

## 中国经济今年十大预判

# 前低后稳难现“滞胀” 更大规模减税降费可期

□交通银行金融研究中心 连平、周昆平等

“面对国内外错综复杂的环境，未来中国经济运行会出现哪些新的趋势？金融市场会如何演变？汇率和房地产等问题会呈现哪些新特点？宏观政策会做出怎样的调整？都是市场普遍关心的问题。值此岁末年初之际，笔者对2019年的中国经济金融形势作出以下十大预判。

### 预判四：楼市“因城施策”，开发投资前降后稳

房地产政策可能适度结构化调整。2019年房地产政策仍将坚持“房住不炒”和“因城施策”原则。预计政策调整以结构化方式进行。一二线城市以保障刚需和置换型改善需求为重点,适当调整调控措施;三四线城市区别对待棚改安置,对已完成去库存的地区取消或减少货币化安置。房贷利率有见顶回调之势,部分城市银行可能小幅下调房贷利率,加快放款速度;对于主要满足刚需改善的房企,资金紧张局面可能得到一定的缓解。长效机制中,住房租赁供给格局将随着国资房企在建项目集中入市而发生显著变化,国资房企也有望提供更稳妥的运营方案;预售制度改革或是长期方向,但短期可能暂缓;房地产税需在立法层面取得一些突破,初步出台的方案可能相对温和。

房地产市场成交趋势性下行。预计2019年商品房销售面积同比增速约-5%左右。其中,一二线城市市场成交活跃度可能有所提升,销售面积同比可能实现约0-5%的小幅增长;三四线城市由于失去强政策托底且需求被透支,可能重回基本面下行通道,销售面积同比或下降至-10%左右。在中长期,较快的城镇化使我国依然具备一定的新增住房需求基础。按目前城镇化率每年提高1.2-1.4个百分点的速度,未来几年内由城镇化带来的年均新增住房面积约为6-7亿平方米,在全年销售面积中占比超过三分之一,仍是影响楼市刚需的主要因素。房企转为“慢补库+快周转”模式。行业融资渠

道偏紧倒逼企业行为发生转变,可能采取“慢补库+快周转”的模式。一方面,房企拿地更为谨慎,土地市场成交负增长。客观上,行业融资渠道受限使资金面总体紧张,房企到位资金主要依靠自筹和定金及预收款,房企拿地的能力总体在降低;主观上,出于对行业利润空间的担忧,房企贸然拿地可能“面粉贵过面包”,加之销售增速趋势性下降,拿地行为更趋谨慎。另一方面,新开工意愿下降,但下滑速度较缓。受销量持续走弱抑制,2019年新开工意愿总体可能下降,特别是三四线城市受销量滑坡影响明显,一二线城市开工虽意愿提升但无法改变总体趋势。对于存量土地,房企仍然有动力以加快开工速度、缩短资金回笼周期来对冲行业景气下行、规避资金风险,这有利于缓释新开工增速回落的速度。

开发投资增速可能小幅回落。在房地产开发投资的构成中,建安投资占主导地位,土地购置费次之。2019年土地成交走弱将逐渐反映在递延的土地购置费中,同时房地产投资统计口径改变的影响将减弱,土地购置费预计将比上年下降。而新开工面积增速缓降可能使施工面积增速有所回落,但随着一二线城市开工比例加大,建安单价可能较上年提升,建安投资增速走势可能靠拢甚至超过施工面积增速。在两个因素影响下,预计2019年房地产开发投资增速将小幅回落,考虑政策环境的边际改善其走势可能前降后稳,全年增速约3%-5%。

### 预判五：经济增长前低后稳，积极因素发挥作用

预计2019年经济增速6.3%,全年增速可能前低后稳。从生产供给侧来看,经济结构转型时期传统生产动能减弱,劳动力供给持续下滑,劳动力成本、地价成本、自然资源成本都在持续上升,并且环保约束压力加重,全要素生产率增长率将在低位运行。从需求侧来看,三大需求整体趋于减弱,2019年出口增速和货物贸易顺差可能明显回落,与出口相关的制造业投资增速也将放缓。基建投资将明显反弹回升,但难以对冲房地产开发投资和制造业投资下行。预计2019年经济增速可能在6.3%左右。2019年是新中国成立70周年,是全面建成小康社会关键之年。面对经济下行压力,宏观政策对经济运行的作用将从2018年的适度抑控转为2019年的支撑和托底。因此,2019年经济下行压力主要在上半年体现,随着宏观政策效果显现,下半年经济运行将趋好转,全年经济增速可能前降后稳。

2019年仍然存在和可能出现一系列有利于经济运行的因素。虽然2019年经济下行压力较大,或出现短期波动。但从长期来看我国基本面是好的,高

### 预判六：信贷增速稳中有升，M2将逐渐企稳反弹

2019年，金融去杠杆和严监管的影响有所减弱。随着财政逐渐发力和货币政策引导,企业部门融资可得性将逐步改善,金融支持实体经济的力度也将逐渐增强。预计2019年末信贷增速同比将升至13.5%-14.0%区间,而社融中表外融资负增长将逐渐收窄并出现反弹。

信贷投向优化进程逐渐加快,信贷增速稳中有升。一是随着政策支持民营和中小微企业的力度加大,货币政策定向调控力度持续增加,前期宽信用效果逐渐显现,被压抑的潜在信贷需求就有望被释放出来。二是维持流动性总体合理充裕,促进银行加大信贷投放。三是基建投资将明显发力,基建相关贷款有望获得较快增长。四是楼市成交同比负增,一定程度上传导至开发贷和居民住房贷款需求,这有利于改善房地产相关贷款在信贷占比中较高的现状。五是商业银行为提高资产收益将继续逐步加大对信用卡、消费金融等领域的投放力度,预计个人短期消费贷款有望逐步加快发展。

表外融资收缩步伐逐步放缓,直接融资状况仍需进一步改善。一是资管新规实施已经数月,大量不

### 预判七：经常账户可能逆差，跨境资金总体平稳

2019年,中国经济增速继续放缓,货币政策将稳健偏松,各领域对外开放继续稳步推进,美国经济运行有下行压力,美联储加息继续但节奏可能放缓。在此背景下,预计全年经常账户有可能小幅逆差,跨境资金流动形势有望保持总体稳定,但波动依然不小,资金流出压力仍不容忽视。随着我国经常账户顺差明显收窄甚至可能出现逆差,资本和金融账户顺差也可能收窄,我国国际收支顺差规模逐渐下降并趋向基本平衡。

经常项目小幅逆差的可能性较大。在一系列进口鼓励政策下,加之中国国际进口博览会的带动,预计进口增速将保持一定水平。2019年出口也有所放缓,特别是前期“抢出口”效应消退后,出口放缓压力随之显现。而从服务贸易近年来持续逆差。预计2019年经常账户差额进一步收窄,全年可能录得小幅逆差。直接投资顺差将保持基本平稳。在中国经济保

### 预判一：全球经济增长放缓，不确定性因素增多

受增长动力减弱、大宗商品价格走低、发达经济体货币政策正常化等影响,2019年全球经济增长同步放缓,发达经济体触及复苏拐点,新兴经济体经济增长分化加剧。

美国经济增长动力减弱。2019年减税刺激效果边际递减,美国经济增速将随之放缓。贸易不确定因素和美联储加息等政策叠加,将对经济增长造成负面影响。尽管如此,美国经济可能不至于失速,通胀温和、就业相对稳定、房地产市场和居民债务水平表现良好,都意味着当下的扩张周期可能刷新历史记录。预计美国经济2018年增长2.9%,比2017年加快0.7个百分点,2019年增速可能降至2.5%。

预计2018年全球经济增速为3.8%,2019年增速下滑至3.6%。其中,发达国家2018年经济增长2.4%,2019年增长2.0%;新兴市场和发展中国家2018年经济增长4.8%,2019年增速为4.6%。

全球经济面临四方面突出风险。2019年全球经济存在更多不确定性。一是国际贸易体系改革风险。多边贸易体系改革愈发成为共识,但在是否遵循现有基本原则和核心价值观上,发达国家与发展中国家观点明显不一。二是英国“脱欧谈判”陷入僵局、欧盟机构领导人换届选举等事件影响相互叠加,由此带来的风险不容忽视。三是持续发展的债务风险。2019年全球债务规模或继续攀升,发达经济体债务风险爆发的危害性更大,新兴经济体爆发债务风险的可能性正在上升。主要经济体央行缩表很可能引爆部分国家的债务风险。四是市场动荡风险。全球经济增长放缓、发达经济体货币政策不确定性增大、全球流动性进一步收紧、全球债务规模扩大等都将加剧金融和商品市场动荡。

### 预判二：外需走弱压力加大，消费增长稳中略缓

外需走弱导致出口放缓压力较大。2018年出口增长较好存在明显的应激式“抢出口”增长特征,一方面透支了2019年的需求,另一方面抬高了同比基数。在保护主义抬头、美国经济增速可能放缓和部分发达经济体政策不确定环境下,全球经济复苏放缓,2019年外需走弱压力加大。2019年出口增速将明显下降,预计在5%左右。但不排除出口状况改善的可能,那么出口增速可能在8%左右。进口鼓励政策持续见效,我国将进一步削减进口关税,降低制度性成本,扩大进口空间。受需求走弱以及高基数的影响,2019年进口高增速可能难以延续,但仍能实现10%左右的进口增长。货物贸易顺差将进一步收窄,预计为3000亿美元,经常项目可能出现逆差。

基建投资加快步伐将对投资增速起到托底作用。2019年宏观政策明显转向,着力点在于加大基建投资力度。加大基础设施等领域补短板力度,较大幅度增加地方政府专项债券规模,确保重要基建项目投资资金来源。预计2019年基建投资增长10%,成为拉动投资的关键力量。在过去几年限产作用下,高能耗制造业投资形成低基数,2018年出现修复式增长。2019年基数效应减弱,制造业盈利增速已趋回落,将难以支撑制造业投资继续较快增长。受外需环境影响,与出口相关的制造业投资预期较弱。民间投资意愿下降,扩大生产投资

2019年整体物价上涨动力不足。当前国内外经济形势下主要有三方面因素,分别是输入性通胀、需求拉动、流动性充裕。目前来看,这三方面因素都较弱,2019年我国物价大幅上涨的可能性较小。国际原油和大宗商品价格已经下行,输入性通胀压力较小;投资需求和消费需求较弱,对物价的拉动作用不强;货币政策将坚持不搞大水漫灌,不存在流动性泛滥进而抬升物价的可能性。CPI同比涨幅将有所收窄。2018年核心CPI降到1.8%,全年可能在1.7%-2%之间波动,显著低于上年0.4个百分点。核心CPI下降反映需求走弱的现实,CPI的波动中枢下降。非食品价格运行相对比较平稳,整体涨幅可能略有收窄。由于国际原油价格回落,燃油类价格上涨空间有限。医疗服务类价格高涨形成高基数,再加上医疗服务改革全面推开,2019年非食品价格上涨的可能性不大。加大消费品进口力度,削减进口关税,也将对消费价格上涨起到抑制作用。2019年CPI翘尾因素平均在1%左右,新涨价因素较弱,全年CPI平均涨幅可能在1.8%左右。部分月份PPI可能出现负增长。

2019年国内需求难以显著走强,需求拉动PPI大幅上升的可能性不大。上游大宗商品价格显著回落将逐渐传递到工业生产领域;下游消费需求偏弱,制造业订单已经明显下降,对工业生产环节的带动作用有限。2019年PPI翘尾因素平均为1%左右,比2018年大幅下降1.8个百分点,PPI缺乏新涨价动力,新涨价因素可能在-0.5%到0.5%。预计2019年PPI平均涨幅降到0.5%-1.5%,取中值为1%,不排除有的月份可能出现负增长。积极政策着力点在于基建投资,可能对相关工业产品带来阶段性拉升,这在一定程度上也可缓解国内工业价格整体陷入通缩的风险。

2019年中国经济不会出现“滞胀”风险。如前所述,2019年整体物价不会大幅上涨。当前中国经济正在发生一系列结构性变化,并不具备形成“高通胀”的条件,所以经济中不存在“胀”的风险。但是经济存在下行压力,从某种意义上讲“滞”的风险仍然存在。但这种所谓的“滞”并非真正意义上的“增长停滞”,而是经济增长明显放缓,对其他风险隐患显性化带来压力。可见,当前经济运行的主要矛盾不是通胀问题,而是需求放缓过快的问题。

### 预判八：人民币贬值压力减轻，汇率可能双向波动

人民币对美元仍可能出现小幅贬值。2018年人民币对美元先升后贬,在美联储加息、欧日央行保持宽松货币政策以及外贸不确定因素增加等刺激下,美元指数快速上行,人民币对美元阶段性快速贬值。2019年人民币仍有贬值压力,但较之今年贬值压力有所减轻,总体看人民币对美元小幅贬值的可能性大。

人民币大幅贬值的可能性不大,有望保持基本平稳。中国经济增速下行但总体仍平稳,货币政策大幅放松的可能性不大。与其他面临货币贬值和资本外流的新兴经济体不同,中国财政赤字率不高、各项外债指标均在安全线以内、外汇储备充足,从而有利于维持外汇市场对人民币的信心。而且监管当局跨境资金流动宏观审慎管理能力较强,预计监管部门仍会视情况采取措施进行逆周期调节。因此,人民币出现大幅贬值、资金大规模流出的可能性很小。从总体、长远来看,人民币汇率有望保持基本稳定。

### 预判九：财政政策加力提效，稳增长力度将加大

财政赤字率可能适度上调,着力提振市场信心。2019年将切实落实积极的财政政策,更好地发挥积极财政政策促进经济增长的作用。适度扩大财政支出规模,预计财政赤字率可能从今年的2.6%调升至3%。在增加财政赤字额度的同时,优化财政支出结构,盘活财政存量资金。截至2018年11月末,金融机构财政存款余额超过5万亿元。盘活财政存量资金是积极财政政策的重要内容,从2018年三季度以来财政资金使用进度明显加快,财政存款余额开始下降,2019年财政支出进度可能进一步加快。

重点支持基建和补短板薄弱领域,地方政府专项债规模将大幅度增加。高层要求更好发挥财政金融政策作用,积极财政政策要更加积极,对重点投资项目要求保障项目资金需求,保障融资平台公司合理融资需求。补短板领域的支持力度将加大,聚焦于脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板。2019年财政减收压力可能显著大于2018年,在地方政府隐性债务的约束下,2019年地方专项债规模将显著扩大。2018年地方政府专项债券安排1.35万亿元,2019年预计会在2万亿左右。

实施更大规模的减税降费,减轻市场主体税负,激发经济增长活力。减税是积极财政政策的重要内容,不仅可以降低市场主体负担,促进生产扩展和供给增加,还能激发企业的研究和创新能力,增强经济内生增长动力。2019年将推进结构性减税,加大财税优惠和税收返还力度,大幅度降低零售业、中小微企业的整体税负。推进增值税改革,2019年可能下调增值税税率,重点下调制造业、交通运输、通讯、电子、零售、农产品生产等的增值税税率,扩大高技术产业投资支出、科技创新研发费用的税前抵扣优惠。2019年可能探讨企业所得税率的下调。个税改革正在推进,将加快个税起征点改革和扩大抵扣项目落地实施,降低工薪阶层税负,提升居民消费能力。2018年减税规模达到1.3万亿,预计2019年将扩大到1.5万亿左右。

### 预判十：稳健货币政策松紧适度，“稳货币、增信用”合理搭配

2019年货币政策将以“稳货币、增信用”的方式去配合“宽财政、促投资”。2019年存准率仍有进一步下调的可能,但幅度和频率会小于2018年。存准率继续下调的理由,一是经济仍有下行压力,需要金融加大力度给予支持,尤其是在非信贷融资推进存在一定瓶颈的情况下,信贷适度加快投放步伐可能性较大,这就需要银行负债端保持良好的状态。

二是2019年外汇占款可能处在较低水平,因此需要通过存准率的下降来适度增加市场流动性。但为了避免“大水漫灌”,在流动性已基本达成合理充裕的条件下,存准率不可能持续大幅下调。在美联储2019年仍有可能加息1-2次等情况下,人民币汇率和资本流动性依然有可能承受压力,此时降息则有可能增大这种压力。从中美利差看,一年期国债收益率已经倒挂,即使不降息,其他利率也可能走向倒挂。若再降息则可能会进一步增加相应的压力。而国内融资成本的下降可以采取的举措不少,包括定向降准,增加低成本信贷,在保持市场流动性同时降低市场利率水平等等。

将常规政策工具与结构性流动性管理工具相组合,引导流动性的流向配置和期限配置。“定向松动”应该是2019年货币政策工具组合的操作方向,定向降准+货币市场工具调整将是基本的工具组合。流动性管理工具更加灵活,监管弹性将进一步增强。2018年央行已经在传统货币政策工具和结构性流动性管理工具使用中进行了一系列创新性的组合。未来在稳健货币政策框架下,央行可能进一步提升组合型政策工具对于市场的传导效率,从流量、流向以及期限等多个维度有效进行“滴灌”,防止“大水漫灌”。2019年,当出现流动性偏紧状况时,央行仍会采取类似降准置换MLF的方法实施流动性定向支持。同时,央行等相关监管部门完全可能进一步将涉及相关行业的监管指标弹性“定向增强”,以配合定向支持的政策导向。（课题组成员:连平、周昆平、唐建伟、鄂永健、夏丹、刘学智、陈冀、何飞）