

# 积极应对风险，确保稳定增长

## 2019 年中国经济展望

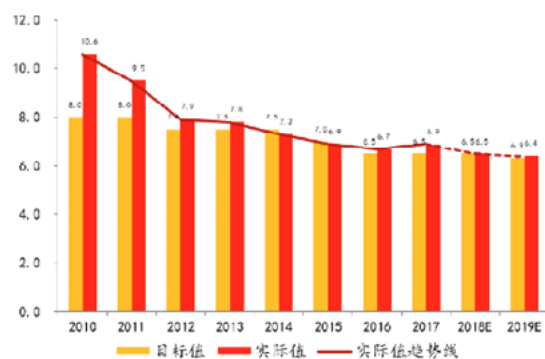
颜色 刘俏

- 预估 2019 年 GDP 增长目标在 6.0%-6.5% 之间，实际增长率为 6.3%，人均 GDP 将超一万美元。
- 政府将主要运用积极的财政政策应对经济下行压力。企业减税降费将迅速落地，基建投资将超三万亿。
- 货币政策有望适度宽松，全年料降准 2 点。但基准利率不会下调，央行更多利用结构性工具调节流动性。
- 中美有望达成临时关税安排，CNY-USD 汇率大概率保 7。但中美长期竞争加剧，会有频繁摩擦与冲突。
- 生育率低迷，政府有望全面放开生育限制。人口红利消退倒逼制造业升级，持续提高全要素生产率。

由于国际国内形势的变化，2018 年我国实体经济下行压力逐步增大，多项宏观经济数据创出新低，金融市场表现不佳，经济活动动力不足，预期较为低迷。2019 年是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划的关键一年，也是新中国成立 70 周年，保持经济稳定增长至关重要。虽然 2018 年我国经济运行稳中有变、变中有忧，但近期召开的纪念改革开放四十周年大会和中央经济工作会议都释放出非常积极的政策信号。2019 年的宏观政策基本定调，着眼于稳定总需求的财政与货币政策将更加宽松，应对中美贸易摩擦等复杂国际问题将温和且更具弹性。如果上述政策措施能够顺利落实，宏观经济与金融市场有望从二季度开始逐步回温，全年经济有望走出低迷，实现平稳增长。结合当前宏观经济走势和近期会议

精神，我们认为 2019 年经济政策将更加合理积极，对全年经济增长不必过于悲观。

图 1：2019 年全年 GDP 增速有望实现 6.4%



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

<sup>1</sup> 本报告是北京大学光华管理学院“光华思想力”宏观经济预测课题组 2019 年发布的关于中国经济形势分析的第一篇报告。本报告由颜色和刘俏执笔。颜色是光华管理学院应用经济系副教授；刘俏是光华管理学院院长，金融学系教授。

### （一）2019 年人均 GDP 将超一万美元

我们预计 2019 年政府可能设定一个较为灵活弹性的 GDP 增长目标，在 6.0%-6.5% 之间，而实际上能够容忍的 GDP 增速底线在 6.3% 左右。这样的目标能够在稳增长与防风险的两重目标中达到较好的平衡。根据中财办前副主任杨伟民的估计，如果 2018-2020 年 GDP 的平均增速在 6.3% 左右就能实现 GDP 翻一番实现小康的目标。我们估计 2018 全年 GDP 增速应能保持在 6.5% 以上。因此，2019 年的 GDP 如果能保持 6.3% 以上增速，将为实现小康社会翻一番的目标留下足够的余量。在此情况下，2019 年名义 GDP 将接近 100 万亿人民币，达到 98.5 万亿元；美元计值的名义 GDP 将接近 15 万亿美元，达到 14.93 万亿美元。我们预计，明年我国人均 GDP 预计将跨越一万美元门槛，达到 1.06 万美元。这样的成就将是建国 70 周年最重要的献礼，也将为 2020 年全面建成小康社会奠定关键的基础。

**2019 年的经济政策将更加注重保持总需求平稳。**明年是建国 70 周年，同时也是决胜小康的关键之年，我们预计我国经济工作重心将坚持供给侧改革与扩大内需并重，尤其注重保持总需求平稳。中央经济工作会议提出“巩固、增强、提升、畅通”八字方针深化供给侧结构性改革，表明了中央仍将保持供给侧结构性改革为主线不动摇。与此同时，我们认为中央将会把稳增长和稳定总需求放在更加突出的位置，通过需求端政策的配合以更大力度支持供给侧结构性改革。我们认为财政和货币政策将更加及时有力的进行逆周期调节，税费减免作为同时作用于需求端和供给端的调控政策，将成为全年经济政策的着力点

和制造业高质量发展的推动力。

**改革的市场化方向有望加强，改革措施有望更加合理温和。**刚刚闭幕的中央经济工作会议突出强调了改革的市场化方向，提出要努力做好以下几方面的工作：继续优化供给结构和提升供给效率；以更大力度支持民营经济和小微企业发展，营造法治化制度环境，保护企业家人身安全和财产安全；加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则。会议特别提出，要切实转变政府职能，大幅减少政府对资源的直接配置，强化事中事后监管，凡是市场能自主调节的就让市场调节，凡是企业能干的就让企业干。这样的表态直接有力，在近期的文件中较为少见。结合近期出台的支持民营企业具体政策和土地方面的改革措施，我们预计 2019 年的改革方向将更加合理而明确，共识将更加凝聚，有助于打消市场疑虑，稳定企业家信心和市场预期。

### （二）财政政策将是稳增长的主要抓手

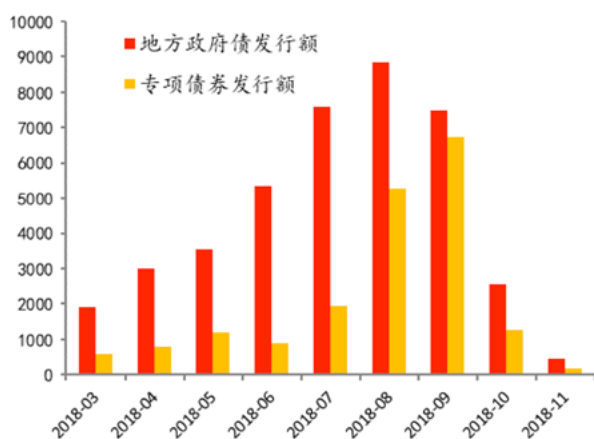
我们预计财政政策将作为 2019 年经济平稳发展的主要抓手。积极的财政政策将进一步加力提效。同时中央将继续优化财政政策传导机制，有效调动地方政府的积极性。

**首先，专项债增加带动基建投资大幅回升。**2019 年地方政府债规模将大幅度增加，发行规模将达到 4.7 万亿，其中专项债限额将突破 2 万亿。除地方政府债券额度继续提高，发债进度也将提速。全国人大已授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 1.39 万亿元。在地方政府资金压力得到缓解的推动下，基建投资也有

望稳定增长。2017 年基建投资同比增速达 19%，但 2018 年 11 月累计同比增速回落至 3.7%。考虑到最近两月的增速回升和 2018 年的低基数，预计 2019 年基建投资增速将恢复到 2016-2017 年

的水平。按照 2015-2017 年平均增速水平估算，预计 2019 年新增基建投资将比 2018 年增加 3 万亿元以上。

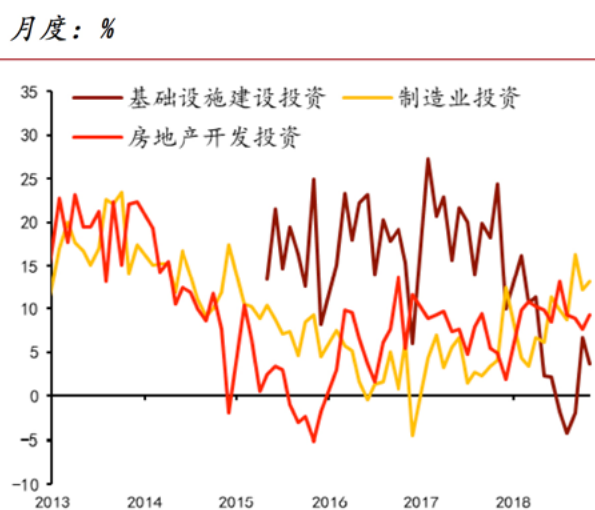
图 2：2018 年三季度地方政府债加速发行  
月度：亿元



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

**其次，减税降费措施将迅速落地。**2018 年 9 月国税总局发布通知，明确多项减税降负工作，要求落实降低增值税税率、落实个人所得税改革措施以及有序推进社会保险费和非税收入征管职责划转准备工作。财政部刘昆部长预计 2018 年全年减税降费规模将超过 1.3 万亿，同时表示仍在研究更大规模的减税、更加明显的降费措施。但是，社会上普遍对于企业减税措施迟迟无法落地啧有烦言。我们认为中央经济工作会议对企业的更大规模减税降费的具体措施做了充分讨论并做出了最终决定，因此我们预计 2019 年减税降费力度将继续加大并将迅速落实，全年减税降费

图 3：2018 年 8 月基建投资增速创历史新低  
月度：%



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

规模可达 1.5- 2 万亿元。

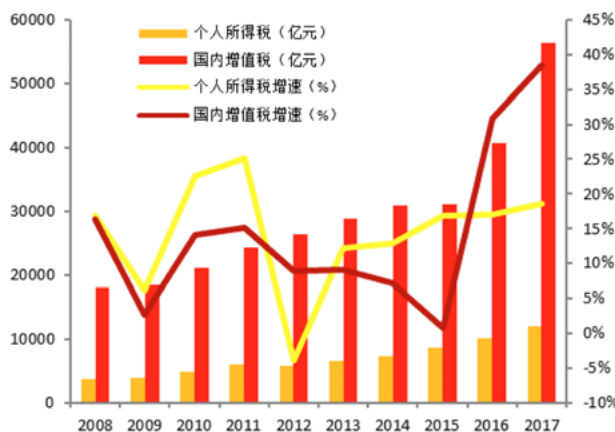
**在税收方面，更多税收优惠政策有望落地。**

经济下行的情况下，增值税给企业造成尤其严重的负担。过去几年企业增值税收入加速增长，因此我们认为有空间也有必要适度减轻企业的增值税负担。我们预计政府可能很快出台政策，将增值税从三档合并为两档，同时企业所得税有望下调 2 个点以上。这些减税措施必将有效刺激企业生产和投资的积极性。个人所得税继 2018 年 10 月综合征收起征点提至 5000 元和扩大低档税率范围率先实施后，2019 年新增的 6 项专项附加扣除也将正式实施，这将进一步扩大减税规模。预

计仅提升个税起征点一项措施就可使全年个税减少 3200 亿元。我们预计 2019 年不会推进房产税立法；各地会针对房地产市场变化推出一些灵活措施，化解房地产市场的潜在风险，但并不会大幅刺激房地产、特别是一线城市的房地产市场。

**在社会保险费方面，费率有望实质性降低，但具体执行征收将趋严。**2019 年起，各省基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费将陆续由税务部门统一征收，税务部门征管手段多、效率高，预计 2019 年对社保的征收将趋严。但国务院已经明确要求在社保征收机构改革到位前，各地要一律保持现有征收政策不变，严禁自行对企业历史欠费进行集中清缴，同时要求抓紧研究适当降低社保费率，确保总体上不增加企业负担。

图 4：近年来个税增速放缓，增值税快速增加

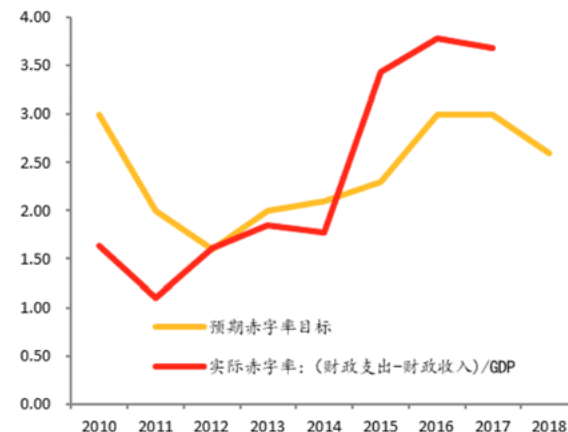


数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

因此政策指向已非常明显，我们预计社会保险名义费率有望得到下调。因此总体上企业的社保负担应当不致有大幅增加。

**在财政政策“加力提效”的背景下，2019 年财政赤字占 GDP 目标将重上 3%。**我国财政赤字目标一直未突破 3%，2016 年和 2017 年预算赤字率均定在 3%，2018 年降至 2.6%。以实际财政收支差额计算的赤字率在 2015 年就已超过 3%，均高于当年财政赤字目标。考虑到 2019 年财政政策将“加力提效”，减税降费和地方债限额提高均会扩大财政赤字，为给财政政策预留一定的调整空间，我们预计财政赤字目标设定在 3% 以上。如果经济下行压力持续增大，我们预计明年年底实际赤字占 GDP 比率有可能超过 4%。

图 5：2015 年实际赤字率超过预期赤字率



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

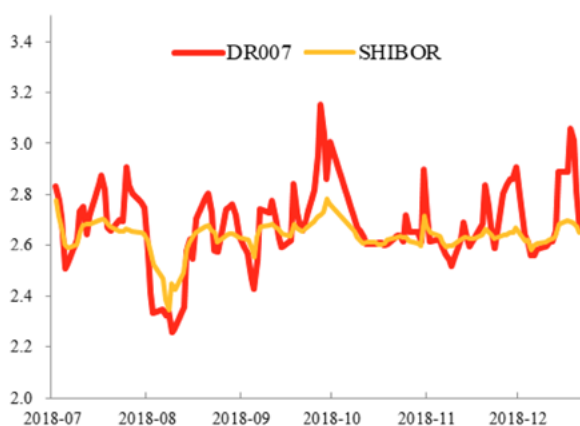


### （三）货币政策有望适度宽松，大水漫灌几无可能

中央经济工作会议的公报明确了 2019 年我国将执行“稳健”的货币政策，去掉了过去两年新增加的“中性”一词，体现了货币政策的灵活和相机抉择的态度。我们预计央行将强化货币政策的逆周期调节功能，更加注重解决货币政策的结构性问题，同时金融监管将更加考虑金融行业的现实状况而进行适度微调，整体上维持流动性合理充裕。但是我们认为不应期望央行进行大规模刺激。2019 年基准利率不会下调，货币供给也并不会大幅增加。但预计央行将总体降准 2 个百分点左右，同时会灵活采用各种结构性定向货币政策工具进行流动性的精准调节。

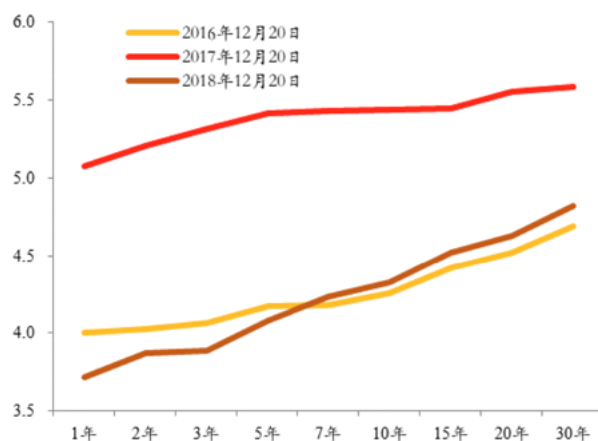
首先，2018 年货币政策整体上已经适度宽松，市场流动性保持了充裕。全年央行通过 4 次降准、创纪录 MLF 操作等工具，在短期市场流动性偏紧时快速做出了应急响应，对冲缓解了银行体系的资金压力。从资金数量上看，在金融体系内部去杠杆的背景下，M2 仍然保持了 8% 以上的增速，增速已经趋于稳定；新增社会融资规模收缩主要受表外融资负增长影响，新增人民币贷款整体仍是稳中趋升。从资金价格上看，银行间利率也保持了低位运行，DR007 和 SHIBOR 在 2018 年下半年基本低于 3%，短期企业债收益率较之 2017 年明显走低；此外，全年债市的活跃交易和债牛行情也从侧面反映出市场资金充裕。

图 6：18 年下半年 DR007 和 SHIBOR 低于 3%



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

图 7：企业债（AAA）收益率曲线更加陡峭



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

**其次，2019 年货币政策的调整空间将有所扩大，逆周期调节功能将得到强化。**一方面，随着美联储加息步伐放缓和中美重启贸易谈判，人民币汇率的贬值压力将显著降低。另一方面，最近两年金融部门去杠杆已经取得了明显效果，表外融资规模降幅在近期也有所收缩，因此金融监管将转向稳杠杆和结构性去杠杆为主，边际上有望适度放松，以保持松紧适度。只要守住不爆发系统性风险的底线，一些一刀切和强行去杠杆等政策有望得到调整。我们预计伴随着财政政策发力，货币政策将充分协调配合，整体上会比 2018 年更趋宽松。

**第三，央行将更加注重加强货币政策的传导机制，解决结构性流动性短缺问题。**为解决银行间市场流动性充裕与民营和小微企业融资难融资贵的结构性问题，央行货币政策已经呈现出明显的结构性特点，包括经常使用的定向降准和最近推出的具有结构性降息性质的定向中期借贷便利（TMLF）。此外，央行还通过其他更具体的政策工具精准支持民营企业，包括支持民营企业债券融资、股权融资、私募支持基金、提高授信业务考核权重和设定“一二五”目标等。这一趋势在 2019 年仍会得到延续和强化，央行主要以改善货币政策传导机制为主，以达到疏通资金渠道定向支持实体经济的目标，因此大水漫灌将不会再现。我们预计 2019 年央行不会下调基准利率，但仍将降准 2 个百分点以减轻企业的流动性短缺状况。

#### **（四）中美贸易摩擦有望缓和，但战略竞争将长期加剧**

**我们预计中美贸易谈判将取得积极进展，撤**

**销加征关税的可能性较大。**但是即使中美在 3 月初达成某种协议或者共识，并不意味着中美经贸关系将一劳永逸。中美长期战略竞争加剧的趋势不会变化。由于特朗普团队权力架构较为混乱，因此中美之间的经贸摩擦和冲突仍将频繁发生。我们认为中国将坚持不冷战、不对抗战略，仍会继续按照自身的步伐加快开放，积极推动科技创新与制造业升级，同时坚决维护核心战略利益。

**一方面，中美两国都不希望已经走弱的国内经济再受到贸易战的冲击，都有意愿做出一定让步和妥协。**美国方面，当前经济的下行压力明显加大，特朗普寻求连任面临诸多困难，对中美贸易摩擦很有可能见好就收。首先，特朗普减税的边际刺激效应正逐渐消失，随着美国中期选举后民主党控制国会，特朗普进一步减税的可能性极低；其次，虽然美联储加息步伐将放缓至 2 次，但政策利率将高出中性利率水平，且美联储缩表仍会有序推进，因此美国财政货币政策将整体趋紧。近期美国国债收益率曲线倒挂、非农就业人数大幅低于预期等数据均反映出美国经济增长前景并不乐观，市场情绪已经转向悲观，造成股市大跌。在此背景下，特朗普寻求连任面临着更大压力，预计将寻求缓和贸易摩擦以对冲经济下行风险。

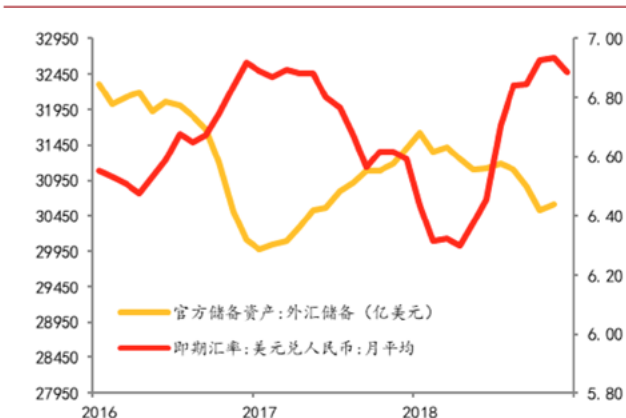
中国方面，出口增长放缓将给稳就业和稳增长造成较大压力，而中方为缓和中美贸易摩擦已经表现了积极态度。首先，虽然 2018 年中美贸易摩擦还没有直接影响到出口增速，但 PMI 出口新订单指数、广东省 PMI 和广交会出口成交量很多先行指标已经出现下降，且考虑到 2018 年的高基数，预计 2019 年出口增长将明显放缓，这

将给“六稳”中排在首位的稳增长目标带来较大困难，因此中方也希望贸易摩擦能够得到缓解。其次，目前中美双方贸易的比较优势仍在，并且美国提出的包括保护知识产权、扩大市场准入等要求与中方的改革开放进程并无本质冲突，中方已经表现了积极态度。比如承诺继续扩大进口，

在未来 15 年进口 24 万亿美元商品；保护外商在华合法权益特别是知识产权，允许更多领域实行独资经营等。因此，我们预计中美双方会大概率达成贸易协定，能够避免互加关税，人民币贬值压力将得到缓解，有望稳定在 6.6-6.8 左右，外汇储备也不会跌破 3 万亿美元。

图 8：2018 年人民币兑美元汇率未破“7”

月度

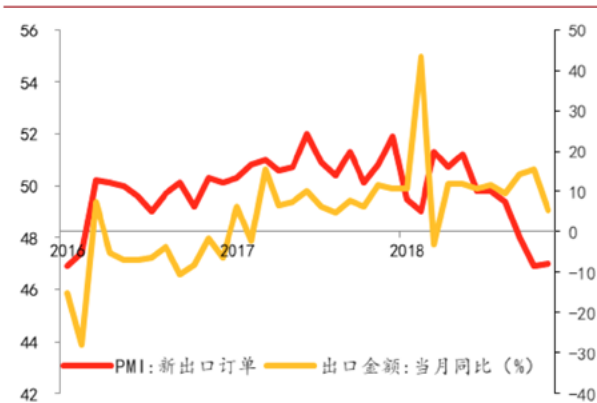


数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

**另一方面也应当看到，中美经济从合作互补转向核心技术竞争的趋势不会变化。**中国在全球产业链中的分工正加快迈向上游，中美在高端制造业的竞争正逐步加剧。中国高科技制造业规模已经先后超越日本和欧盟，仅次于美国；中国对美国出口中电信和运输设备、汽车零部件等高端制造品的比重正不断增长；中国将在 5G、人工智能、工业互联网和物联网等产业与美国直接竞争。2017 年底美国已经将中国列为长期的战略竞争对手，即使贸易谈判达成协议，美国在核心技术和关键产业等领域全面遏制中国的战略也不会变化。我们预计美国将会继续要求中国开放国内市

图 9：PMI 出口新订单指数出现下降

月度



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

场、加强对中国在美国投资的审查、严格限制对中国的技术转让与关键设备出口和中国对美国的高端制造品出口等。同时，由于美国社会中新一代政治精英更加趋向于鹰派，特朗普团队中强硬声音依然很大，因此中美贸易、技术和国家安全方面的争端与突发事件仍将频繁发生，我们需对此进行充分准备。

### （五）生育限制有望全面放开，劳动力危机推动制造业升级，提高全要素生产率

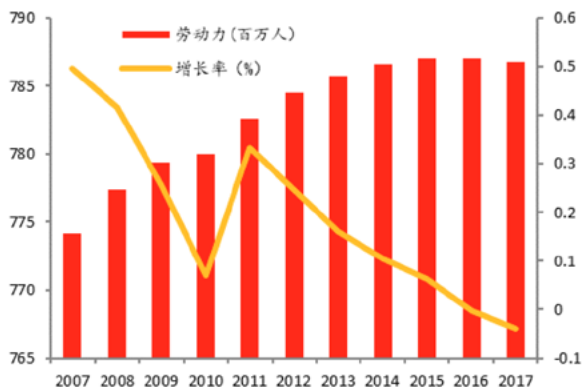
我国近年来劳动力短缺形势日益严峻，政府有望全面放开生育限制。据世界银行统计，2016

年中国劳动力总量已经转为下降，我们预计就业人口也将在这两年转为下降。中国总和生育率早在上世纪 90 年代就已经低于更替水平，最悲观的估计认为我国近年来总和生育率只有 1.1-1.2 左右，成为全球生育率最低的国家之一。尽管近些年计划生育政策有所放松，但人口和劳动力老

龄化加深的趋势不会改变。2017 年中国劳动力总量已经转为下降，2018 年上半年部分地区出生人口下降超过 10%，有估计认为全年我国新出生人口仅为 1500 万左右，降幅远超预期。我们预计这两年就业人口也会转为下降，2019 年政府有望全面放开计划生育政策，但不改劳动力下降的整体趋势，未来 30 年适龄劳动力将下降 1.5 亿以上。

图 10：2016 年中国劳动力总量已经转为下降

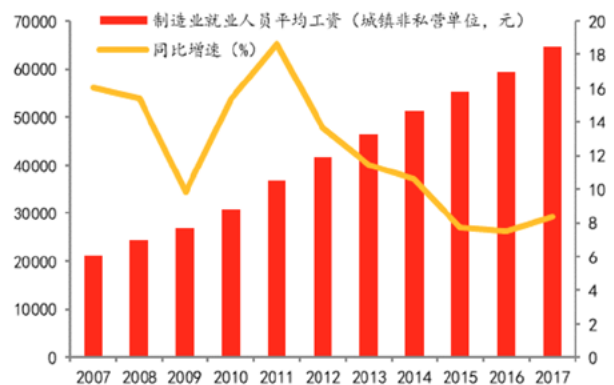
年度



数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

图 11：过去十年间中国劳动力成本快速攀升

年度



数据来源：Wind，北京大学经济政策研究所

**人口红利收缩将倒逼制造业升级，政策将大力支持科技创新，持续提高全要素生产率。**劳动力供给增速放缓已经导致制造业劳动力成本快速攀升。过去十年间，制造业平均工资增长了 2 倍以上，农民工月工资年均增长 11.2%。中国经济已经无法再依靠快速增长的劳动力供给和廉价劳动力形成的比较优势。要继续保持快速的经济增长，中国经济必须转向效率驱动和创新驱动，持续提高全要素生产率。中国在 2014 年的全要素

生产率水平大概是美国的 43.3%。如果 2035 年我们全要素生产率水平要达到美国的 65% 的话，就需要每年近 3 个点的全要素生产率的年增速，这只能通过大幅增加研发投入、推动创新和产业升级来实现。当前中国研发强度已经持续超过 2%，研发总支出按购买力平价计算大幅超过欧盟总体，仅次于美国，通过科技创新向着全球产业链上游迈进的决心很大。我们预计政府将继续加大力度支持企业研发和创新，加大制造业企业技术



改造投资，推动建设国家实验室体系，5G、人工智能、工业互联网和物联网等产业将得到快速发展。

### 关于“**光华思想力**”：

“**光华思想力**”是北大光华的智库平台，旨在立足新时代中国，遵规范的学术标准，循前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“**光华思想力**”扎根中国大地，紧紧围绕中国经济和商业实践开展研究；提供政策建议和咨询，服务经济社会发展；研究市场规律和趋势，服务企业前沿实践；讲好中国故事，提升商学教育，支撑中国实践，贡献中国方案。