

新時代擁抱品質變革

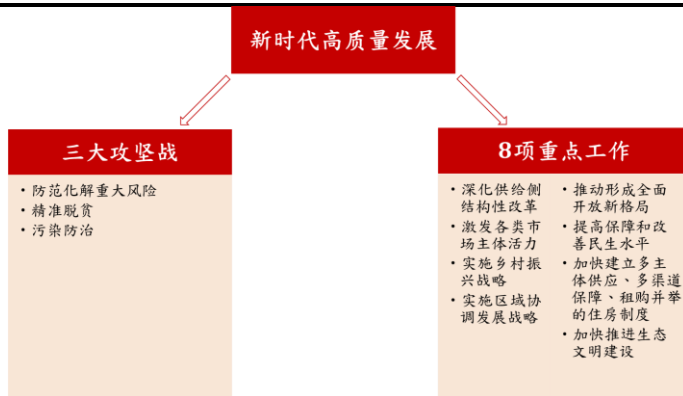
——中央經濟工作會議點評

2018年經濟工作：由高速增長轉向高品質發展，打贏三大攻堅戰

“高品質發展貫穿始終”；更關注新動力。2018年中央經濟工作會議已於12月18-20日召開。“高品質發展”作為本次會議的核心貫穿始終。在會議公報中，“品質”一詞被提及多達17次。中國經濟發展進入了新時代，其基本特徵就是已由高速增長階段轉向高品質發展階段。十九大報告不再提GDP增速目標，本次中央經濟工作會議也未和以往一樣提及“適度擴大總需求”，而是定調“推動高品質發展是當前和今後一個時期確定發展思路、制定經濟政策、實施宏觀調控的根本要求”。十九大報告在以往強調品質、效率（效益）的基礎上增加了“動力”，本次中央經濟工作會議也再次重申要推動品質變革、效率變革、動力變革。關注“動力變革”在我們看來，也將是2018年中國經濟工作的重要內容，注意到供給側結構性改革的重點也將進一步深化至培育新動能和強化科技創新等方面。

三大攻堅戰和8項重點工作。在具體戰術層面，會議提到今後三年要重點抓“防範化解重大風險、精準脫貧、污染防治”三大攻堅戰。圍繞推動高品質發展，會議指出2018年要重點做好8項重點工作，即（1）深化供給側結構性改革；（2）激發各類市場主體活力；（3）實施鄉村振興戰略；（4）實施區域協調發展戰略；（5）推動形成全面開放新格局；（6）提高保障和改善民生水準；（7）加快建立多主體供應、多管道保障、租購並舉的住房制度；（8）加快推進生態文明建設。

圖1:推動高品質發展的三大攻堅戰和8項重點工作



資料來源：中央經濟工作會議公報、招銀國際研究

打贏三大攻堅戰

在戰術層面，今後3年要重點抓“防範化解重大風險、精準脫貧、污染防治”三大攻堅戰。這三方面看似獨立，卻有內在一致性，即推動高品質發展。防風險是發展的前提和底線，重點是防控金融風險，服務於供給側結構性改革這條主線；脫貧說的是在發展的道路上一個都不能落下，今年格外強調要保證脫貧品質；污染防治則是確保發展過程不以犧牲生態環境品質為代價，要使主要污染物排放總量大幅減少，生態環境品質總體改善。

1. 防風險為三大攻堅戰之首

在明年的三大攻堅戰中，防範化解重大風險列在首位，重點是防控金融風險，服務於供給側結構性改革這條主線，促進形成金融和實體經濟、金融和房地產、金融體系內部的良性迴圈。

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

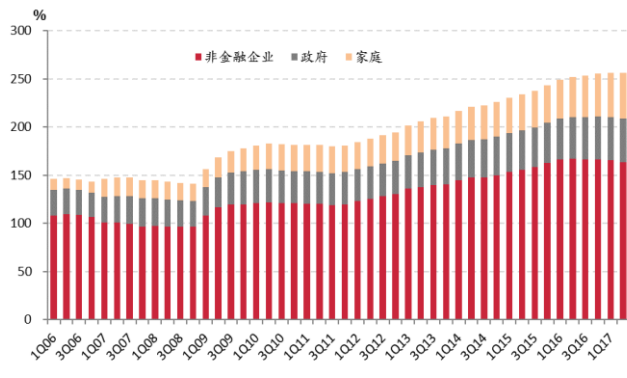
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

高杠杆是風險根源。12月8日的政治局會議亦提及“要使宏觀杠杆率得到有效控制”，金融服務實體的能力增強。高杠杆是風險的重要根源，在實體部門體現為過度負債，在金融領域體現為信用過快擴張，而高杠杆在一定程度上是過往一味追求增長目標、強調需求擴張的結果。所以十九大會議和本次中央經濟工作會議弱化增速目標、避提“適度擴大總需求”，可以說是從思想根源上起到抑制杠杆率繼續攀升的作用。

有效控制宏觀杠杆率。官方統計2016年末中國宏觀杠杆率為247%，其中企業部門杠杆率達到165%，高於國際警戒線（國際清算銀行統計的G20國家企業部門杠杆率為95.2%）。我們觀測國際清算銀行的資料發現，中國企業部門的杠杆率雖較高，但2017年開始得到有效控制並出現小幅下降，總的宏觀杠杆率也保持穩定。這樣的趨勢是樂觀的，但宏觀杠杆率居高不下有一些深層問題亟待進一步解決，比如部分國有企業債務風險突出，“僵屍企業”市場出清遲緩；一些地方政府也以各類“名股實債”和購買服務等方式加杠杆，理財業務存在多層嵌套、資產負債期限錯配等問題。不難歸納出2018年防範金融風險的主要工作會聚焦在以下幾個方面：一是國企去杠杆；二是地方債；三是執行資管新規，打破剛兌等。

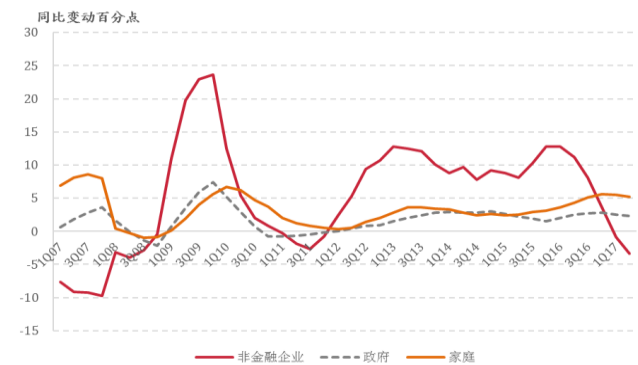
防控金融風險。央行行長周小川在之前表示“高杠杆是宏觀金融脆弱性的總根源”，並多次談及防範系統性金融風險與避免“明斯基時刻”。11月中，央行會同銀監會、證監會等五部委出臺了《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》的徵求意見稿。其中提到資管業務的底線在於“堅持嚴控風險”，防止金融風險跨行業、跨市場、跨區域傳遞。新規的核心措施包括“破剛兌”、“降杠杆”、“禁止資金池”：即打破剛性兌付和產品多層嵌套，禁止具有滾動發行、集合運作、分離定價特徵的資金池業務，嚴防杠杆不清、套利嚴重、投機頻繁等問題。

圖 2: 宏觀杠杆構成中，企業部門杠杆率較高



資料來源：國際清算銀行、招銀國際研究

圖 3: 2017年企業部門杠杆率得到有效控制，同比出現負增長



資料來源：國際清算銀行、招銀國際研究

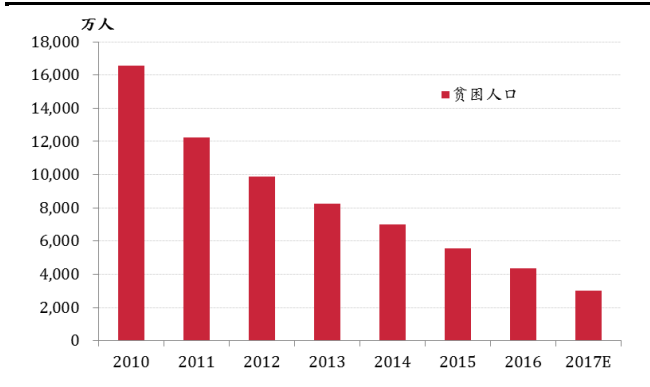
2. 精準脫貧

“一個都不能落下”。今年中央經濟工作會議提到脫貧扶貧的篇幅多於往年。扶貧脫貧不僅僅是政治任務，更事關全域，是中國經濟高品質發展過程中不可忽視的一個環節：實現全面小康，“一個都不能落下”。自2013年以來，扶貧脫貧工作取得了豐碩成果。2013至2016年，全國累計減貧5564萬人，年均每年減貧1391萬人。2017年，預計貧困人口將再減少1300萬左右，離十九大報告中提及的“確保到2020年在現行標準下農村貧困人口實現脫貧”的目標更近一步。

提高扶貧品質，激發貧困人口內生動力。2013年將扶貧作為衡量政績的主要考核指標，今年的十九大報告進一步指出要“堅持中央統籌省負總責市縣抓落實的工作機制，強化黨政一把手負總責的責任制”，確保扶貧脫貧能落到實處。“精準扶貧、精準脫貧”是十八大以後扶貧工作的主要思路，本次會議在重申要打好精準脫貧攻堅戰的同時，更強調了“品質”和“內生動力”。即要保證現行標準下的脫貧品質，既不降低標準，也不吊高胃口，瞄準特定貧困群眾精準幫扶，

向深度貧困地區聚焦發力；注重扶貧同扶志、扶智相結合，激發貧困人口內生脫貧動力。

圖 4: 現行官方貧困線標準下貧困人口數量



資料來源：政府統計資料、招銀國際研究

圖 5: 中央經濟工作會議對扶貧工作的要求

會議日期	工作年份	涉及扶貧的主要內容	完整表述
2013年12月10日至13日	2014	扶貧作為衡量政績的主要考核指標； 提高扶貧工作的精準性、有效性、持續性	扎扎實實打好扶貧攻堅戰，讓貧困地區群眾生活不斷好起來，貧困地區要把提高扶貧對象生活水平作為衡量政績的主要考核指標，扶貧工作要科學規劃、因地制宜、抓住重點，提高精準性、有效性、持續性。
2014年12月9日至11日	2015	貧困家庭孩子的教育； 因地制宜發展特色經濟（產業幫扶）； 精準脫貧	扶貧工作事關全局，全黨必須高度重視。要讓貧困家庭的孩子都能接受公平的有質量的教育，不要讓孩子輸在起跑線上。要因地制宜發展特色經濟，加大對基本公共服務和扶貧濟困工作的支持力度。要更多面向特定人口、具體人口，實現精準脫貧，防止平均數掩蓋大多數。
2015年12月18日至21日	2016	精準扶貧、精準脫貧； 貧困人口建檔立卡； 提高扶貧質量	要打好脫貧攻堅戰，堅持精準扶貧、精準脫貧，瞄準建檔立卡貧困人口，加大資金、政策、工作等投入力度，真抓實幹，提高扶貧質量。
2016年12月14日至16日	2017	精準扶貧、精準脫貧	要更有力、更扎實推進脫貧攻堅各項工作，集中力量攻克薄弱環節，把功夫用到幫助貧困群眾解決實際問題上，推動精準扶貧、精準脫貧各項政策措施落地生根。
2017年12月18日至20日	2018	扶貧和扶志、扶智相結合，激發貧困人口內生動力； 提高脫貧質量	打好精準脫貧攻堅戰，要保證現行標準下的脫貧質量，既不降低標準，也不吊高胃口，瞄準特定貧困群眾精準幫扶，向深度貧困地區聚焦發力，激發貧困人口內生動力，加強考核監督。

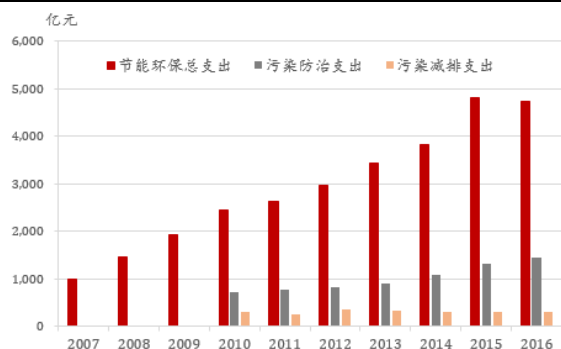
資料來源：歷次中央經濟工作會議、招銀國際研究

3. 污染防治

決心、力度、成效之大前所未有。十九大將“美麗中國”寫入強國目標，對加強生態文明建設提出了新要求，強調必須堅持節約優先、保護優先、自然恢復為主的方針，形成節約資源和保護環境的空間格局、產業結構、生產方式、生活方式。作為高品質發展的重要構成，生態文明建設也是本次中央經濟會議重大關切之一。由去年的“有所好轉”到今年的“明顯好轉”，會議肯定了污染防治取得的成效。著力大幅減少主要污染物排放總量，實施好生態保護修復重大工程。

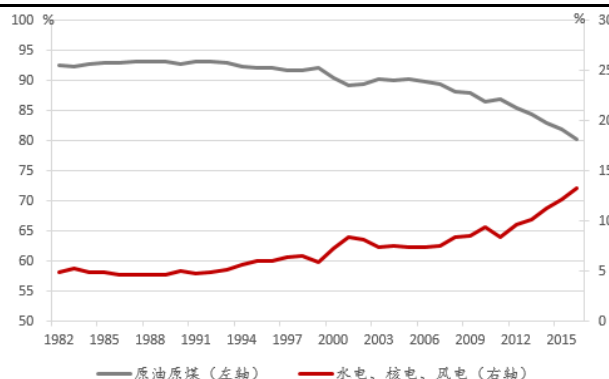
調整產業結構，打贏藍天保衛戰。為了實現防治目標，特別是用今後3年時間打贏藍天保衛戰，需要進一步淘汰落後產能，調整能源結構，實行能耗總量和強度“雙控”行動，並培育一批專門從事生態保護修復的專業化企業。發改委此前也表示要深入實施“中國製造 2025”，深化製造業與互聯網融合發展，支持重點行業改造升級，加快發展壯大戰略性新興產業。推動能源結構優化，降低煤炭消費比重，提高非化石能源比重。

圖 6: 節能環保方面的財政支出穩步提升



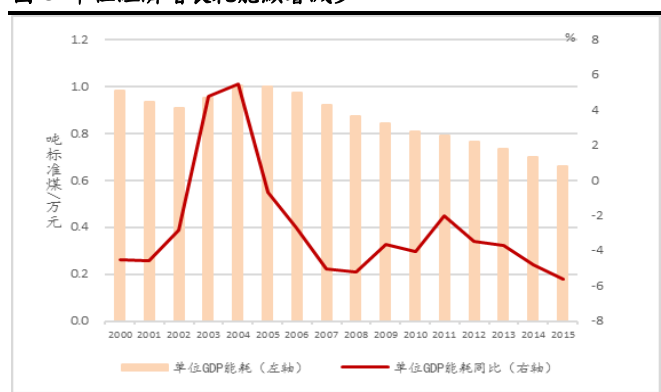
資料來源：財政部、招銀國際研究

圖 7: 傳統能源占能源消費比重下降明顯，新能源發展迅速



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 8: 單位經濟增長耗能顯著減少



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

八項重點工作及主要看點

圖 9: 2018 年推動高品質發展的 8 項重點工作

關鍵字	工作目標	重點舉措
供給側改革	深化供給側結構性改革	<ul style="list-style-type: none"> “三大轉變”：中國製造向中國創造，中國速度向中國品質，製造大國向製造強國 要素市場化配置改革：“破”、“立”、“降” “破”：無效供給和“僵屍企業” “立”：創新產業、新動能 “降”：實體經濟和制度性交易成本
國企改革	激發各類市場主體活力	<ul style="list-style-type: none"> 國企國資：“管資本”為主，改革授權經營體制 民營企業：產權保護，負面清單制度，親清新型政商關係
鄉村振興	實施鄉村振興戰略	<ul style="list-style-type: none"> 城鄉融合，要素下鄉 農業供給側改革，“增產”轉向“提質”
區域協調	實施區域協調發展戰略	<ul style="list-style-type: none"> 公共服務均等化，戶籍制度改革，發展特色小鎮 重點區域：京津冀（雄安），長江經濟帶，“一帶一路”，粵港澳大灣區等
擴大開放	推動形成全面開放新格局	<ul style="list-style-type: none"> 全面實行准入前國民待遇加負面清單管理模式 提升出口品質，降關稅、增進口
改善民生	提高保障和改善民生水準	<ul style="list-style-type: none"> 教育，就業，養老，醫療，網路資訊安全
住房制度	加快建立多主體供應、多管道保障、租購並舉的住房制度	<ul style="list-style-type: none"> 住房租賃：支持長期租賃，專業化、機構化租賃企業 長效機制，中央地方分清單權，差別化調控
生態文明	加快推進生態文明建設	<ul style="list-style-type: none"> 培育專業化企業，實施“水十條”“土十條” 市場化、多元化補償機制

資料來源：中央經濟工作會議、招銀國際研究

❖ 深化供給側結構性改革：強調新動能的培育

“破、立、降”，看點在“立”。前兩年的供給側結構性改革強調“三去一降一補”五大任務，今年強調通過“破、立、降”來深化要素市場化配置改革。“破”，即破除無效供給，把處置“僵屍企業”作為重要抓手，推動化解過剩產能；“立”，即培育新動能，強化科技創新；“降”，即降低實體經濟成本，降低制度性交易成本等。如果說“破”和“降”更多意義上是之前“三去一降一補”五大任務的深化和提煉，那“立”則可以說是賦予了供給側結構性改革新的內涵和任務：大力培育新動能，強化科技創新，推動傳統產業優化升級，培育一批具有創新能力的排頭兵企業。“立”的提出也呼應了經濟發展的“動力變革”。有了新動力、新動能，才能更好地推進中國製造向中國創造轉變，中國速度向中國品質轉變，製造大國向製造強國轉變。

❖ 激發各類市場主體活力

國企改革仍是改革重點。國企改革進入國有資產改革新階段，要推動國有資本做強做優做大，完善國企國資改革方案，圍繞管資本為主加快轉變國有資產監管機構職能，改革國有資本授權經營體制。十九大後，國資委主任肖亞慶也指出要深化國有資本投資運營公司綜合性改革，探索有效的運營模式，發揮國有資本市場化運作的專業平臺作用。事實上，近期國資改革已悄然加快，重點領域混合所有制改革持續推進，第三批混改試點企業名單正在制定。2018年國企改革也有望在資本市場中醞釀更多投資機會。

支持民營企業發展。與往年相比，本次會議花了更多篇幅闡述民企發展，具體要保護產權政策，依法甄別糾正社會反映強烈的產權糾紛案件。全面實施並不斷完善市場准入負面清單制度，破除歧視性限制和各種隱性障礙，加快構建親清新型政商關係。

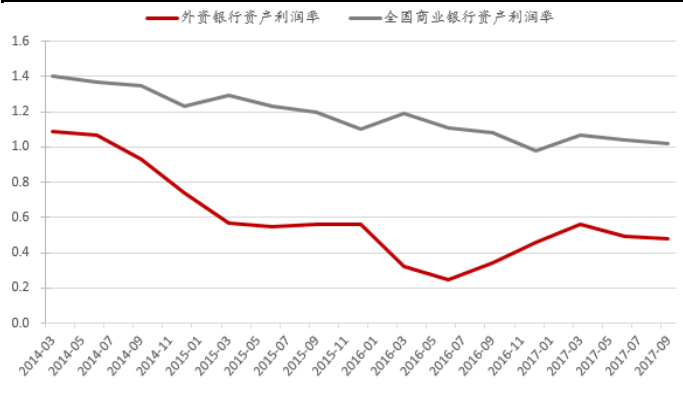
❖ 推動形成全面開放新格局

十九大報告中提到“推動形成全面開放新格局”，“中國開放的大門不會關閉，只會越開越大”，“發展更高層次的開放型經濟”。十九大之後的兩個月內各部門相繼出臺了推進開放的重大舉措，本次會議進一步強調和部署了該領域工作。

金融開放：進一步向外資開放金融市場。11月10日中國宣佈計畫放鬆對外資入股銀行和其他金融企業的股權比例的限制，取消之前的對中資銀行和金融資產管理公司的外資單一持股不超過20%、合計持股不超過25%的持股比例限制，將外資比例上限提升至51%。銀監會於12月13日發佈了《銀監會積極穩妥推進銀行業對外開放》通知，將擴大外資銀行業務經營空間，取消外資銀行人民幣業務等待期，支持外國銀行分行從事政府債券相關業務，放寬外國銀行分行從事人民幣零售存款要求，支援外資銀行參與金融市場業務，提高金融體系活力。其他擴大金融開放的舉措還包括深化人民幣匯率形成機制改革，穩步推進人民幣國際化。同時，准入前國民待遇加負面清單制度也是推進金融服務業對外開放的重要管理體制創新。

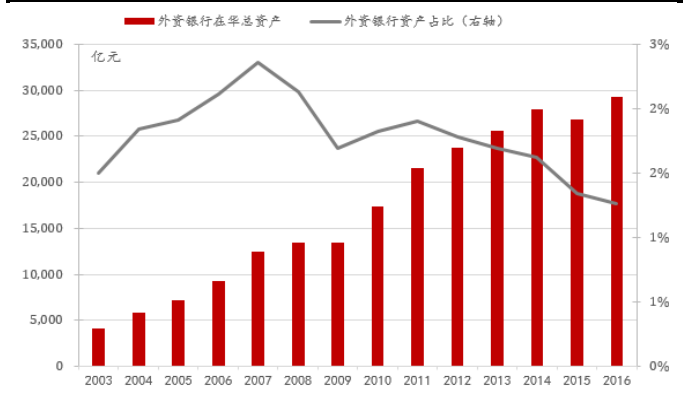
製造業與服務業開放步伐加快。主要在教育、電信、互聯網、文化、醫療、維修、航運服務等專業服務業領域和先進製造業領域進一步擴大開放，放寬投資准入限制。經濟中心向服務領域轉化的趨勢愈加明顯，但仍有巨大發展空間，推進開放有助於新業態產業和新市場主體的設立，形成以服務業為主導的高精尖經濟結構，是“高品質”發展方針的具體體現。

圖 10: 外資銀行資產利潤率低於全國平均水準



資料來源：銀監會、招銀國際研究

圖 11: 在華外資銀行資產占比下降



資料來源：銀監會、招銀國際研究

❖ 加快住房制度改革和長效機制建設

多主體供給、多管道保障。多元化市場的思路已經在十九大報告中體現出來，提出要“加快建立多主體供給、多管道保障、租購並舉的住房制度，讓全體人民住有所居”。中央政治局會議將“加快住房制度改革和長效機制建設”列為 2018 年要著力抓好的重點工作之一，並要求“力爭取得明顯成效”。此次中央經濟會議進一步強調要保持房地產市場調控政策連續性和穩定性，分清中央和地方事權，實行差別化調控。

發展住房租賃市場。醞釀多年的長效機制建設有望在明年實現突破性進展，特別是“住房租賃市場”政策部署已在超過 20 個省市開展，包括在需求端推行“租購同權”，允許公積金支付房租等；在供給端新增租賃用地比例，允許“商改租”，通過減稅鼓勵企業開展住房租賃業務和個人出租，並開展 REITs、政府和社會資本合作 (PPP) 模式等金融支援試點；支援專業化、機構化住房租賃企業發展。

圖 12: 中國主要省市住房租賃市場政策梳理

時間	地區	新建租賃住房項目	商改租	租賃業務稅收優惠	公積金支付房租	REITs 試點	公租房 PPP	租購同權	資訊服務與監管平臺
2016/8/10	甘肅	√	√	√	√	√		√	√
9/9	河北	√	√	√	√	√	√	√	√
9/14	遼寧	√	√	√	√	√	√	√	√
10/21	四川	√	√	√	√	√		√	√
10/25	安徽			√	√				√
11/15	寧夏		√		√	√	√		√
11/16	吉林	√	√	√	√	√	√	√	√
11/29	福建	√	√	√	√			√	√
12/20	湖南	√	√	√	√		√	√	√
12/29	河南	√	√	√	√	√	√	√	√
2017/1/12	貴州	√	√	√	√		√	√	√
1/23	廣東	√	√	√	√	√	√	√	√
2/7	雲南	√	√	√	√	√	√	√	√
8/28	深圳	√	√	√	√	√	√	√	√
9/15	上海	√	√	√	√	√		√	√
9/29	北京					√		√	√
10/20	山東	√	√	√	√			√	√
11/14	浙江	√	√	√	√	√		√	√
11/28	江西	√	√	√	√		√	√	√

資料來源：各省市政府檔、招銀國際研究

財政政策強調“支出結構調整”，貨幣繼續穩健中性

財政政策關注點在結構調整。自 2013 年以來，中央經濟工作一直堅持積極的財政政策和穩健的貨幣政策基調。然而對於政策基調的具體闡述逐年有微調。財政政策 2015-2016 年強調力度，2017 年強調有效性，2018 年保持取向不變，關鍵字為“調支出結構”，指出要調整優化財政支出結構，確保對重點領域和專案的支持力度，壓縮一般性支出，以及加強地方政府債務管理。

貨幣政策穩健中性，料邊際收緊。在守住穩健的前提下，貨幣政策的提法在 2017 年從此“靈活適度”轉為“穩健中性”。結合防風險、金融去杠杆等主要任務，以及全球央行流動性收緊的外部環境，不難判斷 2018 年中國貨幣政策的基調會持續邊際收緊，但收緊主要體現在加強監管、促進監管協調等層面；在貨幣供給方面要管住總開門，保持貨幣信貸和社融規模合理增長，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定，促進多層次資本市場發展，為實體經濟服務。

圖 13: 財政和貨幣政策基調

会议日期	工作年份	基調	具体闡述
2012年12月15日至16日	2013		无
2013年12月10日至13日	2014		无
2014年12月9日至11日	2015	积极的财政政策	积极的财政政策要 有力度 ；货币政策要更加注重 松紧适度
2015年12月18日至21日	2016	和 稳健的货币政策	积极的财政政策要 加大力度 ；稳健的货币政策要 灵活适度
2016年12月14日至16日	2017		财政政策要更加 积极有效 ；货币政策要保持 稳健中性
2017年12月18日至20日	2018		积极 的财政政策取向不变；稳健的货币政策要 保持中性

資料來源：歷次中央經濟工作會議、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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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資訊，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。