招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

2018 经济增长目标中的新看点

——全国“两会”系列报告之一

丁文捷，博士
电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

2018 年 3 月 5 日，第十三届全国人大第一次会议在北京召开，国务院总理李克强在会上作政府工作报告，总结过去五年工作成果，并提出 2018 年经济发展的预期目标。今年的目标与往年相比，我们认为有四个主要新看点值得市场关注。

- **全年 GDP 增速预期 6.5%左右，与去年保持一致。**去年实际国内生产总值增速达到 6.9%，好于预期。今年我们预计 GDP 实际增速为 6.7%，主要由于去杠杆、金融监管加强、投资增速疲软、中美贸易争端等负面因素影响的升级。尽管今年全国的经济增速目标与去年相同，但我们整理地方政府工作报告发现，有超过 2/3 的省、自治区和直辖市于 2018 年调低经济增速，调整的幅度大多为 0.5 个百分点左右。在通胀、收入增长和新增就业方面，今年的政府工作报告维持了去年的预期目标，即居民消费价格涨幅 3%左右、居民收入增长和经济增长基本同步、城镇新增就业 1100 万人以上。

- **新看点之一：首次将调查失业率列入目标。**往年的报告关于就业率的指标只有城镇登记失业率（2015 年起预期目标均为 4.5%以内），今年的就业指标有所变化，新增了城镇调查失业率，该指标在数据来源、失业人口定义等方面均与登记失业率不同，在统计范围上既包括户籍意义上的本地人，也包括外来的常住人口。所以通常认为调查失业率能够更全面更准确反映城镇劳动力的真实就业情况。今年政府目标将城镇调查失业率控制在 5.5%以内。

- **新看点之二：增加关于宏观杠杆率的表述。**其实在去年的政府工作报告里，作为供给侧改革“三降一去一补”的内容之一，杠杆率也曾经被提及。但在今年的报告中，“宏观杠杆率保持基本稳定”上升到经济工作的主要目标之一，其重要性可见一斑。央行此前透露的官方统计表明，2016 年末中国的宏观杠杆率为 247%，其中企业部门杠杆率为 165%，“高于国际警戒线”；但 2017 年随着去杠杆工作积极稳妥地推进，宏观杠杆率“涨幅明显收窄、总体趋于稳定”。国际清算银行截至 2017 年二季度末的数据显示出类似的趋势：2017 年中国宏观杠杆率增速开始放缓，尤其是企业杠杆率已经出现下滑；截至 2017 年二季度末，宏观杠杆率为 255.9%，基本持平于 2016 年末的 255.1%。2018 年去杠杆仍将是防风险的首要任务之一，工作重点会聚焦在金融、国企和地方政府隐性债务。

- **新看点之三：未对 M2 和社会融资规模增速设立定量目标。**报告重申货币政策保持稳健中性。但前两年的报告都为 M2 和社会融资规模设定了增速目标（2017 年两者目标均为 12%左右），今年的表述则为“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”。在 M2 增速进入个位数的新常态下，我们认为略去定量目标更为合理。报告对于货币政策的表述还提到：（1）提高直接融资特别是股权融资比重；（2）用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。

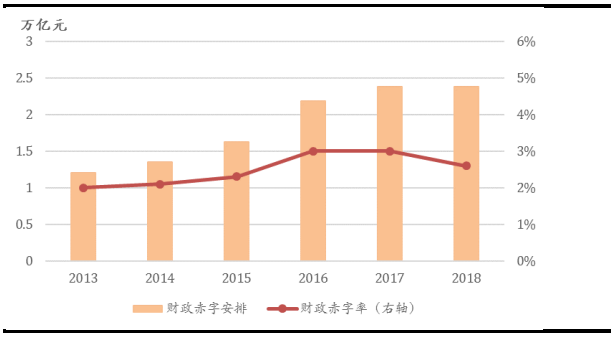
- **新看点之四：财政赤字率下调至 2.6%。**财政赤字安排 2.38 万亿元，与去年持平，其中中央财政赤字 1.55 万亿元，地方财政赤字 8300 亿元。这是两年来首次下调财政赤字率，2016、2017 年均为 3%，下调幅度显著。赤字率下调，主要是经济稳中向好，使得财政增收有基础，为宏观调控留下更多政策空间。报告提出 2018 年要优化财政支出结构，提高财政支出的公共性、普惠性，严控一般性支出。

图 1: 经济增速目标整理

Year	GDP	CPI	城镇登记失业率	城镇调查失业率	城镇新增就业	居民收入增速	单位GDP能耗
2013	7.5%左右	3.5%左右	4.6%以内	N/A	900万以上	与经济发展同步	N/A
2014	7.5%左右	3.5%左右	4.6%以内	N/A	1000万以上	与经济发展同步	N/A
2015	7%左右	3%左右	4.5%以内	N/A	1000万以上	与经济发展同步	下降3.1%以上
2016	6.5%-7%	3%左右	4.5%以内	N/A	1000万以上	与经济发展基本同步	下降3.4%以上
2017	6.5%左右	3%左右	4.5%以内	N/A	1100万以上	与经济发展基本同步	下降3.4%以上
2018	6.5%左右	3%左右	4.5%以内	5.5%以内	1100万以上	与经济发展基本同步	下降3.0%以上

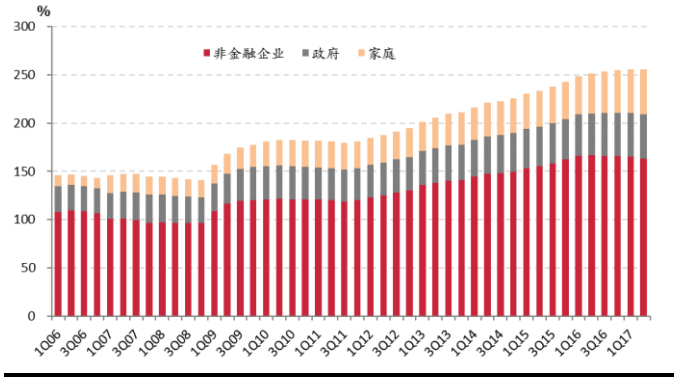
来源：政府工作报告，招银国际证券

图 2: 财政赤字率下调至 2.6%



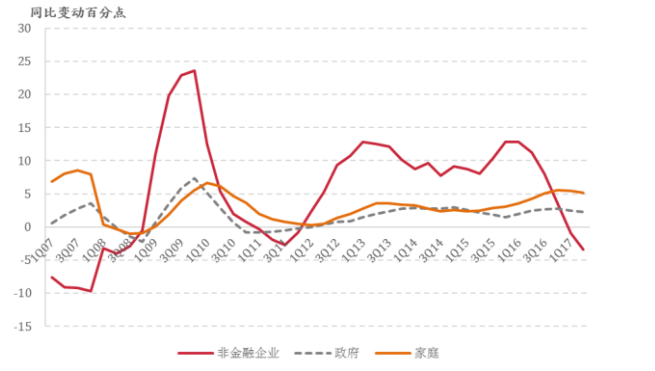
来源：政府工作报告，招银国际证券.

图 3: 宏观杠杆率走势趋向平稳



来源：BIS，招银国际证券

图 4: 杠杆率增速下降，企业杠杆出现下降



来源：BIS，招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。