

新时代拥抱质量变革

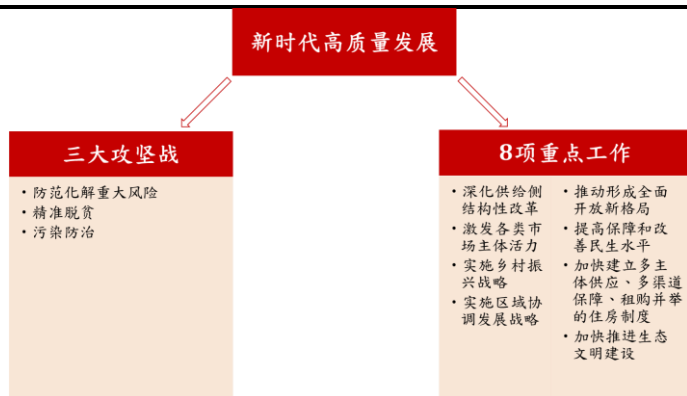
——中央经济工作会议点评

2018年经济工作：由高速增长转向高质量发展，打赢三大攻坚战

“高质量发展贯穿始终”；更关注新动力。2018年中央经济工作会议已于12月18-20日召开。“高质量发展”作为本次会议的核心贯穿始终。在会议公报中，“质量”一词被提及多达17次。中国经济发展进入了新时代，其基本特征就是已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。十九大报告不再提GDP增速目标，本次中央经济工作会议也未和以往一样提及“适度扩大总需求”，而是定调“推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求”。十九大报告在以往强调质量、效率（效益）的基础上增加了“动力”，本次中央经济工作会议也再次重申要推动质量变革、效率变革、动力变革。关注“动力变革”在我们看来，也将是2018年中国经济工作的重要内容，注意到供给侧结构性改革的重点也将进一步深化至培育新动能和强化科技创新等方面。

三大攻坚战和8项重点工作。在具体战术层面，会议提到今后三年要重点抓“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。围绕推动高质量发展，会议指出2018年要重点做好8项重点工作，即（1）深化供给侧结构性改革；（2）激发各类市场主体活力；（3）实施乡村振兴战略；（4）实施区域协调发展战略；（5）推动形成全面开放新格局；（6）提高保障和改善民生水平；（7）加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度；（8）加快推进生态文明建设。

图1:推动高质量发展的三大攻坚战和8项重点工作



资料来源：中央经济工作会议公报、招银国际研究

打赢三大攻坚战

在战术层面，今后3年要重点抓“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。这三方面看似独立，却有内在一致性，即推动高质量发展。防风险是发展的前提和底线，重点是防控金融风险，服务于供给侧结构性改革这条主线；脱贫说的是在发展的道路上“一个都不能落下”，今年格外强调要保证脱贫质量；污染防治则是确保发展过程不以牺牲生态环境质量为代价，要使主要污染物排放总量大幅减少，生态环境质量总体改善。

1. 防风险为三大攻坚战之首

在明年的三大攻坚战中，防范化解重大风险列在首位，重点是防控金融风险，服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环。

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

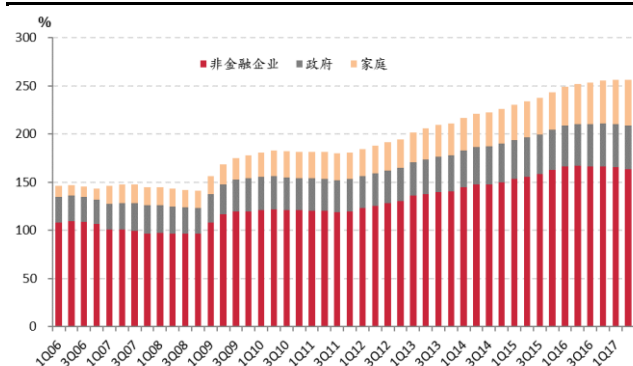
邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

高杠杆是风险根源。12 月 8 日的政治局会议亦提及“要使宏观杠杆率得到有效控制”，金融服务实体的能力增强。高杠杆是风险的重要根源，在实体部门体现为过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张，而高杠杆在一定程度上是过往一味追求增长目标、强调需求扩张的结果。所以十九大会议和本次中央经济工作会议弱化增速目标、避提“适度扩大总需求”，可以说是从思想根源上起到抑制杠杆率继续攀升的作用。

有效控制宏观杠杆率。官方统计 2016 年末中国宏观杠杆率为 247%，其中企业部门杠杆率达到 165%，高于国际警戒线（国际清算银行统计的 G20 国家企业部门杠杆率为 95.2%）。我们观测国际清算银行的数据发现，中国企业部门的杠杆率虽较高，但 2017 年开始得到有效控制并出现小幅下降，总的宏观杠杆率也保持稳定。这样的趋势是乐观的，但宏观杠杆率居高不下有一些深层问题亟待进一步解决，比如部分国有企业债务风险突出，“僵尸企业”市场出清迟缓；一些地方政府也以各类“名股实债”和购买服务等方式加杠杆，理财业务存在多层嵌套、资产负债期限错配等问题。不难归纳出 2018 年防范金融风险的主要工作会聚焦在以下几个方面：一是国企去杠杆；二是地方债；三是执行资管新规，打破刚兑等。

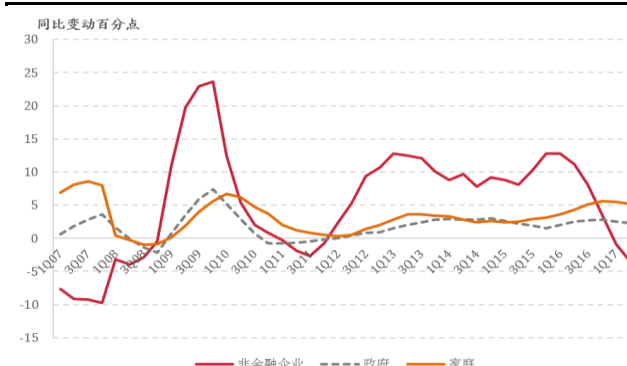
防控金融风险。央行行长周小川在之前表示“高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源”，并多次谈及防范系统性金融风险与避免“明斯基时刻”。11 月中，央行会同银监会、证监会等五部委出台了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的征求意见稿。其中提到资管业务的底线在于“坚持严控风险”，防止金融风险跨行业、跨市场、跨区域传递。新规的核心措施包括“破刚兑”、“降杠杆”、“禁止资金池”：即打破刚性兑付和产品多层嵌套，禁止具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务，严防杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题。

图 2: 宏观杠杆构成中，企业部门杠杆率较高



资料来源：国际清算银行、招银国际研究

图 3: 2017 年企业部门杠杆率得到有效控制，同比出现负增长



资料来源：国际清算银行、招银国际研究

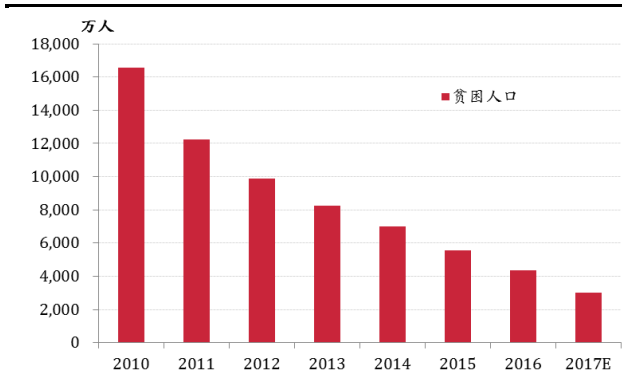
2. 精准脱贫

“一个都不能落下”。今年中央经济工作会议提到脱贫攻坚的篇幅多于往年。扶贫脱贫不仅仅是政治任务，更事关全局，是中国经济高质量发展过程中不可忽视的一个环节：实现全面小康，“一个都不能落下”。自 2013 年以来，扶贫工作取得了丰硕成果。2013 至 2016 年，全国累计减贫 5564 万人，年均每年减贫 1391 万人。2017 年，预计贫困人口将再减少 1300 万左右，离十九大报告中提及的“确保到 2020 年在现行标准下农村贫困人口实现脱贫”的目标更近一步。

提高扶贫质量，激发贫困人口内生动力。2013 年将扶贫作为衡量政绩的主要考核指标，今年的十九大报告进一步指出要“坚持中央统筹省负总责市县抓落实的工作机制，强化党政一把手负总责的责任制”，确保扶贫脱贫能落到实处。“精准扶贫、精准脱贫”是十八大以后扶贫工作的主要思路，本次会议在重申要打好精准脱贫攻坚战的同时，更强调了“质量”和“内生动力”。即要保证现行标准下的脱贫质量，既不降低标准，也不吊高胃口，瞄准特定贫困群众精准帮扶，

向深度贫困地区聚焦发力；注重扶贫同扶志、扶智相结合，激发贫困人口内生脱贫动力。

图 4: 现行官方贫困线标准下贫困人口数量



资料来源：政府统计数据、招银国际研究

图 5: 中央经济工作会议对扶贫工作的要求

会议日期	工作年份	涉及扶贫的主要内容	完整表述
2013年12月10日至13日	2014	扶贫作为衡量政绩的主要考核指标； 提高扶贫工作的精准性、有效性、持续性	扎扎实实打好扶贫攻坚战，让贫困地区群众生活不断好起来，贫困地区要把提高扶贫对象生活水平作为衡量政绩的主要考核指标，扶贫工作要科学规划、因地制宜、抓住重点，提高精准性、有效性、持续性。
2014年12月9日至11日	2015	贫困家庭孩子的教育； 因地制宜发展特色产业（产业帮扶）； 精准脱贫	扶贫工作事关全局，全党必须高度重视。要让贫困家庭的孩子都能接受公平的有质量的教育，不要让孩子输在起跑线上。要因地制宜发展特色产业，加大对基本公共服务和扶贫济困工作的支持力度。要更多面向特定人口、具体人口，实现精准脱贫，防止平均数掩盖大多数。
2015年12月18日至21日	2016	精准扶贫、精准脱贫； 贫困人口建档立卡； 提高扶贫质量	要打好脱贫攻坚战，坚持精准扶贫、精准脱贫，瞄准建档立卡贫困人口，加大资金、政策、工作等投入力度，真抓实干，提高扶贫质量。
2016年12月14日至16日	2017	精准扶贫、精准脱贫	要更有力、更扎实推进脱贫攻坚各项工作，集中力量攻克薄弱环节，把功夫用到帮助贫困群众解决实际问题上，推动精准扶贫、精准脱贫各项政策措施落地生根。
2017年12月18日至20日	2018	扶贫和扶志、扶智结合，激发贫困人口内生动力； 提高脱贫质量	打好精准脱贫攻坚战，要保证现行标准下的脱贫质量，既不降低标准，也不吊高胃口，瞄准特定贫困群众精准帮扶，向深度贫困地区聚焦发力，激发贫困人口内生动力，加强考核监督。

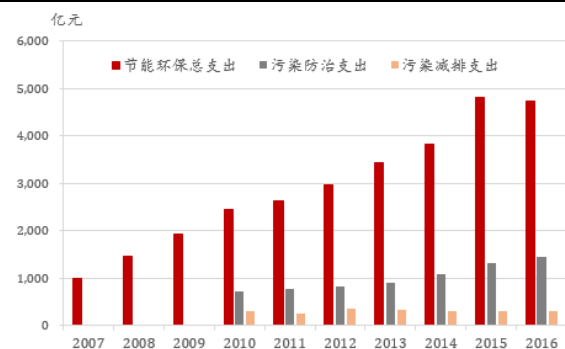
资料来源：历次中央经济工作会议、招银国际研究

3. 污染防治

决心、力度、成效之大前所未有。十九大将“美丽中国”写入强国目标，对加强生态文明建设提出了新要求，强调必须坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主的方针，形成节约资源和保护环境的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式。作为高质量发展的重要构成，生态文明建设也是本次中央经济会议重大关切之一。由去年的“有所好转”到今年的“明显好转”，会议肯定了污染防治取得的成效。着力大幅减少主要污染物排放总量，实施好生态保护修复重大工程。

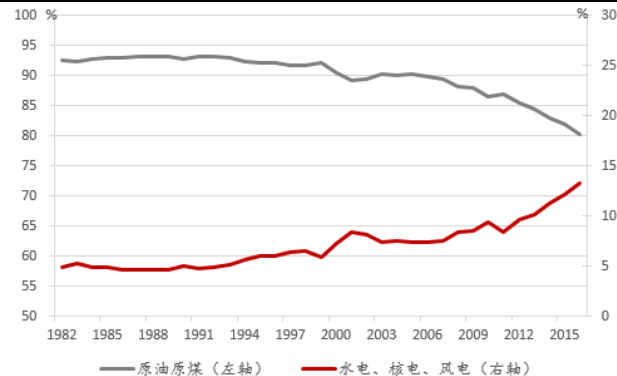
调整产业结构，打赢蓝天保卫战。为了实现防治目标，特别是用今后3年时间打赢蓝天保卫战，需要进一步淘汰落后产能，调整能源结构，实行能耗总量和强度“双控”行动，并培育一批专门从事生态保护修复的专业化企业。发改委此前也表示要深入实施“中国制造2025”，深化制造业与互联网融合发展，支持重点行业改造升级，加快发展壮大战略性新兴产业。推动能源结构优化，降低煤炭消费比重，提高非化石能源比重。

图 6: 节能环保方面的财政支出稳步提升



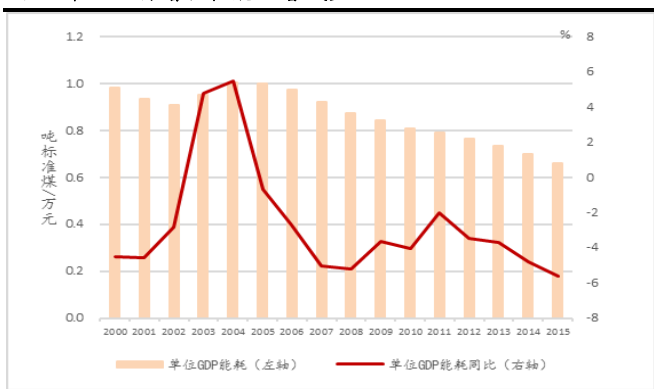
资料来源: 财政部、招银国际研究

图 7: 传统能源占能源消费比重下降明显, 新能源发展迅速



资料来源: 国家统计局、招银国际研究

图 8: 单位经济增长耗能显著减少



资料来源: 国家统计局、招银国际研究

八项重点工作及主要看点

图 9: 2018 年推动高质量发展的 8 项重点工作

关键词	工作目标	重点举措
供给侧改革	深化供给侧结构性改革	“三大转变”：中国制造向中国创造，中国速度向中国质量，制造大国向制造强国 - 要素市场化配置改革：“破”、“立”、“降” “破”：无效供给和“僵尸企业” “立”：创新产业、新动能 “降”：实体经济和制度性交易成本
国企改革	激发各类市场主体活力	- 国企国资：“管资本”为主，改革授权经营体制 - 民营企业：产权保护，负面清单制度，亲清新型政商关系
乡村振兴	实施乡村振兴战略	- 城乡融合，要素下乡 - 农业供给侧改革，“增产”转向“提质”
区域协调	实施区域协调发展战略	- 公共服务均等化，户籍制度改革，发展特色小镇 - 重点区域：京津冀（雄安），长江经济带，“一带一路”，粤港澳大湾区等
扩大开放	推动形成全面开放新格局	- 全面实行准入前国民待遇加负面清单管理模式 - 提升出口质量，降关税、增进口
改善民生	提高保障和改善民生水平	教育，就业，养老，医疗，网络信息安全
住房制度	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度	- 住房租赁：支持长期租赁，专业化、机构化租赁企业 - 长效机制，中央地方分清事权，差别化调控
生态文明	加快推进生态文明建设	- 培育专业化企业，实施“水十条”“土十条” - 市场化、多元化补偿机制

资料来源: 中央经济工作会议、招银国际研究

❖ 深化供給側結構性改革：強調新动能的培育

“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“僵尸企業”作為重要抓手，推動化解過剩產能；“立”，即培育新动能，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：大力培育新动能，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、新动能，才能更好地推進中國製造向中國創造轉變，中國速度向中國質量轉變，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專業平台作用。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營企業發展，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。

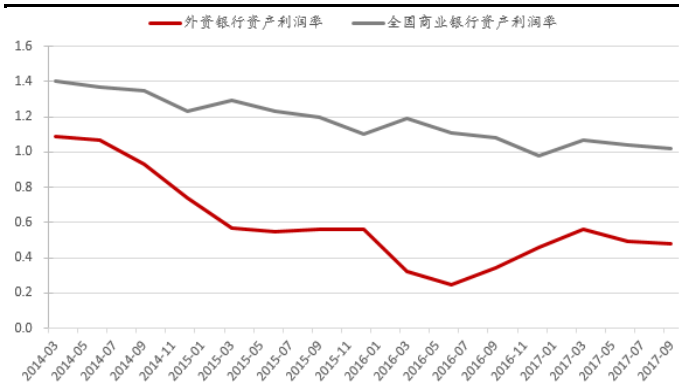
❖ 推動形成全面開放新格局

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”，“發展更高层次的開放型經濟”。十九大之後的兩個月內各部門相繼出台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 日中國宣布計劃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 日發布了《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，支持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。

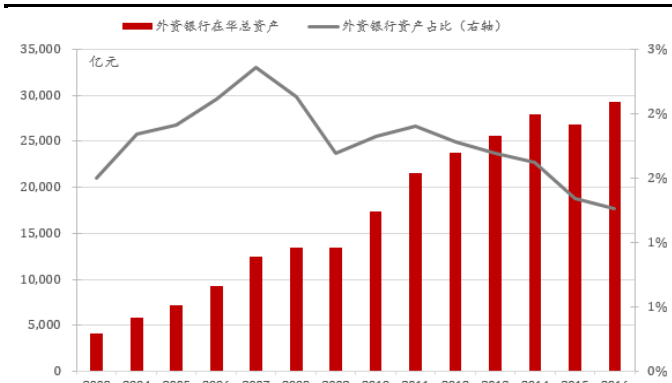
製造業與服務業開放步伐加快。主要在教育、電信、互聯網、文化、醫療、維修、航運服務等專業服務業領域和先進製造業領域進一步擴大開放，放寬投資准入限制。經濟中心向服務領域轉化的趨勢愈加明顯，但仍有巨大發展空間，推進開放有助於新業態產業和新市場主體的設立，形成以服務業為主導的高精尖經濟結構，是“高質量”發展方針的具體體現。

图 10: 外资银行资产利润率低于全国平均水平



资料来源: 银监会、招银国际研究

图 11: 在华外资银行资产占比下降



资料来源: 银监会、招银国际研究

❖ 加快住房制度改革和长效机制建设

多主体供给、多渠道保障。多元化市场的思路已经在十九大报告中体现出来, 提出要“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让全体人民住有所居”。中央政治局会议将“加快住房制度改革和长效机制建设”列为 2018 年要着力抓好的重点工作之一, 并要求“力争取得明显成效”。此次中央经济会议进一步强调要保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。

发展住房租赁市场。酝酿多年的长效机制建设有望在明年实现突破性进展, 特别是“住房租赁市场”政策部署已在超过 20 个省市开展, 包括在需求端推行“租购同权”, 允许公积金支付房租等; 在供给端新增租赁用地比例, 允许“商改租”, 通过减税鼓励企业开展住房租赁业务和个人出租, 并开展 REITs、政府和社会资本合作 (PPP) 模式等金融支持试点; 支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

图 12: 中国主要省市住房租赁市场政策梳理

时间	地区	新建租赁住房项目	商改租	租赁业务税收优惠	公积金支付房租	REITs 试点	公租房 PPP	租购同权	信息服务与监管平台
2016/8/10	甘肃	√	√	√	√	√		√	√
9/9	河北	√	√	√	√	√	√	√	√
9/14	辽宁	√	√	√	√	√	√	√	√
10/21	四川	√	√	√	√	√		√	√
10/25	安徽			√	√				√
11/15	宁夏		√		√	√	√		√
11/16	吉林	√	√	√	√	√	√	√	√
11/29	福建	√	√	√	√			√	√
12/20	湖南	√	√	√	√		√	√	√
12/29	河南	√	√	√	√	√	√	√	√
2017/1/12	贵州	√	√	√	√		√	√	√
1/23	广东	√	√	√	√	√	√	√	√
2/7	云南	√	√	√	√	√	√	√	√
8/28	深圳	√	√	√	√	√	√	√	√
9/15	上海	√	√	√	√	√		√	√
9/29	北京					√		√	√
10/20	山东	√	√	√	√			√	√
11/14	浙江	√	√	√	√	√		√	√
11/28	江西	√	√	√	√		√	√	√

资料来源: 各省市文件、招银国际研究

财政政策强调“支出结构调整”，货币继续稳健中性

财政政策关注点在结构调整。自 2013 年以来，中央经济工作一直坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基调。然而对于政策基调的具体阐述逐年有微调。财政政策 2015-2016 年强调力度，2017 年强调有效性，2018 年保持取向不变，关键词为“调支出结构”，指出要调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，以及加强地方政府债务管理。

货币政策稳健中性，料边际收紧。在守住稳健的前提下，货币政策的提法在 2017 年从此前“灵活适度”转为“稳健中性”。结合防风险、金融去杠杆等主要任务，以及全球央行流动性收紧的外部环境，不难判断 2018 年中国货币政策的基调会持续边际收紧，但收紧主要体现在加强监管、促进监管协调等层面；在货币供给方面要管住总闸门，保持货币信贷和社融规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场发展，为实体经济服务。

图 13: 财政和货币政策基调

会议日期	工作年份	基调	具体阐述
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 和 稳健的货币政策	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		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

资料来源：历次中央经济工作会议、招银国际研究

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的分析员，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作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責任。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著区别，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，请与我们联系。

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 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。