

宏观经济观察 017：经济周期底部的波动

一周宏观动态

中国经济周期仍在底部波动。尽管我们注意到 12 月的经济数据呈现企稳改善迹象，生产端表现出好于市场预期特征，而担忧的房地产部门在高军工周期以及并不差的新开工影响下表现出韧性，但是我们并没有看到信用端出现强劲回升的势头。12 月无论是资产端的社融，还是负债端的 M 指标依然表现出较为温和的反弹状态。另一方面，反观外部经济环境，中美第一阶段协议的签署降低了市场对于贸易不确定性的担忧，韩国 1 月以来出口状况的改善也增加了市场对于周期改善的乐观预期。但是就目前宏观现实而言，数据的阶段性改善性波动仅仅增加了预期的美好，周期依然在底部没有走出的现实没有改变。

美国信用周期仍在顶部，未至滑落但也没有更多起色。快速扩张的资产负债表显示出美国金融市场压力的脆弱性，美元资产在外部负面冲击的改善叠加内部流动性的快速扩张影响下，延续着顶部的信用周期。尽管美联储褐皮书对于当前经济的描述依然乐观，但是随着中美协议的签署，市场的紧张感将转向对于总统的弹劾、对于流动性的进一步关注上，美国财政部 20 年期限国债的发行料增加美联储对于长债的政策转变，未来持续关注。

僵持的市场等待触点的到来。对于美国，信用周期的顶部通过货币的宽松增加了信用扩张至高位的尾部延续性；对于非美，景气的周期开始触底，但是信用的扩张仍缺乏有效的刺激，资产端财政扩张的有限性以及负债端实际利率的未有效降低，使得周期维持在底部。高位未降、底部未升的局面等待着导火索，或是通胀的回升改变了套息交易的方向（转向宽松），或是厌恶情绪的再次上升增加底部的压力释放（转向收紧）。

全球宏观定位

定位：全球经济仍处在底部。12 月经济数据呈现出底部波动。在此期间，仍需重点关注通胀端的交易；在通胀端未转变流动性宽松格局情况下，战术性仓位仍关注增长端的改善。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行，非美库存仍在低位等待启动。（二）产能周期。中美期限利差均向走出扁平化挣扎，在周期等待启动——无论是经济内生需求，还是财政逆周期的需求——产能周期下行的风险仍未解除。

宏观策略

中期维持周期准备向上的宏观交易策略，配置来源于当前尾部阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；当前短期交易仍关注市场风险偏好改善提供的“泡沫化”空间，观望或尝试空单。

风险点：底部风险释放低于预期，导致宏观预期修正低于预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[中国通胀压力阶段性改善](#)

——宏观经济观察 016

2020-01-13

[跨年的流动性变奏曲](#)

——宏观经济观察 015

2019-12-30

[全球经济收敛还是分化？](#)

——宏观经济观察 014

2019-12-23

[全球贸易逆转，流动性收紧](#)

——宏观经济观察 013

2019-12-16

[国内“保稳定”，关注流动性](#)

——宏观经济观察 012

2019-12-09

[第一场雪后，待跌入冬季](#)

——宏观经济观察 011

2019-12-02

一周宏观数据与展望

· 中国：国家统计局局长就 2019 年全年国民经济运行情况答记者问

来源：统计局

中央广播电视总台央视记者：

想请问宁局长，2019 年中国发展的内外部环境严峻复杂，您如何评价 2019 年国民经济运行的情况，年初设定的主要预期目标是否完成？谢谢。

宁吉喆：

2019 年，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全国上下坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，加强宏观政策逆周期调节，全力做好“六稳”工作，经济运行总体平稳，发展质量稳步提升，**主要预期目标任务较好完成**。全年经济运行有以下六个特点。

一是经济保持中高速增长。刚才已经介绍了，2019 年国内生产总值 990865 亿元，比上年增长 6.1%，符合年初提出的 6%-6.5%的预期目标，明显高于全球经济增速，在世界主要经济体中是名列前茅的，在 1 万亿美元以上的经济体中是位居第一的。大家可能已经看到一些数据，2019 年美国经济增长大约在 2.3%左右，日本和欧元区的增速略高于 1%，印度增长 5%多一点，所以中国增长 6.1%，依然是全球经济增长的冠军。2019 年，我国人均国内生产总值 70892 元，按年平均汇率折算达到了 10276 美元，**突破了 1 万美元的大关**，实现了新的跨越。

二是就业持续扩大。2019 年，月度全国城镇调查失业率都在 5.0%-5.3%之间，低于年初提出的 5.5%左右的预期目标。12 月份全国城镇调查失业率是 5.2%，全年城镇新增就业 1352 万人，明显高出年初提出的 1100 万人以上的预期目标，已经是连续第七年保持在 1300 万人以上了。刚才也介绍到，农民工总量还是在增加的，2019 年达到了 2.91 亿人。

三是价格总体稳定。2019 年，居民消费价格比上年上涨 2.9%，符合年初提出的 3%左右的预期目标。其中，食品价格上涨得高一些，为 9.2%，非食品价格上涨 1.4%，扣除食品和能源的核心 CPI 比上年上涨 1.6%，涨幅比上年还是回落的。

四是外贸外资逆势增长。2019 年货物进出口总额比上年增长 3.4%，出口增长 5%，进口增长 1.6%，实现了外贸稳中提质，这也符合年初提出的预期目标。货物贸易顺差比上年扩大 25.4%，利用外资方面，在全球跨境投资大幅下降的情况下，从 1-11 月份的数据看，实际使用外资同比增长 6%，全年有望超过 1300 亿美元。年末外汇储备余额 31079 亿美元，比上年末增加了 352 亿美元。

评论：经济运行 6 个特点。

- 1、经济保持中高速增长
- 2、就业持续扩大
- 3、价格总体稳定
- 4、外贸外资逆势增长
- 5、居民收入增长与经济增长基本同步
- 6、增加的质量效益提高

五是居民收入增长与经济增长基本同步。2019年，全国居民人均可支配收入30733元，实际增长5.8%，与GDP增长基本同步。如果与人均GDP增速相比，是相当的。GDP增长6.1%，人口增长超过千分之三，所以人均GDP增长5.8%左右，达到了全年居民收入增长与经济增长基本同步的预期目标。尤其可喜的是，**农村人均居民可支配收入实际增长6.2%，继续快于城镇居民**，城乡居民收入差距又有所缩小。

六是增长的质量效益提高。供给侧结构性改革扎实推进下，“三去一降一补”成果得到巩固，刚才介绍到2019年全国工业产能利用率为76.6%，比上年有所提高。微观杠杆率按规模以上工业企业资产负债率来衡量，11月末是56.9%，比上年同期下降0.3个百分点。城乡居民人均可支配收入比值是2.64，比上年缩小0.05，这反映了**城乡居民收入差距有所缩小**。中西部地区工业、投资等主要指标增长是快于东部地区的，反映出区域发展的差距有所缩小。

还要指出的是，四季度尤其是11月、12月份主要宏观经济指标出现了积极变化。四季度，国内生产总值同比增长6%，与三季度是持平的，好于预期。从生产看，四季度规模以上工业增加值同比增长6%，比三季度加快1个百分点。其中，12月份增长6.9%，比10、11月份分别加快了2.2、0.7个百分点。从需求看，四季度社会消费品零售总额同比增长7.8%，比三季度加快0.2个百分点。其中，12月份增长了8%，比10月份加快0.8个百分点，与11月份是持平的。1-12月份固定资产投资（不含农户）增长5.4%，比1-11月份加快0.2个百分点。12月份货物进出口总额增长12.7%，比11月份加快10.7个百分点。从市场预期看，12月份制造业PMI为50.2%，**连续两个月处于荣枯线以上**，非制造业商务活动指数为53.5%，持续位于较高景气区间。

所以，全年主要宏观指标都符合预期，在年初的预期目标范围内，特别是**11、12月份经济指标出现了积极的变化**，谢谢。

新华社记者：

我们观察到今年的人均GDP已经突破了10000美元，GDP总量接近100万亿元大关，我们如何理解这两个数据的标志性意义，这两个数据有没有改变我国的发展阶段？谢谢。

宁吉喆：

你这个问题问得很好。大家也都注意到，2019年我国GDP的总量是达到了99.1万亿元，接近100万亿元人民币。人均GDP按平均汇率折算，达到了10276美元，也就是说突破了1万美元的大关。这不仅意味着我国经济总量不断扩大，而且表明我国经济发展的质量在稳步提升，人民生活在持续改善，这不仅为中国今年实现全面小康打下坚实基础，而且为全人类的发展进步事业作出了我们应有贡献。它是具有重要的**标志性意义**的，可以从以下四个方面来认识。

评论：GDP 总量和人均 GDP 突破的意义：

- 1、综合国力增强
- 2、社会生产力水平提升
- 3、人民生活质量提高
- 4、为人类发展进步作出的贡献进一步扩大

第一，这标志着我国综合国力进一步增强。2019 年，我国国内生产总值 990865 亿元，也就是经济总量接近 100 万亿元，按照年平均汇率折算达到 14.4 万亿美元，稳居世界第二。根据我们比较计算，这与 2018 年世界排名第三、第四、第五、第六位的日本、德国、英国、法国四个主要发达国家 2018 年的国内生产总值之和大体相当，他们之和加起来是在 14.7 万亿美元左右。中国经济发展、政治稳定、文化进步、社会和谐、生态改善、国防巩固，前进的步伐不可阻挡。

第二，这标志着我国社会生产力水平进一步提升。农业基础地位巩固。2019 年全国粮食总产量 6.6 亿吨，是世界第一大产粮国，也是中国历史上最高的粮食产量。我们的工业体系日益完善，拥有世界上所有工业分类。我们的基础设施更加健全，年末高速铁路营业总里程达 3.5 万公里，占全球高铁里程超过 2/3；高速公路里程超过 14 万公里，居世界第一。电力装机容量接近 20 亿千瓦，居世界第一。我们的现代信息通信体系不断完善，互联网上网人数 8.6 亿人。

第三，这标志着我国人民生活质量进一步提高。就业质量的提高，反映为居民在城镇就业的比重上升，2019 年城镇就业人员 4.4 亿人，占全部就业人员比重 57.1%，同比提高了 1 个百分点。居民收入水平上升，收入质量也在提高，2019 年全国居民人均可支配收入突破 30000 元；消费质量提高，居民的消费结构升级，2019 年有两个比重说明这一点，一个是居民人均消费支出中服务性消费支出的比重达到了 45.9%，比上年又提高了 1.7 个百分点。二是人均食品消费支出在全部消费支出比重，也就是恩格尔系数，2019 年是 28.2%，下降了 0.2 个百分点。服务性消费上升，食品消费总体下降，反映了消费结构的升级变化。生活质量提高，居民有房有车的、外出旅游的都在增加，城镇居民人均住房建筑面积接近 40 平方米，全国私人轿车保有量达 2 亿辆，国内旅游约 58 亿人次，出境旅游超过 1.4 亿人次，这反映了中等收入群体规模在进一步扩大。

第四，这标志着中国为人类发展进步作出的贡献进一步加大。根据世界银行数据，2018 年人均 GDP 在 1 万美元以上的国家人口规模约 15 亿人。随着总人口达到 14 亿的中国步入人均 GDP10000 美元以上国家的行列，全球在这个行列的国家人口规模将接近 30 亿人。全球 70 多亿人口当中，由于中国的加入，有 30 亿人口人均 GDP 都达到了 10000 美元以上。这是人类经济社会发展的重大进步，也是中国作为一个发展中的新兴经济体对世界作出的贡献，所以说，把中国的事办好，就是对世界的贡献。

2019 年中国 GDP 占世界的比重预计将超过 16%，中国经济增长对世界经济增长的贡献率预计将达到 30%左右。中国仍然是世界经济发展动力最足的火车头，中国人均 GDP 稳居世界上中等收入国家行列，人文发展指数地位也进一步上升。

同时，我们也要清醒地看到，我国处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情仍然没有改变，中国人口多，生产力总体还不发达，发展不平衡不充分的问题依然突出。我国是世

界最大发展中国家的国际地位也仍然没有改变，虽然我们人均 GDP 与高收入国家的差距是在缩小，但我们仍然是处在中等收入国家的行列。要把我国建设成为社会主义的现代化国家，实现中华民族的伟大复兴，需要我们久久为功、艰苦奋斗，谢谢。

彭博新闻社记者：

我有两个问题，第一个是您能不能跟我们介绍一下四季度出口、消费和投资对经济增长的具体贡献是多少？第二个问题，关于居民人均可支配收入实际增速，这个速度我们感觉是低于 GDP 的增长，2020 年中国将采取哪些措施来推动居民收入的增长，进一步让经济实现更好的再平衡？

宁吉喆：

第一个问题，2019 年四季度和全年的消费、投资和进出口对经济增长的贡献率，因为三方面加总是百分之百，各方面数据显示出此消彼长的关系。您可能已经知道，前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率超过 60%，为 60.5%。从全年来看，最终消费支出的贡献率略低于 60%，为 57.8%；资本形成总额对经济增长的贡献率有所上升，全年达到了 31.2%；货物和服务净出口即货物和服务的出口减去进口的贡献率是 11%。与三季度相比，四季度相关数据会发生相应变化。消费仍然是中国经济增长的第一拉动力，从全年来看，其对经济增长的贡献率都是保持在 60%左右的水平。

第二个问题，大家注意到，刚才我介绍了全国居民人均可支配收入名义增速比较高，但由于全年 CPI 涨幅有所扩大，扣除价格以后实际增长 5.8%。我刚才提到，人均 GDP 增速为 5.8% 左右，所以居民人均可支配收入与人均 GDP 增速是相当的。如果与 6.1% 的 GDP 增速相比，5.8% 的居民人均可支配收入增速也基本同步。所以，居民人均可支配收入增长与经济增长基本同步，这个判断是成立的。

关于 2020 年消费领域的走势。从 2019 年数据看，最终消费支出对经济增长的贡献率达到近 60%，消费在中国经济发展中发挥了基础性作用，是中国经济增长的第一拉动力。展望 2020 年，居民收入稳步增长，带动消费能力提升；而且随着居民消费结构的不断升级，消费领域继续扩大；随着改革深入推进，消费环境继续改善；再加上市场预期的好转，居民消费意愿的上升。可以预见，消费在中国经济发展中的基础性作用会进一步发挥。谢谢。

中央广播电视总台央广记者：

我们注意到 2020 年是全面建成小康社会的决胜之年，请问宁局长，从 2019 年的成绩来看，全面建成小康社会取得了哪些进展。从 2020 年来说，我们还将从哪些方向来努力？谢谢。

宁吉喆：

全面建成小康社会是我们党提出的第一个百年奋斗目标，过去的2019年是全面建成小康社会的关键一年。经过全年的努力，全面建成小康社会取得了新的重大进展，特别是三大攻坚战方面成效显著。下面就具体介绍一下全面建成小康社会的进展。

一是经济总量扩大和居民收入增长并驾齐驱。2019年我国GDP增长6.1%，增量近7.2万亿元，按年均汇率折1万亿美元还多。刚才我说过，中国经济在1万亿美元以上的经济体当中增长是最快的，我们的增量相当于一个中等发达国家一年的经济总量。从全年各季度看，四个季度分别同比增长6.4%、6.2%、6.0%和6.0%；从过去几年来看，也是连续18个季度保持在6-7%之间，我国经济发展的韧性持续显现。这不仅表明2019年全面建成小康社会在经济总量上取得了新的进展，也表明2019年经济发展为2020年决胜全面建成小康社会提供了坚强保障。民生方面，2019年，我国居民人均可支配收入超过了3万元，这也为2020年最终全面建成小康社会奠定了良好基础。

二是脱贫攻坚成效突出。2019年扶贫工作力度、深度和精确度都达到了新的水平，深度贫困地区的资金、项目、举措倾斜力度加大；产业、就业、教育、健康扶贫扎实推进，全国贫困县又摘帽了340个左右；“十三五”异地扶贫搬迁任务基本完成。我刚才已经介绍了，据最新统计，全国又有1109万农村贫困人口实现了脱贫，连续七年脱贫人数在1000万人以上。按现行贫困标准，2019年末，农村贫困人口降到551万人。

三是生态环境持续好转。2019年，生态保护和污染防治取得新的成效。初步核算，全年清洁能源消费量占能源消费总量的比重约为24%，比上一年又提高了1.0个百分点左右。全国337个地级及以上城市的空气质量平均优良天数比例为82%，细颗粒物也就是大家关心的PM2.5未达标的地级及以上城市平均浓度比上年是下降了2.4%，全国地表水1-3类水质断面的比例比上年上升了3.9个百分点，劣五类的比例下降了3.3个百分点。

四是财政金融风险可控。2019年，防范化解重大风险取得积极成果。我国宏观杠杆率基本稳定，微观杠杆率稳步下降，刚才已经介绍了规模以上工业企业资产负债率是下降的。金融方面，银行业、金融机构不良贷款率较低，拨备覆盖率较高，资产质量较为稳健。11月末，全国地方政府债务余额21.3万亿元，控制在全国人大批准的限额之内。财政金融体系整体健康，风险可防可控。

五是人民生活继续改善。2019年，民生保障改善力度加大，在推进大规模减税降费的同时，各级政府确保民生支出合理增加，社会建设取得显著成效，人民群众的获得感、安全感、幸福感继续增强。学有所教方面，学前教育毛入学率在上年81.7%的基础上进一步提高，九年义务教育巩固率在上年94.2%的基础上又有提升；劳有所得方面，城镇居民人均工资性收入占人均可支配收入的比重超过60%，农村居民人均工资性收入与经营性收入之和占人均可支配收入的比重超过了70%。病有所医方面，基本医疗保险覆盖人数约13.5亿。老有所养方面，基本养老保险覆盖人数9.67亿人；住有所居方面，我刚才也介绍了相关数据，棚户

区改造和公租房建设深入推进，城镇居民人均住房建筑面积约 40 平方米。弱有所扶方面，城乡低保标准继续提高。

2020 年是全面建成小康社会的决胜之年，也是“十三五”规划的收官之年。我们在看到全面建成小康社会已经取得重大进展的同时，还要看到今年必须攻坚克难。要立足现有的基础，坚定决胜的意志，突出抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会目标圆满完成。一是要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策以及就业、产业、区域等政策。确保经济运行在合理区间，实现量的合理增长和质的稳步提升。二是要继续推进供给侧结构性改革，加快国企国资、财政金融等关键领域改革，继续推动区域协同发展。三是坚决打好三大攻坚战。集中兵力打好深度贫困歼灭战，不断巩固脱贫成果，打好污染防治攻坚战，重点是打好蓝天碧水净土保卫战。还要完善风险治理机制，抓好源头风险防控。四是坚定不移贯彻新发展理念。继续实施创新驱动发展战略，不断激发经济发展的内生动力和创新活力，持续推动经济高质量发展，实现经济质的稳步提升。五是要确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。加强困难群众生活保障，保持就业稳定，加大力度补齐教育、医疗、住房等民生短板。

谢谢。

路透社记者：

我看到材料中提到，去年中国 GDP 增长从一季度的 6.4% 下滑到四季度的 6%，中国政府将采取什么样的措施来停止这种经济增长放缓的趋势？您对今年 GDP 增长预期是多少？另外一个问题是关于中美近期达成的贸易协定，有报道称很多美方加征的关税还没有取消，至少到今年底美国选举之前是不会取消的，在您看来这些美国关税对中国今年经济增长还会有哪些影响？谢谢。

宁吉喆：

GDP 的季度波动是正常的，如果观察世界各国公布的 GDP 数据，季度波动幅度可能还要大一些。衡量 GDP 增长情况，不仅可以用同比，也可以用环比折年率，这些都是统计领域的不同方法。所提到的 GDP 增速采用同比方法，所以就看到了一季度增长 6.4%、二季度增长 6.2%、三四季度均为 6.0%，应该说这是正常的。当前中国经济确实存在下行压力。从过去几年看，面对这种压力，中国政府加大“六稳”工作的力度，即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，过去一年“六稳”取得了明显的成效，全年 GDP 增长 6.1%，增速在世界上 1 万亿美元以上经济体当中是第一名，很了不起。而且，我国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段，我们并不刻意地追求经济增速，而是促进有质量、有效益的合理增长。

至于说到 2020 年的经济增长,虽然我们仍然面临着经济下行的压力,但中国经济稳定向好、长期向好的趋势并没有改变,在新的形势下,还会进一步采取措施稳增长、促发展。按照中国的中央经济工作会议精神,各地区各部门将积极推动各项政策措施落地见效,特别是当前中国 1.2 亿市场主体发展活跃,也将共同推动实现有质量、有效益的增长,所以说今年的经济稳定增长是可以预期的。

中美贸易磋商第一阶段的经贸协议已经达成,这是一个平等协商的结果,也是一个互利互惠的协议,不仅对改善中国经济发展的预期,而且对改善美国和全世界经济发展的预期都是很有好处的。从近一段时期以来全球资本市场的反应来看,从主要国际经济组织的分析预测来看,都可以得出这一点。可能您也注意到了,国际基金组织已经把中国 2020 年经济增长的增速预测值又调高了 0.2 个百分点。

关于关税问题,应该说 10 月份以后,双方都采取了关税豁免和关税排除的一些措施,相向而行,努力保持双方经济贸易的进行。我们也会按照双方的共识实施好第一阶段的经贸协议,这必将有利于中美双方经贸合作的深化,有利于中国和世界其他国家的经贸发展,有利于全球经济贸易的稳定发展。谢谢。

大公报记者:

我们注意到中央经济工作会议指出,中国经济稳中向好、长期向好的趋势没有改变,但是我们也注意到近年来中国经济增速持续的回落,今年国内外形势依然错综复杂,请问宁局长,您对此怎么理解?

宁吉喆:

谢谢你,这个问题问得好。

我刚才提到中国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。这种趋势既是现实的反映,也是未来的走向;既有牢固的基础,也有条件的支撑。可以从以下几个方面来认识。

评论: 稳中向好、长期向好的趋势。

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_7643

