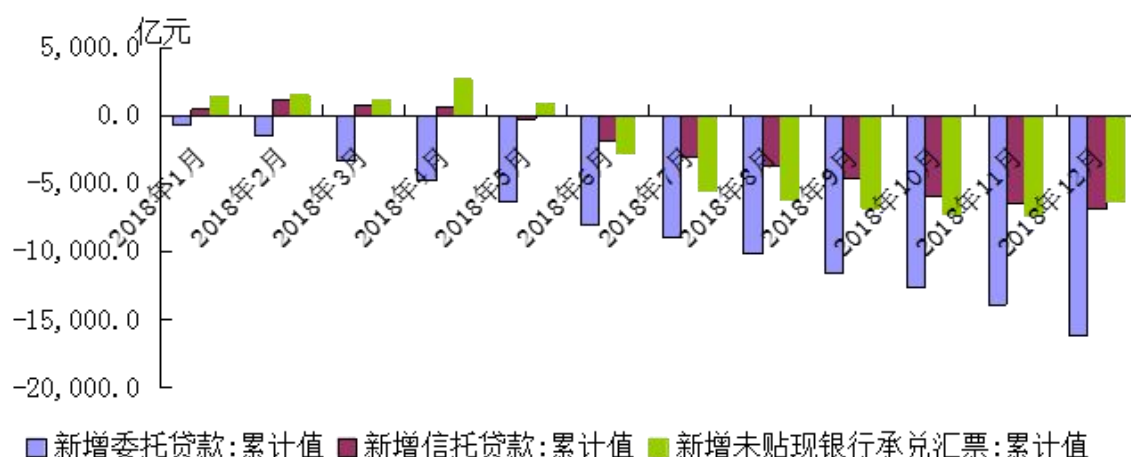


图 5：表外融资持续收缩（2018.01-2018.12）

从客观增长空间看，有观点认为：中国的投资已经过剩了，应该更多刺激消费。但投资真的过剩吗？

就基建投资而言，经历近二十年超常规发展后，我国基础设施的总量排名已居世界前列，但是密度和人均水平排名均位于世界中游，基建投资仍有空间。公路方面，2017 年，中国公路里程 477.35 万公里，仅低于美国的 658.66 万公里，但密度（0.51 公里/平方公里）低于世界均值（0.76 公里/平方公里），人均公路里程（3.39 米）也低于世界均值（7.74 米）；铁路方面，2017 年，中国铁路里程 12.7 万公里，仅低于美国的 22.8 万公里，但密度（13.5 米/平方公里）低于世界均值（22.3 米/平方公里），人均铁路里程（90 公里/百万人）也低于世界均值（340 公里/百万人）；信息基础设施方面，2017 年，我国每百人宽带用户数、互联网覆盖率分别为 26.9% 和 54.3%，高于世界均值（14.4% 和 50.3%），但在主要



国家（发达经济体和新兴经济体）中仅高于南非和印度。预计未来一段时期，我国基础设施建设重点将从总量扩张转向提质增效，从大规模地上建设转移到地下建设，轨道交通、油气管网、生态环保、清洁能源、文教卫生等将成为补短板的重点领域。^⑤除了传统意义上的基建，2018年度中央经济工作会议也明确将加大人工智能、工业互联网、物联网等信息基础设施领域建设。

展望2019年，稳投资、补短板政策带动基础设施投资企业稳回暖是一个大概率事件，这从2018年最后两个月的经济数据中已有所体现。随着政策效应持续释放和低基数影响，初步预计基建投资（不含电力，下同）增长8%左右（2018年增长3.8%）；若中美贸易战进一步升级，逆周期调控力度可能相应加大，基建投资增速有望反弹至10%左右。

再者，制造业投资仍有比较大的空间。目前我国已是世界制造业第一大国，但“大而不强”的问题十分突出，特别是“卡脖子”的核心技术短板亟待补齐。2018年4月，中兴遭遇美国制裁，就暴露了中国通信产业“缺芯少魂”的问题，表明我国建设制造强国和发展先进制造业还有很长一段路要走。这次中央经济工作会议布置的2019年首要工作任务，

^⑤ 详见研究报告：《积极财政政策下基建投资将如何补短板》。

就是要推动制造业高质量发展。预计未来一段时期，制造业投资将聚焦以下领域：重大技术装备补短板、传统产业改造提升、新兴产业（5G、生物、制药、半导体等）培育提高三方面。

不过，出口增速放缓可能拖累制造业投资，工业企业利润增速放缓也会对制造业投资形成冲击，再考虑到 2018 年增速较高（2018 年制造业投资增长 9.5%），预计 2019 年制造业投资增速可能放缓至 7% 左右。

房地产投资方面，如果从总量指标看，根据住建部的数据，我国城镇居民人均住房已达 1.1 套，供求基本平衡。不过，动态来看，我国城镇化空间还很大。发达国家城镇化率普遍在 80% 以上，而我国 2018 年城镇化率仅为 59.58%，同发达国家相比仍有较大差距。伴随着城镇化进程继续推进，预计房地产投资仍有较大增长空间。

不过，随着本轮调控时间延长、强度深化，房地产先行指标中，商品房销售价格与销售面积均出现回落，显示未来房地产投资仍面临较大下行压力。2018 年房地产投资高增速（9.5%）主要受土地购置费拉动，随着这一刺激因素逐步消退，预计 2019 年房地产投资增速将放缓至 5% 以下。

综合来看，2019 年，在基建补短板投资、创新驱动与转



型升级、新兴投资热点等的支撑下，固定资产投资有望实现6%以上的增长（2018年为5.9%），对经济增长起到支撑和托底作用。不过，鉴于资本形成总额对经济增长的贡献率已降至32.4%，指望投资独自撑起中国经济是不现实的。

三、2019年宏观调控政策展望

面对稳中有变、变中有忧的经济形势，中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。结合上文对“三驾马车”的现状分析，本文对2019年宏观调控政策展望如下。

出口虽然主要受外部经济环境的影响，但出口强弱不仅关乎2019年中国经济动能的演绎，也将显著影响国内逆周期调控政策的力度。因此，发挥主观能动性、保持出口稳定依然十分重要。面对更加严峻的外部形势，我国应坚定维护多边贸易体制，积极探索中国特色的区域和双边贸易协定，借助现有国际进口博览会等国际化平台加速开放进程，进一步提高贸易便利化水平，积极推动我国对外贸易高质量增长。

在目前“内外交困”的形势下，消费面临增速放缓的挑战。但正是因为消费在国民经济发展中的基础性地位，促进消费平稳增长的重要性再怎样强调都不为过。居民消费主要受可支配收入和消费倾向两个因素影响，预计政策也将从这两个角度切入，支持居民增加消费。日前，国家发改委等印发《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》(以下简称《实施方案》)，提出优化新能源汽车补贴结构，对家电销售也制定了补贴政策。汽车和家电是拖累 2018 年消费增速的主要因素，上述补贴政策能在多大程度上刺激消费还有待检验。《实施方案》还提出要扩大优质产品和服务供给，满足居民消费升级需求。此外，预计政府将从规范住房租赁市场、加快建设房地产长效机制调控机制等方面保持房价(租金)水平稳定，减轻房地产市场对居民消费的挤出效应；落实好个人所得税专项扣除政策，提高中低收入者收入水平；同时，加大财政补贴和国有资本划转力度，补足社保资金缺口，增强重点人群的托底保障力度，缓解居民消费的“后顾之忧”。

基建投资仍是缓解经济下行压力的主要抓手，但面临资金约束，因此首要任务是解决资金来源问题。预计对地方政府债务继续堵后门、开正门，从隐性、不规范融资转向规范



的地方政府发债。2019 年地方专项债规模有望扩大至 2 万亿元以上，且专项债发行进度将加快，以尽快支持在建工程及补短板项目建设并带动消费扩大。同时，赤字率将适度提高（2018 年为 2.6%），以增加赤字规模，加强财政政策逆周期调控力度。2018 年 12 月 29 日，全国人大授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元；1 月 9 日召开的国常会，要求“货币信贷政策要配合专项债发行及项目配套融资，引导金融机构加强金融服务，保障重大项目后续融资”。预计中央预算内投资规模将进一步增加，中央预算内投资下达进度将进一步加快。最近一个月，发改委密集批复了多个轨道交通建设规划和高铁建设项目，涉及投资总规模超过 9300 亿元。在资金使用方面，预计将以“聚焦补短板扩大有效投资”为基本思路，从经济效益、社会效益、生态效益、债务可承受度、资金合规性等多维度，优选出有效基建项目予以重点支持。在区域建设方面，雄安新区和北京城市副中心规划得到批复，将转入实质性开工建设阶段；粤港澳大湾区和长江经济带也将迎来建设热潮。

制造业高质量投资仍然是支撑中国经济持续中高速增长的重要动力。制造业是研发创新和效率提升的核心领域，

其技术进步速度要远快于服务业，是经济增长和生产效率提高的关键支撑。预计制造业领域将实施规模较大的减税降费措施，增值税税率三档并两档可能加快步伐，并适当下调；企业所得税税率也有望下调；地方收费项目将进一步清理规范，并研究制定降低社保费率综合方案，以减轻企业负担，提升企业预期投资回报率，增强企业投资信心。同时，预计各级政府将通过资金补贴、贴息、直接股权投资等方式支持制造业技术改造等投资项目，促使企业投资积极性提高。缓解民营企业和小微企业融资困境亦将是政策发力点，这有助于稳定制造业投资。中央经济工作会议强调“解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。

除非中国经济增速断崖式下跌（比如 2019 年一季度或上半年 GDP 同比增速放缓至 6% 以下），否则中央层面房地产调控政策难以显著放松。虽然经济下行压力加大导致短期有放松政策调控的需求，但这与中央对房地产市场“房住不炒”的定位要求相去甚远。2018 年度中央经济工作会议要求：因城施策，分类指导，夯实城市政府主体责任。这意味着地方政府将获得更多调控自主权，而地方政府往往有放松调控的冲动。预计 2019 年一二线城市的调控政策仍将偏紧，但限价和限售政策可能有所调整；而三四线城市由于棚改货币化



退潮、楼市下行压力加大，行政调控政策有望大幅松绑。

不过，中央强调“夯实城市政府主体责任”，并不意味着中央政府向地方政府让渡楼市调控的所有权限。实际上，包括调息、调准等诸多金融政策，以及各类房地产相关的税收政策，甚至房企发债和非标融资规定的调整，都必须由央行或相关部委发文。因此，在中央层面调控措施难以显著放松的情况下，房地产市场下行趋势很难发生根本性改变。

总的来看，2019年是新中国成立70周年，也是全面建成小康社会关键之年，保持经济平稳运行的重要性不言而喻。虽然中国经济运行面临外部不确定性的严峻挑战，但考虑到逆周期调控政策仍有较大作用空间，尤其是投资将发挥关键性托底作用，预计中国GDP增速仍将保持在6%至6.5%这一合理区间。