

## 2018 年宏观经济稳中有进 “变”与“忧”不会引发经济失速

**【事件】** 2018 年 2 月 28 日，国家统计局公布《2018 年国民经济和社会发展统计公报》，从“三驾马车”、三次产业、财政金融运行及社会事业发展等角度，全面分析了 2018 年经济运行的整体特征。国家统计局强调，2018 年我国经济较好地抵御了外部风险挑战，经济增速处于合理区间，增长结构持续优化，居民生活和社会保障进一步改善。国家统计局认为，2019 年经济运行稳中有变、变中有忧，下行压力加大，但我国经济稳定运行的基础依然坚实。

**【解读】** 2018 年我国经济增速小幅下行，但仍保持在中高速增长区间，经济增长结构优化，“三去一降一补”供给侧改革持续推进，金融风险整体呈收敛之势，经济运行总体特征可概括为“增速稳、结构优、改革进、风险降”。2019 年全球经济景气下行，中美贸易摩擦变数较大，国内宏观调控两难因素较多，稳定房地产市场运行难度较大，经济运行环境稳中有变，变中有忧。今年宏观政策将向“稳增长”方向发力，结构性改革有望进一步激发市场主体活力，宏观经济运行结果将是“变中有稳”，不存在经济失速可能。

具体分析如下：

### 一、2018 年经济运行的总体特征可概括为“增速稳、结构优、改革进、风险降”

主要受外需放缓及国内金融严监管等因素影响，2018 年我国经济增速小幅下行。全年 GDP 实际增长 6.6%，增速较上年小幅下滑 0.2 个百分点，但未偏离年初制定的“6.5%左右”的增长目标。从“三驾马车”来看，当年经济增速下滑主要有以下几个原因：首先，受全球经济复苏动能放缓影响，净出口对经济增长重返负向拉动区间，较上年下滑 1.1 个百分点；其次，国内金融严监管叠加财政严控地方债，2018 年基建投资增速大幅下降 15.2 个百分点，投资对经济增长的拉动率下滑 0.1 个百分点；第三，下半年中美贸易摩擦持续升级，市场信心受到一定冲击，汽车等大件可选商品消费也受到一定影响。

不过，在服务消费高增带动下，终端消费对经济增长的拉动率达到 5.0%，较上年提高 0.9 个百分点。由此，2018 年消费对经济增长的贡献率为 76.2%，相当于投资贡献的两倍以上。这表明我国经济增长进一步摆脱投资依赖，正在稳步转向消费驱动。截至 2018 年四季度，我国 GDP 增速已连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%的中高速区间，经济增长韧性突出。

服务业“稳定器”功能明显，制造业向中高端迈进。2018 年第三产业增加值占国内生产总值的比重升至 52.2%，对经济增长的贡献率达到 59.7%，比第二产业高 23.6 个百分点，信息、物流和商务服务业增速均明显高于整体经济增速。主要受汽车制造业增速下滑等影响，2018 年工业增速下滑 0.4 个百分点至 6.2%，但当年高技术制造业增加值占比提高 1.2 个百

分点达到 13.9%，装备制造业增加值比重也提高 0.2 个百分点，达到 32.9%。全年高技术产业投资同比增长 14.9%，较整体投资增速高出 9 个百分点。

“三去一降一补”供给侧改革持续推进。2018 年煤炭、钢铁去产能目标提前完成，上游行业投资增速“转正”；工业产能利用率达到 76.5%，接近 2013 年以来最高水平。年末商品房待售面积比上年末减少 6510 万平方米（下降 11%），去库存效果明显，并带动房地产投资保持较快增长。2018 年宏观杠杆率保持稳定，工业企业资产负债率下降 0.5 个百分点。2018 年增值税、个税减税政策连续推出，累计减税降费规模达到 1.3 万亿，减税正在成为积极财政政策的主要抓手。在补短板方面，2018 年脱贫攻坚深入推进，全国农村贫困人口减少 1386 万人，生态保护和环境治理、农业固定资产投资分别比上年增长 43.0% 和 15.4%，新一轮基建补短板措施正在推出。

严监管措施落地，金融风险整体呈收敛之势。以资管新规落地为代表，2018 年一批金融严监管政策陆续推出。这意味着宏观审慎政策的“四梁八柱”框架已基本成型，并对金融体系运行产生显著效果：全年表外融资少增 6.5 万亿，其中委托贷款、信托贷款规模分别下降 11.4% 和 8.8%，影子银行治理力度明显加强，各类金融乱象得到有效整治。受宏观经济下行压力加大影响，2018 年货币政策向边际宽松方向微调，但主要定向支持小微、民营企业，并未产生大水漫灌效应，年末 M2 和存量社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。以 M2 与名义 GDP 比率衡量，2018 年宏观杠杆率较上年下降 3 个百分点，此前宏观杠杆率快速上升势头得到遏制。由此，作为三大攻坚战中的核心目标之一，防范系统性金融风险在 2018 年初战告捷。

## 二、2019 年经济运行环境稳中有变，变中有忧

国家统计局指出，2019 年经济运行稳中有变、变中有忧，下行压力加大。我们认为，“变”主要是指经济运行的外部环境。首先，2019 年全球经济景气程度将继续下行，从主要经济体来看，2019 年全球经济有可能进入同步减速阶段：其中，伴随财政刺激因素退去，2018 年一枝独秀的美国经济将见顶回落，欧洲和日本经济将继续受到内部政治、政策环境及全球贸易战影响，经济增长将再下一个台阶。而面对外部冲击，新兴经济体维持 2018 年 4.7% 的增速难度正在加大，内部分化值得关注。其次，中美经贸磋商尚未完全结束，未来可能还将经历曲折复杂的博弈过程。由此，2019 年外需对经济增长仍将维持负向拉动，中美贸易摩擦对国内消费和投资信心的影响值得关注。

“忧”的方面则主要包括宏观调控两难因素较多，稳定房地产市场运行难度较大，市场微观主体信心不足。当前我国宏观杠杆率和房地产价格仍处高位，对货币政策向偏松方向调整形成了一定掣肘。另外，2018 年四季度受经济金融因素综合影响，房地产市场出现降温苗头。由此，2015 年开启的这一轮房地产上升周期在今年转冷的可能性较大，而这将对保持固定资产投资增速，乃至整个经济金融稳定运行形成一定拖累。最后，受经济下行压力加大、中美贸易摩擦等因素影响，当前企业信心受到一定冲击。2019 年 2 月，制造业 PMI

指数为 49.2%，连续三个月位于荣枯线下方。从消费者信心看，2018 年四季度消费者信心指数为 121.4，比上年同期回落 1.2 点。

### 三、宏观政策将向“稳增长”方向发力，结构性改革有望进一步激发市场主体活力，2019 年宏观经济运行结果将是“变中有稳”，不存在经济失速可能

在财政政策方面，2019 年积极财政政策有望向减税方向倾斜，支出增加则主要为基建补短板提供资金支持，财政赤字率目标会调回 3.0%，主要对接基建的地方专项债发行规模将大幅增加。在货币政策方面，预计央行会继续保持边际宽松基调，结构性货币政策将主要向民营、小微企业倾斜，定向滴灌，防范大水漫灌阻碍结构性去杠杆。我们预计，2019 年央行仍将侧重运用量化调节工具，将会再实施 2-3 次降准，并适时加大 MLF 等公开市场操作力度，继续以“宽货币”支持“宽信用”。当前社会心理预期处于敏感阶段，明确的政策信号是稳预期的关键，预计 2019 年监管层将更加重视相机抉择，进一步加强宏观政策的预调微调。

在结构性政策方面，为促进形成强大国内市场，养老、教育、医疗、旅游等服务行业的市场准入将进一步扩大，弥补供给短板，巩固国内消费对经济增长的基础性作用。而以增强微观主体活力为重点，经济体制改革有望多点突破。目前可以确定的重要改革有：上海证券交易所设立科创板并试点注册制，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度；此外，户籍制度改革、农村土地制度改革等都有望进一步走深走实。

展望 2019 年，除了宏观政策转向稳增长，结构性改革有望激发市场主体活力外，前期供给侧改革着力推进去产能、去库存、去杠杆，也为今年实施逆周期调节腾出了一定政策空间。此外，城镇化进程每年新增 1300 万就业，国内消费升级带动服务需求增长较快，新兴产业将继续保持较高增长势头。总体上看，2019 年经济运行的回旋余地仍然较大，最终的结果很可能是“变中有稳”，GDP 增速有望达到 6.3% 左右，经济增长不存在失速风险。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及准确性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切权

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_13726](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13726)

