

2018 經濟增長目標中的新看點

——全國“兩會”系列報告之一

2018年3月5日，第十三屆全國人大第一次會議在北京召開，國務院總理李克強在會上作政府工作報告，總結過去五年工作成果，並提出2018年經濟發展的預期目標。今年的目標與往年相比，我們認為有四個主要新看點值得市場關注。

- ❖ **全年 GDP 增速預期 6.5%左右，與去年保持一致。**去年實際國內生產總值增速達到 6.9%，好於預期。今年我們預計 GDP 實際增速為 6.7%，主要由於去杠杆、金融監管加強、投資增速疲軟、中美貿易爭端等負面因素影響的升級。儘管今年全國的經濟增速目標與去年相同，但我們整理地方政府工作報告發現，有超過 2/3 的省、自治區和直轄市於 2018 年調低經濟增速，調整的幅度大多為 0.5 個百分點左右。在通脹、收入增長和新增就業方面，今年的政府工作報告維持了去年的預期目標，即居民消費價格漲幅 3% 左右、居民收入增長和經濟增長基本同步、城鎮新增就業 1100 萬人以上。
- ❖ **新看點之一：首次將調查失業率列入目標。**往年的報告關於就業率的指標只有城鎮登記失業率（2015 年起預期目標均為 4.5% 以內），今年的就業指標有所變化，新增了城鎮調查失業率，該指標在數據來源、失業人口定義等方面均與登記失業率不同，在統計範圍上既包括戶籍意義上的本地人，也包括外來的常住人口。所以通常認為調查失業率能夠更全面更準確反映城鎮勞動力的真實就業情況。今年政府目標將城鎮調查失業率控制在 5.5% 以內。
- ❖ **新看點之二：增加關於宏觀杠杆率的表述。**其實在去年的政府工作報告裏，作為供給側改革“三降一去一補”的內容之一，杠杆率也曾經被提及。但在今年的報告中，“宏觀杠杆率保持基本穩定”上升到經濟工作的主要目標之一，其重要性可見一斑。央行此前透露的官方統計表明，2016 年末中國的宏觀杠杆率為 247%，其中企業部門杠杆率為 165%，“高於國際警戒綫”；但 2017 年隨著去杠杆工作積極穩妥地推進，宏觀杠杆率“漲幅明顯收窄、總體趨於穩定”。國際清算銀行截至 2017 年二季度末的數據顯示出類似的趨勢：2017 年中國宏觀杠杆率增速開始放緩，尤其是企業杠杆率已經出現下滑；截至 2017 年二季度末，宏觀杠杆率為 255.9%，基本持平於 2016 年末的 255.1%。2018 年去杠杆仍將是防風險的首要任務之一，工作重點會聚焦在金融、國企和地方政府隱性債務。
- ❖ **新看點之三：未對 M2 和社會融資規模增速設立定量目標。**報告重申貨幣政策保持穩健中性。但前兩年的報告都為 M2 和社會融資規模設定了增速目標（2017 年兩者目標均為 12% 左右），今年的表述則為“保持廣義貨幣 M2、信貸和社會融資規模合理增長”。在 M2 增速進入個位數的新常態下，我們認為略去定量目標更為合理。報告對於貨幣政策的表述還提到：（1）提高直接融資特別是股權融資比重；（2）用好差別化準備金、差异化信貸等政策，引導資金更多投向小微企業、“三農”和貧困地區，更好服務實體經濟。
- ❖ **新看點之四：財政赤字率下調至 2.6%。**財政赤字安排 2.38 萬億元，與去年持平，其中中央財政赤字 1.55 萬億元，地方財政赤字 8300 億元。這是兩年來首次下調財政赤字率，2016、2017 年均為 3%，下調幅度顯著。赤字率下調，主要是經濟穩中向好，使得財政增收有基礎，為宏觀調控留下更多政策空間。報告提出 2018 年要優化財政支出結構，提高財政支出的公共性、普惠性，嚴控一般性支出。

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

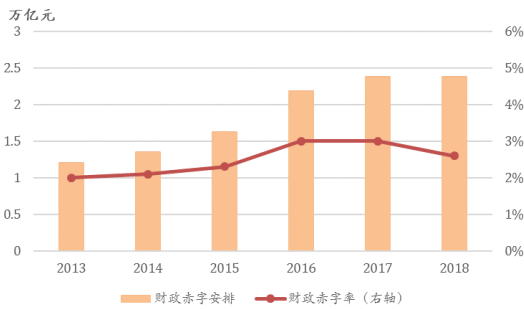
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1: 經濟增速目標整理

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

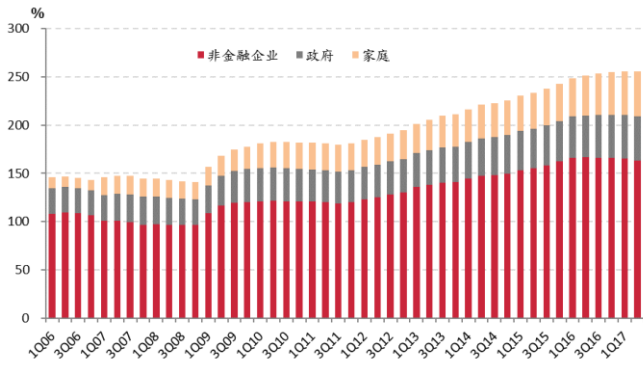
來源：政府工作報告，招銀國際證券

圖 2: 財政赤字率下調至 2.6%



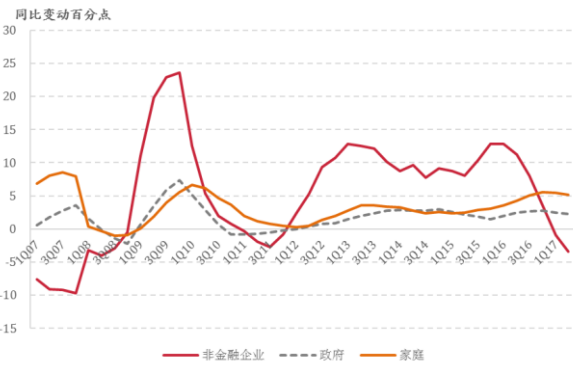
來源：政府工作報告，招銀國際證券

圖 3: 宏觀杠桿率走勢趨向平穩



來源：BIS，招銀國際證券

圖 4: 杠桿率增速下降，企業杠桿出現下降



來源：BIS，招銀國際證券

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。