

不一样的 2019，不一样的“两会”

——“两会”前瞻专题报告

宏观专题报告

2019年03月04日

报告摘要：

年年开两会，年年有不同。2019年具有很多不一样的特点，这决定了2019年两会有着不一样的关注点。

● 今年两会关注的核心问题：

- 一是如何克服经济下行压力？当前，中国经济上行因素和下行因素正在激烈博弈，内生动能尚未企稳，仍需要政策小心呵护。
- 二是如何实现高质量发展？实现高质量发展，需要实现更高质量的供给和更高质量的需求，具体包括从低端制造向高端制造转型、从工业化向服务化转型、从投资主导向消费主导转型、从外需依赖向内需驱动转型，等等。
- 三是如何推进新阶段下的供给侧结构性改革？“三去一降一补”已经取得阶段性成效，供给侧结构性改革进入新阶段，金融供给侧改革成为新的重要方向。
- 四是如何继续打好三大攻坚战？

● 地方两会释放的重要信号：

- 一是进一步下调经济增长目标。地方政府对GDP增速下降的容忍度有所提高，更加关注增长质量和效益。
- 二是进一步深化改革激发活力。可能会在改革路上迈出更大的步子，通过改革激发经济活力。
- 三是全方位支持民营企业发展。11个省份提出针对民营企业的支持政策，为民营企业创造良好的营商环境。

● 全国两会提供的解决方案预判：

- 货币政策：继续稳健，进一步宽信用。** 贷款利率有望进一步下降，没有必要实施QE。宽信用还将进一步出台新的措施，看点在于表外。
- 财政政策：加力提效，做好多重平衡。** 减税降费不能突破“税收中性”和“债务可持续性”两条红线，增值税“三档并两档”难以一蹴而就。
- 结构性改革：加码发力，向改革要活力。** 看点包括实现外资政策体系法制化、进一步深化农村土地制度改革、“混改”和“管资本”是下一步国企改革两个重点方向、大力培育发展国内市场等。
- 房地产调控：因城施策，中央层面难松。** 地方层面调控可能会有进一步边际放松，但中央层面难松。

● 资本市场展望：

拥抱春天，还须防春寒料峭。金融供给侧结构性改革启动和科创板推出，中长期内资本市场发展进入美好时代。但短期内风险因素仍存，对于股市而言，春天里也要注意防范春寒料峭。

● 风险提示：

国际政治经济环境变幻、中国政策推进不及预期、宽信用和经济企稳晚于预期等。

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

相关研究

目录

1、两会关注的核心问题	3
(一) 如何克服经济下行压力?	3
(二) 如何实现高质量发展?	4
(三) 如何推进新阶段下的供给侧结构性改革?	4
(四) 如何继续打好三大攻坚战?	5
2、地方两会释放的重要信号	5
(一) 信号一: 进一步下调经济增长目标	5
(二) 信号二: 进一步深化改革激发活力	6
(三) 信号三: 全方位支持民营企业发展	7
3、全国两会提供的解决方案预判	7
(一) 货币政策: 继续稳健, 进一步宽信用	7
(二) 财政政策: 加力提效, 做好多重平衡	8
(三) 结构性改革: 加码发力, 向改革要活力	8
(四) 房地产调控: 因城施策, 中央层面难松	9
4、资本市场展望: 拥抱春天, 还须防春寒料峭	9
风险提示	10

走过一蓑烟雨，且待柳暗花明。经历了复杂严峻的2018年，时光流转到2019年，这一年是新中国成立70周年，是全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标的关键之年。与往年相比，2019年具有很多不一样的特点，这决定了2019年“两会”有着不一样的关注点。

1、两会关注的核心问题

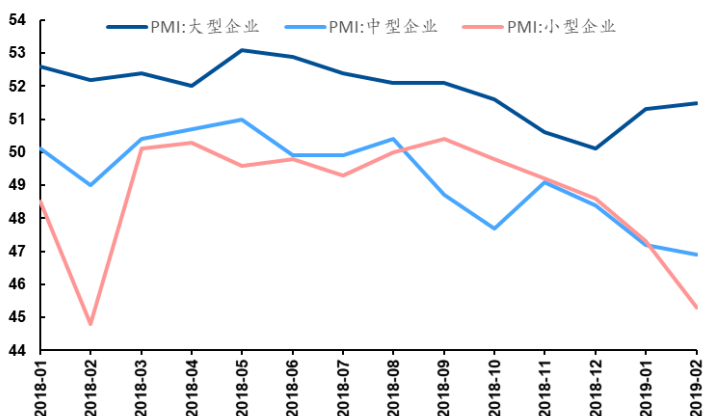
(一) 如何克服经济下行压力？

克服经济下行压力，保持经济运行在合理区间，这是2019年与上年的重要区别所在。

受益于供给侧去产能改革的成功实施和全球经济同步复苏，2017年中国经济实现了美好而短暂的企稳回升。但2018年以来，在严控金融风险、表外融资快速收缩、房地产市场严格调控、贸易保护主义肆虐、全球大宗商品价格大起大落等一系列因素影响下，中国经济下行压力再次加大，季度GDP增速不断下行。2018年第四季度，GDP增速跌至6.5%下方，仅录得6.4%，持平金融危机以来最低值。

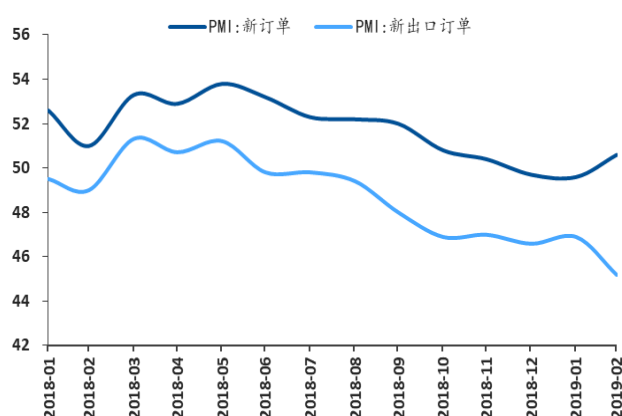
最新数据显示，当前经济下行压力仍大，经济还不到企稳的时候。2019年以来，A股录得开门红，涨势牛冠全球。受此影响，一些市场分析人士对中国经济的预期也快速转变，乐观者甚至喊出经济已于2018年四季度触底的判断。但2月份官方制造业PMI不及预期，且创下2016年3月以来新低，尤为重要的是，反映出当前中国经济出现三大分化：一是大型制造业企业和中小型制造业企业景气分化，前者好转，后者恶化（图1）；二是内需和外需分化，前者好转，后者恶化（图2）；三是非制造业和制造业分化，前者处于扩张区间，后者处于收缩区间。这表明，经济上行因素和下行因素正在激烈博弈，内生动能尚未企稳，中国经济仍需要政策小心呵护。

图1：大型制造业企业和中小型企业景气分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：内需和外需分化



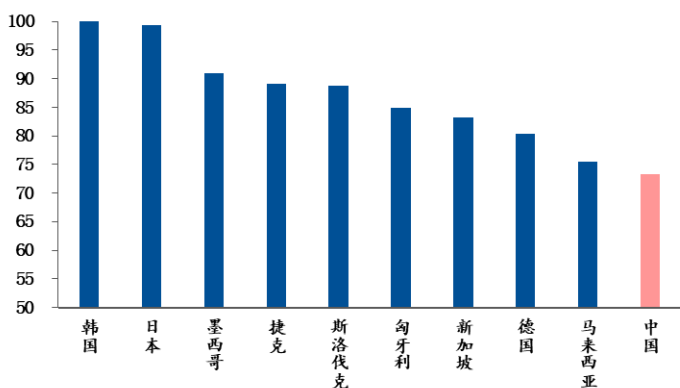
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）如何实现高质量发展？

2019年两会将继续坚持高质量发展的要求。党的十九大作出了“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”的重要判断。实现高质量发展，必须坚持质量第一、效益优先，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力。2018年两会已经提出，要按照高质量发展的要求，统筹开展各项工作。毫无疑问，2019年两会仍将坚持这一要求。

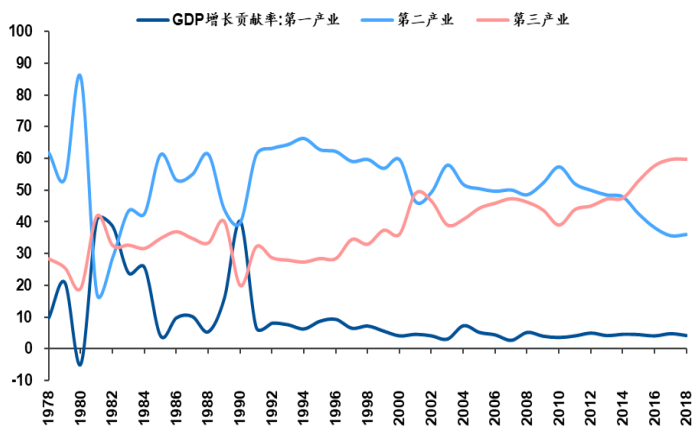
实现高质量发展，也是中国经济转型的必然要求。国际金融危机爆发后，中国经济以“高杠杆、高投资、高出口”等为特征的传统增长方式已不能持续下去，中国经济面临实现转型的历史使命。2018年以来，贸易保护主义和新一轮技术封锁阴云笼罩，更是加剧了中国经济转型的迫切性。中国经济成功转型，需要实现更高质量的供给和更高质量的需求。具体来说，实现更高质量的供给，包括从低端制造向高端制造转型（图3）、从工业化向服务化转型（图4）；实现更高质量的需求，需要从投资主导向消费主导转型、从外需依赖向内需驱动转型，等等。

图 3：我国制造业出口复杂度仍低于韩、日、德



资料来源：UNCTAD, World Bank, 民生证券研究院

图 4：第三产业对经济增长贡献已高于第二产业

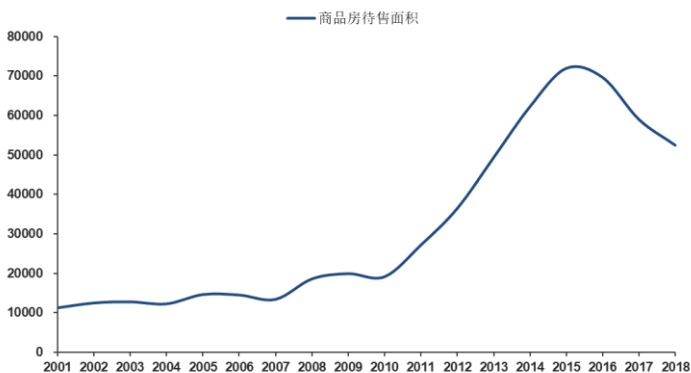


资料来源：Wind, 民生证券研究院

（三）如何推进新阶段下的供给侧结构性改革？

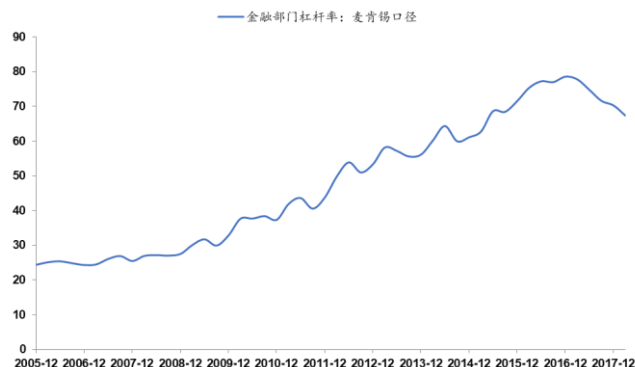
“三去一降一补”取得阶段性成效。2018年统计公报显示，全国工业产能利用率为76.5%，与上年比基本平稳。其中，煤炭开采和洗选业产能利用率为70.6%，比上年提高2.4个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率为78.0%，提高2.2个百分点。年末商品房待售面积52414万平方米，比上年末减少6510万平方米（图5）。年末规模以上工业企业资产负债率为56.5%，比上年末下降0.5个百分点。全年规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为83.88元，比上年下降0.20元。宏观杠杆率趋于稳定，2018年末按照麦肯锡算法计算的金融杠杆率较上年末回落近10个百分点（图6）。

图 5：房地产去库存取得明显成效



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：金融去杠杆也取得明显成效



资料来源：Wind，民生证券研究院

供给侧结构性改革进入新阶段，金融供给侧改革成为新的重要方向。在深刻总结过去三年供给侧改革得失的基础上，2018 年底中央经济工作会议作出判断，认为我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的，必须坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫。这标志着，供给侧结构性改革进入了新阶段。2 月 22 日，习近平在中共中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。对于 2019 年两会而言，如何部署新阶段下的供给侧改革，尤其是金融供给侧改革将是一大看点所在。

（四）如何继续打好三大攻坚战？

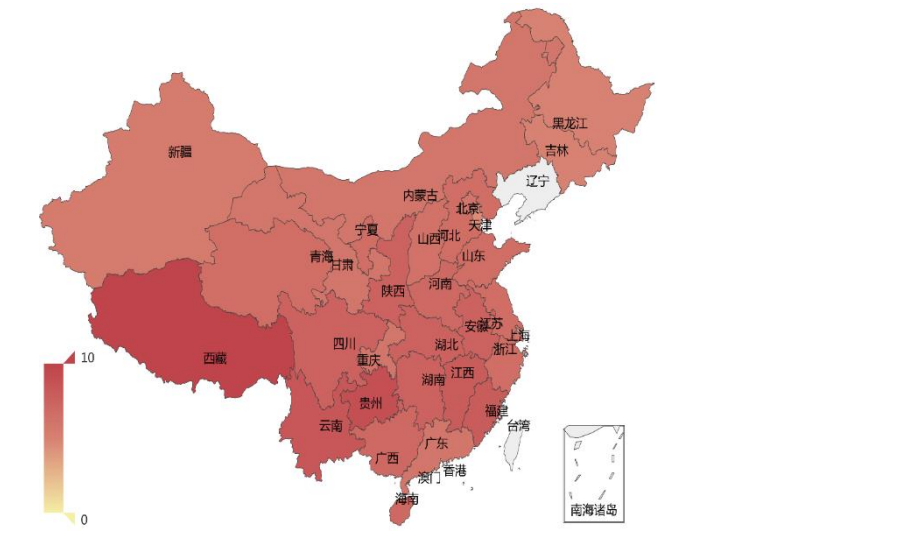
打好“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战，是党的十九大作出的重要部署，也是决胜全面建成小康社会的重要抓手。2019 年，作为全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标的关键之年，打好三大攻坚战是当仁不让的使命。2 月 22 日，中央政治局召开会议，讨论政府工作报告，会议强调，继续打好三大攻坚战，为全面建成小康社会收官打下决定性基础。央行、银保监会等相关部门均已表示，坚决打好三大攻坚战。无疑，这也是 2019 年两会的一个重要看点。

2、地方两会释放的重要信号

（一）信号一：进一步下调经济增长目标

地方政府对 GDP 增速下降的容忍度有所提高，更加关注增长质量和效益。全国 31 个省份中有 16 个省份未能达成 2018 年度的经济增长目标，其中过去严重依赖固定资产投资的重庆和天津 2019 年实际 GDP 增速低于目标值 2.5% 和 1.5%，而吉林、天津、海南、内蒙古等四省低于目标值超过 1%。21 个省份下调目标 GDP 增速，下调幅度在 0~0.5% 之间，14 个省份设定目标区间，仅有海南和湖北两省小幅上调 2019 年度目标 GDP 增速（图 7）。此外，从固定资产投资来看，2018 年实际完成的固定资产投资不容乐观，多地未设定 2019 年增长目标。总体而言，这届地方政府在面临经济下行压力增大时，对 GDP 增速下降的容忍度有所提高，单一的经济增长指标的重要性正在下降。

图 7：2019 年全国 31 省区市的目标 GDP 增速：地区分化明显



资料来源：各省级人民政府工作报告，民生证券研究院

（二）信号二：进一步深化改革激发活力

向改革要活力，2019 年地方政府全面深化改革火力全开。党的十八届三中全会提出全面深化改革的总目标，描绘 60 个方面、336 项具体措施的改革蓝图。2019 年省级地方政府两会，多省提出重点领域改革任务，涵盖国有企业改革、财税金融体制改革等方面。19 个省份明确提出国企改革目标，包括推进混合所有制改革、优化调整国有资本布局等目标，此外辽宁、吉林、内蒙古、山西等省份还根据自身历史遗留问题提出解决国有企业厂办大集体等目标。12 个省份提出财税金融体制改革，着力于解决省以下分领域财政事权和支出责任划分等问题。此外，部分省份针对本地区发展特点提出其他改革要点，四川提出电力体制改革、福建推出社会保障制度改革、黑龙江提出深化供销社综合改革等。面对经济下行压力，从地方到中央可能会在改革路上迈出更大的步子，通过改革激发经济活力。

(三) 信号三：全方位支持民营企业发展

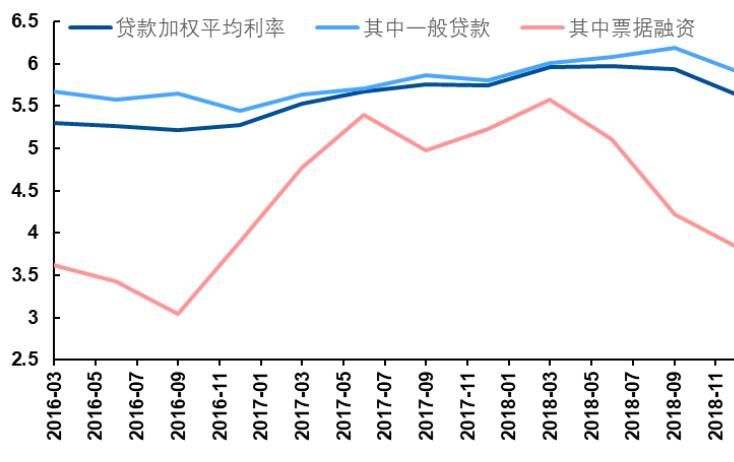
多举措全方位支持民营企业发展，各地各显神通。改革开放40年以来，民营企业逐渐成为我国国民经济的重要组成部分，已经发展成为社会主义市场经济最活跃的组成部分，但长期以来民营企业发展环境不尽友好。在习近平总书记2018年11月召开民营企业座谈会后，诸多利好民企的政策相继出台，在本届省级地方两会中，有11个省份提出针对民营企业的支持政策，包括设立企业纾困发展基金、流动性风险防控基金，为民营企业提供贷款政府担保，在市场准入、审批许可、招投标等方面一视同仁、公平竞争等政策，此外北京、安徽和云南等省份明确提出解决政府部门和国有企业拖欠民营企业账款问题，为民营企业创造良好的营商环境。

3、全国两会提供的解决方案预判

(一) 货币政策：继续稳健，进一步宽信用

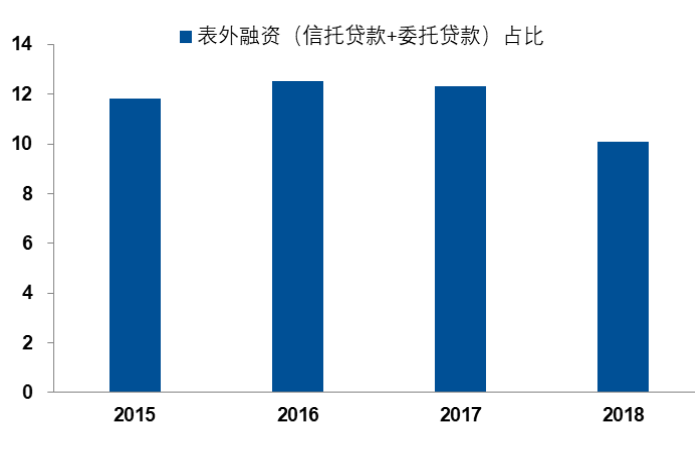
货币政策保持稳健，贷款利率有望进一步下降，没有必要实施QE。我们预计2019年全年有150-200bp的降准空间；随着美联储加息节奏放缓，公开市场利率也有下调可能；但下调存贷款基准利率无助于改善传导机制、推进利率“两轨合一轨”、解决民企和小微融资难融资贵问题等，预计不会成为政策选项。在前期一系列放松措施下，货币条件过紧的风险已经消除，2018年四季度贷款加权平均利率已明显下降（图8），考虑到票据融资利率的领先意义，预计2019年贷款加权平均利率还将进一步下降。需要谨防的是大水漫灌的风险，考虑到我国金融体系以银行为主，而美国等发达经济体以金融市场为主，国情存在显著不同，效仿美国搞量化宽松是完全没有必要的。

图8：贷款加权平均利率有望进一步下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：表外融资也是社会融资规模的重要组成部分



资料来源：Wind，民生证券研究院

宽信用还将进一步出台新的措施，看点在于表外。当前我国经济面临的主要是下行压力较大的问题，仍需要有针对性地进行逆周期调节。目前针对企业发债和银行放贷已出台了不少宽信用措施，但信托贷款、委托贷款等非标和表外融资也是社会融资规模的重要组成部分，也在支持实体经济上发挥着不可替代的作用（图9），预计下一步针对非标和表外融资将出台促进其合理发展的新措施。从2018年开始，政府工作报告不再设置M2和社会融资规模增速的具体目标，实际中，考虑到M2和社融增速应与名义GDP增速大体匹配，预计2019年M2增速将达8.5%以上，社融增量将达20万亿左右。

（二）财政政策：加力提效，做好多重平衡

解决供给侧结构性问题，财政政策具有天然优势。2018年底召开的中央经济工作会议作出重要判断，我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的，而不是需求侧周期性的。货币政策作为总量工具，在解决需求侧周期性问题上具有天然优势，而财政政策兼具结构性工具特征，在解决供给侧结构性问题上具有天然优势。在当前货币政策已经充分发力、经济下行压力仍大的情况下，财政政策加力提效是必然要求，也是合理选择，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模是确定无疑的。

但要注意，减税降费不能突破两条红线——税收中性和债务可持续性。市场对于增值税“三档并两档”具有较高期待，有预期是在2019年完成此项工作。在减税背景下，“三档并两档”只有两种操作方式，一种是中间档向最低档并档，一种是最高档向中间档并档。而这两种方式分别存在不同问题，前者的问题是，并档后保留最高档和最低档，两档之间级距相差较大，经济资源将从高税率行业流向低税率行业，税收取代市场发挥了调节资源配置的作用，违背了税收中性原则；后者的问题是，最高档（制造业）是我国增值税的主体，在全部增值税中占比六成左右，最高档向中间档并档将使我国财政收入锐减、财政赤字骤增，违背了债务可持续性原则。统筹考虑税收中性和债务可持续性，我们预计财政赤字率控制在3%左右，增值税税率下调和个人所得税减免成为减税降费主要抓手，但“三档并两档”难以一蹴而就，未纳入赤字的地方政府专项债成为积极财政重要发力点，规模或达2-2.5万亿。

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_13878

