

研究报告

2015 年第 37 期

2015.03.20

城市金融研究所所长:

周月秋

国内宏观经济研究团队:

樊志刚、赵幼力、

王小娥、杨荥、李露

执笔: 王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

增速下调不表颓势 两会举措值得期待

——2015 年 3 月国内经济金融市场走势述评

要点

- 今年前两个月,我国主要经济数据纷纷下跌,创出历史新低,可以看出,我国经济仍在延续 2012 年以来的持续回落态势,且下行压力有进一步加大的势头。但与此同时,“新的市场主体、新的业态、新的动力正在孕育和累积。”一旦这些“三新”不断加速累积到一定程度,中国经济一定会进入一个新的增长阶段。
- 2015 年 2 月,银行表内外融资成为社会融资的绝对主力,广义货币(M2)同比增速较 1 月明显上升,新增存款结构变化较大,非金融企业存款减少的同时,住户存款出现增加。
- 2015 年两会上,经济社会发展预期目标彰显政府稳增长调结构决心;各领域改革全方位推进,尤其财政金融领域力啃“硬骨头”,今年计划全面完成“营业税改增值税”改革,多渠道疏解地方政府平台债务化解财政金融风险,存款保险制度上半年可能出台,利率市场化有可能在全面放开;民营银行发展设立不设限额。

重要声明:本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料,但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见,不构成对阅读者的任何投资建议。本报告(含标识和宣传语)的版权为中国工商银行城市金融研究所所有,仅供内部参阅,未经作者书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

增速下调不表颓势 两会举措值得期待

——2015 年 3 月国内经济金融市场走势述评

一、当前我国经济金融领域形势动态

（一）主要经济数据跌创新低，但增长新动力正在蓄势待发

今年前两个月，我国规模以上工业增加值同比增长 6.8%，比去年同期回落 1.8 个百分点，创出近六年来的新低；固定资产投资（不含农户）同比增长 13.9%，比上年同期回落 4 个百分点，创出近 15 年来的新低；社会消费品零售总额同比增长 10.7%，创出近 11 年的新低。可以看出，我国经济仍在延续 2012 年以来的持续回落态势，且下行压力有进一步加大的势头。

从细项数据来看，当前经济下行压力主要表现在制造业疲弱和房地产行业的调整。一是从工业增加值分行业数据来看，制造业尤其传统过剩制造业增加值增速下降明显。工业三大门类中，制造业是带动工业增加值疲弱的主要因素。制造业前两月同比增长 7.5%，比上年同期大幅下降 2.3 个百分点，而电力、燃气及水的生产和供应业同比增速保持去年 8 月份以来的改善趋势，采矿业同比增速也延续去年 12 月以来的改善势头。从制造业内部来看，高技术产业和装备制造业增长较快，传统过剩行业表现不佳。二是从投资的三大构成来看，制造业投资增速大幅下滑，房地产投资增速小幅下行，基建投资则略有上升。前两月，制造业投资同比增长 10.6%，较去年同期下降 4.5 个百分点。制造业投资增速的下滑反映了国内需求的低迷以及产能过剩对企业经营的影响，包括企业融资难度及压力较大。房地产投资增速尽管仅略有下行，但商品房销售面积与销售额同比分别下降 16.3% 和 15.8%，新开工面积也大幅下滑至 -17.7%，降幅都在去年基础上继续扩大，反映房地产市场在地产商去库存的制约下依旧低迷，考虑到销售向投资传导存在 3-6 个月时滞，房地产投资二季度可能仍难以触底回升。在制造业、房地产投资增速下行的情况下，前两月基建投资同比增长 20.8%，较去年同期提高 2 个百分点。基建投资稳中有升表明为了对冲经济下行压力，政府加大基建项目审批、投资力度。



我们认为，当前中国经济正处于由高速增长转向中高速增长，从旧常态转入新常态时期，加上中国经济规模明显增大，即使增速有所放缓，对应的增量仍然很大，因此，观察当前经济数据，必须要按照新常态下的新环境来判断，不能按照传统思维来判断，也就是说，当前宏观指标增速的大幅下滑不完全等同于经济形势非常糟糕。而且，从一些较为微观的指标可以看出经济增长新动力正在蓄势待发。今年前两个月，全国网上商品和服务零售额同比增长 44.6%，其中网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重达到 8.3%，同比增长 47.4%，增速比社会消费品零售总额快 36.7 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长近 3 个百分点；2 月份全国旅游收入比去年同期增长 10%；全国电影票房收入同比增长 25.4%，单月票房收入首次超过美国。服务业生产指数同比增长 7.4%，比同期规模以上工业增加值增速快 0.6 个百分点；服务业用电量同比增长 8.1%，增速比第二产业用电量快 6.6 个百分点。“新的市场主体、新的业态、新的动力正在孕育和累积。”一旦这些“三新”不断加速累积到一定程度，中国经济一定会进入一个新的增长阶段。

去年四季度以来，在货币政策方面，央行接连采取了降息、降准、再降息的措施来增强市场流动性；财政政策方面，国务院继续加大对小微企业的减税降费力度，并推进包括重大水利工程在内的公共设施建设，加快项目审批和资金下达。这样的精准发力、定向施策，抓住了经济发展的关键领域和薄弱环节，为驾驭宏观经济全局赢得主动，产生了“四两拨千斤”的效果。这在前两个月的经济数据中也有体现。出口额同比增速比上年全年加快近 9 个百分点；就业、物价等数据也均保持稳定。展望未来，预计未来货币政策仍将坚持中性稳健。若房地产市场企稳，出口回升明朗，则再次降息的可能性较小；若二季度经济持续疲弱，甚至恶化，则降息时间窗口将出现在 4 月份。在外汇占款持续低迷、资本流出较大的情况下，上半年还可能有 1-2 次降准。但若存贷比监管取消，会在一定程度上对降准形成替代，连续、大幅降准的可能性不高。

（二）新增贷款增速较快，居民和企业存款走势迥异

2015 年 2 月，人民币新增贷款增速较快推动银行表内外融资成为社会融资的绝对主力。2 月当月新增社会融资 1.35 万亿元，其中，人民币贷款新增 1.14 万亿元，占社融规模的 84.4%，委托贷款占比 9.6%，二者合计规模占社会融资总规模的比例达到 94.0%。前期货币政策、刺激政策、监管政策效果逐步显现是形成这一态势的重要原因。第一，稳增长政策逐步实施，一系列重大项目加快推进是带动信贷增长的主要原因；第二，下调存款准备金和降低存贷款基准利率对信贷供需关系的刺激作用也正在逐步显现；第三，随着监管政策强化，表外融资转表内的趋势明显。表现在信托贷款以及银行承兑汇票出现了明显回落。从积极的角度来看，当前信贷对实体经济的支持作用较强，由于贷款利率相对民间融资等“影子银行”的融资成本低，有利于缓解企业融资成本压力。但间接融资比重持续加大，社会金融杠杆面临进一步上升压力，不利于缓释金融系统性风险。

不过，值得关注的是，2 月社融余额同比增速仍较 2014 年年末有所下降。1、2 月共计新增社会融资约 3.4 万亿，同比仍少增 1392 亿元，社会融资余额增速依然较低。可能是由于在规范非标业务后，尽管银行信贷有所增加，但一些以前主要依靠信托贷款等非标融资方式筹资的企业或项目仍难以通过银行贷款渠道筹到资金。

广义货币（M2）同比增速较 1 月明显上升，新增存款结构变化较大。2 月广义货币余额同比增速为 12.5%，较 1 月末明显提升。在货币形成的角度，虽然外源性外汇占款下降，但在春节前，央行通过各类政策工具组合向金融系统投入了较充裕的基础货币，特别是流通中的货币（M0）当月新增规模达 9856 亿元。同时，存款准备金率普遍下调、定向宽松，短期信贷创造较多都有利于货币乘数扩张。这两方面的因素共同促成 2 月 M2 增速明显上升的格局。当月狭义货币（M1）同比增速为 5.6%，较 1 月末下降 5 个百分点。这主要是因为春节错位和去年同期基数较高引致。狭义货币增速在 2 月份回落，属于短期波动。从存款来看，2015 年春节假期开始在 2 月中旬，因此对居民和企业部门存款态势形成了较明显的影响。当月非金融企业存款减少 1.72 万亿元，住户存款增加 2.55



万亿元，形成这一现象的主要原因是，春节前夕，企业部门会向居民部门支出较大规模的奖金。此外，金融创新对存款分流现象仍在持续，当月人民币存款减少 806 亿元。

二、2015 年两会主要看点

2015 年 3 月 3 日至 15 日，全国人大和政协会议在京召开。李克强总理向全国人大提交政府工作报告，并对 2015 年重点工作做出部署；随后，发改委、财政部、“一行三会”等主要负责人先后举行记者招待会，就财税体制改革、经济社会发展与宏观调控、金融改革和发展等问题回答记者提问。综合来看，今年两会信息量很大，政府拟出台的重量级政策很多，本报告主要总结归纳一些和经济金融相关的内容。

（一）经济社会发展预期目标：彰显稳增长调结构决心

GDP 增长目标下降到 7%。2012 年之前的连续 7 年时间里，GDP 的增长目标一直被设定为 8% 左右，2012 年起，GDP 增长目标被下调为 7.5%，并持续 3 年，今年政府工作报告将 GDP 增长目标设定为 7% 左右（见表 1）。这是政府顺应经济新常态发展趋势的主动作为。一方面，全面建成小康社会、稳定就业、深化改革、调整经济结构都需要经济保持一定的增速；但另一方面，由于资源环境约束、发展方式转变等客观制约，中国经济不宜再追求过高的经济增长目标。7% 左右的经济增长目标，看起来增速是调低了，实际上实现这个目标并不容易，因为中国经济总量已十分庞大，基数巨大使每提升 1 个百分点的难度都较以往有所增加。1978 年中国 GDP 总量仅为 0.36 万亿元，到 2014 年已达 63.6 万亿元，增长了 173 倍，位列世界第二。中国 2014 年一天创造的财富相当于 1965 年全年的总量。目标增速的降低除了客观因素的制约外，更重要的还是政府调结构、促转型，更加注重发展质量考量的体现。

居民消费价格涨幅降至 3% 左右。当前国际大宗商品价格走低，国内重要商品供应充裕，部分行业产能过剩，加上翘尾因素影响 2015 年居民消费价格上涨 0.5%，比 2014 年低 0.5 个百分点，预计价格总水平有可能延续偏弱走势。因此，

CPI 涨幅目标尽管比去年下降了 0.5%，但相对于实际物价形势来讲，该目标仍为货币政策和价格改革预留了空间。

城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内。去年政府工作报告同样定下 1000 万新增就业的目标，实际完成 1322 万人。这一指标被看做是中国新常态经济之下稳中求进潜力所在。可以看出，尽管经济增速下降，但就业目标也同样能实现。这样的信心源于就业渠道的不断多元化，对此政府工作报告指出，推动大众创业、万众创新。这既可以扩大就业、增加居民收入，又有利于促进社会纵向流动和公平正义。

表 1 近年来经济社会发展预期目标

	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
GDP	7%	7.5%	7.5%	7.5%	8%	8%
CPI	3%	3.5%	3.5%	4%	4%	3%
城镇新增就业	1000 万人	1000 万人	900 万人	900 万人	900 万人	900 万人
城镇登记失业率	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%

（二）财政领域政策及改革举措：增赤字、减税费、盘活资金和疏解地方融资平台债务

实际赤字率约 2.7%。根据政府工作报告，今年拟安排财政赤字 1.62 万亿元，比去年增加 2700 亿元，赤字率从去年的 2.1% 提高到 2.3%。不过，实际财政赤字规模更大。财政部长楼继伟答记者问指出，以前年度结转资金 1124 亿元将用于今年的开支，与此同时，今年有超过 1000 亿元的地方债务将通过发新债还老债解决，因此，实际支出要比预算收支中列出的支出多 2000 多亿，这样实际赤字率大约是 2.7%。赤字率的提高表明在经济下行压力加大的情况下，积极的财政政策在加力。从投资方向来看，财政支持的投资主要用于补短板、调结构、增加公共产品和公共服务的供给。发改委主任在答记者问提到，投资领域主要包括 7 大工程包和 6 大消费包。7 大工程包包括：一是信息、电力和油气、网络工程；二是环保领域的投资；三是清洁能源；四是中西部的铁路；五是重大水



利工程；七是棚户区的改造七大工程包。还有6大消费包指养老家政健康、旅游休闲、教育文化体育等。

“营改增”今年计划啃下四行业硬骨头。楼继伟表示，今年计划完成营业税改增值税（“营改增”）改革，也就是把“生活服务业、金融业、建筑业及房地产业”的营业税全部改成增值税，他指出，最难的是不动产。**营业税改增值税，基本的要求是减轻负担。**自2012年在部分行业营改增试点以来，根据国税总局数据，截至2014年底，全国营改增试点合计减税1918亿元。而今年上述四个行业若纳入营改增，将新增800万户试点纳税人，户数是目前的两倍，减税力度也进一步加大。除营改增外，财政部在预算报告里称，会落实好普遍性降费措施，减免涉及小微企业的有关行政事业性收费和政府性基金，继续清理乱收费，切实减轻小微企业负担。另外，财政部今年加大盘活存量资金力度，意在提高财政资金使用效率。

地方债通过三种渠道解决。解决地方债的思路是分类施策。一方面，把那些有一定收益或者可以改造成有比较稳定的现金流的平台项目，通过收费来还债。如果收费不足，可以给予适度的补贴，转为所谓“PPP模式”，就是政府和社会资本共同投资和经营基础设施包括其他事业的方式，转为企业债。另一方面，对一部分完全公益性的平台借的地方负有偿还责任的债务，已经报请全国人大常委会预工委，对一些历史债务予以承认，通过发债替换原来的平台债务，这样可以使债息降下来。据媒体报道，财政部已经批复了3万亿元的存量债务置换，其中1万亿元的额度已经批复到各省。此外，楼继伟明确指出，一些由银行贷款形成的历史债务，按照契约原则，贷款的合同不能废除，借的钱还是应该还的。如果融资平台的情况发生了一些变化，需要进行一些债务重整，双方谈判，要采取一些过渡性的办法逐步解决。

（三）金融领域政策及改革举措：货币政策仍坚持稳健取向，改革力啃“硬骨头”

货币政策仍坚持稳健取向，M2预期增长12%左右。M2预期增长目标虽然比2014年13%的目标有所下调，但考虑到今年的实际经济增长态势，该增速并不

低。根据今年 7%左右的 GDP 增长目标和 3%左右的 CPI 增长预期，12%的 M2 增长目标还为货币供应留出了不少空间。而且，李克强总理强调“根据经济发展需要，也可以略高些”，这既体现了今年宏观调控更为灵活、将视实际情况而动的特点，也体现了经济下行压力较大态势下管理层加强逆周期调节的考虑，即管理层充分考虑了经济下行压力下货币乘数可能减小的因素，而在货币供应上给予中性或略高的定位。

今年计划推出一些在我国已酝酿多年、可能会对经济社会金融产生很大冲击的改革“硬骨头”，包括：第一，存款保险制度上半年可能出台；第二，存贷款利率市场化有可能在全面放开；第三，推动具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构，成熟一家，批准一家，不设限额；第四，深港通今年内将有进展。

（四）全方位推进行政管理体制、投融资体制、价格、财税体制、国企国资等领域改革

一是加大简政放权、放管结合改革力度。今年政府重点要抓三个方面的工作：第一，全面取消非行政许可审批，建立规范行政审批的管理制度。当前国家部门授权地方政府审批的事项还有 1200 多项，今年要砍掉 200 多项。第二，制定市场准入负面清单，公布省级政府权力清单、责任清单，切实做到法无授权不可为、法定职责必须为。今年是在省一级公布，明年推向市县一级，晾晒清单，让社会监督，也让老百姓明白，权力不能滥用。第三，要探索事中事后监管的新模式，包括扩大综合执法试点，对假冒伪劣、坑蒙拐骗、食品安全方面以及侵犯知识产权等行为要有有效的监管方式。

二是多管齐下改革投融资体制。第一，大幅缩减政府核准投资项目范围，下放核准权限。大幅减少投资项目前置审批，实行项目核准网上并联办理。当前发改委正在做精简审批、规范中介、并联核准，准备在今年年底实现，其中 30 多个部门的前置审批准备简化为两到三项的前置审批，其他全部搬到网上做并联审批，这样会大大缩短审批时间。同时，要把中介服务也拿到网上来公开，哪些中介机构提供服务，收费是多少、时限是多少，如果今年能够实现这个目



标的话，那将是一次重大的革命。第二，投融资体制的创新和改革。发改委与财政部计划把预算内资金和财政资金一起设立新兴产业创新引导基金和制造业支持基金，以改变政府投资方式。更为重要的是，政府拟与政策性金融机构、基金、信贷、保险各种投资公司合作，一起投资，用预算内投资来撬动社会投资。

三是不失时机加快价格改革。改革方向是发挥市场在资源配置中的决定性作用，大幅缩减政府定价种类和项目，具备竞争条件的商品和服务价格原则上都要放开。取消绝大部分药品政府定价，下放一批基本公共服务收费定价权。扩大输配电价改革试点，推进农业水价改革，健全节能环保价格政策。完善资源性产品价格，全面实行居民用水、用电的阶梯价格制度。同时准备公布政府定价目录，接受社会监督。

四是推动财税体制改革取得新进展。实行全面规范、公开透明的预算管理制度，除法定涉密信息外，中央和地方所有部门预决算都要公开，全面接受社会监督。提高国有资本经营预算调入一般公共预算的比例。推行中期财政规划管理。制定盘活财政存量资金的有效办法。力争全面完成“营改增”，调整完善消费税政策，扩大资源税从价计征范围。提请修订税收征管法。改革转移支付制度，完善中央和地方的事权与支出责任，合理调整中央和地方收入划分。

五是加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，发展服务中小企业的区域性股权市场，推进信贷资产证券化，扩大企业债券发行规模，发展金融衍生品市场。“股票发行注册制改革”已连续两年进入政府工作报告，今年对于注册制改革的用词由去年的“推进”改为了“实施”。这意味着，注册制从多年来的只闻楼梯响，终于要迎来开花结果的时点。证监会主席肖钢表示，今年将实施注册制，待《证券法》修订完成正式实施起，注册制即可落地。而两会后《证券法》修订草案将提交人大审议，预计最快8月份或10月份能够完成。

六是深化国企国资改革。准确界定不同国有企业功能，分类推进改革。加快国有资本投资公司、运营公司试点，打造市场化运作平台，提高国有资本运

营效率。有序实施国有企业混合所有制改革，鼓励和规范投资项目引入非国有资本参股。加快电力、油气等体制改革。多渠道解决企业办社会负担和历史遗留问题，保障职工合法权益。完善现代企业制度，改革和健全企业经营者激励约束机制。要加强国有资产监管，防止国有资产流失，切实提高国有企业的经营效益。

七是用改革的办法解决城镇化难点问题。抓紧实施户籍制度改革，落实放宽户口迁移政策。对已在城镇就业和居住但尚未落户的外来人口，以居住证为载体提供相应基本公共服务，取消居住证收费。