



太和智库
Taihe Institute

太和财经

凤凰涅槃

2019-2020年度经济、金融市场回顾与展望

太和智库 2019年12月 刊



关注时代
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

作者简介

第一作者：



张超，太和智库研究员，中国人民大学国际货币研究所研究员，现就职于国家开发银行。中国人民大学信息学院本科，美国哥伦比亚大学 SIPA 学院硕士，师从诺贝尔经济学奖得主、欧元之父蒙代尔教授，英国雷丁大学 Henley 商学院博士。主要研究方向为宏观经济学、全球货币政策、中国资本市场改革、债券市场发展以及人民币国际化等领域。在各大全球性刊物发表文章近百篇。2016 年 G20 系列会议之智库峰会主讲人。

第二作者：



张家瑞，太和智库研究员。中国人民大学首届经济学-数学（双学位）实验班本科，德国慕尼黑大学经济学博士。现任宁波诺丁汉大学商学院副教授，中国人民大学国际货币研究所研究员，从事研究和教学工作。研究方向为宏观经济学、货币政策、金融市场以及国际金融，在国际核心学术期刊和国内核心期刊上发表多篇论文，并担任多本学术期刊编辑和评审。

第三作者：



欧阳睿，太和智库研究员。中央财经大学财政学本科、英国谢菲尔德大学管理科学硕士。曾在证券、银行、信托、保险从事资产管理工作，对宏观、金融、实体的运行机理有深刻理解。

目 录

十大预判观点.....	1
全文摘要.....	2
一、中国经济回顾与展望.....	3
二、中国货币政策回顾与展望.....	5
三、中国金融市场分析与预测.....	6
一、中国经济回顾与展望.....	8
(一) 2019 年中国经济阵痛明显.....	8
1. 中国宏观经济走势与“经济八年抗战”预判相符.....	8
2. 2020 年中国将进入“经济八年抗战”最艰难的时期.....	12
3. 价格走向严重偏离，传导通道仍未打通.....	13
4. 国企掌经济“生死”，民企定经济质量。.....	17
5. 以基建刺激经济的“短板”愈发明显.....	18
(二) 中国外部环境持续恶化.....	21
1. 相似的危机“前夜”，资本的虚假繁荣.....	21
2. 美国债务问题对中国的影响.....	26
3. 美国经济矛盾国际化与中美贸易“持久战”.....	31
(三) 中国经济靠自己，关键在“软件”.....	36

1. 理顺传导机制，破局“二律背反”	36
2. 以法为绳，守住底线.....	39
3. 德与制并重，突破上限.....	40
二、中国货币政策回顾与展望.....	42
(一) 中国货币政策分析.....	42
1. “防御式宽松”稳增长.....	42
2. 金融数据低迷.....	43
3. 央行拒绝过度刺激.....	46
4. 利率敏感度钝化.....	47
(二) 中国货币政策展望.....	49
1. 利率市场化改革将加速进行.....	49
2. 中国仍有降息空间，但幅度有限.....	50
三、中国金融市场分析与预测.....	53
(一) 中国固定收益市场.....	53
1. 2019 年债券市场利率中枢下行有限，信用产品分层加剧	53
2. 中国债券市场发展将从“量变”转向“质变”	56
3. 债券市场生态将发生变化.....	58
4. 中美金融市场割裂趋势越来越大.....	61

5. 中国债券市场判断.....	62
(二) 中国权益市场.....	62
1. 中美股票市场走势回顾.....	62
2. 个股风险需谨慎对待.....	65
(三) 大宗商品市场.....	67
1. “黄金信仰”将提振 2020 年黄金市场.....	67
2. 原油市场 2020 年难大涨.....	69

十大预判观点

1. 2020 年，中国将进入“经济八年抗战”最艰难的时期。
2. 供给侧结构性改革初始阶段原材料量缩价升现象将在 2020 年显著收敛，而产能集中后的再扩大会面临新的产能过剩问题，供给侧结构性改革的红利正在迅速消失于国有部门。
3. 国企决定着中国经济的“生死”，而民企则决定着中国经济的整体质量。
4. 美国企图将内部经济矛盾国际化，中方应做好贸易“持久战”的准备。
5. 2020 年利率市场化改革加速，“行政降息”也将加速。
6. 中美金融市场割裂趋势将越来越大。
7. 2020 年收益率曲线的成熟化及投资者偏好分层格局开始形成，利率债收益率下行空间有限，信用债结构分化更加明显，风险投资价值显现。
8. 中国股市具有长期投资价值。相比于个股，2020 年指数型基金更具有投资价值。
9. “黄金信仰”将提振 2020 年黄金市场。
10. 2020 年原油市场难大涨。

全文摘要

2019 年，全球经济增长乏力，世界主要经济体的央行纷纷转向宽松政策。在此背景下，中国经济内部遭遇了一定困难，外部环境更是急剧恶化。对于中国经济来说，2019 年是困难的一年。站在 2019 年的尾部，遥望未来，本文从经济、货币、金融市场三个方面回顾 2019 年并展望 2020 年走势。

2019 年中国经济阵痛明显，在外部环境的猛烈冲击下，受到债务和体制双重制约的中国实体经济活力明显不足，GDP 增速逐季递减。展望 2020 年，中国经济即将进入“经济八年抗战”最艰难的时期。全社会杠杆率居高不下，杠杆效率却十分低下，民企更是面临生存问题。同时，美国经济减速带来的需求减少、全球金融市场风险以及中美经贸摩擦恶化的可能性都会给中国经济带来更大的困难。太和智库认为，中国经济的出路还是在于自己，关键在于“软件”方面的提升。只有进一步推动改革，加速体制、机制改革，从传统投资增长模式转为创新型、效率型的高质量发展模式，健全法律体系，注重道德与制度同步发展，着实改善民营经济生存环境，让民企、国企公平公正地站在同一起跑线竞争，中国经济才能真正恢复内生动力，破局“二律背反”。

货币政策方面，2019 年央行坚持“以我为主”，保持稳健的货币政策，同时松紧适度，以边际宽松对冲经济下行的压力。但

是，由于货币政策传导不畅、经济内部结构性问题未能得到有效解决，2019 年的金融数据相对低迷，企业部门也出现了利率敏感度钝化的现象。2019 年 12 月的中央经济工作会议将 2018 年定调的稳健的货币政策要“松紧适度”调整为“灵活适度”，展望 2020 年，太和智库预计利率市场化改革将加速进行，央行将选择与经济增长情况相适应的小幅降息。

金融市场方面，2019 年全年利率中枢整体下行，但下行空间有限。包商事件之后，同业市场信用收缩明显，信用产品分化加剧。预计 2020 年利率下行空间依然有限，信用产品分化将继续持续，而固定收益市场也将进一步去伪存真。股市方面，今年 A 股市场情绪波动明显，而多股退市也为市场投资者提示了股市投资的风险。2020 年，股市具有投资价值，股指投资优于个股。大宗方面，太和智库认为“黄金信仰”将重新归来，黄金价值将逐步凸显，而原油市场则会受困于需求增长不足，难以迎来大涨。

一、中国经济回顾与展望

2019 年中国经济增速进一步下滑。工业企业营业收入、利润水平都在持续下行。处于产业链上游的国企利润增长直线下行，而处于下游的民企更是面临着生存困境，不但融资成本高企，而且盈利能力更是面临着终端需求不足、经营成本居高不下的双重考验。同时，以基建为代表的传统刺激经济的方式受限于预算约束问题，未能有效刺激经济增长。而以高新技术产品为代表的新

经济增长动力一方面尚未形成全产业链生产力，另一方面因受到中美经贸摩擦的冲击而对经济的推动作用不及预期。

鉴于当前严峻的内部环境，太和智库预计 2020 年中国经济将进入更为艰难的时期。早先的非金融企业去杠杆导致企业投资需求下滑，经济增长降速。之后的稳杠杆本质上也只是杠杆的转移，由于资源分配的人为扭曲，杠杆效率不增反降。而目前，全社会杠杆率居高不下，杠杆集中于低效、利率敏感度低的国企和政府部门，而急需资金的民企却享受不到货币政策边际宽松带来的红利。

伴随着经济下行压力逐渐增大，中国的外部环境也在持续恶化。一方面，美国经济近期增长的根本动力在于全社会杠杆的抬升和特朗普税改红利，其经济效率并未有效提升。由于债务杠杆的不可持续性以及政策红利的逐步衰退，太和智库预判美国经济增速将再次下滑，因此其带给中国的外部需求也将趋弱。另一方面，根据日本、美国的历史经验，当前全球金融市场看似繁荣，实则已经到了危机的前夜，而全球金融市场风险也给中国资本市场乃至实体经济带来威胁。

面临债务问题，美国没有选择减少开支、扩大出口，而是试图向他国转嫁危机。中美经贸摩擦一度不断升级加码就是美国转移国内债务矛盾的手段之一。从美国经济运行基础和贸易现状来看，2020 年中美之间冲突大幅缓和的可能性微乎其微，大概率

更加恶化，甚至不排除金融战的可能性。

针对当前国内外的严峻形势，太和智库认为解决中国经济的出路在于自己，而关键在于“软件”方面的提升。首先，需要正视民企生存难的困境，不但治标，还要治本。既要减税降费减少民企融资成本，更要加速体制、机制改革，从根本上改变民营经济的生存环境，为民企提供公平公正的市场环境，恢复经济内生动力。其次，以法为绳，守住底线。在现有法律体系基础上优化细则，将依法治国理念深入到方方面面，更要在法律层面保护创新，降低社会成本。最后，注重道德与制度同步发展。以制度激励和中华优秀传统文化为依托，激发经济活力，全面提升社会道德水平。

二、中国货币政策回顾与展望

回顾 2019 年，中国货币政策基本延续了 2018 年的政策风格，以边际宽松缓解经济下行的压力，完全符合太和智库 2018 年年末的预测。同时，央行坚持“以我为主”，管好货币供给总闸门，拒绝跟随以美联储为代表的主要经济体央行大幅转鸽，不搞过度刺激，而是以“防御式宽松”为政策基调，形成了“宽货币、紧信用”的宏观金融环境。

虽然央行稳健的货币政策松紧适度，有力支持了实体经济，但也要正视金融数据低迷和利率敏感度钝化的问题。一方面，央行释放了大量流动性，但是社会融资规模依然低迷，其中受 CPI

通胀攀升和收入放缓影响的居民部门贷款增速下降严重拖累了信贷数据。另一方面，民企面临着严重的利率歧视。究其根本，政府的隐性担保扭曲了资金的配置。有隐性担保的国企融资成本进一步降低，但急需资金的民企融资成本依然居高不下，市场反馈的偏好二元分化加剧，放大了经济中原有的结构性矛盾。

展望 2020 年，太和智库对中国货币政策有所判断：一方面，央行将加速利率市场化的改革，建立以 LPR 为核心的市场化利率传导机制，打通货币政策传导机制，增强利率传导的有效性，进而实现信贷资金的高效配置。另一方面，2020 年中国降息空间较大，但出于保留政策空间、CPI 高企和稳杠杆的考虑，除非发生破坏性突发事件，否则央行大概率保持与经济增长情况相适应的、有节奏的小幅降息，大幅降息的可能性依然不高。

三、中国金融市场分析与预测

在外部环境加剧恶化、宏观经济形势恶化的大背景下，2019 年中国债券市场的演化基本符合太和智库 2018 年年末的判断：债券市场利率中枢下行空间有限，信用产品分化进一步加剧。同时，值得关注的是，包商事件之后，同业存单信仰被打破，中小银行对于扮演大行、非银行金融机构之间桥梁角色的意愿和能力都受到了极大削弱，由此衍生了同业市场的信用收缩，并对低评级民企债券的市场认可度产生负面影响。针对以上情况，太和智库预计 2020 年利率债收益率下行的空间依然有限，而信用产品

的分层将更加明显，高收益债券市场的价值也会更加凸显。同时，中国债券投资者将更加重视对企业基本面的研究，倒逼债券市场的规范化和去伪存真。银行理财子公司的成立和外资机构的活跃参与也会给中国债券市场带来新生态和新影响。

回顾 2019 年，中国股市 A 股在年初迎来了反弹，但是受经济预期不佳和中美经贸摩擦的冲击，在多空交织的复杂情况下，A 股市场整体以震荡盘为主。虽然 2019 年的宏观经济显示中国经济的结构性问题依然突出，经济筑底尚未完成，但也要看到中国经济的韧性仍在。2020 年，中国股市虽有一定的下行压力，但由于股市当前的估值并不高，因此整体而言下行空间不大。同时，在大环境不佳的情况下更需要关注 A 股市场中的个股风险，从某种意义上来说，指数投资可能是更好的选择。

太和智库认为当前全球主要经济体的央行普遍存在滥用货币政策的现象，催生了大量泛滥资本，对货币信用造成了严重损害。市场在 2020 年或许将重新拾起“黄金信仰”，黄金具有投资价值。而以原油为代表的大宗商品市场 2020 年难有大涨，即使以“欧佩克+”为代表的原油供应方继续履行减产协议，但受困于原油需求增长动力不足，大宗商品价格以宽幅波动为主。

一、中国经济回顾与展望

（一）2019 年中国经济阵痛明显

1. 中国宏观经济走势与“经济八年抗战”预判相符。在太和智库 2018-2019 年度报告《危机的边缘——2019 年经济与金融市场回顾与展望》（下称《展望》）中，太和智库曾分析了 2018 年中国经济下行的原因，并指出如果依靠基础设施建设“再发力”来刺激经济，中国经济将再次错过补技术短板的“时间窗口”，同时将面临更大幅度甚至断崖下跌的风险。2019 年的经济走势验证了太和智库的观点。

首先，2019 年中国 GDP 增速逐季回落。从图 1 可以看出，2019 年的经济增速继续呈现出一种逐季递减的走势，前三个季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%和 6.0%，与去年同期的 6.8%、6.7%和 6.5%相比下降明显。

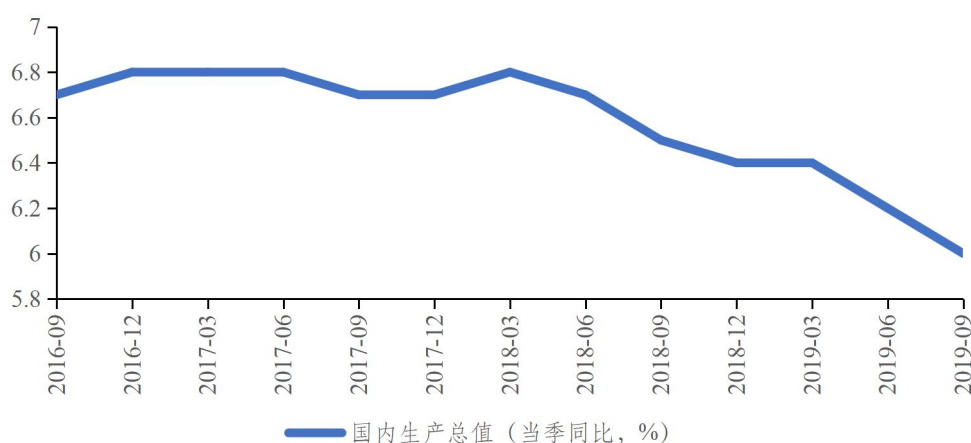


图 1（数据来源：WIND、太和智库数据库）

其次，制造业活力受到抑制。观察图 2 中 2017-2019 年数据，经济逐步下行趋势非常明显，但不同于前两年“杠杆收缩”型的增

速回落，2019 年经济增速下行的压力逐步由金融因素向体制、机制因素过渡，而工业增速严重下滑也印证了这一点。与此同时，国有工业企业的生存压力明显增大。2019 年以来，工业企业营业收入和利润水平都在不断下行。图 2 描述了中国工业企业、国有工业企业与私有工业企业利润同比增速的变化。由图可知，自 2018 年二季度以来，国有工业企业的利润出现断崖式下滑并明显低于总体水平，且首次出现利润增速低于私有工业企业的状况，其利润增速与全部工业企业利润增速的偏离越来越大。同时，受国有工业企业的拖累，2019 年中国工业企业利润总额增速持续呈现负增长。

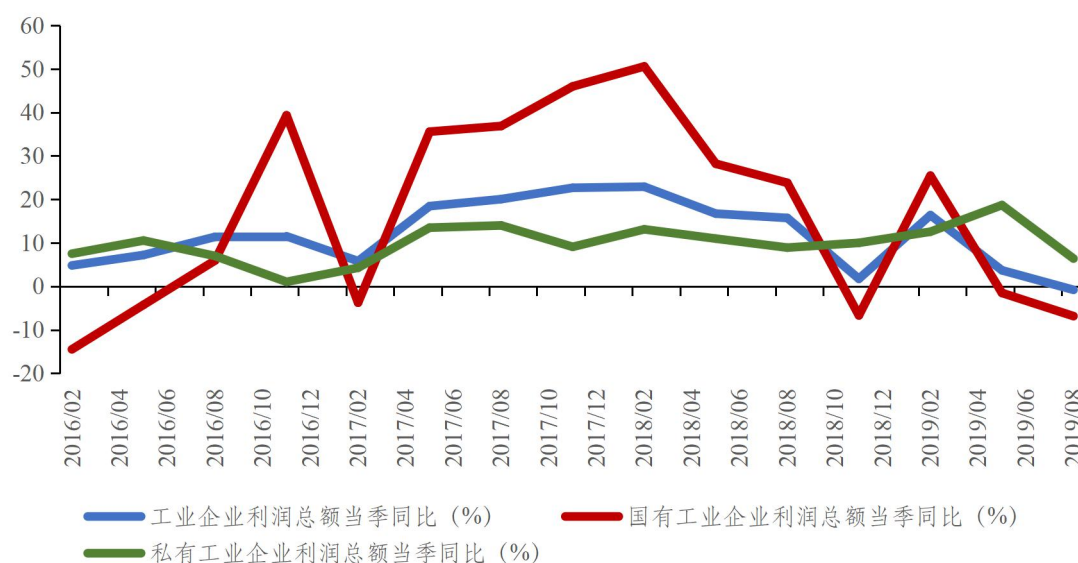


图 2（数据来源：WIND、太和智库数据库）

可见，无论从作为经济增长重要部分的工业企业业绩还是从宏观经济增长的走势来看，2019 年中国经济走势与太和智库《展望》中提出的“经济八年抗战”（2018-2020 年的防御期，经济下

行压力不断增大；2021-2025 年的僵持期，经济增长动能由政策刺激向体制刺激过渡；2025-2035 年的恢复期，中国经济增速将重拾内生活力）走势相符合。

第三，债务制约与机制制约并存。太和智库认为，宏观债务杠杆稳住了 2017-2018 年的中国经济增速，但中国国内的生产效率并没有出现明显提高，因而 2019 年债务可持续性与长期杠杆稳定性受到制约，杠杆刺激的边际递减加快。不同于所谓的“新周期”理论，太和智库认为夸大杠杆作用不但于事无补，甚至会令中国经济面临断崖式下跌风险。因此，无论是短期还是长期，杠杆难以成为驱动增长的动力。

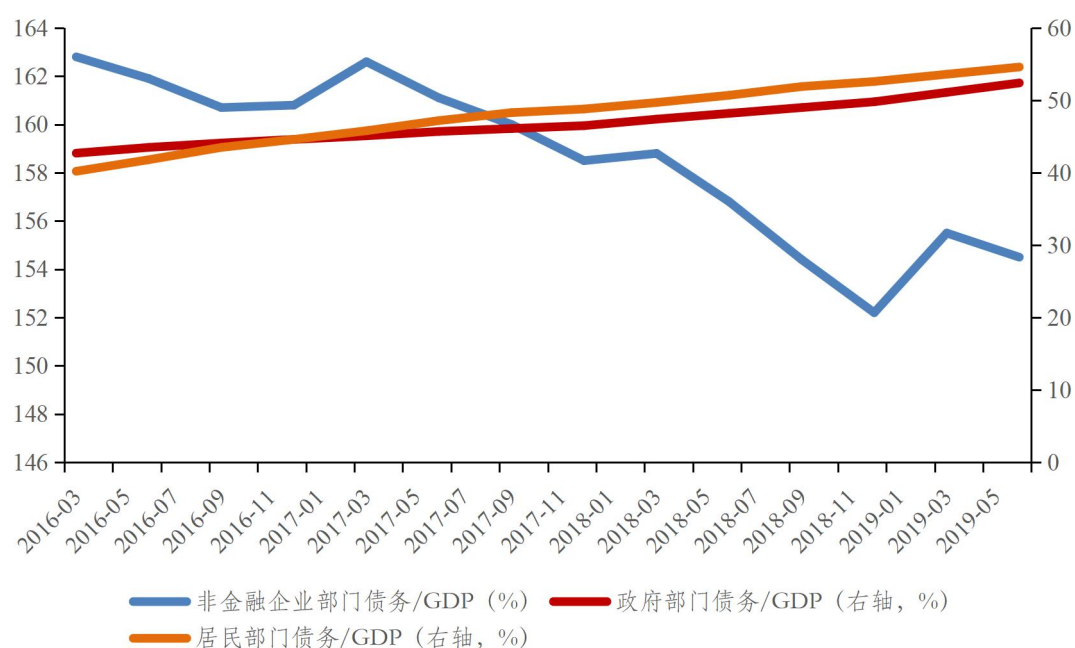


图 3（数据来源：BIS、太和智库数据库）

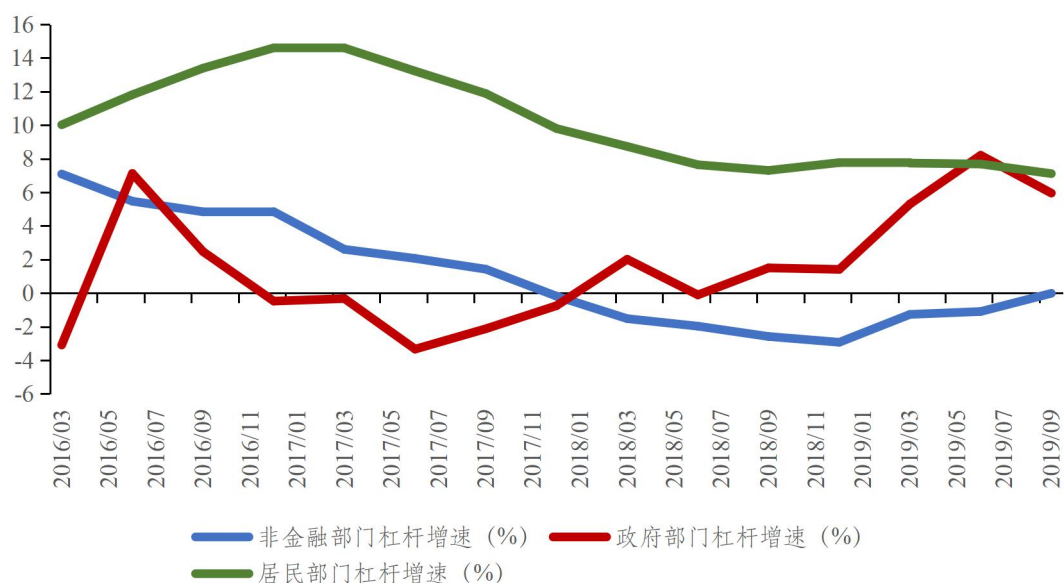


图 4（数据来源：BIS、太和智库数据库）

各类债务对于 GDP 的贡献程度则分化明显。图 3 刻画了各类债务占 GDP 的比例。从图中可以看出，非金融企业部门债务与 GDP 之比自 2017 年便开始下行，直到 2019 年初又呈现出了触底反弹的走势；居民部门债务与政府部门债务与 GDP 之比则一直有所增长，同时居民部门在超过政府部门后有继续拉大差距的趋势。可见，所谓实体经济的去杠杆，本质上只是杠杆在实体经济各部门之间的转移。在实际过程中，稳定经济增速则主要是通过政府部门和居民部门的加杠杆来缓解非金融企业的去杠杆，这其中又以增加居民部门杠杆来实现杠杆在部门间的转移。如果综合各部门债务占比的增速来分析，债务增速对于居民部门和政府部门的制约大于非金融企业，其中居民部门的债务敏感性最高，而“被迫去杠杆”的现象将制约 2020 年终端需求的释放。

另一方面，债务的制约与体制的制约相生相伴。如图 4 所示，

2017 年至 2019 年上半年，非金融企业债务占比增速的下滑恰好与居民部门和政府部门债务占比增速的上升呈现出强烈的负相关关系。从 2017 年底开始，居民部门杠杆增速的放缓又对应了政府部门杠杆增速的回升。而 2019 年政策导向由去杠杆转向“六稳”，非金融企业部门的债务再一次触底回升，债务占比的数值和速率都有走高趋势。但与 2014-2015 年“加杠杆”期间不同，企业利润不但没有回升，反而进一步回落。如果再结合图 2 和图 3 一起分析可以发现，此次企业债务的由降转增对于国企利润增长依然无效，“杠杆效率”几乎为零。虽然“稳杠杆”战略是应对中美贸易摩擦的不确定性增大、全球降息潮等的无奈之举，但不得不承认去杠杆减速并没有与体制改革加速相配合，导致去除实体经济杠杆并没有覆盖全部“僵尸企业”，反而错杀了大批优质的民企。虽然民企的利润在本年年初有小幅回升，但其增速最终仍然同 GDP 增速一样呈现出了逐季下行的趋势。

2. 2020 年中国将进入“经济八年抗战”最艰难的时期。去杠杆未能有效完成与体制改革缓慢带来以下三个重要问题，并使中国经济增长陷入一个两难境地。第一个问题，非金融企业部门去杠杆，导致企业部门投资需求下降，经济增速下滑。这是去杠杆必然导致的现象。第二个问题，一边去杠杆，一边加杠杆（即所谓的杠杆转移），使得整体经济的杠杆并未有效下降，杠杆的效率也不高，具有高效率的企业应该加杠杆而加不上，效率低的企

业部门（如僵尸企业、地方政府）应该去杠杆却去不掉，这使得宝贵的资源没有用在效率最高的地方，这也导致经济增速下降。第三个问题，全社会杠杆越来越高，杠杆越来越集中在国企、政府部门等对利率并不敏感的部门，导致货币政策和价格工具逐渐失灵。这三个问题导致中国经济目前处于一个尴尬的境地：再继续去杠杆，经济增速恐失控；而体制改革缓慢导致加杠杆无法刺激杠杆效率，反而降低货币政策有效性。中国宏观经济承担了去杠杆的成本，却并未收到去杠杆应该带来的成果，并未达到去杠杆后资源再分配、经济再起飞的起点。因此，再考虑到外部环境的持续恶化，2020年或将是“经济八年抗战”最严峻的一年。

3. 价格走向严重偏离，传导通道仍未打通。尽管今年以猪肉为首的食品价格一直成为推升CPI的重要因素，但不可忽视非市场化的去库存使得上下游行业产品价格传导被割裂，造成PPI向CPI传导的失灵。图5表明CPI与PPI的走势长期背离，至2019年开始，这一现象更为明显。生产资料价格持续负增长使得PPI持续高速下行，然而CPI则一直处于回升状态，上游原材料价格始终无法顺畅传递到下游的产品价格中，即使剔除食品的影响，PPI向CPI的传导依然不畅。

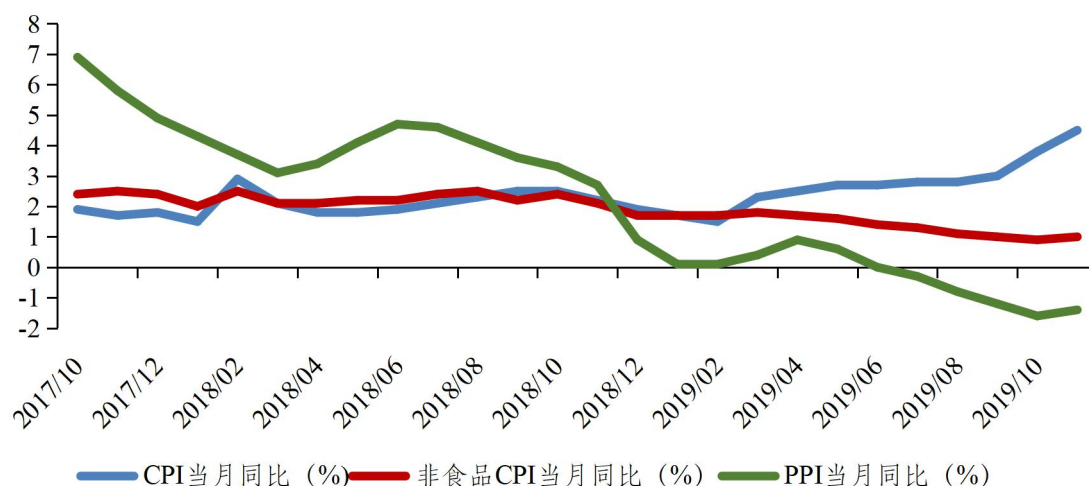


图 5（数据来源：WIND、太和智库数据库）

上游行业以国企为主，占据了大量资源，但实际生产效率却一直未得到明显提高。上游代表行业中的石油和天然气开采业与非金属矿物制品业的利润增速在高位急速回落便是最好证明。在过去的年份，经济处于上行期，上游企业和下游企业都能够获得相应的利润，只是分配不均匀的问题，虽然供给侧结构性改革初期所推行的行政性去库存和去杠杆等非市场化政策能快速改善局面，但不能从本质上改善价格形成与传导机制，在行政化政策执行后，法律、法规等长期机制性配套措施落地迟缓，各类型价格传导出现阻塞情况，这也是 2018 年走高的工业上游产品价格 在 2019 年出现断崖式下跌的主要诱因。如图 6 所示，2016 年以来包括采矿业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业以及非金属矿物制品业等在内的多家上游行业的利润虽然呈现震荡上升的走势，但除去每年年末的季节性回落，增速走低仍十分明显。然而，经历过 2018 年的利润高速增长后，石油和天然气开采业

利润增速在高位急速回落。非金属矿物制品业利润总额的累计同比增速回落也较为明显，与下游企业利润总额的增速形成逐渐趋同的状态。如图 7 所示，石油和天然气开采业利润的累计同比增速在 2018 年下半年一度达到 446.4% 的峰值，创下自 2000 年以来的最高点，但自 2019 年以来，增速回落显著，甚至一度跌破 10%。非金属矿物制品业利润的累计同比增速也从 2018 年的 40% 左右一路暴跌至 2019 年年初的 13.6%。

同时，下游行业的生存环境则更加恶劣，持续走低的生产资料价格并未给下游企业带来活力。纺织业的利润累计自 2019 年二季度以来出现了持续的增速负增长，通用设备制造业等下游行业累计利润的增速也从长期保持的 10% 下降至 6% 左右，2019 年的平均增速较 2018 年同期下降了接近 50%。

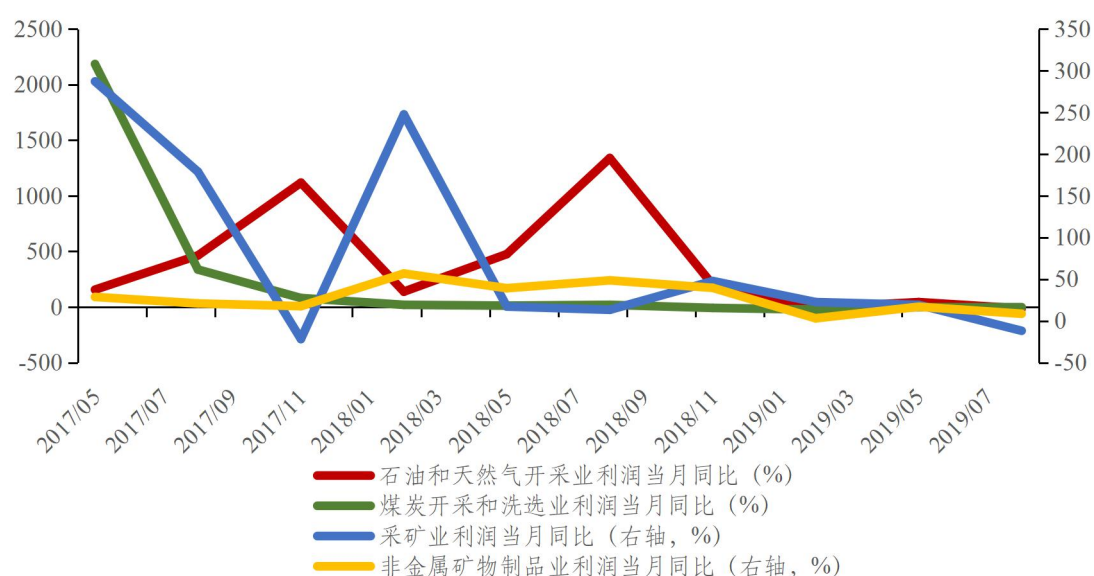


图 6 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

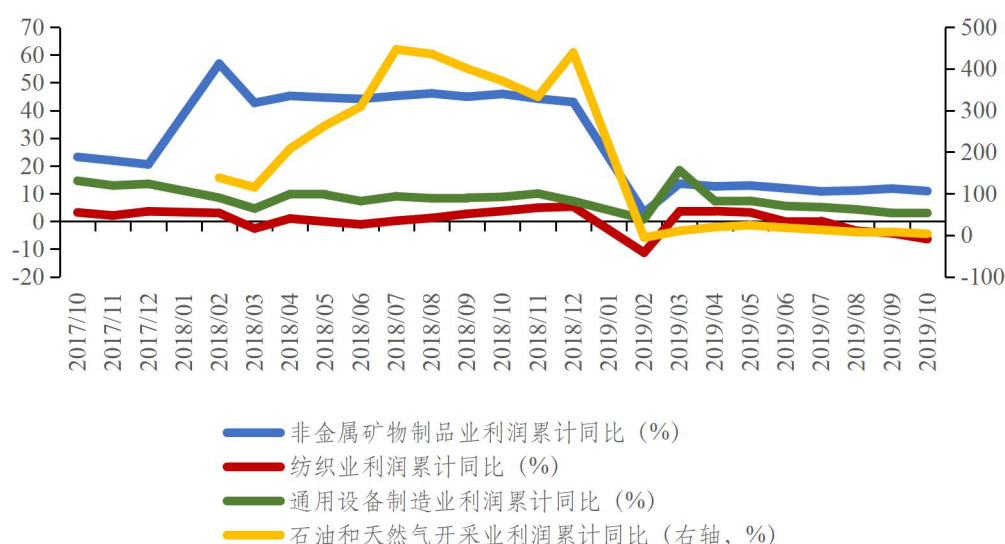


图 7 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

相较于上游行业,下游企业的议价能力相对有限。虽然 2019 年原材料价格大幅下降,但中下游企业在购买原材料时,议价能力更高的上游企业并未使得下游企业获得同比比例降低的产品价格,从而导致下游企业无法有效降低经营成本。同时,充分竞争的下游产品市场令下游企业根本无法将成本价格的下行传递到终端市场。由于终端市场的消费受到“杠杆抑制”的影响,即使价格波动不大,但需求依然较为疲弱,无法消化下游企业以“数量换利润”策略生产的产品,令企业陷入“越生产越赔,越赔越生产”的怪圈,以至于大量中下游企业倒闭或濒临倒闭。而中下游企业需求疲软带来的不利影响也回传给上游行业,从而使得低效的上游国企雪上加霜,利润增速最终受到多重因素的严重影响而极速下滑。在当前“杠杆抑制”与“国际环境恶劣”的双重压力下,虽然央行多次降准、降息,通过启用 LPR 定价等方式降息试图激活资金价格传导机制,但是下游企业缺少同金融机构议价的能力,

价格歧视的存在使得民企仍然无法获取较低的资金价格，这又进一步恶化了内部需求环境，从而进一步降低了民企的利润。再加上上游企业对价格的变动又不够敏感，进而形成了一种恶性循环，使得央行释放的宽货币更多的流向“价格钝化”领域。

产品价格与资金价格的传导同时出现割裂，生产环境的恶化与需求匹配的失衡挤压所有企业的利润空间，尤其是民企和小微企业的经营成本和融资成本大幅提高。

4. 国企掌经济“生死”，民企定经济质量。图8表述了国企与私营企业、股份制企业以及外资企业增加值累计同比增速的关系。从图中可以看出，国企的增加值累计增速自2019年以来一直处于回落状态并随后保持低位浮动，甚至最后低于本就生存困难、增加值逐渐下行的私营企业、股份制企业。受中美经贸摩擦的冲击，外资企业增加值累计同比增速高位回落，甚至于2019年年初出现负增长状态且2019年以来一直大幅低于其他企业的增加值累计同比增速。

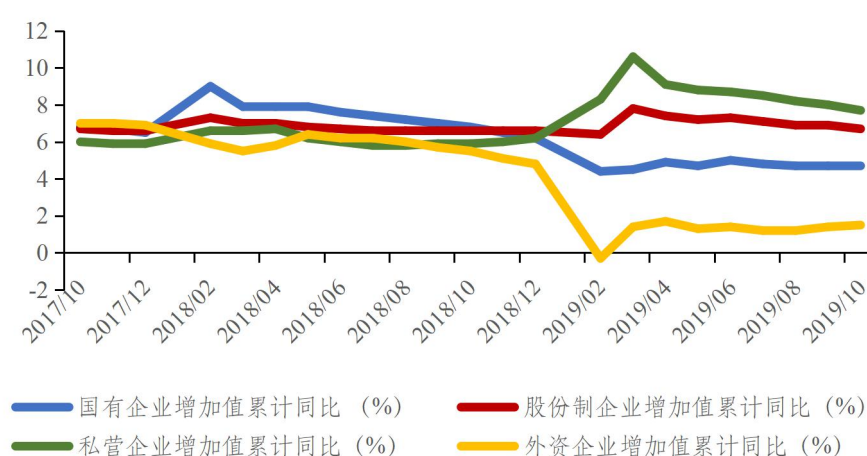


图8（数据来源：WIND、太和智库数据库）

事实上，如果经济增长模式长期如此，不仅是民企、国企，甚至中国宏观经济“触底”也将延后。因为在中国的市场经济体制下，市场在资源配置中起决定性作用，处于上游的国企是十分依赖下游企业的消费来为其提供支持的，如果民企长期衰落下去，国企也将因为整体需求萎靡而难以为继。如果说去产能和去库存是通过提高运营成本而误伤了民企，那么去杠杆的副作用则是通过提升民企的融资成本给予了民企重重的一击。众所周知，中国宏观经济的杠杆存在于实体和金融两个层面，金融杠杆体现在金融市场的过度交易，实体经济的杠杆则主要集中于非金融企业部门。在实体经济去杠杆方面，上文已经分析，国家通过政府部门和居民部门的加杠杆实现了杠杆在不同部门之间的转移，从而将去杠杆变为了稳杠杆，其结果则是杠杆效率低下，国企利润难以维持，民企利润继续下滑。然而，国企债务增速的抬头及其利润的回升并没有有效带动经济增长，GDP 呈现了逐季递减的走势。这表明，通过非金融企业部门，特别是国企加杠杆来刺激经济增长的方法已经失效，杠杆刺激经济的效率边际递减趋于零。

另外值得注意的是，供给侧结构性改革初始阶段原材料量缩价升现象明年会显著收敛，而产能集中后的再扩大会面临新的过剩问题，供给侧结构性改革的红利正在迅速消失于国企。

5. 以基建刺激经济的“短板”愈发明显。首先，受制于宏观债务水平的限制，2019 年基建投资并未按照预期持续发力。一

方面，基建投放资金受限，举债加杠杆增加基建融资的路径纳入监管视野，地方政府不能随意增加；另一方面，减税降费政策的出台使得地方政府收入进一步回落，政府财政赤字增速自 2019 年年初大幅提升后也一直维持高位（如图 10）。因此，在“开源节流”两面受压的情况下，依靠“大搞”基建以刺激经济的预期可以落幕。例如，2019 年三季度地方政府专项债额度提前使用完毕，但基建增速并未明显提高。图 9 表明，2019 年以来，我国基建投资增速出现“水平”型走势，并逐级下台阶，2019 年我国固定资产投资已经由年初的 6.1% 放缓至年末的 5.2%。另一方面，由于体制机制改革的迟缓以及目前中国的经济结构，尚无其他手段可以有效对冲经济短期下滑，因此基建投资不能放弃，甚至是未来平缓经济快速下行压力的主要手段。因此，太和智库预计 2020 年中国基建投资以及固定资产投资的增速会继续处于水平状态，仅作为短期内对冲经济下行风险的措施。

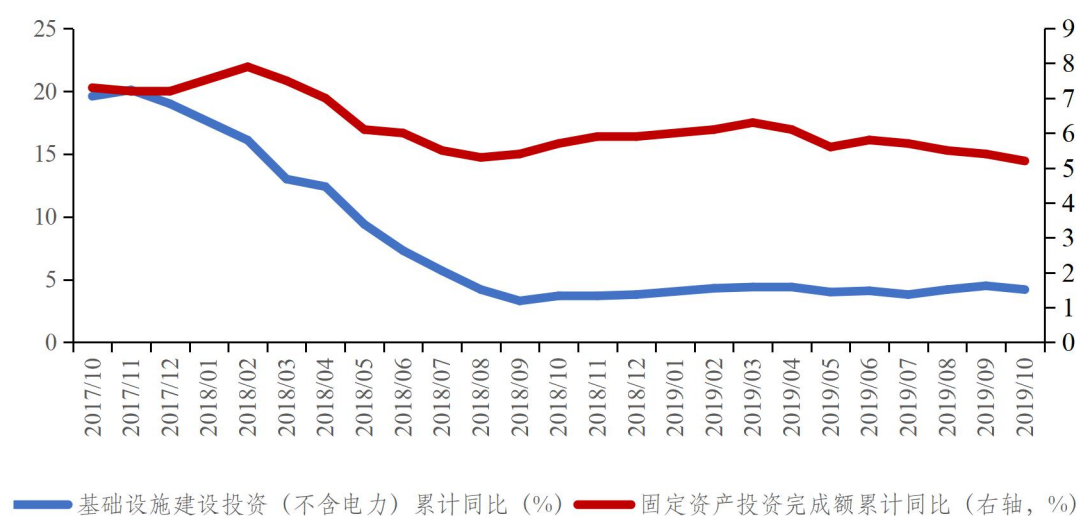


图 9（数据来源：WIND、太和智库数据库）



图 10（数据来源：WIND、太和智库数据库）

在技术补短板方面，2018-2019 年我国高新技术突飞猛进，以医药制造业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信与其他电子设备制造业和仪器仪表制造业等为代表的高技术产业迅速发展，其中以 5G、人工智能、物联网、区块链、大数据等为代表的新兴互联网技术进步明显，工业结构逐步迈向中高端。

但需要清醒认识到，虽然我国的技术创新有了“飞跃”，但在国际横向对比中处于弱势地位的现实依然没有改变，很多基础技术仍受制于人，部分行业的技术突破还未形成全产业链生产力，无法做到“以点带面”。特别是在中美经贸摩擦持续不断的背景下，美国持续打压中国高科技企业，这对我国出口尤其是高新技术产品的出口带来了巨大冲击。如图 11 所示，我国高新技术产品出口和机电产品出口在 2019 年呈现了断崖式下行的走势。尽管如此，我国高新技术产品出口的累计同比速度仍远高于总体出口的

累计同比速度，在一定程度上对总出口起到了支撑作用并使总出口增速没有出现持续负增长。但近期美国明确释放出针对“中国制造 2025”的信号，进一步增大对高新技术产品出口的压力，造成一直被视为我国经济发展新增长点的高新技术投资的上行空间被压缩，因此其带动经济增长的能力可能不及预期。

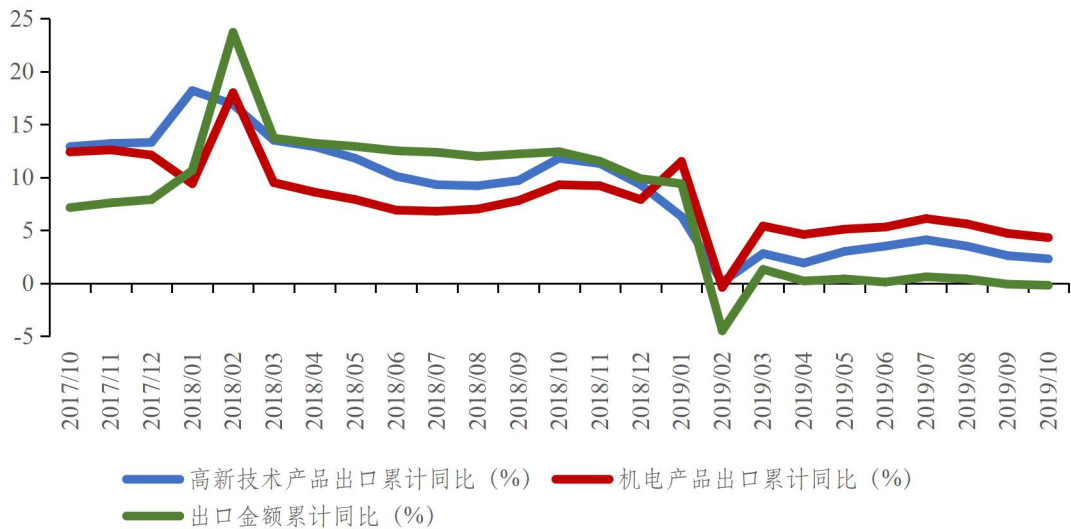


图 11（数据来源：WIND、太和智库数据库）

（二）中国外部环境持续恶化

1. 相似的危机“前夜”，资本的虚假繁荣。通过上文的分析，太和智库认为各种不利的内部因素都在说明中国经济结构的调整与深化改革的推进仍需时日。为全面分析中国当下面临的经济局面，避免重蹈历史覆辙，太和智库将以史为鉴，以其他经济体增长为鉴，分析日本经济泡沫时期的经济运行状况，同时对 20 世纪末互联网泡沫以及次贷危机加以简析。通过这些分析可以看出，在各种复杂原因导致的经济金融危机背后，资本市场的运行规律，以及宏观经济政策的失误都是一样的。

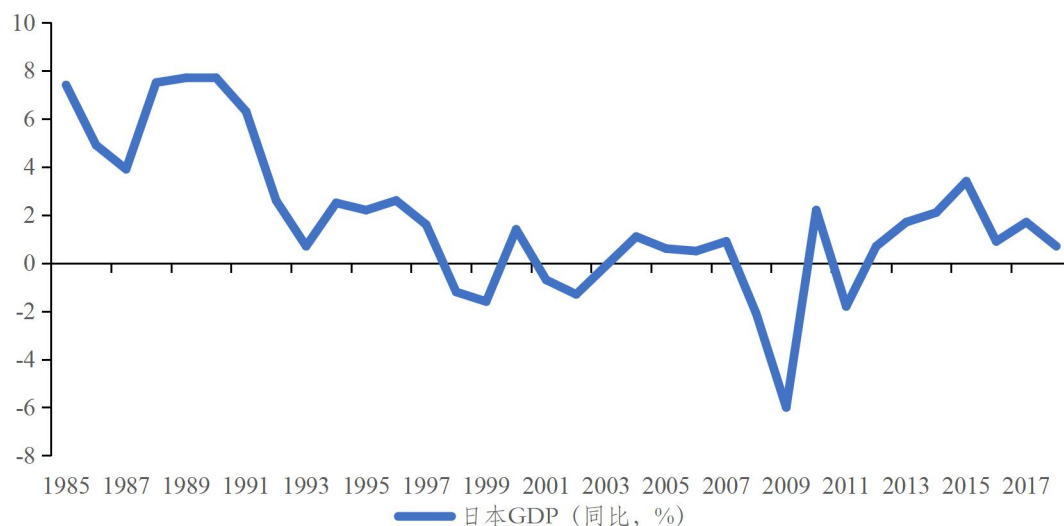


图 12（数据来源：WIND、太和智库数据库）

图 12 为日本近三十多年的 GDP 名义增长率趋势。从 1986 年至 1991 年日本经济经历了二战以来共持续 58 个月相对高速增长“平成景气”时期，尤其在 1989 年迎来了日本泡沫经济时期的最高峰，各项宏观经济指标都达到了日本空前的高水平。

遗憾的是，在依靠投资驱动的高速增长模式遇到瓶颈后，日本并没有主动调整发展模式，创新和效率的提高非常有限。日本固定资产投资占 GDP 的比重在 1980 年后迅速上升，并达到 35% 左右，而彼时日本的生产效率并未有效提高。另一方面，日本经济增长对出口的依赖也很大，高出口的特质使日本与美欧等国一直保持着巨额的贸易顺差，这引起了美欧等国的政策反制。为了避免贸易争端升级，1982 年的《前川报告》表示日本将从外需主导型战略转型为内需主导，即试图以提振国内消费与刺激投资等手段扩大内需，从而扭转大量出超的贸易不平衡局面，直至 1985 年《广场协议》签订，日元大幅升值致使日本出口竞争力

被极大削弱。为了维持国内经济景气度，日本政府则开始采取宽货币政策，图 13 描述了 1983 年至 2008 年日本央行基准贴现率的变化情况，自 1986 年 1 月 30 日至 1987 年 2 月 23 日，短短一年时间日本央行就将 1983 年 10 月制定的 5% 的基准贴现率下调了 250 个基点。然而，由于实体经济部门投资驱动的本质和效率并不高的现实，宽货币释放出来的大量资金主要流入了日本房地产和金融部门；有关数据显示，1987 年日本土地价格同比增长 19.6%，增速是 1986 年的近两倍，在日本泡沫经济膨胀时期，土地价格的同比增速甚至一直维持在近 28% 的高位。

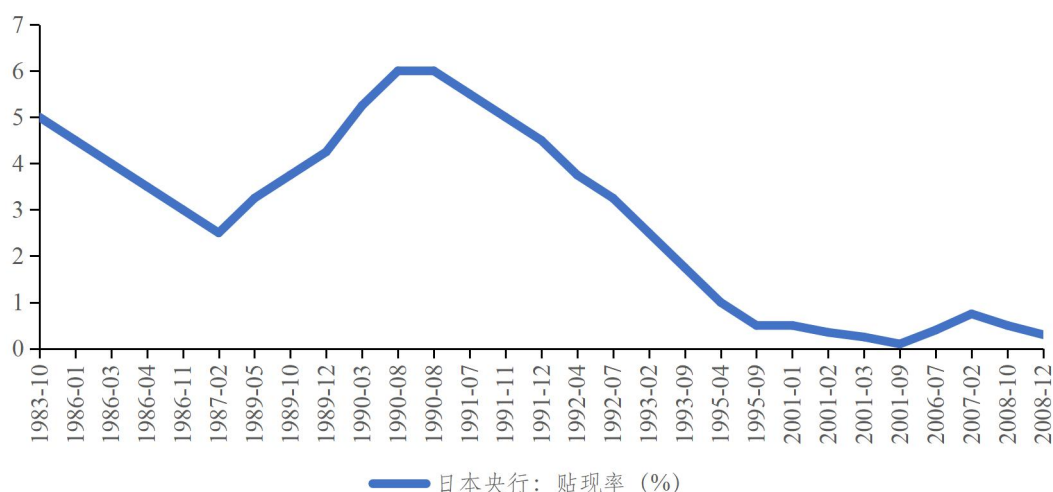


图 13（数据来源：WIND、太和智库数据库）

大规模的地产、股票投机行为使得日本资产价格的上升无法获得实业部门的支撑。感受到压力的日本政府又在短时间内将基准贴现率上调至 6%，企图通过“硬着陆”的方式挑破泡沫，泡沫经济最终于 1990 年迎来崩溃，日本经济至今都深受影响而停滞不前。

崩溃后的日本经济“享受”了其政府超过 15 轮的大规模财政刺激计划和长期“零利率”的货币政策，但是这些政策无一奏效。究其原因，一是泡沫破灭后实体部门投资意愿下滑。但更重要的原因却是在这些“刺激性”政策的“鼓励”下，日本那些原本应该在这次危机中退出市场的低效率僵尸企业反而能够苟延残喘，这极大地浪费了资源，也是日本经济僵化和一蹶不振的最重要原因。

从多次重要经济停滞事件中，不难发现虽然事件成因不同，但资本的繁荣却极为类似。在美国经济快速稳定发展的 20 世纪 90 年代，美国政府相继推出“国家信息基础设施”计划以及《电信法》，为信息行业的发展提供了良好环境，直至 90 年代末亚洲金融危机爆发，美联储出于外部因素拖累本国经济发展的担忧决定降息。从图 14 中可知，从 1995 年至 1998 年，美联储在三年时间内将基准利率下调了 100 个基点，科技进步带来的内生流动性叠加宽货币带来的外生流动性为互联网泡沫的到来做了铺垫，泡沫在炒作下滋长壮大。尽管美联储预知到经济过热与通胀加快带来的风险并于 1999 年重启加息周期企图收紧货币政策，但与日本泡沫经济时期极为类似，货币政策的突然调整使得 2000 年美国经济增长大幅下滑，加之 2001 年“9·11”事件的雪上加霜，美国经济彻底陷入衰退，美联储更是在 2001 年近乎疯狂地 13 次降息 550 个基点至 1% 以刺激房地产以及信贷消费从而扩大内需；极低的利率水平一直维持到 2005 年，同时为 2008 年金融海啸的

爆发埋下了伏笔。

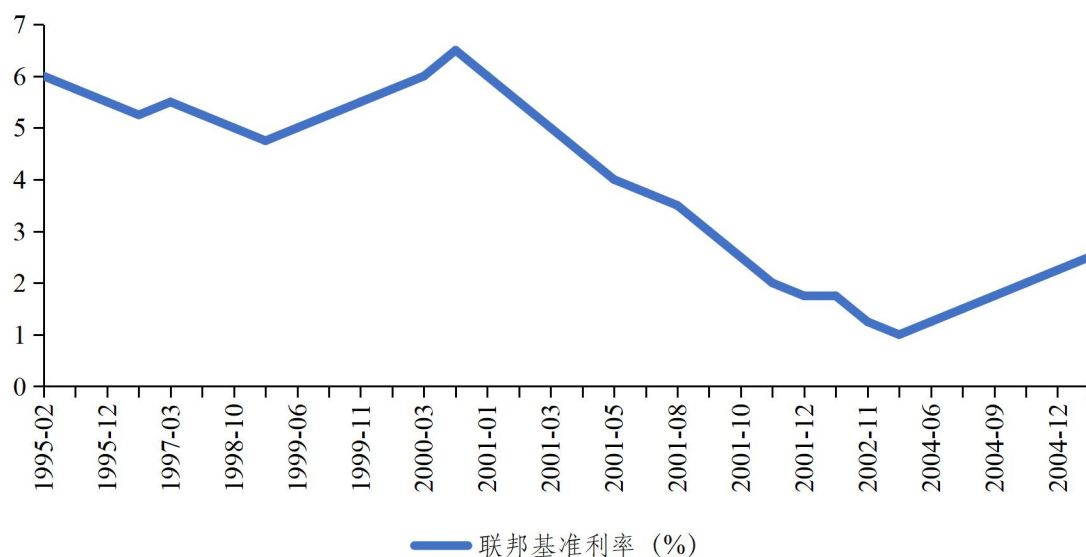


图 14（数据来源：美联储、太和智库数据库）

由上述分析可见，过于宽松的货币政策导致信贷规模快速扩张。次贷危机的前夕甚至连美国的无业游民都能获得贷款，信用的严重缺失成为了经济出现危机的主要因素，货币政策短期变动本身也会带来一定的内生性波动，宽货币能否可以高效的传递至宽信用也存在诸多不确定性。

由此可见，在布雷顿森林体系崩溃以后，引起金融危机的根本因素都是货币政策失误导致的信用泛滥。货币政策决定资金价格，货币政策的波动导致资金价格的波动，而资金价格的波动将导致资源在市场上的再分配。一旦资源分配偏离有效分配，资源的使用效率将发生变化，使得整体经济结构和增速发生波动。而如果这种偏离长期存在，或者偏离幅度过大，则市场无法自我修复，必将通过危机的形式来出清。货币政策对最终消费品价格的

影响未必立竿见影，因为货币的传导具有时滞性，但金融资产价格、上游原材料价格等对货币政策却非常敏感。而这些价格的波动具有虹吸效应，因为这些商品具有金融投资属性，这便是金融挤出实体的基本原理和现象。

2. 美国债务问题对中国的影响。目前美国经济三大部门债务存量均呈持续上升趋势。其中，政府部门（包括联邦政府和州及地方政府）债务及非金融企业部门债务存量增长速度在 2019 年显著加快，值得注意的是，根据美联储 2019 年三季度数据显示，自 1991 年以来，美国企业债务首次超过家庭负债，居民部门（包括非营利组织）债务总量则重启上行，在过去一年中，主要美债持有国减持美债的背景下，美债规模爬升到了新高，债务内化的问题开始在美国出现，且其结构进一步分化，更具脆弱性。

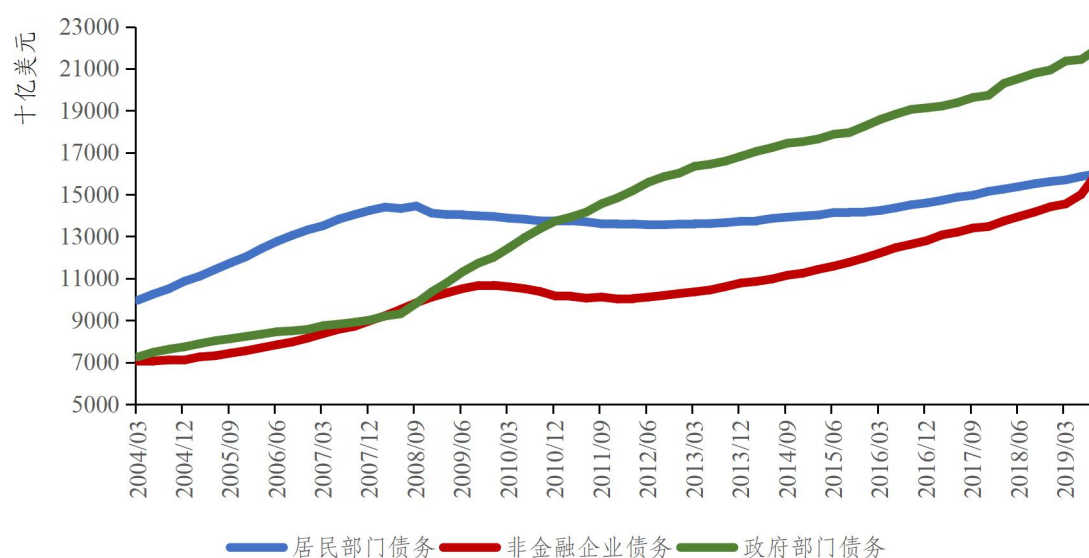


图 15（数据来源：美联储、太和智库数据库）

政府部门债务方面，尽管特朗普税改政策刺激在短期内取得了一定成果，但政策的落地使美国政府赤字压力进一步增大。截至 2019 年 9 月 30 日，联邦政府本财年的财政赤字达到 9844 亿美元，再度创下 2012 年以来的新高，同比增加 26%。其中，2019 年 9 月数据显示税收收入大幅减少使得财政收入同比增长 8.87%，而财政支出增长则高达 29.77%，使得财政赤字大幅增长，占 GDP 比重较 2018 年上升至 3.9%。据美国财政部数据和政府支出增速的简单估算显示，2020 财年在内，今后 10 年的年度财政赤字将保持在 1 万亿美元左右，且占 GDP 比重将持续高于过去几年的水平，这将给已居于高位的政府公共债务带来更大的压力。

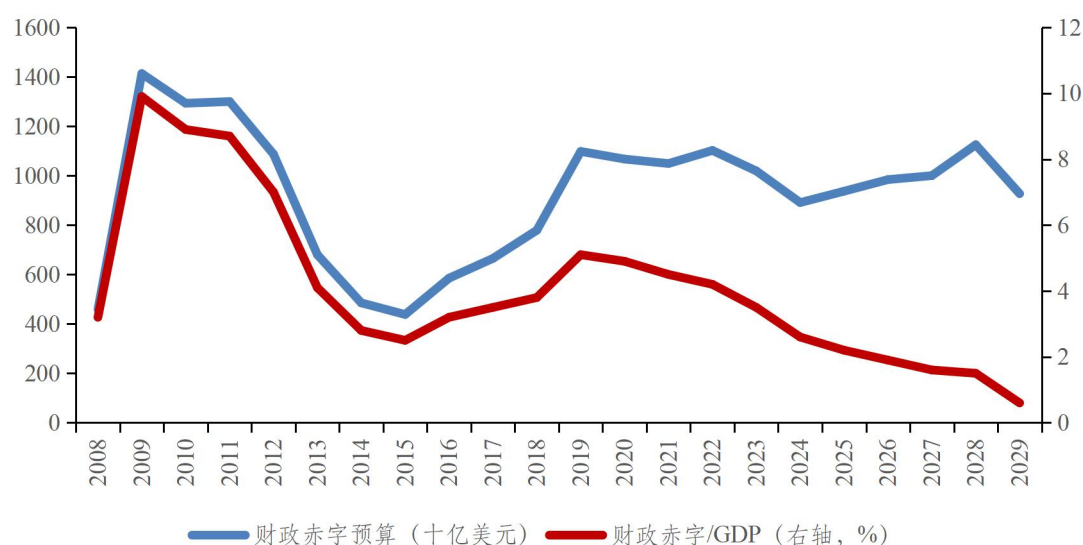


图 16 (数据来源：美国财政部、太和智库数据库)

非金融企业债务方面，2019 年美国非金融企业债务扩张速度显著加快，与居民部门债务规模的差距迅速缩小，并于三季度超过居民部门债务规模。据国际清算行最新数据显示，至 2019 年一季度美国非金融企业债务占 GDP 比重达到 74.4% 的历史新

高，已超过金融危机时的水平。但与此同时，企业加杠杆同样没有带来效率的提升，劳动生产率相比金融危机之前仍处于低位，且没有显著复苏趋势（图 17 为排除农业的非金融企业生产率变化走势）。当前，由于失业率长期处于低位叠加美联储加息带来的劳动成本上涨，在生产率出现实质性改善之前，高杠杆率下的企业投资和扩大再生产将面临更大的压力。

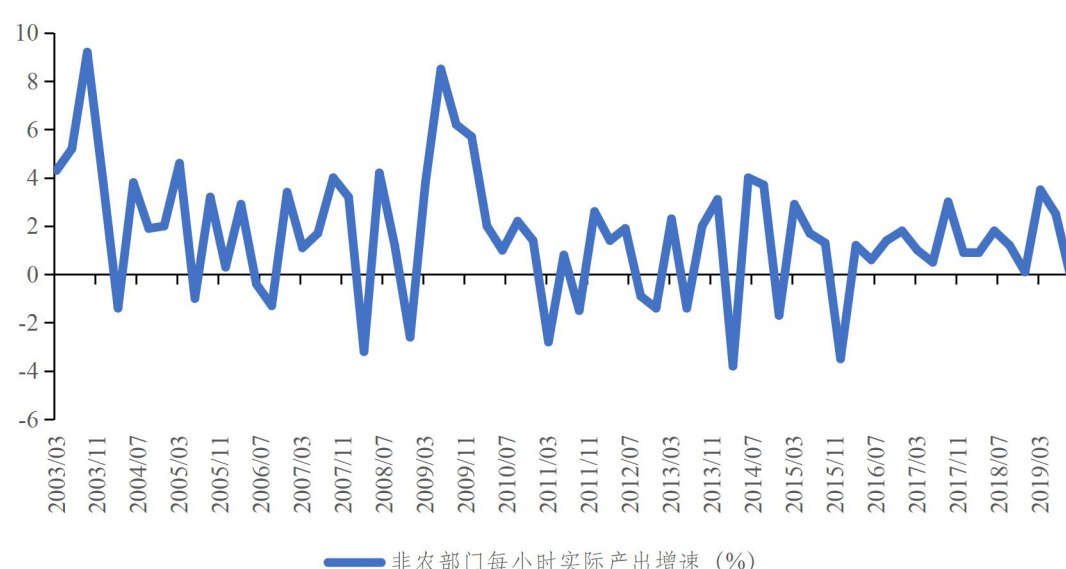


图 17（数据来源：美国劳工统计局 Bureau of Labor Statistics、太和智库数据库）

居民部门债务方面，见图 18，纽约联储最新居民部门债务数据显示，2019 年以来美国居民部门债务增速及结构几乎重现次贷危机前的特点：债务总量再创新高，抵押贷款余额增速再度加快，家庭资产周转性贷款、汽车信贷等消费型债务同步快速增长。2019 年三季度，美国居民部门债务总额增长 3.3% 达到 15.986 万亿美元，且已超出 2008 年三季度金融危机时的水平。其中，抵押贷款在经历了前几年的缓慢增长后，在 2019 年继续加快攀

升的步伐，汽车信贷和学生信贷等消费型债务则继续保持较快增长。特别是，如果从账户数量来看，2019 年汽车信贷账户数量显著增加，表明需求向好和可支配收入的增长对居民消费和信贷的刺激作用，反映了杠杆增长模式的延续。

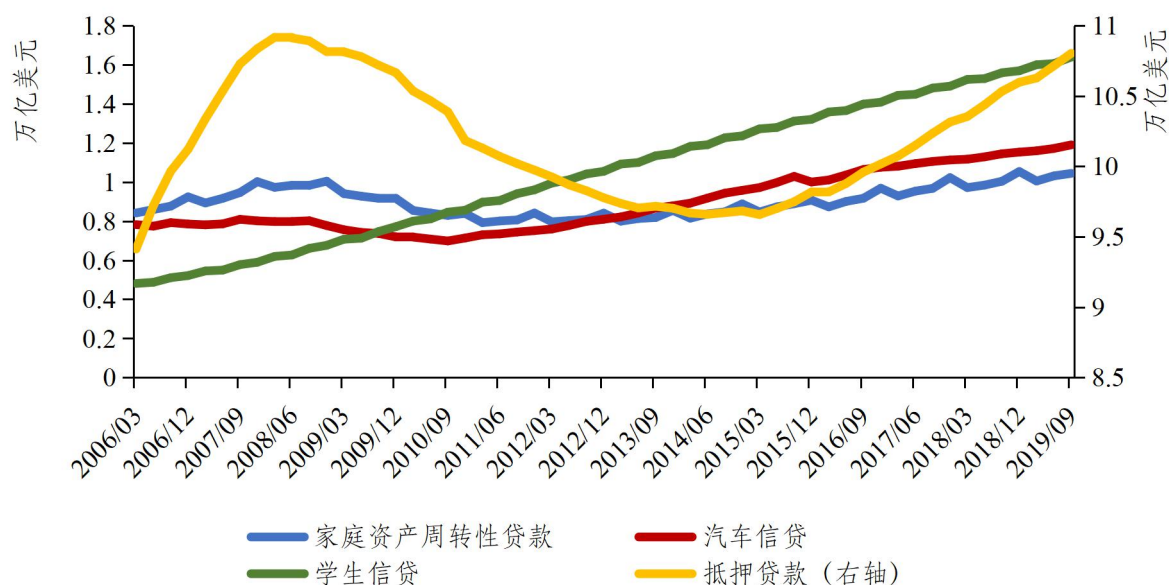


图 18 (数据来源：纽约联储、太和智库数据库)

总体来看，2019 年美国经济的强劲增长建立在三大部门同时加杠杆的基础之上，依旧延续甚至加重了 2018 年的杠杆复苏模式，但与杠杆提升相伴随的是效率的低迷。然而，2019 年整体经济效率的低下被税改政策红利所掩盖和兜底，暂时延缓了风险暴露的时间。随着政策红利逐步消失，债务积聚和效率失速带来的隐患终将爆发。

在刚刚结束的 12 月议息会议上，美联储决定维持利率在 1.5%~1.75% 不变，主要原因是进入到 12 月后美国的通胀水平明显高于美元利率，美元呈现实际负收益的状况让美联储在是否继

续降息的问题上不得不更加谨慎。但根据美国以往的经验，解决债务问题的方法却是利用更多的债务。大萧条时期美国试图紧缩，但长达十年的去杠杆过程并未有效解决债务问题，反倒推升了杠杆率。因此，太和智库认为 2020 年美国仍将大概率进行降息，以防止潜在的“黑天鹅”事件的发生。值得注意的是，美国持续的宽货币政策引导了全球央行的普遍降息浪潮，俄罗斯、印尼、菲律宾、土耳其均已经开启降息周期，加拿大和日本在近期的议息会议上也存在大概率降息的可能，但当前主要经济体的降息空间已经十分有限，结合上文分析可知，日本长期的宽货币政策一直未能提振经济，经济结构难以调整的现状使得宽货币释放出的流动性再次流向金融部门而无法刺激实体经济，如果中国盲目跟随全球央行转鸽步伐而不及时调整经济结构、加快改革，资本虚假繁荣的问题则难以被解决。

不可否认，美国强大的综合国力与国际金融中心地位支撑着美债体系，乃至美元储备货币体系，所以美国国会才会一再放宽上限增发新债，更多地把美债问题交给金融部门来维持。但在越来越多的国家开始逐步减持美债的背景下，美国或通过汇率变动以及金融市场博弈输出债务，将债务风险向中国乃至全球扩散。在全球债务杠杆持续走高的背景下，一旦今后美国债务出现问题，甚至金融危机都可能成为了美国转嫁债务危机的方式之一，这种债务风险的全球传导所带来的不确定性因素是难以想象的。原则

上，美国本应节约开支，放弃已有的税收政策从而控制高企的财政赤字，同时增加高新技术产品的出口与服务出口来缩减贸易赤字。但不得不承认的是特朗普政府几乎反其道而行之，无论是从未来潜在的金融战还是美国已经发起的贸易争端来看，美国政府当下根本没有从内需的角度来解决债务问题的打算，而是希望把债务问题转嫁到中国等其他国家。

3. 美国经济矛盾国际化与中美贸易“持久战”。根据上文的分析，太和智库认为中美经贸摩擦不断升级、甚至未来可能引发金融战的风险都是美国向外转移国内债务矛盾的表现，2019 年美方对中美贸易关系的种种挑衅都不禁令人想起日本泡沫经济初期美日贸易战中美国对日的施压与制裁。债务问题的长期堆积令美国更需要通过挑起贸易争端转嫁矛盾，尽管近日中美双方宣布已就第一阶段协议文本达成一致，释放出贸易摩擦缓和的信号，但太和智库在分析美国经济运行基础与国际经贸联系的基础上，认为中国 2020 年外部经济、政治环境相比 2019 年将更加趋于恶劣，不排除冲突从贸易领域向金融领域传导，甚至发生战争的可能性。为理清中美经贸摩擦发展脉络，分析中国恶劣的外部环境的现状，太和智库整理了自 2017 年以来中美经贸摩擦相关重要事件的时间轴（表 1）。

日期	中美经贸摩擦相关重要事件
2017.8.4	特朗普签署行政备忘录，指示对中国发起贸易调查
2017.8.18	美国贸易代表办公室（USTR）发起对华 301 调查
2018.3.8	美国正式批准对进口钢铁征收 25%、进口铝征收 10%关税
2018.3.22	特朗普宣布计划对中国 60 亿美元的商品征收关税
2018.3.23	美国在世贸组织争端解决机制下向中方提出磋商请求，中国商务部宣布将对进口自美国的 30 亿美元商品征收关税
2018.4.1	中国宣布对自美进口的 128 项产品加征 15%或 25%关税
2018.4.3	美国正式提出要求对中国 500 亿美元商品征收关税
2018.4.4	中国提出要求对自美国进口的价值 500 亿美元的 106 项商品征收关税
2018.4.5	特朗普宣布考虑对中国额外的 1000 亿美元商品征收关税，中国在世贸组织争端解决机制下向美方提出磋商请求
2018.5.3-5.4	中美贸易第一轮磋商在北京落下帷幕，双方就部分问题达成共识
2018.5.15-5.17	美国贸易代表办公室举行针对中国 301 关税清单公众听证会
2018.5.17-5.18	中国国务院副总理刘鹤赴华盛顿讨论关税事宜
2018.5.19	中美在华盛顿就双边贸易磋商发表联合声明，称将在高科技产品等领域加强贸易合作
2018.5.29	美国重提要对中国 500 亿美元商品征收 25%关税
2018.6.2-6.4	美国商务部长罗斯率团访华进行贸易磋商
2018.6.15	美国公布 500 亿美元商品关税清单
2018.6.16	中国国务院关税税则委员会决定对美国约 500 亿美元进口商品加征 25%关税
2018.6.30	美国将公布对来自中国的投资进一步限制的措施
2018.7.6	美国开始对第一批清单上 818 个类别、价值 340 亿美元中国商品加征 25%进口关税，中国对美部分进口商品加征关税措施已于北京时间 6 日 12 时 01 分开始正式实施
2018.7.10	美国公布对 200 亿美元中国进口商品征收 10%关税的计划
2018.7.12	美国参议院投票通过限制特朗普关税权力
2018.7.26	美国参议院同意降低进口商品关税
2018.8.1	特朗普命令美国贸易代表办公室将对 200 亿美元中国进口商品的关税从原先提议的 10%提高到 25%
2018.8.3	中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国约 160 亿美元进口商品加征关税

2018.8.7	美国贸易代表办公室决定进一步实施对华 160 亿美元产品加征 25%关税
2018.8.22-8.23	中美就经贸问题举行副部长级磋商
2018.9.7	特朗普威胁要对至少 2670 亿美元中国商品征收关税
2018.9.12	中国向世贸组织申请授权对美实施每年约 70 亿美元的贸易报复
2018.9.18	美国正式对 2000 亿美元中国进口商品征收 10%关税，美国政府表示这一比例将在 2019 年 1 月 1 日上调至 25%，中国决定对 600 亿美元美国商品征收关税
2018.12.1	中美双方一致同意停止相互加征新的关税，并“休战”90 天，特朗普同意把原定于 2019 年 1 月 1 日对 2000 亿美元中国商品关税上调至 25%的决定推迟到 3 月 1 日，中国同意“大量进口”美国商品
2018.12.5	第十一轮中美工商领袖和前高官对话举行
2019.1.7-1.8	中美举行经贸问题副部长级磋商
2019.1.30-1.31	中美在华盛顿举行中美经贸高级别磋商
2019.2.14-2.15	中美双方在北京进行新一轮经贸高级别磋商
2019.2.24	特朗普再度推迟上调中国商品关税的日期
2019.3.27-3.29	第八轮中美经贸高级别磋商在北京举行
2019.5.5	特朗普发推文表示，计划在 5 月 10 日将 2000 亿美元中国商品的税率提高到 25%
2019.5.8	美国贸易代表办公室宣布对华 2000 亿美元产品征税税率从 10%提升至 25%，中方迅速做出回应：如果美方关税措施付诸实施，中方将不得不采取必要反制措施
2019.5.10	美国对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税正式从 10%上调至 25%
2019.5.13	美国贸易代表办公室公布对约 3000 亿美元中国商品拟加征 25%关税清单，中国政府对美国 5140 项进口商品提高加征关税税率
2019.6.1	中国对部分已实施加征关税的 600 亿美元清单中的美国商品提高加征关税税率，分别实施 25%、20%或 10%加征关税，对之前加征 5%关税的税目商品，仍继续加征 5%关税
2019.6.28	G20 大阪峰会中美重启经贸磋商，美方称不再对华加征新关税
2019.7.30-7.31	中美在上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商
2019.8.2	美方宣布对 3000 亿美元中国商品加征 10%关税

2019.8.23	中国国务院关税税则委员会发布公告，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5%不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施，自 2019 年 12 月 15 日 12 时 01 分起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5%关税
2019.8.28	美方宣布将对 3000 亿美元中国商品关税税率提高至 15%，并分两批实施，同时将对 2500 亿美元中国商品关税税率提高到 30%
2019.9.5	中国国务院副总理刘鹤与美方通话，双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商
2019.9.20	美国贸易代表办公室宣布对超过 400 种中国商品排除加征关税
2019.9.22	美国方面称自 10 月 31 日起对中国 3000 亿美元商品征税清单产品启动排除程序
2019.10.10-10.11	中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行新一轮中美经贸高级别磋商
2019.12.13	中美经贸团队已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变

表 1（太和智库数据库整理）

2019 年以来中美贸易摩擦愈演愈烈，不确定性将长期存在于中美两国，但可以确定的是，中美贸易的“持久战”令双边贸易受到了严重影响，图 19 和图 20 描述了中美经贸摩擦以来中国对美国贸易总额、对美进口与对美出口金额累计同比增长，进口金额和贸易差额等的走势，可以看出中美贸易的增长在 2019 年开始便出现了断崖式的下滑。尽管近日双方均释放出缓和争端的信号，但种种因素的不确定性也加大了中国外部环境继续恶化的风险。

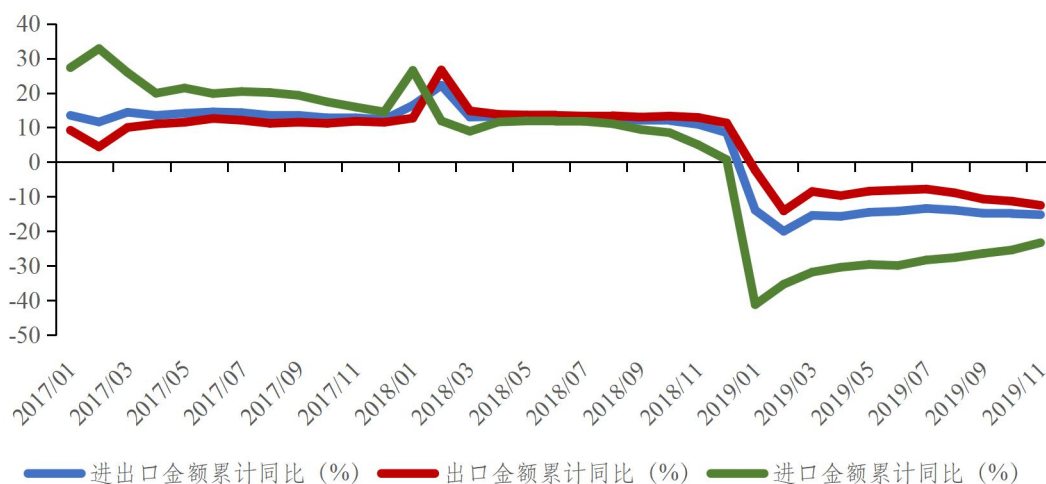


图 19 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

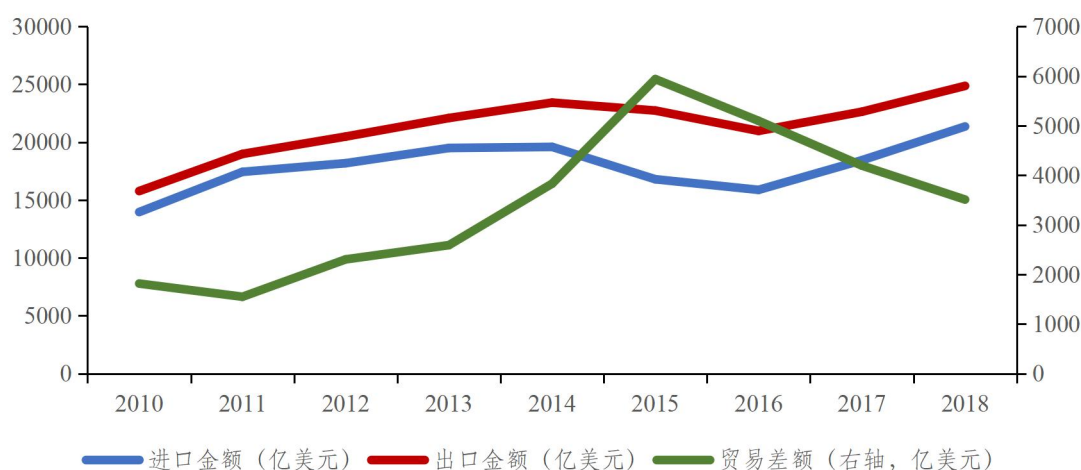


图 20 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

事实上,中国加工贸易出口自 2015 年以来就一直处于衰退型顺差。图 21 描述了中国加入世贸组织以来加工贸易出口总额的走势,结合图 20 中的贸易差额,可见以劳动密集型产业出口为主导的贸易模式将不会持续,再加上全球经济逐步疲软导致外需不足,人民币贬值对于出口的提振作用并不明显,而内需结构性不足的状况在短期内难以扭转,这些不利因素将导致衰退型顺差在此后一段时间内大概率延续。

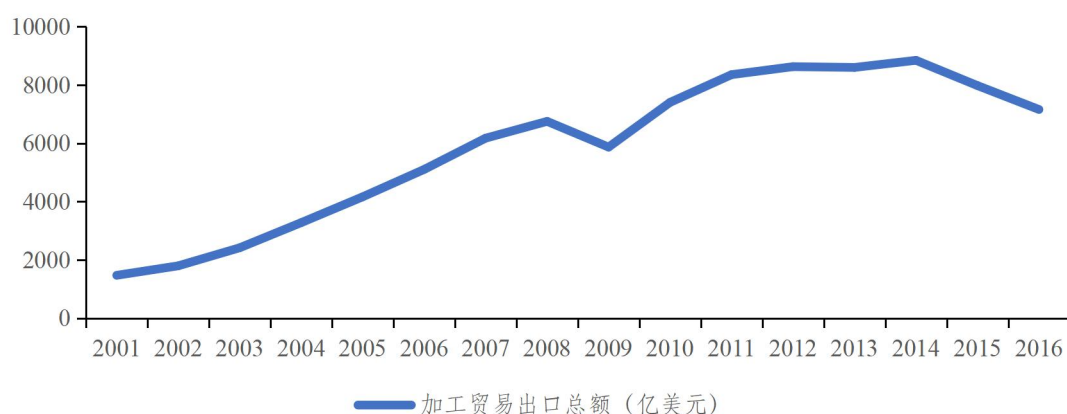


图 21 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

(三) 中国经济靠自己, 关键在“软件”

1. 理顺传导机制, 破局“二律背反”。图 22 显示了工业企业利润和国企利润总额累计同比数据的变化。由图中数据可知, 2018 年以来工业企业的利润逐渐下滑, 2019 年甚至出现持续负增长的现象。其中, 国企利润的增速自 2017 年起便持续高于整体工业企业利润的增速, 且 2019 年以来国企利润和工业企业利润的差距越来越大, 这表明民企利润回落的速度越来越快。

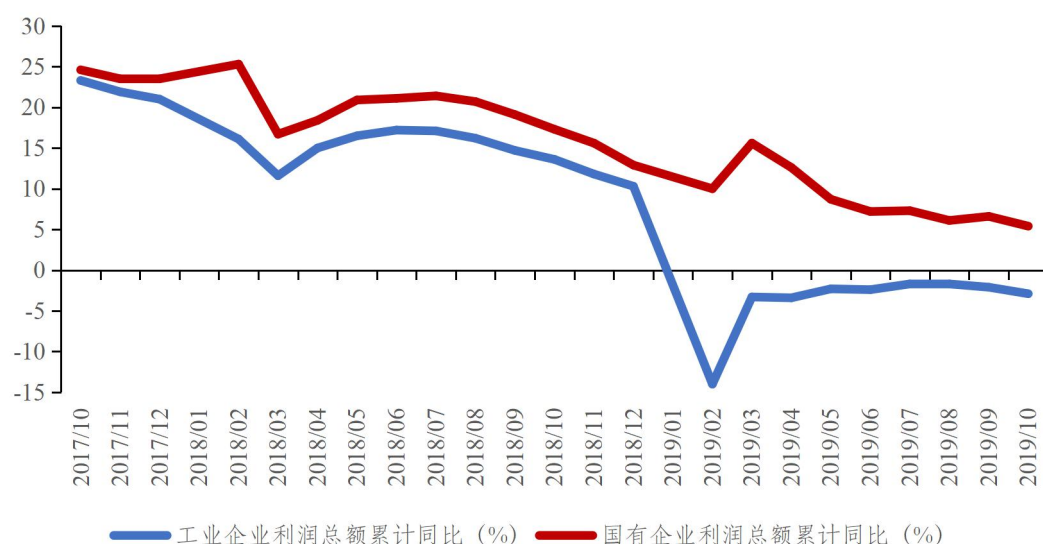


图 22 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

事实上，我国民企最大的问题不是融资难而是生存难。与数年前所谓的小微企业融资难不同，当下的融资难主要是企业早先过度融资从而导致信用丧失。即便在当今宽货币的背景下，较低价格的资金仍未流向民企，体现为企业对价格变化不敏感，从而导致现金流被截断而无法生存，这比之前的融资难更具危害性。在央行和政府多次推动改善中小企业融资环境的背景下，信贷资金仍不能有效进入中小企业的原因，除了上文所提及的国企占据大量融资资源、房地产部门以及消费信贷对资金的吸收外，还因为以下三重障碍：一是企业借入贷款无法产生增量盈利，大部分利润承担了各种直接与间接的成本，企业主动去杠杆心态明显；二是由于 LPR 实施初期，其对融资条件构成的利好在短期内难以体现，银行仍需一个漫长的适应过程才可以通过 LPR 科学定价，而由于对新规则不熟悉且相对保守，信贷人员显然优先选择避险；三是价格歧视导致不同类型企业对于资金的可获得性不同。国企有政府隐性增信，获得贷款的门槛极低，而民企融资除了依靠房地产抵押外，无其他增信方式。因此，在融资难、生存难等多重压力的制约下，民企可谓雪上加霜。

诚如上文分析，政府也试图通过全面降息、启用 LPR 计价方式等措施迫使银行让信贷资金流入实体部门来缓解民企特别是小微企业的融资问题，但这种做法还未达到理想的效果。本次民企融资难的问题实际上是企业生存困难的具体写照，依照金融

市场规律，民企融资难是因为自身利润创造能力低，前期债务积累高，未来还款能力弱。通过行政命令使金融机构给民企和小微企业融资并不会得到这些金融机构有效的配合。即便银行释放出了流动性，这些资金很大程度上可能也只是在空转，因为民企和小微企业的投资前景相对黯淡，本身更希望“瘦身”而不是继续盲目扩大投资和生产。解决办法只有进一步推动改革，改变民营经济的生存环境，改善民企和国企在市场中公平竞争的环境，让民企通过现金流的回升、资产价值的升值来激励民企的发展，同时使金融机构对民企提供资金支持。

不仅需要降低民企的融资成本，还需要降低民企的经营成本。政府应该进一步加大力度推出实质性减税降费措施。我国企业的税费负担普遍偏高且在国际上排名靠前。资料显示，目前我国企业所得税税率为 25%，符合条件的高新技术企业实行 15% 税率，小微企业实行 20% 税率，降低企业税费仍然任重道远。2019 年年初美国的减税政策作为外生变量冲击了我国的减税进程，据国家税务总局统计显示，从 2018 年 5 月 1 日起实施的增值税改革，将原适用 17% 税率的制造业，11% 税率的建筑业、交通运输业等行业税率分别下调 1 个百分点，2019 年一季度累计减税超过 976 亿元。

事实上，税收是财政收入的主要来源，税收的多少将直接影响财政支出的变化。我国减税降费的困难主要是由于财政过度支

出，尤其是基建的过度投资。在当前经济下行阶段，由于尚未出现更为高效的增长引擎，政府迫切需要通过加强基建投资来对冲宏观经济的回落，而基建投资是需要大量的财政收入作为前提的。可见，当前经济政策陷入了一种“二律背反”的局面，即如果没有较高的税收来维持财政收入，就不会有更多的财政支出用于基建投资，从而也就很难对冲经济下滑的危险，而如果通过高税获得高财政收入从而提升财政支出，企业经营成本又很难降低，经济需求持续低迷又会再次给经济增长施加压力。

因此，问题的关键已经不仅仅是减税降费、缩减财政开支了，更需要加速体制、机制改革速度，迅速恢复经济内生动力，限制债务杠杆，破局“二律背反”。

2. 以法为绳，守住底线。我国已基本建成法治社会，各法系、法理、法律比较完善，但法治观点仍然不够深入人心，尤其在经济领域。虽然经济相关法律已经有很多部，与支持和保护创新相关的配套法律也出台多时，但从执行效果来看，法律的权威性并没有得到体现。我国现行的行业规范性文件中有诸多内容与法律不符甚至相背，“规则违背规则”“下位法否定上位法”的现象比比皆是，在经济活动中法制意识还只停留在嘴上，没有深入心里。

创新型经济模式亟需法治保驾护航。例如在知识产权领域，我国经济发展已由模仿为主过渡到自主创新，知识产权保护是激

励院校、企业转向自主创新，提高创新能力的必要“基础设施”。虽然《反垄断法》《知识产权法》等上位法已颁布多时，但执行以及细则仍不够完善。立法部门应根据中国经济增长面临转型、区域差异大的具体国情，尽快完善法律细则，完善和调整现有知识产权保护立法和政策；执法部门应该依法办案，进一步加强知识产权保护，激发研发部门的创新热情，从而使技术创新驱动力推动经济高质量发展。另一方面，亟需依靠法治营造一个公平的市场环境，健全探索、尽快完善公平竞争的审查制度，行政部门则需要理清自身与市场的边界，取消一些不必要的审批步骤。对于一些事业单位、中介机构特别是一些垄断性行业设立的非行政许可审批等事项，应当彻底清理、坚决取消。

3. 德与制并重，突破上限。法律保护的是“底线”，法律并不能激发经济参与者的主观能动性，仅仅依靠法律的威慑，经济的创造性活力依然较弱。破坏底线就会受到惩罚，而改革机制将激发创造与生产的热情。中国改革开放初期的农村土地改革极大地激励了农民的生产积极性，在没有任何技术进步和增加投入的情况下，我国经济实现了非常快速的发展和增长。如江西某国有钢铁企业，前两年进行了股权与分配机制改革，改革后该企业上至管理层，下至门卫、保安，任何人员没有变化，工艺、设备没有改变，仅仅制度的改变激发了生产活力，吨钢成本下降 50%，改革当年实现扭亏为盈。

制度改革所激发的活力有立竿见影的效果，大大提高了生产力。但随着经济的发展，由于社会制度与市场经济体系已经基本完善，制度设计带来的边际效应正在下降，中国经济进一步发展则需以中华优秀传统文化为依托，提升全社会道德水准。道德水平的提高能够激发人的主观能动性，进而突破制度激励的“上限”。例如河北某制造业企业，十分注重中华优秀传统文化教育，开展道德教育不足一年，企业上下形成崇尚勤俭、互敬互助优秀文化。在制造业生存压力越来越大的今天，节约的成本就是企业的效益。该企业 1500 余名员工，每日厨余中除了骨头没有其他垃圾，每年仅员工自发的勤俭就为企业节约 100 多万元午餐费用。另一方面，随着中国第三产业比重不断升高，成为经济发展的主要动力，如果道德提升与经济发展继续脱节，经济发展缺少信用与道德的支撑，必将影响中国经济未来几十年的健康发展。

二、中国货币政策回顾与展望

（一）中国货币政策分析

1. “防御式宽松”稳增长。太和智库在《展望》中曾判断“2019年的货币政策将延续2018年的货币政策风格，保持结构性宽松，全面宽松的可能性极小”。这一判断在2019年得到了验证：继2018年四次降准之后，央行在2019年分别于1月、5月和9月三次降准，边际宽松意向明显。同时，央行在2019年依然坚持“以我为主”的态度，不搞大水漫灌，并未跟随美联储降息的步伐直接调整基准利率，仅在公开市场操作和LPR利率报价过程中逐步引导利率下行，利率下行幅度和速度均小于美联储。可见，当前货币政策主要目的不在于搞大水漫灌，而在于对冲国内外的不利因素，形成“宽货币、紧信用”的宏观金融环境，瘦身托底，保证经济平稳运行。

在央行稳健的货币政策松紧适度的作用下，2019年中国金融市场虽然经历了跌宕起伏的中美经贸摩擦、包商事件引发的信用收缩、通胀高企等复杂的国内外事件，但是依然保持稳定运行，金融体系也加大了对实体经济的支持力度。金融市场方面，央行综合运用MLF、SLF等多种货币政策工具，保证了金融市场流动性合理充裕，缓解了部分金融机构流动性压力，稳定了金融市场，公开市场7天期逆回购操作利率稳定在2.55%左右，均值略低于2018年同期。实体经济方面，央行通过下调MLF、OMO

利率等手段，积极引导贷款利率下行，9月末的金融机构一般贷款加权平均利率为5.96%，较2018年同期下行23个基点，下行幅度明显。同时，央行结合使用宏观审慎评估和定向降准等工具，引导中小银行回归本源、服务实体。虽然2019年全年效果有待考察，但从图23中2019年前三季度数据分析，普惠小微贷款快速增长，3月末、6月末、9月末普惠小微贷款余额增速分别为19.1%、22.5%和23.3%，较2018年3月末、6月末、9月末分别提高了3.9、7.3、8.1个百分点。

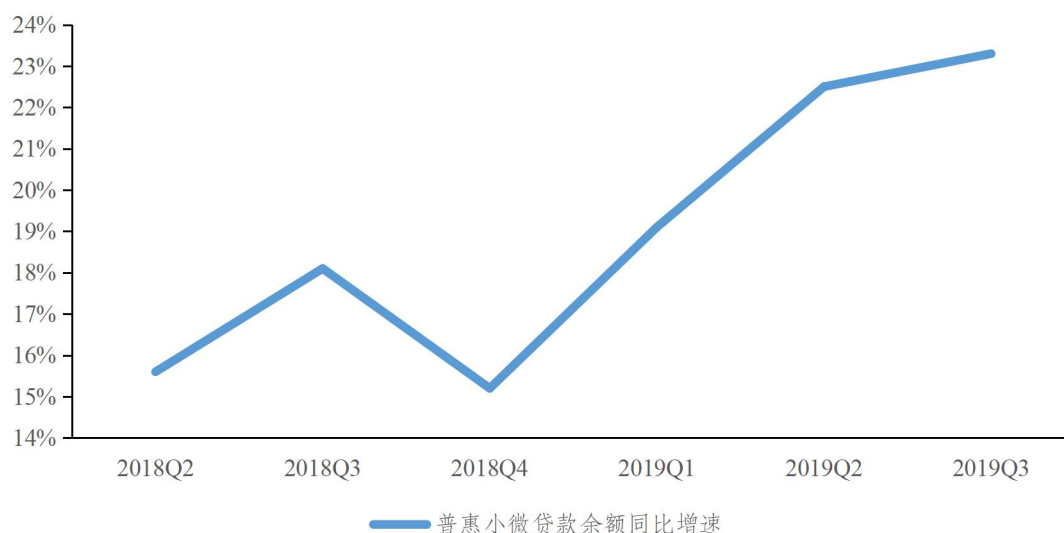


图 23（数据来源：人民银行、太和智库数据库）

2. 金融数据低迷。图 24 反映了我国当前社会融资规模和信贷规模的走势。2019 年全年较 2018 年相比整体规模明显下行，虽然 9 月央行进行了对企业债券净融资的口径调整，新纳入了交易所企业资产支持证券（即企业 ABS），但根据央行公布的历史数据看，其绝对影响较为有限。可见统计口径的调整并不能够掩盖社会融资规模的持续低迷。

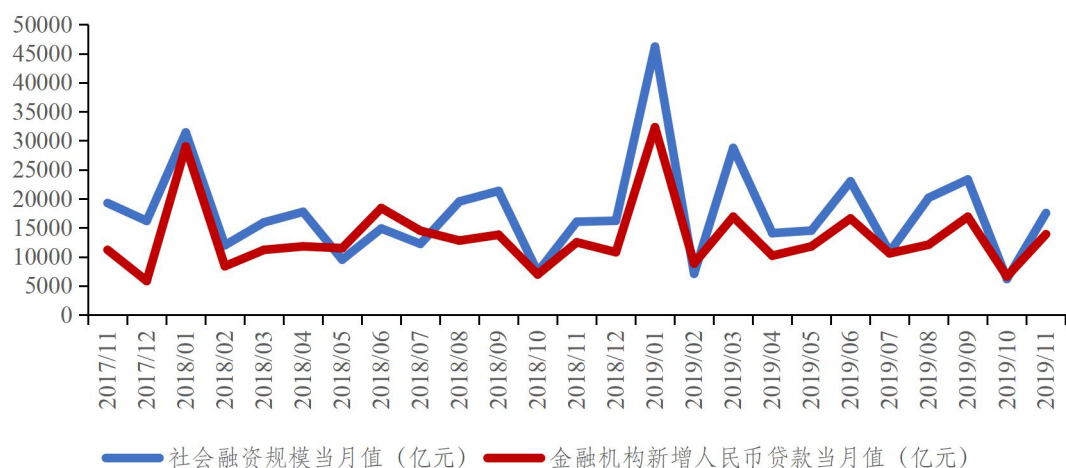


图 24 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

如果社会融资规模中的人民币贷款高于货币信贷收支表中的人民币贷款,则表明银行对非银行金融机构的贷款在缩减,金融部门去杠杆在持续进行,反之则表明金融部门去杠杆有所缓和。2019 年二、三季度均出现了货币信贷收支表中的人民币贷款不同程度高于社会融资规模中新增人民币贷款的情形。这表明,银行对非银行金融机构的贷款有所增多,金融部门去杠杆的力度有所缓和,金融去杠杆正在转向稳杠杆。

另一方面,今年居高不下的 CPI 对居民消费影响深刻,由于居民短期贷款主要源自于居民的可选消费,而非必需品消费,以猪肉为代表的食品价格快速上涨,对居民部门贷款尤其是短期贷款的影响不容忽视。居民短期贷款主要体现在消费信贷上。自 2017 年初以来,居民短期消费贷款在居民消费贷款中所占比重逐渐上升。与长期贷款主要用于住房、汽车类消费不同,短期贷款更多被用于居民日常用品消费。2017 年至 2018 年初,短期消

费贷款的增长一定程度上成为了在经济相对低迷时期消费数据的重要支撑点。然而，受经济景气度持续低迷以及金融系统风险暴露加速的影响，信用收缩对消费的影响开始逐渐显现，居民部门短期贷款支撑的社会消费难以持续。同时，早期高速增长的居民信贷透支了未来的消费，逐渐下行的居民收入增速同样影响着消费意愿，从而导致现在消费增速的乏力。图 25 与图 26 描述了社会消费品零售总额与居民人均可支配收入自 2017 年逐渐放缓的增速，可见，整体信用环境的收缩已经反映在了消费品上。

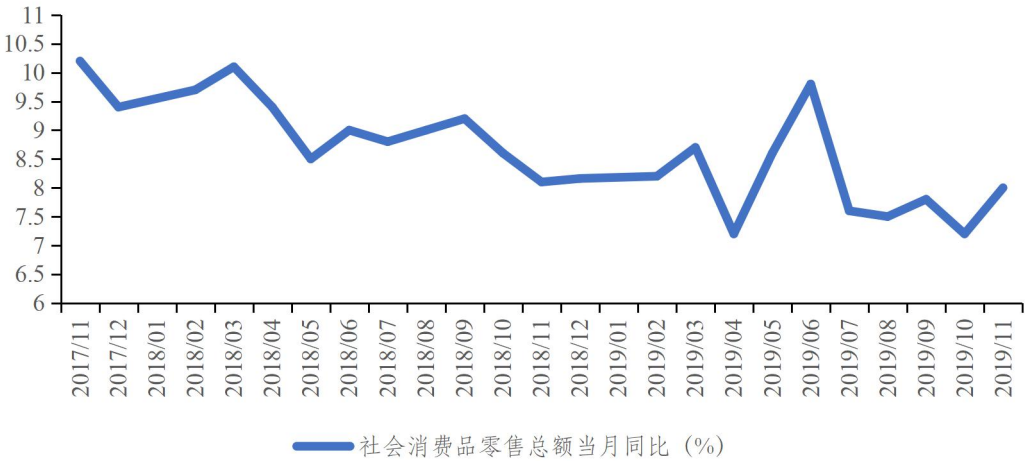


图 25（数据来源：WIND、太和智库数据库）

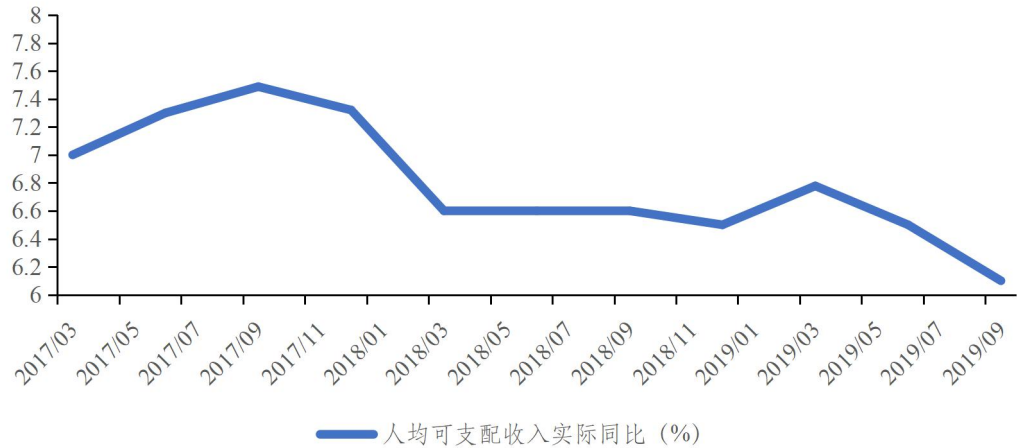


图 26（数据来源：WIND、太和智库数据库）

3. 央行拒绝过度刺激。虽然宏观金融数据不佳，但央行正视高企的居民部门、非金融企业部门杠杆率，面临逐渐加大的经济下行压力，货币政策坚持拒绝过度刺激，极力避免推升债务杠杆水平。2019 年下半年的消费数据增速下滑明显，尤其 10 月份社会消费品零售总额扣除价格因素实际增长 4.9%，为 2003 年以来的最低点。监管层坚持整治小贷公司，严查消费信贷挪用，不刺激房地产消费。2019 年居民部门杠杆率基本保持平稳，增长低于往年。从企业部门来看，2019 年以来企业部门的信贷数据整体表现低迷，固定资产投资完成额累计同比增速也在逐步下滑，在二季度跌破 6%，滑落至 5-6% 的区间。同时，企业部门整体投资欲望低迷，信贷需求不旺。面对企业部门的压力，央行仅下调 MLF 利率 5 个基点做出表态，而非大幅调整基准利率和法定存款准备金率，真正做到了管好货币的闸门。2019 年以来，非金融企业部门杠杆率稳中有降，一季度、二季度、三季度杠杆率分别为 156.88%、155.70% 和 155.62%，均低于 2018 年同期。

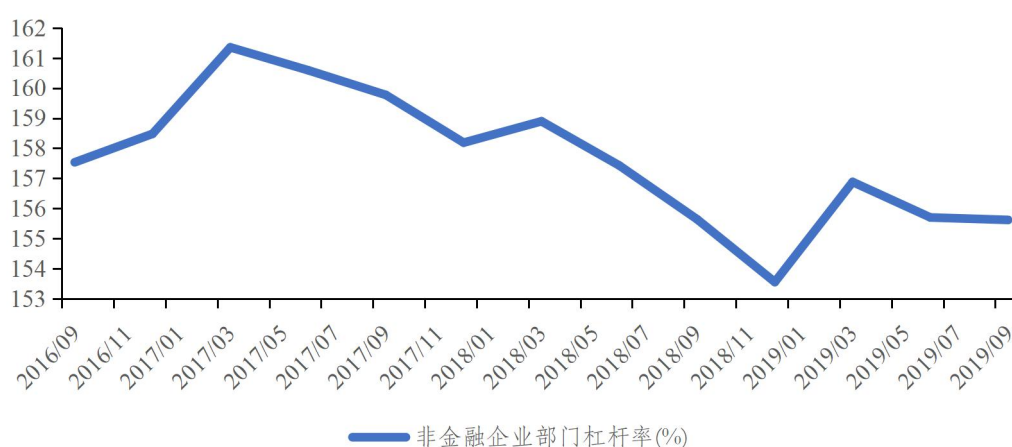


图 27（数据来源：BIS、太和智库数据库）

综上所述，如今居民部门收入增长缓慢，社会杠杆率处于高位，经济增速下行压力较大，央行综合运用公开市场操作、降准等手段，既适度刺激经济，防止总需求短期过快下滑，又防止推高杠杆，统筹做到了稳增长、防风险工作。

4. 利率敏感度钝化。2019 年稳健的货币政策支持了实体经济，稳定了经济增长。但也要看到，自 2018 年货币政策转向结构性宽松之后，我国金融市场资金面整体较为宽裕，短期利率明显走低，但是资金的风险偏好依然较低，短期投资多，长期投资少，企业层面依然感觉融资难度和融资成本居高不下，民企更是融资难、融资贵的重灾区。

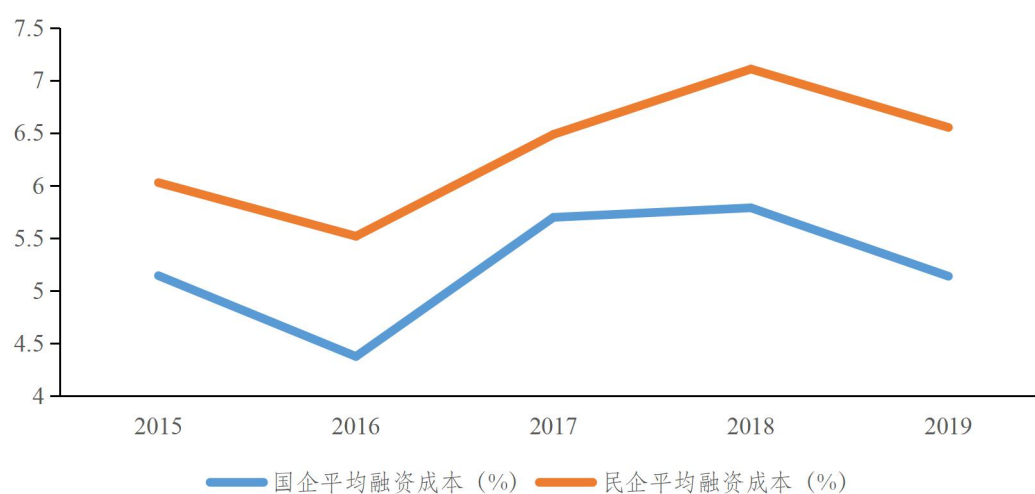


图 28（数据来源：WIND、太和智库数据库）

统计一年期以上的信用债可以发现：相较于国企，民企融资难度更大，融资成本更高。2017 年、2018 年、2019 年 1-11 月的民企债券融资成本均值分别为 6.49%、7.11%和 6.55%，而同期国企的债券融资成本均值则分别为 5.70%、5.79%和 5.14%，分

别差了 79 基点、132 基点和 141 基点。可见，虽然 2018 年以来货币政策偏向宽松，多部门联合出台政策试图解决小微企业、民企融资问题，多地政府成立纾困基金，但是民企融资难、融资贵的问题并没有得到根本性改善，民企的融资成本依然处于高位。

究其原因不难发现，民企融资困难的问题非货币政策可以解决，虽然央行从政策导向上给予民企和小微企业极大的扶持，但在制度改革红利没有全部释放的情况下，市场理性选择依然不利于民企与小微企业融资。一方面，我国现今处于经济减速阶段，季度 GDP 同比增速从 2019 年一季度的 6.7% 逐步滑落到 2019 年三季度的 6%，经济下行压力较大。在经济下行过程中，企业盈利能力下降，信用风险上升，市场情绪趋于保守，企业融资成本随之上升。另一方面掌握垄断资源的国企有着战略优先的位置，且金融市场偏好二元分化加剧，政府的隐性担保和不恰当的行政干预更是扭曲了市场配置资源的功能，使得民企融资环境更加恶化，放大了民企融资问题。

在我国债券市场，国企信仰、城投信仰普遍存在于各大投资者的心中，除了部分低评级城投公司因偿债能力过差而融资困难，绝大多数城投公司即使资金紧张，依然可以得到投资者的认可，顺利获得融资。信仰的背后是债券市场信贷化与风险的扭曲，每当国企尤其是城投公司面临债券兑付困难时，政府干预总会若隐若现，国企往往能在关键时刻获得金融机构新增授信或者来源于

政府的援助，从而解决债券违约问题，比如 2019 年的“16 呼和经开 PPN001”。因此，各大投资者作为经济学意义上的理性人，是选择无人兜底的民企，还是选择大概率有政府隐性增信的国企，就一目了然了。政府替国企提供隐性担保，实质上是用“看得见的手”干扰市场配置资源，破坏了市场传递信息、资源配置的功能，放大了经济中原有的结构性矛盾。

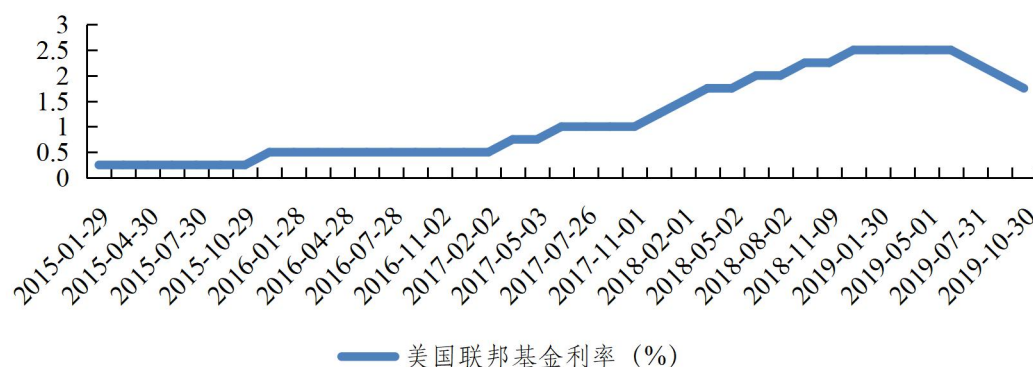
综上所述，太和智库认为货币政策利率传导不畅，而民企面临着严重的利率歧视，其根本原因在于政府的隐性担保扭曲了资金配置，资金淤积于有隐性担保和垄断市场地位的国企，却不愿意流向有着更大融资需求的民企和小微企业，进而造成经济整体活力不足。当前，央行引导市场利率下行、运动式拯救民企、喊话呼吁金融机构服务民企融资需求、鼓励商业银行给小微企业发放贷款，这些政策只是治标不治本。从根本来看，货币政策属于总量调控政策，可以短期内刺激需求，但是单独的货币政策难以解决民企的融资困境。要想从根本上解决该问题，还需要从制度、监管和市场引导纠偏入手，保证市场发挥配置资源的决定性作用，激发微观主体活力，恢复市场中性的营商环境，让国企、民企甚至外资真正地站在同一起跑线上公平竞争。

（二）中国货币政策展望

1. 利率市场化改革将加速进行。新的 LPR 制度实行初期是中国利率市场化改革的关键阶段。2019 年 11 月调降 MLF 利率

的举措表明，央行使用新的市场化利率传导机制的决心不变。如何处理新型 LPR 机制中商业银行报价的问题，将是下一阶段央行疏通市场化利率传导机制工作的重中之重。目前，商业银行尚未显示出自身提高报价有效性的主观能动性，但是，即便主观能动性不强，央行都已经建立了市场化利率传导机制的决心，使得央行对商业银行报价进行必要干涉和方向性引导成为可能。因此，LPR 机制传导有效性逐步增强是大势所趋，这将有助于对信贷资金进行更加有效的资源配置。

2. 中国仍有降息空间，但幅度有限。2019 年，虽然中国经济增长压力较大，但央行的货币政策一直维持稳健，并未因内忧外患困扰而大面积放水，也没有跟随美联储连续降息。纵观全球主要发达国家，日本、德国早已实行负利率。美联储虽然认为当前负利率并不适宜，但由于收益率水平整体较低，价格型工具空间较小（如图 29）。而中国央行在经济下行压力下依旧维持稳健的货币政策，尤其是对价格工具的谨慎使用，给未来保留了较大的降息空间。



伴随着利率市场化改革的不断深入，中国降息的方式也将更加市场化。通过 LPR 新报价机制，将央行 MLF 利率与市场结合，有利于引导稳健的货币政策以市场化的形式，自银行间同业市场传导至信贷市场。2019 年 11 月，MLF 利率调降 5 基点，是对通过 LPR 机制实现货币政策传导的一次尝试。未来，随着商业银行定价水平的提高，LPR 中以商业银行报价决定的加点部分，或将在政策信号下发生较为明显的改变。降息手段将从过去的行政化手段，转向以操作利率与银行报价相结合的市场化方式进行传导，未来可能将进一步引导银行预期，形成有效报价。

不过，出于三点考虑，央行在 2020 年大幅度降息的可能性不大。第一，降息空间虽大，但不能随意挥霍。货币政策放水容易收回难。第二，降息节奏一定程度上受制于通胀压力。虽然当前 CPI 压力主要由猪肉价格高企所导致，太和智库也关注到了 CPI 食品类与 CPI 其他门类、PPI 与 CPI 之间产生的结构化差异，但总体 CPI 毕竟是市场各方最为关注的经济指标之一。大幅降息引发的 CPI 指数飙升，将引发市场各方的普遍担忧。第三，在 2018 年末稳健的货币政策要松紧适度之前，去杠杆是中国经济、金融的主旋律。宽松节奏过快，极有可能再度刺激杠杆飙升。在企业、金融体系内杠杆率仍未得到全面有效控制的当下，过快降息不利于金融稳定。外围环境方面，美联储货币政策由年内加息周期转为阶段性降息。年初美国加息时中国央行并未选择跟随，

反映了中国货币政策当前主要集中于解决国内问题。而美国开启小幅慢速的降息，对中国货币政策外溢影响亦有限。

总的来说，结合国内经济增长压力和外部环境的不确定性，2020 年，央行在大方向上将保持适度宽松，且将在推行利率市场化改革进程的同时，实现降息的目的。除非发生破坏性突发事件，否则货币政策将是适应经济增长情况的、有节奏的小幅宽松。独立、自主、稳健将是 2020 年货币政策主调。

三、中国金融市场分析与预测

（一）中国固定收益市场

在《展望》中，太和智库曾作出“利率债到期收益率持续下行的空间不大”以及“2019 年信用债市场分化仍将继续”的判断。

2019 年债券市场的演化，基本符合《展望》预期。

1. 2019 年债券市场利率中枢下行有限，信用产品分层加剧。

利率债方面，2019 年的利率债市场正如太和智库所料的那样乏善可陈，全年利率债并没有走出“大牛”市。即便 2019 年中国经济面临内忧外患的巨大压力，但收益率下行空间在 2018 年已被大幅压缩，利率债收益率的进一步下行缺乏推动力。而受制于基本面不见好转，利率债的收益率上升也相对无力。投资者经历了经济触底预期、预期破灭以及贸易战的多次反复，债市走势形如过山车。但拉长时间端来看，全年，国债收益率仅仅是在低位 30 个基点的区间内宽幅震荡，利率债并没有表现出明显的方向性（见图 30）。

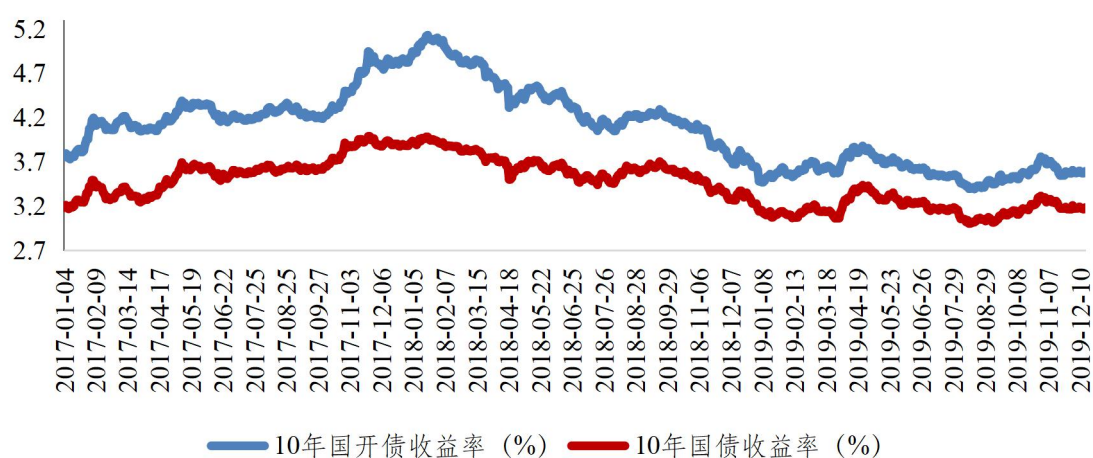


图 30（数据来源：WIND、太和智库数据库）

在信用债方面，市场的演化也基本符合太和智库的预期。金融机构信用收缩的现象，自 2018 年金融去杠杆时已逐渐显现，此后经历了民企利润下滑、财务造假、包商事件、机构账户违约爆仓等事件的催化，最终在 2019 年形成大面积违约潮。根据 WIND 统计数据（见图 31），2019 年，中国信用债市场共有 169 只共计 1344.62 亿元债券违约，这一数据在 2018 年为 125 只 1209.61 亿元债券违约。而 2015-2017 年三年的债券违约总额仅有不到 900 亿元（117 只）。2019 年，康美、康得新、东旭光电等上市公司被爆出严重财务造假。在信用收缩的市场背景下，“大存大贷”的游戏无法维持，财务报表虚增货币资金的地雷终被引爆。康美、康得新、东旭光电等上市公司的债券违约事件，使得投资者对于民企债券的风险厌恶程度进一步恶化。与此同时，投资者的城投信仰也在债券违约潮中受到了挑战。在经历了 2018 年兵团六师技术性违约的“虚晃一枪”之后，2019 年 12 月，呼和经开 PPN001 再次延期支付。虽然一次次的城投危机看似逢凶化吉，但是城投的信仰在一次次的挑战下，已经变得岌岌可危。城投违约已经成为了一个“狼来了”的故事，当狼真正到来的时候，整个债券市场的最后一个信仰也将破灭。实际上，2019 年，信用评级 AA+ 也成为了城投债的分水岭，经济发展水平较低的云贵地区，政府债务负担较重的湖南、四川等地的市区级 AA 债券也面临了不同程度的收益率上行或一级市场发行困难的情况。部

分城投公司不得不采用非市场化方式完成债务滚动。

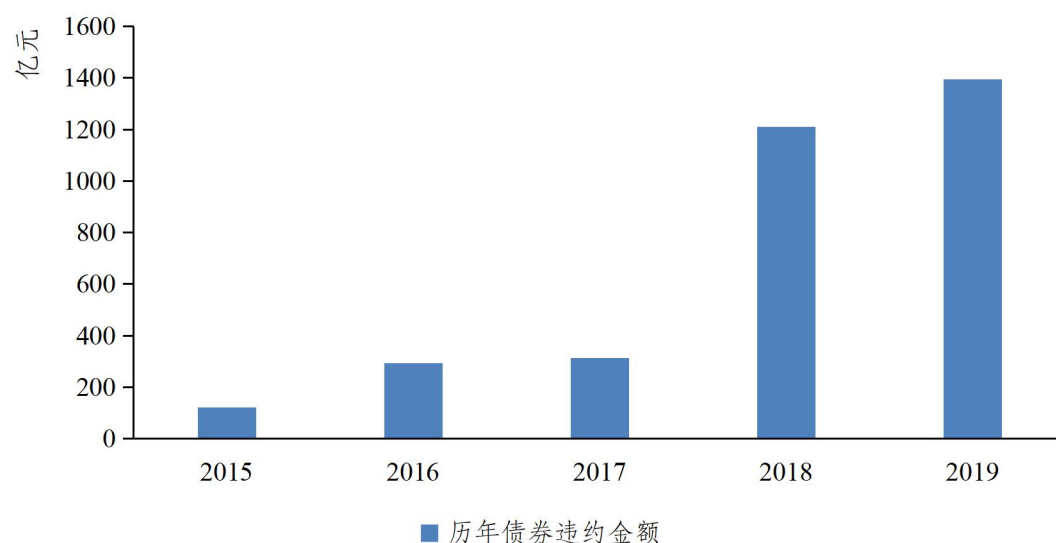


图 31（数据来源：WIND、太和智库数据库）

债券市场上的信用收缩、风险厌恶，不仅仅体现在信用债市场。信用收缩的恶化，也在银行间同业市场逐渐发酵。2019 年 5 月，包商银行突然被央行接管，随后该城商行到期的存单、回购先后发生违约，一度将债券市场的信用危机推向了高潮。银行机构纷纷收紧同业回购的押券要求，作为流动性“需求方”的非银行机构受到了严重打击。有多家大中型金融机构的资管产品因流动性不足而发生“爆仓”。融资困难的非银行机构在银行间和交易所回购市场均发生违约情况，而以非银行机构作为参与主体，且缺乏交易违约处置规则的交易所回购市场，违约更甚。此后，商业银行体系被迫继续收紧信用，承接了央行大量流动性的同业市场虽并未枯竭，却因恐慌而僵化。随后在央行、证监会的干预下，市场流动性危机有所平复，但此后银行间市场诸多模式被重构。存单信仰被打破，中小银行同业存单不再被视作无风险资产，大

银行与中小银行间信用分化加剧。长期存在的存单信仰被打破，这对于债券市场信用根基的破坏力远远甚于多只民企债券违约。

同业信用危机的另一大恶果是，中小银行在承担沟通大行与非银行机构、扮演市场信用转化桥梁角色的意愿和能力受到极大的削弱。回购市场上，质押券标准对民企几乎“一刀切”，又进一步加剧了本就严重的融资主体所有制间的信用分化，此后民企债券发行更加困难。银行间同业市场信用收缩，从质押券角度对低评级民企债券的市场认可度产生负面影响。

2. 中国债券市场发展将从“量变”转向“质变”。值得注意的是，信用债和回购的违约，在客观上也存在重要的积极作用。首先，信用债市场信用收缩的过程，也是市场打破刚兑信仰、去伪存真的过程。在 2014 年之前，整个债券市场被视为刚兑市场，这一刚兑信仰在 2014 年由超日债打破，此后 2015 年的 11 天威 MTN002 违约又打破了国企信仰。而 2019 年，民企违约潮、存单信仰被打破、城投信仰摇摇欲坠，使得债券市场各品种基本脱离了刚兑信仰。刚兑信仰的打破，促使投资者不得不重视对企业基本面的信用研究。风险相对较高的债券滥竽充数的机会相较之前有所减少。其次，同业存单、回购违约，也有助于提高银行在同业业务上的风险意识。长期以来，商业银行，特别是中小农商行对于同业业务的风控意识相对较为薄弱。而在回购违约潮以后，绝大多数省份的银保监局、省联社对辖区内城、农商行的同业业

务风控标准进行了重新定义。虽然只问所有制的“一刀切”标准在信用传导本就困难的当下，有矫枉过正之嫌，但是长期来讲，风控标准的重新定义以及信用研究意识的觉醒，有利于债券市场的不断规范和去伪存真，其长期积极意义不容忽视。

其次，大量违约债券处置、风险券重新定价，又推动了中国高收益债市场的起步。2019年，一些机构投资者开始尝试设立高收益债产品，中国高收益债市场开始起步。但机构对高收益债/垃圾债定价能力的培养，仍需要一个较长的过程。以康美债为例，2018年康美刚被爆出时，市场上这一主体债券价格在70元附近，而2019年以后银行间市场买盘一度下降至20元以下，此后又回升至50元附近。实际上，对于违约债券，市报价多是“拍脑袋”“听消息”，市场上并没有形成有效的定价模式，进而也没有一条成熟的收益率曲线。但是，随着违约债券报价、成交样本的逐渐增多，高收益债收益率曲线从空白变为似有似无，而随着机构对于高收益市场参与程度的不断加深，高收益债收益率曲线终将走向成熟。

此外，信用分层的不断加剧，有助于投资者跳出信用评级的框架。一方面，由于监管机构对一级市场债券发行有硬性的评级限制，为确保满足发行条件，发行人和评级机构存在尽可能将信用等级评到监管要求以上的倾向。这就导致了我国信用债评级普遍虚高，且信用评级体系分层不够明显，尤其是在满足监管要求

的边际评级上，相同信用评级的发行人的实际信用质量鱼龙混杂。另一方面，评级公司为了避免短期事件对公司的信用评级造成反复扰动，其评级往往对企业财务恶化的预兆并不敏感。因此信用评级对公司信用质量的反映，一贯存在滞后的倾向。而出于某些原因，近年来，债券市场上还出现了所有投资者都意识到了债券主体存在严重的违约风险，但评级公司对该主体评级仍维持在AAA级的荒诞情况。但是，市场信用分层的加剧，以及投资人信评能力和意识在违约潮后的不断积累与提升，有助于投资者由依赖信用评级，逐渐过渡到更侧重于自身经验与调研所形成的对个券、单个主体的信用判断，使信用评级回归至初步筛选功能，实现评级的再评级。

3. 债券市场生态将发生变化。2020年，不仅是高收益债曲线形成的关键时期，也是债券市场生态发生变化的重要节点。

生态变化，首先体现在商业银行理财业务从银行主体的剥离。2018年12月末，银保监会正式批准中国建设银行、中国银行成立理财子公司。至2019年2月15日，工农中建交五大国有银行均实现了理财业务的剥离。此后，光大银行、招商银行等股份行也先后获得理财子公司批文。截止2019年12月，已有9家商业银行设立了理财子公司。相比于银行资管部门的理财产品，剥离后的理财子公司发行的理财产品具有投资范围多样（可以投资股票标的）、产品结构灵活（可设置分层结构）、非标监管稍松、投

资者准入门槛较低的优点。但是站在整个资管行业的高度来说，商业银行剥离理财业务最大的意义在于进一步打破了固定收益市场的刚兑思维。理财子公司本质上亦为资产管理公司，即便依旧有母行渠道、准入、声誉方面的加持，但是终究与公募基金、券商资管站在了同一赛场。由于发行主体的问题，银行理财表内转表外尚且存在银行刚兑。但银行理财子公司的业务，不再是总行直发理财产品。而银行理财子公司发行的完全与母行剥离开的理财产品，更有助于逐渐打破银行理财产品的隐性刚兑惯性。而有了银行理财子公司这一个与基金、券商资管站在同一赛场却起跑线更靠前的主体的参与，无疑将对整个资管行业产生重要影响。拥有与银行系理财固有的低成本优势的理财子公司产品将在何时迎来爆发，又将以何种方式（固定收益，权益，基建 ABS、REITs 等资产证券化方式）铺开业务从资金端补给市场，进行宽信用展开，值得投资者密切关注。

此外，2019 年，另一个市场新晋活跃参与者——外资机构，成为了影响金融市场生态的另一主要角色。实际上，外资在债券市场的涌入并非 2019 年的新现象。自 2018 年开始，由于美国、日本、德国等发达国家资本市场的长期国债收益率被压缩至几近无利可图，外资开始涌入中国债券市场。从图 32 中债债券托管量数据来看，自 2017 年 11 月至 2019 年 11 月，外资在中债（绝大多数为利率债品种）的持仓量增加了 9340 亿元（2018 年增加

4877 亿元，2019 年 4463 亿元)。外资机构亦表现出了对中国高收益地产债的青睐。此外，在股票方面，中国股票市场的国际影响力有了质的飞跃。2019 年，MSCI 指数将中国 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5%提升至 20%，富时罗素全球指数、标普新兴市场全球基准指数等国际指数也提高了 A 股的权重因子。撇开境外机构对中国股票市场价值的主动配置不谈，A 股在国际指数中的权重提高，至少带来数千亿元来自指数基金的被动投资。随着中国金融开放的不断深化，中国相对较高的收益率以及顶级的主权信用评级，将对境外机构产生持续的吸引力。不过，当前中国经济仍面临较大压力，外部贸易问题也存在较大的不确定性，外资中较为敏感的以短期套利为目的资金频繁涌入和退出，不仅会影响国内股债走势，也有可能成为外汇市场的一项新的扰动因素。

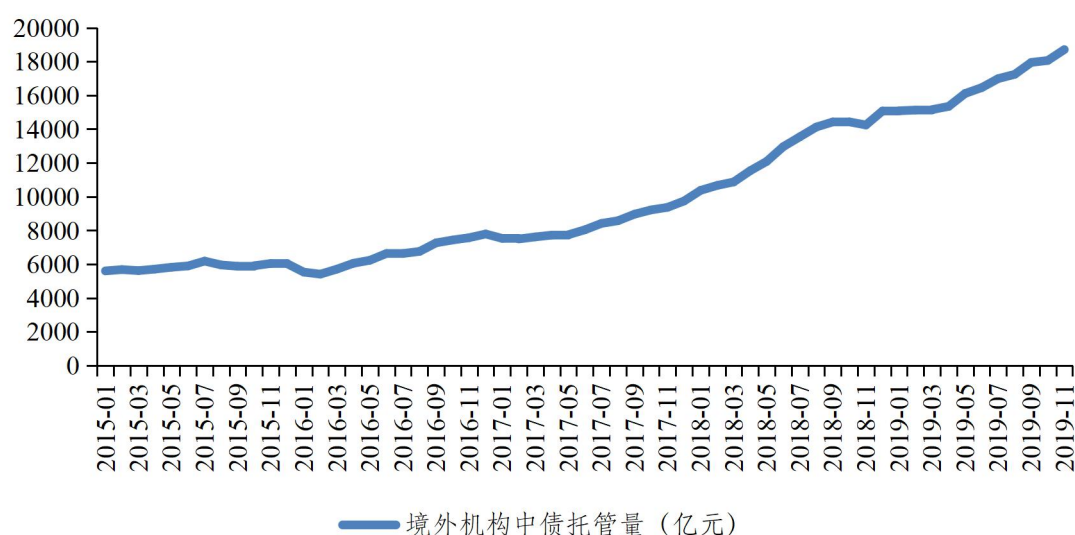


图 32 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

4. 中美金融市场割裂趋势越来越大。自 2018 年下半年起，由于中美货币政策分化加剧，导致中美两国的市场利率从 2016 年以来的“伴飞”，逐步变为互相缠绕。2019 年，在全球央行开启降息大潮的背景下，中国央行仅在 11 月小幅降息 5 基点，走出了相对独立的短期利率通道。中国的利率调节，越来越注重于调节本国市场，而非主动寻求与全球趋势相匹配。中国政策利率在全球一片降息浪潮中“屹立”，主要出于以下几方面的考虑。第一，虽然中美两国均存在经济下行压力，但是与美国相比，中国目前面临着较大的通胀压力。出于调节市场通胀压力预期的考虑，中国央行在降息方面表现的更为谨慎。第二，相对较高的收益率有助于保持人民币资产对外资的吸引力。2019 年，中国金融市场对外资的开放程度明显加深、加快。沪股通、取消 QFII 限额、取消外资金融机构股比限制等金融开放政策，其重要目的是鼓励境外金融资金流入国内。在政策鼓励以及美元资产收益率下滑的情况下，2019 年，中国债券、股票市场确实吸引了外资涌入。但是在香港爆发修例风波、中美经贸摩擦出现反复的节点，在图 33 沪股通资金流向上仍会观察到较为明显的资金流出。对于相对敏感的境外资金，仍有必要以较高的收益率加以吸引。



图 33（数据来源：WIND、太和智库数据库）

5. 中国债券市场判断。展望 2020 年，太和智库对于中国债券市场的基本判断：利率债收益率下行空间有限，结构分化更加明显，风险投资价值显现。在信用分化继续深化的背景下，甄选信用个券更有获取超额收益的机会。在信用债市场分层重构、信用债收益率曲线逐步反映真实情况的过程中，仍将有大量的错误定价等待投资者发现。甄选高收益债、垃圾债的投资机会，仍在大左侧。

（二）中国权益市场

1. 中美股票市场走势回顾。回顾 2019 年的股市，太和智库《展望》中对中国股市的判断基本正确：2019 年的 A 股市场并没有迎来新一轮的暴跌，年初出现了一定幅度的反弹，后期走势以低位止跌盘整为主。2019 年年初至 4 月中上旬，受益于相对宽松的货币政策和市场情绪的逐步缓和，A 股市场迎来了一波反

弹行情，上证 A 指最高爬至 3444.44 点，随后受贸易争端加剧和国内经济下行压力加大的拖累，震荡下行至 3000 点左右，后期主要以震荡盘整为主（见图 34）。美国方面，美股 2019 年一路震荡上行，道琼斯工业指数在 12 月再创新高，上攻至 28200 点以上（见图 35）。



图 34（数据来源：WIND、太和智库数据库）



图 35（数据来源：WIND、太和智库数据库）

2018 年美国股市走出了倒 V 字走势，美国经济基本面较去年并没有太大提高，但是 2019 年美股却迎来了新一轮的牛市。太和智库认为其主要原因在于 2019 年美国货币政策从去年的偏紧转向了宽松。受困于内外经济的不确定性，美联储加息进程告一段落，先后于 2019 年的 7 月、9 月、10 月宣布降息。除了货币政策方向转为宽松，美联储亦以购买国库券和国债回购方式，向金融市场注入流动性，以维护金融市场稳定。由于国债发行量扩大，且因降息开启导致国债买方力量有所消退，导致美国一级交易商流动性枯竭，回购市场出现钱荒，隔夜利率一度飙升至 10% 以上。为缓解同业回购市场压力，美联储在 9 月的两天内连续通过回购协议向市场一共注资 1200 亿美元，并在 10 月 11 日临时会议后宣布，自 2019 年 10 月 15 日起至 2020 年第二季度，重启短期国债购买计划，购债规模为每月 600 亿美元，且将美联储回购操作常态化。12 月，美联储进一步确定了总额高达数千亿的跨年回购计划，以此来保证准备金供给维持在或高于 2019 年 9 月之前的充裕水平。值得指出的是，美国 2018 年 GDP 增速为 2.9%，而 2019 年前三季度的 GDP 增速则为 2.3%，美国基本面较 2018 年并没有大幅改善，而是有所下滑。同时，更为令人担忧的是，美国的债务问题在 2019 年日益加剧，根据美联储 12 月 12 日公布的数据显示，美股非金融企业负债在第三季度加速增长，年化增速 5.7%，未偿还债务总额达 15.99 万亿美元，联邦

政府债务增速攀升 10.4%，为 2018 年初以来最大增幅，触及 18.9 万亿美元。毫无疑问，堆积如山的公司债务必然是不可持续的，随着全球经济增长进一步放缓，美国债券市场很有可能迎来一波巨大的违约潮，进而传导至股票市场。太和智库认为，货币政策固然可以维持市场的信心，但是股票市场最终还是经济基本面的反映，健康的股票市场是需要良好的经济基本面支撑的，只靠宽松货币政策形成的“水牛”一旦转向，后果是灾难性的。因此，虽然不排除在宽松货币政策的作用下，美股继续维持高位，甚至短期内创下新高，但是太和智库依然对 2020 年的美股持谨慎态度。

中国方面，2019 年 12 月召开的中央经济工作会议指出，2020 年的财政政策将从 2019 年的“加力提效”升级为“大力提质增效”，口吻更加积极。货币方面，会议中也强调稳健的货币政策要灵活适度，强调降低社会融资成本。由此不难看出，2020 年的逆周期调节力度会有所加码。因此，虽然中国经济的结构性问题依然突出，经济还在逐渐筑底，但有理由相信，2020 年的中国宏观经济有底，2020 年的中国股市也有底。2020 年中国股市虽然不排除在不利因素的作用下有一定的下行压力，但太和智库依然看好后市，认为中国股市具有长期投资价值。

2. 个股风险需谨慎对待。众所周知，股票是上市公司为筹集资金而发行给各个股东作为持股凭证并借以取得股息和红利的一种有价证券。所以，股票对应的是股东对企业所拥有的基本

单位的所有权。而在现代企业制度中，如果企业破产，债权是优先于股权获得清偿的。因此，一般来说，投资一家公司股权的风险是高于投资债权的，如果公司经营不当，资不抵债，股权投资者很可能损失全部本金。

根据证监会官方披露，2018 年全年有 131 份行政处罚决定书，罚没款金额 106.41 亿元，同比增长 42.28%。同时，截止 2019 年 12 月 14 日，证监会今年已下达行政处罚 127 份，处罚力度也不低。可见，在经济转型阶段，监管部门对于股票市场的监管力度并没有明显滑坡。

另外，从图 36 所示，截止 2019 年 12 月 13 日收盘，今年上市公司退市数量创造了近几年的最高值，除小天鹅 A 是吸收合并以外，共计有 9 家因为连续三年亏损、连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值等负面原因退市。而早在 2018 年 7 月 27 日，证监会下达了《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》，完善了上市公司退市制度，更加明确强制退市公司相关责任主体的工作要求。同年 11 月，沪深交易所也先后出台了《上市公司重大违法强制退市实施办法》。

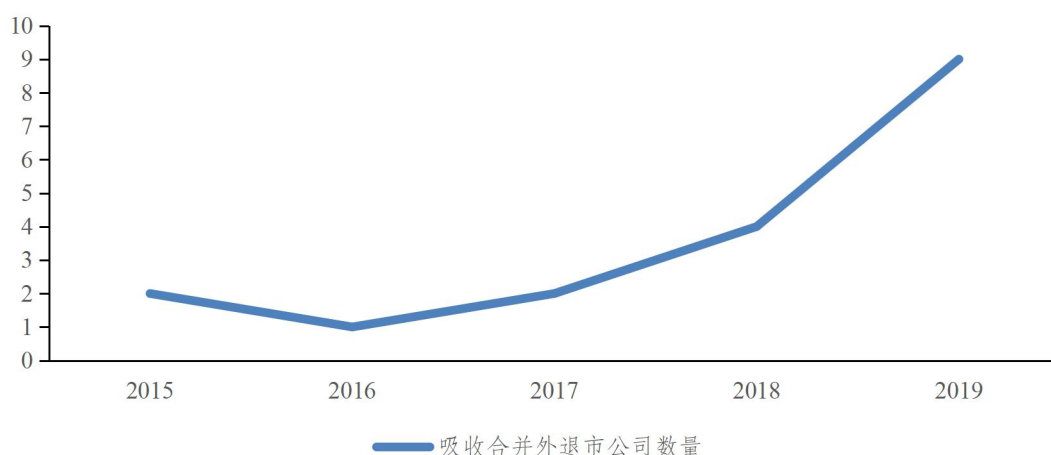


图 36（数据来源：WIND、太和智库数据库）

由此可见，现在既是经济转型的关键阶段，也是完善资本市场基础制度的重要时期。监管部门不会因为经济存在下行压力，就完全放松对上市公司的监管，而是会持续推进资本市场法制化建设，促进资本市场的健康发展。因此，太和智库认为在经济形势不明朗的当下，个股的投资风险是没有底的。但是，对股市也不宜过于悲观，随着经济缓慢筑底，中国股市已经离底部不远，中国经济的韧性仍在，相比于个股，太和智库更为看好投资指数。

（三）大宗商品市场

1. “黄金信仰”将提振 2020 年黄金市场。2019 年的黄金市场整体呈现先震荡，后上行，再部分回调的走势（见图 37）。2019 年 1-5 个月，黄金价格持续在 1250-1350 美元/盎司的区间内震荡。之后受益于世界经济增长前景不佳、中美经贸摩擦升级和市场避险情绪升温等因素，黄金在 6-8 月一路上涨，先后突破 1400、1500 美元/盎司，一度在 9 月初上探至 1566.2 美元/盎司。随后，由于中美经贸摩擦缓和、美国股市和经济稳中向好，黄金市场进入调

整期，缓慢震荡下行至 1450 美元/盎司附近。

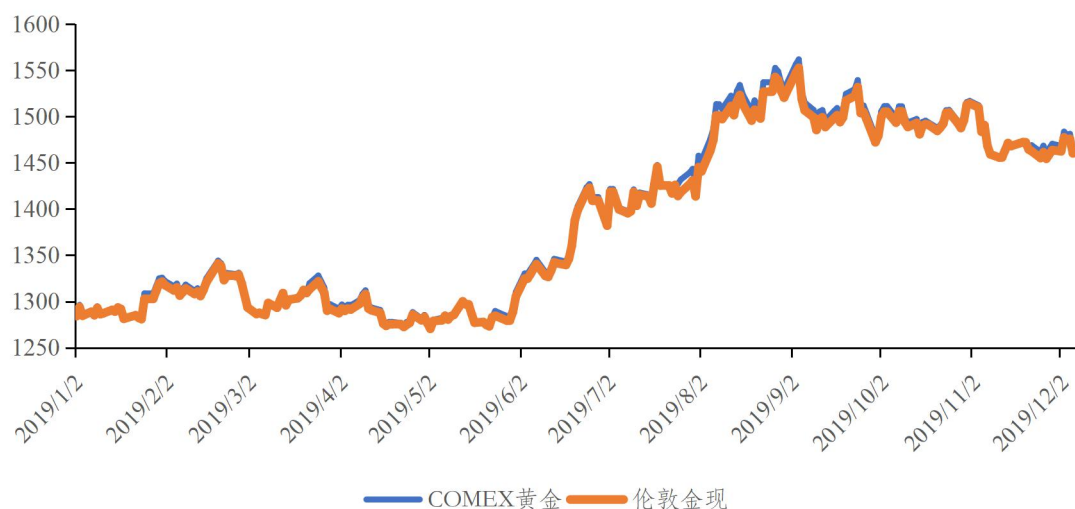


图 37（数据来源：WIND、太和智库数据库）

2019 年的黄金市场走势和 2018 年的低迷形成了鲜明对比，太和智库认为本轮黄金上涨的动力是多元的，一方面，今年以来全球经济增长明显放缓、多国央行货币政策态度转鸽。另一方面，地缘政治事件频发，也对黄金价格形成了有力支撑。同时，需要指出的是，黄金价值重新发现的深层次原因在于货币危机下货币信用遭到了极大的消磨，市场越发重视黄金的安全属性，黄金作为信用锚的属性也越发明显。

货币政策的逆周期调节初衷在于熨平经济周期的过度波动，防止经济陷入长时间的过热或过冷。但是，随着经济增长的原生动力不足，金融周期性波动明显增加，多国央行滥用货币政策刺激经济，催生了大量的“泛滥资本”，资本的“野蛮生长”消磨了货币的信用。太和智库认为当货币信用被严重消磨后，阔别世界近 50 年的“黄金信仰”或将重新归来。

另外，2020 年的经济、政治基本面也将继续对黄金价格形成支撑。一方面，目前国际政治情势不稳，2019 年 12 月更是出现了美国众议院对特朗普的弹劾事件。另一方面，全球经济也未走出增长放缓的阴霾，日本、欧洲先后进入负利率时代，美国不断积累的债务将经济泡沫推向高潮。就历史经验来看，当全球经济增长缓慢甚至发生衰退时，地缘政治的博弈将更加复杂。因此，太和智库预计 2020 年世界经济、政治层面的不确定性也会对黄金价格形成有力支撑。

2. 原油市场 2020 年难大涨。得益于 2019 年年初世界经济形势相对平稳、“欧佩克+”国家落实减产以及伊朗问题恶化等因素，2019 年 1-4 月国际原油价格持续上涨，先后突破 50、55、60、65 美元/桶的大关，一度上探至 66.6 美元/桶。5 月至 6 月初，由于世界主要经济体增长疲软、美国页岩油产量持续增长以及贸易争端引发市场悲观情绪，国际原油迅速下行，一度跌至 50.6 美元/桶。之后，因为贸易争端、中东地缘政治走向影响，原油价格在宽区间持续震荡。截止 12 月，原油价格整体较 2018 年年初有一定提升，涨幅超 20%（见图 38）。



图 38（数据来源：WIND、太和智库数据库）

整体来看，2019 年原油价格的上涨主要得益于“欧佩克+”减产协议的严格执行和中东地缘政治复杂化、紧张化。太和智库认为，供给方面的单方面减少可以对价格形成支撑和推动，但是没有需求配合的供给收缩难以继续推动原油价格大幅上涨。供给方面，太和智库预计 2020 年“欧佩克+”国家将继续履行减产协议，中东地缘政治问题也难以在短期内缓解，因此 2020 年原油的供给方面难有大的变化。需求方面，虽然中美经贸摩擦在 2019 年 12 月达成第一阶段经贸协议文本，资本市场给予非常积极的反馈，但是值得关注的是中国经济短期内大幅反弹的基础并不存在，宽松货币政策推高了美国资本市场的繁荣，但无法从根本上解决美国债务问题，而其他主要经济体的增长势头也不尽如人意，所以 2020 年的原油需求难有明显起色，甚至不排除萎缩的可能性。

综上所述，2020 年原油需求增长动力不足会对原油价格上涨造成较大制约，且供给端的利多因素基本已经出尽，很难对原

油价格造成较大推动。因此，太和智库认为，虽然原油价格可能会在贸易争端缓和等利多因素的刺激下继续爬高，但是受限于需求，2020 年原油价格没有持续大涨的基础。

总之，2019 年中国经济经历了重重考验，既有源于内部的结构性和体制性问题，也有源于外部环境的干扰和冲击，可谓是跌宕起伏。在此辞旧迎新之际，我们展望未来。中国经济在新的一年里，有机遇，更有挑战。但是，我们有理由相信，只要破冰体制、机制改革，打造公平公正的市场环境，并完善法治建设，提升社会道德水平，中国经济的增长潜力仍然巨大。

参与写作：中国建设银行总行	程瑞霖
明毅博厚投资有限公司	王 琛
中国人民大学经济学院	黄泽清
宁波诺丁汉大学商学院	张睿骐
宁波诺丁汉大学商学院	刘晓彤

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、翻译、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。