

日期：2019 年 3 月 18 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuxiao@shzq.com

执业证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

- 《美元强弩之末 人民币稳中趋升》  
(2018 年 7 月 16 日)
- 《货币退出路径：选择与比较》  
(2018 年 3 月 22 日)
- 《“去杠杆”下的股市趋势分析》  
(2018 年 2 月 12 日)
- 《中国主权债务为何保守？》  
(2017 年 7 月 5 日)
- 《中国经济新常态中步入新周期》  
(2017 年 4 月 20 日)
- 《“资金荒”的前世与来生》  
(2017 年 5 月 15 日)
- 《风险、杠杆与紧货币》  
(2017 年 7 月 20 日)

# 2019 年中国经济、金融和政策的新变化

## ■ 主要观点：

### 2019 年中国经济将走出底部

从经济增长第一动力投资的变化看，2019 年投资企稳回升态势愈发明朗了：2018 年上半年受 PPP 整理影响，短期有所回落；2018 年 10 月份后，伴随 PPP 清库和政府债务规范等工作的结束，基建投资重新启动，投资企稳回升；2019 年将延续这一趋势！2018 年我国投资增速的下降主要是基础设施投资回落的结果，2019 年的投资变化将与 2018 年正好相反，基建投资将带动整体投资回升。

### 2019 年中国金融环境的变化

货币增长平稳中“偏紧”不再，延续“收短放长”的偏转操作特征，2019 年“两会”后“双降”（降准+降息）或延续兑现，未来政策发力点将转向资金成本。风险防控取得新进展，宏观风险可控性大为增强。IPO“堰塞湖”基本消除，减持、回购新规建成体系，扩容冲击缓解。从趋势上看，随着 IPO“堰塞湖”水位下降，以及监管部门对增发等行为的规范，中国 2018 年后扩容已大为放缓，这一进程在 2019 年后也将延续。

### “供给侧改革”政策重心转向“降成本”

“供给侧改革”的政策重点经历了“去产能、去库存”——“去杠杆”——“补短板”等三个阶段。经济转型带来的经济持续底部徘徊，使得企业日常经营难度上升，叠加基建投资重要性的上升，“降成本”自然就成为了下一步“供给侧改革”的重心。当“去杠杆”阶段过去后，货币边际放松就在事实上已呈现；下一阶段的“供给侧改革”重心——“降成本”，正在到来中，融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，自然就进入了政策视野，“降息”也就成了未来必不可缺的政策选项，因此未来货币环境的改善仍将持续。

## 目 录

<b>一、 2019 年中国经济将走出底部 .....</b>	<b>1</b>
1. 中国经济转型时期投资仍为第一增长动力 .....	1
2. 经济转型时期的增长三阶段 .....	2
3. 投资回升带动经济回暖 .....	3
<b>二、 中国金融环境的变化.....</b>	<b>5</b>
1. 货币增长平稳中“偏紧”不再 .....	5
2. 延续“收短放长”的偏转操作特征 .....	7
3. 风险防控取得新进展，宏观风险可控性大为增强 .....	9
4. IPO“堰塞湖”消除，股市扩容缓解 .....	10
<b>三、 中国“供给侧改革”政策重心的变化.....</b>	<b>11</b>
1. 供给侧改革≠供给主义 .....	11
2. 2019 年中国“供给侧改革”重心的变化 .....	13

## 图

图 1 投资在经济发展中的核心地位 .....	1
图 2 投资变化引领经济变动（名义同比/年度，%） .....	2
图 3 经济转型时期经济增长状况 .....	3
图 4 中国经济“十年一周期”阶段结束 .....	3
图 5 中国主要行业投资增长变化（%） .....	4
图 6 中国信用创造的季节性波动（当月新增，亿元） .....	5
图 7 储备货币萎缩态势（同比，%） .....	6
图 8 中国社会信用创造落后银行信用创造（同比，%） .....	6
图 9 中国基础货币构成发生变化（同比，%） .....	7
图 10 中国 RRR 和超储率的变动（%） .....	8
图 11 2019 年中国股市回暖态势明显（亿元） .....	9
图 12 美国股指的持续上涨态势 .....	10
图 13 中国股权融资规模放缓（当月，亿元） .....	11
图 14 经济现实和经济思想的互为演进 .....	12
图 15 中国经济“去杠杆”思路和供给侧改革 .....	12

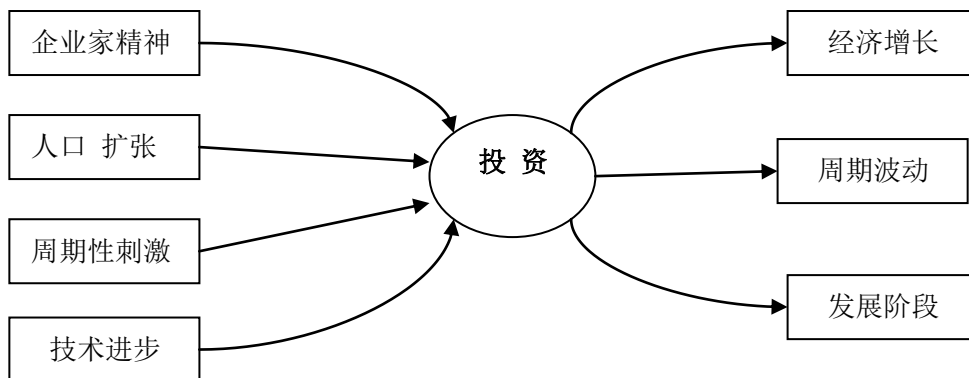
## 一、2019年中国经济将走出底部

### 1. 中国经济转型时期投资仍为第一增长动力

对于发展型体来说，投资对经济增长的作用是毋庸置疑的。对于现阶段的中国经济来说，中国经济的第一增长动力仍是投资，中国经济仍是投资型经济。2010年以来中国经济消费率的波动提升，正对应着中国经济增速的下降；这种现象背后的经济逻辑是：投资下降带来了经济增长的下降，消费相对平稳带来了消费率的提升。中国不是发达国家，经济发展仍不成熟，在中国经济由高速增长向中高速增长的过度阶段，强调经济增长动力转向消费，只会将中国经济带到“中等收入陷阱”的沟里。中国经济转型时期，投资增长的源泉来自基础设施继续完善、产业转型升级和城镇化的继续提高。

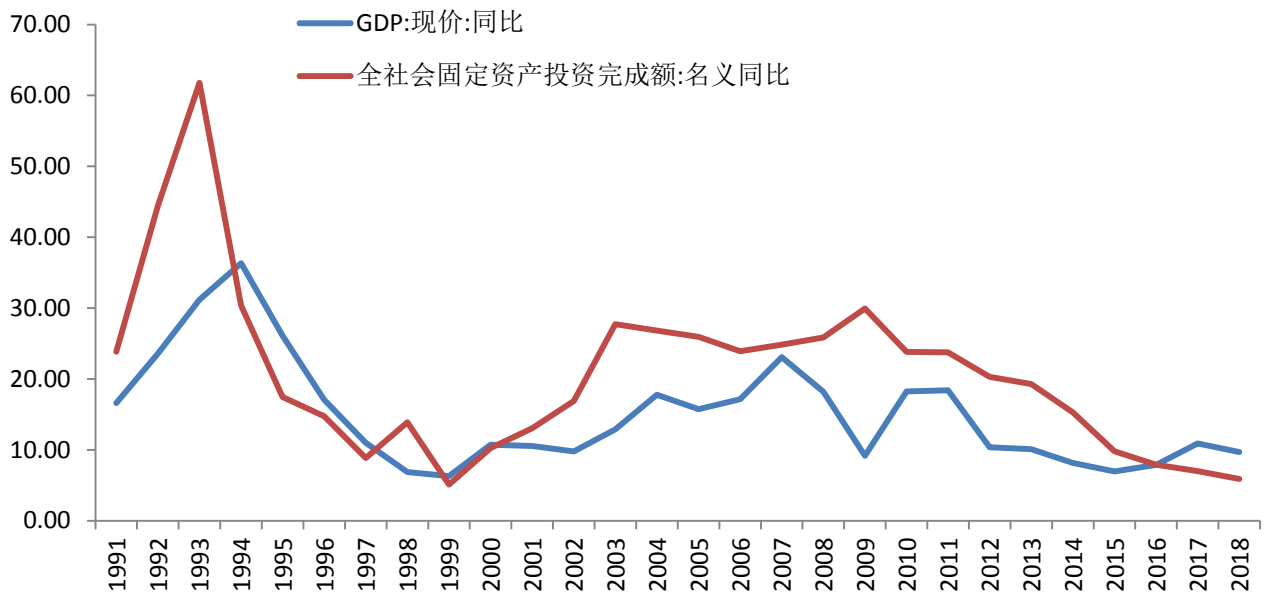
投资之所以重要，是因为投资在经济的周期性波动和长期发展中处于核心地位。投资的周期性变化带来了经济运行的周期性波动，投资的潜在能力变化决定了经济的潜在增长水平。无论是技术革新带来的新产业扩张，还是企业家精神发现的新商业机会，甚至是人口增长带来的需求扩张，其对经济刺激的效果最终都要通过投资增加才能实现。

图 1 投资在经济发展中的核心地位



2012年以来，中国投资的增长处于持续下降状态。全社会固定资产投资的实际增长（%）2012-2017年间分别为19.0、18.9、14.7、11.8、8.6和1.3，正是2012年起，中国经济进入了“底部徘徊”状态，经济增长进入了由高速向中高速转换的“新常态”阶段。

图 2 投资变化引领经济变动（名义同比/年度，%）



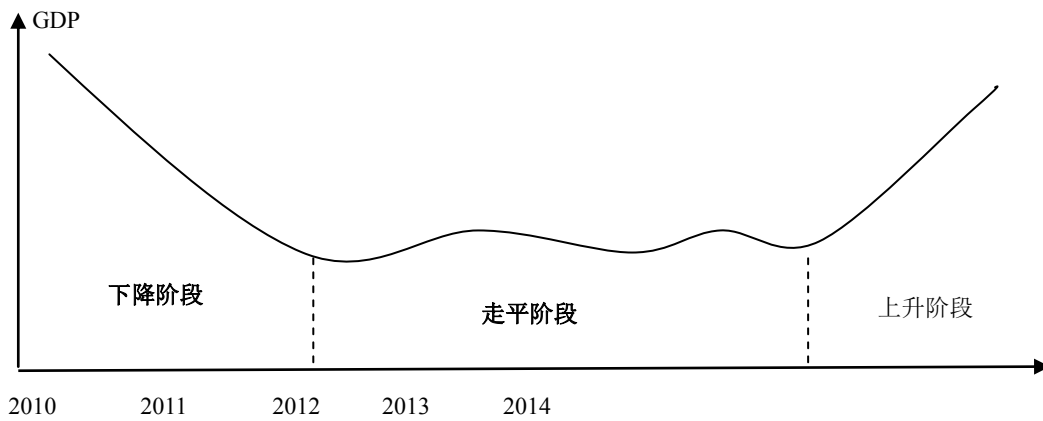
数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 2. 经济转型时期的增长三阶段

中国经济转型“三期叠加”的界定，实际上只是转型期中国经济运行的表象；经济转型的实质，是中国经济完成在世界经济格局中位置的重塑，以及国际经济、金融格局中的分工调整。由于全球经济格局重塑充满着不确定性，相比于历史上其它国家由于经济发展阶段过渡带来的经济转型进程，中国经济转型的进程通常会更长，复杂性会更高。比如 70 年代的日本和 80 年代的韩国，当时全球经济格局未变，日韩当时的经济转型仅需实现产业结构调整即可，中国当前在转型中碰到的贸易冲突和国际经济新竞争格局也表明，日韩的国际产业转移经验如“雁行理论”等，对于中国并不太适用，中国经济转型需要开创具有自己特色的发展道路。中国的“一带一路”倡议和坚持改革开放方向的发展道路，正是对这一转型道路的探讨。转型道路的漫且长，决定了中国经济会经历较长时期的“底部徘徊”阶段。

从经济增长动力角度，经济转型是经济体主动将旧增长动力转换到新增长动力上的过程。转型过程中，新增长动力的培育通常要慢于旧增长动力的放弃，因此，经济转型必然伴随有经济增速“下降——走平——回升”的三个不同阶段。在整个转型期间，经济增速会有 2 次拐点、2 次转变过渡期。中国经济自 2012 年进入走平阶段后，目前已在底部平稳运行了 6 年，从国际经济格局演变态势和国内经济运行格局演变态势，中国经济 2018 年已临近“底部徘徊”阶段尾声，预计 2019 年将走出已延续 6 年的底部时期。

图 3 经济转型时期经济增长状况

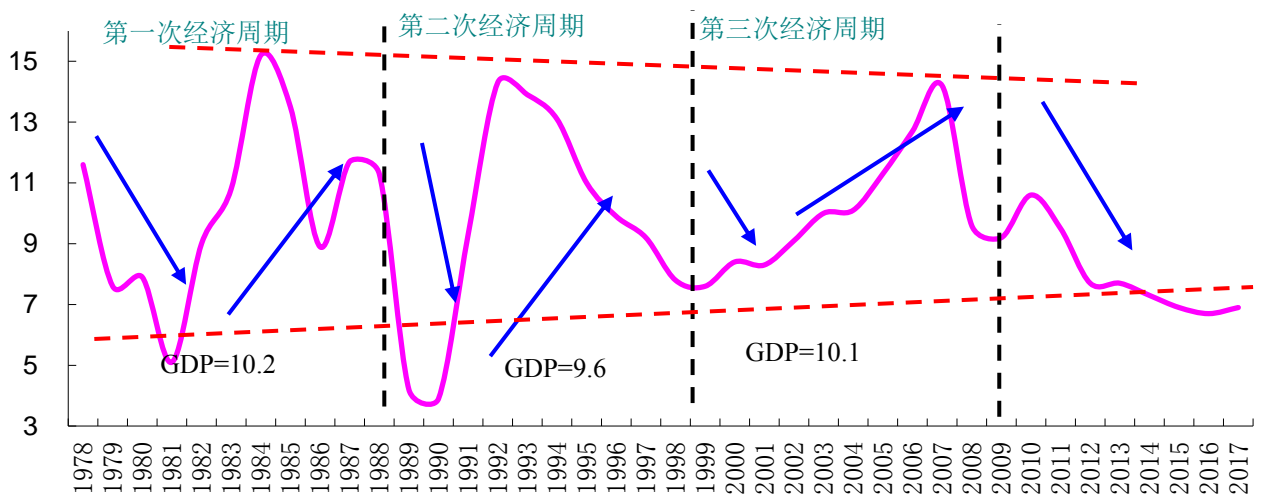


数据来源：上海证券研究所

### 3. 投资回升带动经济回暖

从经济成长的阶段论角度，经济转型使中国经济由起飞阶段发展到成熟阶段。从 5-10 年的长期视野看，中国经济仍然处在经济起飞阶段的后半期，但是经济增速将从前半期的高速下降到中高速。参考各国转型期增速换挡的经验，起飞后半期中国经济增长的合理区间将落在 6%-9%。按此标准，当前 7.0% 上下的经济增速，实在是完美得很！

图 4 中国经济“十年一周期”阶段结束

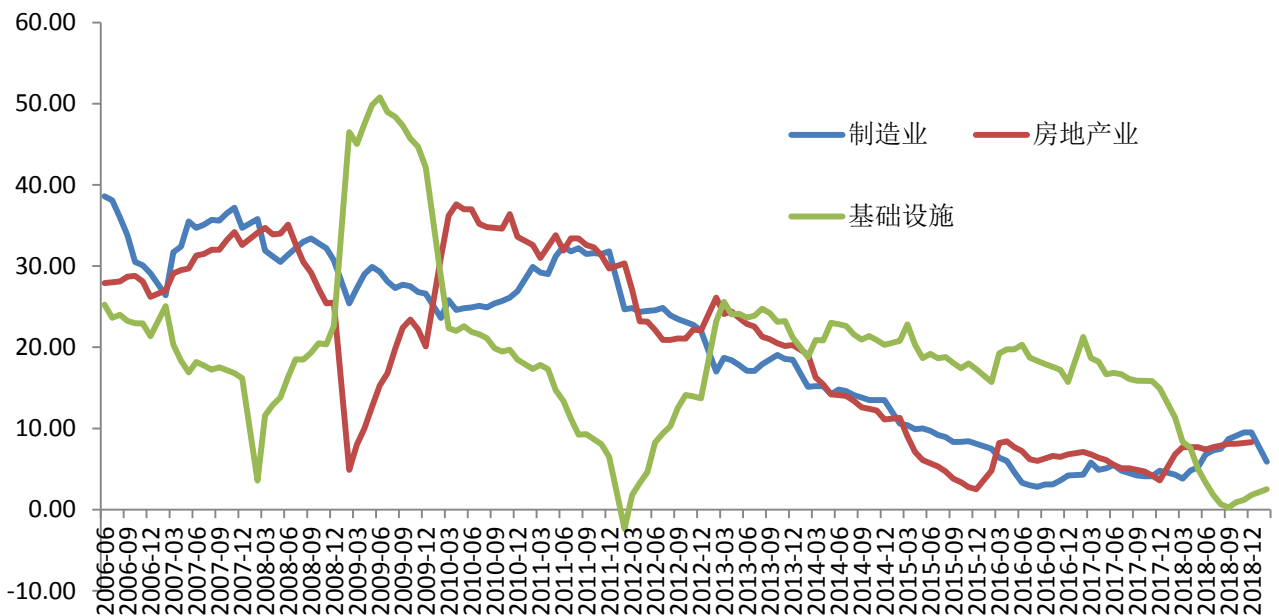


数据来源：Wind，上海证券研究所

中国宏调部门曾预期，中国经济未来增长路径将呈“L”形。当前市场上存在一种错误认识，认为当前中国经济运行正处于“L”形的“I”阶段，还未到达平走的“—”形底部。2012年底，笔者提出中国经济将进入较长时期的“底部徘徊”阶段论断。2018年中国经济数据公布后，虽然国家宏调部门表示经济运行态势良好，但认为中国经济将维持弱势、延续下降趋势的预期，仍成为市场主流。

从经济增长第一动力投资的变化看，2019年投资企稳回升态势愈发明了：2018年上半年受PPP整理影响，短期有所回落；2018年10月份后，伴随PPP清库和政府债务规范等工作的结束，基建投资重新启动，投资企稳回升；2019年将延续这一趋势！2018年我国投资增速的下降主要是基础设施投资回落的结果，2019年的投资变化将与2018年正好相反，基建投资将带动整体投资回升。

图 5 中国主要行业投资增长变化 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

2019年，中国经济走出底部将得到确认！随着未来投资的企稳，中国经济稳中偏升态势将愈加明显，并将造就中国股市持续向上基础。随着宽货币向宽信用回归，流动性紧张局面也将得到缓解。

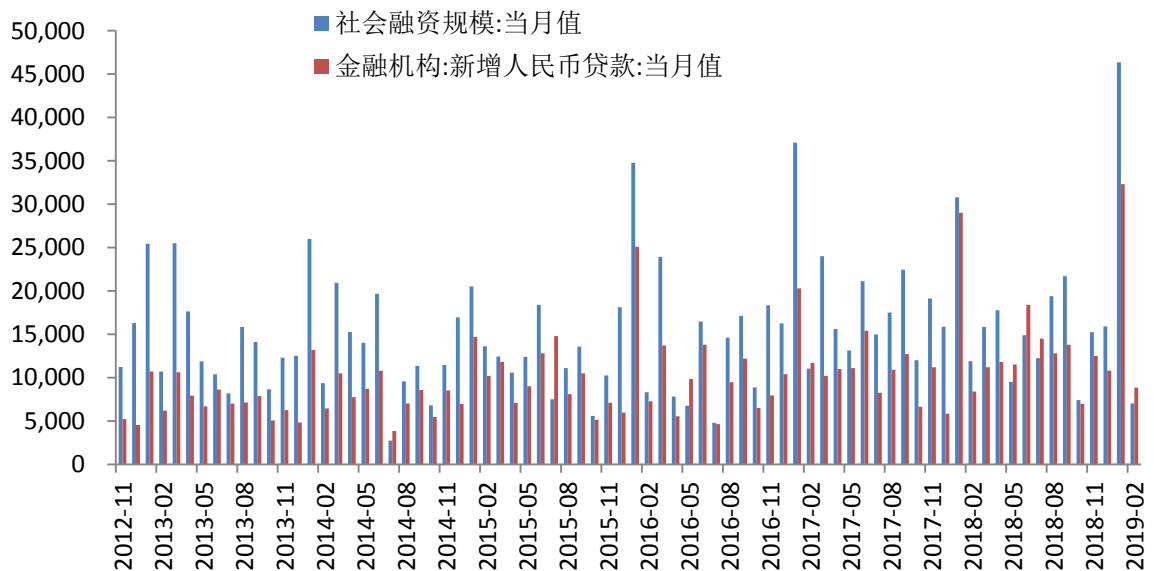
从投资构成的角度，短期看的增长领域主要在于基础设施领域。在中国投资总构成占比超过22%的基建投资增长，2013年以来表现相对平稳。对后续增长的担忧，实际上是来自于当前投资主体——政府，担忧政府后续投资能力跟不上，这是市场当前对政府债务问题的宏观经济反映。但PPP政策的引进和完善，改变了政府债务对基建投资的约束情况，新一轮基建投资热潮正在形成。

## 二、中国金融环境的变化

### 1. 货币增长平稳中“偏紧”不再

2018年4Q以来，货币政策趋于放松已成为市场主流预期，2009年1月份信贷、货币实际增长的超预期回升，将进一步强化这种预期。过去较长时间内存在的对货币当局流动性调节形成制约的“去杠杆”，事实上已经消退，保持流动性平稳正成为货币当局的新目标。预计货币当局未来将延续对货币环境趋于宽松的预期引导和管理。虽然货币政策趋松的倾向还看不到改变迹象，但在“首月”效应过后，信贷、货币快速回升的势头不会延续，1月份的创纪录信贷和社融增长，不是政策放松加码，未来信贷、货币的增长将重趋平稳！

图 6 中国信用创造的季节性波动（当月新增，亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

中国货币增长平稳从2018年11月起，且中国货币增长平稳从2018年11月起

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\\_13635](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13635)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn