

# 中国经济金融展望报告

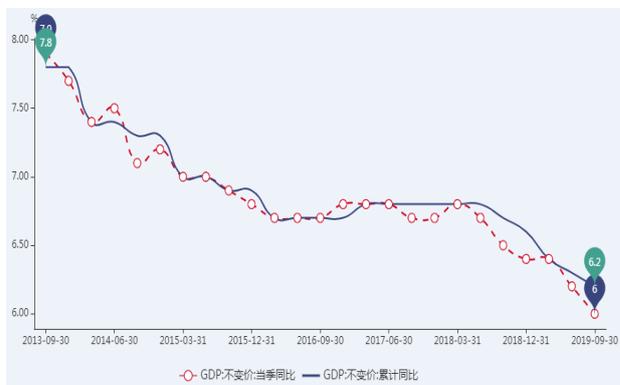
2020 年年报（总第 41 期）

报告日期：2019 年 11 月 28 日

## 要点

- 2019 年，中国经济发展面临的内外部环境更趋复杂，经济下行压力持续增大。中国政府加大政策逆周期调节力度、积极实施“六稳”政策，经济总体运行仍在合理区间，前三季度 GDP 增长 6.2%，预计全年增长 6.1% 左右，比上年回落 0.5 个百分点。
- 中国经济金融领域面临的主要风险和挑战：中美贸易摩擦的影响持续存在；猪肉价格上涨带来短期冲击；实体经济需求低迷制约信贷反弹；债券违约风险或向信贷市场传导。
- 展望 2020 年，中国经济面临的风险和挑战增多，总体判断“谨慎乐观”。按当前内外部市场环境，如果政策不做大的调整，2020 年中国经济自然增长率很可能会低于 6%。
- 从实现“两个翻番”、全面建成小康社会和跨越“中等收入陷阱”三大目标来看，2020 年宏观政策要坚持底线思维，增强忧患意识，建议把稳增长尤其是“保六”作为宏观调控政策的核心。

2019 年中国经济处于下行通道



资料来源：中国银行研究院

## 中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东  
副组长：周景彤  
成 员：李佩珈  
梁 婧  
范若滢  
叶银丹  
李义举  
鄂志寰（中银香港）  
王 卫（中银国际）  
瞿 亢（伦敦分行）  
张发余（中银基金）  
张 翔（中银基金）

联系人：范若滢

电 话：010-66592780

邮 件：fanruoying@bankofchina.com

## 将“保六”作为攻坚之年宏观政策的核心

——中国银行中国经济金融展望报告（2020年）

2019年，中国经济发展面临的内外部环境更趋复杂，经济下行压力持续增大。中国政府加大政策逆周期调节力度、积极实施“六稳”政策，经济总体运行仍在合理区间，前三季度GDP增长6.2%，预计全年增长6.1%左右，比上年回落0.5个百分点。中国经济金融领域面临的主要风险和挑战包括：中美贸易摩擦的影响持续存在；猪肉价格上涨带来短期冲击；实体经济需求低迷制约信贷反弹；债券违约风险或向信贷市场传导。展望2020年，中国经济发展的任务十分繁重，同时面临的风险和挑战增多，总体判断“谨慎乐观”。按当前内外部市场环境，如果政策不做大的调整，2020年中国经济自然增长率很可能会低于6%。从实现“两个翻番”、全面建成小康社会和跨越“中等收入陷阱”三大目标来看，2020年宏观政策要坚持底线思维，增强忧患意识，建议把稳增长尤其是“保六”作为宏观调控政策的核心。

### 一、2019年经济形势回顾与2020年展望

#### （一）2019年经济运行主要特征：“前高后低”，下行压力持续增大

2019年是新中国成立70周年，也是全面建成小康社会的关键之年。这一年，中国经济发展面临的外部环境和内部条件更趋复杂，一些经济的和非经济的困难和挑战明显增多。全球经济形势逆转，由上年的“同步复苏”转向“同步减速”，主要经济体货币政策由“加息”“缩表”转向了“降息”“扩表（QE）”，经贸摩擦此起彼伏，保护主义愈演愈烈，英国脱欧、地缘政治以及多地上演的民粹主义都为全球经济带来了更大的风险和挑战。从国内看，中国政府加大逆周期调

节、积极实施“六稳”政策<sup>1</sup>，国民经济总体保持在合理区间，但从季度来看，经济增速逐季放缓、下行压力持续增大。总体概括，2019年中国经济运行呈现“两降两升一稳”特征。

**“两降”：**一是经济景气持续下行，GDP 增速降至 1990 年以来最低。2019 年前三季度，中国 GDP 同比增长 6.2%，增速比上年全年放缓 0.4 个百分点，其中一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%（图 1），经济下行压力逐季增大。按近期公布的 10 月份宏观数据推算，2019 年四季度当季 GDP 增速很可能“破六”，预计全年 GDP 增速在 6.1% 左右，比上年回落 0.5 个百分点。中国经济下行压力持续增大，根源来自于外部环境收紧和国内经济的大调整两个方面：外部环境收紧与全球经济减速、中美贸易战升级有关；内部“大调整”既与中国经济新旧动能转换的结构性因素有关，也与去杠杆、防风险、控房市等政策性因素相关联。

**图 1：中国 GDP 季度增长走势**    **图 2：三大需求对经济增长的贡献率（%）**



资料来源：Wind，中国银行研究院

**二是经济效益走弱，工业企业利润转正为负。**2019 年前三季度，全国规模以上工业企业利润累计下降 2.1%，而上年同期为增长 14.7%；亏损企业亏损额

<sup>1</sup> 2018 年 7 月 31 日，中央政治局会议提出，稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。

累计增长 11.4%，同比加快了 5.6 个百分点。与 2018 年钢铁、煤炭、有色等能源原材料行业以及高新技术、装备制造业等行业利润高增长不同，2019 年工业企业前端、中端和后端的相关行业经营效益都有所恶化。前三季度财政收入增长 3.3%，增速比上年同期放缓 5.4 个百分点；全国城镇居民人均可支配收入实际增长 5.4%，增速比上年同期放缓 0.3 个百分点。

**“两升”：一是贸易顺差大增，外汇储备增加。**由于进口下降幅度大于出口，2019 年货物和服务贸易顺差不仅没有收窄，而且还有显著扩大，前三季度为 1418 亿美元，是上年同期的 5.1 倍。经常项目和直接投资差额占 GDP 的比重也由 2018 年前三季度的 0.75% 提高到 2019 年前三季度的 1.67%。10 月末，官方外汇储备为 3.1 万亿美元，比上年末增加了 325 亿美元。

**二是“猪肉荒”导致消费物价涨幅扩大。**前 10 个月 CPI 上涨 2.6%，涨幅比上年同期扩大 0.5 个百分点，预计全年上涨 2.7% 左右，在 3% 的调控目标之内。CPI 上涨的主因是猪肉价格上涨，前 10 个月猪肉价格同比上涨 29.7%，10 月当月涨幅更是达到 101.3%。猪肉价格上涨也带动了牛肉、羊肉等价格上涨，涨幅提高至 2019 年 10 月的 10.2%、11.7%。2019 年前 10 个月，食品价格累计上涨 7.4%，涨幅比上年同期扩大 5.8 个百分点；非食品价格累计上涨 1.4%，涨幅比上年同期降收窄了 0.8 个百分点。与 CPI 涨幅扩大不同，受生产资料价格涨幅回落影响，PPI 进入负增长区间，前 10 个月累计下降 0.2%。

**“一稳”：即就业稳，调查失业率和就业困难人员均保持稳定。**2019 年前 10 个月，全国城镇新增就业 1193 万人，提前 2 个月完成年初政府确定的 1100 万以上的预期目标；10 月城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率均为 5.1%，低于 5.5% 左右的预期目标。2019 年前三季度，就业困难人员数累计 133 万人，与上年同期基本持平。

## 1. 需求端：三大需求此消彼长，净出口贡献率上升

2019年，消费对经济增长的贡献率最大，前三季度为60.5%，但比上年同期降低了17.5个百分点，为2015年以来最低。同期，投资贡献率为19.8%，比上年同期降低12个百分点，而净出口贡献率由负转正（19.8%）。三大需求贡献率的此消彼长（内需贡献率下降，外需贡献率上升），不是2019年出口变得更快了，而是内需变得更弱了。

图3：三大投资增速（%）

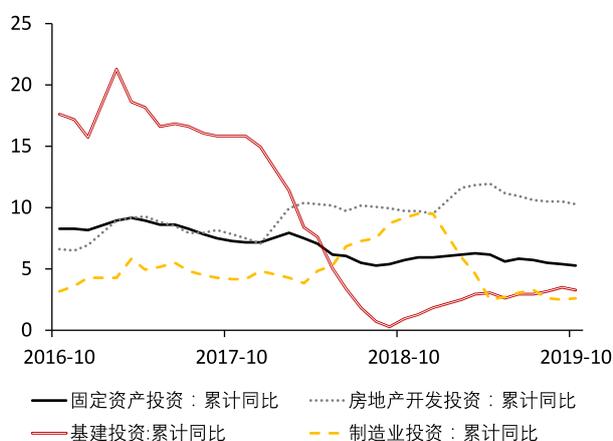
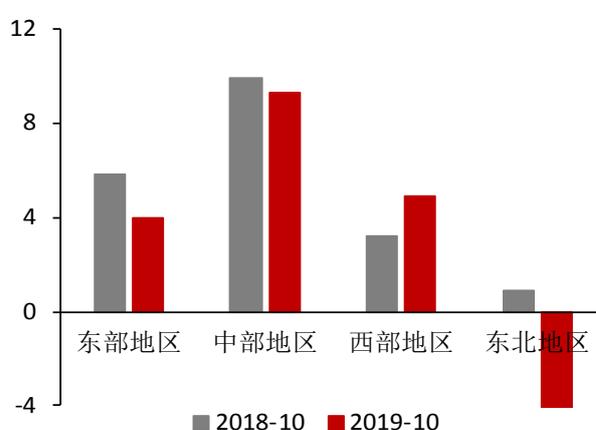


图4：投资增速地区分化（%）



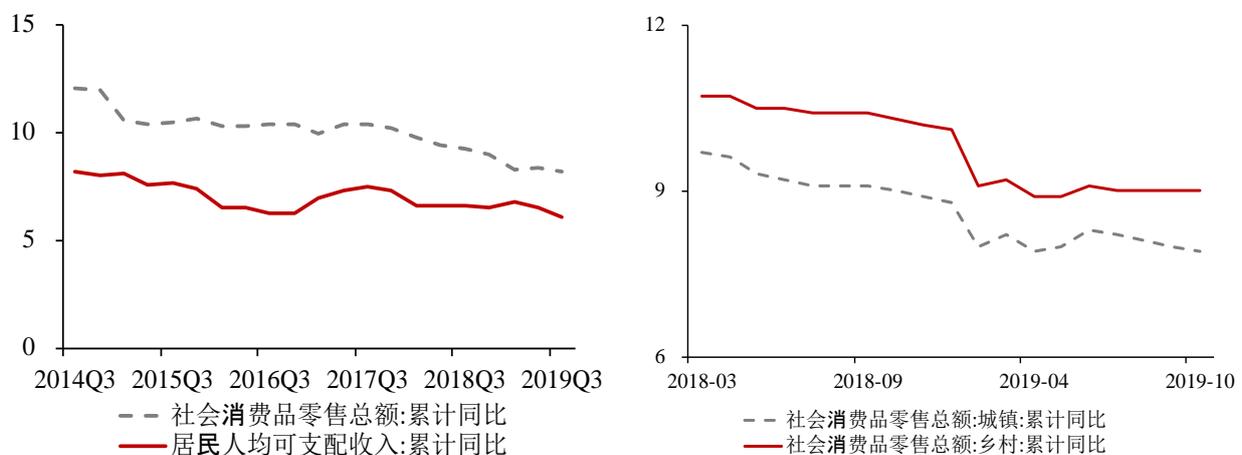
资料来源：Wind，中国银行研究院

**投资增速创历史新低，制造业投资是最大拖累。**2019年前10个月，固定资产投资累计增长5.2%，创下历史新低（图3）。具体特征有：**一是**基建投资表现不及预期。2019年基建投资增速在专项债发力情况下逐渐企稳回升，1-10月基建投资累计增长4.2%，较上年同期小幅加快2.34个百分点。但基建“需求大而融资不足”现象突出，制约基建投资增长。**二是**制造业投资持续低迷。1-10月制造业投资累计增长2.6%，较上年同期大幅放缓6.5个百分点。**三是**房地产投资保持韧性。2019年1-10月房地产投资累计增长10.3%，较上年同期加快0.6个百分点。**四是**投资增速区域分化明显。中部地区投资增速领跑全国，2019年前10月累计增长9.3%，东北地区投资增速跌入负增长区间。此外，投资增速还呈现“南强北弱”格局，1-10月，浙江、广东和湖南的固定资产投资增速分别

为 10.1%、11.3%和 10.1%，而吉林、北京和黑龙江增速分别为-15.9%、0.8%和 3%（图 4）。

**消费增速总体回落，汽车消费延续负增长。**2019 年 1-10 月，社会消费品零售总额累计增长 8.1%，增速较上年同期下降 1.1 个百分点（图 5）。主要特征如下：**一是**汽车消费是 2019 年消费减速的主要拖累。1-10 月，汽车消费累计拉低消费增速 0.9 个百分点；扣除汽车外的消费累计增长 9%。与汽车消费放缓同步，石油及制品类消费仅增长 1%，增速比上年同期放缓了 13.6 个百分点。**二是**城镇消费增长放缓较多，乡村消费基本稳定，低收入市场消费潜力初显。1-10 月乡村社会消费品零售总额累计增长 9%，高于城镇消费增速 1.1 个百分点（图 6）。比如，2019 年京东“双十一”当天下单新用户中 72% 来自三、四线城市和农村等低收入市场，低收入市场下单用户数同比增长 104%。**三是**必需品消费保持稳定，非必需品消费减速。在经济景气程度降低、居民人均可支配收入增速逐步放缓的情况下，居民更多地放弃非必需品消费，维持必需品消费。比如，1-10 月通讯器材类、家用电器和音像器材类消费分别增长 8%和 5.4%，增速均较上年同期放缓 2.4 个百分点；而粮油食品类增长 10.4%，增速较上年同期加快 0.4 个百分点。

**图 5：居民消费和人均可支配收入增速（%）** **图 6：农村与城镇消费增速（%）**



资料来源：Wind，中国银行研究院

对外出口走弱，对美、日等主要贸易伙伴出口下降。2019年以来，全球经济放缓趋势更加明显，中美贸易摩擦实质影响持续显现，1-10月，以美元计价的出口和进口累计增速分别为-0.2%和-5.1%，分别较上年同期放缓12.6和25.3个百分点（图7）。一是对美出口增速大幅下降。2019年1-10月对美出口增速为-11.3%，较上年同期下降24.6个百分点（图8）。对美出口下滑导致我国前三大贸易伙伴顺序发生变化，欧盟仍为第一，东盟超越美国成为第二大贸易伙伴。二是对新兴经济体出口增速较快。2019年1-10月对东盟出口增速为10.4%。三是贸易结构优化势头持续。2019年1-10月，一般贸易出口增长8.5%，占比较上年同期提高1.9个百分点至58.2%，对出口增长的贡献率达97.6%。

图7：进口和出口增速（%）

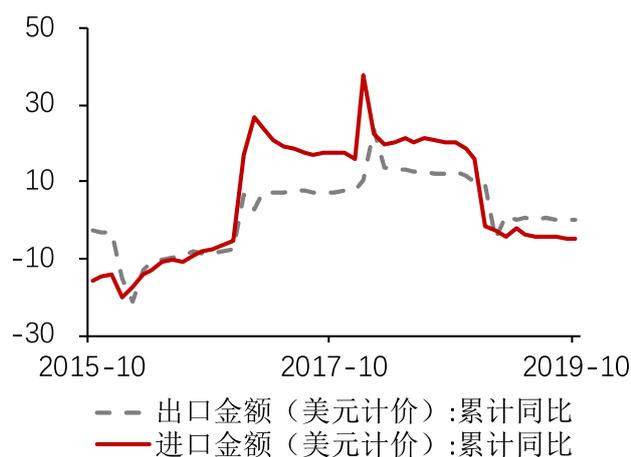
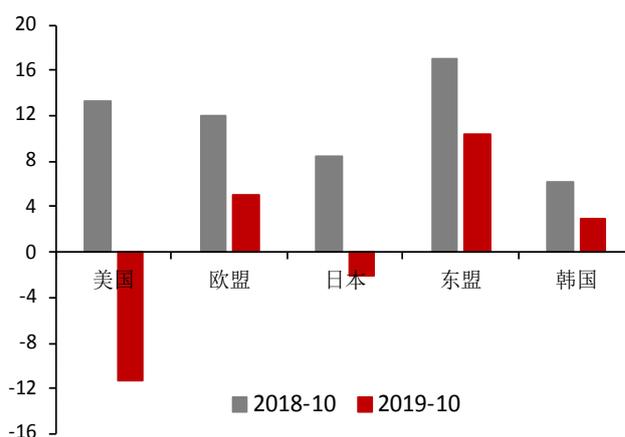


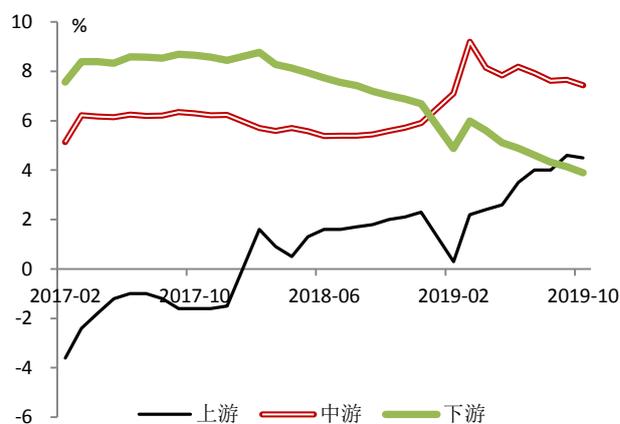
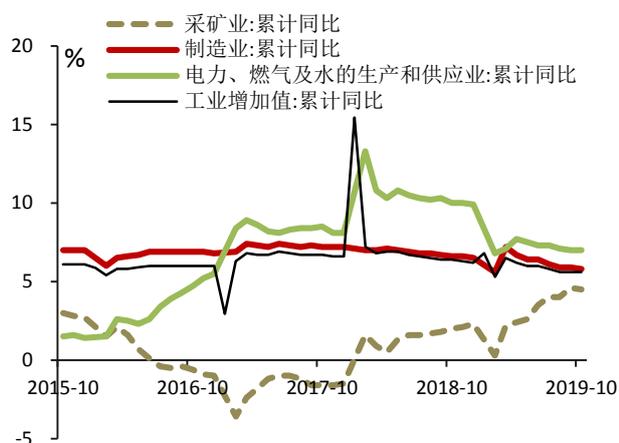
图8：对主要贸易伙伴出口增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 供给端：制造业和服务业同步放缓

受国内外需求放缓影响，2019年工业生产持续放缓。前10个月规模以上工业增加值累计增长5.6%，较上年同期放缓0.8个百分点（图9）。工业对GDP增长的贡献率从上年同期的32.5%降至2019年前三季度的30.9%。预计全年规模以上工业增加值增长5.5%左右，较上年放缓0.7个百分点左右。

**图 9：规模以上工业增加值增速**    **图 10：上中下游工业行业增加值平均增速**


注：上游行业包括采矿业；中游行业包括石油加工、化学制品、非金属制品、黑色金属加工、有色金属加工等高耗能制造业，通用、专用、运输、电气机械、仪器仪表等设备制造业；下游行业包括食品、纺织、家具、医药、汽车、电子等消费品制造业，电力、燃气及水的生产和供应业。

资料来源：Wind，中国银行研究院

2019 年工业运行主要特征：一是上游、中游工业行业增速回升，下游行业继续放缓。与上年有所放缓不同，2019 年中游制造业行业增加值平均增速明显回升（图 10）。其中，受房地产投资较快增长、基建投资企稳回升以及上年低基数等影响，非金属矿物制品业、黑色金属加工业、有色金属加工业等在上年增速回升的基础上进一步加快，分别从上年同期的 4%、6.4%、6.5% 上升到 2019 年前 10 个月的 9%、9.7%、9.9%；金属制品业、运输设备、电气机械、仪器仪表等制造业增速则在上年放缓的基础上明显回升，分别从上年同期的 3.7%、2.8%、6.7%、6% 上升到 2019 年前 10 个月的 5.7%、9.8%、10.1%、10.8%。上

**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\\_8743](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8743)

