

中信证券研究部

诸建芳

首席经济学家

S1010510120003


王宇鹏

高级分析师

S1010517010001


刘博阳

分析师

S1010518040001

核心观点

- 经济中问题凸现，对经济运行和资本市场构成较大压力。**2018 年中国经济主要指标可望实现，产能利用率和制造业投资回升至近年较高水平等成为经济亮点，但经济运行中新的问题凸现。如：经济下行压力加大；信用扩张减缓，流动性不足；债务风险面临挑战；外需面临中美贸易战冲击；美联储加息周期造成人民币贬值和国际资本外流压力。
- 宏观政策重新审视三大平衡关系。**亦即，如何平衡“去杠杆”和“稳增长”，如何平衡“内需”和“外需”，如何平衡“债务风险”和“流动性”。强烈“去杠杆”使财政和货币“双双紧缩”，对经济总需求产生了影响，民营企业融资难现象增加。中美贸易战不断升级，外需预期受到较大冲击，成为市场看空中国经济的最大负面因素，而 2018 年消费和投资需求双双走弱，则又加剧了市场对于中国经济基本面的担心。若单纯通过减小债务的扩张速度来达到防范债务风险的效果，有可能导致经济衰退和流动性枯竭，对资本市场形成“双杀”。
- 辩证地看，问题某种程度的“恶化”往往也是解决问题的契机。**可以预期宏观政策会做更有力度更有针对性的调整，在方向上，会更加关注“稳增长”，着力“扩内需”，“防债务风险”一定程度让步“流动性”，“三去一降一补”重点转向“一降一补”。在具体政策方面，预计财政政策积极程度将大于 2018 年，开“前门”、堵“后门”，广义狭义赤字率再次提升，更有力度地减税，增值税税率有望进一步降低；预计货币政策将延续下半年政策纠偏态势，继续定向降准，表内融资结构切换，企业贷款尤其其短期贷款比例将提升，预期 M2 见底回升，社融增速“前低后稳”。
- 政策调整催生经济“转机”。**市场对于中国经济的预期将发生根本性的转变，诸多政策措施将助力经济企稳，预计 2019 年中国 GDP 增速仍然在 6.5% 左右；投资触底反弹，消费止跌转稳，中美贸易战负面影响将拖累进出口；民企、外企等微观基础得到夯实；猪周期重启，CPI 小幅升温，PPI 同比或小幅下行；盈利增速放缓至个位数。

中信证券研究部宏观经济数据预测 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
GDP	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.5
CPI	2.0	1.4	2.1	1.6	2.3	2.6
PPI	-1.9	-5.2	-1.7	6.3	3.8	2.8
全社会固定资产投资	15.7	10.0	7.9	7.2	5.4	6.5
社会消费品零售	12.0	10.7	10.3	10.2	9.2	9.5
出口	6.0	-2.9	-7.0	7.9	12.5	7.0
进口	0.5	-14.3	-6.0	16.1	18.5	11.0
利率（1 年期存款）	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
汇率（RMB/USD）	6.20	6.49	6.95	6.53	6.90	6.8-7.2

	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q (F)	2019 1Q (F)	2019 2Q (F)	2019 3Q (F)	2019 4Q (F)
GDP	6.8	6.7	6.5	6.5	6.3	6.4	6.4	6.5
CPI	2.2	1.8	2.3	2.3	2.0	2.6	2.4	2.9

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

目录

问题也是契机，政策催生转机	1
经济中“问题凸现”	1
问题之缘由和未来之挑战	3
政策调整催生经济“转机”	5
2019 年经济基本面展望	9
GDP：企稳	9
投资：触底反弹.....	10
消费：止跌转稳.....	13
进出口：中美贸易战负面影响显现.....	16
物价：猪周期再启	21
盈利：增速放缓至个位数	24
宏观政策展望	26
财政政策：赤字率调升+有力度减税.....	26
货币政策：降准继续，M2 见底回升	27
汇率政策：重在熨平波动，而非干预趋势	33

插图目录

图 1: 中国 GDP 季度同比增速	1
图 2: 固定资产投资、社会消费零售、出口累计同比增速	1
图 3: 中国 M2、社会融资规模增速	2
图 4: 中国非金融企业部门、居民部门、政府部门杠杆率	2
图 5: 中国进出口金额累计同比增速	3
图 6: 美元指数与美元兑人民币汇率	3
图 7: 平衡“去杠杆”和“稳增长”	4
图 8: 平衡“内需”和“外需”	4
图 9: 平衡“债务风险”和“流动性”	5
图 10: 主要国家 GDP 年复合增长率与非金融企业部门杠杆率变化值（纵轴）	6
图 11: 主要国家 GDP 年复合增长率与居民部门杠杆率变化值（纵轴）	6
图 12: 主要国家 M2 年复合增长率与非金融企业部门杠杆率变化值（纵轴）	6
图 13: 主要国家 M2 年复合增长率与居民部门杠杆率变化值（纵轴）	6
图 14: 预计“扩内需”政策将会有落实	7
图 15: “防债务风险”一定程度让步“流动性”	8
图 16: 中国工业产能利用率与 PPI 增速	9
图 17: 中国工业产能利用率与采矿、制造业固定资产投资增速	9
图 18: 2019 年“转机”下的中国经济特征预判	9
图 19: 2019 年 GDP 增速预测	10
图 20: 房地产开发投资与购置土地面积累计同比增速	12
图 21: 商品房待售面积与房屋新开工面积累计同比增速	12
图 22: 基建投资与三大基建子行业投资累计同比增速	13
图 23: 实际社消增速下降更快	13
图 24: 2018 年上半年居民贷款增速出现明显下降	14
图 25: 消费类 ABS 今年前三季度增速也出现下降	14
图 26: 2015 年之后三四线城市社消出现明显增长	15
图 27: 棚改货币化比率在 2015 年出现明显上升	15
图 28: 未来短期内就业情况或仍强劲	15
图 29: 第三产业吸引就业人数逐渐上升	15
图 30: 如果排除汽车和房地产相关消费的影响，社消走势相对较为平稳	16
图 31: 总出口同比增速与对美日欧出口之和同比增速高度一致	17
图 32: “美强欧日弱”之制造业 PMI	17
图 33: 国内需求放缓将拖累进口增长	18
图 34: 贸易顺差将继续呈现收窄趋势	18
图 35: 中美贸易战 2018 年的演变进程	19
图 36: 美国对中国的进口增速在各清单分类中一致性较高，近期出现分化	19

图 37: 美国对中国出口增速在各清单分类中近期分化显现椅子还行加	19
图 38: 中国对美贸易中加工贸易差额占贸易总差额的比重逐渐下降.....	20
图 39: 入世 18 年以来经常账户首次出现季度逆差	20
图 40: CPI 中食品价格的波动大于非食品价格.....	22
图 41: 猪周期逐渐收窄, 且时间长度被拉长	22
图 42: PPI 与南化工业品指数	24
图 43: 上游价格向中下游传导受阻导致中下游企业盈利下降较快	25
图 44: 小型企业与中大型企业利润在 16 年后开始出现分化.....	25
图 45: 私营企业亏损数较国企下降更快	25
图 46: GDP 季度同比增速与狭义赤字率.....	26
图 47: 社融增速首次接近名义 GDP 增速, 或将成为常态	27
图 48: 降准通常也为对冲外汇占款下降压力, 维持市场流动性	27
图 49: 降准传导至 M2 和社融回升需要时间, 2019 年将逐步显现	28
图 50: “去杠杆”推行以来, 表内贷款撑起社融增速, 2019 年这一趋势或将持续	29
图 51: 预期 2019 年贷款余额增速将接近 12%, 略低于 2018 年约 13%的水平.....	29
图 52: 居民杠杆持续增加空间有限, 表内融资偏好企业增加	29
图 53: 前两轮房地产+基建推升中长期贷款比例, 19 年结构将逐步转换.....	29
图 54: 以 PPI 增速衡量, 贷款实际利率已过低点	30
图 55: 2018 年(截止 10 月末)债券违约规模和支数较历年均创新高, 民企违约比例大幅 增加, 凸显信用环境恶化	31
图 56: 从季度看, 2018 年违约规模也呈逐步上升现象, 企业违约状况 2019 年并不乐观	31
图 57: 规模上看, 2019 年信用债到期压力仍然处于高位, 其中待偿低等级信用债占比和 2018 年基本保持一致.....	31
图 58: 分企业性质的窄口径信用债到期量显示 2019 年民企债券到期占比也依旧保持较高 水平.....	31
图 59: 前三季度, 专项债、直接融资、表内融资对社融贡献较大	32
图 60: 地方政府专项债存量已达 7.2 万亿.....	32
图 61: 今年至今人民币兑美元贬值约 7%, 但在新兴市场货币当中表现并不差.....	34
图 62: 影响近期汇率贬值的五大因素在 2019 年将出现变化, 或平抑汇率贬值幅度	34

表格目录

表 1: 美日欧仍然是我国主要的进出口贸易伙伴(不包含国货出口复进口)	17
表 2: 历次降准与 M2 和社融增速变化趋势的比较	28
表 3: 本轮美国加息与中国加息的货币政策调整对比	33

■ 问题也是契机，政策催生转机

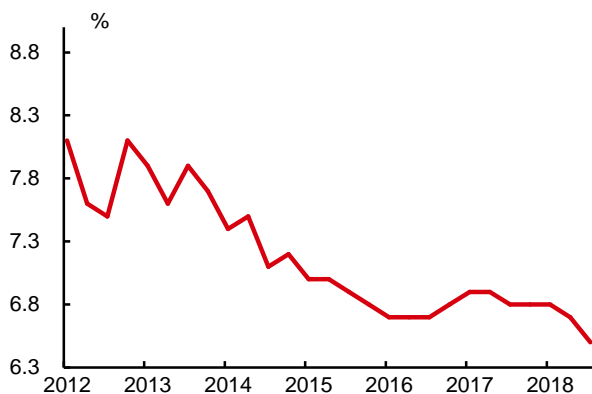
经济中“问题凸现”

2018 年中国经济主要指标可望完成，去产能目标基本实现，产能利用率恢复至历史较高水平，“供给收缩”阶段结束，制造业投资开始逐步回升，经济结构持续优化。但是，由于受中美贸易战冲击和国内宏观政策强烈收紧影响，经济运行中一些新的问题凸现出来。

（一）经济增速面临下行压力

2018 年 1-3 季度中国 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%和 6.5%，经济增速持续回落。按照需求结构来看，固定资产投资和消费增速都出现了明显的回落。2017 年全年固定资产投资增速为 7.2%，2018 年 1-9 月份固定资产投资增速只有 5.4%，比 2017 年回落 1.8 个百分点。2017 年社会消费品零售总额增速为 10.2%，2018 年 1-9 月份社会消费品零售总额的增速只有 9.3%，回落 0.9 个百分点。可以预计的是，2018 年 4 季度中国宏观经济下行的压力仍然存在。

图 1：中国 GDP 季度同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：固定资产投资、社会消费零售、出口累计同比增速

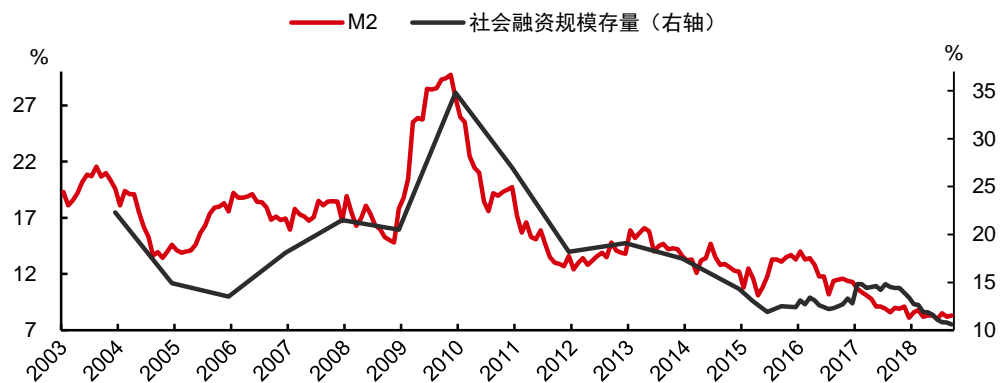


资料来源：Wind，中信证券研究部

（二）信用扩张速度下降，流动性不足

M2 和社融存量增速持续下降。截止 2018 年 9 月份，M2 增速只有 8.3%，比 2017 年末下降 0.7 个百分点；社融存量增速只有 10.6%，比 2017 年末下降 2.8 个百分点。M2 增速的持续回落反映了 2018 年宏观经济流动性的不足，社融存量增速的下降反映了 2018 年中国信用扩张速度的相对不足。

图 3：中国 M2、社会融资规模增速

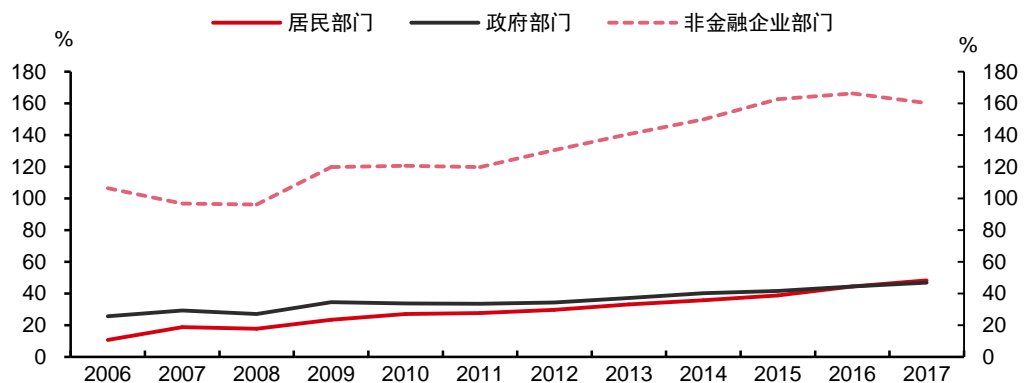


资料来源：Wind，中信证券研究部

（三）债务风险面临挑战

宏观杠杆率高企是目前中国经济面临的重大风险，尤其中国非金融企业部门。宏观杠杆率高意味着面临着比较大的债务压力和风险，杠杆率越高，需要到期偿还的债务越高，需要承担的财务费用越高，由此带来的债务风险也越高。2015 年，中央明确将“去杠杆”作为重要的政策目标之一。

图 4：中国非金融企业部门、居民部门、政府部门杠杆率

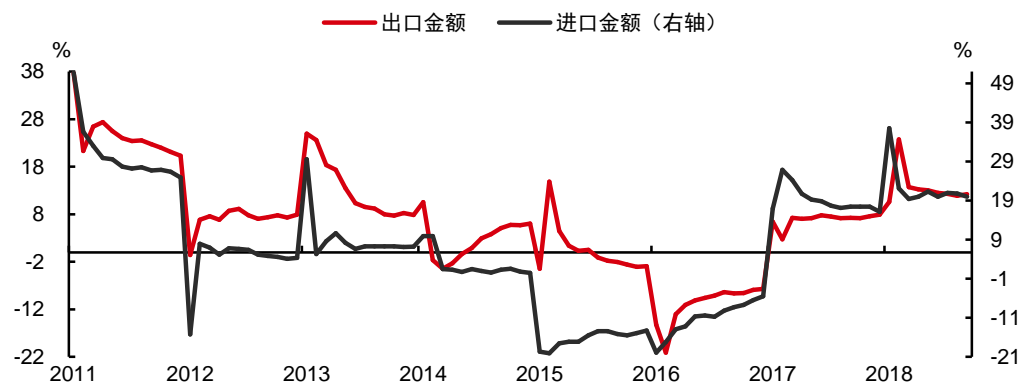


资料来源：BIS，中信证券研究部

（四）外需预期受到中美贸易战冲击

年初至今，中美贸易战无疑是对中国经济影响最大的外部冲击之一。美国对中国价值 2500 亿美元的商品加征关税，而中方作为反制措施对进口美国价值共 1100 亿美元商品加征关税。由于中美互为彼此重要的贸易伙伴，尤其美国是中国最大的出口国。而且 10% 到 25% 的额外关税对出口企业的利润空间挤压十分显著，因此贸易战对中国进出口增速的影响应该十分显著。尽管从第一批加税清单落地至今，似乎中美贸易战带来的负面影响在我国的进出口数据中并没有体现，截止 2018 年 9 月份，中国出口累计增长 12.2%，比去年末高 4.3 个百分点，因此有观点认为中美贸易战对贸易本身的影响并不大，但根据我们对中美贸易清单中具体商品月度进出口额的跟踪，我们发现中美贸易战中第一轮被征税价值 500 亿美元的商品对美国的进出口增速已经开始出现较为显著的下滑。未来 1 年伴随着美国对中国出口商品加征关税的负面影响逐步显现，外贸增速将面临下降的压力。

图 5：中国进出口金额累计同比增速

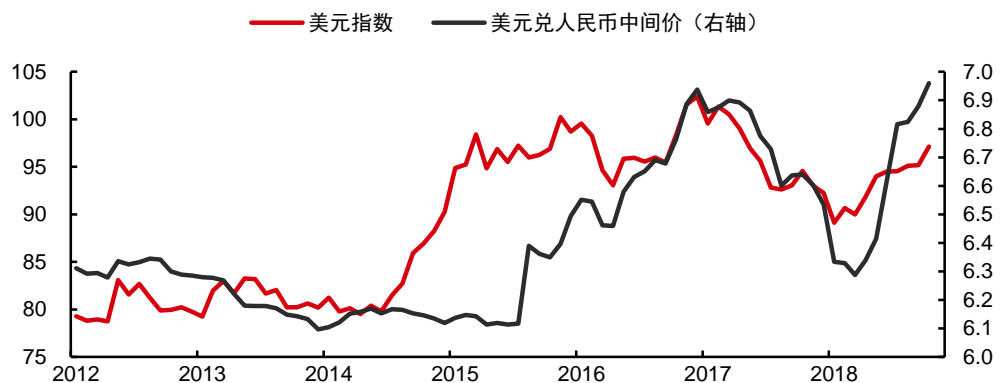


资料来源：Wind，中信证券研究部

(五) 美联储加息周期造成人民币贬值和国际资本外流压力

2018 年是美联储加息节奏和强度比较高的一年，美联储持续的加息带来强势的美元，而 2018 年中国经济周期弱于美国，由此导致了人民币较大的贬值压力和国际资本外流压力。人民币贬值预期增加将会带来国际资本的外流，由此给中国资本市场带来比较大的压力。

图 6：美元指数与美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中信证券研究部

问题之缘由和未来之挑战

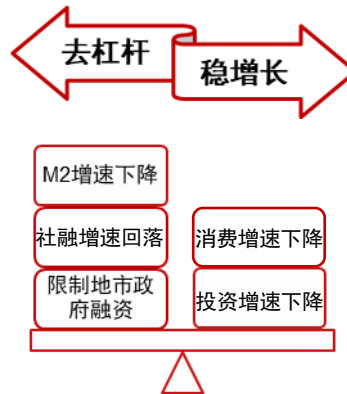
(一) 如何平衡“去杠杆”和“稳增长”

2018 年宏观政策在平衡“去杠杆”与“稳增长”方面，客观上对“去杠杆”有更多的关注。其一，在财政上，地方政府忙于清理和审计隐性债务，财政部也发布了隐性债务的追责条例，“规范”地方政府融资成为 2018 年财政工作的重要方面。其二，在金融和货币领域，清理影子银行、收缩表外融资、规范投融资体系等一系列“去杠杆”的行为成为 2018 年金融货币工作的重要内容。在强烈“去杠杆”的背景下，2018 年财政和货币政策双双出现了“紧缩”的局面。

财政和货币“双双紧缩”对经济总需求产生了影响。财政的紧缩导致了基建投资增速快速下滑。货币政策的紧缩导致了 M2 和社融增速持续回落，民营企业融资困难和居民贷款增速下滑现象有所上升，总需求趋弱。

2019 年中国经济最大的挑战就在于如何平衡“去杠杆”和“稳增长”。面对宏观经济的下行压力，“去杠杆”和“稳增长”的关系需要作出必要调整，以实现经济的稳定增长。

图 7：平衡“去杠杆”和“稳增长”



资料来源：中信证券研究部

（二）如何平衡“内需”和“外需”

2017-2018 年全球贸易周期回暖，中国出口增速也大幅回升，外需回暖是 2017-2018 年中国经济增长很重要的支撑力量，但是由于中美贸易战的不断升级，外需受到较大冲击，尤其是中美贸易战的负面预期成为市场看空中国经济的最大负面因素。而 2018 年消费和投资内需双双走弱，则加剧了市场对于中国经济基本面的担心。

如何平衡“内需”和“外需”是 2019 年最重要的问题之一。面对外需的负面冲击，如果内需没有作为，那么市场对中国经济的预期将会更加悲观。因此，2019 年客观上需要中国经济在“内需”上做更多文章。

图 8：平衡“内需”和“外需”



资料来源：中信证券研究部

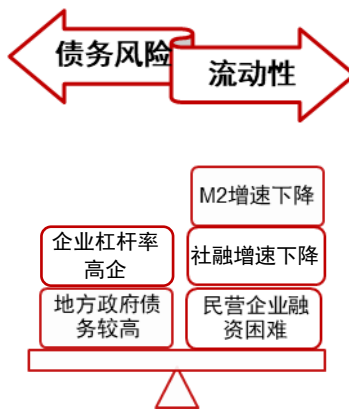
（三）如何平衡“债务风险”和“流动性”

防范债务风险是目前宏观政策重要的出发点之一。控制债务风险一个很自然的政策思路是控制“债务扩张”，通过减小债务的扩张速度甚至降低来达到防范债务风险的效果。

但是目前防范债务风险的措施导致了流动性的相对不足, M2 的增速持续保持在 8%左右, 低于名义 GDP 增速 2 个百分点左右。流动性的不足限制了经济总需求的扩张, 也导致了资本市场流动性的“枯竭”。

如何平衡“债务风险”和“流动性”对于 2019 年的资本市场和宏观经济格外重要。单纯追求防范“债务风险”, 有可能导致经济衰退和流动性枯竭, 对资本市场形成“双杀”。2019 年宏观政策在“债务风险”和“流动性”天平的平衡上如何抉择就至关重要。

图 9: 平衡“债务风险”和“流动性”



资料来源: 中信证券研究部

政策调整催生经济“转机”

(一) 更加关注“稳增长”

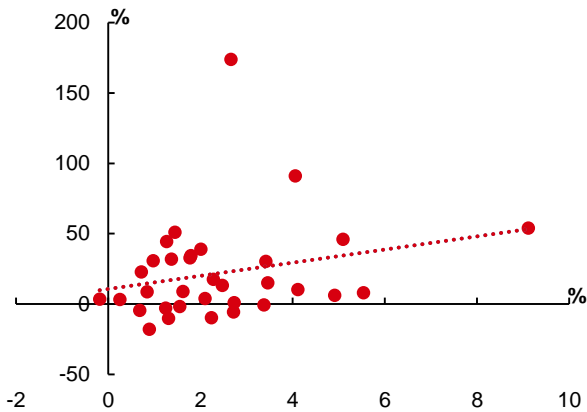
经验数据表明, 在一味追求去杠杆政策效果的背景下, 过紧的流动性环境和持续下降的信用扩张速度会导致经济增速持续下滑, 最后进入经济衰退状态。

杠杆率走高走低与债务扩张速度没有必然的关系。2000-2009 年, 中国非金融企业杠杆率非常“平坦”, 而这段时间 M2 和信贷增速显著高于 2010-2017 年。2010-2017 年中国非金融企业杠杆率快速上升的根本原因不是债务的扩张速度过快, 而是由于大量的信贷资源流向了“经济效益差、回报率低”的领域, 比如, 一些回报率比较低的、公益性的基建项目领域。资本存量结构的“恶化”是 2010-2017 年中国杠杆率快速上升的根本原因。

流动性和信用扩张速度与 GDP 增速高度相关。过低的 M2 和信用扩张速度必然会导致 GDP 增速的下滑和总需求的萎缩。根据经验数据, M2 和社融增速至少应该维持在名义 GDP 增速之上, 以保持经济总量的平稳扩张和物价的稳定。过低的 M2 和社融增速会导致经济总量扩张速度的下降和通缩的出现。在目前“去杠杆”政策的“紧缩”作用下, 2018 年 M2 和社融增速持续回落, 导致了 2018 年下半年经济增速回落的局面。

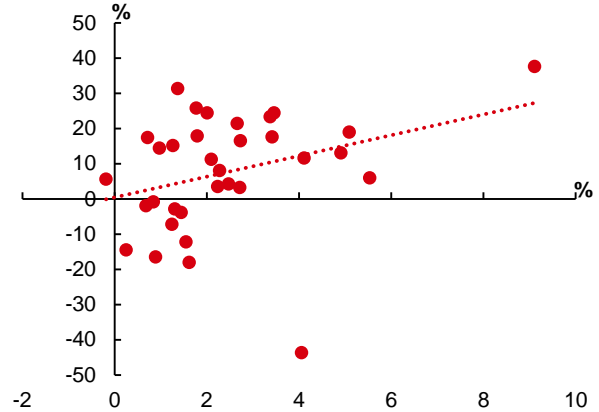
在目前经济下行压力较大的背景下, 我们认为, 宏观政策将会重新审视“去杠杆”和“稳增长”的平衡关系, 2019 年在坚持“去杠杆”和“稳增长”保持平衡的大原则下, 客观上会向“稳增长”以某种程度的倾斜。

图 10: 主要国家 GDP 年复合增长率与非金融企业部门杠杆率变化值 (纵轴)



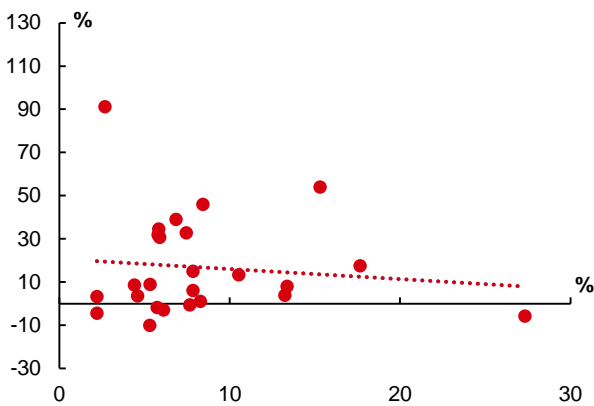
资料来源: BIS, Wind, 世界银行, 中信证券研究部

图 11: 主要国家 GDP 年复合增长率与居民部门杠杆率变化值 (纵轴)



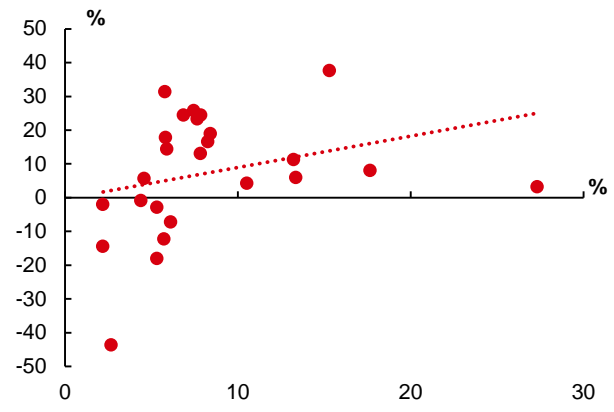
资料来源: BIS, Wind, 世界银行, 中信证券研究部

图 12: 主要国家 M2 年复合增长率与非金融企业部门杠杆率变化值 (纵轴)



资料来源: BIS, Wind, 世界银行, 中信证券研究部

图 13: 主要国家 M2 年复合增长率与居民部门杠杆率变化值 (纵轴)



资料来源: BIS, Wind, 世界银行, 中信证券研究部

注: 图 10-13, 国家分别选自阿根廷、爱尔兰、澳大利亚、巴西、丹麦、德国、俄罗斯、法国、哥伦比亚、韩国、加拿大、马来西亚、美国、墨西哥、挪威、葡萄牙、日本、瑞典、瑞士、泰国、新加坡、匈牙利、意大利、印度尼西亚、英国、智利、中国、新西兰、芬兰、荷兰、西班牙、比利时、卢森堡, 共 33 个国家和地区。计算区间均取 2006 年至 2017 年。

数据处理方式: 根据 Wind 公布的各国 GDP 同比增速计算 GDP 年复合增长率; 根据 Wind 及世界银行公布的各国 M2 同比增速计算 M2 年复合增长率 (部分国家欠缺); 分别取其 GDP 与 M2 年复合增长率与各自国家在 BIS 公布的非金融企业部门杠杆率变化值 (期末-期初)、居民部门杠杆率变化值 (期末-期初) 组成散点图。

(二) 着力“扩内需”

经济下行压力客观上需要宏观政策更加“稳增长”，中美贸易争端逐渐升级背景下的外需受挫也需要“稳增长”。2019 年中国外需受到的冲击压力较大，不确定性升高。2019 年“稳增长”和“扩内需”势在必行，预计具体将体现在以下几个方面：

- (1) 在宏观政策上，财政政策将更加积极，广义赤字率有望回升，财政对于基建的支持力度加大，基建投资有望触底回升；减税政策有望进入“落实年”，企业增值税率归并、减税有望落实，个人所得税抵扣有望实施。

- (2) 在“三驾马车”方面，一是对于“稳投资”，除了“稳基建”外，宏观和行业政策可能将会允许采矿业和制造业等周期行业的产能扩张，从而支撑采矿业、制造业的投资增速维持在高位甚至回升；二是对于“稳消费”，除了个人所得税改革外，不排除将出台一些消费刺激政策，主要体现在耐用消费品领域；三是对于“稳外需”，出口退税、减税等政策有望进一步加大实施力度和范围。
- (3) 在行业政策上，将会进一步加大对外开放力度，尤其是服务业。新一轮对外开放有望吸引外资来华投资，同时也能够提升这些行业的生产效率。

图 14：预计“扩内需”政策将会有落实



资料来源：中信证券研究部

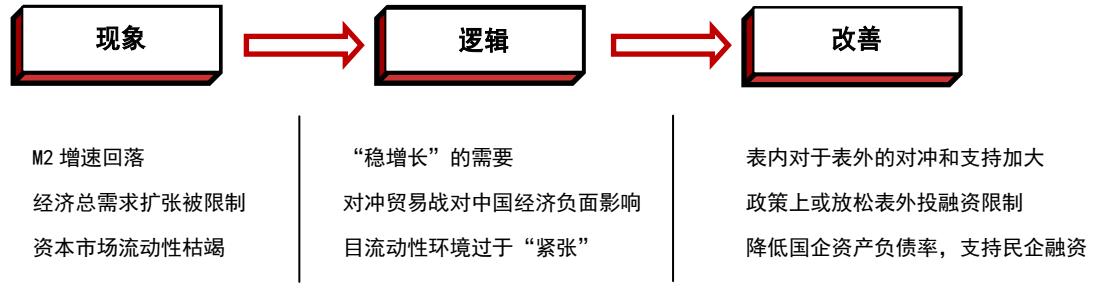
(三) “防债务风险”一定程度让步“流动性”

我们认为，2019 年宏观政策在平衡“防债务风险”和“流动性”的问题上会向“流动性”倾斜。逻辑在于：一是“稳增长”的需要；二是对冲中美贸易战的负面影响；三是目前流动性环境过于“紧张”。2019 年的宏观经济环境和外部压力客观上需要流动性更加宽裕。流动性的“过度泛滥”会带来一系列的金融风险，比如货币贬值、资产泡沫等，但是流动性的“过于缺乏”将会导致经济紧缩、资产价格严重缩水。保持适度的流动性是维持一个健康的经济体的必要条件。

我们再次重申，历史数据告诉我们，M2 的增速和“杠杆率的高低”没有必然关系。没有证据表明，高的 M2 增速一定会带来杠杆率的快速上升。“去杠杆”就一定要降低流动性的思路是缺乏证据支持的。

预期 2019 年流动性和信用扩张的改善会体现在以下几个方面：(1) 表内对于表外的对冲和支持力度加大；(2) 政策上有可能一定程度放松表外的投融资限制，表外融资有望触底回升；(3) 将降低国有企业的资产负债率，加大对于民企的融资支持，资本存量的结构有望改善。

图 15：“防债务风险”一定程度让步“流动性”



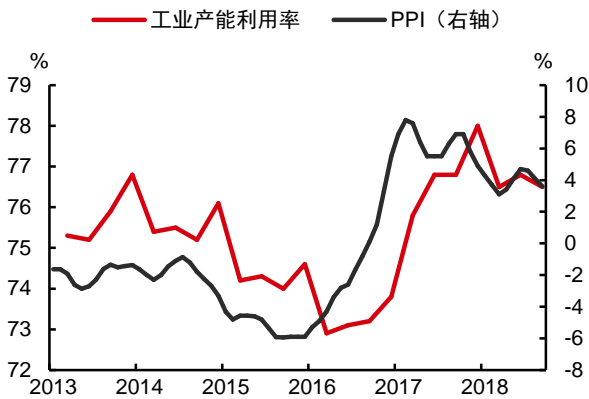
资料来源：中信证券研究部

(四) “三去一降一补” 后时代，重点转向 “一降一补”

2011-2015 年是一轮消化上个经济周期过热带来的产能过剩问题的周期。“通缩加剧、资本开支不断回落、库存周期持续去库存”是 2011-2015 年中国经济的三个典型特征。为什么会出现这三个特征？一个最根本的原因是上一轮经济周期过热导致严重的产能过剩问题。这种产能过剩不仅仅是中国存在的问题，而且也是全世界范围内都存在的问题。在产能过剩的背景下，通缩开始出现，全球经济陷入“产能过剩-通缩加剧-资本开支收缩-去库存-需求回落”的恶性循环中，这是 2011-2015 年全球范围内出现的“通缩加剧、资本开支不断回落、库存周期去化”的核心原因。2016-2017 年，这一轮化解产能过剩的周期开始走向尾声。2016-2017 年全球经济的典型特征是“工业品价格暴涨”，以工业品价格的暴涨为标志，我们认为这意味着全球工业行业的供需格局开始发生根本性的变化，之前“产能过剩、供给过剩”的格局开始演变为“供给不足”，资本开支的持续收缩是导致这一变化的主要原因，去产能政策加速了这一变化。伴随着供需格局的变化，全球工业品价格开始了持续的上涨。

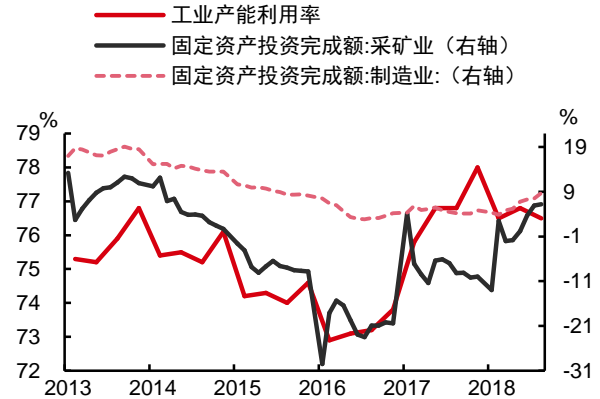
工业部门经历“2011-2017”的“出清”过程后，未来 1-2 年预计仍将保持“紧平衡”状态。判断的依据来自三个方面：一是目前工业品的整体价格仍然在上涨；二是宏观和行业政策对于工业部门的“产能扩张”仍然有控有压，产能扩张并没有出现过热的局面；三是目前工业行业整体产能利用率在 76-77%左右，处于比较高的水平。基于此，我们认为 2019 年采矿业、制造业等工业部门仍然会维持资本开支扩张状态，采矿业、制造业固定资产投资增速仍然会维持较高的水平。

图 16: 中国工业产能利用率与 PPI 增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

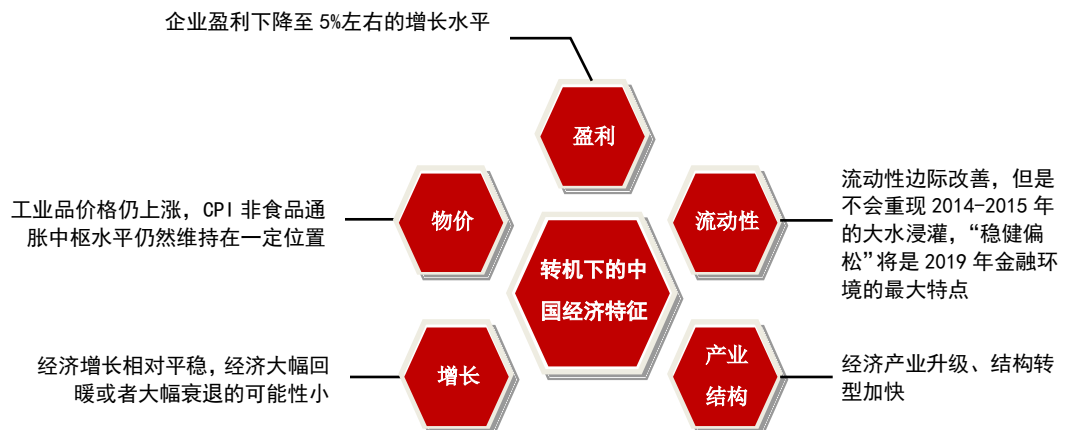
图 17: 中国工业产能利用率与采矿、制造业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2019 年经济基本面展望

图 18: 2019 年“转机”下的中国经济特征预判



资料来源: 中信证券研究部

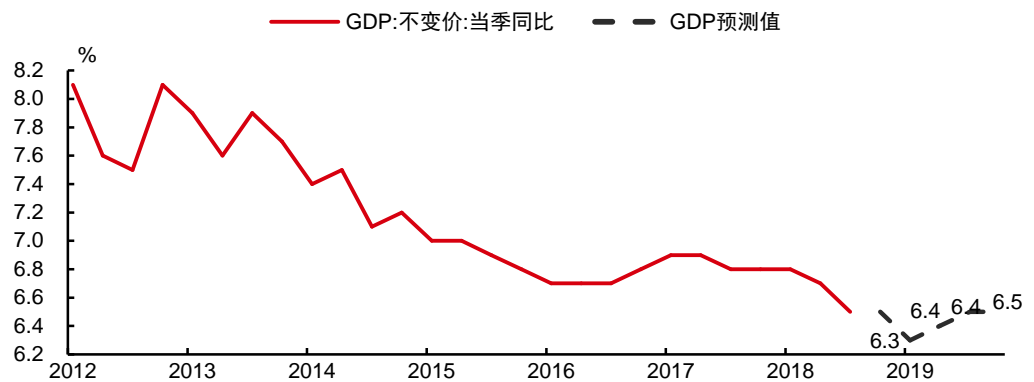
GDP: 企稳

在“稳增长”和“扩内需”的宏观政策作用下, 预计 2019 年中国经济增长仍然相对平稳, 大幅衰退的可能性很小, 市场对于中国宏观经济的预期将发生根本性的转变。但是由于仍然坚持“去杠杆”的政策选择, 信用扩张速度虽然会边际改善但是增长速度仍然有限, 并不支持中国宏观经济的大幅回暖。预计 2019 年全年中国 GDP 增速仍然在 6.5% 左右。

2018 年前三季度 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%、6.5%, 逐季小幅回落。我们认为导致 2018 年经济增速回落的主要原因有: 一是基建投资增速回落, 在严查地方政府“隐性债务”的背景下, 地方政府融资比较困难, 基建投资在缺乏资金支持的背景下持续回落; 二是中美贸易争端对中国经济冲击逐渐显现, 外需承压, 对中国经济总需求造成负面影响; 三是持续增速偏低的信用扩张已经开始影响企业投融资活动和居民消费, M2 和社融增速持续回落, 信用扩张速度的下降已经影响到企业的投融资活动和居民的消费需求。此外,

目前民营企业和小微企业融资困难的问题也更加突出。这些因素共同导致了 2018 年中国经济增速的回落。2019 年这些负面因素将得到有效的政策对冲。

图 19：2019 年 GDP 增速预测



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年，预计“去杠杆”和“稳增长”的天平会向“稳增长”倾斜，“扩内需”政策将会有落实。具体体现在：（1）在宏观政策上，财政政策切实将更加积极，广义赤字率有望回升，财政对于基建的支持力度加大，基建投资有望触底回升；减税政策有望进入“落实年”，增值税合并、减税有望落实，个人所得税抵扣有望实施，更多的减税政策有望出台。（2）在“三驾马车”方面，一对于“稳投资”，除了“稳基建”外，宏观和行业政策可能将会允许采矿业和制造业等周期行业的产能扩张，将支撑采矿业、制造业的投资增速维持在高位甚至回升；二是对于“稳消费”，除了个人所得税改革外，不排除将出台一些消费刺激政策，主要体现在耐用消费品领域；三是对于“稳外需”，出口退税、减税等政策有望进一步加大实施力度和范围。（3）在行业政策上，将会进一步加大对外开放力度，尤其是服务业。新一轮对外开放有望吸引外资来华投资，同时也能够提升这些行业的生产效率。（4）“防债务风险”一定程度让步“流动性”，2019 年流动性和信用扩张有望改善。在这些“稳增长”的政策作用下，2019 年经济增长速度有望企稳，经济增长预期有望回暖。

综合以上分析，我们预计 2019 年全年 GDP 增速在 6.5% 左右，1-4 季度 GDP 增速分别是 6.3%、6.4%、6.5%、6.5%，全年经济增长平稳。

投资：触底反弹

采矿业、制造业固定资产投资：供需关系仍然“紧平衡”，资本开支扩张可持续

2011-2016 年是一轮消化上个经济周期过热带来的产能过剩问题的周期。“通缩加剧、资本开支不断回落、库存周期持续去库存”是 2011-2016 年中国经济的三个典型特征。为什么会出现这三个特征？一个最根本的原因是上一轮经济周期过热导致严重的产能过剩问题。这种产能过剩不仅仅是中国存在的问题，而且也是全世界范围内都存在的问题。在产能过剩的背景下，通缩开始出现，全球经济陷入“产能过剩-通缩加剧-资本开支收缩-去库存-需求回落”的恶性循环中，这是 2011-2016 年全球范围内出现的“通缩加剧、资本开支不断回落、库存周期去化”的核心原因。2016-2017 年这一轮化解产能过剩的周期

开始走向尾声。2016-2017 年全球经济的典型特征是“工业品价格暴涨”。以工业品价格的暴涨为标志，我们认为这意味着全球工业行业的供需格局开始发生根本性的变化，之前“产能过剩、供给过剩”的格局开始演变为“供给不足”，资本开支的持续收缩是导致这一变化的主要原因，去产能政策加速了这一变化。伴随着供需格局的变化，全球工业品价格开始了持续的上涨。

工业部门经历“2011-2017”的“出清”过程后，预计未来 1-2 年仍然保持“紧平衡”状态。判断的依据来自三个方面：一是目前工业品的整体价格仍然在上涨；二是宏观和行业政策对于工业部门的“产能扩张”仍然有控有压，产能扩张并没有出现过热的局面；三是目前工业行业整体产能利用率在 76-77%左右，处于比较高的水平。基于此，我们认为 2019 年采矿业、制造业等工业部门仍然会维持资本开支扩张状态，采矿业、制造业固定资产投资增速仍然会维持较高的水平。预计 2019 年制造业固定资产投资增速在 8%左右。

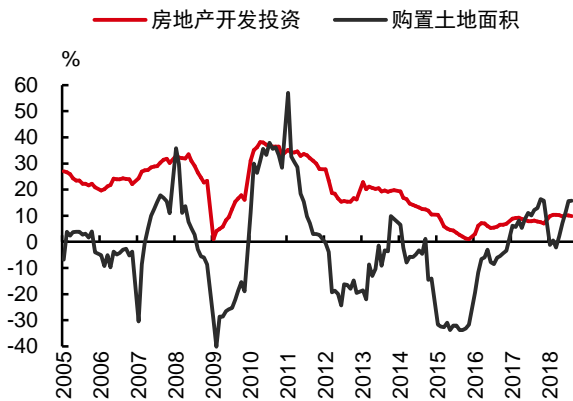
房地产投资：低库存支撑房地产投资中低速增长

从长周期来看，一方面，未来 3-5 年中国购房适龄人口仍然处于峰值；另一方面，中国城镇化率每年仍然以 1.3-1.5 个百分点的速度在提高。这是影响中国房地产市场刚性需求的主要因素，因此未来 3-5 年中国房地产市场的刚性需求仍然保持稳定增长，房地产销售和投资仍然有望保持一定的增长。

从短周期来看，中国房地产自 2006 年之后具有一个 3 年左右的周期现象，分三个阶段。第一阶段：房地产销售回升，房地产价格回升，房地产投资回升；第二阶段：由于房地产市场过热，各个城市出台限购政策，市场处于观望状态中；第三阶段：房地产销售回落，房地产价格回落，房地产投资回落。“317 新政”以来，中国房地产市场正处于第三阶段，房地产价格、销售和投资都处于回落通道中。此外，房地产库存的大幅下降是本轮房地产小周期的一个重要特点。2017-2018 年房地产待售面积一直以 10%以上的速度在下降，目前房地产待售面积处于较低的水平。

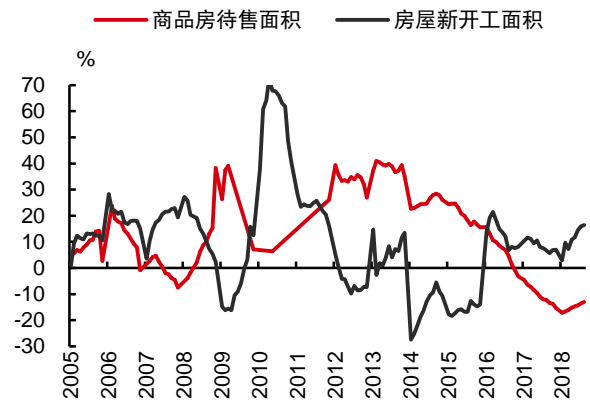
综合长周期和短周期的因素来看，我们认为 2019 年房地产投资将小幅回落，负面影响有限。从目前房地产销售和投资的水平来看，并不是一个特别高的水平，因此，未来回落的幅度也会相对有限。2019 年房地产投资并不悲观，预计房地产开发投资可以保持 5%左右的增长，回落的幅度在 4-5 个百分点。

图 20: 房地产开发投资与购置土地面积累计同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 商品房待售面积与房屋新开工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

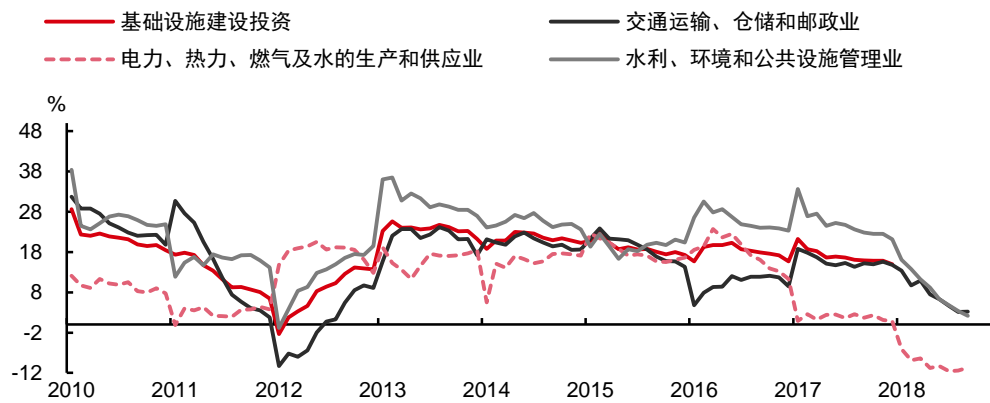
基建投资: 财政政策更加积极, 基建投资有望触底回升

从历史数据来看, 基建投资通常发挥逆周期调节作用。当经济周期向下时, 政府通常会通过积极的财政政策提高基建投资增速; 当经济周期向上时, 政府通常会降低基建投资增速。因此, 未来基建投资增速如何走向主要取决于中国经济周期所处的阶段。

预计 2019 年仍然将会实施“积极的”财政政策。2019 年中美贸易战对于外需的负面冲击将会逐渐体现, 中国经济增长面临一定的压力。杠杆率高企的“债务风险”仍然是目前宏观政策重要的出发点之一, 当前的宏观政策思路是“为了避免债务的进一步累积, 货币政策仍然以中性稳健的基调为主”, 所以在“稳增长”的政策选择上, 还会坚持“积极财政政策+稳健货币政策”的宏观政策组合。我们认为 2019 年财政政策的积极程度将大于 2018 年。

基建投资有望触底回升。我们认为目前基建投资增速的回落主要由于以下几个因素: 一是基建投资审批速度大幅下降, 甚至一些已经开工的基建项目被停工; 二是对于地方政府以及融资平台其他融资行为进行了规范和清理, 融资来源大大减小; 三是 PPP 项目进一步规范, 地方政府通过 PPP 项目来隐形融资的渠道被堵死。在“堵后门”后, 预计 2019 年将通过适当的“开前门”来缓解地方政府融资难的问题, 2019 年“四本预算”对于基建的支持力度将有所增加。我们预计 2019 年基建投资增速将触底回升, 预计全年基建投资增速在 8%左右。

图 22：基建投资与三大基建子行业投资累计同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年展望：财政对基建支持力度加大，固定资产投资增速触底回升

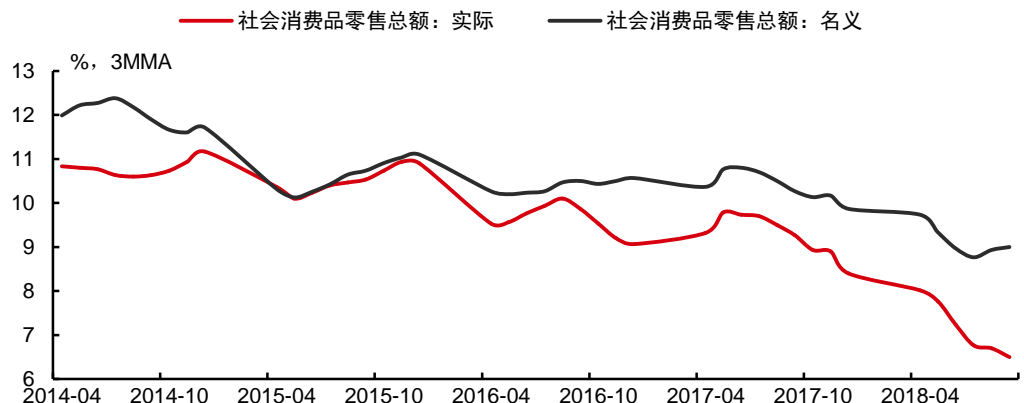
综合以上判断，我们预计 2019 年固定资产投资增速在 6.5% 左右，2019 年固定资产投资呈现“基建投资增速触底回升、采矿业和制造业资本开支继续扩张、房地产投资小幅回落”的格局。

消费：止跌转稳

三因素致使 2018 年社消出现显著下滑

今年前三季度，社会消费品零售总额同比增速出现明显下滑，较去年增速下行幅度近 1 个百分点，成为 2004 年以来的最低值。同时由于通胀的小幅抬升，实际增速下滑的幅度相对更大。从社消结构的变动来看，除了汽车销售的显著下滑以外，与房地产相关领域消费也出现走弱。从总量角度来看，消费信贷的走弱也一定程度上抑制了居民的消费能力。与此同时，棚改货币化比率的边际弱化使得低线城市消费也难有支撑。

图 23：实际社消增速下降更快

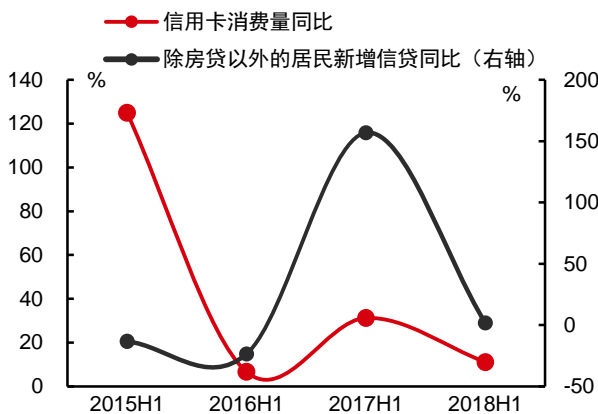


资料来源：Wind，中信证券研究部

具体来看，优惠政策取消和前期消费透支是汽车消费下行的主要原因。汽车是社消中权重最大的消费品，占比近 30%。截止今年三季度，汽车消费对社消的拖累较 2017 年上升 1.62 个百分点。购置税优惠政策的取消对汽车销量造成较大影响，同时去年基数较高也对今年增速水平形成拖累。前两年购置税优惠政策显著刺激了汽车销量，一定程度上造成消费提前透支。

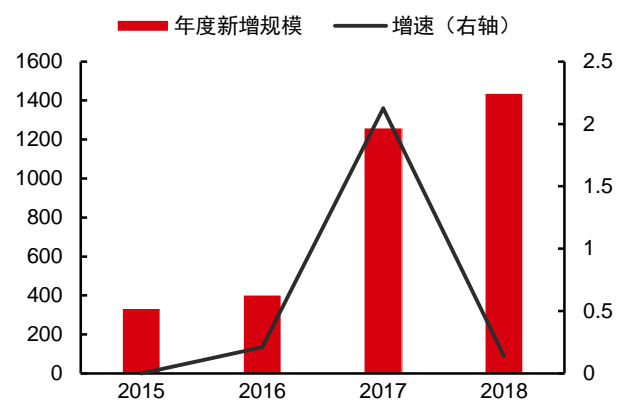
消费信贷的走弱一定程度上抑制居民消费能力。从居民举债消费的途径来看，除了银行表内的居民短期、中长期贷款以外，还有 P2P、消费类 ABS 等。数据显示，今年上半年，除个人住房贷款外的银行表内居民贷款新增规模增速为 1.8%，较 2017 年 157% 的增速出现大幅下降。由于今年监管明显加强了对 P2P 业务的排查力度，因此前三季度 P2P 的贷款余额增速出现负增长。我们将汽车贷款 ABS、信用卡贷款 ABS 和消费性贷款 ABS 统称为消费类 ABS，今年前三季度新增规模增速较 2017 年大幅下降近 200% 至 10% 左右。总体来看，在不考虑居民存在借新还旧的情况下，当期居民消费信贷的减弱制约了消费的增长。

图 24：2018 年上半年居民贷款增速出现明显下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

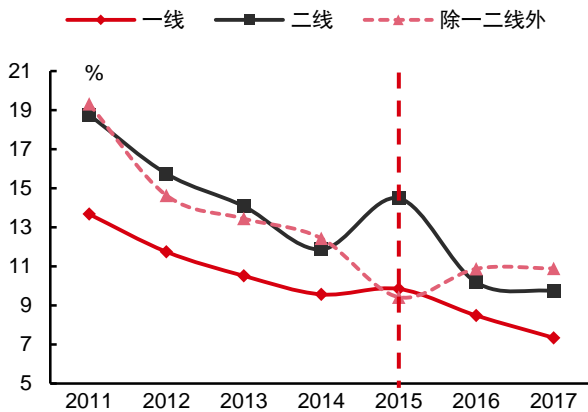
图 25：消费类 ABS 今年前三季度增速也出现下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

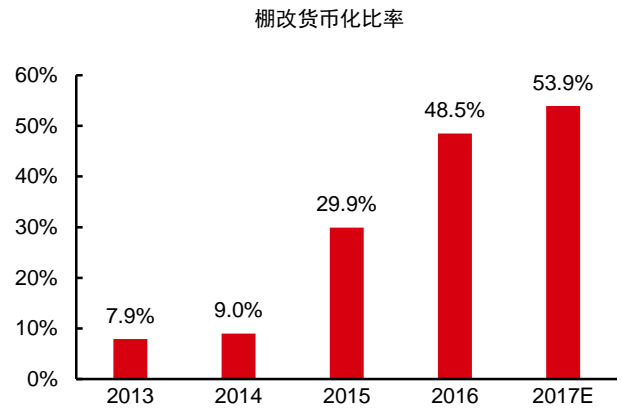
棚改货币化边际减弱难以继续支撑低线城市消费走高。我国一、二线城市的社消总量占全国的比重为 36% 左右，因此将近六成左右的消费是源于低线城市的贡献。2014 年以来，棚改货币化比率明显上升，但根据中国家庭金融调查数据显示，只有 25%-30% 左右得到棚改货币化资金的家庭去购买新房，而剩余家庭则将资金用于消费、投资等其他用途。我们认为，这是 2014 年以来除一二线以外的城市社消增速出现明显回升的重要原因。然而 2018 年棚改货币化趋势边际走弱，意味着货币化比率的下降，直接导致低线城市消费增速难以得到有效支撑。

图 26：2015 年之后三四线城市社消出现明显增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：棚改货币化比率在 2015 年出现明显上升

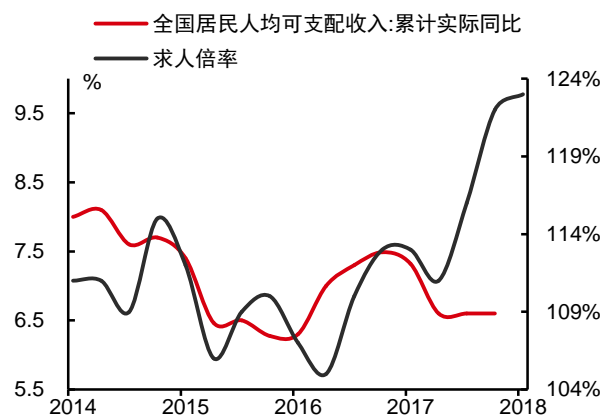


资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年社消增速有望企稳

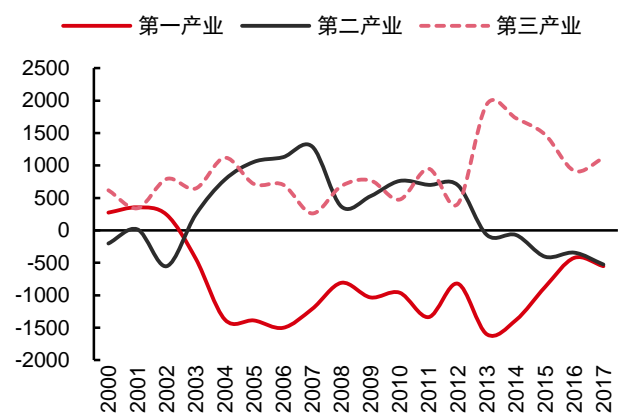
健康稳定的就业市场助推实际工资收入仍有上行空间。一般来讲，求人倍率领先实际工资收入大约 2-3 个季度。2018 年上半年，求人倍率处在 2011 年以来的新高，就业市场仍然处在供大于求的阶段，为未来工资收入增速提供上行空间。收入是决定消费增长的重要因素，因此稳定健康的就业市场有助于提升居民的实际消费能力。另外，我们预计明年通胀水平将较今年有 0.4-0.5 个百分点的提升，因此名义收入增速将更高。值得注意的是，明年 1 月 1 日起，美国将对 2000 亿美元中国出口商品加征的关税从 10% 上升到 25%，加上此前已经开征关税的 500 亿美元商品，2500 亿美元将对中国对美出口产生一定影响，继而可能影响到中国外贸型出口企业的就业情况（详情见我们在 2018 年 9 月 20 日外发的《新一轮中美贸易战宏观影响几何？——对国内就业的影响》），但从 2012 年，我国第二产业新增就业逐年下降，服务业吸纳就业的能力明显增强。我们认为，随着服务业的持续发展，工业部门损失的就业将被服务业部门吸纳，一定程度上减轻就业压力，收入增速水平将大体保持稳定。

图 28：未来短期内就业情况或仍强劲



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：第三产业吸引就业人数逐渐上升

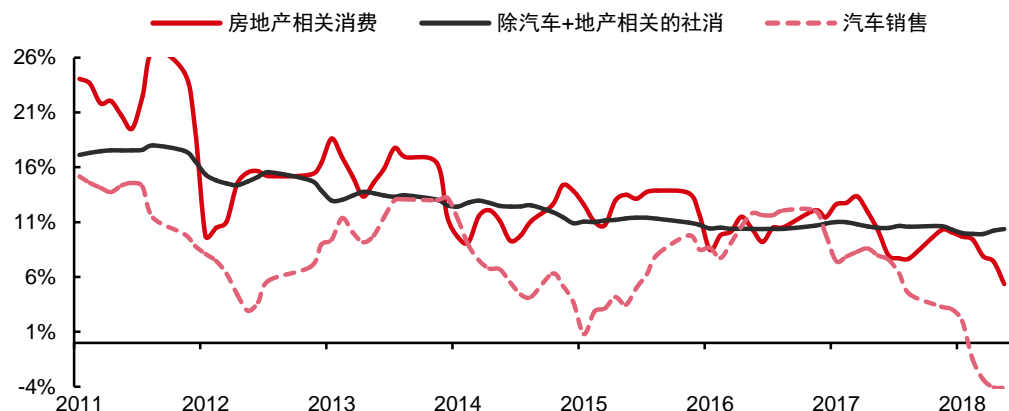


资料来源：Wind，中信证券研究部

此次个税改革有助于增强居民消费能力。调整个人所得税，直接关系到居民可支配收入从而影响消费决策，存在收入效应。但有研究表明¹，我国多年所得税调整使居民承担的所得税实际税率每提高 1%，居民消费支出将有 0.138% 的减少。因此近几年的两次提高工资薪金所得减除费用标准与暂停征收利息税等措施都未能从实质上改变所得税负担对消费需求的约束。我们认为，此次个税改革将实质性有助于提高居民消费能力。本次税改大体分为两大部分，一是调宽税基并提升起征点；二是增加税前抵扣项，例如教育、医疗、住房贷款利息等，此举体现出兼顾公平税负与量能税负的作用，主要提高中低收入人群的消费能力。我们测算此次税改可以减少居民纳税支出 1100 亿元左右，较 2017 年减少 10% 左右。假设居民将 50% 的税负减少用于社会消费品支出，将提升全年社消总量约 0.2 个百分点。

汽车销量或止跌，难现 2018 年对消费造成的拖累。如上文所述，汽车是今年社消较差的最大拖累项，今年前三季度汽车零售额累计同比增速仅为 0.2%，成为一年半以来的最低点。根据中信证券研究部汽车组的预测，2019 年汽车销量增速将持平于 2018 年全年（预计为 0.2% 左右），因此对社消的拖累将大幅减弱。尤其是根据历史复盘经验，购置税优惠造成的行业透支期为 18 个月左右，因此 2019 年四季度在低基数的带动下，预计月度汽车销量增速将有望转正，对当季社消带来进一步的拉动。

图 30：如果排除汽车和房地产相关消费的影响，社消走势相对较为平稳



资料来源：Wind，中信证券研究部

总的来看，稳定的就业市场、税改对居民实际消费能力产生的正面效果和汽车消费的拖累减弱可能共同使得 2019 年社消增速出现企稳，预计小幅反弹至 9.5% 左右。

进出口：中美贸易战负面影响显现

2018 年进出口以较快速度增长，预计全年出口增速约 12% 左右，进口增速约 18%，实现贸易顺差约 3500 亿美元，一定程度超出市场年初预期。今年出口增速较高的主要原因是美国经济基本面较为强劲，尽管欧日经济基本面相对较弱，但并没有对我国的出口形成较大拖累。进口方面国内经济需求上半年表现较好，下半年开始需求增长承压但进口关

¹ 《结构性减税背景下税制调整与居民消费》，谭光荣、刘钊，2015 年 7 月

税等相关政策不断调整稳定了进口回落的压力。同时，中美贸易战年中第一轮加征关税落地，其后贸易摩擦不断升级，因此进出口的高增速也存在进出口厂商因为贸易环境的不确定性引发的“抢进出口”行为而导致。

全球经济增长放缓拖累进出口增速

进出口增长的主要驱动力在于经济基本面。2018 年，经济基本上“美强欧日弱”的局面贯穿全年，以上三个地区在整体的出口份额中占比为 41%。此外，在我国出口总额中占比约为 13%的东盟国家经济需求增长亮眼，截至 9 月中国对东南亚国家整体的出口累计增速为 17.8%。其中中国对文莱的出口累计增速为 203%，对缅甸的出口累计增速为 26%，而且中国对东盟出口金额最大的贸易伙伴越南的累计出口增速也高达 21%。整体来看，外需稳中有升推动出口增速上行，2018 年预计全年出口增速为 12%左右。

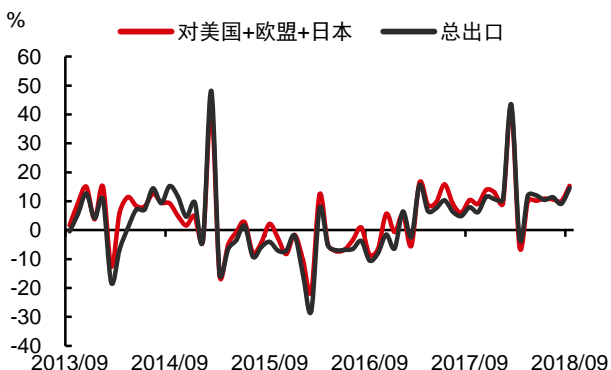
2018 年上半年国内经济增长强劲，使得我国对主要国家的进口增速保持高位。尤其中国对东南亚国家和“一带一路”沿线国家进口增长迅速。前三季度，我国于“一带一路”沿线国家进口 2.7 万亿元，同比增长 20.9%。尽管下半年基本面压力逐渐凸显，但全年来看进口增速有望保持 18%左右，较去年提升 2 个百分点。

表 1：美日欧仍然是我国主要的进出口贸易伙伴（不包含国货出口复进口）

序号	中国对外出口绝对值排序	前 8 个月累计出口在总出口占比 (%)	中国对外进口绝对值排序	前 8 个月累计进口在总进口占比 (%)
1	美国	19.0	欧盟	12.8
2	欧盟	16.5	韩国	9.5
3	中国香港	11.9	日本	8.5
4	日本	5.9	中国台湾	8.2
5	韩国	4.4	美国	7.9
6	越南	3.3	澳大利亚	5.0
7	印度	3.2	巴西	3.4
8	新加坡	2.0	马来西亚	2.9
9	俄罗斯	1.9	越南	2.7
10	澳大利亚	1.8	俄罗斯	2.6

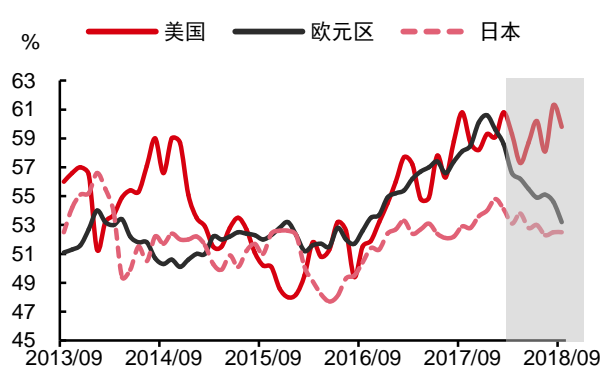
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：总出口同比增速与对美日欧出口之和同比增速高度一致



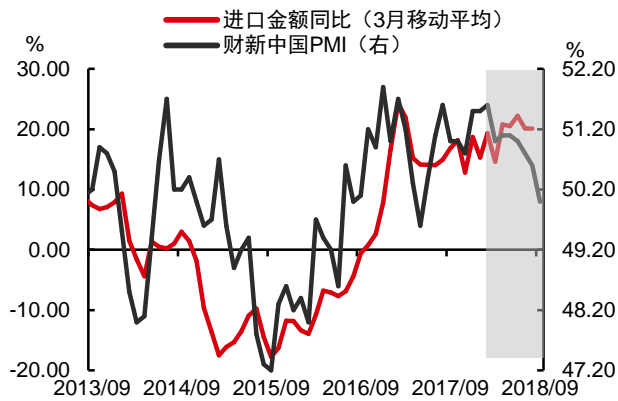
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：“美强欧日弱”之制造业 PMI



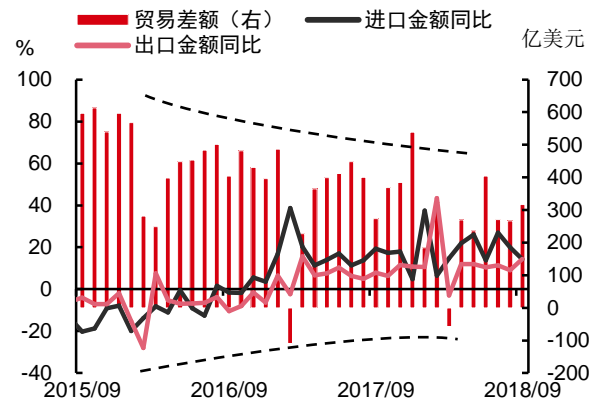
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：国内需求放缓将拖累进口增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：贸易顺差将继续呈现收窄趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **发达国家经济步入后周期阶段，外需放缓拖累出口增长。** 2019 年，受限于利率上行对居民净资产结构以及企业盈利和信贷质量的负面影响，美国经济将步入衰退初期。尽管欧元区信贷环境支撑消费和投资增速保持高位，但相对于今年仍然偏弱。日本经济得益于劳动生产率的提升以及工资薪资增速的回升预期内需将继续维持。综合来看，美欧日等主要发达国家经济步入后周期阶段，预期将会拖累出口增长。
- **国内需求增长压力凸显，进口增速将会回落。** 从今年 4 月份起国内经济基本面的数据表现开始偏弱。M2 和社融增速持续回落，信用扩张速度放缓对企业投融资活动和居民的消费需求都形成了一定的负面影响。因此能够观察到工业增加值制造业同比从 4 月的 7.4% 连续回落至 9 月的 5.7%。全口径基建增速截止 9 月只有 -2% 左右。内需表现疲软拖累进口年增长趋势性下行。在国内需求增长压力不断凸显的背景下，我们预期财政政策将会加大对基建的支持力度，固定资产投资增速有望触底回升。同时以增值税为突破口的减税降费政策将利好消费，从而对进口增速起到一定的支撑作用。
- **贸易顺差将继续收窄。** 前三季度，我国贸易实现顺差约 2214 亿美元，贸易顺差累计同比为 -23.8%。今年以来，贸易顺差显著收窄。展望明年，在外需下滑出口承压，进口增速表现相对较好的背景下，预期未来贸易顺差将会继续收窄。尽管货物贸易顺差将仍然保持，但在服务贸易增长较为稳定的前提下，经常账户顺差或将显著下滑。

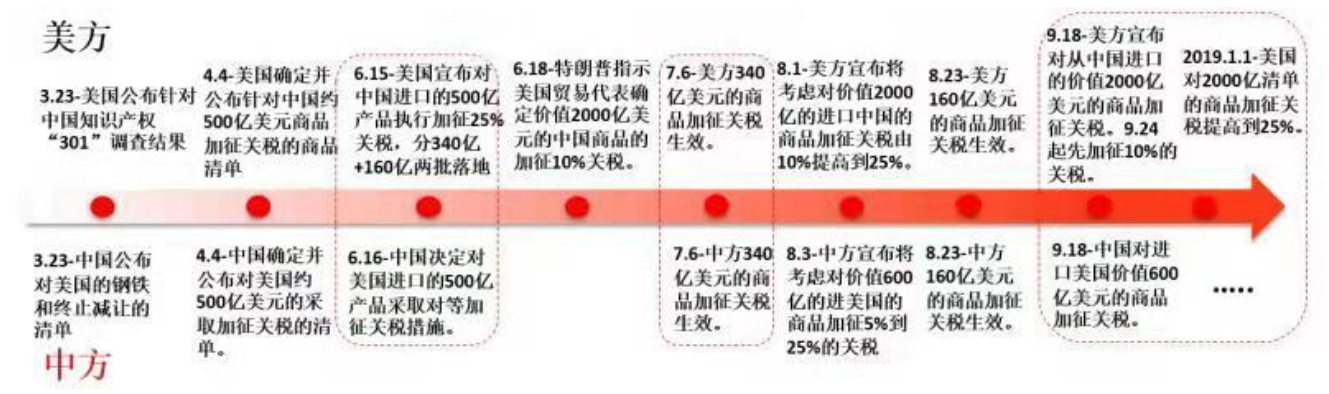
中美贸易战贯穿全年引致进出口波动

- **中美贸易战不断升温引起进出口增速波动。** 年初至今，中美贸易战无疑是对中国经济影响最大的外部冲击之一。此次贸易战中美国对中国价值 2500 亿美元的商品加征关税，而中方作为反击对进口美国价值共 1100 亿美元商品加征关税。由于中美互为彼此重要的贸易伙伴，尤其美国是中国最大的出口国。而且 10% 到 25% 的额外关税对出口企业的利润空间挤压十分显著，因此贸易战对中国进出口增速的影响应该十分显著。但从第一批加税清单落地至今，似乎中美贸易战带来的负面影响在我国的进出口数据中并没有体现。有观点认为中美贸易战对贸易本身的影响并不大。但根据我们对中美贸易清单中具体商品月度进出口额的跟踪，我们发现中美贸易战中第一轮被征

税价值 500 亿美元的商品与美国之间的进出口增速已经开始出现较为显著的下滑(图 36-37)。

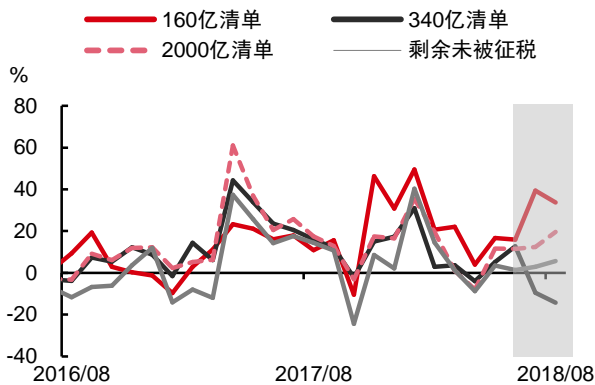
根据清单商品月度进出口数据跟踪以及调研判断,我们认为中美贸易争端在不断升温 and 谈判过程中对企业预期的影响而体现出来的抢跑、观望的情绪是存在的。正是因为情绪交织进出口整体增速中掩盖了中美贸易战带来的负面影响。引起情绪变化的主要原因还是中美贸易战后续走向的不确定性较大,同时企业也有等待政府政策对冲外部冲击带来的负面影响的路径依赖。随着后续 2000 亿清单商品与美国之间的进出口增速下行带来的负面影响逐步显现,四季度中美贸易增速将进一步承压。

图 35: 中美贸易战 2018 年的演变进程



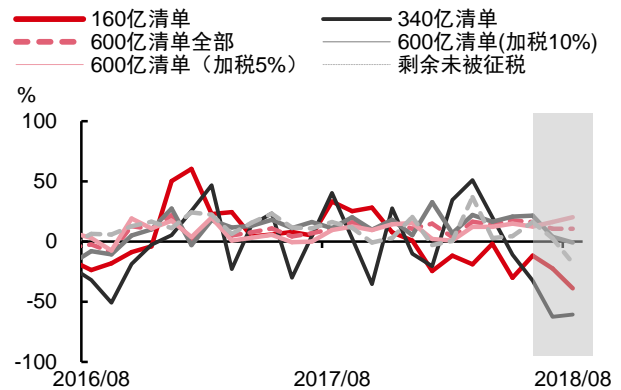
资料来源: USTR, 中国商务部, 中信证券研究部整理

图 36: 美国对中国的进口增速在各清单分类中一致性较高, 近期出现分化



资料来源: 国际贸易委员会 (ITC), 中信证券研究部

图 37: 美国对中国出口增速在各清单分类中近期分化显现



资料来源: 国际贸易委员会 (ITC), 中信证券研究部

- **警惕中美贸易争端负面影响扩散。**据 CNBC 报道,美国总统特朗普于 9 月 8 日接受采访时说,美国有可能对中国剩余未被征税的价值 2670 亿美元的商品加征关税。11 月 1 日特朗普表示将在 11 月底的 G20 峰会与我国领导会面对贸易问题进行深入交流。目前来看,中美贸易战似乎出现转机,但根据我们对美方已经加税清单分布特点的分析,我们认为美方在 500 亿美元商品加税后明显加快了对中美贸易战的推进。同时考虑到中美贸易战背后大国的战略竞争,我们仍然对中美贸易争端问题保持谨慎的态度。

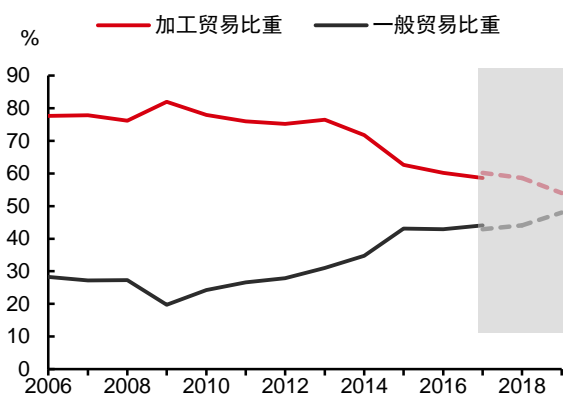
尤其值得关注的是特朗普上台以来强势推动的更新北美自由贸易协定(NAFTA)的谈判在近期形成新的协议成果——美墨加三方贸易协议 (USMCA)。USMCA 协议中新增的对非市场经济国家和产品生产相关的排他性条款可能对中国形成的潜在贸易威胁。因此需要关注如果美方对中国经济崛起的遏制拓展到双方贸易之外的其他领域带来的负面影响。美国贸易代表办公室 (USTR) 已于 10 月 16 日告知国会将分别与英国、欧盟和日本就贸易协议的内容进行谈判的计划²，谈判预计最快将于 2019 年 1 月中旬左右进行，这将是观察 2019 年美国贸易战略是否转向的重要时间点。

多方原因促使明年进出口政策释放红利

- **多方因素使得中国进出口增速承压。**在中美贸易战第二轮关税落地后，美国总统声称将会继续对中国价值 2670 亿美元的商品加征 25% 的关税体现了贸易争端的后续的不确定性仍然较大。中美贸易战背后是中美之间大国政治与经济的较量。从经济角度看，最直接的体现就是中国对美国的贸易顺差中加工贸易的贡献率逐渐下降，一般贸易的贡献率快速追赶，2018 年之后是两国之间贸易相对竞争力可能出现反转的重要时间点。因此尽管短期内可能迫于经济增长或者就业等压力二者谈判趋于缓和，但中美之间贸易竞争力的实质变化决定了中美贸易争端将是我们即将面临的长期问题。

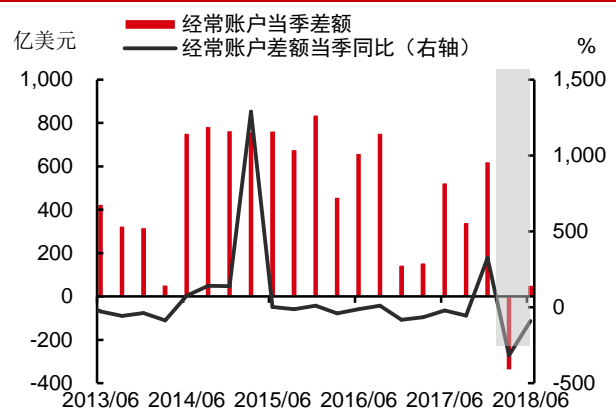
同时，经常账户顺差收窄促使汇率承压。值得关注的是，2018 年一季度，我国经常账户出现了从 2001 年加入世界贸易组织以来的首次逆差。其主要原因是货物贸易顺差的快速减少。尽管后续两个季度经常账户由负转正，但年内的经常账户差额收窄的压力仍然显著。向后看，不考虑中美贸易战演变的不确定性冲击，受到外需较弱以及大力开放国内进口市场的双重影响，预期 2019 年经常账户顺差将会快速下降。经常账户顺差收窄将促使外汇储备减少，从而可能对国内流动性及汇率形成较大压力，对国内经济形成负面影响。

图 38：中国对美贸易中加工贸易差额占贸易总差额的比重逐渐下降



资料来源：国际贸易委员会 (ITC)，中信证券研究部

图 39：入世 18 年以来经常账户首次出现季度逆差



资料来源：Wind，中信证券研究部

² 来自美国贸易代表室网站：Trump Administration Announces Intent to Negotiate Trade Agreements with Japan, the European Union and the United Kingdom, <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/october/trump-administration-announces>

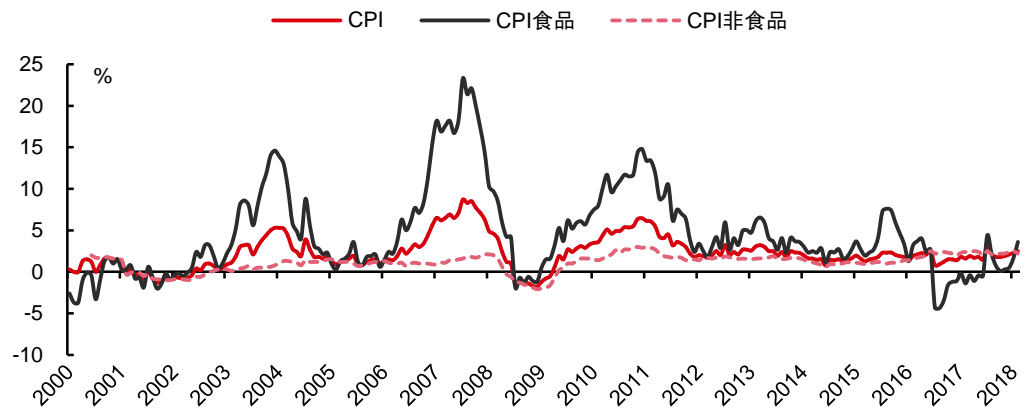
- 政策托底，寻找阻力最小的方向缓解贸易争端影响。**从中美贸易战爆发以来，我国在进出口政策方面出现了较多调整。例如我国从 9 月开始连续两次提高出口退税的税率，并且对部分产品降低了进口关税。尽管我们认为外贸政策一直在朝着为进出口厂商减负的方向进行，并不是因为外部压力才有所行动，但是政策推进的节奏却可以选择，在较为适当的时间点来对冲外部带来的负面冲击，减小企业的损失。目前来看，我国外贸政策仍然存在较大的空间调节贸易环境。后续的政策方向可能主要有以下两点，一是存量贸易成本的下调。主要体现在可以进一步利用出口退税以及进口关税等价格方式进行调节。根据世界银行 2016 年对各国平均关税水平的计算，中国以 7.88% 的平均关税水平排名第 87，远高于美国的 2.87%、日本的 3.51%，同时也高于众多新兴国家 5%-6% 的平均水平。第二个可能的政策方向，就是在增量方面努力开拓贸易市场。“一带一路”建设如期顺利进行，截至 2018 年 6 月，中国与沿线国家货物贸易累计超过 5 万亿美元。我国已经成为 25 个沿线国家最大的贸易伙伴。中国将继续借助“一带一路”、中非合作等契机，拓展贸易伙伴范围，促进贸易领域合作。同时也有可能加快推进目前正在进行的数项自贸区谈判工作，如中日韩自贸区谈判等。中国于 11 月举行首届国际进口博览会，希望以更加积极开放的姿态迎接各国企业。在中国改革开放四十周年之际，是一个很好的时间点，向世界传达中国坚定开放、积极融入全球的态度和理念。因此尽管明年整体需求承压，外部环境风险仍存，但预计各因素汇聚将促使外贸政策调整促进外贸增长。

物价：猪周期再启

猪周期重启，通胀小幅升温

今年通胀温和无忧。今年前 9 个月，CPI 同比增长 2.1%，较去年同期上涨 0.6 个百分点。中国近几年的通胀增长逻辑更多在于食品价格的大幅周期性波动，今年受到猪瘟和异常天气导致的菜价变动，食品价格在通胀区间呈现深 V 状，低点一度接近 0%，与非食品价格走势相比，波动性较为明显。8 月山东寿光爆发水灾，使得当月鲜菜环比前月出现大幅上升至 9%，9 月环比仍处在相对较高位置。猪瘟的持续性较强，受到禁运的限制，全国猪价出现反季节性上行，CPI 猪价连续 4 个月负增长收窄，已引发市场对于生猪市场可能已经提前产能去化，猪周期底部反弹的讨论和相关预期。对于全年来说，考虑到基数和菜价逐渐回落、以及猪价涨势已趋弱的因素，CPI 难再创造新高点，预计全年均值为 2.2% 左右，仍属于温和扩张阶段。

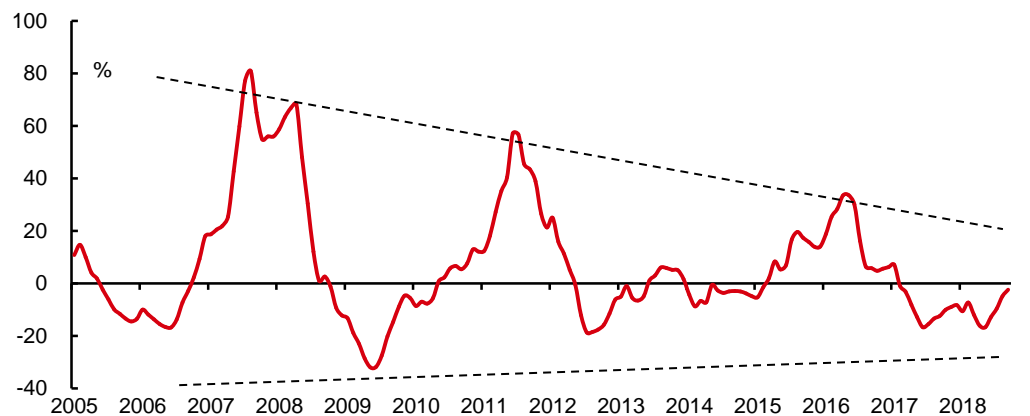
图 40: CPI 中食品价格的波动大于非食品价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

猪价将成为明年决定 CPI 走势的核心因素。自今年 8 月 1 日沈阳出现第一次猪瘟疫情以来, 全国已有 11 个省份出现疫情, 23 个省/区暂停生猪的跨省外调。这对猪价短期内产生了上行的压力, 特别是销区, 受到供给收缩的影响价格出现上涨。截止 9 月份, CPI 猪价在经历了上半年负增长扩大的阶段后, 负增速开始收窄, 目前已涨至-2.4%的 18 个月新高。连续上涨的猪价使得市场对猪周期提前见底、开始企稳回升存在一定预期。我们认为, 随着规模化养殖的逐渐扩大, 本轮猪周期不管是从波动幅度还是经历时间来看, 都已经明显超过此前周期特点。根据中信证券研究部农业组的判断, 以目前母猪向肥猪的传导周期推算, 预计猪周期反转拐点最早在 2019 年二季度出现。然而今年 4 季度至明年 1 季度, 猪价虽在周期底部, 但不意味着猪价将有回落趋势, 原因在于从目前疫情状况看, 外调受限或出现长期化, 导致调入省依然受到供给压力, 价格在当前仍有支撑。对应到明年 CPI 猪价来看, 由于今年上半年基数持续走低, 明年上半年猪价同比将顺利迈入通胀区间, 随着年中出现周期拐点, 下半年价格仍具备小幅走高的基础。

图 41: 猪周期逐渐收窄, 且时间长度被拉长



资料来源: Wind, 中信证券研究部

国际原油价格或不会成为明年通胀的重要助推因素。由于受到供给压力和地缘政治风险的影响, 2018 年国际原油价格月平均价格从年初的 62 美元上升至 10 月的 71 美元, 涨幅达 14.5%。原油价格到国内通胀的传导渠道通常分为直接和间接两种途径。直接传导体

现在 CPI 中交通运输价格，但此项占比有限，故影响较小，间接传导体现在从 PPI 到 CPI 非食品的传导。但考虑到需求端仍然疲弱，下游企业盈利水平较差，传导相对不畅。国际原油价格与 CPI 的走势从 2017 年起拟合程度显著降低。根据中信证券研究部石油石化组判断，明年国际原油价格中枢涨幅或达 10%，但结合上述两点，我们认为，油价对通胀并没有食品价格对通胀波动的影响大。

2019 年 CPI 上升幅度有限，或没有预期的那么高。综合上述分析，我们认为明年 CPI 均值将在 2.5%-2.6% 左右，相较于今年 2.2% 左右的水平上升近 0.3 个百分点。从此前市场的预期角度来看，明年通胀仍属于温和扩张的阶段，并不会出现明显的上升。分季度来看，2 季度和 4 季度通胀水平相对较高，或分别达到 2.6% 和 2.9% 的水平。

滞胀不会发生，货币政策不会因通胀而转向。今年下半年通胀逐渐走高，通胀预期随之升温，引发市场对于明年发生滞胀的担忧和讨论，因为这将关系到明年资产价格走势和定价的关键问题之一。基于以下几点原因，我们认为明年中国经济发生滞胀的可能性很小。一是明年中国经济下行压力有限，或稳定在 6.5% 左右，同时根据我们上文的预测，CPI 水平在 2.5%-2.6% 左右，相较今年 2.2% 左右仅有 0.3 个百分点的上行，不管是 GDP 还是 CPI 的变动，都够不上滞胀的程度；二是当前通胀上行是由于短期的价格周期性波动导致，而并非由于货币政策的放松致使货币供应量上升导致的恶性通胀，目前也并未看出有支撑通胀持续走高的长期因素存在。经济增长模式处在由高速增长转向高质量增长的阶段中，增速出现波动也属于合理现象，但中长期来看，中国经济有信心也有能力保持在稳定区间内运行。因此通胀上行、经济增速下行大概率不会成为未来中长期的趋势，因此难以说明短期波动就会带来滞胀。

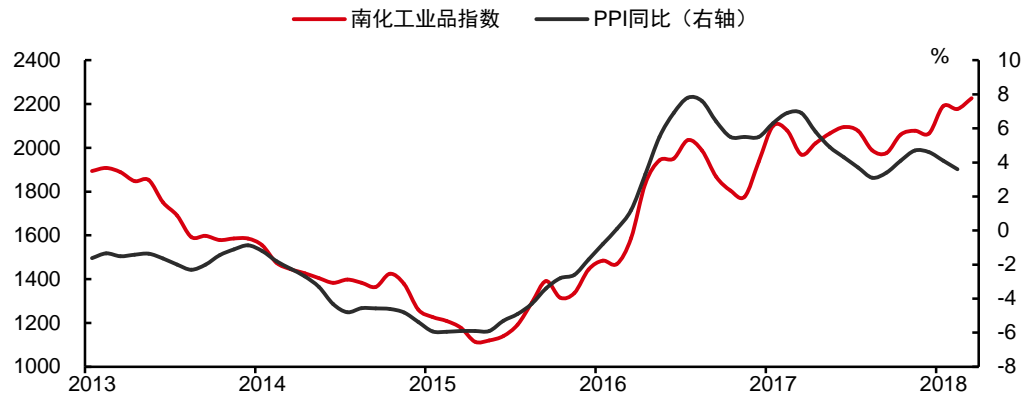
明年工业品价格高点难再突破，PPI 同比或小幅下行

今年 PPI 环比涨势趋弱，同比稳中略降。截止今年 9 月份，PPI 同比增长 4%，较 2017 年全年下降 2.3 个百分点。从环比角度来看，2018 年环比均值为 0.18%，而 2017 年为 0.41%，因此工业品价格水平环比涨势趋弱是 PPI 同比增长略下降的主要原因。从主要大类来看，除由于国际原油价格上涨使得石油石化类产品价格环比上涨幅度超过去年外，其余主要工业品价格环比均低于去年，其中有色金属上中游产品环比出现负增长。从供需的角度来看，虽然各类品种的价格变动逻辑和影响因素均有所不同，但总的来看，综合考虑内部信用扩张收缩、地方政府去杠杆导致基建投资下行和外部中美贸易战抑制国内生产需求等因素，总需求的放缓程度较去年有所上升，同时在环保对供给水平造成影响基本趋同的背景下，工业品价格环比涨势因此有所下降。

回顾近几年 PPI 的变动逻辑，可以看出比较明显的变化。2016 年 PPI 大幅回升是由于以去产能为主的供给侧改革导致的供给收缩。虽然去产能叠加环保导致供给的压力仍在持续，但在超高基数的影响下，2017 年 PPI 出现小幅下行，但工业品绝对价格水平在 4 季度前仍保持在历史高位。此后，随着去产能政策的逐步完成，去杠杆变成政策顺序中的前位，导致地方政府对于基建投资的支持力度减弱，一定程度上使得工业品需求开始下降，虽然环保政策的延续使得供给仍处偏紧状态，但工业品价格的变动逻辑已经转变为需求端的变化。2018 年虽然地产投资小幅反弹支撑需求，但基建投资的猛烈下滑在边际拖累需求增长，同时受到基数和环保政策的影响，PPI 呈现倒 U 型走势。从价格绝对水平而言，

受到国际油价大幅上涨的影响，南化工业品价格再次上涨到历史高位。由此看出，当前工业品价格逐步回归到一种受供需双方变动影响、寻找供需均衡点的逻辑中。

图 42: PPI 与南化工业品指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2019 年预计工业品供需紧平衡，PPI 中枢或小幅回落。首先，供需两端将处于紧平衡状态。环保限产和安监对于大部分工业品供给的影响仍在持续，同时部分行业尚不具备产能扩张的基础。例如煤炭的固定资产投资增速仍未转正，钢铁行业的高炉产能负荷率在明年不具备较大上升空间等。工业品行业供给收缩状态不会有显著改变。需求端来看，虽然在一系列政策的推动下，基建投资出现反弹，但在地方政府债务红线的压力背景下，预计反弹幅度有限，同时对工业品需求影响更大的房地产投资难以维持像 2018 年类似的高增速，因此整体来看，需求端也会出现小幅下滑。我们认为，经过两年多的供需双方调整，明年工业品将处在紧平衡的状态，黑色、有色、煤炭等主要工业品价格再上升的动力或不足；其次，国际油价上涨幅度或不及今年。截止到 2018 年 11 月，WTI 原油价格较 2017 年上涨幅度达 32.36%，较 2017 年的同比涨幅增长一倍。根据中信证券研究部石油石化组的判断，2019 年国际原油价格同比涨幅或为 10%左右，全球经济增长潜在放缓预期以及美国原油供给增量有限导致油价上涨幅度或不及去年，导致石油石化工业品价格增长放缓。综合以上两点，我们预计 2019 年 PPI 中枢或在 2.8%-3%左右，较今年有 1 个百分点的下滑。

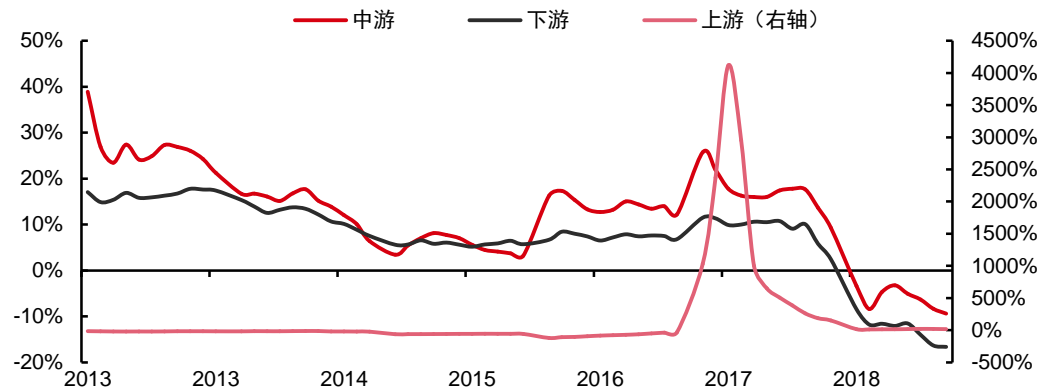
盈利：增速放缓至个位数

2019 年盈利增速中枢预计降至个位数。截至今年 9 月，工业企业盈利累计同比增长为 14.7%。预计 4 季度 PPI 将会保持相对稳定甚至小幅上涨，因此全年盈利中枢仍有望保持 12%左右的增长。由于我们预计 2019 年 PPI 增长中枢较今年下降 1 个百分点左右，那么明年工业企业利润增长或将放缓至 5%左右，盈利高速扩张势头出现压力。

成本转嫁能力仍未有改善，中下游企业盈利承压。从成本传导的角度而言，上游产品价格是中游和下游的成本，如果成本传导不畅，特别是下游企业难以提价以应对中上游涨价的压力，那么下游企业的盈利将受到较大影响。实际情况显示，在资源品价格持续处在相对高位的情况下，虽然价格增速波动平稳，但是上游企业的盈利情况仍保持较好态势，

2018 年并未出现明显下滑，中游和下游企业利润增速均出现负增长，其中下游企业增速下降幅度最大。由此可见，成本在产业链间的转嫁能力较差。从另一个角度也可以看出，虽然 CPI 出现一定幅度上升，但基本上是由猪肉和菜价的周期性波动导致的，终端价格的整体涨幅有限。

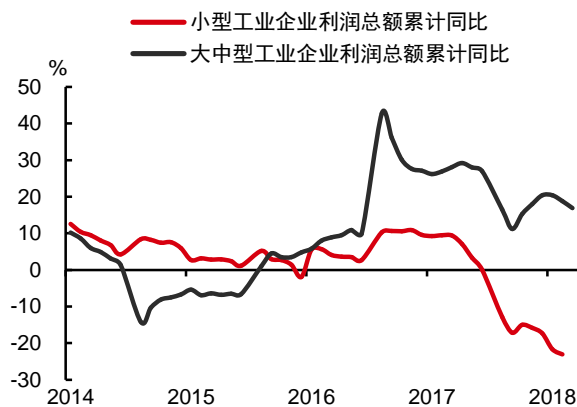
图 43：上游价格向中下游传导受阻导致中下游企业盈利下降较快



资料来源：Wind，中信证券研究部

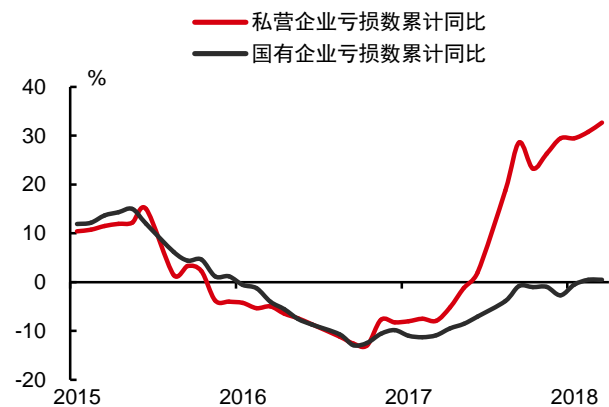
信用扩张收缩导致民营/小型企业盈利受到抑制。今年以来，社融增速下降较快，信用扩张收缩明显，信用债违约频发，表外收缩对中小民营企业融资能力的影响较大，因此企业盈利会受到由于融资受限所带来的负面效应。从企业规模来看，2016 年中旬以前，大中型工业企业和小型企业的利润增速较为同向，而此后，小企业利润增速明显走弱，2017 年中段至今，利润增速已经开始负增长，而大中型企业增速虽有所回落，但仍保持在 20%-40% 的近几年高点。从企业性质来看，截至 2016 年上半年，国营企业和私营企业亏损数累计同比增速走势几乎一致，而此后，两者出现明显分化。由于经济下行压力的加大，企业亏损数均有所增多，但国企亏损数量基本维持稳定，民企亏损数量却持续上涨。我们认为，不管从企业规模还是企业性质来说，信用收缩问题对企业的盈利均造成较大影响。明年信用问题或将不会有显著改善，但相关财政政策和产业政策的针对性扶持或将使得这种本应客观延续的状况有一定程度的改善。

图 44：小型企业与中大型企业利润在 16 年后开始出现分化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：私营企业亏损数较国企下降更快



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 宏观政策展望

财政政策：赤字率调升+有力度减税

(一) 积极程度大于 2018 年

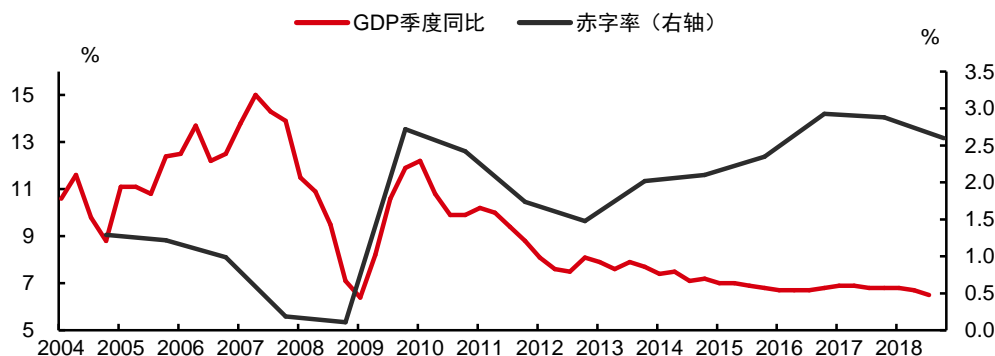
预计 2019 年仍然将会实施“积极的”财政政策。2019 年中美贸易战对于外需的负面冲击将会逐渐体现，中国经济增长面临一定的压力。杠杆率高企的“债务风险”仍然是目前宏观政策重要的出发点之一，当前的宏观政策思路是“为了避免债务的进一步累积，货币政策仍然以中性稳健的基调为主”，所以在“稳增长”的政策选择上，还会坚持“积极财政政策+稳健货币政策”的宏观政策组合。我们认为 2019 年财政政策的积极程度将大于 2018 年。

(二) 开“前门”、堵“后门”，广义狭义赤字率再次提升

2015 年之前，地方政府通过融资平台大肆举债，融资平台的债务不断膨胀，成为中国经济很大的风险点。2014 年年底出台《43 号文》正式剥离融资平台的融资功能，2015 年《新预算法》实施进一步明确所有政府债务都要纳入预算，并且只能通过发行国债和地方政府债的形式来举债。在此背景下，2015 年国家大力发债 PPP 融资，意在通过引入社会私有资本参与基建投资来弥补财政资金不足和融资平台剥离融资功能后的空缺。2015-2017 年，伴随着 PPP 的大力推广，很多地方政府打着 PPP 的旗号积累了大量的隐形债务。为此，国务院和财政部开始规范和清理 PPP 融资。2017 年财政部陆续发布《50 号文》、《87 号文》等文件，进一步对地方政府的融资行为进行限制。

为了“平滑”地方政府的广义财政收入和实施积极的财政政策，可以预计的是未来地方政府融资会“开前门堵后门”：一是融资来源比较确定，只能依靠发行国债和地方政府债，其他任何融资行为都不能容忍；二是所有举债行为都纳入四本预算，都必须经过人大的审议和批准；三是融资的规模一般情况下在年初已经确定，不能随意更改和调整。至今，我们认为这一轮“规范、清理”地方政府融资行为已经初步完成。在“开前门堵后门”的政策思路下，2019 年赤字率将大概率上升，狭义赤字率（一般预算）大概率回升至 3% 左右，广义赤字率上升的幅度将大于狭义赤字率。

图 46：GDP 季度同比增速与狭义赤字率



资料来源：Wind，中信证券研究部

(三) 更有力度地减税

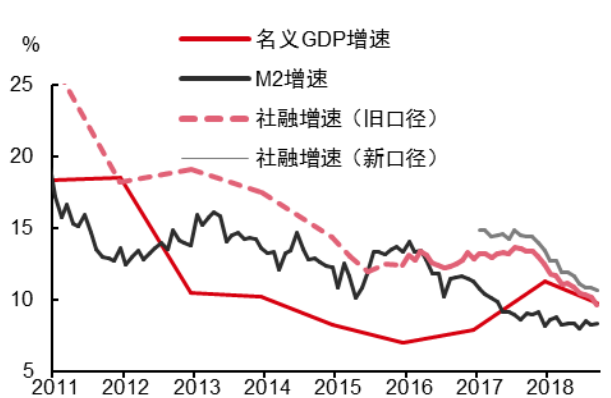
除了扩大财政赤字外，2019 年“积极财政政策”的另外一个体现是将加大减税政策实施力度。2019 年个人所得税抵扣方案将会实施，增值税有望三档合两档，增值税税率有望进一步降低，小微企业的税率还有下调的空间，不排除在重点消费和投资领域还有进一步的减税举措。

货币政策：降准继续，M2 见底回升

2018 年下半年以来“宽货币”趋势明显，但向“宽信用”传导有所阻滞，19 年将有改善。2018 年，经济增速保持基本平稳水平，但由于前期“去杠杆”的持续影响，非标融资快速收紧，资金避险情绪浓厚，低等级信用债及企业融资受到风险偏好干扰较为显著，导致企业信用环境有所恶化。而从 M2 增速来看，2017 年下半年开始，受资管新规和非标缩紧影响，金融空转现象有所缓解，从而带动货币派生能力下降，M2 增速 5 年以来首次下行至名义 GDP 增速以下的水平。我们预期到年末，新口径项下的社融增速还会进一步下降至接近 10% 的水平，而 M2 增速可能会因为降准的影响逐步筑底回升。

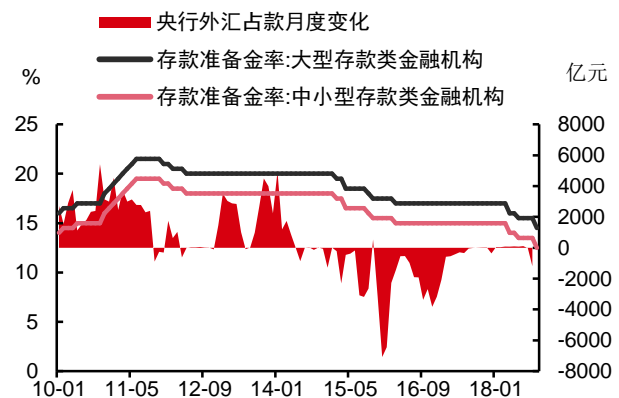
从明年的趋势来看，我们认为降准还将进行 2-3 次，并可能伴随小幅下调公开市场操作利率的预期，适度降低市场资金成本。根据我们对历次降准传导时滞的研究，明年一二季度开始或将带动 M2 增速向上回升，而社融增速还将继续以名义 GDP 增速为“锚”进行靠拢，增长速率取决于非标缩紧的程度和对地方政府专项债额度的把控，综合判断社融增速大概率会出现“前低后稳”的情形，全年保持略低于 10% 的增速。

图 47：社融增速首次接近名义 GDP 增速，或将成为常态



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 48：降准通常也为对冲外汇占款下降压力，维持市场流动性



资料来源：Wind，中信证券研究部

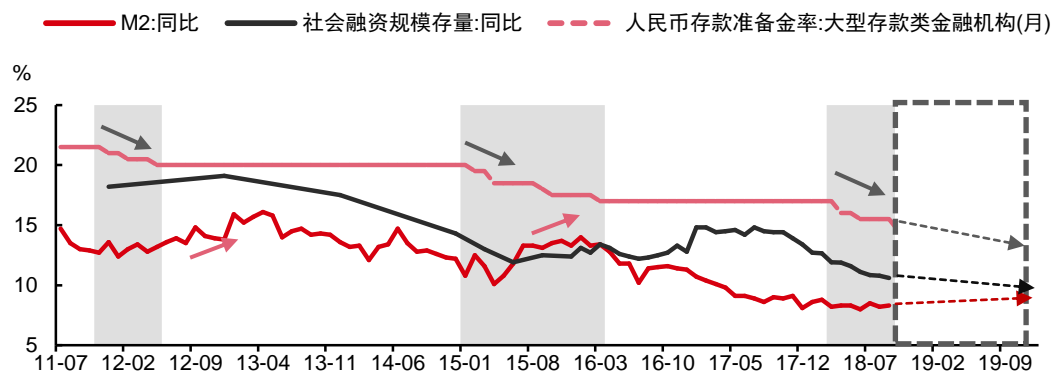
(一) 延续下半年政策纠偏态势

定向降准仍将持续，部分对冲外汇占款下降压力。2018 年以来，央行时隔两年重启降准，年内共进行了四次降准，降低准备金率 2.5 个百分点。我们认为，2019 年这一操作的常态化还将继续，预期将继续降准 2-3 次，幅度大概率在 1.5 个百分点左右，并将多以定向的方式予以施行，以“精准滴灌”的形式，重点扶持民营、小微企业；而置换 MLF 的操作还将继续，以优化货币工具结构，完善资金供给期限与资金利用期限的匹配。此外，需要注意到，2018 年三季度以来，外汇占款已经出现净流出趋势。由于汇率持续承压，

明年资本外流压力可能会有所显现，因此，为对冲外汇占款下降的影响，我们对进一步的降准空间也有一定预期。至于是否全面降准，或施行力度更大的降准，我们判断这将依赖于届时央行对汇率、贸易情况及资本外流情形变化的相机抉择。

降准传导至 M2 及社融回升需要时间，明年将逐步显现。此外，从以往降准对“宽信用”影响的角度，我们对 2011 年以来的三轮降准及对 M2 和社融增速的影响均进行了总结。从下图可以看出，2011-12 年及 2015-16 年的两轮降准均伴随 M2 和社融增速的趋势回升，且均存在不同程度的时滞，大约从降准全面施行到“宽信用”效果显现的时滞在 2 个季度左右。从本轮降准周期来看，受表外严监管的影响，“金融空转”现象有所减弱，因此货币派生程度将弱于前两轮降准周期，这也将导致 M2 和社融增速回升将略晚于历史同期。根据我们判断，最晚明年一季度，M2 将重回明确的上升区间，而社融增速也将逐步企稳，企稳时间点取决于明年地方专项债的发行时点和整体规模，大概率为二季度末。

图 49：降准传导至 M2 和社融回升需要时间，2019 年将逐步显现



资料来源：Wind，中信证券研究部估计

表 2：历次降准与 M2 和社融增速变化趋势的比较

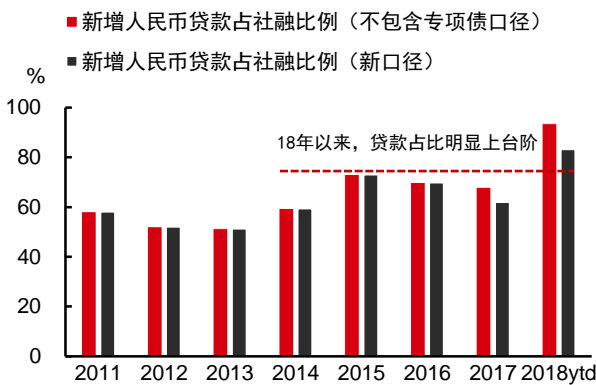
历次降准区间	降准持续时间	降准次数	降准幅度	释放规模 (亿元)	M2 回升情况	社融回升情况
2011-2012	6 个月	3	1.5%	8000	首次实施降准约 6 个月后 M2 增速企稳，基本围绕 13.5% 小幅波动，该增速水平维持约 3 个月后，M2 开始呈现明显上升趋势，该上升趋势约持续 9 个月，而后 M2 增速达到本轮上升的峰值，约为 16%。	*未有高频数据
2015-2016	13 个月	7	3%	32000, 其中 9000 为置换 MLF	首次降准约 3 个月后 M2 增速企稳，大约维持在 11% 的水平，两个月后，M2 增速开始呈现稳定上升的趋势，该上升趋势约持续约 7 个月，而后 M2 增速达到峰值水平，约为 13.5%。	首次降准约 4 个月，社融增速开始呈现上升趋势，大约由 12% 上升至 13.1%，平均抬升约 1.1 个百分点，历时约 8 个月的时间。
2018 至今	7 个月	4	2.5%	23000, 其中 8500 为置换 MLF	在本轮降准约 3 个月后，M2 增速企稳，目前相对稳定的维持在 8.2% 的水平，且该稳定状态已经维持近 3 个月。	在本轮降准中，自 18 年 4 月首次实施降准后，社融增速暂未企稳，仍在下行区间。

资料来源：Wind，公开数据整理，中信证券研究部

(二) 社融增速“前低后稳”

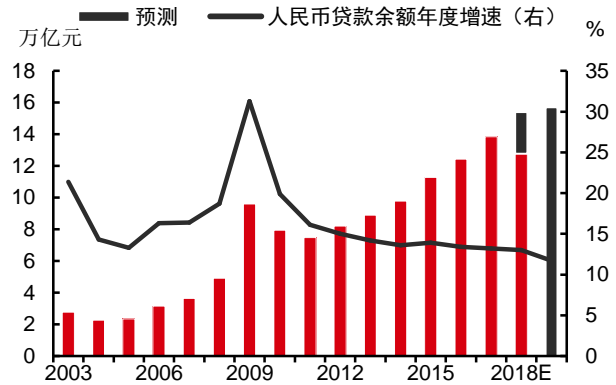
表内融资出现结构切换可期，企业贷款尤其短期贷款比例或将提升。表内融资今年以来保持了对社融增量决定性的贡献水平，在旧口径下，占今年以来新增社融规模的 93.6%，其中，企业贷款增速保持较高水平，而住户贷款受房地产政策影响，略低于去年水平。向后看，我们认为 2019 年贷款在社融净增量当中仍将占据主导地位，其中居民部门贷款总量上将保持基本稳定，银行将在房贷和消费贷中相机权衡；而企业贷款净增额则将高于今年，其中，我们认为企业短期贷款增速将高于中长期贷款增速，但由于今年基建投资增速较低，明年基建有望触底回升，这也将带动中长期贷款同步回升。图 53 对企业贷款在 2005 年以来的结构变化趋势进行了梳理，可以看到，在 2008-2010 年和 2016-2018 年期间，房地产和基建的共同作用极大程度推升了企业中长期贷款的增速，并较大程度压缩了企业短期贷款的占比，2019 年短期贷款的占比料将回到历史中值水平，结构上有所修复。

图 50：“去杠杆”推行以来，表内贷款撑起社融增速，2019 年这一趋势或将持续



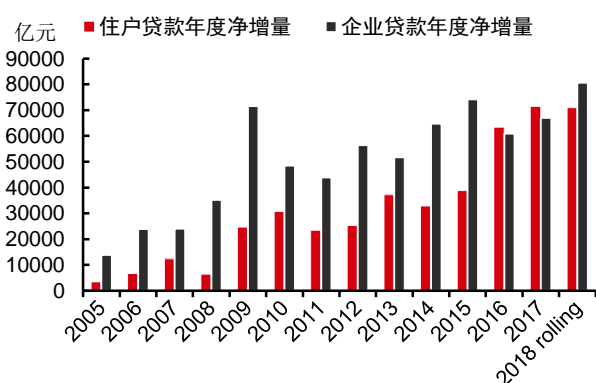
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 51：预期 2019 年贷款余额增速将接近 12%，略低于 2018 年约 13%的水平



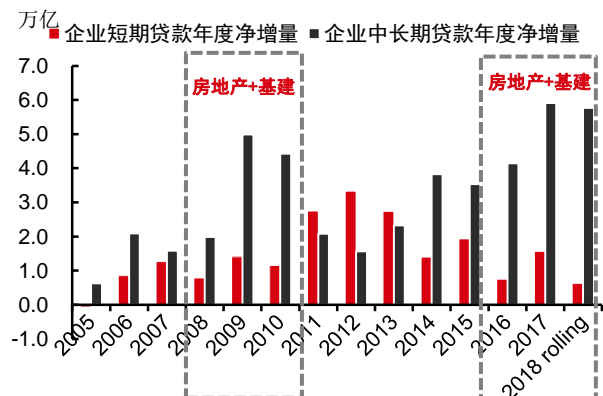
资料来源：Wind，中信证券研究部估算

图 52：居民杠杆持续增加空间有限，表内融资偏好企业增加



资料来源：Wind，中信证券研究部

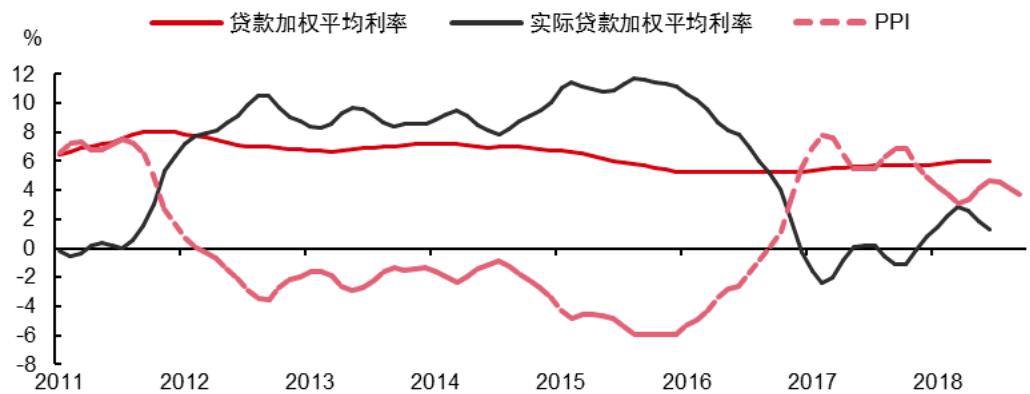
图 53：前两轮房地产+基建推升中长期贷款比例，19 年结构将逐步转换



资料来源：Wind，中信证券研究部

但 PPI 增速回落将带动实际利率上升，同时银行资金配置需求或发生变化，贷款增速较难持续高增长。尽管 2019 年降准的持续可能使得市场保持较为充裕的流动性环境，但我们对表内贷款的增速仍然保持较为谨慎的预测，我们认为全年表内贷款或将达到 14.7 万亿（社融口径项下，见图 51），保持接近 12% 左右增速，略低于 2017-2018 年的近 13% 的增速水平。这一判断主要基于两方面因素考虑：一方面，从我们的分析来看，银行贷款可能受到需求端减弱的影响，具体体现在贷款实际利率提升层面。2018 年，PPI 增速仍在高位下台阶的节奏，根据我们的预测，这一趋势将在 2019 年得以延续，进一步带动企业实际贷款成本的上升，使得企业“加杠杆”行为受到一定程度的约束；另一方面，我们认为明年的地方债有可能加大发行，这将使得银行配置利率债的需求增大，从而挤压对贷款的投放。当然，若地方专项债发行并未过多超预期（总发行量保持在 2 万亿以内），我们认为银行的表内贷款增速则将可能保持接近今年的水平。针对这一部分的假设将不对我们对社融总量的判断造成影响。

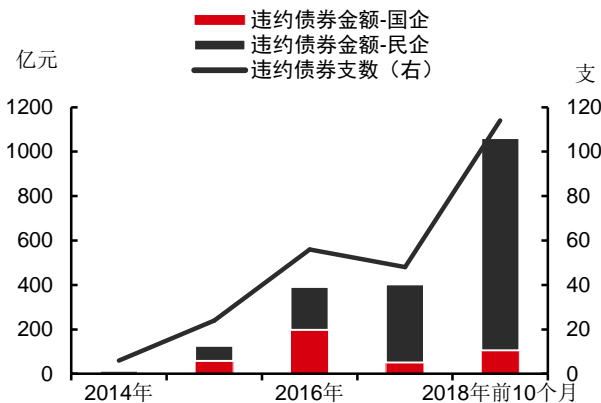
图 54：以 PPI 增速衡量，贷款实际利率已过低点



资料来源：Wind，中信证券研究部估算

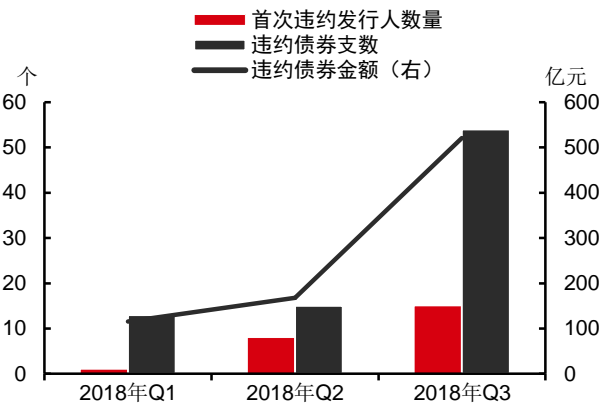
直接融资方面，信用债到期压力持续，或将压制债券融资规模。此外，从微观数据来看，2018 年三季度开始，信用债券市场违约情况加重，信用环境显著恶化。三季度违约债券无论从数量还是金额来看，均远高于前两季度（见图 55-56）。而 2018 年 1-10 月，违约债券面值总额已超过 1000 亿元，超过历年违约总额，其中民企占比显著，达到九成。2018 年下半年以来，央行持续推出一系列的政策专门用于解决民企融资难的问题，推出了包括再贷款、再贴现、定向降准、民营企业债券融资支持工具以及信用风险缓释工具等一系列的传统及创新性工具以帮助支撑民营企业、小微企业融资，而 11 月 1 日，总书记在民营企业座谈会上也充分表达了对民营企业的关切与支持，显示出中央对维护民营企业经营信心的充分支持，我们认为在接下来的一段时间，政策将逐步开始向民营企业有所倾斜，但更深层次的政策变动需要结构性调整，非一日之功，因此具体力度和效果还有待观察。

图 55：2018 年（截止 10 月末）债券违约规模和支数较历年均创新高，民企违约比例大幅增加，凸显信用环境恶化



资料来源：Wind，中信证券研究部

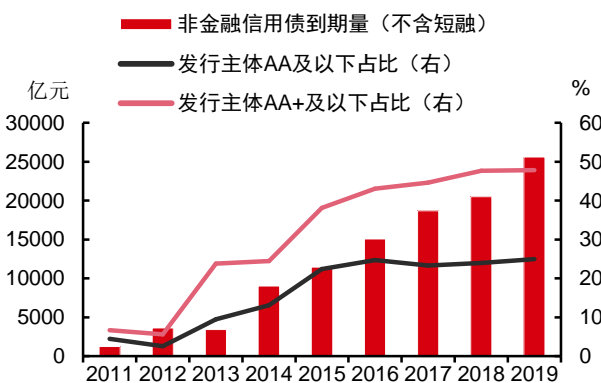
图 56：从季度看，2018 年违约规模也呈逐步上升现象，企业违约状况 2019 年并不乐观



资料来源：Wind，中信证券研究部

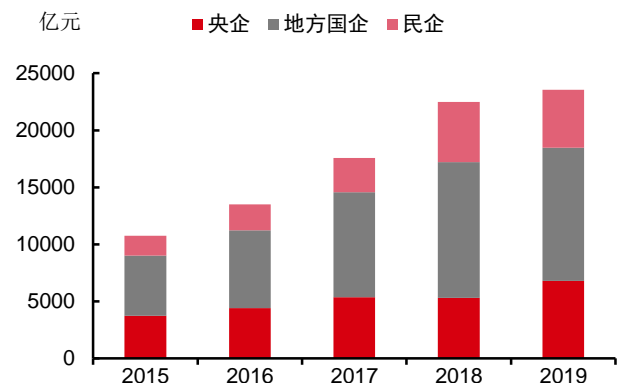
而从我们对 2019 年信用债到期量的统计来看，2019 年到期压力仍然处于高位，到期量将高于 2018 年，而 AA 及 AA+ 的较低等级信用债占比与今年相比依旧保持接近水平（AA+ 以下债券占比约 50%，AA 以下债券占比约 25%），其中以中票、公司债和定向工具口径观察，民企债券到期规模也接近今年水平。因此，随着明年经济增速进一步下行的压力增大，企业信用环境能否有效改善值得密切关注。综合判断，我们预计 2019 年信用债券违约情况将较 2018 年有所缓解，但或难得到较大改善。信用债券的到期压力将压制信用债券净融资的整体规模，其中市场风险偏好是否转换将决定 2019 年的企业直接融资市场表现。

图 57：规模上看，2019 年信用债到期压力仍然处于高位，其中待偿低等级信用债占比和 2018 年基本保持一致



资料来源：Wind，中信证券研究部，信用债包含中票、公司债、企业债、定向工具

图 58：分企业性质的窄口径信用债到期量显示 2019 年民企债券到期占比也依旧保持较高水平



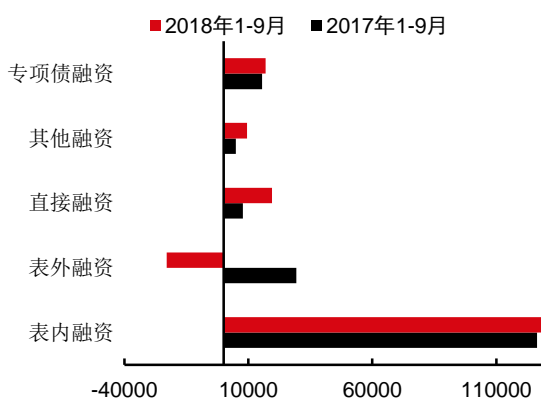
资料来源：Wind，中信证券研究部，信用债包含中票、公司债、定向工具

非标融资明年上半年还将收缩，新口径下地方政府专项债或可继续维稳社融增速。从社融的分项贡献来看，2018 年前三季度整体净增量除表外融资（委托、信托、未贴现承兑汇票）外均高于 2017 年水平，而表外融资的断崖式下降是拖累社融增速的主因。因此，社融能否企稳将高度取决于非标融资的趋势变化以及新加入的地方政府专项债的变化。我们认为，由于非标当中的信托贷款多为 2-3 年期，而委托贷款则多为 1-2 年期，因此去年

四季度开始收紧的表外融资的影响还将持续显现，明年上半年以前都较难看到明确转机，对社融增速仍会形成极大影响。

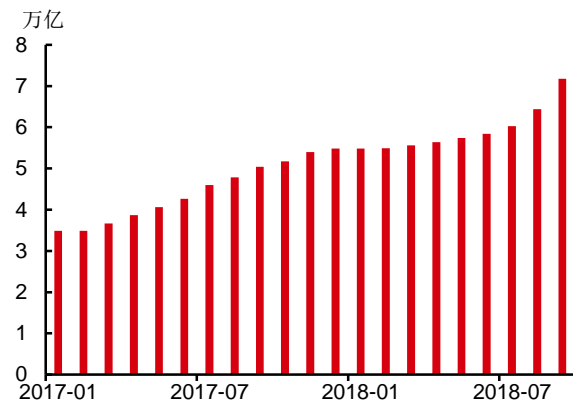
而从今年 10 月新加入社融口径的地方专项债口径来看，截至 9 月，根据社融统计口径，地方专项债存量已达 7.18 万亿，今年以来存量净增已超 1.7 万亿。根据我们的判断，明年地方政府专项债的规模预计将得到大幅提升，整体规模或可达 3 万亿水平，从而对社融总量进行支撑，以对冲非标融资持续下滑的压力。综合来看，上半年非标融资将继续影响社融增速，而随着二三季度开始地方专项债的密集发行，社融增速大概率出现“前低后稳”的走势，或可维持接近 10% 的增速水平。

图 59：前三季度，专项债、直接融资、表内融资对社融贡献较大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 60：地方政府专项债存量已达 7.2 万亿



资料来源：Wind，中信证券研究部

（三）公开市场利率或有下调可能

利率调整仍然面临多重困境，或小幅下调公开市场逆回购利率对冲经济下行风险。展望 2019 年，货币政策面临的挑战依然较多，尽管政策口吻从“去杠杆”转向了“稳杠杆”，但可以预见的是，央行仍然需要在“稳增长”、“稳杠杆”和“稳汇率”的压力下博弈。一方面，我国的加息周期与美国及欧盟步调并不一致，其中，2019 年美国预期还将加息三次，年内或将提升 75 个 bp 的基准利率水平。若不进行适当跟随，这将进一步加大汇率出现波动的可能性；而另一方面，我国现阶段经济基本面压力增大，民企融资难、融资贵已经成为“切肤之痛”，或将需要宽松的货币环境予以充分支持。综合来看，与 2017-18 年“跟随美联储为主”的策略不同，2019 年“脱钩”的状况将更为常态化，我们认为央行将大概率选择维持存贷款基准利率不变，并将遵循“国内基本面优先”的原则进行政策调整。若国内基本面需要持续的货币政策支持，或可能择机小幅下调公开市场逆回购利率（或下调 5-10 个 bp）以对市场利率进行指引，而在其他公开市场操作工具上也有可能适当进行利率引导，但更进一步的利率调整空间也极其有限。

表 3：本轮美国加息与中国加息的货币政策调整对比

时间	美联储加息幅度	中美十年期 国债利差	央行货币政策工具利率上调幅度	
			公开市场逆回购	其他货币政策工具
2016 年 12 月	25bp	66bp	10bp (2017 年 1、2 月)	SLF: 隔夜 35BP, 7 天期 10BP, 1 个月期 10BP (2017 年 2 月) MLF: 6 个月 10BP, 1 年期 10BP (2017 年 1 月)
2017 年 3 月	25bp	85bp	10bp	SLF: 隔夜 20BP, 7 天期 10BP, 1 个月期 10BP MLF: 6 个月 10BP, 1 年期 10BP
2017 年 6 月	25bp	138bp	——	——
2017 年 12 月	25bp	149bp	5bp	SLF: 隔夜 5BP, 7 天期 5BP, 1 个月期 5BP MLF: 1 年期 5BP
2018 年 3 月	25bp	95bp	5bp	SLF: 隔夜 5BP, 7 天期 5BP, 1 个月期 5BP MLF: 1 年期 5BP (2018 年 4 月)
2018 年 6 月	25bp	70bp	——	——
2018 年 9 月	25bp	64bp	——	——

资料来源：Wind，公开数据整理，中信证券研究部

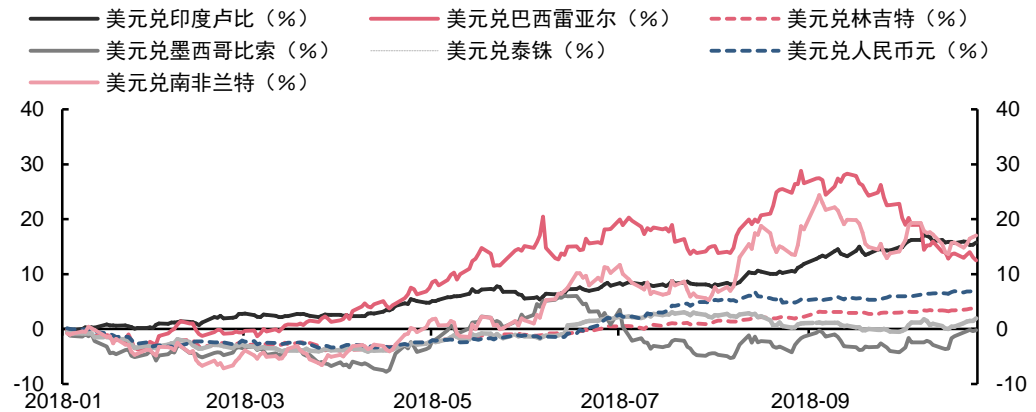
汇率政策：重在熨平波动，而非干预趋势

（一）周期力量继续主导汇率变动

今年以来的人民币贬值主要仍受外部周期因素主导。前十个月，人民币汇率波动幅度加大，截止 2018 年 10 月 31 日（下同），对美元贬值约 7%，今年以来波动区间大体保持在-4%至+7%的范围内，较往年有较大提升。我们在之前的报告（见 2018 年 9 月 25 日汇率专题报告）当中提出，本轮贬值主要受五大因素的共同作用，即：1）处于阶段顶部的美元周期；2）未见明朗的贸易战预期；3）中美加息周期不同步，利差持续缩小；4）对国内经济增长、货币政策“合理充裕”的担忧；5）经常账户入世以来首次转为逆差的预期。其中我们认为美元周期、我国经济周期以及中美加息周期的“三期叠加”是这一阶段人民币汇率承压的关键因素，而贸易战的持续升温也为汇率上一阶段的“失速下滑”造成了明显的推动作用。

从对比来看，人民币现阶段的贬值并非个例，图 61 对主要新兴市场货币的对美元汇率表现进行了梳理，可以看到，人民币的波动在新兴市场中并不突出，其在新兴市场货币当中的表现仍然处于较为稳健的水平。今年以来，美元指数已经上涨约 5%，其趋势与幅度大体与人民币汇率走势一致。而若以人民币对一篮子货币的汇率变动作为衡量，10 月底 CFETS 指数报 92.4，年初至今跌幅也仅为 2.6%左右，并未过度下探。

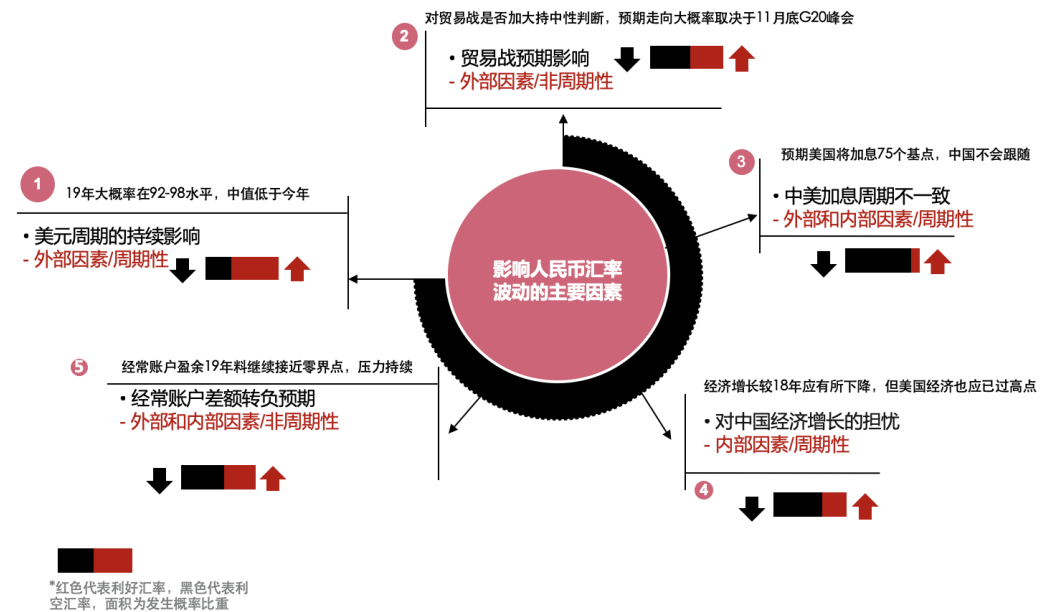
图 61：今年至今人民币兑美元贬值约 7%（蓝色），但在新兴市场货币当中表现并不差



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年，人民币汇率承压的五大压力出现变化，但贬值压力仍存。针对影响今年以来汇率波动的五大影响因素，我们对其进行了 2019 年影响情形的重估和预判。整体而言，我们认为尽管压力较今年有所减少，但人民币汇率在 2019 年还将继续面临贬值压力。

图 62：影响近期汇率贬值的五大因素在 2019 年将出现变化，或平抑汇率贬值幅度



资料来源：中信证券研究部

分项来看，1) **美元指数**：我们判断美元指数的变化仍将是主导人民币汇率的核心因素。今年以来美元指数保持强势，但一直较难持续突破 97 上方。我们认为美元指数在 2019 年或将难以继续保持强势，波动区间大概率会在 92-98 的区间范围（详见海外宏观部分分析）。若落在这一区间内，将很大程度削弱对于人民币汇率的持续贬值预期；2) **贸易战预期**：贸易战规模是否扩大？我们认为站在这一时点上较难给予准确判断，但由于 2018 年市场对于贸易战的预期已经充分或一定程度上“过度”反应，我们认为 2019 年这一因素的干扰将不会大于今年，因此对其潜在影响暂且给予大致中性的判断；3) **中美加息周期不一致**：预计 2018 年末至 2019 年，美国大概率还将加息四次，每次提升 25 个基点，中国跟随的概率极低。与此同时，我们判断由于我国货币政策正式转向“国内优先”的原则，

降准不可避免，而适度下调公开市场利率的政策变动亦有发生可能。因此，这一因素的影响将在 2019 年加速显现，构成影响汇率的新压力点；4) **对中国经济增长的担忧**：2019 年我国经济较大可能继续出现增长压力，而稳增长所可能传导的货币政策放松又可能进一步压制汇率的走强。但从美国自身的经济周期来看，其经济增速大概率已经在 2018 年第二季度见顶，因此 2019 年中美经济的增速差可能并不会扩大，一定程度能够削弱汇率走弱的预期，但总体仍呈负向影响；5) **经常账户变化**：另一个值得关注的指标仍然是经常账户。从中国入世以来，我国的经常账户便处于盈余状态，但近期呈盈余加速降低的趋势。2019 年，在我们的基线情形假设下，经常账户还将为正，但将继续接近临界点。若连续几个季度保持逆差，则将可能对汇率预期造成较大负面影响，拖累汇率表现。综合来看，五大因素方向上将各有变化，但整体趋势仍将对汇率形成贬值压力。

表 4：人民币汇率承压主要影响因素（2019 年）

主要影响因素	所属类别	冲击持续性	影响程度	影响方向
美元周期的持续影响	外部因素/周期性	阶段顶部，料逐步减弱，全年判断在 92-98 的范围，接近或低于今年水平	高	利好/中性
贸易战预期未见退潮	外部因素/非周期性	对贸易战预期变化的影响将大概率小于 2018 年，转机或有可能	中高	中性
中美加息周期不一致	外部和内部因素/周期性	美国加息周期上行，2019 年料将持续	中高	利空
对中国经济增长及货币政策放松的担忧	内部因素/周期性	取决于高频数据是否边际改善、财政政策力度及结构性改革推进程度及货币政策实际效果	中	利空
经常账户出现逆差的预期	外部和内部因素/非周期性	2019 年基线情形仍可能保持顺差，但将继续接近临界水平	中低	中性

资料来源：中信证券研究部

（二）汇率逆周期管理或延续

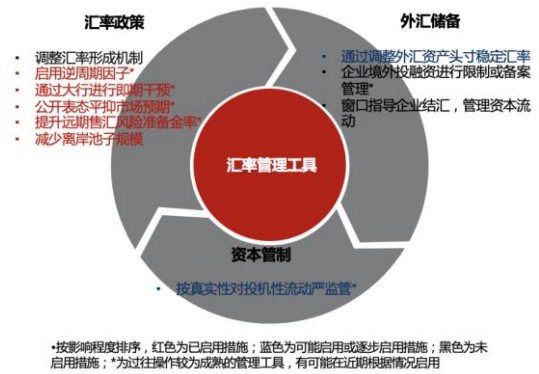
2019 年央行利用汇率管理工具逆周期调整可能仍存，但大概率将以熨平波动为主。在图 64 当中，我们对外汇管理工具进行了梳理。今年下半年以来，央行已经采取了多项措施对汇率的顺周期波动进行平抑，包括启动逆周期因子、通过大行进行即期干预、央行行长及外管局局长的公开表态、提升远期售汇风险准备金率、在离岸市场发行央票以减少离岸池子规模等手段，其中 11 月 7 日，央行在香港分别发行了两期共 200 亿元的央票，这也是全新的工具的启用，表明央行也并不局限于仅利用以往熟悉的工具进行管理。因此，在接下来一段时间，若汇率继续出现较大单边波动，不排除央行会继续通过汇率政策、外汇储备、以及资本管制等手段进行逆周期管理，近期外汇储备出现一定规模的月度净减少（2018 年 10 月，外汇储备规模重新降低至 2017 年 5 月的低点），或许也是央行出手干预的新迹象。但需要明确的是，“7”只是市场的一个心理关口，从数字上看并没有特殊意义，只是短期若快速突破这一关口，会对汇率预期产生“羊群效应”。整体判断，我们认为 2019 年汇率仍将由市场决定整体运行趋势，政策管理力度并不会高于预期，人民币对美元汇率将有较大可能在 6.8-7.2 的区间范围内运行。

图 63: 美元指数仍是人民币对美元汇率的最主要影响因素



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 64: 汇率管理工具仍有空间



资料来源: 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。