

专题研究

2019年3月7日
(2019年第1期)

中诚信国际
宏观经济

稳增长不改防风险不减，多措并举 激活微观主体活力

—2019年政府工作报告点评

概述

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

相关报告：

开年宏观数据超预期，基本面仍需谨慎——1月宏观经济形势分析，2019年3月5日
政策动态求稳，经济下行不减——2018年宏观经济分析与2019年预测，2019年1月14日；

宏观经济继续走弱，新兴市场国家汇率波动施压人民币——7月宏观经济形势分析，2018年8月20日；

稳杠杆VS贸易战，中国经济何去何从？——2018年上半年宏观经济分析与预测，2018年7月23日

社零额增速创新低，消费真的这么差？——5月宏观经济形势分析，2018年6月27日

信用收缩加剧流动性风险，不同行业风险走势分化——从上市公司财务指标看宏观风险，2018年6月19日

生产需求走势分化，信用收缩风险抬升——4月宏观经济形势分析，2018年5月25日；

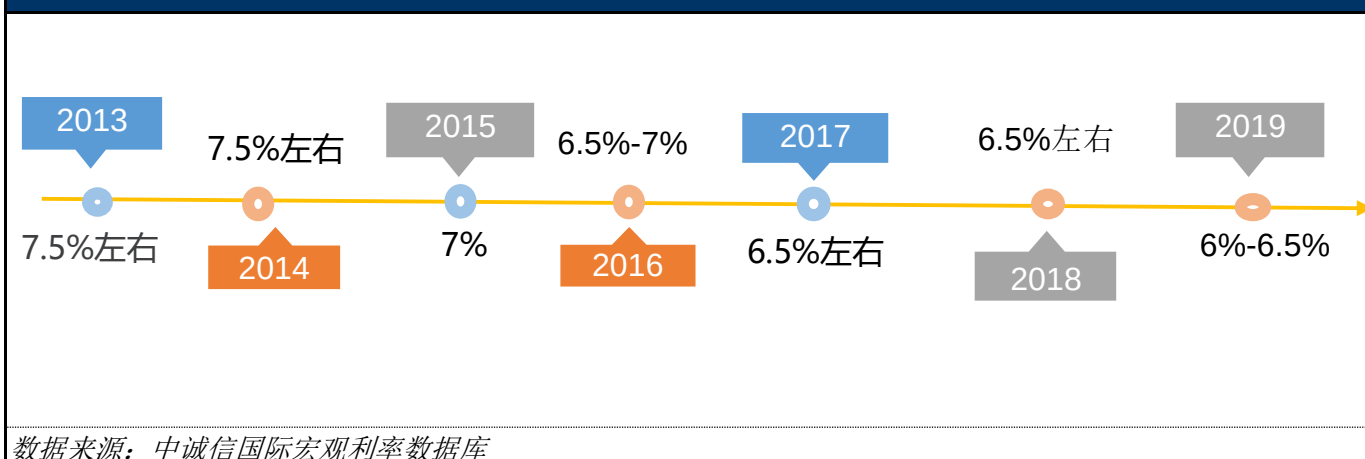
宏观数据如预期走弱，经济存下行隐忧——2018年一季度宏观经济形势分析与展望，2018年4月25日；

- ◇ **GDP 增长目标下调，但稳增长仍是宏观政策重要目标。**调低 GDP 增长目标基本符合预期，一方面符合当前内外需求放缓、经济下行压力较大的情况，另一方面继续显示政府对经济增速的容忍度提升。但是，增长目标下调并不意味着宏观政策放弃“稳增长”。政府工作报告首次将就业优先政策置于宏观政策层面，结构性就业矛盾凸显背景下，稳增长首要为保就业。在稳增长具体措施方面，消费升级、基建投资仍是扩大内需主要着力点，但受地方政府债务监管的约束，地方财力对于基建投资的支持力度仍然受到比较大的约束，基建投资回暖幅度或仍然较为有限，预计全年增幅或难以超过两位数。
- ◇ **再提“三大攻坚战”与“结构性去杠杆”，注重稳增长与防风险的平衡。**报告重申“继续打好三大攻坚战”、“坚持结构性去杠杆”，政策仍致力于寻求稳增长、防风险的平衡，受制于中国经济运行中的高杠杆约束，宏观政策大幅放松的可能性仍然较小。报告着重强调“要平衡好稳增长与防风险的关系”，表明政府在一定程度上吸取了前两年的经验教训，防风险的目的是为了长期、更好的发展经济，而绝不是为了防风险而防风险，加剧经济的波动。在此基调下，金融监管以稳为主，地方政府债务规范化进程持续，房地产调控着眼长远，“房住不炒”基调未改。
- ◇ **货币政策保持稳健，着力疏通货币信用传导机制，“宽信用”持续。**报告提出 M2 与社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，但考虑到 2019 年名义 GDP 增速或将继续回落，M2、社融增速或与名义 GDP 增速出现分化走势，但 M2、社融增速大幅回升的可能性依然较小。报告提出“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放”、“加大中小银行定向降准力度”，未来降准及下调政策利率仍有可能，但或主要以结构性操作为主。报告再次提出了一系列疏通货币信用传导机制的政策措施，助力“宽信用”。
- ◇ **预算内财政支出稳增长效力边际减弱，减税降费成财政政策主要发力点。**虽然赤字率和新增专项债额度均提高，但在经济下行压力加大叠加减税降费背景下，预算内财政收入、支出增速均放缓，预算内财政“稳增长”力度边际减弱，但是减税降费力度超预期，成财政政策发力重点。
- ◇ **对激活微观主体活力高度重视，多措并举改善民营企业经营环境。**一系列政策措施均指向“激发市场主体活力”：一方面，减税降费力度有所加大；另一方面，货币政策和金融监管着力缓解企业尤其是民营企业融资难融资贵问题。此外，简化审批，公正监管等等制度建设进一步推进。与此同时，在国企改革继续推进国有资本投资、运营公司改革试点、推进混合所有制改革同时，明确提出按照竞争中性原则，在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面，对各类所有制企业平等对待。

一、GDP 增长目标下调，但稳增长仍是宏观政策重要目标

GDP 增长目标下调，但“稳增长”依然是重要的宏观调控目标。两会政府工作报告提出的 2019 年国内生产总值预期目标为增长 6%-6.5%，继 2017 年、2018 年两年连续将 GDP 增长目标设定在 6.5% 之后，GDP 增长预期再次设定调控区间，并且增长目标下限有所调低。在内外需求均存在放缓压力的情况下，调低 GDP 增长目标基本符合预期，一方面符合当前内外需求放缓、经济压力较大的情况，另一方面，自新常态以来，政府对于经济增速的重视程度有所下降，对经济增速的容忍度逐渐提升，这也符合我国现阶段经济增长平台下移的现实和国情。但是，GDP 增长目标的下移并不表示在宏观政策层面放弃了“稳增长”的努力。虽然近期以来在 2018 年四季度以来一系列宏观稳增长措施出台，中美贸易谈判有所推进，市场预期有所好转，2019 年经济运行或将略好于预期，但内外需求放缓的压力依然存在，微观主体活力仍显不足，经济下行的压力依然存在，且当前我国仍处于结构转型的关键时期，保持较高的经济增长依然十分重要。在本次政府工作报告中，着重强调了“决不能让经济运行滑出合理区间”。为了确保稳增长效果的显现，政府工作报告提出稳健的货币要松紧适度、积极的财政政策要加力提效，此外还提出了扩大内需等一系列稳定经济增长的政策措施。

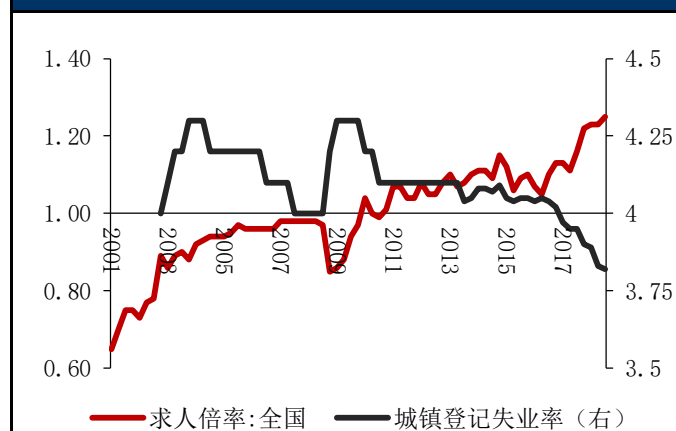
图 1：进入新常态以来历年“两会”设定的 GDP 增长目标



结构性就业矛盾凸显背景下，首次将就业优先政策置于宏观政策层面，稳增长首要为保就业。虽然报告提出，2019 年城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇登记失业率 4.5% 以内，就业相关指标预期目标与 2018 年预期保持一致，但从今年政府工作报告来看，稳就业的重要性明显提升。报告首次将就业优先政策置于宏观政策层面，提出就业优先政策要全面发力，“稳增长首要是为保就业”，而去年仅是在第九项重点工作“提高保障和改善民生水平”中提及“着力促进就业创业”。政府工作报告对就业工作的重视与 2019 年就业压力有所加大密切相关。虽然从调查失业率、求人倍率等指标来看，我国就业压力并不明显，但这与媒体频频报道裁员和求职者感受明显背离。这主要与我国的就业主要是“人岗不匹配”的结构性矛盾密切相关：一方面，随着新产业、新技术的发展，对劳动力的知识结构提出了新的要求，但现有的教育和培训难以满足新产业、新技术发展的需求；另一方面，当前我国劳动力市场的供不应求更多体现在低端产业劳动力的供应不足上，高校毕业生等就业压力依然

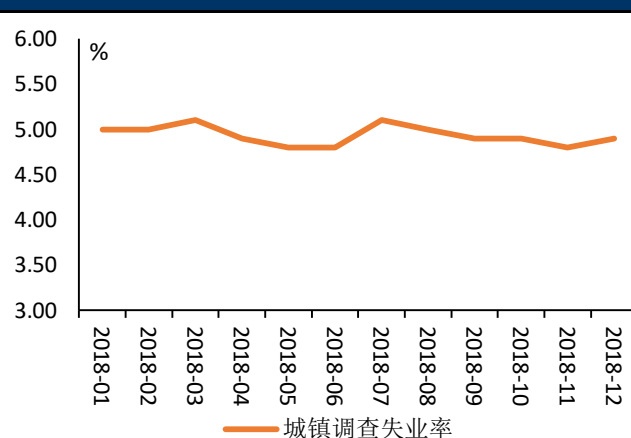
较大。预计 2019 年，在经济下行背景下，就业结构性矛盾将进一步凸显：从供给角度看，根据教育部的数据，2019 年应届毕业生人数高达 860 万，创历史新高，高校毕业生就业形势依然严峻；从需求角度看，外贸形势走弱背景下，出口相关产业链走弱，互联网行业在前几年的泡沫退散之后资本投资趋于谨慎，快速扩张势头有所放缓，民营经济发展仍面临多方面的压力，相应板块的走弱将对就业吸纳能力带来不利影响。在此背景下，宏观政策层高度重视稳就业，具有多方面的意义：一方面，居民收入增长与其就业质量密切相关，稳就业有利于稳定居民收入，进而稳定居民消费，提振内需稳增长；另一方面，在当前居民部门杠杆率较高的情况下，高负债家庭或个人失业有可能导致其资金链断裂的风险，从这个意义上来说，稳就业对于防风险同样有积极意义；此外，当前我国仍处于经济社会结构转型的关键时期，稳就业对于稳定市场预期、保持社会稳定同样具有重要的积极意义。

图 2：劳动力市场 2010 年左右迎来刘易斯拐点



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：城镇调查失业率基本平稳



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

消费升级、基建投资仍是扩大内需主要着力点，基建投资回暖虽可期但幅度仍有限。虽然中美贸易谈判持续推进，2019 年中美贸易摩擦或趋于缓和，这将对 2019 年全年的外贸形势形成支撑，但在全球复苏势头放缓、全球贸易走低的情况下，2019 年度外贸形势难以出现明显改善。在外部需求难有明显改善背景下，同时考虑到我国经济增长对外需依赖程度已较低，扩大内需无疑就成为稳增长的主要抓手。从政府工作报告来看，2019 年扩大内需的着力点主要有二：一方面，推动消费稳定增长，除了促进城乡居民增收，提高居民消费能力外，主要着力点在于满足居民消费升级需求，如大力发展养老特别是社区养老服务业、发展多种形式的婴幼儿照护服务、支持电商和快递发展，等等。另一方面，扩大有效投资，其中，基建投资依然是稳投资、稳增长的主力。报告提出，全年完成铁路投资 8000 亿元，较上年增加 680 亿元；公路水运投资 1.8 万亿元，与上年持平；中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元。但值得一提的是，政府工作报告提出的铁路投资等基建投资规模较去年有所提升，中央预算内投资安排资金也有所增加，这将对全年的基建投资增速形成支撑，但受地方政府债务监管的约束，地方财力对于基建投资的支持力度仍然受到比较大的约束，基建投资回暖幅度或仍然较为有限，预计全年增幅或难以超过两位数。

二、再提“三大攻坚战”与“结构性去杠杆”，注重稳增长与防风险的平衡

高杠杆压力背景下，再提“三大攻坚战”与结构性去杠杆，政策大幅放松可能性较小。自去年下半年尤其是 2018 年四季度以来，一系列“稳增长”措施持续发力，市场对再度加杠杆的预期有所升温。但近期以来，中央和监管部门多次重要会议密集表态防风险，2 月 20 日国务院常务会议李克强总理重申货币政策坚持稳健不搞“大水漫灌”，习近平总书记在习近平在中共中央政治局第十三次集体学习时强调防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务，“平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险”；2 月 25 日银保监会在坚决打好防范金融风险攻坚战新闻发布会上也表态，很多金融风险的隐患还没有完全消除，前期的化解金融风险措施和成果也需要进行巩固，防控金融风险仍是金融工作的重中之重。本次政府工作报告同样再度重申“继续打好三大攻坚战”、“坚持结构性去杠杆”。这一系列表态说明，在当前经济下行压力与高杠杆风险并存的情况下，政策仍致力于寻求稳增长、防风险的平衡，受制于中国经济运行中的高杠杆约束，监管政策相机抉择，大幅放松的可能性仍然较小。

强调“平衡好稳增长与防风险的关系”，“稳增长”与“防风险”辩证统一。本次政府工作报告着重强调了“要平衡好稳增长与防风险的关系”，长期积累的风险必须加以化解，但要“在发展中逐步化解，坚决避免发生系统性、区域性风险”，“防控风险要把握好节奏和乱丢，防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间”。与此同时，“也不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患”。2016 年下半年以来推行的防风险、去杠杆政策，带动了杠杆率增长边际放缓，非金融企业部门杠杆率连续两年回落，债务压力有所缓解，但政策的超调也带来了一些副作用：一方面，去杠杆政策尤其是贯穿 2017 年全年的金融去杠杆，一行三会等监管部门频出文件，监管持续趋严，导致市场利率快速上行，债券市场、股票市场等金融市场流动性受限，加剧了金融市场的波动；另一方面，去杠杆政策下，基建投资和房地产投资这两个最重要的经济增长引擎的融资约束明显收紧，实体经济融资压力也有所加大，经济下行压力有所显现；此外，严厉的去杠杆政策令 2018 年全年社会融资低位运行，在相当程度上阻塞了融资向实体经济的流动渠道，导致 2018 年信用风险事件明显攀升，尤其是民营企业信用风险持续爆发。政府工作报告关于防风险与稳增长关系的论述，表明政府在风险态度上有了微妙变化，在一定程度上吸取了前两年的经验教训，即防风险的目的是为了长期、更好的发展经济，而绝不是为了防风险而防风险，加剧经济的波动。稳增长、稳杠杆虽然有一定矛盾，但也存在有机统一的方面：一方面，稳定经济增长，避免经济增长失速导致风险尤其是债务风险加速暴露，杠杆率再次被动攀升，有助于稳定前期去杠杆的成果；另一方面，在稳增长同时继续打好三大攻坚战，在一定程度上可以避免为稳增长实施的刺激性经济措施力度过大，导致重回“债务-投资”驱动老路。

金融监管以稳为主，房地产调控着眼长远，“房住不炒”基调并未改变。出于稳杠杆的考虑，金融监管或将延续以稳为主的基调；与此同时，报告提出“规范地方政府举债融资机制”，对地方政府债务的监管仍将延续“开前门、堵后门”基调，同时出于防范“处置风险的风险”的考虑，报告还提出“鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题”，对地方政府债务的监管和处置仍将考虑以“稳”为主，对融资平台融资严监管基调虽然未改但政策出台或将对避免区域性风险超预期爆发有更多考虑；

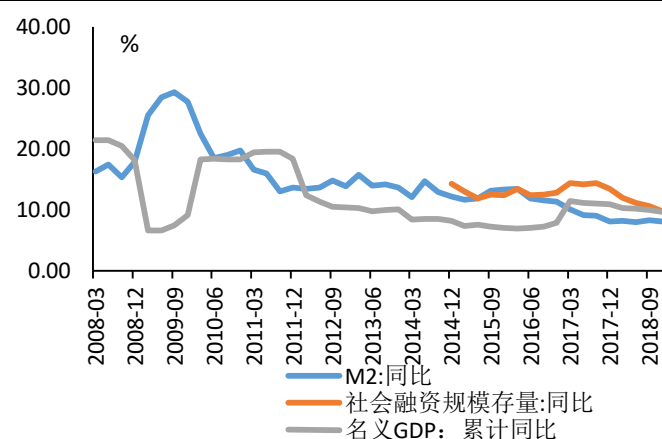
此外，房地产调控方面，虽然在报告中仅提到了“稳步推进房地产税立法”、“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”，并未提“房住不炒”基调，但考虑到当前房地产运行较为平稳，因此报告主要着眼点在于房地产调控的长远体制机制建设，但“房住不炒”的理念或并未改变，预计政府不会出台全国性的房地产放松政策，房地产调控仍是“一城一策”，但部分城市或出现调控政策边际放松可能，且房地产企业融资政策出于防止风险超预期爆发的考虑或将边际放松。

三、货币政策保持稳健，着力疏通货币信用传导机制，“宽信用”持续

M2 和社融增速或将出现小幅回升，未来仍有可能降准尤其是结构性降准。政府工作报告提出，稳健的货币政策要松紧适度，广义货币 M2 与社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。2017 年四季度以来社会融资存量同比走势与名义 GDP 增速逐渐趋于收敛，截至 2018 年底社会融资规模存量同比增速仅为 9.78%，仅较名义 GDP 同比增速高 0.09 个百分点，而 M2 同比增速自 2017 年以来持续低于名义 GDP 增速。M2 与社会融资规模增速的回落导致信用明显收缩，实体经济尤其是民营企业融资难问题凸显，信用风险加快释放。政府工作报告提出广义货币 M2 与社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，未来 M2 和社融增速或将出现小幅回升，但考虑到 2019 年在经济下行及通缩压力下，名义 GDP 增速或将继续回落，因此 M2、社融增速或将与名义 GDP 增速出现分化走势，但 M2、社融增速大幅回升的可能性依然较小，在一定程度上也回应了“不搞大水漫灌”的要求。不过，值得一提的是，报告明确提出“改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济”、“加大中小银行定向降准力度”，未来降准及下调政策利率仍有可能，但或主要以结构性操作为主，定向加大对小微企业和民营企业的支持力度。

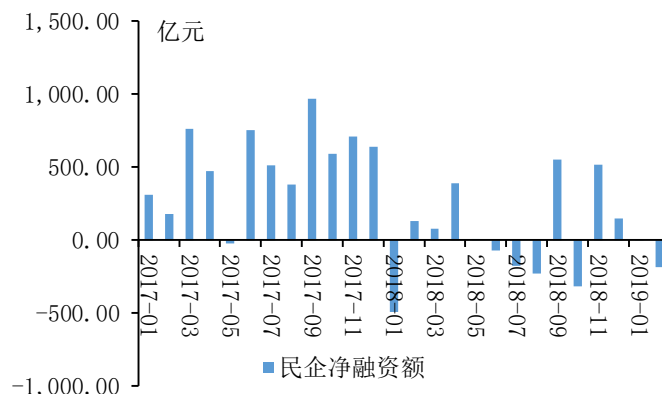
货币政策及金融监管主要着力点仍在于“宽信用”，聚焦民营企业和小微企业融资难。1 月份，新增社融超预期，表外由负转正，表内创单月历史新高，宽信用效果有所显现。但是，1 月份新增社融的回升在一定程度上季节性因素的影响，同时考虑到民营企业融资难等结构性问题依然存在，1-2 月份民营企业债券融资额持续低位运行，货币信用传导不畅的问题依然存在。在本次政府工作报告中，再次提出了一系列疏通货币信用传导机制的政策措施，“宽信用”仍是货币政策及金融监管的主要着力点之一。报告明确提出，“灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营企业和小微企业融资难融资贵问题”、“加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款”、“支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力、鼓励增加制造业中长期贷款”、“完善金融机构内部考核机制，激励加强普惠金融服务，切实是中小微企业融资紧张状况有明显改善”。此外，报告还明确定量指标“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上”，2019 年货币信贷传导效果可能会超过 2018 年。

图 4：2018 年社融与名义 GDP 同比走势趋于收敛



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 5：民企债券融资额仍低位运行

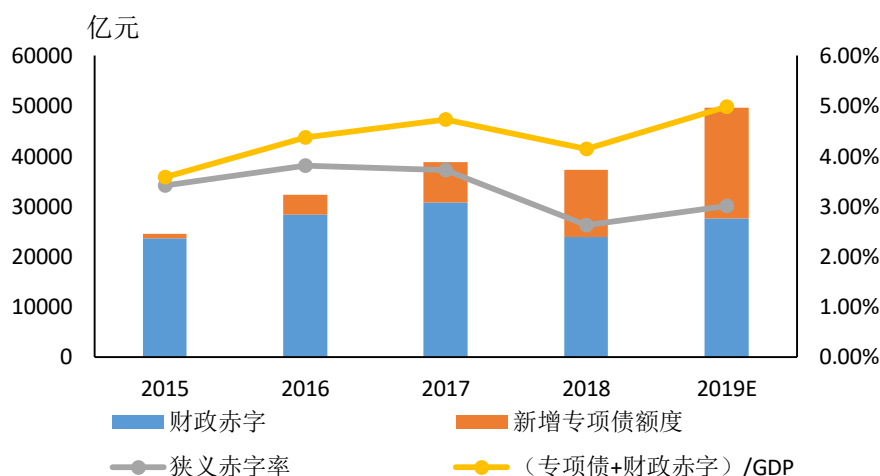


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

四、预算内财政支出稳增长效力边际减弱，减税降费成财政政策主要发力点

狭义及广义的赤字率均有所提高，但预算内财政支出稳增长的效力实际上边际减弱。此次政府工作报告中，财政赤字率目标为 2.8%，比去年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元，较上年预期目标和实际发生的赤字高出 3800 亿元，其中，中央财政赤字 1.83 万亿元，地方财政赤字 9300 亿元。在财政赤字目标提高的同时，新增专项债额度也有所提升，新增专项债额度达到 21500 亿元，较上年同期增加 8000 亿元，与我们此前预期基本一致。将专项债额度考虑在内后，2019 年更为广义的赤字率【(财政赤字+专项债额度)/GDP】达到 4.98%，较 2018 年提升了 0.84 个百分点，财政积极力度有所加大。但值得一提的是，虽然无论是狭义还是广义的赤字率均有所提升，但在经济下行压力加大的背景下，同时考虑到减税降费给财政收入增长带来的压力，今年财政收入目标增速有所下调，从 2018 年的 6.1% 下调到 5%，相应地，财政支出增速目标也从上年的 8.7% 下调至 6.5%，预算内财政支出稳增长的效力实际上是边际减弱的。

图 1：考虑新增专项债后的赤字率接近 5%



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

减税降费力度超预期，成财政政策发力重点。在预算内财政“稳增长”作用受限的背景下，今年财政刺激力度更多体现在减税降费。在本次政府工作报告中，提出了多个类目的减税降费措施：将制造业增值税从 16% 下调至 13%，建筑和运输业增值税从 10% 下调至 9%。除了降低增值税之外，还将调降企业缴纳的社保费率，从 19% 下调至 16%。除此之外，清理电价附加收费，工业上平均电价降低 10%，降低过路过桥费用，取消或降低一批铁路、港口收费。按照政府工作报告的提法，减税降费的规模达到 2 亿元，高于去年（2018 年目标是为企业和个人减税 8000 多亿元，减轻非税负担 3000 多亿元）。虽然部分费用的下降并非直接与财政收入相关，但降费的过程中政府或需要提供一定补贴，降费之后政府支出责任或将加大，因此间接来看，一系列减税降费政策的实施，仍属于财政“稳增长”的重要举措。虽然短期来看，减税降费有可能导致政府收入减少，财政支出压力加大，但减税降费政策的实施有利于实现居民部门、企业部门的收入，增强微观主体消费与投资动力，从而增强经济活力，有助于稳定经济增长。

表 1：政府工作报告提出的减税降费政策

要点	主要内容
实施更大规模减税	深将制造业等行业先行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等韩各样先行 16% 的税率降至 9%，保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进
明显降低企业社保缴费负担	下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%
降低涉企收费	一般工商业平均电价再降低 10%；推动降低过路过桥费用；取消或降低一批铁路、港口收费

五、对激活微观主体活力高度重视，多措并举改善民营企业经营环境

提高市场主体活力是稳增长重要的微观基础。尤其是在当前居民部门杠杆率持续攀升、地方政府隐性债务风险突出、国有企业高负债压力下面临去杠杆硬约束的背景下，激活微观主体活力，稳定就业、稳定预期，关键在于激活民营企业的活力。当前我国民营企业近 2500 万户，其对经济社会发展具有重要的贡献和作用可以概括为“56789”：“5”就是民营企业对国家的税收贡献超过 50%；“6”就是国内

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_13862

