



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2018年第34期 总第54期 · 专题研究

2019 怎么看？

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润 李 庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路1688号兴泰金融广场2209室

2018年12月24日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

◆ 2018年，受国内外环境重大变化的影响，中国经济增长稳中趋缓，总体上呈现“三降两稳”特征；预计全年GDP增长6.6%左右，比上年回落0.3个百分点。回顾2018年，中国宏观经济呈现三大超预期特征，分别表现在外贸、投资和消费领域。（1）美中贸易争端迅速恶化，市场对出口前景预期悲观，而3季度以来出口却超预期高增。（2）基建投资超预期下滑，货币边际放松成效不彰。（3）社零增速持续回落，消费对GDP贡献被动提升。展望2019年，中国宏观经济形势如何、走势怎样？本期将对各大市场机构明年经济展望进行要点梳理，供比较分析、综合参考。

2019 怎么看？

——市场机构明年经济展望梳理

中信建投：不必悲观,经济三季度望触底

2019 年宏观经济关键词是“**有支撑的下行**”，核心逻辑是贸易战影响的不确定性与政策托底。一方面，全球经济以及国内制造业投资、房地产投资大概率下行，再加上贸易战的潜在不确定性，经济下行压力尚未完全释放。另一方面，在稳就业与 2020 年全面建成小康社会经济目标的约束下，经济增长需要底线思维，这意味着积极的财政政策需要发挥更重要作用，而基建投资将是主要抓手。综合考虑，**预计明年 GDP 实际增速 6.3%左右，名义 GDP 增速 8.5%左右**。三季度经济或短期企稳，一方面是由于专项债发行规模增加可能会在二季度支撑社融增速短期企稳，另一方面是贸易战的不利冲击可能在二季度体现较明显，相应可能会带来之后的政策调整。通胀并非明年市场与政策的风险因素，预计 CPI 增速大致与今年持平，PPI 增速回落较明显。

广发证券：经济在 2019 年 Q2 末或 Q3 初边际企稳

2019 年股市处于机会期的时段可能比 2018 年多。用股指、利率、CRB、PPI 这四种价格分别代表股市、债券、商品、工业这四个领域景气周期，就可以大致理解这轮经济和资产价格曾经一路如何变化。整体来看，PPI 并没有足够的调整深度，这与供给收缩的影响有关，后续可能会补充经历两个季度以上的原材料和工业品价格调整期。在这个坐标系下，权益市场收益率调整已经 7 个季度左右，收益率距离历史底部极值点并不远。所以虽然基本面调整还在继续，2019 年股票市场处于机会期的时段可能会比 2018 年多。

经济增速在中性情形下会回落到 6.3%左右，年中边际企稳。就业数据的变化显示企业预期的收缩在初步形成。估计出口和房地产新开工增速在 2019 年上半年都将回落至低位，制造业投资受营收周期滞后影响，基建会逐步向名义 GDP 的水平修复。经济在 2019 年 Q2 末或 Q3 初边际企稳，全年增速 6.3%左右。基于就业、财政两个角度的约束，至少在年中之前，“六个稳”都将会是政策主基调。可以从内外均衡、上下游均衡、短期中期均衡三个角度去理解可能的政策组合。

国开证券：改革减负不变，增加有效供给，提升中长期增长动力

2019 年，经济下行压力有所增大。在面临内困外患双重压力下，增加有效供给做加法或将成为解决问题的关键。考虑到近期存量社融增速仍在下滑以及 2018 年上半年基数相对较高，2019 年上半年经济下行压力较大，未来 1-2 个季度可能会出现 GDP 同比增长 6.3% 甚至更低，全年 GDP 名义增速或将有 1-2 个百分点左右的降幅。短期在适度的情况下，针对扩内需的一揽子政策如减税降费、补短板或将持续推进，新增重大项目加速落地的可能性逐步上升；中长期仍然要靠进一步的改革与减负并举推动经济增长。

2019 年海外主要央行货币政策持续分化，国内货币政策延续稳健操作，更强调前瞻性针对性，重点在于疏通传导机制和防范系统性风险。财政政策将更加积极，主要聚焦减税降费，更好地支持实体经济发展。

招商证券：经济延续放缓格局，呵护政策预期加码

2019 年上半年中美贸易摩擦对国内实体经济的冲击可能将集中体现，而自我约束的政策难以有效对冲经济下行风险，预计明年上半年经济增速将跌至 6.3% 左右，这已非常接近当前中国经济的潜在增长水平。按照判断，政策的转向必须有待于经济出清的完成，其重要标志就是要看到通胀压力的消失，甚至是进入通缩，也就是实际经济增速下行至潜在水平下方。预计 2019 年 CPI 同比均值小幅抬升至 2.3%，但 PPI 同比均值将回落至 1.2% 左右，明年 GDP 平减指数将进一步下行。总之，当前政策自我约束有助于加快经济出清速度，为政策真正放松提供条件。

根据对增长和通胀的预测，中国政策真正转向放松可能要等到 2019 年年中附近。但需要指出的是，即使转向放松，政策空间依然有限。这是因为本轮中国经济出清情况不是非常充分（即实际经济增速低于潜在水平的幅度有限），而且 2020 年前后潜在经济增速可能会进一步下行，在潜在增速下行阶段，政策易紧难松。预计 2019 年货币政策仍将维持较为友好的态度，全年有 4 次降准的可能性，不排除降息 1 次的可能性。随着政策转向放松并叠加现阶段稳增长的积极效应逐步释放，预计下半年经济增长将较上半年有所改善，3、4 季度 GDP 增速分别为 6.4 和 6.5%，2019 年全年经济增速约为 6.4% 左右。

浙商证券：经济同步放缓，政策压力渐消

中国经济增速约 6.1%，如果关税不再加码，或将容忍增长适度回落，政策对冲需求和压力会消减。将地方政府隐性债务纳入考量，则过去几年中国经济杠杆率上升仍较为明显，特别是居民和政府部门，叠加政策刺激使得耐用品消费集中释放，对后续增长形成一定透支。贸易战冲击和全球经济放缓，出口增速将走弱。2019 年三大需求可能出现不同程度的回落。G20 峰会中美达成初步框架协议，短期关税暂不加码，尽管未来谈判仍存不确定，但也打破了过往僵局，如果贸易战不再升级，中国放松政策刺激、稳定国内需求的压力将有所下降。

从需求角度理解信用扩张乏力之症结。2016-2017 年居民信贷爆发式增长，基数已较为庞大；房地产政策处于收紧状态，居民信贷扩张受限，由于居民新增信贷占比较高，其扩张乏力将对信贷整体增速带来明显影响。民营企业产能扩张意愿不强，融资需求不旺。在隐性债务约束和融资渠道切换下，融资平台信贷融资将会下降，专项债融资将会增长。信用扩张的乏力是周期性和政策性因素共同作用所致。信贷供需矛盾可能引发贷款期限进一步短期化。预计 2019 年新增信贷规模有所下降，地方政府专项债融资体量会上升，非标融资对社融的负面拖累将减弱，信贷下降是经济周期性的反映，专项债放量是政策对冲性的体现。

渤海证券：经济承压下行，稳增长力保转型再推进

展望 2019 年，从三驾马车来看，贸易端，全球经济放缓叠加中美贸易摩擦阴云未解，净出口对经济的拖累作用或进一步显现；消费端，汽车、地产依旧承压，个税改革推进对冲居民杠杆压力，消费有望逐步企稳；投资端，政策依旧压制，地产投资下行压力恐进一步显现，制造业投资受经济总体承压和基数抬升影响，稳中有降，基建投资补短板、稳经济的补位作用将再度归位，为提升实体经济活力和创新力赢取必要的转圜时间。总体来看，尽管外部环境不确定性增强，但 2019 全年 GDP 增速仍能保持在 6.2% 以上，且随制度红利预期落地，我国经济活力和新动能将再度释放。

新时代证券：备战经济萧条

2019 年中国经济大概率是需要我们备战经济萧条，这个象限的特征是：经济低迷，失业增加，物价低迷，货币政策宽松但容易掉入流动性陷阱，财政积极但收入捉襟见

肘、空间有限。由于经济下行压力增加，各种经济风险也会逐渐暴露。与此同时，世界经济增速下滑，也会加大中国经济下行压力。下行压力主要来自需求端，关键是基建投资增速的回升能否抵消出口、房地产投资增速的下滑。政府稳增长动机强烈，基建投资增速可能反弹，但受制于资金来源和地方政府积极性约束，反弹力度可能有限。不过，2019 年供给侧改革或逐渐从做减法到做加法，供给收缩程度出现缓解，这有利于缓解中国经济下行压力。

2019 年，美元指数或将下滑，人民币贬值压力缓解，**货币政策空间将打开，降准、降息都有可能**。但是货币政策传导机制仍有待疏通，2019 年稳增长将更加偏重财政政策。一方面，加大减税力度，增加居民收入，减轻企业负担；另一方面，财政赤字或有所上升，专项债额度扩大，政府支出扩张。为了缓解企业融资困难，监管政策可能维持边际放松，对非标的定义将更加明确。需求管理政策效应越来越弱，还需要从供给端发力稳增长，供给侧结构性改革重心将由“做减法”转向“做加法”。

长城证券：内政不需，外需受限

2018 年以来，在外需受限、内需不足的状况下，中国经济增长承压，前期去杠杆政策暂告段落，货币政策转向稳健偏宽松，产能调整、结构转型因素依然存在。**预期 2019 年宏观政策对稳增长的作用将更为凸显**。预计货币政策短期将保持稳健偏宽松，政策当局将致力于疏通信贷投放；实施结构性减税与重启基建投资，财政赤字率可能进一步上升，地方政府债务融资将更偏向规范化发债；金融监管将转向防范系统性风险。房地产投资增速将下行，但为配合稳增长，不排除一线城市房地产政策调整的可能。2019 年看好债券市场的投资机会。预计股票市场仍有结构性行情，但风格和方向或受经济政策信号影响变动较大。

国海证券：二季度后期经济企稳

2019 年二季度后期经济同比增速可能企稳。如果中美贸易争端不升级，GDP 全年增速在 6.3%左右，如果升级，则可能会更低一些，但是应该不至于到 6%以下。当然，如果贸易争端升级后美国对华 2000 亿产品关税上升到 25%，我们的预测也包括了国内的财政，货币，汇率甚至房地产政策潜在的调整和调整带来的影响。

天风证券：经济 3 季度企稳，4 季度走平

2018 年的中国经济，囿于三条线的束缚。第一条线是短期的经济下行压力，第二条线是长期的结构调整进展，第三条线是中美关系的重塑，经济下行的压力加剧了改革的痛感，中美商业周期的短暂错位给了挥舞贸易大棒的空间，大国关系的重塑增加了改革的不确定性。这三条线交织在一起，成为 2018 年的核心矛盾。2019 年，国内经济的核心矛盾是经济下行和政策对冲之间的博弈。上半年，在房地产投资、制造业投资、出口的重重压力下，经济将大概率延续 2018 年 4 季度的下行趋势，2 季度下行压力较大。政策预计还将保持稳增长的基调，但恶化的国际收支、货币流动性陷阱、规范地方隐性债务，将掣肘政策的力度和效果。在长效机制和因城施策的前提下，房地产限制性政策有望在 2 季度前后放松，配合偏积极的财政政策（基建托底和减税）和偏宽松的货币政策（降准），信用派生的内生性收缩和外生性扩张有望在 2 季度之后达到平衡，经济有望在下半年阶段性企稳。预计社融增速将在 2 季度企稳，经济增速在 3 季度之后阶段性企稳，企业盈利增速在 4 季度触底反弹。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。