

春未老，且將新火試新茶

——五大方面深度解讀《政府工作報告》

3月5日，十三屆全國人大二次會議在京開幕，國務院總理李克強向大會作2019年《政府工作報告》（下稱《報告》）。克強總理回顧了2018年國務院的主要工作，並對2019年經濟社會發展的總體要求、政策取向和政府的重點工作進行了系統性陳述。我們對《報告》主要內容簡評如下：

增長目標：經濟下行容忍度提高，就業目標重要性上升

- ❖ **GDP 增長目標設定為 6-6.5%**。增長目標由“點”變為“區間”，表明中央對經濟增速下行容忍度有所提高，更關注經濟增長的質量。這意味著政府不必採取“大水漫灌”或是粗放投資的方式達成經濟增長的“點目標”。但政府仍有穩增長的訴求，將“確保經濟運行在合理區間”，不會容忍經濟增長失速下滑至 6% 以下。
- ❖ **經濟面臨下行壓力，就業目標重要性上升**。《報告》指出，“今年首次將就業優先政策置於宏觀政策層面”，在經濟社會發展的主要預期目標中排序僅次於 GDP。就業目標方面，城鎮新增就業 1,100 萬人和城鎮登記失業率 4.5% 以內的目標保持不變，而城鎮調查失業率目標表述則由去年的“5.5% 以內”放寬至“5.5% 左右”，一定程度體現出今年就業可能面臨的壓力。
- ❖ **居民消費價格漲幅 3%**。2018 年全年 CPI 同比增長 2.1%，處於溫和區間。今年 CPI 上行風險主要來源於豬周期，但受制於終端需求較弱，全年通脹大概率保持溫和，達成目標問題不大。

積極的財政政策更加積極，注重提質增效、激發微觀主體活力

- ❖ **上調財政赤字率至 2.8%**。政府工作報告提出，今年赤字率擬按 2.8% 安排，比去年預算高 0.2 個百分點，低於市場預期的 3%；財政赤字由去年 2.38 萬億調升至 2.76 萬億，其中地方政府赤字較去年目標調升 1,300 億元，中央赤字提升 2,500 億元。《報告》提到，赤字率目標的設定考慮到“為今後可能出現的風險留出了更大的政策空間”。
- ❖ **新增地方政府專項債 2.15 萬億，比去年增加 8,000 億**。新增地方專項債額度也低於市場預期，但其使用範圍却有所擴大，這有助於在控制地方債務規模的同時保障重點項目建設的資金需求。《報告》也提出，“繼續發行一定數量的地方政府置換債券，減輕地方利息負擔”。
- ❖ **財政政策的主要發力點在於 2 萬億的減稅降費措施**。去年底的中央經濟工作會明確指出，實施更大規模的減稅降費措施。減稅降費規模基本符合預期，進一步凸顯出政府“放水養魚”、減輕企業經營負擔、激發市場主體活力的政策意圖。《報告》明確指出，“各級政府要過緊日子”，確保減稅降費效果，“堅決兌現對企業和社會的承諾”。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787
 郵件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/
 (86) 755 2367 5597
 郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

此次 2 萬億減稅降費大致由以下 4 個方面構成：（1）增值稅：將製造業等行業現行 16% 的稅率降至 13%，將交通運輸業、建築業等行業現行 10% 的稅率降至 9%，初步測算可減稅約 8,000 億；（2）養老保險：城鎮職工基本養老保險單位繳費比例可由現行的 20% 降至 16%，大致可降低企業社保負擔 5,000 億；（3）個稅：在前期改革的基礎上今年可望降低居民稅收負擔 4,000 億；（4）年初針對小微企業普惠性減稅降費規模約 2,000 億。

- ❖ **基建投資可能不及預期。**《報告》中基建相關目標相較上年並無大幅調整。2019 年計劃完成鐵路投資 8,000 億（提高 680 億）、公路水運投資 1.8 萬億（持平）。雖然《報告》提及“適當降低”基建項目資本金比例，吸引民間資本參與重點項目建設，但赤字率與專項債發行規模均不及預期，疊加大規模減稅降費，財政資金來源將制約基建投資發力。《報告》指出，今年財政支出將增長 6.5%，增速較 2018 年回落 2.2 個百分點。這也表明粗放投資托底經濟的方式並非當前的政策方向。

穩健的貨幣政策鬆緊適度，疏通傳導機制、降低實體融資成本

- ❖ **《報告》進一步淡化了 M2、社融增長目標。**《報告》並未明確給出 M2 和社融具體增長目標（與上年一致），提出 M2 和社融增速“要與國內生產總值名義增速相匹配”。2012 年至 2016 年，我國 M2 和社融同比平均高於名義 GDP 同比 4.15、7.34 個百分點。2018 年末我國 M2 和社融增速（分別為 8.4%、10.4%）與名義 GDP 增速相若（9.69%），指向未來 M2 和社融增速仍有上行空間，流動性有望保持合理充裕。這一表述同時也意味著貨幣政策調控將不再局限於數量型指標，而是兼顧數量和價格兩方面。
- ❖ **著力緩解企業融資難融資貴問題。**《報告》明確提出，“適時運用存款準備金率、利率等數量和價格手段，引導金融機構擴大信貸投放，降低貸款成本”，“降低實際利率水平”，緩解企業融資“難”和“貴”兩方面的問題，明確提出“今年國有大型商業銀行小微企業貸款要增長 30% 以上”的目標，並將“加大對中小銀行定向降準力度”以支持民營和小微企業貸款。未來央行可能會繼續通過降準、TMLF 以及適時下調公開市場操作利率等操作，改善企業融資狀況。

政策取向：弱化“三去”政策，強調市場化、創新、開放

《報告》響應去年末的中央經濟工作會議，再度明確供給側結構性改革“鞏固、增強、提升、暢通”的八字方針，即鞏固“三去一補一降”成果、增強微觀主體活力、提升產業鏈水平、暢通國民經濟循環。在此“八字方針”下：

- ❖ **“三去”政策逐步弱化。**《報告》中並沒有再著重強調“三去”政策，而是更加強調要“精準發力”，提出防範化解中大風險要強化底線思維，在堅持結構性去杠桿的過程中，防範金融市場異常波動，穩妥處理地方政府債務風險。
- ❖ **強調市場化原則。**激發市場主體活力和市場化改革分別為 2019 年政府工作任務第二條和第八條。《報告》強調“市場配置資源是最有效的形式”，要“促進公平競爭”，“加快國資國企改革”，尤其是“按照競爭中性原則”，鼓勵、支持、引導民營經濟發展。
- ❖ **堅持創新引領發展。**一方面，要激活企業，促進新舊動能接續轉換，推動傳統產業改造提升、新興產業加快發展；另一方面，要激活人才，改革完善人才培養、使用、評價機制，發揮我國人力人才資源豐富的優勢。
- ❖ **暢通國民經濟內外循環。**一方面，促進形成強大的國內市場，持續釋放內需潛力。另一方面，推動全方位對外開放，培育國際經濟合作和競爭新優勢。

房地產：未提棚改目標，推進長效機制建設

- ❖ 《報告》並未提及棚改規劃具體目標。商品房庫存已經大幅去化，2018年底商品房庫存面積5.2億平方米，較2016年初高點下降29%。年初各地大幅下調棚改目標，今年棚改對房地產銷售和投資的支撐將大幅減弱，特別是在三四線城市。
- ❖ 持續推進房地產長效機制建設，穩步推進房地產稅立法。在2018年中央經濟工作會議“房住不炒、因城施策”的基調下，《報告》提出，夯實城市政府主體責任，完善住房市場體系和住房保障體系。未來一段時間“平穩健康發展”仍是房地產市場的主線。此外，“房地產稅立法”從2018年的“穩妥推進”，變為2019年的“穩步推進”，進程有望加速。

小結

總體來看，2019年《政府工作報告》強調“堅持不搞‘大水漫灌’式強刺激”，主要將通過減稅降費、結構性貨幣政策工具、市場化改革、科技創新和對外開放應對經濟下行壓力，推動我國向“高質量發展”的新經濟增長模式轉型。

圖1：主要經濟增長目標比較

	2019	2018
增速	6%-6.5%	國內生產總值增長6.5%左右；
通脹	居民消費價格漲幅3%左右；	居民消費價格漲幅3%左右；
就業	城鎮新增就業1100萬人以上，城鎮調查失業率5.5%左右，城鎮登記失業率4.5%以內	城鎮新增就業1100萬人以上，城鎮調查失業率5.5%以內，城鎮登記失業率4.5%以內
進出口	國際收支基本平衡，進出口穩中提質；	進出口穩中向好，國際收支基本平衡
收入	農村貧困人口減少1000萬以上； 居民收入增長和經濟增長基本同步；	居民收入增長和經濟增長基本同步
能耗	單位國內生產總值能耗下降3%左右，主要污染物排放量繼續下降	單位國內生產總值能耗下降3%以上，主要污染物排放量繼續下降
其他	宏觀槓桿率基本穩定； 金融財政風險有效防控。	供給側結構性改革取得實質性進展， 宏觀槓桿率保持基本穩定， 各類風險有序有效防控。

資料來源：《政府工作報告》，招商銀行研究院，招銀國際研究

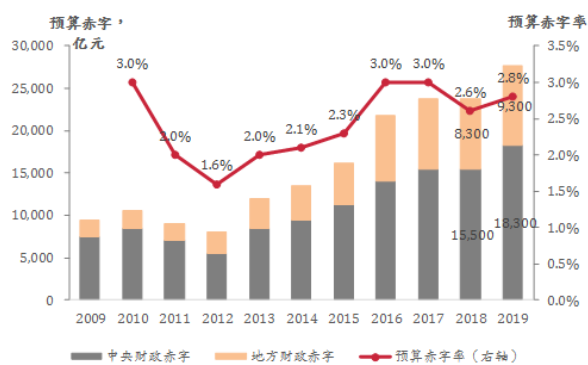
圖2：財政和貨幣政策要點比較

	2019年	2018年	變動方向
財政政策要點			
總基調	積極的財政政策要 加力提效	積極的財政政策取向不變，要 聚力增效	↑
赤字率	2.8%	2.6%	↑
赤字規模	2.76萬億元	2.38萬億元	↑
財政支出	>23萬億元	21萬億元	↑
中央對地方轉移支付	增長10.9%	增長10.9%	→
地方政府專項債	2.15萬億元	1.35萬億元	↑
減稅降費規模	全年減輕企業稅收和社保繳費負擔近 2萬億元 。	1萬億元以上 ，其中減稅8000億元	↑
貨幣政策要點			
總基調	穩健的貨幣政策要 松緊適度	穩健的貨幣政策保持中性，要 松緊適度	↑
貨幣供給	廣義貨幣M2和社會融資規模增速要與 國內生產總值名義增速相匹配	廣義貨幣M2、信貸和社會融資規模 合理增長	→
流動性	保持流動性 合理充裕	維護流動性 合理穩定	↑

注：向上的箭頭表示政策更為積極/寬鬆

資料來源：《政府工作報告》，招商銀行研究院，招銀國際研究

圖3：政府赤字安排



資料來源：Wind，招商銀行研究院，招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。