

“放水养鱼”，一步好棋

——2019 政府工作报告点评

宏观动态

◆ 宏观：“放水养鱼”，关注新“水”

政府工作报告聚焦多个看点，其中最值得关注的就是减税降费力度大，印证了我们宏观年度报告强调布局新“水”的主要判断。减税降费 2 万亿，城投和 PPP 政策或边际放松，2019 年基建增长或在 7%-10%。在市场紧信用的大环境下，减税降费式的宽财政带来良性循环，“放水养鱼”，对经济与股市意义深远，一步好棋。就业政策首次与财政和货币政策一起，成为宏观政策第三大支柱，但举措更注重调整劳动供给结构，而非搞需求大刺激。供给侧改革强调降成本，由行政化转向市场化。货币社融目标更合理化，管好总闸门，疏通传导渠道，优化信贷结构，“精准滴灌”小微贷款增速提高，但不是大放水。房住不炒方向不改，稳步推进的房产税落地仍需时日。大力支撑制造业发展，千方百计降成本、与现代服务业融合、加强知识产权保护。

◆ A 股策略：减税方案落地，第四个逻辑兑现

“两会”政府工作报告给出的年度实际 GDP 增长目标区间是 6%~6.5%，符合市场预期，在经历由无风险利率和风险溢价推动的估值修复后，上证综指滚动市盈率隐含的实际 GDP 增长率已经超过 6.5%，我们认为这意味着市场理性修复阶段结束，进入线性外推的惯性上涨阶段。建议仓位、调结构，重点关注医药、基建、金融等第四阶段的优势滞涨品种，以及受益于政策信号的 TMT。

市场期待已久的减税方案落地，全年减税降费目标 2 万亿，增值税改革继续向“三档并两档”推进，制造业增值税率下调幅度超预期。此次减税有“赤字率提升至 2.8%”、“地方政府专项债增加 8000 亿元”相配合，宽财政效果值得期待。增值税本质上是流转税，消费者和议价能力更强的行业更受益，一般增值税率下调后，企业会随之降低产品售价，让利于消费者，最终有助于减轻中低收入者的税收负担，促进其消费升级。基于历史数据的实证分析显示，当流转税负减轻时，机械、家电、纺织服装和国防军工盈利改善确定性更强。

◆ 港股策略：直接获益程度略低，但更多稳增长政策支持中资蓝筹估值修复

港股市场的短期行情较少对“两会”概念做出显著的反应，而更多是在中期内体现基本面和风险溢价因内地宏观经济环境变化的影响。

随着业绩预期的企稳回升，部分估值萎缩幅度较大的行业如医药、中资多元金融、中资银行、中资地产将同时受益于基本面预期好转和风险溢价回落。此外，港股市场的基建相关行业，包括建筑与工程、机械、建材（水泥）和建筑产品（玻璃）均有不同程度的 ROE 和 PB 走势背离。结合 PB-ROE 对比和业绩增速与 PE 对比，建筑工程行业与机械行业具有较好的 ROE 基础和 PB 修复空间，以及相对稳定的业绩增长预期和消化充分的 PE 估值。结合 2019 年内基建支出可能有边际改善的预期，这两个板块的估值修复机会值得关注。

◆ 风险提示：企业议价能力低于预期。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsec.com

谢超 (执业证书编号：S0930517100001)
010-56513031
xiechao@ebsec.com

陈治中 (执业证书编号：S0930515070002)
0755-23946159
chenzhz@ebsec.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsec.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsec.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebsec.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsec.com

李瑾 (执业证书编号：S0930518100001)
lijin@ebsec.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebsec.com

黄亚铷
021-5252 3815
huangyr@ebsec.com

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsec.com

政府工作报告跟 2018 年 12 月中央经济工作会议精神一脉相承，具体则关注七大目标、三大政策和十大任务。

七大目标中，经济增长和失业目标有所松动，表明政府对经济下行有一定的容忍度。1) 经济增长速度目标定在 6-6.5%（相比去年的 6.5% 左右有所下调，同时形成区间目标）；2) 物价目标 CPI 定在 3% 左右（与过去几年一致）；3) 就业新增城镇就业 1100 万人以上（与去年一致），调查失业率保持在 5.5% 左右（去年是 5.5% 以内），有所松动；4) 宏观杠杆率基本稳定（与去年一致），金融财政风险有效防控；5) 国际收支基本平衡，进出口稳中提质（去年是进出口稳中向好）；6) 单位 GDP 能耗下降 3% 以上（与去年一致）；7) 农村贫困人口减少 1000 万以上（与去年一致）。同时货币与社融目标没有具体数字，而是要与名义 GDP 增速相匹配（与中央经济工作会议表述一致，去年是保持合理增长），表述更为合理。

三大政策方面，就业政策第一次与财政政策和货币政策一起，上升到宏观政策的高度上来。而十大任务中，除了三个任务（创新和完善宏观调控，激发市场主体活力，加强污染防治和生态建设）外，有七个任务与中央经济工作会议提法一致（坚持创新引领发展，促进形成强大国内市场，扎实推进脱贫攻坚和乡村振兴，促进区域协调发展，深化重点领域改革，推动全方位对外开放，保障和改善民生），是中央经济工作会议的具体和深化的表现。

关注五大看点

1. 减税降费力度大

《报告》中明确要求“减税降费”额度达 2 万亿，同比增长 54%，力度明显加大。

- 减税方面，第一，《报告》要求“深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 税率降至 13%，将交通运输、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% 一档税率不变”。具体而言，我们，初步估算，增值税降税在 7000-8000 亿之间，占“减税降费总额”的 35%-40%；第二，年初国务院常委会制定的为小微企业降税 2000 亿方案（大幅放宽可享受所得税优惠的小型微利企业标准、提高增值税起征点（起征点从 3 万提高到 10 万销售额）），占“减税降费”额度的 10%；第三，个税提高起征点和增加抵扣，预计减税在 3000 亿左右，占减税额度的 15%。总减税额度在 1.2-1.3 万亿，占“减税降费”额度的 60%-65%；
- 降费方面，第一“下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%”，预计降低企业负担在 4000-5000 亿左右，占“减税降费”额度的 20%-25%；第二“推动降低过路过桥费用，治理对客货运车辆不合理审批和乱收费”、“取消或降低一批铁路、港口收费，专项治理中介服务收费，继续清理规范行政事业性收费”，降费额度在 2000-4000 亿，占“减税降费”额度的 10%-20%。第三，政府清偿拖欠企业资金，年底前要清偿一半，不允许新增拖欠，预计利好民营企业。

我们 2019 的年度报告《2019，布局新“水”》中出 2019 年将加大对政府放水来弥补收支缺口，其中一个重要缺口来自减税降费所产生的政府收入压力。我们在 2019 年 2 月 26 日《第三条“水路”通股市》的深度报告中再次强调了减税降费对经济和股市的深远意义：支撑企业盈利，改善企业资产负债表，还可能提高银行风险偏好，缓解“紧信用”，带来良性循环。“放水养鱼”是一步好棋。

《报告》中财政赤字规模基本符合市场预期，为“稳定”增长，预计城投政策将会边际放松，主要体现在城投融资政策上，预计基建增长或稍高于我们早前预期的 7%。《报告》中要求 2019 年预算内财政赤字为 2.8%，财政赤字 2.76 万亿元，其中中央财政赤字 1.83 万亿元，地方财政赤字 9300 亿元；专项债为 2.15 万亿。从 1-2 月城投债净融资 1820 亿，同比增长 340%，远高出预期，预计城投债净融资量全年或高于 2018 年，加之，“适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具，吸引更多民间资本参与重点领域项目建设”，预计基建投资增速稍高于我们年初 7%。在地方政府隐性债务处置上政策也将边际放松，一方面将对 2014 年的或有债务（2014 年底确定的或有债务规模为 8.6 万亿，但近几年或有到期偿还完成的，总规模低于 8.6 万亿）进行置换，但需要在各区域限额内置换。另外“鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题”，预计地方政府将根据自己的实际情况制定政策解决城投存量债务问题。

2. 就业优先，但不搞大刺激

《报告》将就业政策提到了宏观层面，失业率目标略有上调。作为“六稳”之首的就业优先政策的地位被进一步提升，置于财政、货币政策之后，成为宏观政策的第三支柱。但就业政策的重点仍然是在供给侧，而不是大搞刺激。

一方面通过减税降费来减轻企业、尤其是小微企业的负担来稳定就业；另一方面，通过大力发展培训和职业教育，2019 年分别对 1500 万人次以上的职工进行技能提升和转岗转业培训、高职院校扩招 100 万人¹，在提升人力资本的同时稳定就业、辅助经济结构转型。

3. 供给侧改革强调降成本

《报告》未提钢铁、煤炭去产能的量化指标，而实际上，2018 年已经提前基本完成了钢铁、煤炭去产能的十三五规划目标。2019 年的重点转向了减税降费降低企业负担，降低电信、电力等自然垄断行业的价格以降低企业成本等“降成本”的方面。具体方式上也不同于以往的行政化，更为强调市场化。

4. “精准滴灌”确实不是大放水

报告提出会保持货币总量稳定，管好流动性总闸门，并着力引导信贷结构优化。强调 M2 和社融增速要与名义 GDP 增速相匹配，不搞“大水漫灌”。结构方面，强调有效缓解实体经济尤其是民企和小微企业融资问题，并引导

¹2017 年高职（专科）学校在校生 925 万。

贷款成本降低。预计央行未来或更多通过定向降准、TMLF 等手段向银行释放中长期低成本资金，并疏通向实体经济尤其是民企小微企业的传导。

报告中提及今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30% 以上，截至 2018 年 12 月末，国有大行对小微企业贷款余额合计 7.6 万亿左右，相对于人民币贷款余额 136 万亿的规模，对小微企业贷款增加 30% 并不会形成大水漫灌。我们预计全年信贷增速或与 2018 年大致持平。

5. 地产政策不会大松，棚改无计划，提振创新制造

报告指出要“改革完善房地产市场调控机制”，“促进房地产市场平稳健康发展”，“稳步推进房地产税立法”。房地产仍然是中央政府市场调控的对象，对于房地产的定位问题并没有出现方向性的改变。报告没有给出今年棚改的具体计划。政府工作报告强调要推动传统产业的改造提升，强调高质量的发展，我们预期未来会有更多的政策利好落地。

A 股策略：减税方案落地，两会逻辑兑现

由 2019 年“两会”政府工作报告看，年度实际 GDP 增长目标区间被设定在 6%~6.5%，符合市场预期。在经历持续的由无风险利率和风险溢价推动的估值修复后，目前上证综指滚动市盈率隐含的实际 GDP 增长率已经超过 6.5%，我们认为，这意味着市场理性修复阶段已经结束。

至此，一季度估值修复的四点逻辑，包括政策逆周期调节预期差修复、1 月底中小创业绩预告落地、中美贸易摩擦边际缓和、会议召开带来政策利好，已经陆续得到兑现。短期市场上涨较快，可能出现波动，但考虑到投资者适应性预期的线性外推、市场惯性上冲、以及“数据弱、政策松”阶段无风险利率和风险溢价对估值的支撑，也难再现大跌。配置上，我们建议保仓位、调结构，重点关注医药、基建、金融等第四阶段的优势滞涨品种，以及受益于政策信号的 TMT。

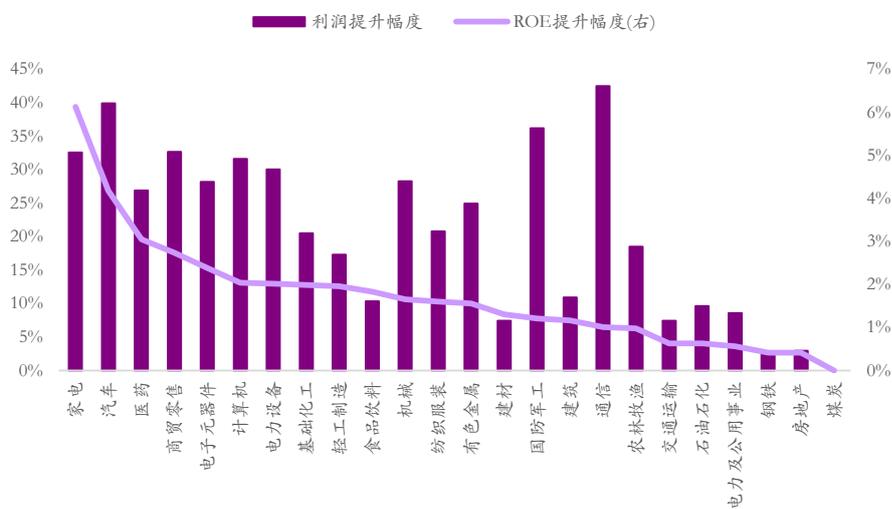
市场期待已久的减税方案落地，全年减税降费目标 2 万亿，增值税改革继续向“三档并两档”推进，制造业增值税率下调幅度略超预期：“制造业适用税率由 16% 降至 13%，交通运输业、建筑业等行业适用税率由 10% 降至 9%，维持 6% 一档不变，通过配套措施确保所有行业税负只减不增”。事实上，如果只削减增值税税率，不做扩张财政赤字等逆周期调节，那么也只是分配问题，减税难以对冲经济周期下行的拖累，对上市公司盈利改善也难有显著的正向作用。最为津津乐道的里根时期减税，也是在 1983 年财政赤字率提高之后才发挥明显效果。此次减税有“赤字率提升至 2.8%”、“地方政府专项债增加 8000 亿元”相配合，宽财政效果值得期待。

静态测算下，制造业各行业、建筑业、交通运输业盈利能力均有显著提升。但需要说明的是，静态测算的理想状态存在弊端，因为企业过去的盈利能力和规模不代表未来，并且实际减税过程中企业有多大的成本转嫁能力和降价空间，难以准确测算，这种方法可能高估上市公司盈利改善幅度。

增值税本质上是流转税，消费者和议价能力更强的行业更受益。一般增值税率下调后，企业会随之降低产品售价，让利于消费者，最终有助于减轻中低收入者的税收负担，促进其消费升级。我们根据历史数据做的实证分析

显示，当流转税负减轻时，机械、家电、纺织服装和国防军工盈利改善确定性更强。

图 1：各行业盈利受益于税率下调幅度（静态测算）



资料来源：Wind，光大证券研究所

港股策略：市场直接获益程度略低，但更多稳增长政策支持中资蓝筹估值修复

今年以来，港股市场的反弹幅度已经大大落后于 A 股，尤其是在近 1 个月来，港股蓝筹已经很难追上 A 股市场的反弹脚步。对港股市场而言，其资产和资金结构决定了其并不能直接受益于财政和货币政策的积极调整。因而港股市场的短期行情也较少对“两会”概念做出显著的反应，而更多是在中期行情中体现基本面和风险溢价因内地宏观经济环境变化的影响。

首先，在基本面方面，由于财报季将至，而港股市场 2018 年业绩增速将再度回到 5% 以下。在这一背景下，本轮“两会”上的各项稳定经济增长的积极举措对于稳定港股市场 2019 年业绩预期具有十分重要的意义。2 季度内，尽管短期经济表现可能仍然面临减速压力，但在政策预期的支持下，市场对 2019 年业绩增速预期的下修幅度预计整体有限，从而缓解去年以来导致市场调整的基本面压力。

港股中资股的盈利结构中，金融业占据压倒性优势。金融下行周期中金融业的盈利增速放缓正是港股整体放缓的最主要原因。但是，政策的积极转变将有效支持中资银行的业绩稳定，降低加速滑落风险；另一方面，今年以来 A 股市场的全面复苏以及进一步明确的积极政策预期，也将有利于中资非银金融板块的业绩表现；因此，考虑到金融业在盈利结构中的压倒性比例，港股中资股的基本面将受益于政策托底获得边际好转。

同时，相比市场整体，行业层面的在前期调整中的估值回撤更为显著。多数行业动态估值大幅萎缩，也有部分行业由于业绩快速下行，估值不降反升。然而随着业绩预期的企稳回升，部分估值萎缩幅度较大的行业如医药、中资多元金融、中资银行、中资地产将同时受益于基本面预期好转和风险溢

价回落。此外，港股市场的基建相关行业，包括建筑与工程、机械、建材（水泥）和建筑产品（玻璃）均有不同程度的 ROE 和 PB 走势背离。结合 PB-ROE 对比和业绩增速与 PE 对比，建筑工程行业与机械行业具有较好的 ROE 基础和 PB 修复空间，以及相对稳定的业绩增长预期和消化充分的 PE 估值。结合 2019 年内基建支出可能有边际改善的预期，这两个板块的估值修复机会值得关注。

风险提示：企业议价能力低于预期：减税模型中对企业议价能力的假设可能与现实有差距，进而影响对企业利润的判断。

附录

表 1：历年《政府工作报告》主要目标对比

类别	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP	6%-6.5%	6.5%左右	6.5%左右	6.5%—7%
CPI	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业（万人）	>=1100	>=1100	>=1100	>=1100
城镇调查失业率	5.5%左右	<=5.5%	-	-
城镇登记失业率	<=4.5%	<=4.5%	<=4.5%	<=4.5%
单位国内生产总值能耗下降	3%左右	>=3%	>=3.4%	>=3.4%
赤字率	2.8%	2.6%	3.0%	3.0%
财政赤字（万亿）	2.76	2.38	2.38	2.18
地方专项债券（亿元）	21500	13500	8000	4000
铁路（亿元）	8000	7320	8000	>=8000
公路水运（万亿）	1.8	1.8	1.8	1.65
中央预算内投资（亿元）	5776	5376	5076	5000
减税（亿元）	近 20000	8000	3500	5000
降费（亿元）		3000	2000	
压减钢铁产能（万吨）	-	3000	6500	-
退出煤炭产能（亿吨）	-	1.5	2.9	-
棚户区改造（万套）	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造	开工 580	完成 600	600
财政政策	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	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策要加大力度

增值税	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	改革完善增值税制度,按照三档并两档方向调整税率水平,重点降低制造业、交通运输等行业税率,提高小规模纳税人年销售额标准	简化增值税税率结构,今年由四档税率简并至三档	全面实施营改增
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度,M2和社融增速要与GDP名义增速相匹配	稳健的货币政策保持中性,要松紧适度;保持M2、信贷、社融合理增长	货币政策要保持稳健中性;M2、社融增长12%左右	稳健的货币政策要灵活适度;M2、社融增长13%左右
房地产	改革完善房地产市场调控机制。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。健全地方税体系,稳步推进房地产税立法。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,落实地方主体责任,继续实行差别化调控,建立健全长效机制,促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求,培育住房租赁市场,发展共有产权住房。稳妥推进房地产税立法。	目前三四线城市房地产库存仍然较多,要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性,落实地方政府主体责任,加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制,健全购租并举的住房制度,以市场为主满足多层次需求,以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控,房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地,规范开发、销售、中介等行为,遏制热点城市房价过快上涨。	完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策,适应住房刚性需求和改善性需求,因城施策化解房地产库存,促进房地产市场平稳运行。
区域协调发展	京津冀协同发展重在疏解北京非首都功能,高标准建设雄安新区。落实粤港澳大湾区建设规划,促进规则衔接,推动生产要素流动和人员往来便利化。将长三角区域一体化	积极推进京津冀协同发展、长江经济带发展,编	深入实施“一带一路”建设、京津冀协同发展、长	深入推进“一带一路”建设,落实京津冀协同发展

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_13898

