



东北财经大学
经济运行与财政政策研究基地

预测专报

2019年第4期（总第24期）

2019年12月28日

2020年1季度宏观经济形势分析预测报告

内容摘要：（1）按照峰-峰的周期计算，2000年至今我国宏观经济增长率周期波动已经历了5次完整的景气循环，并于2017年2月进入第6轮景气循环的下降阶段。经济景气于2017年下半年~2018年4月出现小幅波动后下降，2019年6月~2019年11月一致合成指数又出现了小幅回升。与一致合成指数相似，一致扩散指数于2018年1月~2018年6月有一个上下穿越50%线的小波动，此外，2019年7月一致扩散

指数由下向上穿越 50%线,截止 2019 年 11 月一致扩散指数仍然在 50%线以上波动。

2018 年以来长先行合成指数和长先行扩散指数的运行基本一致,二者出现微弱的回升后下降,且回升幅度非常小;而短先行合成指数和短先行扩散指数的运行相似,二者出现了一段时间的回升后下降,回升和下降幅度均较大。对 2019 年 6 月以来一致合成指数和一致扩散指数出现回升的可能解释是,长期拉动经济回升的内生动力不足,但是短期受基建投资以及房地产投资拉动,上游工业产品产量出现回升,并带动工业相关中下游产业需求。综上,本报告认为现阶段经济景气回升或难持续,或者说经济回升的基础较弱,2020 年 1 季度我国经济或将处于调整状态的小幅下降态势。应该把握好长期和短期关系,在短期刺激经济回升效应下不断夯实经济长期回升基础。

(2) 对预警指标的监测结果显示,2018 年以来,景气动向综合指数也出现了小幅回升之后下滑的波动,于 2018 年 9 月下滑至“浅蓝灯”的“趋冷”区,因此 2018 年景气动向综合指数的微弱回升可以忽略不计。2019 年 6 月以来景气动向综合指数也出现了微弱回升,但仍在“趋冷”区间的中下部分徘徊,预计 2020 年 1 季度经济景气或将继续在“趋冷”的“浅蓝灯”区小幅波动。

(3) 多种预测模型结果的组合显示,2020 年 1 季度主要经济指标同比增速的预测结果为:GDP 增长 6.0%左右,工业增加值增长 5.8%左右,固定资产投资名义增速 5.8%左右,社会消费品零售额名义增长 7.5%左右,CPI 上涨约为 3.5%,PPI 将为负增长,约为-2.0%;财政收入名义增速约为 3.5%。

一、利用景气指数分析法对经济景气状况的分析和预测

本报告采用经济景气指数方法分析我国宏观经济整体的增长率周期运行态势。本报告筛选出我国经济景气指标组及各指标的 K-L 信息量和时差相关系数由附录表 1 给出，计算时期为 1997 年 1 月~2019 年 11 月，各景气指标均为同比实际增长率序列，并经过季节调整并消除不规则因素。随后本报告分别构建了一致、长先行和短先行合成指数(基期为 2005 年，以 2005 年平均值为 100)。

1. 基于合成指数的中国经济景气状况分析与预测

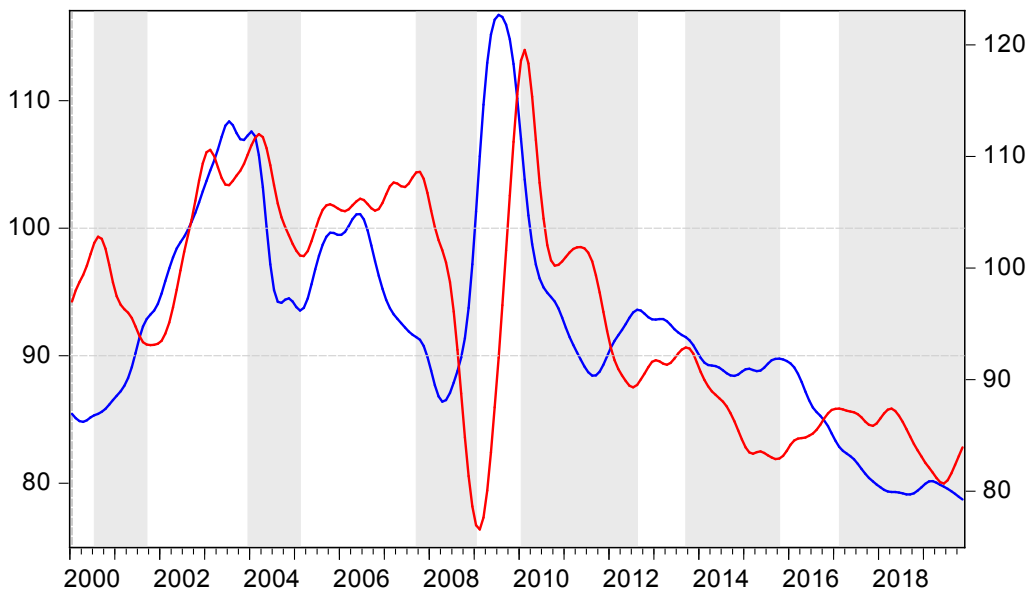


图 1 一致合成指数（红线，左坐标）

长先行合成指数（蓝线，右坐标）

(1) 一致合成指数分析

图 1 的一致合成指数（红线）显示我国宏观经济具有明显的增长率周期波动特征（阴影部分为中国增长率周期波动基准日期的景气收缩阶段，下同）。按照峰-峰的周期计算，2000 年至今我国宏观经济增长率周期波动已经历了 5 次完整的景气循环。第 5 轮景气循环的谷底为 2015 年 9 月，随后经济景气处于上升阶段，于 2017 年 2 月出现峰，之后经

济进入第六轮增长率循环的下降阶段。经济景气于 2017 年下半年～2018 年 4 月出现小幅波动后下降，但是 2019 年 6 月～2019 年 11 月一致合成指数又出现了小幅回升，然而一致合成指数是确定性回升还是景气下降阶段的小波动仍需结合长、短先行合成指数以及扩散指数的走势做进一步的判断。

（2）先行合成指数分析

长先行合成指数变动趋势由图 1 中的蓝线给出，其波动较为明显地领先于一致合成指数。由于统计局根据统计执法检查 and 第四次全国经济普查单位清查结果调整了投资规模类指标的统计口径，且调整后投资规模类指标趋势变动较大，因此本报告中先行指标中的投资规模类指标直接采用统计局公布的累计同比增速，并对其进行价格平减后计算先行合成指数。

图 1 显示，长先行合成指数于 2015 年 10 月达到峰值，之后呈现下降态势，且于 2018 年 3 月（指标值为 80.0）开始在底部徘徊，2018 年 9 月（指标值为 79.7）筑底后开始回升，在保持了 6 个月回升势头后，于 2019 年 3 月出现下降，截止 2019 年 11 月长先行合成指数依然处于下降态势。

短先行合成指数的趋势曲线由图 2 的蓝线给出。图 2 显示，短先行合成指数于 2016 年 10 月出现峰，之后短先行合成指数呈下降态势。在基建投资和民生补短板建设拉动下，2018 年 3 月后短先行合成指数开始出现回升，在连续回升 12 个月后，受工业生产下滑影响，短先行合成指数于 2019 年 3 月开始下滑。

上述分析表明，2019 年下半年拉升经济长期和短期回升的动力已显现疲态。从一致合成指数的构成指标看，2019 年 6 月以来所有一致

指标均出现了不同幅度的回升。需要注意的是，在全球经济复苏缓慢以及贸易摩擦的影响下，2018年下半年一致指标均出现了下滑，因此2019年下半年以来的一致指标回升受低基影响较大。特别的，受进口政策影响，2019年6月以来季节调整后的进口额实际增速出现回升，但是2019年以来出口额实际增速均为负。此外，工业增加值增速和工业企业营业收入仅仅为微弱回升。加之长先行、短先行合成指数2018年均出现了下降阶段的小幅波动，因此本报告认为2019年6月以来一致合成指数的回升为景气下降阶段的小波动的概率较大。考虑到近期稳增长政策不断发力，2020年1季度经济景气或将呈现微幅波动式下滑态势。

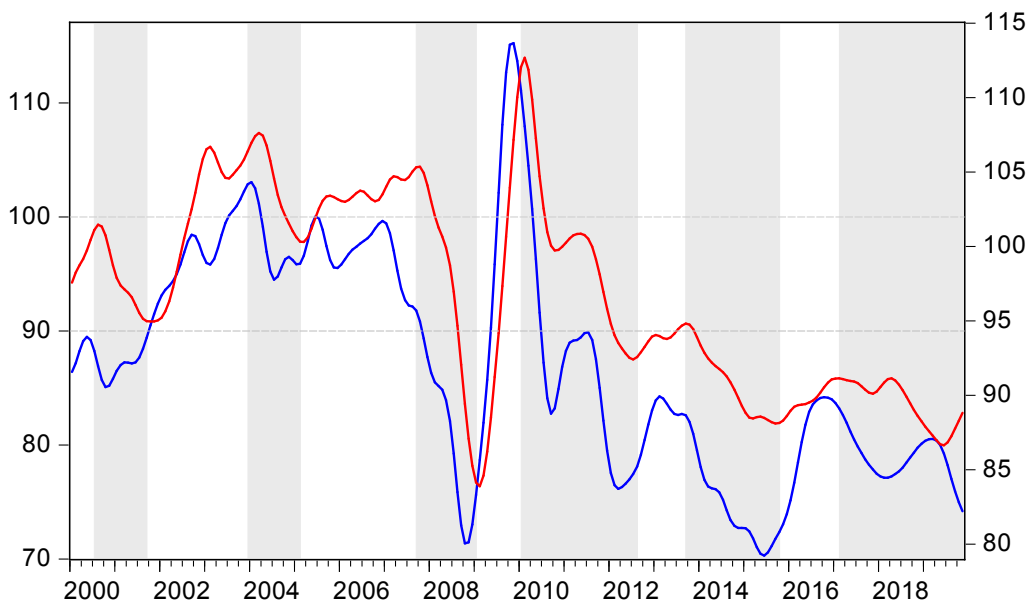


图2 一致合成指数（红线，左坐标）

短先行合成指数（蓝线，右坐标）

2. 基于扩散指数的中国经济景气状况分析与预测

本报告利用扩散指数（Diffusion Index）方法，采用附录中表1筛选出来的景气指标组建立了扩散指数。其中，一致扩散指数、长先行扩散指数和短先行扩散指数的变动趋势分别由图3和图4给出。从图3和图4可以看出，长/短先行扩散指数历史上各个周期的峰、谷点相对一致扩散指数均具有较明显的先行性。

一致扩散指数于 2017 年 3 月由上到下穿越 50%，因此 2017 年 2 月是一致扩散指数的峰。与一致合成指数相似，一致扩散指数于 2018 年 1 月~2018 年 6 月有一个上下穿越 50%线的小波动，此外，2019 年 7 月一致扩散指数由下向上穿越 50%线，截止 2019 年 11 月一致扩散指数仍然在 50%线以上波动，但是 2019 年 6 月是否为一致扩散指数的峰仍需结合长、短先行扩散指数的波动进行综合研判。

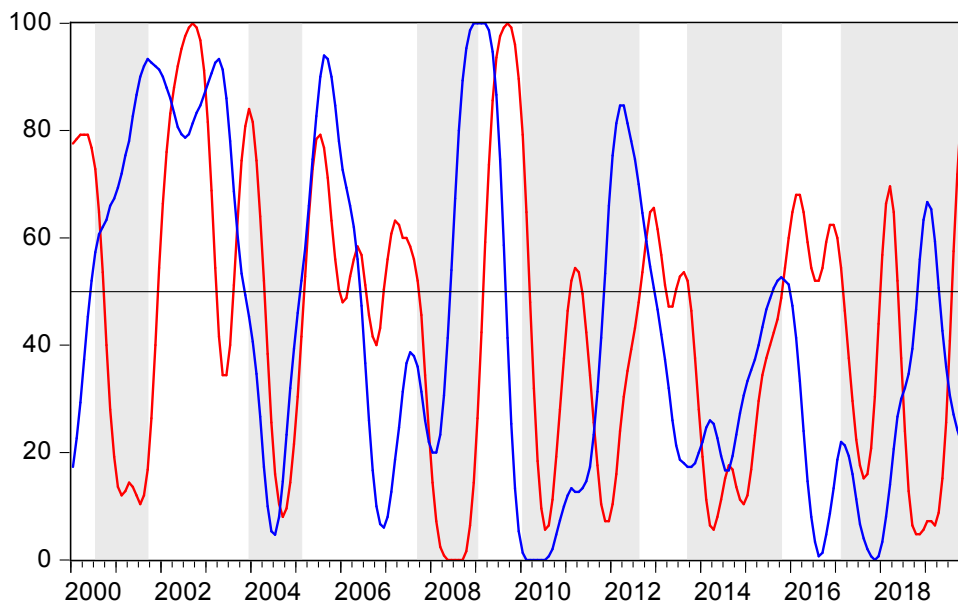


图 3 一致扩散指数（红线），长先行扩散指数（蓝线）

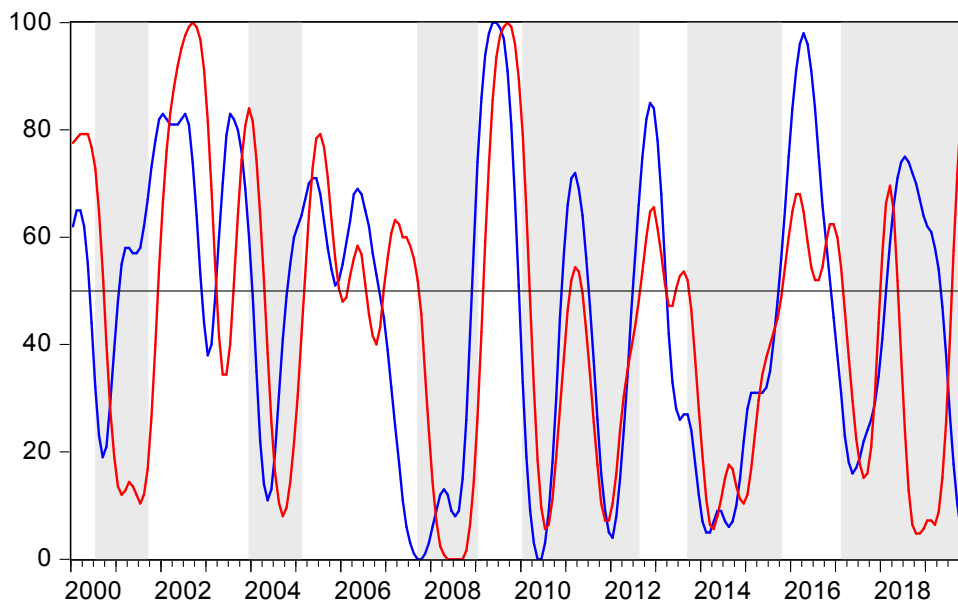


图 4 一致扩散指数（红线），短先行扩散指数（蓝线）

图 3 中长先行扩散指数于 2018 年 11 月由下向上穿越 50%线，并于

2019年3月由上向下穿越50%线，到样本期末，长先行扩散指数依然处于下降阶段。图4中短先行扩散指数于2018年3月由下向上穿越50%线，并于2019年5月由上向下穿越50%线。

综上所述，2018年以来长先行合成指数和长先行扩散指数的运行基本一致，二者出现微弱的回升后下降，且回升幅度非常小；而短先行合成指数和短先行扩散指数的运行相似，二者出现了一段时间的回升后下降，回升和下降幅度均较大。2019年6月以来一致合成指数和一致扩散指数也出现了回升。这可能的解释是，长期拉动经济回升的内生动力不足，但是短期受基建投资以及房地产投资拉动，上游工业产品产量出现回升，并带动工业相关中下游产业需求。本报告认为现阶段经济景气回升或难持续，或者说经济回升的基础较弱，2020年1季度我国经济或将处于调整状态。应该把握好长期和短期关系，在短期刺激经济回升效应下不断夯实经济长期回升基础。

二、基于监测预警信号系统对经济景气状况的分析和预测

本报告选取我国工业生产、进出口等主要经济领域的12个经济指标实际增长率（见图6）构成我国宏观经济监测预警信号系统（预警界限值由附表2给出），考察和判断我国总体经济景气状况和变动趋势。

1. 基于景气动向综合指数的分析

图5显示，2016年1月以来，我国景气动向综合指数一直处于“正常”的“绿灯”区，并于2017年2月达到峰值后开始波动性回落。与一致合成指数一致，2018年以来，景气动向综合指数也出现了小幅回升之后下滑的波动，于2018年9月下滑至“浅蓝灯”的“趋冷”区。2018年景气动向综合指数的微弱回升可以忽略不计，进一步验证了和一致合成指数与一致扩散指数相同的结论，第5轮经济增长率周期波动

的峰在 2017 年 2 月左右。2019 年以来景气动向综合指数处于“偏冷”区间的中下部分波动，11 月指标值为 27，处于小幅波动区间。

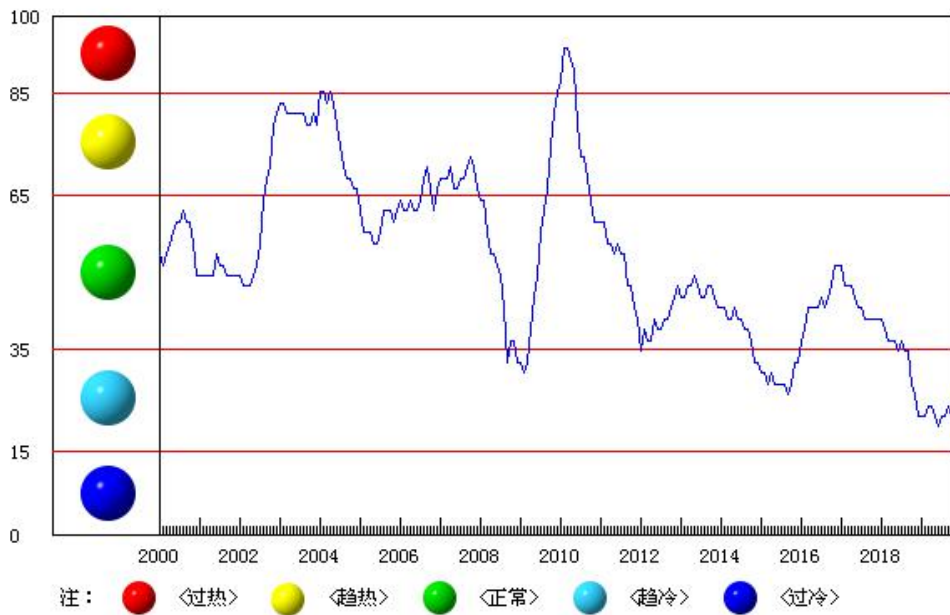


图 5 景气动向综合指数

2. 基于监测预警指标信号的分析

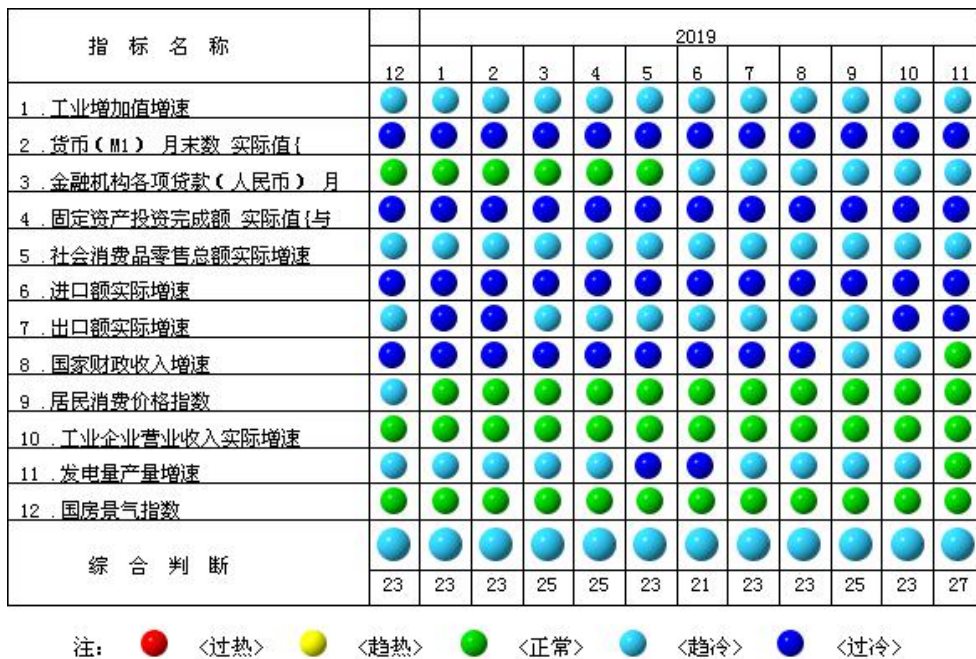


图 6 月度监测预警信号图

图 6 给出了 12 个预警指标 2018 年 12 月~2019 年 11 月的监测结果。全球经济主要经济体增长乏力以及中美贸易摩擦造成外需低迷，国内需

求也相对缓和，加之受到国内工业产品价格回落压缩企业利润等因素影响，工业生产于样本区间内一直处于“趋冷”“浅蓝灯”区间；受贸易摩擦和国外需求低迷影响，进口于2018年11月由“趋冷”的“浅蓝灯”区进入“过冷”的“深蓝灯”区，出口2019年1月和2月进入“过冷”的“深蓝灯”区外随后进入“趋冷”“浅蓝灯”区间，2019年10月和11月又进入“过冷”的“深蓝灯”区，说明对外贸易形势仍然严峻。受工业生产低迷等需求因素影响，发电量于2019年5月和6月进入“过冷”的“深蓝灯”区，7月发出了“趋冷”“浅蓝灯”信号，11月进入“正常”的“绿灯”区，说明发电指标逐渐改善。

狭义货币（M1）实际增速样本期间一直处于“过冷”的“深蓝灯”区，说明企业对未来的信心依然不足，宁愿保留资金用作长期存款，金融去杠杆也一定程度上影响了货币供给。

在减税效应和经济下行压力加大的背景下，财政收入2018年8月以来处于“过冷”的“深蓝灯”区，2019年9月以来由于个税减税影响趋于结束，逐渐进入“正常”的“绿灯”区。应该继续保持财政收支的节奏和可持续性。

物价方面，受畜肉价格大幅上涨等因素的影响，2019年居民消费价格指数呈现出不断攀升的态势，但总体上处于“正常”的“绿灯”区。

固定资产实际增速在样本区间处于“过冷”的“蓝灯”区。从公布的数据看，2019年以来房地产和基建投资均低于预期，制造业投资保持稳定但也是个位数增长，说明企业投资动力不足，难以拉动固定资产投资大幅回升。

社会商品零售总额实际增速在样本期内均处于“趋冷”的“浅蓝灯”区。从名义增速看，2019年一季度社会消费品零售总额同比增速一直

下滑，5月份止跌回稳，6月份甚至出现9.8%的较高同比增速，但是很快又下滑到7%—8%区间，这表明居民消费结构在调整，消费市场的增长仍需要培育。

三、2020年1季度主要宏观经济指标预测

本报告利用多种预测模型对2020年1季度主要宏观经济指标的变动趋势进行预测，结果由表1给出。

表1 主要宏观经济指标预测结果 (单位：%)

指标名称	2018年 全年	2019年 1-11月	2019年 12月	2020年 1季度
GDP累计增长率(可比价)	6.6	-	-	6.0
规模以上工业增加值增长率(可比价)	6.2	5.6	5.6	5.8
固定资产投资(不含农户)累计增长率	5.9	5.2	5.2	5.8
社会消费品零售额增长率	9.0	8.0	7.6	7.5
国家财政收入增长率	6.2	3.8	4.2	3.5
出口总额增长率	7.1	4.5	1.2	3.1
进口总额增长率	12.9	0.0	3.0	2.8
狭义货币供应量(M ₁)增长率	1.5	3.5	3.5	3.6
广义货币供应量(M ₂)增长率	8.1	8.2	8.1	8.0
金融机构人民币贷款总额增长率	13.5	12.4	12.2	12.1
居民消费价格指数CPI上涨率	2.1	2.8	3.9	3.5
工业生产者出厂价格指数PPI上涨率	3.5	-0.3	-1.5	-2.0

注：表中数据均为名义同比增长率，样本数据截止到2019年11月。进出口采用人民币计价。

全球经济复苏缓慢叠加中美贸易摩擦的影响，2019年前三季度GDP累计增速为6.2%，较2019年2季度下滑0.1个百分点。从最新的公布数据看，2019年11月制造业PMI时隔六个月重返枯荣线以上，说明我国制造业供需出现改善，此外，随着国内逆周期调控力度加强，加之中美第一阶段谈判释放的积极因素，预计2020年1季度我国经济或将平稳运行，GDP累计增速约为6.0%。

工业方面，受房地产和基建投资以及企业补库存影响，工业增加值同比增速由2019年10月的4.7%大幅回升至2019年11月的6.2%。考虑到工业企业库存水平较低以及宏观政策稳增长效应，预计2020年1季度工业增加值增长5.8%左右。

投资方面，2019年1-11月固定资产投资累计同比增速为5.2%，与1-10月持平，其中制造业投资累计同比增速仅为2.5%。在“一城一策”政策背景下，预计房地产投资或将保持韧性；库存水平较低促使制造业投资趋稳；积极的财政政策背景下基建投资或将持续改善，预计2020年1季度固定资产投资增速或将小幅回升至5.8%。

消费方面，在网络消费以及地产相关消费拉动下，2019年11月社会商品零售总额名义增速回升至8%，然而实际增速仅为4.9%，与10月份持平，说明消费名义增速部分靠价格支撑。考虑到汽车消费仍将在底部徘徊并对居民消费形成拖累，预计2020年1季度社会商品零售总额名义增长7.5%左右。

贸易方面，在全球经济走弱，外需不振的背景下，2019年11月我国出口小幅回落至1.3%。进口方面，在我国进口政策的刺激作用下，2019年11月进口增速由10月的-3.3%显著回升至2.5%。随着中美贸易第一阶段协议签订，外需温和改善，加之稳增长政策不断修复内需，预计2020年1季度出口额同比增长3.1%左右，进口增速约为2.8%。

财政收入方面，在减税降费背景下，国家通过盘活国有资源资产等方式提高非税收收入，2019年1-11月一般公共预算收入同比增长3.8%，与1-10月持平。一方面考虑到新的减税降费政策的推出，另一方面降费降税政策对经济增长刺激作用带动税收增长，预计2020年1季度财政收入累计同比增长3.5%。

金融方面，在稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，降低社会融资成本总基调下，预计 2020 年 1 季度 M1、M2 和信贷规模增速或将保持平稳，分别增长 3.6%，8.0%和 12.1%。

四、物价变动特征与走势分析

价格水平和市场供需是动态互动关系，商品之间的相对价格调节相应行业之间供需与资源配置。以下本报告主要分析居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）及其分项的变动趋势，并结合经济运行特征预测物价走势。

1. 价格指数波动特征

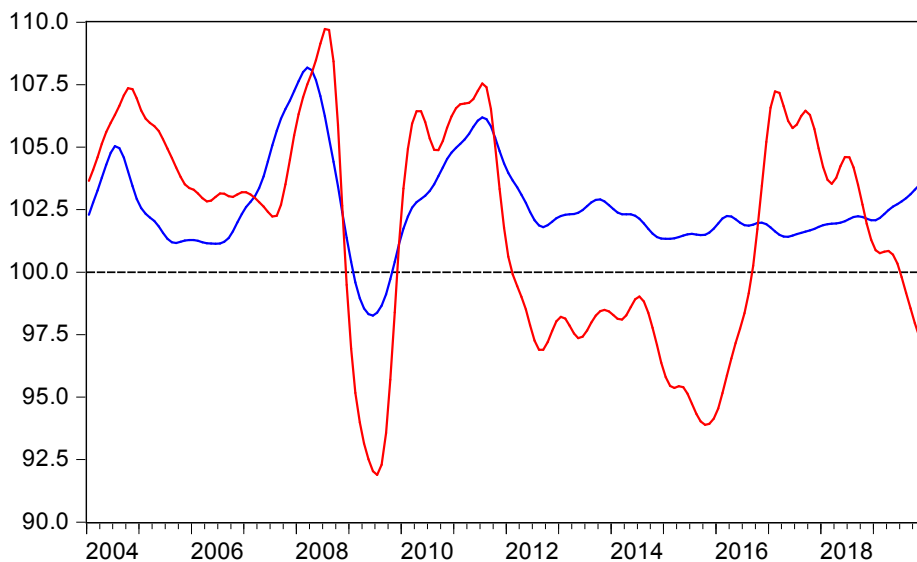


图 7 季节调整后 CPI（蓝线）和 PPI（红线）

2018 年全年 CPI 上涨 2.1%，涨幅适中，呈现先升后降的总体态势；在国际油价大幅波动背景下，PPI 波动幅度较大，全年上涨 3.5%，较 2017 年下滑 2.8 个百分点。

图 7 显示，剔除季节和不规则要素后，2019 年以来，CPI 已连续 11 个月攀升，由 1 月的 2.1% 上升至 11 月的 3.5%。PPI 方面，剔除季节和不规则要素后，工业生产者出厂价格指数自 2019 年 4 月到达局部高

位后，5月开始逐步回落，并于7月进入负增长通道。

此外，从2018年11月开始，PPI低于CPI，二者呈现负的剪刀差。近期，随着CPI的持续抬升，且PPI进入负增长通道，剪刀差有持续扩大的趋势。从数据规律上看，PPI和CPI的剪刀差与企业利润周期基本同步，因此PPI和CPI负剪刀差表明企业利润增长或将持续下滑，经济仍面临较大的下行压力。

2. CPI分项分析

从CPI篮子的构成看，食品类商品和非食品类商品价格波动会影响CPI的变动。图8显示，季节调整后的CPI、CPI食品分项和CPI非食品分项于2018年9月前后进入波动中枢分化阶段。CPI食品分项在此后的连续14个月内呈现出大幅上涨的态势，由2018年10月的2.1%攀升至2019年11月的15.0%。CPI非食品分项总体呈现出不断下滑的态势。2019年以来，季节调整后的同比增速由1月份的1.8%下降到11月份的0.9%。可以看出，CPI食品分项的大幅上涨拉动了整体CPI的上升，自2018年12月以来，CPI已连续12个月处于上升期。

本轮食品价格的快速上涨，主要是受畜肉价格上涨影响。2019年11月，畜肉类价格同比上涨74.5%，影响CPI上涨约3.27个百分点。其中，受非洲猪瘟和环保督察的影响，猪肉供应偏紧的局面仍未有实质性改善。猪肉价格11月同比上涨超过一倍，为110.2%，涨幅比上月扩大8.8个百分点。畜肉价格中的牛肉价格与羊肉价格11月也分别同比上升20.4%和16.1%，共同推动CPI持续位于高位。

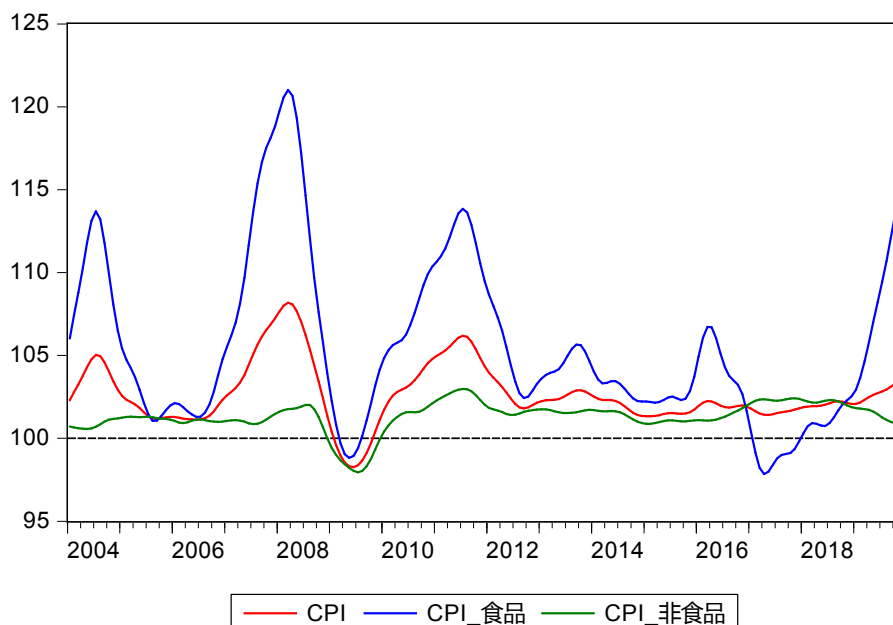


图 8 季节调整后 CPI 及其分项

3. PPI 分项分析

图 9 给出了经季节因素调整后的 PPI、PPI 生产资料分项和 PPI 生活资料分项的变动趋势。图 9 显示，2019 年以来 PPI 以及生产资料和生活资料分项 PPI 在经历短暂的上升期后，近期均出现了明显的下降，其中 PPI 生产资料分项降幅较大，由 2019 年 4 月的 0.8% 下降至 11 月的 -3.9%。PPI 生产资料分项的持续走低拉低了总体 PPI。

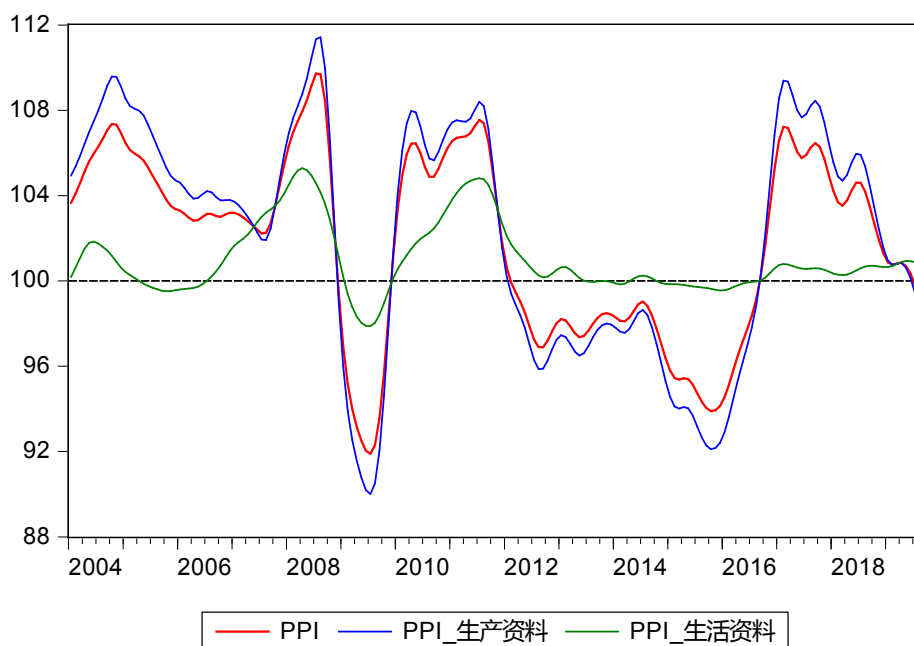


图 9 季节调整后 PPI 及其分项

4. 国际价格变动对我国价格的影响分析

随着经济全球化进程不断推进，我国深度参与国际分工，因此国际价格变动会间接影响我国国内生产资料价格，也就是国内 PPI 变动与国际价格具有联动性。以下本报告对国际价格与 PPI 的互动关系进行分析，进而对 PPI 的未来走势进行预判。

图 10 给出了经季节因素调整后的 PPI、CRB 综合指数同比增速和布伦特石油价格同比增速。图 10 显示，2016 年以前国际价格波动对 PPI 波动具有超前性，但是 2016 年以后 PPI 的波动与布伦特石油的波动趋势较为一致，不同的是 PPI 波动的振幅相对较小，说明国际价格变动对我国 PPI 的波动趋势有影响，也就是说国内价格对国际价格波动反应敏感性较高。

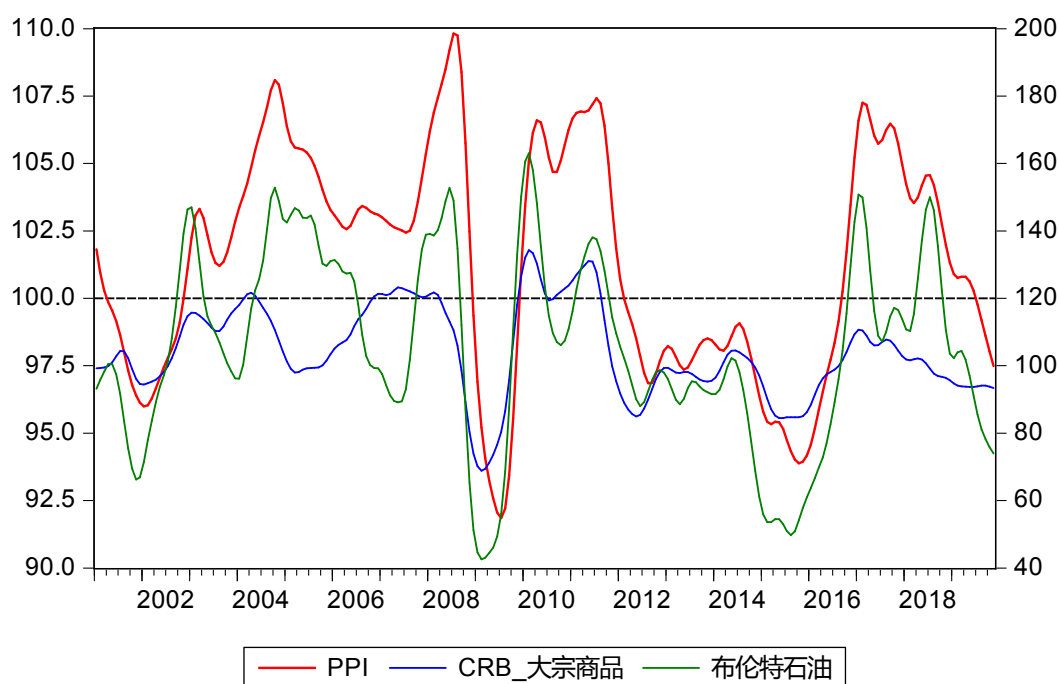


图 10 季节调整后 PPI（左轴），CRB 综合指数同比（右轴）
和布伦特石油价格同比（右轴）

从高频数据看，经过季节调整后，国际大宗商品价格在 2019 年 6 月-8 月虽然出现了一定的回升，但 9 月起国际大宗商品价格开始持续走

低，这反映全球大宗商品市场的低迷状态仍在持续。国际原油价格自2019年5月以来呈现出大幅下跌的态势，虽然近期下跌的幅度开始收窄，但下跌的趋势并没有出现根本性转变。总体来看，2020年1季度我国工业生产面临一定的输入性通缩压力。

5. 价格指数预测

考虑到前期猪肉价格处于历史高位以及春节因素的叠加影响，CPI仍将处于高位，预计2020年1季度CPI上涨3.5%左右。在PPI进入负增长通道以及输入性通缩压力加大的背景下，2020年1季度PPI或将继续下行，预计2020年1季度PPI为-2.0%左右。

(执笔人：王伟同，范晓非，王岩，周彬，高铁梅)

附录：

附表 1

中国宏观经济景气指标组

	指标名称	延迟月数	K-L 信息量	时差相关 系数
长 先 行 指 标	1. 固定资产新建投资额累计同比增速*	-12,-7	26.37	0.70
	2. 金融机构各项存款增速*	-11	7.43	0.58
	3. 货币和准货币(M2)增速*	-9	6.65	0.58
	4. 金融机构各项贷款增速*	-8	13.39	0.30
	5. 固定资产投资完成额累计同比增速*	-8,-7	12.13	0.77
	6. 固定资产投资_第二产业累计同比增速*	-7,-6	34.76	0.78
短 先 行 指 标	7. 货币供应量(M1)增速*	-5,-4	16.10	0.44
	8. 水泥产量增速	-4	7.16	0.84
	9. 生铁产量增速	-3	14.25	0.82
	10. 粗钢产量增速	-3	14.55	0.79
一 致 指 标	1. 工业增加值增速*	0	0	1.00
	2. 国家财政收入增速*	-1,-1	17.82	0.72
	3. 进口额增速*	-2	31.21	0.61
	4. 发电量增速	-1	3.27	0.87
	5. 工业企业营业收入累计增速*	2	5.29	0.94
滞 后 指 标	1. 原材料、燃料、动力购进价格	+4	9.81	0.65
	2. 工业品出厂价格指数	+4	6.46	0.57
	3. 社会消费品零售总额增速*	+5, +3	4.13	0.66
	4. 居民消费价格指数	+7, +6	5.09	0.49
	5. 出口商品价格总指数	+8	7.21	0.55
	6. 建筑材料类购进价格指数	+9	11.07	0.27
	7. 工业企业产成品增速*	+12	9.27	0.81

[注] 表中延迟月数有两个数时，前一个是 K-L 信息量的延迟月数，后一个是时差相关系数的延迟月数。表中计算出的 K-L 信息量扩大了 10000 倍。指标名称后加*时为指标平减后的实际值。样本期间为 1997 年 1 月-2019 年 11 月

附表 2 我国预警信号系统的构成指标及预警界限

	红 灯	黄 灯	绿 灯	浅蓝灯	蓝 灯
指 标 名 称	过热	趋热	正常	趋冷	过冷
1. 工业增加值增速*	← 15.0	13.0	6.0	2.0	→
2. 货币供应量(M1) 增速*	← 20.0	16.0	10.0	2.0	→
3. 金融机构各项贷款增速*	← 20.0	17.0	10.0	2.0	→
4. 固定资产投资增速*	← 26.0	18.0	4.5	2.0	→
5. 社会消费品零售总额增速*	← 17.0	15.0	8.0	2.0	→
6. 进口增速*	← 23.0	20.0	5.0	0.0	→
7. 出口增速*	← 24.0	20.0	5.0	0.0	→
8. 财政收入增速*	← 24.0	18.0	5.0	2.0	→
9. 居民消费价格增速	← 6.0	5.0	2.0	0.0	→
10. 工业营业收入累计同比增速*	← 25.0	18.0	4.0	2.0	→
11. 发电量增速	← 16.0	14.0	5.0	2.0	→
12. 房地产开发综合景气指数	← 105	103	97	94	→
综 合 指 数	← 85	65	35	15	→

[注] 表中除最后的指标外，预警界限值都是增长率，需加上“%”。指标名称标有“*”的指标是经过价格平减的实际增长率。

东北财经大学经济运行与财政政策研究基地主办。如有领导批示，烦请告知！

电话：0411-84713161 84710938 84713165（传真）

Email: wangweitong@dufe.edu.cn