

经济料平稳开局 市场预期边际改善

□国家信息中心经济预测部

今年以来,随着各方面政策逐步落地显效,特别是通过年初降准、减税、专项债券加速发行等逆周期调节,我国宏观经济有望平稳开局,预计一季度GDP增长6.3%左右。超预期减税、股市明显回暖等因素,使得未来增长预期边际改善。但同时,经济运行仍面临世界经济减速下行、国内汽车市场大幅下跌、房地产市场存在调整风险、社会流动性宽松效应尚未有效传导等突出问题。

一季度经济增长温和放缓

年初以来,生产端压力依然较大,新动能增长较快;需求端出现分化,投资企稳回升,消费需求不旺,外需出现下跌,一季度我国经济将温和放缓。

一是工业生产减速下行,服务业平稳运行。

工业生产增速有所放缓。1—2月,规模以上工业增加值增长5.3%,增幅同比放缓1.9个百分点,较2018年12月份回落0.4个百分点。工业生产存在较大下行压力,预计一季度增长5.6%左右。导致工业生产减速的主要因素有:一是汽车产销大幅下滑拖累工业生产,1—2月汽车产销量分别大幅下降14.1%和14.9%,汽车制造业增加值下降5.3%。二是外需低迷抑制外向型行业生产,1—2月工业企业出口交货值增长4.2%,同比放缓5.3个百分点。三是1—2月高技术制造业生产仅增长6.4%,同比放缓5.5个百分点,其中,集成电路、智能手机产量分别下降15.9%和12.4%;集成电路和自动数据处理设备出口量分别下降8.5%和10.7%。但也要看到,大规模减税降费、大力改善营商环境以及新动能增长较快等有力支撑了工业生产。1—2月战略性新兴产业增长10.1%,3D打印设备、石墨烯、新能源汽车等产品产量增速在50%—200%之间。

服务业保持平稳运行。1—2月,全国服务业生产指数增长7.3%,延续良好发展态势,预计一季度服务业增长7.2%左右。一是现代服务业发展较快,信息传输、软件和信息服务业指数、租赁和商务服务业指数分别增长26.5%和7.9%;二是股指大幅攀升,成交量显著增加,股市、债市、货币市场较为活跃,金融业有望成为拉动服务业增长的重要动力。三是传统服务业加快转型升级,健康养老、医疗卫生、旅游休闲等服务市场保持旺盛势头。四是服务业开放力度进一步扩大,《外商投资法》增强了投资者信心和中国市场对外资的吸引力,金融等服务领域迎来新一轮快速发展期。但是商品房销售降温,房地产业生产可能会放缓,工业生产减速也会影响到生产性服务业。

二是投资需求有望向好,消费外贸需求走弱。

投资企稳回升。1—2月,全国固定资产投资增长6.1%,增幅较上年全年加快0.2个百分点,预计一季度投资增长6.3%左右。一是拟建项目数量增势较好。全国投资项目在线审批监管平台数据显示,2018年全国拟建项目数量增长15.5%,若干个月后拟建项目将转为实际投资项目,为投资平稳运行提供了坚实的项目储备;二是基建投资有望逐步加快。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政策,支持基建投资明显回升。三是改善营商环境,特别是国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上、股市和债市回暖会加大直接融资比重、企业加大技改投入等因素,有助于制造业投资保持稳定增长。但是,效益下滑影响企业投资能力和投资意愿。随着工业品价格的回落,工业企业利润增速由2017年的21%放缓至2018年的10.3%,特别是2018年11、12月份出现-1.8%和-1.9%的下跌。

消费增速放缓。1—2月份,社会消费品零

售总额增长8.2%,增幅同比放缓1.5个百分点,扣除价格因素实际增长7.1%,同比放缓0.8个百分点。汽车、房地产、网络消费等主要领域降温,预计一季度社会消费品零售总额增长8.3%左右。一是汽车市场明显降温。1—2月汽车类零售额下跌2.8%,同比放缓12.5个百分点,下拉社会消费品零售总额增速1.25个百分点。受此影响,石油及制品类零售额仅增长2.5%,同比放缓6.6个百分点。二是房地产市场下滑影响相关产品消费。1—2月家电、家具类零售额增长3.3%和0.7%,同比分别放缓5.9和7.8个百分点。三是经过多年高速增长后网购增速减缓,1—2月实物商品网上零售额增长19.5%,同比放缓16.1个百分点。但是,我国就业形势稳定,居民收入持续提高,扩大消费政策助力消费增长,同时符合居民消费升级方向的服务消费增长势头良好。

外需明显减弱。1—2月,按美元计价出口下降4.6%,进口下降3.1%,同比分别放缓28.3个和25.3个百分点。外需减弱和贸易不确定因素的影响显现,预计一季度美元计价出口、进口分别增长0.2%和0.5%左右。一是年初以来外部需求明显减弱。波罗的海干散货指数由上年底的1270点放缓至今年3月份的600多点,反映出全球经贸活动有放缓趋势,贸易环境持续恶化。二是贸易不确定因素影响显现。1—2月,中国对美出口下降14.1%,自美进口下降35.1%,下拉我国整体出口和进口增速7.6和3.9个百分点。三是北美自由贸易协定重新签署,相关规定对于我国与北美国家进行贸易、投资、技术往来形成壁垒。四是《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》生效,该协议旨在取消95%以上产品的关税,这将冲击我国在环太平洋国家的部分海外市场。但是,外贸不确定因素逐渐向好,外贸企业预期有所好转,去年4月份之后人民币汇率贬值有助于提升出口竞争力,我国对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体增速。

三是居民消费价格涨幅放缓,工业生产价格持续走弱。

居民消费价格涨幅放缓。1—2月份,CPI上涨1.6%,增幅同比回落0.6个百分点,预计一季度CPI上涨1.7%左右。一是货币政策保持宽松适度,存款准备金率多次下调,货币流动性趋于宽松,货币金融环境有利于居民消费价格保持上涨。二是受春节因素影响,旅游出行、住宿等服务价格相对较高。三是年初以来国际油价持续上行,国内四次上调汽柴油价格,能源价格略有提升。四是食品价格总体涨幅不大,特别是受非洲猪瘟疫情影响,猪肉需求明显减少,猪肉价格较低。五是翘尾因素略有降低,一季度CPI翘尾因素为0.8,同比回落0.3个百分点。

工业生产者出厂价格持续走弱。1—2月,PPI上涨0.1%,增幅同比回落3.9个百分点,预计一季度PPI微涨0.2%左右。工业品价格走低的主要原因:一是供给侧结构性改革带来的价格上涨效应边际递减,随着经济下行压力加大,工业品供需关系趋于宽松。二是能源、原材料等商品价格呈现波动下行走势,石油开采、煤炭加工、黑色金属、有色金属、化工原料等行业价格增速均呈下降趋势。三是一季度PPI翘尾因素为0.8,较上年同期减少2.7个百分点,成为工业品价格回落的重要因素。

当前,世界经济出现明显减速下行,国内汽车市场持续大幅下跌,房地产市场面临调整风险,流动性尚未有效进入实体经济等问题突出,实体经济困难较多,消费增速减慢,有效投资增长乏力,我国经济下行压力依然较大。

一是汽车行业进入发展瓶颈阶段。

我国汽车产销自2018年下半年以来持续下跌,特别是从9月份起出现两位数大跌,今年1—2月汽车产销增速分别下跌14.1%和14.9%。当前,我国汽车行业进入发展瓶颈阶段,有短期因素的扰动,同时也有技术创新不足等长期因素影响。从短期因素看,一是前期政策刺激造成市场需求透支。2015年出台的1.6升及以下乘用车购置税优惠政策在2018年全面退出,2016年、2017年都出现了集中消费的情况,造成市场需求提前透支。二是宏观经济减速下行,不仅影响重卡以及中大型客车等商用车需求减弱,而且也会影响居民购车预期。三是部分经销商在春节前清理库存,调整了进车节奏。

从中长期因素看,一是居民收入增长相对缓慢,股市缺乏财富效应,房贷使得住户部门杠杆率快速上升,对购车等消费形成挤出效应。二是技术创新能力不强,导致中低端品牌市场竞争加剧,叠加原材料价格上涨,整车企业收益下降,新能源商用车产品缺乏新的增长点。三是部分城市因交通拥堵、节能减排等问题,实行限购、限行政策,汽车更新换代的周期性等因素也在一定程度上抑制了部分购车需求。总之,作为重要的消费龙头,汽车产业链很长,汽车市场低迷对上下游相关产业带来较大冲击。

二是房地产市场面临调整压力。

近期房地产市场出现明显降温态势。1—2月,商品房销售额增长2.8%,销售面积下跌3.6%,同比分别放缓12.5个和7.7个百分点。市场降温后房地产开发投资存在调整的较大可能:一是建安工程投资连续下跌。建筑安装工程投资是房地产开发投资的绝对主体,近来

当前,先行指数表明下半年我国经济有望逐步企稳,减税降费规模超预期,金融支持实体经济力度加强,资本市场明显回暖,外贸不确定因素释放积极信号,总体市场预期有所好转,经济平稳发展的积极因素不断累积。

一是景气指数显示下半年我国经济有望企稳。

国家信息中心(SIC)宏观经济景气模型分析系统显示,一致合成指数持续下行,表明短期内宏观经济继续面临较大下行压力;先行合成指数出现止跌回升,表明未来我国经济有望逐步企稳。自2015年以来,本系统先行合成指数平均领先一致合成指数约7个月时间。先行合成指数最近一次的峰值出现在2017年7月,达103.67点,随后持续下探,到2018年10月见底后连续4个月出现回升,截至2019年2月已回升至101.01点。先行合成指数止跌回升预示着一致合成指数有望在7个月后出现企稳回升,表明下半年我国经济运行有望逐步企稳。

二是减税超预期激发市场主体活力。

今年财政财政政策重在减税降费,超预期减税有助于提振市场信心,激发实体经济内生

经济运行仍面临挑战

建安工程投资增速明显放缓,从2018年3月份起连续10个月保持下跌态势。二是房地产投资存在明显“虚火”。当前房地产开发投资高速增长更多是土地购置成本上升的结果。2018年房地产开发投资增长9.5%,其中土地购置费增长57%,占比高达30.3%,剔除土地购置费的房地产投资下降3.2%。三是商品房竣工率持续下降。近年来,商品房竣工率(竣工面积/施工面积)呈持续下滑态势,2018年竣工率仅为11.4%,较上年下降1.6个百分点,不及2008年的一半,这意味着房地产项目建设周期在拉长。四是房地产企业融资渠道收紧制约企业投资和建设进度。五是市场降温导致企业投资意愿下降。随着“去库存”政策边际效应递减,企业开始主动放缓建设节奏。因此,从建安投资、土地购置费、资金来源、销售、企业投资意愿等多方面因素来看,未来房地产投资将承受较大下行压力,并对相关产业带来较大影响。

三是流动性宽松效应尚未有效传导。

2018年以来,稳健的货币政策持续调整,央行多次降准,与银保监会联手推动银行加强金融服务以缓解民营企业与中小微企业融资难融资贵问题。今年1—2月,人民币贷款增加4.11万亿元,同比多增3748亿元;社会融资规模增量达5.31万亿元,同比多增1.05万亿元。

虽然社会流动性总量趋于宽松,但结构上仍存在隐忧,主要体现为:一是非金融企业贷款依靠票据融资和短期贷款冲量,企业中长期贷款仍较低迷。非金融企业及机关团体贷款中,短期贷款同比多增2241亿元,票据融资同比多增7283亿元,但中长期贷款同比少增758亿元。企业中长期贷款增势低迷不利于“稳投资”。二是票据业务对社会融资规模支撑力度明显增强。银行承兑汇票包括已贴现的银行承兑汇票和未贴现的银行承兑汇票。其中,银行承兑汇票贴现后成为银行表内的贷款,即为票据融资;未贴现的银行承兑汇票是银行的表外

增长预期边际改善

动力。此轮增值税税率下调超出预期,同时不用大规模增发国债,而是用减少政府开支、增加央企上缴利润来弥补支出空缺也超出市场预期。增值税是我国税收体系中的首要税种,2018年国内增值税占税收收入的39.3%,降低增值税税率对我国经济刺激作用明显,一方面会降低制造业产成品的国内使用成本(产品售价+增值税率),实现需求扩张;另一方面也会在一定程度上缓解生产商运营压力,提高边际利润水平。根据国家信息中心动态一般均衡模型(SICGE)测算,将制造业等行业现行16%的税率降至13%,将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%,可拉动一年内GDP总量增加0.15个百分点,就业相应增加0.2个百分点。

三是股市回暖提振经济发展信心。

今年以来,我国股市明显回暖。当前,股市具备了回暖的主要条件:一是从基本面的看,目前股指没有反映出中国经济发展水平。国际金融危机以来,中国经济贡献了全球经济增量的30%左右,但中国股指仅为亚洲高点的一半左右,而欧美乃至部分发达国家股指不断创出历史新高,美国、德国、印

融资。这两项票据业务融资增量同比多增6423亿元,占社会融资规模增量同比多增额的61.2%。三是在票据市场利率下行与贷款额度宽松的情况下,票据业务增长较多存在一定的套利现象,资金“空转”不利于提高金融支持实体经济的效率和水平。因此,由于传导机制不畅,较为宽松的流动性尚未有效支撑实体经济的发展。

四是世界经济减速下行压力不断加大。

2018年下半年以来,世界经济出现欧美股市大跌、油价下挫、债券收益率倒挂、景气指数回落等一系列风险信号,全球经济减速压力不断加大。从经济周期来看,世界经济已经在2018年触及本轮增长周期的顶点,进入下行阶段。今年一季度,全球实体经济可能出现加速回落迹象。

从先行指标看,2月摩根大通全球制造业PMI指数为50.6,较去年同期回落3.5个点,创2016年6月以来新低;1月OECD综合领先指标已回落至99.2,创2009年10月以来新低。从主要经济体看,美国经济增长动能减弱,减税政策效应递减,政府关门影响居民消费;欧元区经济接近衰退的边缘,英国脱欧前景不明,“黄马甲”运动引发社会动荡;日本经济陷入低迷,再次面临通缩风险。

从机构预期看,近期主要国际机构纷纷下调世界经济增长预期。国际货币基金组织(IMF)在1月份《世界经济展望》修订报告中下调2019年全球经济增长预期0.2个百分点至3.5%。经合组织(OECD)预计今明两年全球经济分别增长3.3%和3.4%,比去年11月预测值分别下调0.2和0.1个百分点。世界银行(WB)预计今明两年全球经济将分别放缓至2.9%和2.8%,较2018年6月预测值均下调0.1个百分点。此次全球经济放缓具有典型的政策冲击特征,美国货币政策收紧和贸易摩擦加剧是主要诱因,全球债务居高不下、英国脱欧、地缘政治风险上升等因素进一步制约全球经济增长。

度、韩国股指较金融危机前历史高点分别上涨了90%、52%、84%和25%。

二是从资金面看,养老金、保险资金、部分外资等资金进入市场,特别是去年以来连续5次降准释放大量流动性,资金以往会主要进入楼市,而今在史上最严调控政策没有松动的情況下则主要会进入股市。

三是从政策面看,货币政策由“稳健中性”转向“松紧适度”,强调提高直接融资比重需要激活资本市场,特别是推进金融供给侧结构性改革,通过加快资本市场体制改革来释放制度红利。

四是从外部环境看,外部不确定性有望降低。我国股市有望逐步转暖,会提振经济发展的信心;企业融资环境明显改善,减少对银行信贷的过度依赖,可以避免去年出现的股权质押危机等困境;设立科创板并试点注册制,不仅可以解决科技创新企业融资问题,加快科技创新步伐,而且会培育出一批优秀的企业家和中产阶级;提升消费者信心,有效释放内需潜力,促进强大国内市场的形成。(主任:张宇贤、副主任:王远鸿 牛犁、执笔:张宇贤 牛犁 闫敏)

完善经营模式 提升券商竞争力

□东北证券战略规划部 杨丰强

当前我国证券行业开放持续提速,外资券商将加快进入中国市场。金融开放有利于提升我国金融业发展质量和国际竞争力,提升金融市场效率。但我国金融分业经营模式和发达国家金融混业经营模式的差异,在金融开放加快的背景下,将对我国证券行业带来多方面挑战。

混业经营是主要趋势

金融混业经营具备明显的范围经济优势。所谓的范围经济,是指在单一企业内从事两种经济活动的成本,小于两家企业分别从事其中一种经济活动的成本,即企业可以通过同时生产多种产品实现成本和效率优势。银行业是典型的具备范围经济特征的行业,特别是大型金融机构通过整合商业银行和投资银行业务,范围经济最为明显。其范围经济可能来源于知识和技能、客户信息、业务渠道等资源的共享。“交叉销售”是范围经济的典型表现,例如,银行通过贷款业务可以为公司挖掘其他潜在业

务,为客户提供其他股权债权融资、开发金融衍生品等,从而节省大量的客户开拓、信息搜集等成本。

发达经济体普遍采取混业经营制度。从全球主要经济体金融业演变历史和趋势来看,金融业大多经历了金融分业经营和混业经营的多轮反复。近几十年来,金融混业经营已成为共同趋势。1960年代,欧洲国家率先恢复了混业经营制度;美国于1999年出台《金融服务现代化法案》,承认了金融控股公司的合法地位;日本于20世纪80年代末开启了金融自由化进程,至20世纪末彻底实现了混业经营。至此,全球主要发达经济体都采取了混业经营制度。

再次,国际大型投行已全部实现混业经营。从全球范围内银行业金融机构自身采取的经营模式看,不同国家和地区、不同规模体量的银行可能根据自身特点和定位,选择混业经营或专业化经营策略。但全球范围内从事投行业务的大型银行,基本上都已实现混业经营。在2018年29家全球系统重要性银行中,从事投行业务的银行业金融机构,都同时从事商业银行业务。作为传统

独立投行业务的典型,高盛集团和摩根士丹利在金融危机后也都已进入商业银行业务领域。

外资券商竞争优势明显

在当前全球发达国家普遍实行混业经营制度的背景下,我国实行分业经营的监管制度,使得我国证券行业在金融开放中面临挑战,外资券商在与内资券商竞争中将具备一定的优势。

一方面,母公司混业经营凸显跨境业务优势。随着我国经济全球化程度的不断加深,中国企业和居民国际化金融需求持续增长。在服务企业需求方面,外资券商母公司通过混业经营,可以同时发挥商业银行业务和投资银行业务优势,除中融融资、咨询等服务外,还能为企业提供结算、现金管理、风险管理等综合金融服务,从而通过境内外业务联动,强化客户关系,提升外资券商在境内的竞争优势。在服务居民需求方面,居民跨境金融需求日趋多样化,在全球资产配置中,除了投资资本市场金融产品外,还包括储蓄及现金、房地产、保险、家族信托等金融服务需求。在提供多样化金融产品上,实行综合化经

营的外资金融机构具备明显优势,而国内证券公司则存在明显的短板和制度缺陷。

另一方面,通过设立金融控股子公司实现境内的实质性混业经营。随着我国金融业开放力度加大,银行、保险、证券等金融机构的设立进一步向外资开放。由于发达国家大型金融机构同时从事商业银行和投资银行业务,因此,国外金融控股集团可能同时在国内设立银行专业子公司和券商专业子公司,从而实现实质性的混业经营。当前,已有部分合资券商母公司在我国境内设立了银行子公司,如瑞银集团的“瑞士银行(中国)有限公司”、摩根大通的“摩根大通银行(中国)有限公司”。外资券商通过与集团内其他境内控股子公司业务协作,将为其业务发展带来竞争优势。

营造良好的竞争环境

针对当前我国证券行业面临的劣势,建议加快完善监管措施,为内外资券商营造公平的竞争环境。

一是鼓励证券公司提升“走出去”的能级,

实现境外混业经营。目前已有少数券商在境外初步实现了混业经营,如海通证券收购海通银行,但多数证券公司“走出去”仍然以证券业务为主,使得国内券商在国际竞争中面临着经营模式的劣势。建议鼓励证券公司在境外逐步进入其他金融业务领域,通过境外混业经营,在国际业务上实现与外资券商的同台竞技。

二是尽快放开金融控股集团设立,通过金控集团实现金融混业经营。目前,国内大中型证券公司中,只有中信证券、招商证券、光大证券等少数券商隶属于金融控股集团,多数内资券商在境内都将面临外资金控集团的竞争。建议尽快放开金融控股集团的设立,确保内外资券商在经营制度上实现公平竞争。

三是统一境内外金融控股集团监管。当前我国正推进金融控股公司模拟监管试点,成熟后将出台金融控股公司监管办法。外资券商多数隶属于境外金融控股集团,因此需要将其统一纳入金控集团监管,并加强跨境监管协调,统一境内外监管标准,为内外资券商创造公平的市场环境。