



中国宏观经济报告

2019/3/5

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

多措并举，力求在更具弹性的增速基础上实现高质量发展

——2019 年政府工作报告点评

事项：

- 2019 年 3 月 5 日，第十三届全国人大二次会议在北京召开，李克强总理做政府工作报告。

主要观点：

- 经济：增速目标下调，更强调区间调控和高质量发展。**2019 年政府工作报告将经济增速目标设定为 6%-6.5%，与 2017 年和 2018 年 6.5% 左右的目标相比，今年政府经济目标弹性有所增加，而且体现出政府在较低增速的基础上重点提升经济发展质量的意图。
- 就业：首次将就业优先政策置于宏观政策层面。**“稳增长首要是为保就业”，针对我国就业市场存在的结构性问题，政府提出多种措施，以达到保就业稳增长的目的。
- 财政政策：减税降费力度空前。**大幅减税、降费、下调社保缴费比例，扩大专项债支持基建，但财政赤字目标并不高，二者的政策取向略有冲突。基于当前的经济状况和政策走向，我们预计今年实际赤字率会高于目标值。
- 货币政策：疏通货币政策传导渠道，促进宽货币传导至宽信用，继续定向降准和降低实际利率水平。**
- 稳增长：“三去一降一补”重心从三去转向一降一补，“三大攻坚战”重心由防风险转向稳增长。**政策重心转变较为显著。
- 房地产：有所淡化。**报告仅三次提到房地产，全篇并未对其单独成段阐述，也未提及棚改具体目标。我们认为当经济在目标区间运行时，政府会遵循房地产“房住不炒”、“因城施策”等长期政策定位，淡化其周期性作用。一旦经济滑出目标区间，其周期性调节作用将显著提升。
- 内需：挑起稳经济大梁。**在外需逐渐趋弱的大环境下，我国要依靠内需来挑起稳经济的大梁。



◆ 经济：增速目标下调，更强调区间调控和高质量发展

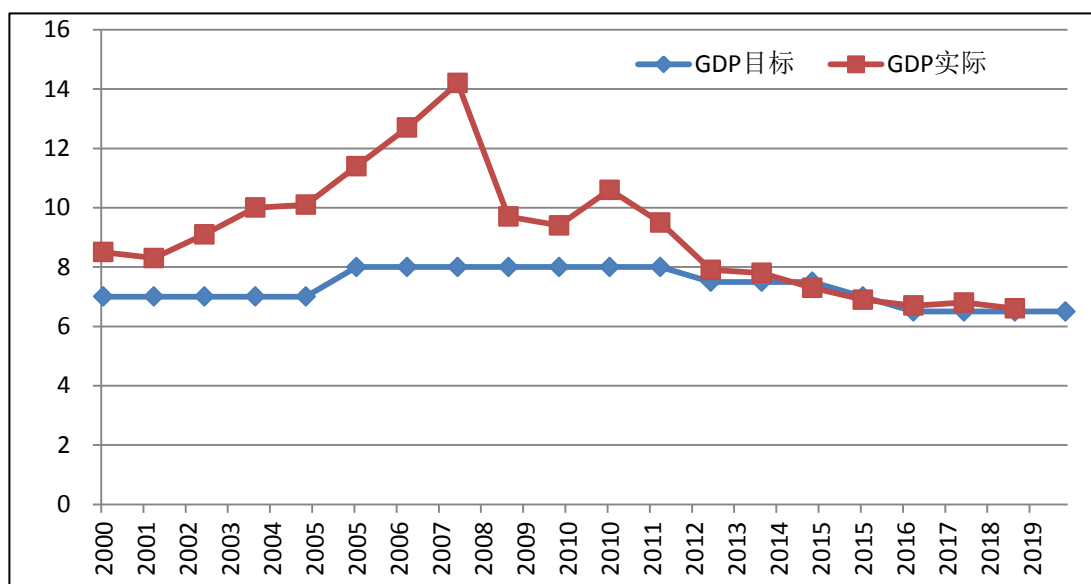
2019 年政府工作报告对当前经济形势的判断为：

外部——世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升；

内部——国内经济下行压力加大，消费增速减慢，有效投资增长乏力。

基于这个判断，政府将 2019 年经济增速目标设定为 6%-6.5%，与 2017 年和 2018 年 6.5%左右的增速目标相比，在下调经济增长目标的同时，更强调区间调控思维。报告中 4 次提到保持“经济运行在合理区间”，1 次提到“决不能让经济运行滑出合理区间”，体现出政府经济目标弹性的增加，以及政府在适当增速的基础上着力促进经济高质量发展的意图。

图表 1：GDP 增速目标下调，更强调区间调控

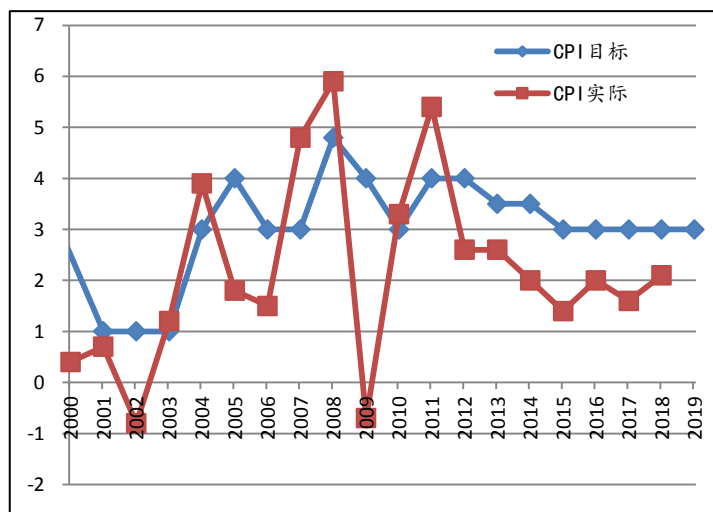


资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

其他主要经济指标的目标值和实际值走势如下：

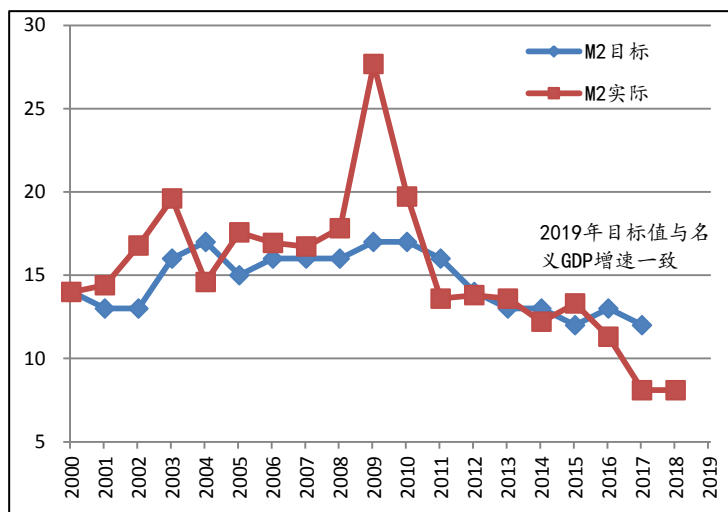


图表 2：当前无通胀压力



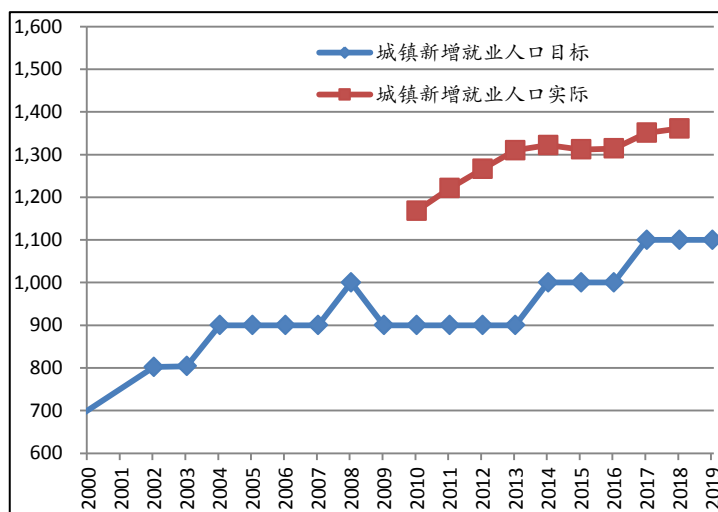
资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

图表 3：货币及信贷增速与名义 GDP 相一致



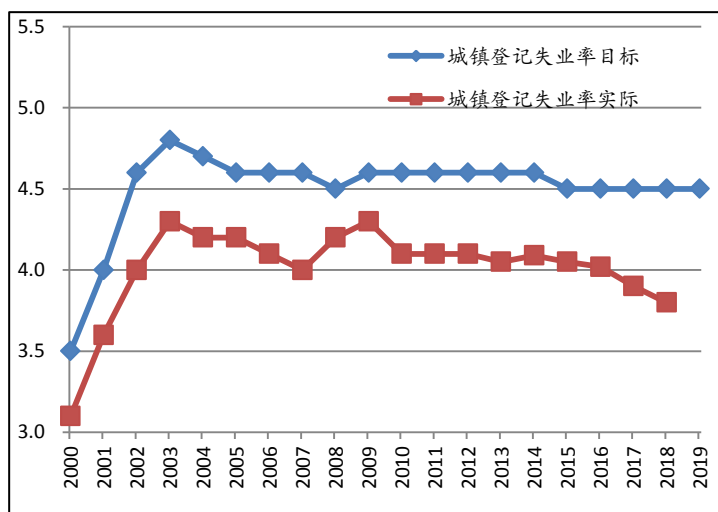
资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

图表 4：新增就业人口实际值持续高于目标值



资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

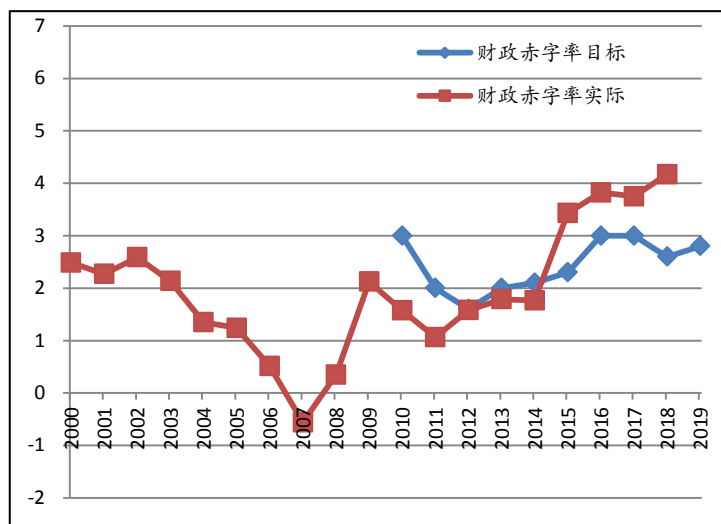
图表 5：失业率实际值持续低于目标值



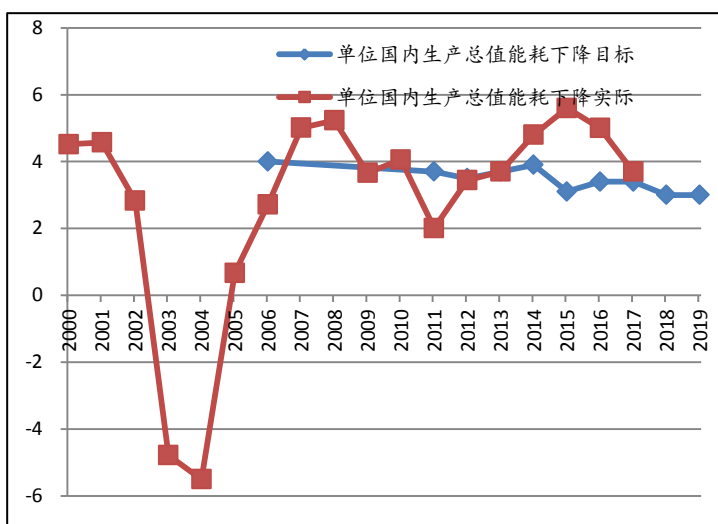
资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院



图表 6：近几年赤字率实际值均高于目标值



图表 7：单位 GDP 能耗目标值与实际值走势图



资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

◆ 就业：首次将就业优先政策置于宏观政策层面

今年政府工作报告对就业的重视度显著提升，提出“稳增长首要是为保就业”。今年城镇新增就业要在实现预期目标的基础上，力争达到近几年的实际规模，既保障城镇劳动力就业，也为农业富余劳动力转移就业留出空间。

虽然从之前一直使用的城镇新增就业人口及城镇登记失业率数据看，实际值均显著好于目标值，但我国就业市场存在较为显著的结构性问题，有些行业人才较为饱和，供给大于需要，有些行业持续出现用工荒，招工难现象。基于这种情况，2018年起，政府工作报告开始统计城镇调查失业率，以更全面地反映就业市场情况。2019年，政府对这一问题的重视度进一步提升，报告利用较大篇幅阐述稳定和扩大就业举措，比如从失业保险基金中出资用于职工仅能提升和转岗培训；完善高职院校招生办法、鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考；对招用农村贫困人口、城镇登记失业半年以上人员的企业减免税费等；以促进就业进一步增长，进而达到稳经济的目的。



◆ 财政政策：积极财政政策加力提效

本次政府工作报告的一大亮点是减税降负力度空前。但财政赤字目标并不高，二者的政策取向略有冲突。基于当前的经济状况，我们预计今年实际赤字率会高于目标值。

大幅减税、降费、下调社保缴费比例

政府工作报告提出，普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

在城镇职工基本养老保险方面，下调单位缴费比例至 16%。

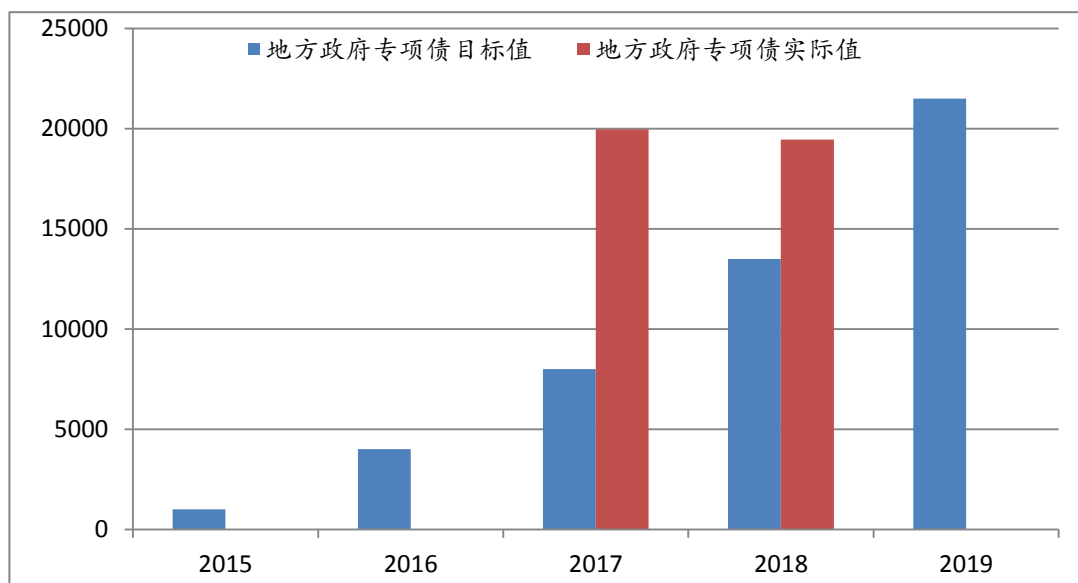
扩大专项债发行，以支持基建投资

今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。

2018 年第四季度，发改委审批项目数量已经显著增加，今年地方债发行规模继续扩大，可以较有力支持基建投资。



图表 8：地方政府专项债每年发行目标值和实际值



资料来源：各年政府工作报告、国家统计局、致富研究院

赤字上调幅度较为有限，预计最终实际赤字率会高于目标值

政府将 2019 年财政赤字率目标值定为 2.8%，比去年高 0.2 个百分点，财政赤字预算 2.76 万亿元。政府对这些数字的解释为“适度提高赤字率，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险留出政策空间”。

降税、减费、下调社保缴费率等政策，与 2018 年实施的个税改革一起，会导致今年财政收入增速下降。而积极财政政策又要求增加支出，这必然会导致赤字率的提升。但是政府仅小幅提高赤字率，赤字率目标值与积极财政政策这二者之间略有冲突。

从前面的图表中可以看出，最近年来财政赤字的实际数值均高于政府工作报告中的目标值。基于当前的经济状况和政策取向，我们预计今年实际赤字率仍会高于目标值。



◆ 貨幣政策：松緊適度，疏通貨幣政策傳導渠道，促進寬貨幣傳導至寬信用，繼續定向降準、降低實際利率水平

政府工作報告從 2018 年開始便不再公布 M2 具體增速目標值。基於今年“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”的論述，我們預計 2019 年 M2 實際增速較 2018 年的 8.1% 會有所提升。

今年貨幣政策的重點在於疏通貨幣政策傳導渠道，促進寬貨幣傳導至寬信用，以真正達到支持實體經濟的目的。報告中提到，“改革完善貨幣信貸投放機制，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，精準有效支持實體經濟，不能讓資金空轉或脫實向虛。加大對中小銀行定向降準力度，釋放的資金全部用於民營和小微企業貸款”，“降低實際利率水平”，可以看出政府繼續定向降準和降低實際利率的意圖。

◆ 稳增长：政策重心轉換

2019 年政府工作報告對三去一降一補和三大攻堅戰的論述篇幅明顯小於之前兩年，而且側重點有所轉變。

“三去一降一補”重心從三去轉向一降一補

報告指出，要繼續堅持以供給側結構性改革為主線，在“鞏固、增強、提升、暢通”八個字上下功夫。報告對三去部分的論述点到即可，但對降成本和補短板著墨很多，與之前兩年形成反差，很容易看出政府今年降成本和補短板的決心。

“三大攻堅戰”中防風險讓位於稳增长

報告指出，要平衡好稳增长與防風險的關係，“長期積累的諸多風險隱患必須加以化解，但要遵循規律，講究方式方法，按照堅定、可控、有序、適度要求，在發展中逐步化解，堅決避免發生系統性、區域性風險。在當前經濟下行壓力加大情況下，出台政策和工作舉措要有利於穩預期、稳增长、調結構，防控風險要把握好節奏和力度，防止緊縮效應疊加放大，決不能讓經濟運行滑出



合理区间”。可以看出，当前政府以稳经济为主，防风险的紧迫性有所下降。

◆ 房地产：有所淡化

报告仅三次提到房地产，全篇并未对房地产单独成段阐述。在扎实打好三大攻坚战处提到“改革完善房地产市场调控机制”，在推进新型城镇化处提到“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”，在财税金融体制改革处提到“稳步推进房地产税立法”。

报告也未提及棚改具体目标。依据去年启动的“三年棚改攻坚计划”来看，2018年目标开工580万套，实际完成620万套，今明两年大约每年在400余万套，数量有所下降。

我们认为当经济在目标区间运行时，政府会遵循房地产“房住不炒”、“因城施策”等长期政策定位，淡化其周期性作用。一旦经济滑出目标区间，其周期性调节作用将显著提升。

◆ 内需：挑起稳经济大梁

在外需趋弱和贸易摩擦的大环境下，我国要更加依靠内需支撑经济运行。报告指出，“充分发挥消费的基础作用、投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑”。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk