

2019 年 03 月 06 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

调高 GDP 预测并阶段性调降 CPI 预测

——2019 年《政府工作报告》减税降费点评

事件：

3 月 5 日李克强总理在《政府工作报告》中宣布 2019 年减税降费近两万亿。我们认为社保费率降低等超预期的减税有望额外提振中国经济并上调 2019 年全年 GDP 预测从 6.2-6.3%到 6.3%。增值税率下调会对税率下调后 12 个月的价格水平同比产生技术性的影响，但是这种一次性的价格下滑应该不会影响货币政策的取向。

投资要点：

- 两万亿的“减税降费”还可能还包括了降低电价附加等涉企收费、对生产、生活性服务业增加税收抵扣以及调降关税等。我们估计增值税率从 16%到 13%和 10%到 9%的直接下调减税约 7000-9000 亿，年初实施的小微企业普惠性减税减少税收约 2000 亿，养老保险单位缴费比例从 19%下调到 16%降费约 3000 亿。从财政部对于 2018 年减税 1.3 万亿的解释和《2019 年政府工作报告》来推断，进一步降低涉企收费、增加生产生活性服务业的税收抵扣以及进一步调降关税等有望合计减税降费约 7000 亿。
- 增值税税率下调落地后，会阶段性的降低此后 12 个月的价格水平以及 CPI 同比，但应该不会影响货币政策。增值税是价外税，减税的收益很大程度上会通过价格下降的方式让利于消费者。有评论认为中国经济通缩的压力会增加，而且货币政策有进一步宽松的需求。我们认为减税落地且企业调价之后，PPI 同比会有一个一次性的明显的下行，也会部分的传导到 CPI 同比。但是 12 个月以后，PPI 与 CPI 同比又会出现一个一次性的与下降完全对称的反弹。这种技术性的一次性的价格下行不影响价格的趋势，也不反映产出缺口和供求关系的变化，货币政策不应该对此做出反应。我们认为以中国央行的专业性来看，也应该不会对此做出反应。
- 全口径财政赤字扩大，上调 GDP 预测。单纯从一般公共预算来看，增值税减税、降低涉企收费等对短期经济刺激的作用可能并不很大（当然长期会改善经济效率），主要的原因在于官方财政赤字仅仅从 GDP 的 2.6%上升到 2.8%，并没有显著扩大。这意味着政府的普遍性减税虽然让居民和企业收入增加并可以增加消费和投资，但是政府自身却同时在结构性加税（增加特定国有金融机构和央企上缴利润）并压缩支出（压缩“三公”支出等），会减少总需求。考虑到政

相关报告

《2019 年两会前瞻：关注减税和改革开放新举措》——2019-03-03

《2018 年 4 季度《货币政策执行报告点评》：货币适度放松支撑经济方向不改》——2019-02-22

《1 月经济数据、事件综评：对经济可以更乐观一点》——2019-02-18

《评《广西壮族自治区建设面向东盟的金融开放门户总体方案》：金融开放春风来，广西金融花当开》——2019-02-15

《1 月贸易数据点评：春节扭曲出口数据，进口与内需关系值得关注》——2019-02-14

府边际支出倾向比个人和企业更高，很难说总需求是否能受到正面影响。

但是把政府基金预算、社保预算和政府隐性赤字包括在内，今年全口径财政赤字的扩大就显得很明显，积极财政政策对于经济增长的支撑也会显现出来。

一方面，2019 年地方政府专项债显著扩容，而近期对于信托等表外融资的监管也有边际放松。如果用基建投资作为政府基金预算和隐性赤字支出的代表性指标，2019 年基建投资较去年回暖当然大体上意味着这两个口径的政府赤字在上升。

另一方面，养老保险降低费率并通过省际统筹和划拨国有资产来弥补支出缺口而不是通过加强征管弥补不足也完全符合 IMF 对于财政赤字扩大的定义，也是积极财政政策的体现。

综合而言，养老保险缴费比例下调却没有实施严格征收、叠加表外融资有所放松超出了此前我们和市场的预期，我们上调 2019 年 GDP 增速到 6.3%。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。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。

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_13886

