



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018年第89 总第663期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2018年12月04日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施	2
个税改革实施首月 全国减税316亿元	2
两市融资余额减少26.47亿元	2
欧元区11月通胀率下滑至2%	2
韩国率先实现5G商用 或在2020年完成全覆盖	2
货币市场	3
人民银行今日仍未开展逆回购 此前已1个月持续零投放	3
监管动态	3
银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》	3
金融行业	4
11月金融租赁公司发债逾百亿	4
银保监会：处置不良资产慎用查封冻结措施	4
信托公司陆续提交自查报告	4
联合国成立数字金融工作小组	4
欧洲央行推出首个覆盖十九国欧元区即时支付服务	4
国资国企	5
更大力度国企混改来袭 山西发布108个混改项目	5
热门企业	5
建行工业富联进上证50 四大券商退出	5
“携号转网”本月起试点落地	5
投资关注	6
股指期货保证金手续费全部下调	6
地方创新	6
上海100亿上市公司纾困基金正式启航	6
江苏近5年年均小微信贷增速11.28%	6
上交所将积极支持雄安新区的资金筹划和融资工作	7
武汉异地公积金贷款范围扩大至全国 须武汉户籍	7
安徽：争取3年后民企占公司类新增贷款比重不低于50%	7
深度分析	8
2019中国经济展望：深耕待春来	8



宏观经济

中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施

中美达成重要共识,中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施。外交部长王毅:双方同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系;中方愿意根据国内市场和人民的需要扩大进口,包括从美国购买适销对路的商品,逐步缓解贸易不平衡问题;双方还同意采取积极行动加强执法、禁毒合作,包括对芬太尼类物质的管控。

个税改革实施首月 全国减税 316 亿元

个税改革实施首月,全国个人所得税减税 316 亿元,有 6000 多万税改前的纳税人不再缴纳工资薪金所得个人所得税。在普遍减税的各行业中,制造业纳税人减税规模最大,民营企业减税幅度较为明显。

两市融资余额减少 26.47 亿元

截至 11 月 30 日,上交所融资余额报 4687.43 亿元,较前一交易日减少 17.79 亿元;深交所融资余额报 2933.62 亿元,较前一交易日减少 8.68 亿元;两市合计 7621.05 亿元,较前一交易日减少 26.47 亿元。

欧元区 11 月通胀率下滑至 2%

欧盟统计局 11 月 30 日发布的初步数据显示,11 月欧元区通胀率为 2%,较 10 月份下降 0.2 个百分点。能源价格回落是拉低欧元区通胀率的主要原因。数据显示,11 月欧元区能源价格同比涨幅缩小至 9.1%,涨幅较 10 月份减少 1.6 个百分点。欧洲央行行长德拉吉 11 月 26 日在欧洲议会例行听证会上重申,欧元区中期通胀前景正在接近欧洲央行“低于但接近 2%”的政策目标,欧洲央行计划在 12 月底退出量化宽松政策。

韩国率先实现 5G 商用 或在 2020 年完成全覆盖

近日消息,韩国三大运营商 SK、KT 与 LG U+同步在韩国部分地区推出 5G 服务,这也是新一代移动通信服务在全球首次实现商用。据韩国《中央日报》报道,第一批应用 5G 服务的地区为首尔、首都圈和韩国六大广域市的市中心,以后将陆续扩大范围。韩国 KT 融合技术院基建研究所 5G 负责人兼首席研究员郑在民近日介绍称,按照



计划, 韩国智能手机用户明年 3 月份左右可以使用 5G 服务, 预计 2020 年下半年可以实现 5G 全覆盖。

货币市场

人民银行今日仍未开展逆回购 此前已 1 个月持续零投放

人民银行 12 月 3 日公告称, 目前银行体系流动性总量处于较高水平, 今日不开展逆回购操作。本周四有 1855 亿元 MLF 到期量。12 月 3 日为 12 月第一个交易日, 此前 1 个月人民银行持续未开展逆回购。上一个交易日, 隔夜资金利率大幅上行, 上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜上行 38 个基点, 7 天和 14 天 Shibor 上行幅度均在 1 到 2 个基点之间, 短端利率上行的同时长端利率微幅下行, 9 个月期和 1 年期 Shibor 分别下行 0.06 个基点和 0.08 个基点。

监管动态

银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》

12 月 2 日, 银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》。《理财子公司管理办法》共六章 62 条, 比征求意见稿多 1 条。与征求意见稿相比, 《理财子公司管理办法》整体变化不大, 主要表现为: 两个条款有放松, 新增 1 条内容。第一个放松是《理财子公司管理办法》对银行理财子公司的发起设立条件有所放松。据统计, 目前已有近 20 家银行表达了拟设立理财子公司的计划。第二个放松是参照公募基金, 放松销售端的约束, 以及参照信托和公募基金, 放松投资端的约束。新增一条内容: 涉及投资管理职能与交易执行职能相分离, 即第四十三条。银行理财子公司应当建立公平交易制度和异常交易监控机制, 对投资交易行为进行监控、分析、评估、核查, 监督投资交易的过程和结果, 不得开展可能导致不公平交易和利益输送的交易行为。



金融行业

11 月金融租赁公司发债逾百亿

11 月份共有 4 家金融租赁公司合计发出 118 亿元规模的金融债。而据 Wind 统计, 今年前十个月已有 15 家金融租赁公司分批发行 24 期金融债, 合计发行规模为 714 亿元。对比 2017 年行业金融债全年 500 亿元左右的发行规模, 金融租赁公司当下的“补血”节奏不可谓不快。

银保监会: 处置不良资产慎用查封冻结措施

中国银保监会法规部副主任张劲松 12 月 1 日在“第二届中国 AMC 发展‘使命与担当’杭州高峰论坛”上表示, 处置不良资产慎用查封冻结措施。一些金融企业包括债权人往往利用债权人的优势, 在诉讼中采取查封、冻结企业账户的行为, 往往导致处于困境的企业面临破产, 给社会经济的发展带来非常大的麻烦, 下一步要进一步规范。市场经济是信用经济, 要倡导在平等协商的基础上解决问题, 不能因为维护自身合法权益而不顾对方合法权益。

信托公司陆续提交自查报告

为防范金融诈骗新手段, 各地银保监局要求辖内各信托公司防范、排查、整改通过互联网平台等第三方推介信托产品的合规问题, 信托公司已于近日陆续提交自查报告。

联合国成立数字金融工作小组

联合国官方微博 30 日正式对外宣布成立数字金融促进可持续发展目标工作小组, 联合国副秘书长刘振民和蚂蚁金服董事长兼 CEO 井贤栋加入其中。联合国官方微博表示, 数字技术正在彻底改变金融系统的各个方面; 数字金融也在推动新的商业模式, 其中许多模式可以与可持续发展目标相关联, 并为更具包容性的经济奠定基础。

欧洲央行推出首个覆盖十九国欧元区即时支付服务

11 月 30 日, 欧洲央行(ECB)推出了首个覆盖欧元区十九个成员国的即时支付服务 TIPS, 并希望能够凭借此项服务成为欧洲移动支付领域领导者, 并与美国和亚洲众多



科技巨头争夺这一市场。这一被成为 TIPS 的即时支付服务将在整个欧元区广泛推广, 届时欧盟成员国消费者和企业将在短短几秒钟内完成移动支付交易, 而不会像以往那样通过网络转账而出现延迟到款的现象。

国资国企

更大力度国企混改来袭 山西发布 108 个混改项目

11 月 26 日, 山西省国资委召开省属国企混改项目新闻发布及推介会, 公开发布账面净值超过 340 亿元的 108 个混改项目, 向民营企业和社会资本敞开合作大门。其中, 在集团公司层面重点选出太重集团、文旅集团、建投集团、大地公司和云时代公司 5 户山西省属国有企业, 灵活确定股权比例, 引进战略投资者和财务投资者; 在子公司层面, 共筛选出 103 个项目开展股权转让。这些项目可增资扩股, 也可股权转让, 既可绝对控股, 又可相对控股, 为不同类型投资者和社会各类资本提供差异化的选择。

热门企业

建行工业富联进上证 50 四大券商退出

上海证券交易所与中证指数有限公司宣布调整上证 50、上证 180、上证 380、上证红利等指数的样本股, 中证指数有限公司也同时宣布调整沪深 300、中证 100、中证 500、中证红利、中证香港 100 等指数样本股。其中, 工业富联、药明康德被调入上证 50、上证 180、沪深 300 等多个重要指数, 而格力电器、浦发银行则被调出中证红利指数。此次调整将于 12 月 17 日正式生效。

“携号转网”本月起试点落地

本月起, 携号转网业务就要在试点省市落地了。业内人士认为, 有了携号转网的压力, 运营商就会更积极实施提速降费, 有利于扩大信息消费。所谓“携号转网”, 是指一家电信运营商的用户, 无需改变自己的号码, 就能转而成为另一家运营商的用



户,并享受其提供的各种服务。根据工信部对号码携带工作的整体部署,天津、海南、江西、湖北、云南五省(市)各运营企业 12 月起推出新业务受理流程。

投资关注

股指期货保证金手续费全部下调

经中国证监会同意,中国金融期货交易所综合评估市场风险、积极完善监管制度的基础上,稳妥有序调整股指期货交易安排:一是自 2018 年 12 月 3 日结算时起,将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%,中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%;二是自 2018 年 12 月 3 日起,将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手,套期保值交易开仓数量不受此限;三是自 2018 年 12 月 3 日起,将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六。

地方创新

上海 100 亿上市公司纾困基金正式启航

近日,以上海市属国资运营平台国盛集团为主,联合相关市属国企发起设立的上市公司纾困基金,正式在中国证券投资基金业协会完成私募股权投资基金产品备案,开始投入运作。据悉,这是全国首家国资发起设立、以直接投资方式纾困上市公司的私募股权投资基金完成备案。纾困基金管理人为上海国盛资本管理有限公司。基金将坚持市场化、法治化运作,重点聚焦对符合经济结构优化升级方向、有前景、有市场、有技术优势的优质民营企业进行投入,增加区域内产业龙头、就业大户、战略新兴产业等关键重点民营企业流动性,进一步缓解市场风险、提振市场信心,助力产业转型发展,践行服务实体经济使命担当。

江苏近 5 年年均小微信贷增速 11.28%



截至今年 10 月末,江苏银行业小微企业贷款余额 3.29 万亿元,占全国小微企业贷款总量的 9.95%;贷款比年初增加 2396.71 亿元,增幅 7.86%,增量占全国小微企业贷款增量的 10.66%。近 5 年来,江苏银行业小微企业贷款年均增速达 11.28%。

上交所将积极支持雄安新区的资金筹划和融资工作

11 月 30 日,“第二届雄安新区投融资发展论坛”举办。就雄安新区如何充分利用资本市场的问题,上交所债券业务中心副总监金永军表示,雄安新区的整个规划涉及到很多新的理念,规划需要资金落实,上交所会积极支持新区的资金筹划和融资工作。天津产权交易所总裁丁化美认为,雄安金融要与现代金融对接起跑,要发展信用雄安、市场雄安、交易雄安。

武汉异地公积金贷款范围扩大至全国 须武汉户籍

11 月 30 日,武汉住房公积金管理中心发布《武汉住房公积金异地个人住房贷款实施细则(试行)》。扩大了住房公积金异地贷款受理范围。凡具有武汉市户籍,在武汉市行政区域外正常缴存住房公积金的单位缴存职工,在武汉市购买普通自住住房时,均可向武汉住房公积金管理中心申请办理异地个人住房公积金贷款。公积金异地贷款范围不再限于省内城市及长江中游城市群省会城市的缴存公积金职工。

安徽:争取 3 年后民企占公司类新增贷款比重不低于 50%

近日,安徽银保监局筹备组出台了《关于安徽银行保险业支持民营企业发展的实施意见》。该《意见》从加大投放、有效帮扶、着力“惠企”、加强保障、完善机制、创新产品、守住底线和强化监管等八个方面提出了 23 条措施。《意见》提出,辖内各银行保险业金融机构要持续加大信贷资金和保险增信支持力度,下力解决民营企业融资难的问题。结合安徽民营经济发展特点和企业分布特点,优化信贷结构,突出对先进制造业以及战略性新兴产业的民营企业金融支持。争取 3 年以后,安徽省银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款比例不低于 50%。



深度分析

2019 中国经济展望：深耕待春来

文/程实 (工银国际研究部主管, 首席经济学家)

文章来源: 新浪财经 2018 年 12 月 03 日

“人类的一切智慧都包含在‘等待’与‘希望’之中。”回顾 2018 年, 受外部贸易摩擦冲击, 中国经济增长有所放缓; 展望 2019 年, 中国经济深耕以待春来, “减速增质”将向纵深发展。第一, 深耕的基础在于底线仍稳固。2019 年, 虽然经济下行压力不容忽视, 但是供给侧改革红利的释放和经济结构的改善将成为有效的缓冲器, “稳增长”政策亦有望协同发力, 增强政策托底效果。由此, 2019 年中国经济增速有望与上年持平, “L 型”筑底的阶段虽将延长, 但步伐依然稳健。第二, 深耕的空间在于改革再出发。越过四十周年里程碑, 2019 年新一轮改革开放举措有望提速落地, 从根本上纾解短期内外部压力, 培育长期增长潜力。无论是基于历史眼光还是全球视野, 中国经济的发展质量预计仍将保持在上升通道。第三, 深耕的重心在于把握新机遇。2019 年, 短期压力涨落的等待之时, 恰是深耕长期结构性机遇的希望之机。中国新经济的“价值头部”和消费升级的“雁阵尾部”, 若能得到提前布局、精耕细作, 将大概率在春暖之日收获长期回报。

经济增长压力仍将延续

2018 年年初以来, 中国经济内外部压力加大。着眼内部, 前期去杠杆政策在有效治理系统性风险的同时, 其阶段性的政策成本亦造成内需疲弱。放眼外部, 中美贸易摩擦长期剑拔弩张, 抑制着实体经济和金融市场的投资情绪。展望 2019 年, 虽然上述压力将以新的形式延续, 但是供给侧改革的后续红利和经济结构的多维改善将发挥积极的缓冲作用, 有利于守住“稳增长”和“防风险”的双重底线。

第一, 制造业投资“增速换增质”。2018 年 1-10 月, 中国制造业投资累计同比增速升至 9.1%, 较上年同期提高 5.0 个百分点。在 2018 年中国基建投资增速下跌的背景下, 本轮制造业投资的扩张为“稳增长”做出了重要贡献。展望未来, 从总量来看, 2018 年前三季度, 工业企业利润同比增速的中枢水平虽然仍保持在 2015 年以来的阶段高位, 但是较 2017 年已有下滑, 在经历约 12 个月的作用时滞后, 预计将引致 2019 年制造业投资扩张的小幅放缓。但是从质量来看, 得益于供给侧改革的稳步推进, 本



轮制造业投资扩张实现了显著的结构优化,从传统产业转向高技术产业和战略性新兴产业,从资源、人口红利转向知识红利,正在推动优质新产能的增长和制造业的高端化发展。2018年前三季度,较之于制造业总体,高技术制造业投资的同比增速高出6.2个百分点;较之于规模以上工业,战略性新兴产业增加值的同比增速高出2.4个百分点,高技术产业增加值的同比增速高出5.4个百分点。此外,根据WIPO测算,中国将技术创新转化为经济成果的效率已经大幅领先其他中等偏上收入国家,比肩高收入国家群体。这表明,对于“中国智造”而言,投资效率正在从木桶短板蜕变为比较优势。2019年,上述供给侧改革的红利有望加速释放,支持下游产业和服务业全要素生产率的持续提升,从而夯实长期经济发展的质量和稳健性。

第二,房地产投资下行压力渐显。2018年,与制造业投资类似,房地产投资同样发挥着抵补基建“缺位”的重要作用。截至10月,房地产投资的累计同比增速升至9.7%,为2014年以来同期最高。展望未来,房地产投资增速的下行压力预计将逐步显现。从总量来看,随着居民部门加杠杆空间的收窄、棚改货币化的逐步退出和房价预期的理性化,当前房地产销售已转入下行通道。截至2018年10月,商品房销售额同比增速降至2014年以来的同期最低值。考虑到销售数据领先房地产投资约3个季度,因此2019年下半年房地产投资预计将有所承压。从结构来看,2018年6月以来,在房地产投资的四大分项中,建筑工程、安装工程、设备购置三项均已持续同比下降,其他费用项目的增长则由于土地购置费增速的触顶回落而预计将趋于疲弱,进一步增强了2019年房地产投资走弱的可能性。

第三,居民消费需求稳中趋缓。2018年前三季度,在内外部压力的影响下,居民人均可支配收入增长放缓,累计实际同比增速较上年同期下降0.9个百分点。这一变动预计将阶段性地削弱居民收入预期和消费意愿,进而引致2019年消费增速下行。但是,从结构性数据来看,三大因素有望缓冲这一负向影响。统计结构层面,在2018年人均收入下行的背景下,虽然社消零售数据降至近年低点,但是最终消费对GDP累计同比的拉动作用却较2017年明显上升。由此可知,社消零售数据对“服务消费”的忽视,显著低估了转型时期的消费增长,中国消费引擎的稳健性要高于直观感知。收入结构层面,在收入细分项目中,2018年前三季度居民收入的下滑,主要是受财产净收入的拖累,与此前金融市场的剧烈振荡有关,但是居民工资性收入和经营净收入的增速保持平稳。考虑到市场已充分调整,因此未来居民收入进一步下行的空间有限。群



体结构层面,2018年前三季度,农村居民收入增长快于城市居民收入,居民收入中位数较均值的增速差距明显收窄,表明收入公平性正在得到有效修复。叠加明年新个税法对中低收入人群的利好,这一趋势有望进一步增强。基于此,虽然高端消费的增长空间受限,但是大众消费和农村消费将大概率成为消费升级的新赛道。因此,2019年中国消费有望呈现“稳中趋缓、结构改善”的格局。

第四,中美经贸关系走向新格局。展望2019年,中美经贸关系依然是中国经济的最大不确定性因素。对此,我们构建“博弈走廊”框架以分析中美经贸关系前景(详见附图)。第一,“博弈走廊”上沿代表短期博弈的极端强度,由两国经济周期强弱和政策逻辑决定。例如,2018年3月以来,得益于财政刺激效应,美国经济表现超预期,推动走廊上沿跃升,特朗普随即开启对华“极限施压”。展望未来,保护主义对美国金融市场的反噬愈加明显,并且2019年下半年美国经济有望步入周期拐点的上半程,叠加民主党主导下的众议院对新一轮财政刺激的掣肘,因此走廊上沿显著下调,中美博弈的短期强度有望逐步缓和,贸易摩擦预计将降温至可控范围。第二,“博弈走廊”下沿代表长期博弈的基础强度。2018年7月以来,美国政坛建制派已经转向,将贸易摩擦视为对中国的常规化“压力测试”。中期选举以来,遏制中国崛起、维护美国领先优势,已成为两党共识。由此,走廊下沿已出现历史性抬升,亨利·保尔森所提出的“经济铁幕”将是长期存在的真实风险。有鉴于此,2019年中美经贸博弈的实际强度有望在收窄的上下沿之间频繁波动,呈现出“短期压力缓和、长期博弈延续”的格局。中美进行局部去一体化的可能性较大,但是全面去一体化的概率极小;进行常态化政策博弈的可能性较大,但是开启全面冷战的概率极小;政策非理性和对立情绪反复涨落的可能性较大,但是政策冲突整体失控的概率极小。

政策组合协同发力可期

在经济基本面忧喜参半、市场预期面悲观犹疑之时,政策面的主动出击就至关重要。因此,前瞻2019年中国经济走势,关键在于预判政策作为和效果。2018年,从“7.31”到“10.31”的政治局会议,中国政策重心已偏向“稳增长”。2019年,政策组合的主动调整将进一步加大步伐、突出重点、形成合力。这也是我们对中国经济长期前景并不悲观的关键原因。

第一,货币政策边际趋松。2018年连续四次定向降准之后,10月M2、社融和新增人民币贷款数据依旧低迷,“宽货币”向“宽信用”的传导乏力,加剧了市场对货



币政策失效的悲观情绪。但是，当前货币政策遭遇的是结构性瓶颈，而非总体力度不足，症结在于银行信贷意愿的顺周期性。展望未来，财政政策的积极发力，有望形成优质信贷标的、改善银行风险偏好，进而纾解这一瓶颈，推动 2019 年 M2 和社融增速温和抬升。2019 年，央行将保持稳健中性、边际趋松的立场。定向降准将大概率保持每季度一次、每次 50bp 的节奏，巩固市场利率稳步下行的预期。但是，由于破局关键在于“货币-财政”政策协同，而非货币政策自身的“大水漫灌”，因此目前来看，调降存贷款基准利率的可能性不高。

第二，财政政策加速发力。2019 年，财政政策将接力货币政策，成为短期需求管理的主要工具。其一，大规模基建有望持续发力。从资金来源看，2019 年地方债发行额度预计将扩容，PPP 项目落地预计将持续提速，城投债信用利差预计将继续收窄，进而有望推动 2019 年基建投资增速触及 8%。从资金投向看，区域高速公路密集化和城乡公共服务均等化或将成为基建重心，为区域协同和乡村振兴夯实基础。其二，增值税减税有望加速落地。我们预测，增值税并档有望在 2019 年上半年推进。改革之后，适用于制造业的 16% 税率有望至少降至 14%，其他两档税率有望在归并后实现有效税率的下降，总共释放减税红利预计不低于 1 万亿元，充分发挥增值税减税拉动固定资产投资、更多利好高效率企业的效应。同时，针对小微企业和小微企业所受金融服务的增值税专项减免，亦有可能进一步扩大。其三，国资划转社保有望补上进度。相较于 2018 年的缓慢步伐，国资划转社保有望在 2019 年下半年扩大试点实践，从而接力增值税并档，为降低企业负担打开新的空间。

第三，金融监管适时调整。2019 年，立足“稳杠杆”的基调，金融监管有望着力加强流动性风险的管理，尤其是阻断市场流动性风险向实体经济信用风险的传导，避免在高杠杆下爆发“债务通缩”。由此，两方面的政策调整值得期待。其一，平滑表外转表内进程。资管新规等监管新框架将继续搭建，但是落地的范围、力度和节奏将适时适度放松，避免影子银行过快收缩，尤其是保留其对中小民营企业的融资功能。同时，通过补充金融机构资本金，增强其放贷能力，加快表内信贷对表外融资的接力。其二，修正银行信贷激励机制。2019 年，监管部门有望加快推动商业银行的内部考核激励机制改革，修正对中小企业的“信贷歧视”，舒缓银行信贷意愿的顺周期性，打通“宽信用”的传导末梢。



第四，改革开放再度出发。在短期需求管理形成合力的同时，坚定不移的改革开放才是突破内外困局、提振长期潜力的根本举措。在迈过四十周年的里程碑后，2019 年改革开放有望在以下五个方面率先再度出发。其一，加快金融市场建设，加快科创板的落地，从而扩大中小企业的直接融资渠道，并积极适应新经济企业生命周期中融资需求前移的趋势。其二，重点突破利益藩篱，放宽民营资本的市场准入，从根本上为民营、中小企业提供更广阔的发展空间。其三，供给侧改革挺进第二阶段，措施重心从行政手段转向市场调节，避免误伤高效率的民营企业，目标重心从“去旧”转向“育新”，引导优质新供给的积极扩张。其四，进一步扩大进口，满足居民消费升级需求，亦通过“鲶鱼效应”加速国内制造业的高端化发展，同时缓和外部贸易摩擦压力。其五，稳步扩大服务业开放，推广外商投资负面清单的应用，与全球共享中国机遇，增加其他经济体与中国的“脱钩”成本。

中国经济深耕稳待春来

综上所述，我们认为，基于协同发力的政策作为，叠加外部经贸关系的不确定性，2019 年中国经济可能走向概率不同的两种情景。

第一，基准情景。在这一情景下，“稳增长”政策如期生效。同时，特朗普政府未采取极端化的贸易制裁措施，中美贸易摩擦降温至可控范围。由此，中国经济增速有望达到 6.6%，并呈现“前低后高”的走势，CPI 增速则在政策刺激下小幅上升。经济政策将保持稳中求进，并逐步回归“促改革”轨道，因此不会调降存贷款基准利率，不会大幅放宽房地产调控政策。人民币汇率亦将逐步回归长期稳态。我们认为，这一情景发生概率较高，并以此作为预测基准。

第二，小概率情景。在小概率的情况下，受某些极端事件刺激，中美贸易摩擦走向失控。例如，第二轮贸易制裁（2000 亿美元）的加征税率上调，并且第三轮贸易制裁（2670 亿美元）落地。受此影响，市场预期的恶化将削弱政策托底的效果。中国经济增速或将受到较大冲击，全年呈现低位徘徊走势。CPI 增速大幅回落。对此，经济政策将进一步发力“稳增长”。特别是在 2019 年年中之后，若经济下行压力尚无明显改善，调降存贷款基准利率、放宽房地产调控政策将成为可能。在这一情景下，人民币汇率的波动幅度将有所扩大。

2019 年，从全球看中国，虽然中国经济压力延续，但是在全球复苏踟蹰、危机回潮的大背景下，中国依然具有一定的比较优势。从历史看中国，短期不确定性上升的



危时，恰是布局 and 深耕长期结构性机遇的良机。从未来看中国，2019年“一头一尾”两大机遇值得提前播种、精耕细作，以待春暖花开之时获取长期回报。

第一，新经济的“价值头部”。2019年，受制于内外部经济压力，传统产业增长空间有限，而新经济的成长活力将相对凸显。其中，具备以下能力的“真独角兽”，将为投资者创造真实价值，并成为产业“头部”。其一，新经济出海。在国内用户增长放缓的趋势下，深入东亚、南亚等地区开启新一轮用户扩张，维持业务高增长。其二，新模式演进。在中国新经济的单位用户价值普遍较低的短板上，通过业态和商业模式的革新，准确贴合多样化细分需求，深入挖掘客户价值。其三，新技术创新。顺应中国制造业和服务业高端化发展趋势，突破关键领域的核心技术，在改造甚至取代传统产业的过程中获得新的市场空间。

第二，消费升级的“雁阵尾部”。基于中国经济的内部差异性，消费升级呈现鲜明的“雁阵模式”。过去数年，以一二线城市和高端消费为先导，中国消费升级的“雁头”大幅迈进，而以低线城市和大众消费为重心的“雁尾”，升级步伐相对滞缓。2019年，伴随经济压力的延续，“雁头”的升级预计将阶段性放缓，而在收入公平性改善、优质供给扩张的助力下，“雁尾”的升级则有望“补课”。由此，三方面的机遇值得长期关注。一是大众消费崛起，高性价比的中档品牌，尤其是实现进口替代的国产品牌，将步入快速增长轨道。二是低线城市和农村消费提速，能够下沉深耕相应区域的零售企业有望获得更充裕的发展空间。三是服务消费热度不减。文体娱乐、旅游、教育、餐饮、家政服务、医疗美容等消费大类将继续保持长期增长潜力。

2019，中国经济深耕待春来

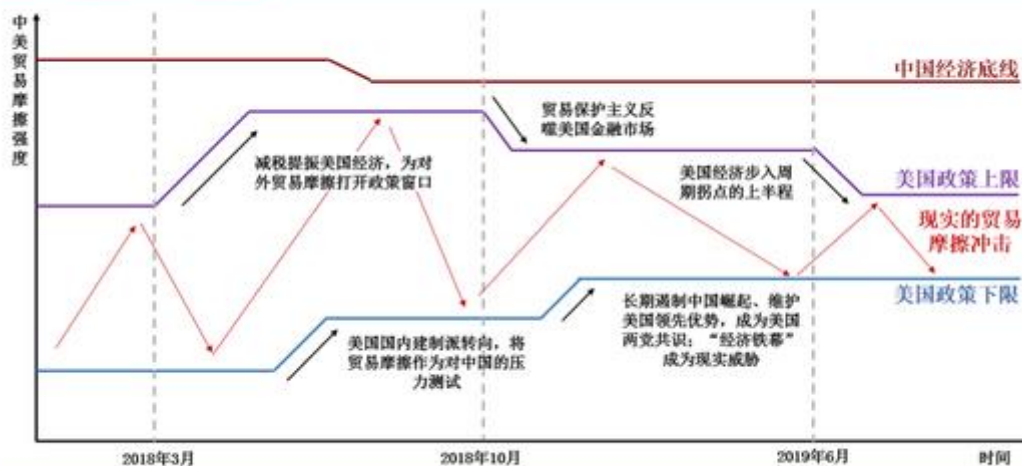
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	2018	2019
实际 GDP 增长率 (%)	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.8	6.7	6.5	6.5	6.6	6.6
CPI 同比增长率 (%)	5.4	2.7	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	1.8	2.3	2.5	2.2	2.3
失业率 (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9
财政余额的 GDP 占比 (%)	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.4	-3.8	-3.7					-3.6	-3.8
基准利率 (%)	3.5	3.0	3.0	2.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
3 个月利率 (%)	2.7	2.8	4.6	3.3	2.3	2.6	3.8	3.0	3.0	2.2	2.2	2.2	2.0
2 年利率 (%)	2.8	3.1	4.3	3.3	2.4	2.7	3.8	3.4	3.3	3.1	2.5	2.5	2.3
10 年利率 (%)	3.4	3.6	4.6	3.6	2.8	3.0	3.9	3.7	3.5	3.6	3.3	3.3	3.1
CNY/USD	6.30	6.23	6.05	6.21	6.49	6.95	6.51	6.28	6.62	6.87	6.95	6.95	6.90

注：数据四舍五入为一个小数位

资料来源：Bloomberg、IMF 以及我们的预测



中美经贸关系的“博弈走廊”



资料来源：我们的整理

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。