

一锤甫定音，没有强刺激

——2019年政府工作报告简评

报告摘要

2019年3月5日上午，全国人大听取了李克强总理的政府工作报告。一年一度的政府工作报告是展望全年经济的风向标。从报告释放的信号来看，我们认为，**2019年中国经济温和下行，不会看到社融V型反转、基建大幅反弹、以及房地产调控全面放松，政策着力点将放在金融定向支持实体、减税降费和制造业高质量发展上来，而供给侧结构性改革将以巩固成果为主。**

1、总体基调

2019年GDP增长6-6.5%，一锤定音，没有强刺激。总理既给出了“防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间”的稳增长基调，也同时继续强调“也不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患”、并指出“坚持结构性去杠杆”。2009年以来的三次稳增长（2009、2012和2016年），不仅政策刺激的效果逐次降低，还诱生出了产能过剩、地方隐性债务风险和金融体系风险。当前，中国经济没有走老路的意愿，增速定在6-6.5%体现出政府对经济下行的容忍度，无意再推高经济增速。

2、货币政策

着重“定向支持”，既有空间、也有挑战。

1) 广义货币M2和社会融资规模增速要与GDP名义增速相匹配。这个“不松不紧”的概念比较容易理解，但具体M2、社融与名义GDP之间何种程度的差异算是匹配，其实并没有明确标准。2018年，中国名义GDP增速是9.7%，M2增速为8.1%、社融增速为9.8%，央行2018年第四季度货币政策执行报告认为“M2、社融与名义GDP增速基本匹配”。那么，随着2019年名义GDP增速下降至8-9%，实际上并不要求M2和社融增速有明显反弹，从而货币政策总量宽松的程度或许不会太大。

2) 高度强调缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。总理指出了非常具体的工作目标，体现出政府在改善货币政策传导机制方面有很强的决心。“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济”、“加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和中小微企业贷款”、“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上”、“切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低”。

这里面，明确提到降准、降息等政策手段，表明随着海外货币政策基调转鸽、人民币汇率趋于稳中有升，国内货币政策空间进一步拓展。但同时，**如何实现资金的“定向注入”，是货币政策面临的新挑战。**根据我们草根调研了解的情况，当前普惠金融存在三个问题：一是贷款以1年期短贷为主，对企业中长期发展支持有限；二是优质民企相对稀缺，导致普惠金融有面临瓶颈的感觉；三是，存在普惠金融资金贷给个人，资

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

金可能变相流入地产部门的情况。提升金融定向支持实体经济的效应，仍任重道远。

3、财政政策

本次政府工作报告的一大亮点是减税力度超出市场预期。2019年目标减税规模2万亿，明显超出去年的1.3万亿，以及此前市场预期的1.5万亿。总理宣布增值税改革方案：“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”。这对于释放实体经济的活力无疑是一大利好。

但于此同时，2019年财政赤字率只比去年提升0.2个百分点到2.8%，预算内财政空间并未大幅扩展；地方专项债额度提高8000亿到2.15万亿，也只是处于此前市场预期的下沿。总理也指出“这会给各级财政带来很大压力”，给出的解决方案是“中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减5%以上、“三公”经费再压减3%左右，长期沉淀资金一律收回。地方政府也要主动挖潜，大力优化支出结构，多渠道盘活各类资金和资产”。

这意味着2019年基建资金来源的扩展仍然受到很大限制。我们估算2019年基建投资增速在8-10%，弹性主要取决于非标融资缓和修复的程度（会议指出“鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞‘半拉子’工程”）。中央政府在基建投资中的参与度提升，今年中央预算内投资安排5776亿元，比去年增加400亿。

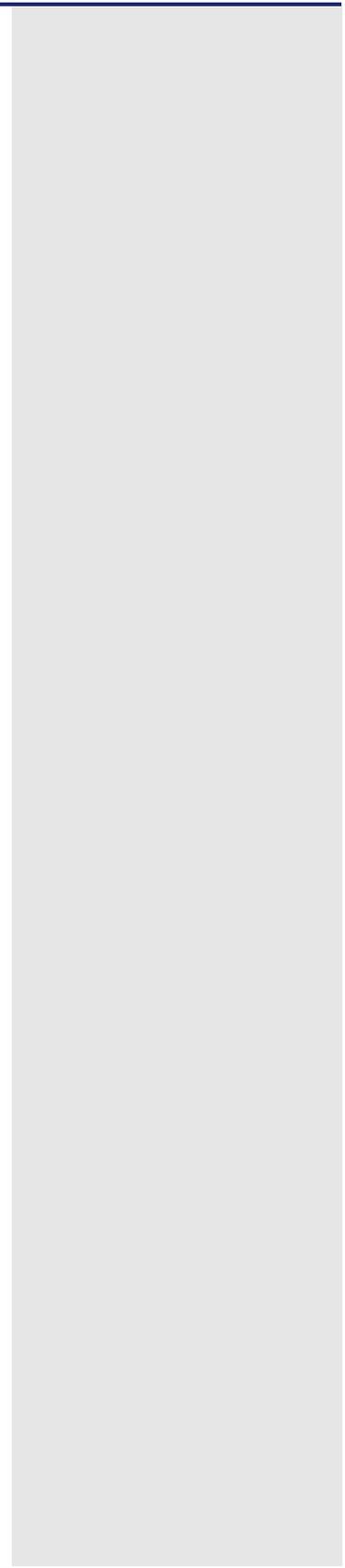
4、产业政策

房地产市场定调“平稳”，房地产税仍在酝酿推出阶段。今年政府工作报告对房地产的论述较少，并没有提到去年底经济工作会议上的“房住不炒”和“因城施策”。而是在深入推进新型城市化部分提及“促进房地产市场平稳健康发展”，并在深化财税金融体制改革部分指出“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。在房地产投资存在下行风险的情况下，政策基调从“调控”转向“平稳”，趋于松动；但是放在长效机制的框架以内，与新型城市化和房地产税相结合，也无意全面放松。我们认为，今年房地产的市场化特征或将有所减弱，房地产投资有望保持4-7%的较平稳增速。

政府工作报告对制造业强调高质量发展和降成本（包括降低用电、税费、融资成本，扩展固定资产投资加速折旧优惠等），对出口强调市场多元化，均与去年经济工作会议的精神保持一致。我们认为，2019年制造业投资仍可保持10%左右的较高水平，出口增速势必有所下滑，但在“一带一路”的支撑下和企业的自发调适能力下，有望达到5%。

供给侧结构性改革以“巩固成果”为主，令商品市场总体弱势。今年政府工作报告提及“供给侧结构性改革”的次数从去年的8次下降到3次，只是强调巩固“三去一降一补”的成果。结合当前钢铁等上游企业已基本能够环保达标，环保对大宗商品供给端的约束有所减弱；而经济增长趋于下行，高质量增长要求下，经济结构可能向高技术密集度的产业倾

斜，也会加剧大宗商品需求端的减弱。因此，“环球共此凉意”之际，2019年的商品市场难改总体弱势格局。



免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13861

