

## 宏观经济与金融市场分析

# 经济增长滑落历史低位，结构调整严冬悄然屹立

四季度 GDP 增长继续下行至 6.4%。2018 年全年 GDP 增速降至 08 年金融危机后的最低位 6.6%，并预计在 19 年初将继续下行。不过数据显示，在政策带动下，12 月经济还是处于持续变化之中。生产和消费出现边际改善、制造业和基建投资保持增长。当然，经济下行压力依然很大，当前的不利因素包括信用恢复未见实质改善、进出口面临更大的下行压力、房地产投资开始放缓，以及企业盈利继续下滑等。

我们认为，虽然短期来看不利因素较多，但是也不必过分悲观。首先，数据显示，中国经济结构调整正在进行中，产业结构正在升级，新旧动能持续转换；其次，宏观政策调控正在积极调整，包括支持中小民营企业信贷、提升居民消费、加大基建投资，和减费降税等。政府的行政干预能力不可低估；第三，我们认为，“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳外资、稳投资）在很大程度上就是稳经济。从当前经济形势看，货币政策仍可进一步宽松，而财政扩张也仍有空间，主要看政府的考量；此外，虽然中美关系已经发生实质性转变，但是全球贸易和投资的产业链和分工决定了中美贸易战将是两败俱伤的结果，双方政府都有达成贸易协议的诉求，而这将推动国内开放。

根据文中依据基本政策对冲（实际情况视乎政策出台）所做的分析，2019 年消费可能略低于 2018 年但是不会大幅度下滑，固定资产投资预计将小幅低于去年，而进出口则将面临较大的下行压力。而随着经济继续下行，政策有望进一步放松。这样，在经济下行和政策放松互动的带动下，预计 2019 年一季度 GDP 增速将继续下降，随着加大信贷投放和减税等政策出台，下行速度将逐步放缓，经济或在 2-3 季度之间企稳，全年增长将接近 6.3%左右。

# 目录

宏观经济.....	3
1.1、 四季度 GDP 继续下滑，全年增长创 08 年以来新低.....	3
1.2、 企业生产增长较 11 月小幅回升，利润继续下行.....	3
1.3、 12 月投资增长略有下行，2018 全年增速低于 2017 年.....	5
1.3.1、 制造业投资增速逐步上行.....	6
1.3.2、 基建投资持续反弹.....	7
1.3.3、 房地产开发增长.....	8
1.4、 12 月零售消费增长出现回升，服务型消费尚具备一定韧性.....	10
1.5、 进出口显著下降，后续预计继续下降.....	11
1.6、 资金供给与企业融资.....	12
1.6.1、 货币供应恢复乏力.....	12
1.6.2、 社融缓慢恢复，有效信贷不足，非标受困蕴含潜在风险.....	13
人民币汇率与跨境资金.....	13
2.1、 人民币汇率压力减轻.....	13
2.2、 外商直接投资下降，企业对外投资处于低增长.....	15
宏观政策分析.....	15
风险提示与总结.....	16
关于作者.....	17
关于中国光大控股有限公司.....	17
免责声明.....	18
版权说明.....	18

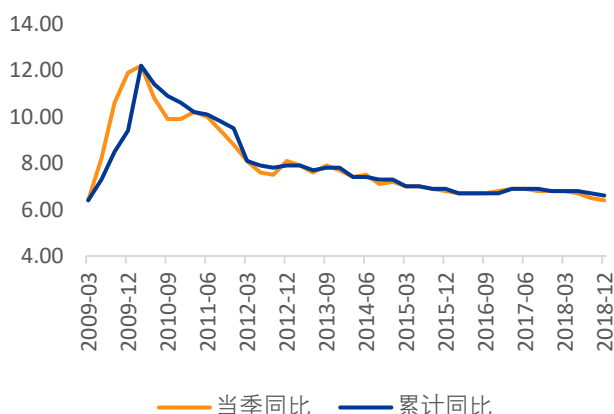
## 宏观经济

### 1.1、四季度 GDP 继续下滑，全年增长创 08 年以来新低

四季度 GDP 同比增速较前季下降 0.1 个百分点至 6.4% (三季度 6.5%)，创历史新低。从“三驾马车”看，最终消费对 GDP 增长的累计拉动由前三季度的 5.2% 下降至 5.03%，投资的拉动作用略有提升，由前三季度的 2.1% 增长至 2.14%，而由于外需相对提升以及“贸易抢跑”透支后期需求，货物和服务净出口的负作用小幅收窄 0.13 个百分点至 -0.6%。2018 全年 GDP 增长 6.6% (符合我们的预期)，是 2008 年金融危机后的最低位。

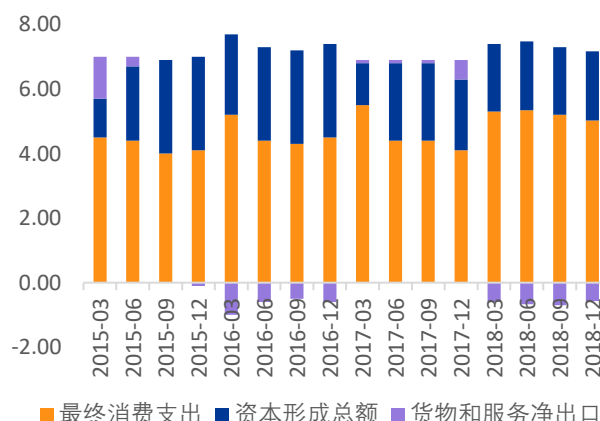
当前宏观历史数据呈现总体下行，但是另一方面，宏观政策的调控正在尽力对冲，其政策包括支持中小民营企业信贷、提升居民消费、加大基建投资、减费降税等。见下文，受此带动，12 月经济正在发生压力与平衡之间的角力，预计后续仍将延续。预计 2019 年一季度 GDP 增速将继续下行。此后在加大信贷投放和减税等政策作用下，经济或在 2-3 季度之间企稳，全年增长将在 6.3% 左右。

图：GDP 累计与当季同比变化 (%)



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：对 GDP 累计同比的拉动 (%)



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

### 1.2、企业生产增长较 11 月小幅回升，利润继续下行

12 月，工业增加值当月同比增长有所回升，较 11 月增速上行 0.3 个百分点至 5.7%。增长主要由环保限产政策持续边际放宽推动下采矿业生产增长所带动，其增加值当月同比增长较 11 月上行 1.3 个百分点至 3.6%。全年看，2018 年整体工业增加值增速较 2017 年下行 0.4 个百分点至 6.2%。预计 2019 上半年整体工业增加值增长或继续下行，在需求的推动下其增速或出现修复，2019 全年增长处于 5.5-6% 的区间范围内。

其中，计算机通讯设备、专用设备、医药等制造业<sup>1</sup>虽然增速相对较高，但是较 2017 均出现不同程度放缓。部分传统制造业、例如家具制造业更是出现较大程度的跌幅。而汽车制造业受取消税收优惠、需求提前释放影响，生产出现明显下降，全年工业增加值较 2017 年下降 7.3 个百分点至 4.9%。

<sup>1</sup> 计算机通讯设备、专用设备、医药等制造业的工业增加值增速是 13.1%、10.9%和 9.7%，分别较 2017 年下降 0.7、0.9、2.7 个百分点。

12月，企业利润延续2018年4月后的下滑趋势，同比增速较11月下降0.1个百分点至-1.9%。不过环比数据显示，利润增长较11月有所恢复，增长高出5个百分点，达到14%，且从绝对值上看，增量较往年多增约500亿元。从全年看，工业企业利润10.3%，不及去年利润增速的1/2（2017年利润增速21%）；绝对值测算得全年工业企业利润为-11.8%，与2017年比下行21.03个百分点。

预计2019年企业工业利润面临较大压力，其走势要看物价、需求，以及财政减税让利和产业政策引导等政策对冲因素的平衡。**减税让利和产业政策需要发挥更加积极的作用，才能有所对冲利润下降压力。**

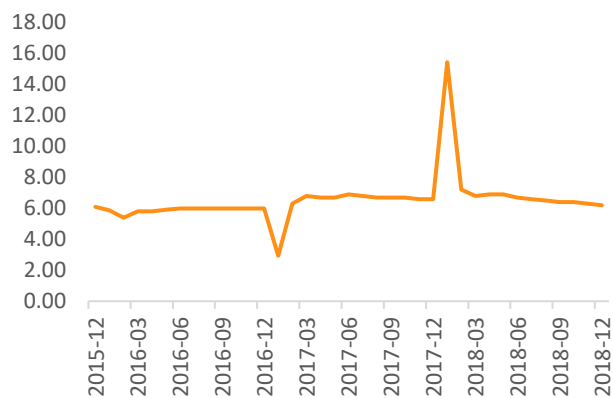
12月制造业的企业利润增长尚未出现改善迹象，绝对值口径下同比持续负增长，较11月降幅扩大10.7个百分点至-18.2%，当月环比下降3.2%，较11月环比下降11.6个百分点。从全年看，**制造业依旧是拖累整体工业企业利润增长的主要行业**，官方数据显示，制造业全年利润增速为8.7%，较2017年下行9.5个百分点，绝对值口径下，2018年利润负增长14.4%，较2017年下降20.9个百分点。**不过，制造业内部生产和利润增长存在结构分化**。在具备高技术应用的制造业方面，专用设备、通用设备、医药制造、化学纤维等制造业的利润增长虽然仍然处于高位，但是2018年基本上与整体经济同步下行，增速继续放缓且降幅有所扩大。12月累计增速分别是15.8%、7.3%、9.5%和10.3%，较前值分别下行5.2、2.7、1.1和2.6个百分点。而计算机和通讯设备制造业的利润累计增速延续11月首次负增长的走势，下行2.7个百分点至-3.1%，较2017年同期下行26个百分点。此外，汽车制造业利润持续负增长，不过12月累计增速较前值有所收缩，上行1.3个百分点至-4.7%，总体较2017年同期下降10.5个百分点。

图：工业增加值当月同比变化（%）



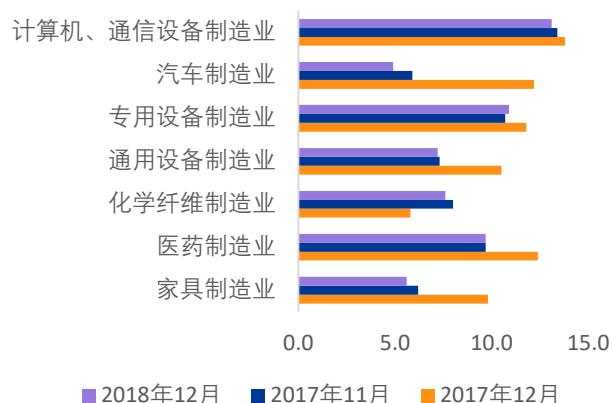
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：工业增加值累计同比变化（%）



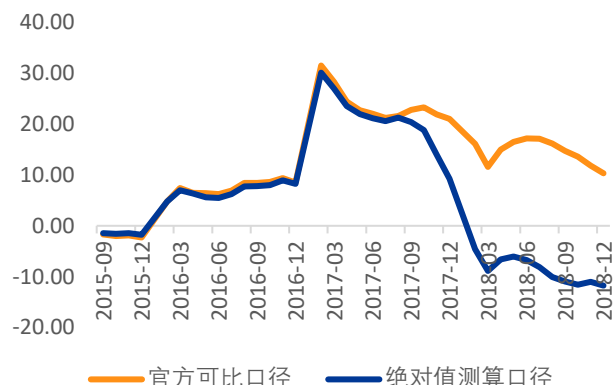
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：部分制造子行业工业增加值累计增速变化（%）



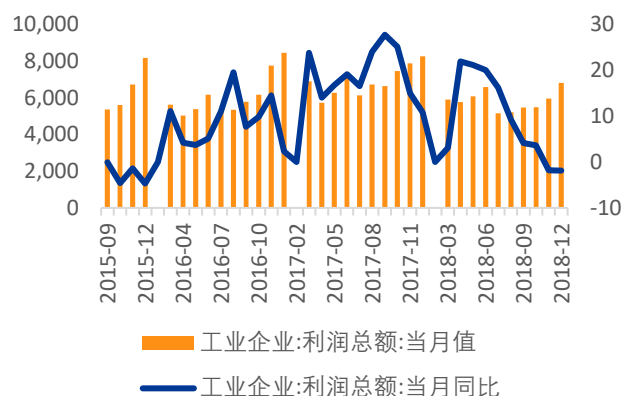
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：工业企业利润累计增速变化（%）



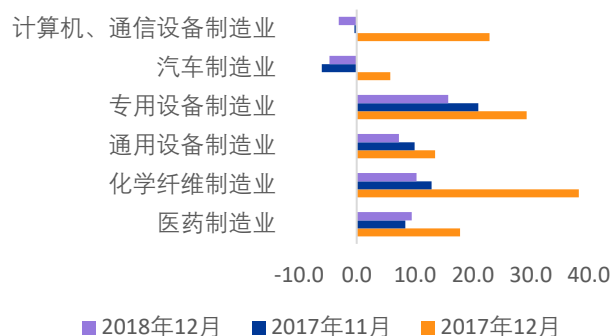
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：工业企业利润当月值与同比变化（亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：部分制造子行业利润累计增速变化（官方口径）（%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

### 1.3、12月投资增长略有下行，2018全年增速低于2017年

12月企业固定资产投资同比下降53.4%，当月新增完成额不到11月的1/2。究其原因在于统计局对2017年12月的固定资产投资累计值进行基数调整，后续增速按可比口径计算，<sup>2</sup>所以使得单月数据较为异常。对数据进行还原，12月新增完成额实际为5.97万亿元，同比增长5.4%，较11月下行2.4个百分点；累计完成额增长5.9%，与11月持平。**具体行业看，制造业继续保持高速稳定投资，而基建投资也继续处于持续恢复中。房地产投资延续下半年以来的小幅下滑，其进一步走势有待观察。**

2018年固定资产投资完成额累计63.6万亿元（其中采矿业、制造业、基建投资和房地产开发投资<sup>3</sup>占比分别是1.5%、33.4%、22.9%、18.9%），全年增长5.9%，较2017年下行1.3个百分点。其中**采矿业受供给侧改革影响，全年保持高位增长，增速较2017年高14.1个百分点；制造业投资也较2017年大幅度上升，增速9.5%**，

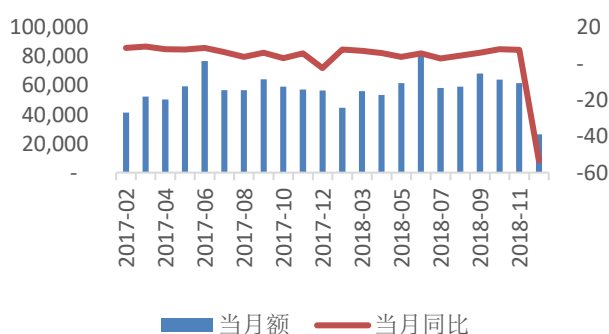
<sup>2</sup> [http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201901/t20190121\\_1645780.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201901/t20190121_1645780.html)

<sup>3</sup> 房地产开发投资概念并不等同于固定资产投资分行业中房地产业的概念。

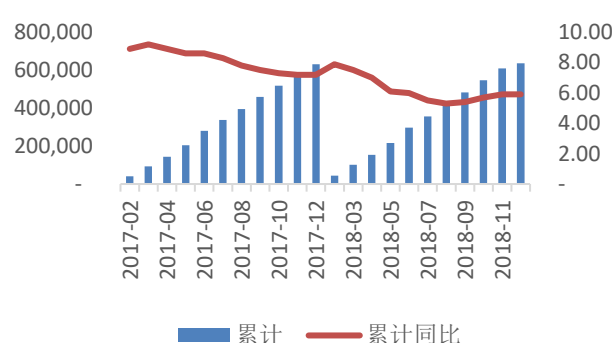
较 2017 年上行 4.7 个百分点；基建投资虽然在 2018 上半年下滑较快，但是下半年在地方政府“补短板”的带动下，已经连续三个月止跌回升，全年增长为 3.8%，较 2017 年下行 15.2 个百分点；房地产开发投资在下半年增速总体缓慢下行，全年增长 9.5%，较 2017 年高 2.5 个百分点。

我们预计 2019 年，采矿和房地产投资整体有所下降，制造业投资也将有所放缓（见下），而基建投资将继续修复上行（见下）。整体固定资产投资增长预计将在 7% 左右，<sup>4</sup>低于 2017 年但可望高于 2018 年的增速。

图：当月固定资产投资完成额与同比变化（亿元，%）



图：累计固定资产投资完成额与同比变化（亿元，%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

### 1.3.1、制造业投资增速逐步上行

12 月，制造业固定资产投资累计增长与前值一致 9.5%，较 2017 年同期上行 4.7 个百分点。全年来看，制造业固定投资保持稳定增长态势。其中有 50% 来自于采矿业相关的加工业、汽车制造业和高技术制造业（37.1% 来自于高技术制造业）。<sup>5</sup> 这些行业也是带动 2018 年制造业整体上行的主要行业，其中：

- 1) 采矿业相关的加工及设备提供制造业受益于采矿业企业的扩大再生产与环保生产要求，黑色金属冶炼加工业、非金属矿物制品业、石油加工业、化学制品制造业等投资均维持较高增速，且与 2017 年比增幅较大；
- 2) 通用设备和专用设备制造业的固定资产投资增速维持较高增长，2018 年增速分别为 8.6% 与 15.4%，较 2017 年分别上行 4.7 和 10.7 个百分点；
- 3) 受近两年行业制度变革的影响，医药企业主动加大创新药研发与投资，同时 PE/VC 投资机构的资金不断支持。尽管 2018 年医药制造业的投资增速较低（4%），但是较 2017 年同期则上行 7 个百分点，投资增幅较大；
- 4) 由于全球智能手机、电脑的技术创新进入瓶颈，消费者消费意愿下行等因素，计算机设备投资增速由年初的 21% 放缓至 16.6%，虽然相对于其他制造业增长依旧处于高位，但较自身 2017 年同期下降 8.7 个百分点；

<sup>4</sup> 测算预计采矿业投资增速下降到 12%，制造业小幅下降到 9%，基础设施回升至 8%，地产增速下降到 8%。

<sup>5</sup> 具体前六大行业与其占比分别是非金属矿物制品业（9.6%）、电气机械及器材制造业（7.1%）、计算机通信设备制造业（7.1%）、化学原料制造业（7%）、通用设备制造业（6.8%）、专用设备制造业（6.7%）和汽车制造业（6.4%）；其中电气机械及器材、计算机通信设备、通用设备、专用设备，再加上金属制品业（5.7%）、医药制造业（2.9%）、化学纤维制造业（0.8%）合称为我们定义的具有高技术附加值与先进科技应用的制造业，简称“高技术制造业”。

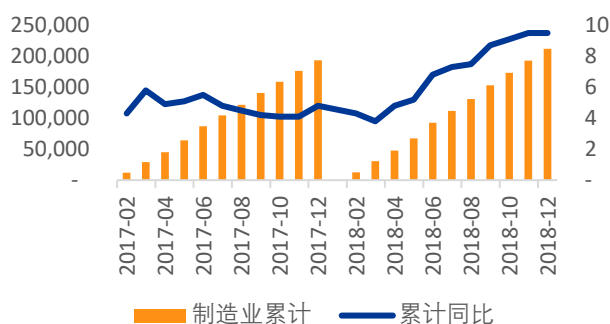


- 5) 化学纤维制造业与电气机械及器材制造业的固定资产投资持续高增长。2018年分别同比增长29%和13.4%，较2017年上行9和7.4个百分点；
- 6) 受政策和需求疲软影响，汽车制造业固定资产投资增速仅3.2%，不及以往平均水平的1/3，较2017年同期下降4.2个百分点。

可以看出，虽然2018年经济整体下行，但是经济的产业结构调整 and 升级确实发生在。需要注意的是，制造业投资在很大程度上主要是民营经济投资，民间投资约占制造业投资的80%。在前期报告中，我们指出今年部分制造业投资增长与行业投资利润下滑并行发生，特别是民营企业，我们认为这主要反映了在经济结构调整的过程中，转型行业吸引了大量的社会投资，但是由于税收和行业整合、估值调整等因素，利润开始经历回调的现象。

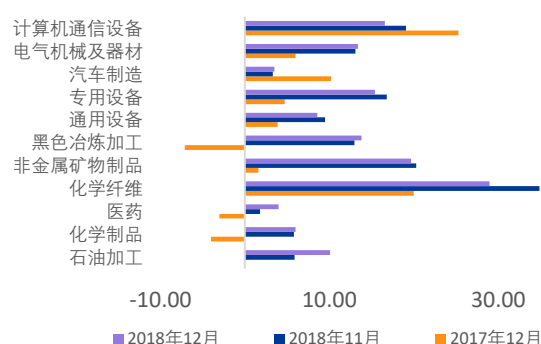
如果这样，我们预计2019年随着企业投资利润下滑，虽然国家政策将继续支持制造业投资，但是整体投资可能难以高于2018年的9-10%的水平，不过降幅也不会太大。我们预计在9%左右。

图：制造业资产投资累计值与变化（亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

图：制造子行业资产投资累计值与变化（亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

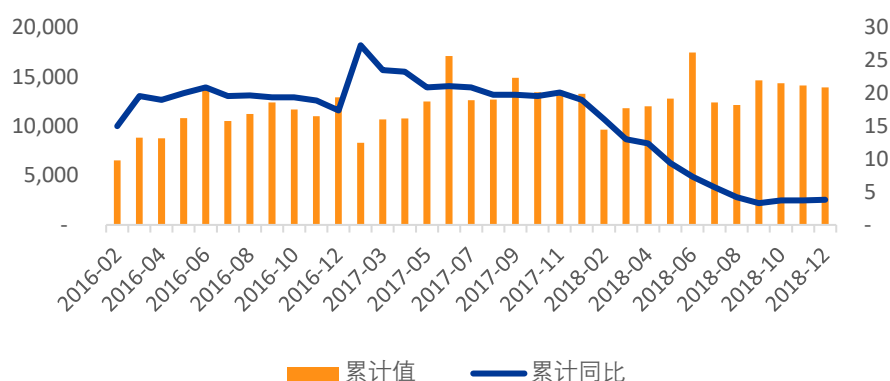
### 1.3.2、基建投资持续反弹

12月，基建投资新增1.39万亿元，同比增速较11月上行1.1个百分点至4.8%，显示基建投资正在加速恢复中。受此带动，2018全年增速略提升0.1个百分点至3.8%，延续了三季度下降至3%后的小幅回升态势。尽管如此，基建全年增速还是依然远低于2017年的19%。2019年，预计基建投资增长将延续恢复态势。我们认为，在资管新规约束表外贷款和土地财政税收预计下降的背景下，基建投资主要资金来源是债券融资。我们据此做了推算，<sup>6</sup>预计2019年基建投资的专项债资金支持

<sup>6</sup> 具体测算如下：2019年1月份国务院已经提前下达新增地方政府债务限额约1.39万亿元，考虑到2018年新增债券占当年新增债务限额的99.6%，以及全年地方债发行总量4.17万亿元，因此2019年发债规模在5.56万亿左右。其中，2019年全年地方债到期规模1.32万亿元中有76%（2018年，地方债总到期规模为8389亿，合计发行再融资债6393亿，平均借新还旧比例为76%左右。）需要继续通过“再融资债”来借新还旧，另外根据12月财政部公布的最新数据，尚有3151亿元的非政府债券形式存量政府债务（所谓非政府债券形式的存量政府债务，是指2014年以前形成的、经财政部审计确认的、地方债形式以外的地方政府负有偿还责任的债务，包括银行贷款、企业债券、信托等不同类型。其中，企业债券归属于我们通常意义所说的城投债，但并不是所有2014年12月31日以前发行的城投债都属于非政府债券形式的存量政府债务）没有被置换，因此2019年实际新增债务将达到4.24万亿左右。而2018年实际新增债券2.17万亿元。因此2019年新增债务预计将达到2018年约2倍左右。考虑到2018年专项债占比47%，我们预计2019年基建投资的专项债资金支持至少有1.9-2.6万亿元（据财政部发布的2018年地方政府债券发

可望接近去年的两倍，即使考虑到表外融资约束，投资增速还是将会大幅提升，我们估算可望提升到 10-15% 的水平，虽然依然低于近年来接近 20% 的总体水平，但是较 2018 年将有明显提升。

图：基建投资累计当月完成额与累计同比变化（%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

### 1.3.3、房地产开发增长

12月，新增房地产开发投资完成额 1.01 万亿元，较 11 月略有下降；当月同比增长 8.2%，较前值下行 1.1 个百分点；2018 年全年增速较 1-11 月下行 0.2 个百分点至 9.5%，延续下半年增长逐步放缓的趋势，不过全年增长还是高于 2017 年增速 2 个百分点。与 2017 年不同的是，由于资金面紧张，2018 年房地产开发投资集中在购置土地上。下半年以来，随着资金面逐步宽松，加之账期缩短，房企在资金投入上逐渐由土地购置转向实际房地产开发。2018 年的土地购置增速达到 57%，占房地产开发投资比重的 30.3%。我们预计 2019 年土地购置会有明显下降，同时房企开发进度受开工期限、销售进展，以及库存消化等因素影响，也会有进一步调整。总的来看，预计新增房地产开发投资增长在 7-8% 左右，低于 2018 年 9.5% 的增长水平。从“融资-开发投资-销售”链看：

- 1) 融资端：2018 年房地产开发资金同比增长 6.4%，较 2017 年下降 1.8 个百分点。2018 年下半年以后，房企融资有所松动，并且部分银行已经下调居民首套房贷利率(住房贷款加权利率从 5.72 下降到 5.68，一定程度上提振了部分居民的购房刚需。
- 2) 建筑端：2018 年新开工面积增速较 2017 年上行 10.2 个百分点至 17.2%，同时竣工面积持续负增长，跌幅较 2017 年扩大 3.4 个百分点至 -7.8%。新开工速度加快而竣工周期拉长，原因主要是资金面的持续紧张导致房企更关注现金流的回笼问题，到位资金多数用于支持拿地，和新开工-期房销售环节，而后续施工环节节奏明显拖延，通过“高周转”快速扩张的三四线城市的情况尤为严重。目前一二城市的施工周期约 18 个月，而三四线城市施工周期普遍是 36 个月；

行显示，2018 年全国发行地方政府债券 41652 亿元。其中，发行一般债券 22192 亿元，发行专项债券 19460 亿元；按用途划分，发行新增债券 21705 亿元，发行置换债券和再融资债券 19947 亿元。考虑两种极端情况：1) 仅新增债务中的 47% 作为基建投资的资金支持；2) 全部新增债务中的 47% 作为基建投资的资金支持；2019 年的实际政府对基建投资的债务融资大概率处于两者之间。)，约为 2018 年的两倍。

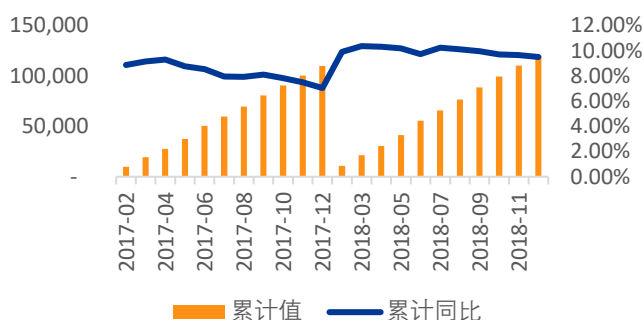


3) 销售端：2018 年商品房销售额与面积增长均较 2017 年放缓，增速分别较 2017 年下行 1.5 和 6.4 个百分点至 12.2%和 1.3%。尽管 2018 年末，房屋需求端的融资贷款在局部地方略有好转，并且部分地方政府<sup>7</sup>在 12 月出台调控改善政策、放松公积金使用限制与加大人才落户政策的优惠力度，但是当前的主要问题是居民对房屋预期的改变和已难再加之居民杠杆，预计 2019 年销售面积下降 8%，销售金额下降 3-5%。

目前房地产被压制的主要是居民的改善型购房需求，多数集中在一二线城市，而三四线居民在棚改货币化的推动下，基本已经实现“加杠杆”入市，新增需求空间不多。问题是目前政策出现边际放宽的主要是三四线城市，而一二线城市监管依旧趋严，特别二手房屋市场的流动性较差，“有价无市”，通过以置换为主的改善型需求无法彻底释放。我们预计只有当政策宽松、到贷款融资成本、住房公积金限制、交易许可等监管措施出现实际调整以后，才有可能出现需求上行的调整，现阶段房地产的实际需求尚难以释放。

需要注意，在这个过程中，2019 年不少房企将迎来债务到期高峰，叠加销售端增速下滑，部分中小房企信用风险将有所抬升，加之棚改货币化影响减弱，不排除三四线城市房市会出现大幅度调整，需要关注由此引发的部分房企和地方政府债务风险。

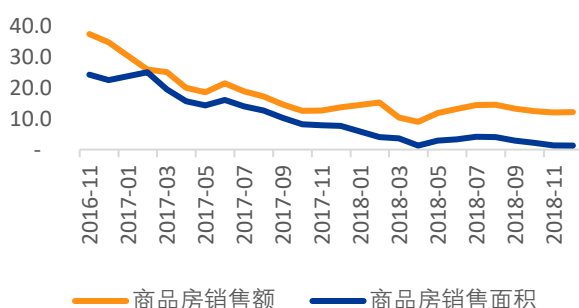
图：房地产开发投资完成额与累计同比（亿元，%）



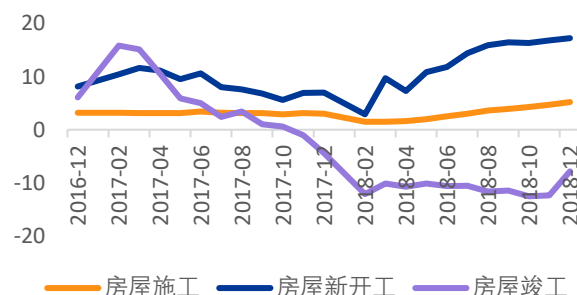
图：房地产开发资金的具体累计同比变化（%）

	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
国内贷款	-7.9	-6.9	-6.6	-5.1	-5.2	-3.7	-4.9
自筹资金	9.7	10.4	11.2	11.4	10.8	10.0	9.7
定金及预收款	12.5	15.1	15.1	16.3	16.3	15.7	13.8
个人按揭贷款	-4.0	-1.4	-1.0	-1.2	-0.9	-0.9	-0.8
各项应付款	6.7	9.3	10.4	10.8	11.5	12.1	10.8

图：商品房销售额与销售面积同比变化（%）



图：房屋施工、新开工和竣工面积累计变化（%）



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

<sup>7</sup> 包括菏泽市的“四限放松”、广州市的“四限放松”、衡阳市对限价暂停（随后政策撤销）以及青岛高新区。

#### 1.4、12月零售消费增长出现回升，服务型消费尚具备一定韧性

12月，名义社会消费增速较前值略回升0.1个百分点至8.2%，剔除价格因素的实际消费增速回升幅度大于名义增速，较前月增长0.9个百分点至6.7%，是2018下半年的新高。全年来看，消费增长9%（符合我们的预期），总体低于去年10.2%的增速，存在结构性的消费分级。

首先，2018年在必消费品消费维持刚性的同时，非必消费品消费确实出现程度不等的降级，突出表现在汽车、<sup>8</sup>化妆品、体育与娱乐用品、通讯器材等。<sup>9</sup>另外受房地产销售持续疲软，居民购房意愿受约束，房地产相关类消费也出现增长放缓，包括商用写字楼相关的文化办公用品消费，住宅相关的家具类、家用电器和音像器材类和建筑及装潢材料等<sup>10</sup>。

在前几期报告中，我们指出，居民收入下降和财富效应减弱是导致消费下降的主要原因。12月，人均可支配收入增长继续下跌，全年增速较前三季度下行0.3个百分点至8.7%，是近两年来的历史低位。所以，消费回暖现阶段大概率靠的是政策推动。三季度后，政策层已经提出要完善有利于促进居民消费的财税支持措施，包括消费税新一轮改革等，<sup>11</sup>并且在12月出台了《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，实行幅度更大的税赋减免。2019年，政策端进一步加码。1月发改委表态将因地制宜促进汽车、家电消费，落实健康、养老、家政等生活性服务业的税收优惠等。此外，政府推动的中央单位定点扶贫工作持续展开，预计这也将带动低端必需品的消费。据了解，仅金融单位的资金投入在过去五年就超过了331亿元，预计2019年会进一步加大力度。在这些政策的推动下，我们认为，政策将在一定程度上对冲收入下降，促进居民消费。预计社会消费品零售增速将继续小幅度回调，预计2019年消费增速可达到8-9%区间，将略低于2018年水平。

其次，需要注意的是，服务型消费<sup>12</sup>不在纳入社会消费品零售总额统计范畴。然而，服务型消费是居民当前消费需求中重要的一部分，2018年居民人均消费支出中，服务型消费占比为34.4%。尽管当前经济出现一定下行，但是服务业消费增速放缓较商品更为温和。2018年四季度，服务型消费累计同比增长9.8%，较三季度下行0.7个百分点，但较2017年同期上行1.53个百分点。另外，从生产积极性看，12月服务业PMI是52.3，虽然也有一定下行，但仍处于枯荣线之上。从消费变化趋势来看，当前商品消费边际下降是居民物质需求增长达到一定瓶颈、增速放缓的正常表现，但是教育、养老、家政、医疗健康、通讯与出行等服务型消费则是相对刚性的。因此当前的消费变化在更大程度上可能可以表述为消费分级。

<sup>8</sup> 2018年汽车消费负增长2.4%，较2017年同期下降8个百分点，居民消费需求减弱的背后主要与2018年汽车购置税优惠取消有关。在2015-2017年期间，国内汽车购置税由10%下调至5%，后续提升至7.5%，但在2018年恢复至10%。税率优惠在前期大幅度刺激了居民的购车意愿，同时也提前透支了居民的消费需求，进而导致2018年汽车需求出现断崖式下跌。

<sup>9</sup> 汽车、化妆品、体育与娱乐用品、通讯器材的12月累计增速是-2.4%、9.6%、-2.7%和7.1%，分别较2017年下降8、3.9、18.3和4.6个百分点。

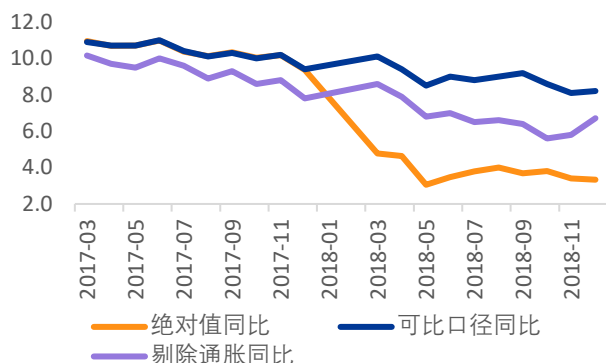
<sup>10</sup> 文化办公用品消费、家具类、家用电器和音像器材类和建筑及装潢材料类的12月累计增速是3%、10.1%、8.9%和8.1%分别较2017年下降6.8、2.7、0.4和2.2个百分点。

<sup>11</sup> 10月11日，国务院印发了《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》；中共中央国务院《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》。

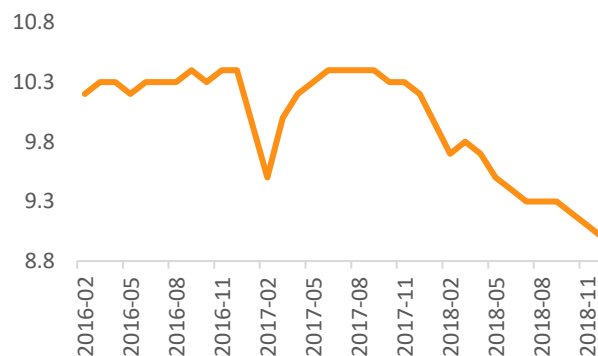
[http://www.gov.cn/zhengce/2018-09/20/content\\_5324109.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2018-09/20/content_5324109.htm)

<sup>12</sup> 服务型消费支出具体指生活用品及服务、交通和通信、医疗保健和其他用品及服务；物质型消费主要是指食品烟酒、衣着、居住。注意这里的划分与社会消费品零售总额的产品划分是不一致的。

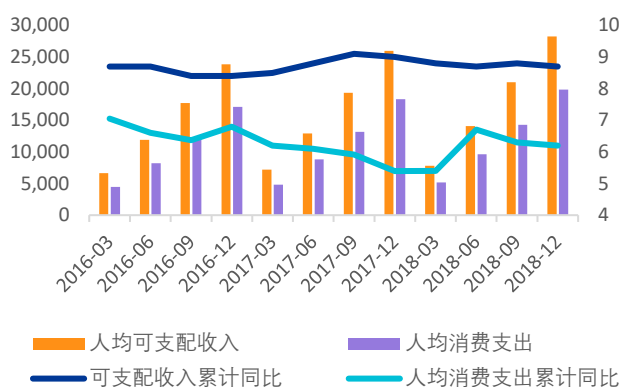
图：社会消费品零售额增速当月变化（%）



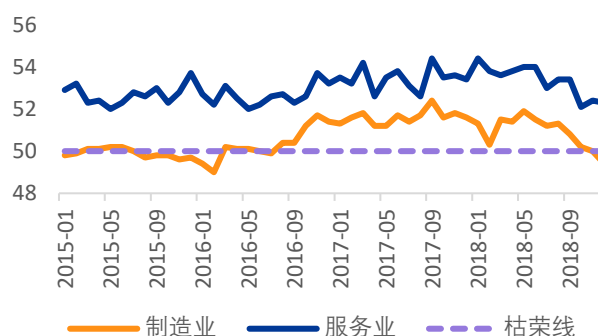
图：社会消费品零售额增速累计变化（%）



图：居民人均可支配收入与消费者支出变化（亿元、%）



图：制造业与服务业 PMI 变化（%）



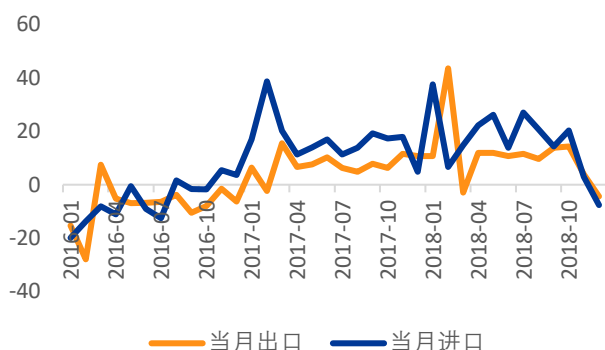
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

资料来源：Wind、国家统计局、光大控股战略研究

### 1.5、进出口显著下降，后续预计继续下降

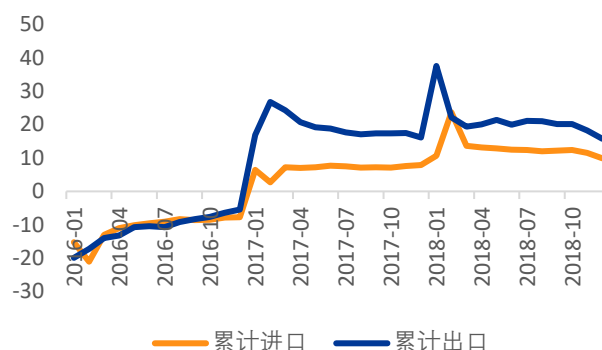
12月进出口贸易增长出现大幅度下滑，呈现双负增长。当月出口增速较前值下降8.3个百分点至-4.4%，与2017年同期比下行15.1个百分点；进口增速较前值下降10.5个百分点至-7.6%，较2017年12月下降12.4个百分点。尽管如此，2018全年进出口贸易仍然高于前两年，同比增长12.6%（2016年为-6.7%；2017年11.6%）。**贸易拐点主要由于前期贸易抢跑的透支消退和内外需增长疲软。2019年，我们预计进出口可能会出现较大幅度下降，其中重要的因素是全球经济增长可能出现超预期下滑从而导致外需下降。12月中国对美国、欧盟和日本进出口增长和加工贸易均出现深度下降，香港的加工贸易也同步大幅下跌。**

图：出口与进口当月同比变化（%）



资料来源：Wind、海关总署、光大控股战略研究

图：出口与进口累计同比变化（%）



资料来源：Wind、海关总署、光大控股战略研究

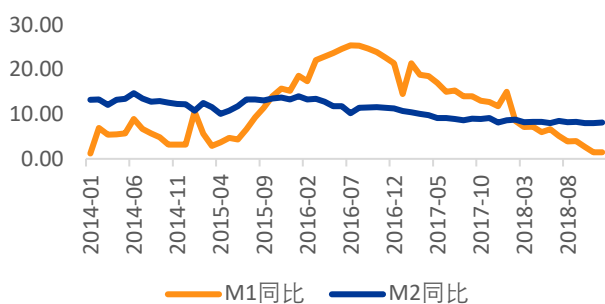
## 1.6、资金供给与企业融资

### 1.6.1、货币供应恢复乏力

12月，企业活期存款新增5542亿元，同比延续负增长，为-11%，但环比较11月多增2629亿元，<sup>13</sup>增长90%。由此推动，12月M1环比较前值小幅上行0.88个百分点至1.5%，同比增长1.5%，与前值一致。12月广义货币供应M2同比增长略有回调，较上月上行0.1个百分点至8.1%，预计后续还将继续改善。

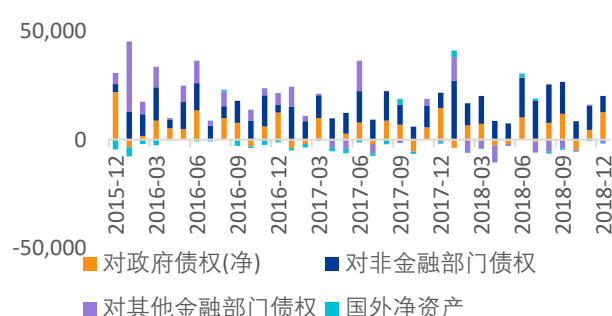
为了促进信贷和核心存款的恢复，2018年人民银行已经累计实施了四次降准，<sup>14</sup>向市场净释放资金约2.3万亿元。从数据上看，12月贷款已经出现改善（不过中长期贷款尚未见显著改善，见下）。当前的关键问题是如何进一步促进信贷恢复，增加核心存款。2019年1月初，人民银行再次下调金融机构存款准备金率100个基点置换部分中期借贷便利，以降低融资成本与对冲春节前后的流动性波动都是为此目的。鉴于当前的惜贷持续，我们认为**货币政策有可能会进一步加码**。

图：2014年至今M1和M2同比（%）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股战略研究

图：存款性公司负债端增减变化（亿元）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股战略研究

<sup>13</sup> 企业活期存款季节性增长主要是财政转存的结果。例如12月财政存款持续减少1.03万亿元，通过减税让利、补贴等形式转移至企业端，因而带动企业存款增加。

<sup>14</sup> 分别是1月央行对部分商业银行实施普惠金融定向降准；4月央行降低准备金率100个基点降准置换；3）6月央行通过定向降准50个基点支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资降低准备金率；4）10月下调部分金融机构人民币存款准备金率100个基点以置换中期借贷便利。

### 1.6.2、社融缓慢恢复，有效信贷不足，非标受困蕴含潜在风险

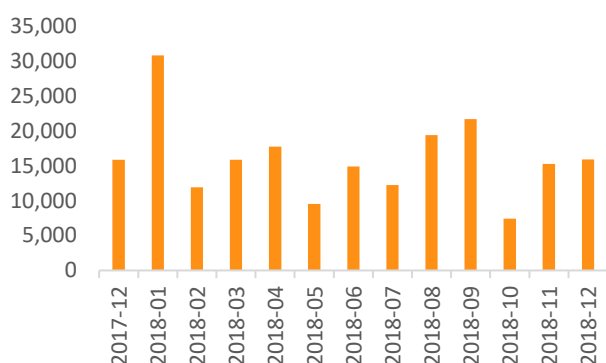
12月，新增社融环比小幅改善，较前月小幅多增658.25亿元至1.59万亿元。从增速上看，累计全年社融增速较1-11月下滑0.1个百分点至9.8%，下滑速度已经1-11月放缓（1-11月较前期下滑0.3个百分点）。

其中，**表内贷款显著改善**，12月新增贷款9281亿元，同比增长60%，增速较11月上行59个百分点。**不过，中长期贷款尚无显著增长，当前信贷投放主要集中在票据融资。受降息推动，信用利差已经显著回落，15但是有效信贷不足的问题依然难以缓解。**

**非标融资仍在继续收缩**，存量持续负增长，且降幅有所扩大，12月同比增长-10.9%，较前值下行1.8个百分点，较2017年12月下行26个百分点。**这也是当前社融存在的一个主要问题，导致表外融资利率进一步高企，部分民企房企和地方政府暴雷可能引起的局部风险值得关注。不排除随风险事件爆发政府政策进一步松动、放松表外融资的可能性。**

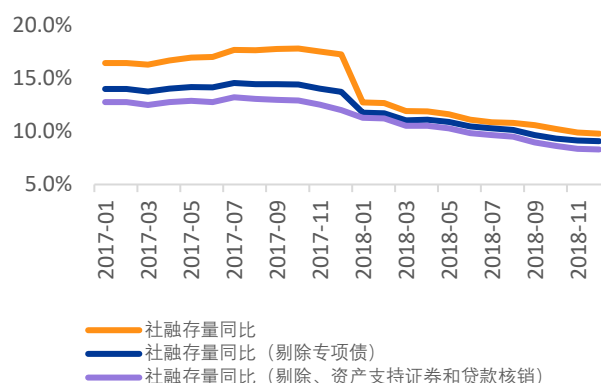
受益于2019年地方债可能发行或提前放量的影响，12月地方专项债发行规模恢复净增长，由前月的-331.9亿元增长至362亿元，是社融回应的动力之一。预计2019年1季度地方专项债将成为支撑社融增长的主力军。

图： 当月新增社融变化（亿元）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股战略研究

图： 三种口径社融存量同比变化（%）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股战略研究

## 人民币汇率与跨境资金

### 2.1、人民币汇率压力减轻

**12月，人民币汇率贬值压力得到舒缓**，美元兑人民币平均汇率从6.94下降到6.88上行。2019年初至今，人民币汇率持续快速上行。数据显示，人民币即期汇率已经由2018年末最后一个交易日的6.87上升至6.75，升值幅度达1172个基点，人民币中间价涨幅达1.4%。

**汇率升值主要有三方面因素：1) 受到美联储发布加息大概率放缓步伐的言论影响，市场普遍认为加息将在2019年进入尾声，美国经济2019年增长前景存在不确定**

<sup>15</sup> 以信用债为例，1年期AAA、AA+和AA企业债到期收益率12月分别下行4.7、0.3和上行6.3个基点，2019年初至1月25日，下行进一步扩大，分别下降33.5、33.5和44.5个基点至目前的3.25%、3.48%和3.68%。

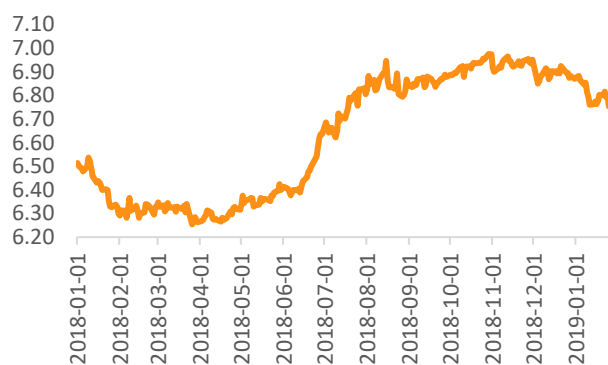


性；2) 中美经贸磋商传递出积极信号，一定程度上提振了人民币汇率；3) 春节前是传统的结汇高峰期，最近一段时间人民币的结汇量上升也对人民币升值起到拉动作用。

**2019年，我们预期人民币汇率的压力总体有所减轻。**虽然中国经济增长总体方向下行，但是全球乃至美国经济增长也都面临下行或者更多变数，这又进一步影响市场对美联储加息进程的预期。考虑到人民币贬值的预期在很大程度上已经反映到汇率变动中，我们认为，反而2019年汇率贬值压力相对减轻。随着金融市场对外开放，资本项目开放和汇率制度改革也有可能适时推进。当然，随着中美关系和全球地缘政治变得更加动荡，汇率整体的波动性和不确定性也将随之增加。

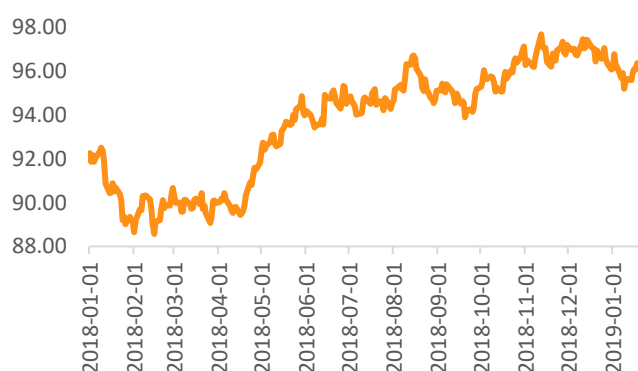
12月官方外汇储备环比持续回升，新增外汇储备110.15亿美元。剔除价格因素，实际当月外汇储备多增111.3亿美元，存量规模约3.08万亿美元。不过全年来看，2018年全年外汇储备较2017年同比下降2.14%，较2017年增速下行6.55%。预计2019年随着国内金融市场进一步对外开放，人民币汇率走势确定逐步增强等利好因素，资本项目下的新增外汇将持续流入。

图：离岸人民币对美元即期汇率走势（USD/CNH）



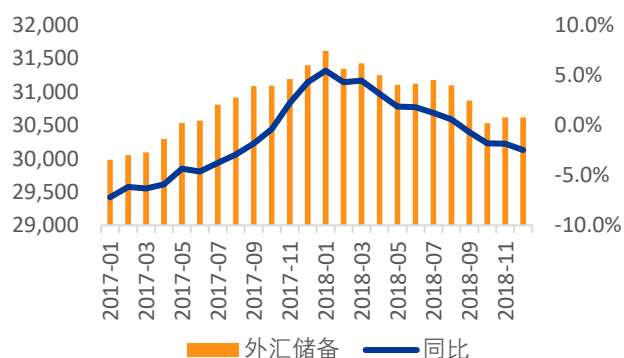
资料来源：Wind、ICAP、光大控股战略研究

图：今年以来美元指数（1973年3月=100）



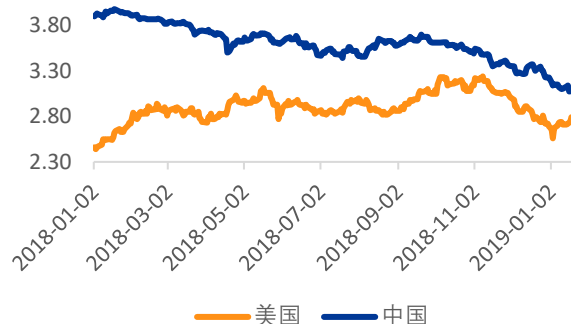
资料来源：Wind、美联储、光大控股战略研究

图：外汇储备存量与同比变化（亿美元、%）



资料来源：Wind、外管局、光大控股战略研究

图：中美十年期国债收益率对比（%）



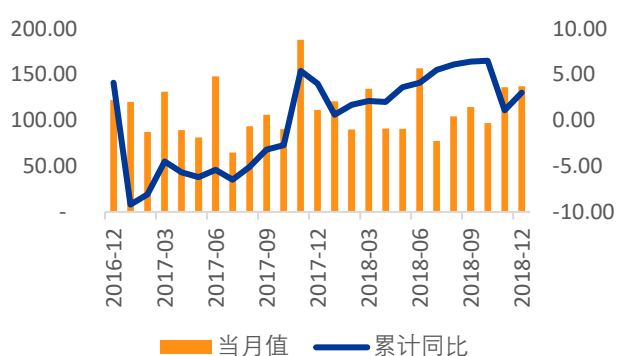
资料来源：美联储、中债登、光大控股战略研究

## 2.2、外商直接投资下降，企业对外投资处于低增长

数据显示，国内经济下行、中美贸易争端等并没有彻底扭转外资进入中国的意愿。12月外商直接投资流入规模137亿美元，与前值基本一致。受此带动，2018年外商直接投资规模达1349.7亿美元，累计增长3%，不过增速较2017年同期下降1个百分点。需要注意的是，外商直接投资2016年一直持续负增长，2017年受全球经济增长有所改善带动，增速开始上行并由负转正，2018年以来也一直延续上行趋势，直至11月才出现扭转，下一步走势有待观察。当然我们不排除今年以来多数中资企业选择海外融资流回国内以解决资金短缺的困境在一定程度上带动了部分FDI上行，不过在中国进一步放开外资和经济结构升级的背景下，16外资继续保持进入中国市场，生产经营也是现实。

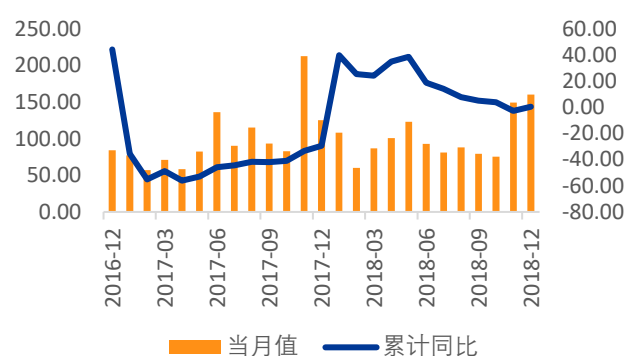
对外投资方面，12月国内非金融企业对外直接投资规模达160.2亿美元，较上月有所回升。2018年对外累计投资1205亿美元，累计增速0.3%（前值-2.85%），虽然增速很低，不过比2017年同期高29.7个百分点。2017年，受商务部真实性、合规性审查影响，国内企业的正常对外投资受到压抑，2018年1-5月国内企业对外投资维持32%的高增长，一定程度上也与需求集中释放有关。然而6月后企业对外投资增速逐步下行，由18.7%下降到当前的接近为零，不过12月的反弹，似乎也显示国内部分企业资金面紧张得到一定程度的舒缓，有冗余资金“出海”投资，其可持续性值得关注。

图：外商直接投资当月值与累计同比（亿美元、%）



资料来源：Wind、统计局、光大控股战略研究

图：对外直接投资当月值与累计同比（亿美元、%）



资料来源：Wind、商务部、光大控股战略研究

## 宏观政策分析

2018年底的中央经济工作会议上提出宏观政策要强化逆周期调节作用，这显示2019年的宏观政策方向为“松货币、松财政”。在减税降费的具体政策出台以前，当前政策的核心发力在降低融资成本、扩大信贷投放。1) 2019年1月初人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，结合1月25日的置换中期借贷便利和普惠金融定向降准达标奖励后，合计释放约8000亿元人民币的长期增量资金；2) 1月23日，人民银行开展一季度定向中期借贷便利(TMLF)操作，规模约2575亿元；3) 1月24日为了扩充银行资本、扩大商业银行的信贷投放空间，人民银行宣布新设创新工具，央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap, CBS)公开市场业务一级交易商可以使用持有的银行永续债从人民银行换入央行票据，并且主体评级不低于AA级的银行永续债纳入中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)和再贷款的合格担保品范围。4) 为了扩大永续债的认购，银

<sup>16</sup> 今年6月底，《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》正式出台。

保监会还允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。宽松的货币政策不仅降低了融资成本，也为“更积极”的财政政策发挥作用创造了空间。央行通过降准释放增量资金，进入商业银行体系，一方面支撑实体经济的信贷需求，另一方面通过银行购买国债、地方政府债等支撑扩张性财政，实现总需求与总生产两端的修复增长。我们认为，视乎实体经济信贷投放的进展，2019年货币政策或将继续微调。

在“更积极”的财政政策方面，尽管理想状态下政府能通过包括精简行政开支、征缴国企利润、土地收入、提升财政赤字、举债等多种综合措施促进政策落实，但在现实中，企业利润和土地收入均面临下降趋势，进而增加了政府压缩行政费用的压力。从当前看，举债和扩大财政赤字可能是一个现实选择，并且宽松的货币政策为政府再融资与新增债务营造低成本空间。虽然当前政府赤字看似面临约束，但是《马约》所规定的3%国际警戒线是以60%的政府债务率和5%的GDP增长为前提的。在当前经济增长大于6%的前提下，赤字率只要低于3.78%都是合适的。即使考虑到隐性债务，也并非没有空间，更何况广义财政的增加还有别的手段，而3%的赤字和60%的政府债务率也早已为不少政府所突破。因而从现实来看，政府财政扩张并非没有空间，主要看其中的政策考量，而我们认为，为经济压舱还是有可能的。

## 风险提示与总结

总体来看，在政策带动下，12月经济还是处于持续变化之中。生产和消费出现边际改善、制造业和基建投资保持增长。当然，经济下行压力依然很大，当前的不利因素包括信用恢复未见实质改善，进出口面临更大的下行压力，房地产投资开始放缓，以及企业盈利继续下滑等。

从文中分析来看，虽然短期来看不利因素较多，但也不必过分悲观。首先，数据显示，中国经济结构调整正在进行中，产业结构正在升级，新旧动能持续转换；其次，宏观政策调控正在积极调整，包括支持中小民营企业信贷、提升居民消费、加大基建投资，和减费降税等。政府的行政干预能力不可低估；第三，我们认为，六稳（稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳外资、稳投资）在很大程度上就是稳经济。根据当前经济形势看，货币政策仍可进一步宽松，而财政扩张也仍有空间，主要看政府的考量；此外，虽然中美关系已经发生实质性转变，但是全球贸易和投资的产业链和分工决定了中美贸易战将是两败俱伤的结果，双方政府都有达成贸易协议的诉求，而这将推动国内开放。

根据文中依据基本政策对冲（实际情况视乎政策出台）所做的分析，我们认为，2019年消费可能略低于2018年但是不会大幅度下滑，固定资产投资预计将小幅低于去年，而进出口则将面临较大的下行压力。随着经济继续下行，政策有望进一步放松。这样，在经济下行和政策放松互动的带动下，**预计2019年一季度GDP增速将继续下降，随着加大信贷投放和减税等政策出台，下行速度将逐步放缓，经济或在2-3季度之间企稳，全年增长将在6.3%左右。**

## 关于作者

---

### 张静春

副总监 战略管理部

[jingchun.zhang@everbright.com](mailto:jingchun.zhang@everbright.com)

### 林之骏

高级主任 战略管理部

[paul.lam@everbright.com](mailto:paul.lam@everbright.com)

## 关于中国光大控股有限公司

---

中国光大控股有限公司(「光大控股」, 股份代号: 165.HK) 于 1997 年在香港成立, 拥有超过 20 年私募股权投资及资产管理经验, 是中国领先的跨境投资及资产管理公司, 母公司为中国光大集团。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等, 与投资者共同培育了众多具有高增长潜力的企业, 同时还配合中国企业的发展需求, 将海外的技术优势与中国市场相结合, 为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。此外, 光大控股利用强大的自有资金, 培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商「中飞租赁」、孵化了人工智能物联网的独角兽公司「光控特斯联」, 以及整合国内中高端养老产业, 致力打造优质的养老品牌。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「沪港通」和「深港通」启动后, 光大控股成为可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「专注致远 顺势有为」的信念, 立足香港这一中西交融之地, 专注于跨境资产管理, 通过国际化的平台、专精的投资团队, 顺势有为, 以多视角洞察全球市场变化带来的投资机遇, 灵活应变, 致力成为中国跨境投资及资产管理行业的先行者。

如欲了解更多光大控股的信息, 请浏览 [www.everbright.com](http://www.everbright.com)。

## 免责声明

本报告由中国光大控股有限公司（「本公司」）撰写，本报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用本报告而使本公司及其附属及联营公司（合称「本集团」）违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使本集团受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。

本报告所载的内容及观点只提供给收件人作参考之用，不构成任何投资建议，不存在邀约或招揽购买或出售任何证券的企图，也不构成在会受到法律或法例限制或禁止的任何司法权区购买或出售证券的邀约或招揽。

本报告并未考虑到任何人士的目标、财务状况或需要。本报告的内容不应被视为法律、税务、投资或其他意见，如需要，阁下应寻求相关专业顾问的意见。本报告所载信息并不足够对任何投资计划作出全面评估，阁下不应依赖本报告所载信息。潜在投资者在做出与本报告内提及之投资计划有关的投资决策时，应完全以适当的尽职调查作为决策准则。本报告内提述的相关投资等可涉及投资风险。本报告内的例子仅供参考，概不保证任何特定投资目标将会达成或任何期望达致该等目标的投资策略将会成功。

本报告内提述的能力仅适用于有经济能力及愿意承受投资策略所带来风险的人士。未来表现无法预知。本报告可能载有的意见、预测及其他前瞻性陈述均受不同风险及不确定因素影响，实际事件或结果可能与该等前瞻性陈述所载者截然不同。本报告显示的实际或模拟过往表现不应被视作日后表现的指标。

本公司不会就本报告所载的资料、意见及结论之准确性或完整性，明示或默示作出任何陈述或保证。于撰写本报告时，本公司依赖外部资料来源的准确性及全面性，并无独立验证此等资料。本集团可发出其它与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本集团的立场。在法律容许的最大程度下，本集团、其等董事、雇员或代理不对任何因使用本报告、其内容或其他因本报告而引致或所涉及的任何损失负责。

在提供本报告内提及的金融服务时，本集团、其等董事、雇员及人员可能扮演不同及有潜在冲突的角色。本集团可能不时出任产品的受托人、管理人、过户处、保管机构、投资经理、投资顾问、代表或其他与产品有关的相关人员，而该等产品的投资目标可能会与本报告内提及的产品投资目标相同。鉴于该等角色存在冲突，本集团的利益可能不时与投资者的利益不一致，本集团可能亦会因出任该等角色而获得报酬。本集团有利益冲突政策，以有效管理利益冲突。

本报告中提述的个别公司并非本集团的投资建议。本集团现时管理的投资组合可能已包括或未包括该等公司，本报告提述该等公司只用于说明目的。

## 版权说明

中国光大控股有限公司版权所有。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。



官网



微信

版权所有© 中国光大控股有限公司