招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

春未老，且将新火试新茶

——五大方面深度解读《政府工作报告》

3 月 5 日，十三届全国人大二次会议在京开幕，国务院总理李克强向大会作 2019 年《政府工作报告》（下称《报告》）。克强总理回顾了 2018 年国务院的主要工作，并对 2019 年经济社会发展的总体要求、政策取向和政府的重点工作进行了系统性陈述。我们对《报告》主要内容简评如下：

增长目标：经济下行容忍度提高，就业目标重要性上升

- **GDP 增长目标设定为 6-6.5%。**增长目标由“点”变为“区间”，表明中央对经济增速下行容忍度有所提高，更关注经济增长的质量。这意味着政府不必采取“大水漫灌”或是粗放投资的方式达成经济增长的“点目标”。但政府仍有稳增长的诉求，将“确保经济运行在合理区间”，不会容忍经济增长失速下滑至 6%以下。

- **经济面临下行压力，就业目标重要性上升。**《报告》指出，“今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面”，在经济社会发展的主要预期目标中排序仅次于 GDP。就业目标方面，城镇新增就业 1,100 万人和城镇登记失业率 4.5%以内的目标保持不变，而城镇调查失业率目标表述则由去年的“5.5%以内”放宽至“5.5%左右”，一定程度体现出今年就业可能面临的压力。

- **居民消费价格涨幅 3%。**2018 年全年 CPI 同比增长 2.1%，处于温和区间。今年 CPI 上行风险主要来源于猪周期，但受制于终端需求较弱，全年通胀大概率保持温和，达成目标问题不大。

积极的财政政策更加积极，注重提质增效、激发微观主体活力

- **上调财政赤字率至 2.8%。**政府工作报告提出，今年赤字率拟按 2.8%安排，比去年预算高 0.2 个百分点，低于市场预期的 3%；财政赤字由去年 2.38 万亿调升至 2.76 万亿，其中地方政府赤字较去年目标调升 1,300 亿元，中央赤字提升 2,500 亿元。《报告》提到，赤字率目标的设定考虑到“为今后可能出现的风险留出了更大的政策空间”。

- **新增地方政府专项债 2.15 万亿，比去年增加 8,000 亿。**新增地方专项债额度也低于市场预期，但其使用范围却有所扩大，这有助于在控制地方债务规模的同时保障重点项目建设的资金需求。《报告》也提出，“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”。

- **财政政策的主要发力点在于 2 万亿的减税降费措施。**去年底的中央经济工作会明确指出，实施更大规模的减税降费措施。减税降费规模基本符合预期，进一步凸显出政府“放水养鱼”、减轻企业经营负担、激发市场主体活力的政策意图。《报告》明确指出，“各级政府要过紧日子”，确保减税降费效果，“坚决兑现对企业和社会的承诺”。

谭卓，博士
电话：(86) 755 8316 7787
邮件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士
电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

此次 2 万亿减税降费大致由以下 4 个方面构成：（1）增值税：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%，初步测算可减税约 8,000 亿；（2）养老保险：城镇职工基本养老保险单位缴费比例可由现行的 20%降至 16%，大致可降低企业社保负担 5,000 亿；（3）个税：在前期改革的基础上今年可望降低居民税收负担 4,000 亿；（4）年初针对小微企业普惠性减税降费规模约 2,000 亿。

- **基建投资可能不及预期。**《报告》中基建相关目标相较上年并无大幅调整。2019 年计划完成铁路投资 8,000 亿（提高 680 亿）、公路水运投资 1.8 万亿（持平）。虽然《报告》提及"适当降低"基建项目资本金比例，吸引民间资本参与重点项目建设，但赤字率与专项债发行规模均不及预期，叠加大规模减税降费，财政资金来源将制约基建投资发力。《报告》指出，今年财政支出将增长 6.5%，增速较 2018 年回落 2.2 个百分点。这也表明粗放投资托底经济的方式并非当前的政策方向。

稳健的货币政策松紧适度，疏通传导机制、降低实体融资成本

- **《报告》进一步淡化了 M2、社融增长目标。**《报告》并未明确给出 M2 和社融具体增长目标（与上年一致），提出 M2 和社融增速"要与国内生产总值名义增速相匹配"。2012 年至 2016 年，我国 M2 和社融同比平均高于名义 GDP 同比 4.15、7.34 个百分点。2018 年末我国 M2 和社融增速（分别为 8.4%、10.4%）与名义 GDP 增速相若（9.69%），指向未来 M2 和社融增速仍有上行空间，流动性有望保持合理充裕。这一表述同时也意味着货币政策调控将不再局限于数量型指标，而是兼顾数量和价格两方面。

- **着力缓解企业融资难融资贵问题。**《报告》明确提出，"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"，"降低实际利率水平"，缓解企业融资"难"和"贵"两方面的问题，明确提出"今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上"的目标，并将"加大对中小银行定向降准力度"以支持民营和小微企业贷款。未来央行可能会继续通过降准、TMLF 以及适时下调公开市场操作利率等操作，改善企业融资状况。

政策取向：弱化"三去"政策，强调市场化、创新、开放

《报告》响应去年末的中央经济工作会议，再度明确供给侧结构性改革"巩固、增强、提升、畅通"的八字方针，即巩固"三去一补一降"成果、增强微观主体活力、提升产业链水平、畅通国民经济循环。在此"八字方针"下：

- **"三去"政策逐步弱化。**《报告》中并没有再着重强调"三去"政策，而是更加强调要"精准发力"，提出防范化解中大风险要强化底线思维，在坚持结构性去杠杆的过程中，防范金融市场异常波动，稳妥处理地方政府债务风险。

- **强调市场化原则。**激发市场主体活力和市场化改革分别为 2019 年政府工作任务第二条和第八条。《报告》强调"市场配置资源是最有效的形式"，要"促进公平竞争"，"加快国资国企改革"，尤其是"按照竞争中性原则"，鼓励、支持、引导民营经济发展。

- **坚持创新引领发展。**一方面，要激活企业，促进新旧动能接续转换，推动传统产业改造提升、新兴产业加快发展；另一方面，要激活人才，改革完善人才培养、使用、评价机制，发挥我国人力人才资源丰富的优势。

- **畅通国民经济内外循环。**一方面，促进形成强大的国内市场，持续释放内需潜力。另一方面，推动全方位对外开放，培育国际经济合作和竞争新优势。

房地产：未提棚改目标，推进长效机制建设

- **《报告》并未提及棚改规划具体目标。**商品房库存已经大幅去化，2018 年底商品房库存面积 5.2 亿平米，较 2016 年初高点下降 29%。年初各地大幅下调棚改目标，今年棚改对房地产销售和投资的支撑将大幅减弱，特别是在三四线城市。

- **持续推进房地产长效机制建设，稳步推进房地产税立法。**在 2018 年中央经济工作会议"房住不炒、因城施策"的基调下，《报告》提出，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。未来一段时间"平稳健康发展"仍是房地产市场的主线。此外，"房地产税立法"从 2018 年的"稳妥推进"，变为 2019 年的"稳步推进"，进程有望加速。

小结

总体来看，2019 年《政府工作报告》强调"坚持不搞'大水漫灌'式强刺激"，主要将通过减税降费、结构性货币政策工具、市场化改革、科技创新和对外开放应对经济下行压力，推动我国向"高质量发展"的新经济增长模式转型。

图 1：主要经济增长目标比较

	2019	2018
增速	6%-6.5%	国内生产总值增长6.5%左右；
通胀	居民消费价格涨幅3%左右；	居民消费价格涨幅3%左右；
就业	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内
进出口	国际收支基本平衡，进出口稳中提质；	进出口稳中向好，国际收支基本平衡
收入	农村贫困人口减少1000万以上； 居民收入增长和经济增长基本同步；	居民收入增长和经济增长基本同步
能耗	单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗下降3%以上，主要污染物排放量继续下降
其他	宏观杠杆率基本稳定； 金融财政风险有效防控。	供给侧结构性改革取得实质性进展， 宏观杠杆率保持基本稳定， 各类风险有序有效防控。

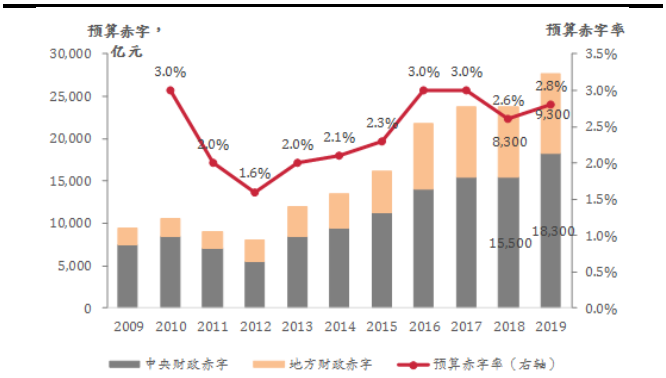
资料来源：《政府工作报告》，招商银行研究院，招银国际研究

图 2：财政和货币政策要点比较

	2019年	2018年	变动方向
财政政策要点			
总基调	积极的财政政策要**加力提效**	积极的财政政策取向不变，要**聚力增效**	↑
赤字率	2.8%	2.6%	↑
赤字规模	2.76万亿元	2.38万亿元	↑
财政支出	>23万亿元	21万亿元	↑
中央对地方转移支付	增长10.9%	增长10.9%	→
地方政府专项债	2.15万亿元	1.35万亿元	↑
减税降费规模	全年减轻企业税收和社保缴费负担近2**万亿元。**	**1万亿元以上**，其中减税8000亿元	↑
货币政策要点			
总基调	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度	↑
货币供给	广义货币M2和社会融资规模增速要**与国内生产总值名义增速相匹配**	广义货币M2、信贷和社会融资规模**合理增长**	→
流动性	保持流动性**合理充裕**	维护流动性**合理稳定**	↑

注：向上的箭头表示政策更为积极/宽松
资料来源：《政府工作报告》，招商银行研究院，招银国际研究

图 3：政府赤字安排



资料来源： Wind，招商银行研究院，招银国际研究

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_13892