

研究报告

2019 年第 36 期

2019.04.19

负责人：周月秋 樊志刚

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 王小娥 杨苕

朱妮 刘新 王晓娆

经济迎来底部？政策进入拐点？

—2019 年 1 季度中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

要点

- 2019 年 1 季度，在内外多种因素的积极影响下，中国经济实现超预期增长，GDP 增长 6.4%，主要经济金融指标出现反弹。从资金面来看，当前流动性基本实现合理充裕，2 月以来央行已减弱货币政策放松力度，与此同时，货币政策传导机制的疏通初显成效。然而，当前经济运行中依然存在一些不确定因素，需求端的企稳回升基础还不牢固，经济尚未进入复苏周期，不排除 2 季度再次下探的可能。因此，货币政策不存在转向的基础，将延续年初制定的基本方向，重在“稳货币、宽信用、定向支持”。今年以来，积极的财政政策提前发力，有效支撑经济数据反弹。随着财政收支压力加大，财政政策发力空间可能受到制约。
- 对商业银行而言，一方面要根据货币政策流动性收放提前做好资金安排，在“宽信用”政策下支持实体经济的同时加强优质项目储备和风险防范，另一方面，在积极抓住地方政府专项债规模扩大带来的商机同时，要警惕财政收支压力加大下部分地方政府债务风险上升。

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。

经济迎来底部？ 政策进入拐点？

2019年1季度，经历了2018年“内忧外患”的夹击之后，中国经济实现超预期增长，主要经济金融指标出现反弹。中国经济是否已经走过了最困难的时刻？货币政策是否进入拐点？积极的财政政策又能否有力支撑经济的回升呢？本报告重点对上述问题进行研究。

一、“6.4%”会是2019年GDP增速的最低点吗？

（一）1季度GDP为什么会超预期增长？

2019年1季度，我国GDP同比增长6.4%，比上年全年回落0.2个百分点，高于市场主流预期（6.3%）0.1个百分点，与我们基于中美贸易谈判出现一定改善前提下的预期一致。我们认为，1季度经济增速超预期是内外部多种积极因素共同作用的结果。从内部来看，稳健的货币政策边际放松和积极的财政政策等逆周期调控效应显现，从外部环境来看，中美经贸谈判取得实质性进展，贸易摩擦风险得到极大缓释，市场信心得以恢复。因此，2019年以来，无论是生产端，还是需求端，主要经济指标纷纷出现企稳回升迹象。

表1 GDP增速变动情况

	2019年1季度	2018年4季度	2018年全年
GDP增速（%）	6.4	6.4	6.6
增减变动（百分点）	--	0.0	-0.2

具体来看，工业生产超预期回升，1季度比1-2月加快1.2个百分点（见表2）。其中，3月工业增加值增长8.5%，创14个月单月最高，这可能与春节错位影响有关。今年春节在2月5日，春节对生产活动的“削弱”效应全部在前两月体现；而去年春节在2月16日，其对生产活动的削弱影响延续至3月初。

表2 工业增加值增速变动情况

	2019年1季度	2019年1-2月	2018年
工业增加值增速（%）	6.5	5.3	6.2
增减变动（百分点）	--	+1.2	+0.3



投资增速由1-2月的6.1%稳步回升至1季度的6.3%。其中，受地方政府专项债券提前发行、基建项目资本金比例下调、中央预算内投资及早下拨、对符合规划补短板基建项目加大金融支持力度等因素影响，基建投资持续回升。

表3 固定资产投资及分项增速变动情况(%)

	2019年1季度	2019年1-2月	2018年
固定资产投资	6.3	6.1	5.9
基建投资	4.4	4.3	3.8
房地产投资	11.8	11.6	9.5
制造业投资	4.6	5.9	9.5

随着楼市“小阳春”的出现，房地产销售面积和销售额增速均出现反弹，房屋施工面积也明显回升，带动房地产投资增长11.8%，表现出较强韧性。

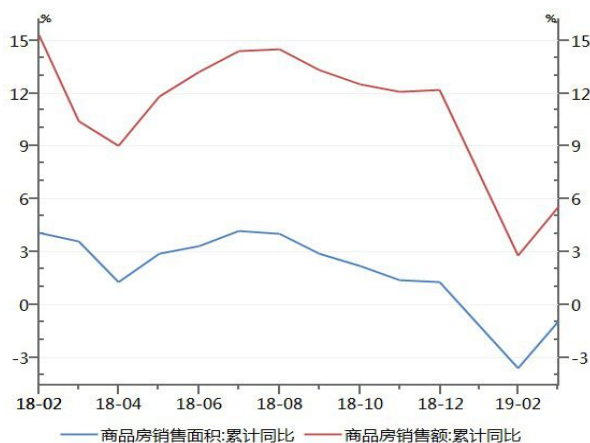


图1 商品房销售面积和销售额双双反弹
(2018.1-2019.3)

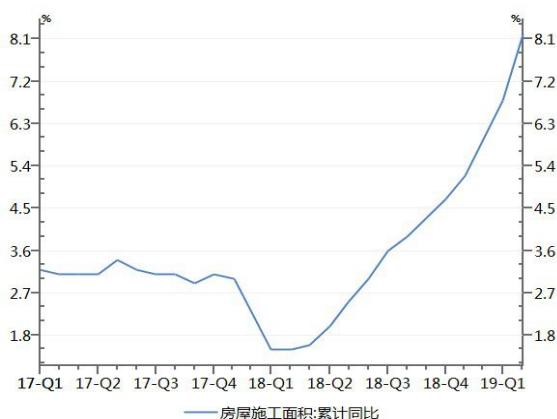


图2 房屋施工面积明显回升(2017.1-2019.3)

不过，受工业企业利润增速放缓等因素影响，制造业投资增速由1-2月的5.9%继续回落至4.6%，为近一年最低点。

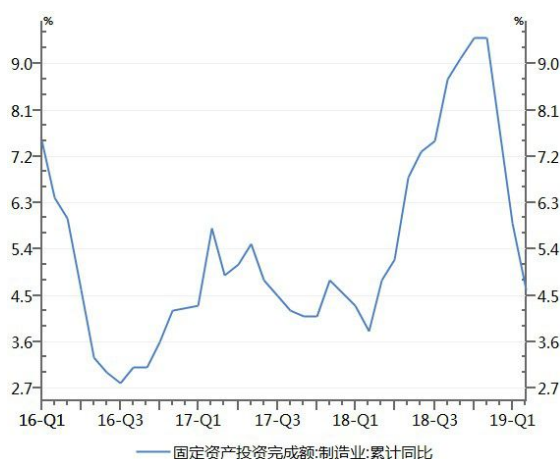


图3 制造业投资增速滑落至近一年最低点（2016.1-2019.3）

住房类消费增速反弹带动整体消费短期改善。社会消费零售总额增速从2018年的9.0%滑落到1-2月的8.2%，3月回升至8.7%带动1季度同比增长8.3%。这主要与楼市“小阳春”拉动家电、家具、装潢等住房类消费反弹有关。

出口增速反弹，但可持续性存疑。出口增速（按美元计价）从1-2月的-4.6%反弹至1季度的1.4%，但1季度增速仍较上季度（3.9%）继续下滑。其中，3月同比增长14.2%，主要受2018年低基数影响。

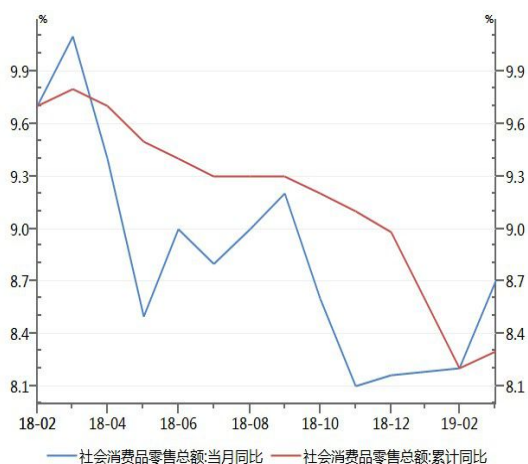


图4 消费增速短期改善（2018.1-2019.3）

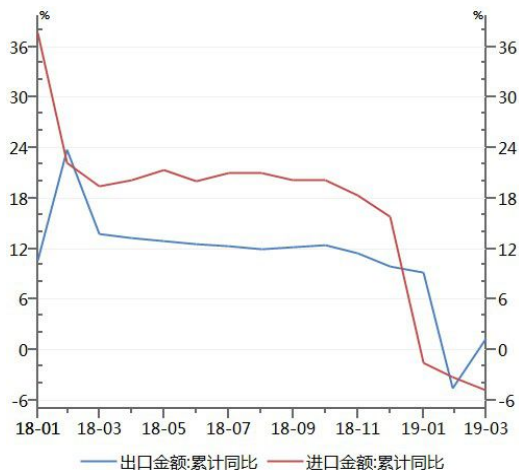


图5 出口增速反弹（2018.1-2019.3）

（二）“6.4%”会是2019年内GDP增速的最低点吗？

1季度经济出现超预期增长，中国经济是否已走出低点？未来会呈现怎样的走势呢？我们认为，1季度数据尽管亮眼，但背后仍存隐忧，主要表现在三方面：



一是出口仍面临较大下行压力。IMF 在 2019 年 4 月最新预测中，将 2019 年全球经济增速调低 0.2 个百分点至 3.3%，全球经济增速放缓可能对我国出口形成明显拖累。与此同时，2018 年中美贸易摩擦带来的“抢出口效应”减弱，今年可能更多表现为“透支效应”。此外，美欧贸易摩擦若快速升温，其对中国的外溢效应也不可小觑。

二是房地产投资存在较大不确定性。虽然 2018 年以来施工面积增速持续回升，对建安工程费用形成一定支撑。但是，随着本轮调控时间延长，市场预期调整，房企拿地更趋理性。不同于 2018 年 14.2% 的中高速增长，1 季度房地产开发企业购地面积同比大降 33.1%，增速创 2016 年以来新低。作为房地产投资的先导指标，购地面积下降不仅意味着后续土地购置费金额下降，也将直接影响后续施工面积增速，进而对房地产投资增速产生负面冲击。

三是制造业投资（其中 85% 为民间投资）增速持续下探，反映出实体经济内生增长动力依然较弱。虽然大规模减税降费措施落地、融资环境和营商环境改善等对制造业投资有积极作用，但考虑到工业企业利润增速仍未见底，出口需求疲软也会影响企业投资意愿，预计今年上半年制造业投资增速仍趋于下行。

综上，短期来看经济仍有下行压力，不排除 2 季度 GDP 继续下探至 6.3% 的可能性。但随着减税降费政策效应逐渐显现，经济内生动力有望逐步复苏，叠加外部经济环境趋稳向好¹，我国经济有望在下半年真正企稳回升。经济先行指标也支持这一判断。根据历史经验，社融存量增速一般领先实际 GDP 约半年，领先名义 GDP 约 1-3 个季度。1 季度，社融存量增速分别为 10.4%、10.1% 和 10.7%，持续高于 2018 年 12 月水平（9.9%），预示我国经济在下半年大概率企稳。

由此可见，6.4% 会否是 2019 年 GDP 增速的最低点取决于 2 季度的经济表现，而 2 季度经济表现主要取决于制造业投资、尤其是民间投资能否企稳甚至回升。如果在多方面利好政策作用下，民间投资能够在 2 季度企稳至 6.5% 以上的水平，那么 6.4% 大概率是年内增速低点，全年经济有望增长 6.5% 左右；如果民间投资未能在二季度企稳，则二季度可能成为年内增速低点，全年经济呈现“先低后

¹ IMF 预测，全球经济有望在 2019 年下半年企稳，并在 2020 年重回 3.6% 的增速。

高”走势，全年有望增长6.4%左右。

二、货币政策是否迎来新拐点？

（一）金融数据超预期反弹，是货币政策宽松操作推动的吗？

3月末，我国主要金融数据超预期反弹：社融规模存量同比增长10.7%，比2月末和去年末分别高0.6和0.9个百分点；M1、M2余额同比分别增长4.6%和8.6%，比去年末分别加快3.1和0.5个百分点。1季度，新增社融8.18万亿元，同比多增2.32万亿元；新增人民币贷款5.81万亿元，同比多增9500亿元；表外融资有所恢复，新增607亿元，去年同期为净减少1335亿元。

值得注意的是，金融数据超预期反弹的背后，并没有伴随货币总闸门的明显放松。事实上，从央行流动性收放情况来看，在1月降准之后，货币政策放松的力度有所减弱：2-3月末降准，同时央行在公开市场分别净回笼资金7986亿元和6925亿元，1季度累计净回笼资金1.8万亿元；3月20日至4月15日，央行连续18个交易日暂停逆回购操作；今年以来未通过MLF投放资金。从4月12日召开的央行货币政策委员会一季度例会内容来看，央行对于货币层面的表态已有所调整，由2018年4季度的“加大逆周期调控”变为“坚持逆周期调控”，语气有所弱化，意味着当前流动性供给的紧迫性有所下降。央行宽松力度减弱，主要基于两方面事实。

一方面，从社会层面看，对照经济工作会议提出的流动性“合理充裕”的判定标准²，目前流动性已基本达到合理充裕状态：3月末，社融存量增速（10.7%）略高于名义GDP增速（7.9%）、M2增速（8.6%）与名义GDP增速大致匹配。另一方面，从银行体系看，自1月降准以来，银行体系流动性总体充裕：1-3月银行间同业拆借加权平均利率分别为2.15%、2.20%和2.42%，银行间债券质押式回购加权平均利率分别为2.16%、2.24%和2.47%，不仅与去年相比下降明显，甚至低于1年期MLF利率（3.3%）和SLF主要期限利率（隔夜3.4%、7天3.55%，1个月3.9%）。

尽管央行货币投放力度减弱，但1季度社融、信贷和货币供应量均超预期增

² 即广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。



长，这与去年的情况有很大不同：2018年，央行四次降准释放资金约2.3万亿元，公开市场投放资金2563亿元，但社融存量增速和M2增速却屡创新低。因此我们判断，1季度末社融信贷、货币供应量的反弹可能主要得益于货币政策传导机制逐渐疏通，宽货币向宽信用传导的政策措施初显成效。

（二）当前货币政策是否迎来新拐点？

央行在货币政策委员会一季度例会上提出要“把好货币供给总闸门”，而去年四季度例会并没有“总闸门”的表述。对于此，市场上出现了货币政策将收紧乃至转向的观点。但我们认为，当前时点下，经济基本面的积极因素的确在增多，但内外部仍存在一些不确定因素。财政政策发力增效的可持续性也面临一些制约（比如财政收支压力、地方债务风险等）。当前数据反弹尚不能证明经济已进入复苏周期，货币政策转向的条件并不成熟。货币政策将继续坚持年初制定的基本方向，以“稳货币、宽信用、定向支持”为重点，灵活调节政策力度和节奏以维持货币供给基本平衡³，进一步巩固货币政策传导取得的初步成效，打通货币与信贷两个市场，提高政策效力。

其一，针对中小企业的定向降准出台可能性仍然较大。虽然从准备金率（法定+超额）看，目前我国存准率水平与其他主要国家基本相当：我国三档准备金率加权平均的法定存款准备金率在11%左右，加上2.4%左右的超额准备金率，存准率总水平在13%左右，与美国和欧元区12%左右的总存准率水平相当。似乎国内降准的空间已经不大。但是，我国与其他国家的存准率结构存在较大差异：我国的法定存准率较高，超额准备金率偏低；相比之下，虽然部分发达国家法定准备金率低于我国，但超额存款准备金率较高，比如美国和欧元区的超额准备金率都略高于10%。这意味着法定存准率下调在不同国家所发挥的效应是不一样的，也说明我国降准空间还是存在的。考虑到中小企业经营困难情况，央行仍可能根据需要出台针对中小企业的定向降准。

其二，调整存贷款基准利率可能性较低，货币市场利率会成为央行调控整

³ 比如，央行在4月16日重启逆回购，以缓解4月缴税大月对资金面的冲击。

体利率水平的抓手。自2015年10月调整基准利率水平之后央行再未对基准利率进行调整，目前一年期存贷款基准利率分别为1.5%和4.35%，均是改革开放以来最低水平，但企业融资难融资贵问题依然较为突出，说明基准利率对实际信贷市场利率的指征性已明显减弱。其原因在于，基准利率主要与抵押贷款利率和大型国企贷款利率挂钩，难以直接影响民营和中小微企业融资成本。因此，央行的思路是逐渐切换到以调节货币市场利率为主，以此为抓手，来推动社会整体利率水平的进一步下降，降低实体经济的融资成本。预计利率并轨改革将加快，旨在畅通货币市场和信贷市场之间的利率传导，贷款利率或先于存款利率实现市场化。

其三，实践证明，结构性的货币政策在解决结构性经济金融问题中具有显著的效果。央行可能继续创新结构性政策工具，并酌情加大TMLF、永续债、民营企业债券融资工具、再贷款、再贴现等结构性政策工具的使用力度，进行资金的精准滴灌，为实体经济薄弱环节和效率更高的经济部门提供定向支持。

对于商业银行而言，央行的基础货币收放对银行间市场资金面具有作用快、力度大的直接影响。鉴于此，商业银行应密切关注宏观经济走势，尤其是做好公开市场到期资金较多的时点和关键节点资金量变化的分析，预判央行货币政策操作，提前做好资金安排。未来7月和10月是缴税大月，6月和7月公开市场资金到期量较多，两相叠加，**7月银行间市场流动性可能压力较大。**同时，央行进一步疏通货币政策传导机制，对商业银行提出了加大力度支持实体经济的要求，创造了一些条件，使信用创造活动有所恢复。但实体经济尚未回暖，资本回报率总体偏低，局部风险依然突出，对商业银行项目储备、服务创新和风险管理能力提出了考验。

三、财政政策支持实体经济发展的空间有多大？

（一）积极财政政策已初显成效

中央经济工作会议强调积极的财政政策要加力提效，重点是实施更大规模的减税降费（一减）和较大幅度增发地方政府专项债券（一增）。“一减”有利于提升全社会投融资信心，“一增”可为重点基础设施建设供资金保障，促进投



资增速提升。我们认为，目前财政政策带动经济增长已取得初步成效，但未来财政收支矛盾突出，单纯依靠财政政策带动经济的空间较为有限。

从“一减”来看，减税降费成效已初步显现。一季度，全国一般公共预算收入中税收收入4.67万亿元，同比增长5.4%⁴，较上年同期大幅回落11.9个百分点。大规模的减税降费将会对年内经济增长发挥积极作用。一方面，大规模的减税降费对全社会投融资信心会产生一定正面影响，可改善企业部门的现金流，提振盈利能力，尤其是2季度开始增值税和社保费率正式下调，将进一步降低企业生产成本，预计减税降费措施将使民企利润平均增加2%。另一方面，增值税下调将促进消费品价格下降，叠加个税下调带动的居民可支配收入提高，将有利于消费需求的企稳回升。

从“一增”来看，专项债发行明显加快，带动基础设施建设支出和投资增速提升⁵。今年的地方政府发债工作较往年提前了4-5个月的时间（2018年11月财政部就提前下达了部分2019年新增政府债务限额1.39万亿，其中包括一般债务5800亿元，专项债8100亿元，剩余限额也已全部下达），在此基础上，地方债发行速度明显加快，截至1季度末，全国新增地方政府债券累计发行为1.18万亿，占提前下达限额的85.2%⁶。专项债加快发行带动基建支出大幅提升：1季度，全国一般公共预算支出中基建类支出为1.42万亿元，同比增长25.8%，比上年同期加快7.3个百分点。基建投资资金来源到位速度加快，有利于基建补短板的顺利推进，为新兴基础设施建设、地下基础设施建设、生态环保项目等重点领域⁷的基础设施建设提供保障，带动今年以来基建投资增速企稳回升。

⁴ 其中，增值税同比增长10.7%，个人所得税同比下降29.7%。

⁵ 2019年政府工作报告拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，相较于去年增加8000亿元，预计全年实际额度或将超过该值达到2.5万亿以上（2018年预计发行1.35万亿，实际发行1.79万亿），根据财政部数据，2016年、2017年和2018年地方政府新增债券额度分别为1.18万亿元、1.63万亿元和2.18万亿元，其中，新增地方政府专项债额度分别为4000亿元、8000亿元、1.35万亿元，呈现逐年递增的态势。

⁶ 其中，地方政府专项收益债净融资额5777.17亿元，其中土地储备和棚户区改造为其主要投向（占比达84%），其债融资分别为2624.38亿元和2195.44亿元。其余为收费公路（184.79亿元）、轨道交通（151亿元）、乡村振兴（18.09亿元）、水资源配置（26亿元）、公办高等学校（17.36亿元）。

⁷ 未来，以人工智能、工业互联网、物联网等为主的新兴基础设施建设、以先进制造业为主的工业领域，围绕城市群“连接性”的基础设施建设，以油气管网、地下综合管廊、排水防涝等为主的地下基础设施建设，清洁能源、城市绿化、垃圾处理、公园建设等生态环保项目，文教卫生等社会基础设施项目等都或成为地方政府专项债重点投资方向。

（二）积极财政政策还可以多积极？

“减税降费”的空间取决于地方政府盘活资产和压降支出情况。财政部表示，今年全年减税降费规模约为2万亿元，相当于GDP的2%，已达到2008年全球金融危机时的水平。减税降费必然给地方政府财政收支平衡带来压力。2018年一般公共预算的收支缺口达3.76万亿元，同比增长22.1%。而今年1季度缺口就达4973亿元，约是去年同期的11倍。而我国约7成的财政支出属于教育、社保、医疗、等基本公共服务和重点民生领域的刚性支出，可压缩空间不大，特别是随着我国人口老龄化的加剧，养老金缺口不断加大，将导致养老金支付对财政补贴的依赖程度不断加强，进一步增加了财政支出负担。但减税降费对财政收入的拖累效应明显加大，今年2、3季度可能会出现税收收入增速由正转负的情况。非税收入虽然增速显著提升，但体量较小（约占13-15%），且土地出让金增速下滑，难以有效支撑财政收入。未来，盘活各类资金和资产，同时大力压减中央部门和地方一般性支出，或将成为各级财政部门平衡收支的主要措施，也成为进一步减税降费是否还有空间的基础。

未来专项债发行限额调升的空间取决于地方政府债务风险化解情况。近年来专项债发行限额持续扩大，专项债余额在地方政府债务余额中的占比不断提升，今年3月末为41.4%，比去年末高1.2个百分点，比去年同期高4.2个百分点。作为地方政府债务的主要存在形式之一⁸，专项债规模的扩大会直接推高地方政府债务水平，部分地区⁹债务风险可能加速暴露。近来江苏镇江的债务化解风潮就是部分地方政府债务风险暴露的缩影。但是，随着地方债务风险化解手段的不断创新和地方政府控制债务风险意识的提高，如果地方政府债务风险得到妥善解决，将对未来发债限额释放出进一步扩容的空间。

因此，虽然与货币政策比，以减税降费和增发专项债为抓手的财政宽松政策，能够更好地平衡“稳增长”和“稳杠杆”之间的关系，对总需求的提振效

⁸ 除专项债务外，一般债务也是地方政府债务的主要存在形式。

⁹ 根据我们的研究成果《地方政府债务风险研究》，西部地区地方政府债务风险较高。江苏省尽管总负债率较低，但隐性债务占比较高（62.9%），债务风险值得关注。



应更为平稳，但如上所述，其进一步宽松是有前提条件的。

对商业银行来讲，要积极抓住地方政府专项债规模扩大带来的商机：一是商业银行可通过主动加大地方政府债的投资力度，与各级财政部门建立纽带联系，有利于带动和辐射财政存款、单位存款等业务发展。二是通过地方债置换银行贷款，使得银行的风险资产得以释放，标准化的地方债可以在市场交易，有利于盘活信贷资源，改善银行流动性。三是通过地方债发行承销增加中间业务收入。

但与此同时，商业银行需警惕在减税降费带来的财政收支压力下，地方政府加杠杆冲动上升，部分地区债务风险隐患也随之加大。因此，建议商业银行在投资地方债和地方债发行承销过程中，对相关地区的债务风险要深入分析，尤其要高度警惕一些隐性债务风险负担较大的地区¹⁰。

¹⁰ 详见我所研究成果《地方政府债务风险研究》。