



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年3月5日

宏
观
点
评

政府工作报告点评

——政策合力保障经济平稳运行

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号
楼（100031）

吕立新 首席宏观分析师

编号：S1500510120004

电话：+86 10 83326788

邮箱：lvlixin@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号
楼（100031）

李 曼 研究助理

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号
楼（100031）

2019年政府工作报告经济发展主要预期目标

	指标	2019年目标	2018年目标	2018年实际
经济发展 主要预期 目标	GDP	6.0-6.5%	6.5%	6.6%
	CPI	3%左右	3%左右	2.1%
	城镇新增就业	1100万人以上	1100万人以上	1361万人
	城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	3.8%
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	4.8%-5.1%
	进出口	稳中提质	稳中向好	30万亿
	居民人均可支配收入增速	与经济增长基本同步	-	6.5%
	单位国内生产总值能耗	下降3%左右	下降3%以上	3.1%
	宏观杠杆率	基本稳定	基本稳定	趋于稳定
财政政策	财政政策基调	积极、加力提效	积极取向不变	-
	赤字率	2.80%	2.60%	4.17%（公共财政收入-支出）
	财政赤字	2.76万亿	2.38万亿	3.76万亿（公共财政收入-支出）
	地方专项债券	2.15万亿	1.35万亿	-
	减税、降费	减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元	再为企业与个人减税8000亿，减轻非税负担3000多亿	约1.3万亿
货币政策	货币政策基调	稳健，松紧适度	稳健中性，松紧适度	-
	M2	与国内生产总值名义增速相匹配	合理增长	8.10%
	社融余额	与国内生产总值名义增速相匹配	合理增长	9.78%
	国有大型银行商业银行小微企业贷款	增长30%	-	-

一、积极财政发力，保障经济稳定运行

■ 确认经济下行压力，GDP增长目标调至6%-6.5%

- 报告指出当前世界经济增速放缓，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。国内经济下行压力加大，消费增速减慢，有效投资增长乏力。实体经济困难较多，民营和小微企业融资难融资贵问题尚未有效缓解。
- 2019年我国发展面临的环境更复杂更严峻，可以预料和难以预料的风险挑战更多更大。**GDP增速目标区间设定符合市场预期，是兼顾稳增长和调结构的选择。**

■ CPI增速目标维持3.0%，预期2019年整体通胀风险可控

- 我们在年报中分析过，从食品端和非食品项看，2019年CPI最大风险点在于猪瘟疫情爆发导致猪价上涨，其他变量难以出现大幅度波动；尽管从供给端看，货币供应端仍将维持偏松的状态，但主要目的在于打通货币向信贷的传导渠道，货币本身不会成为推升通胀的因素。
- 当前PPI同比增速逼近负值区间，在需求端尚未显著改善之前，工业品通缩压力仍然较大；不过最新高频数据显示工业品价格有回升迹象，**如果PPI同比增速早于市场预期出现拐点，工业企业盈利或提前见底，有助于市场预期修复。**

■ 强调就业优先政策，首次将就业置于宏观政策层面

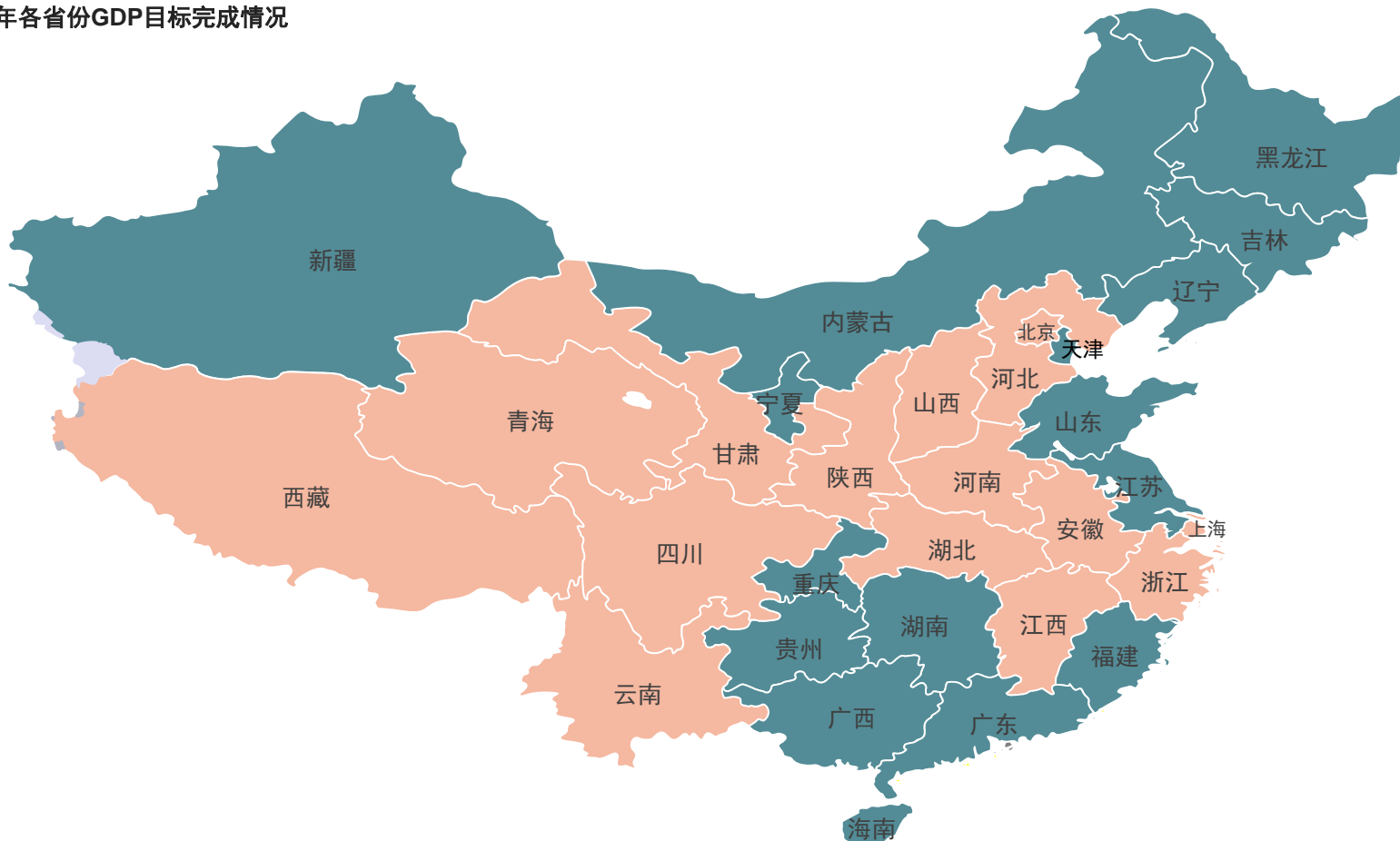
- 报告指出就业优先政策要全面发力。首次将就业优先政策置于宏观政策层面，旨在强化各方面重视就业、支持就业的导向。当前和今后一个时期，我国就业总量压力不减、结构性矛盾凸显，新的影响因素还在增加，必须把就业摆在更加突出位置。
- 由于就业问题本身就内嵌在社会、经济发展中，只有释放出更大的内需，才能创造更多的就业市场，因此，扩内需任务在2019年仍然举足轻重。

■ 积极的财政政策加力提效，赤字率提高，降费降税目标近2万亿

- 2019年赤字率为2.8%，较2018年提高0.2个百分点，略低于市场预期。但是报告也指出，赤字率的设定是综合考虑了财政收支、专项债发行等因素的结果，也考虑为应对今后可能出现的风险留足政策空间，突显政策的前瞻性。
- 安排地方政府专项债券2.15万亿，比2018年增加8000亿，将成为推升基建投资的重要资金来源，**基建投资增速回到中高速区间对冲经济下行压力。**
- 再度扩大减税降费力度。全年目标减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿，较2018年1.3万亿的水平再上一个台阶。减税的亮点之一在于，调低现行增值税税率，**最高档从16%调低至13%，制造业成为核心受益群**，中档10%下调至9%，主要适用于交运和建筑等行业，低档6%维持不变。我们维持一直以来的观点，减税降费对于企业和居民是实质性的利好，但是对于财政的可持续性也形成压力，后续要密切跟踪财政收支情况。

2018年31省份中约半数实现年初GDP增速目标

2018年各省份GDP目标完成情况



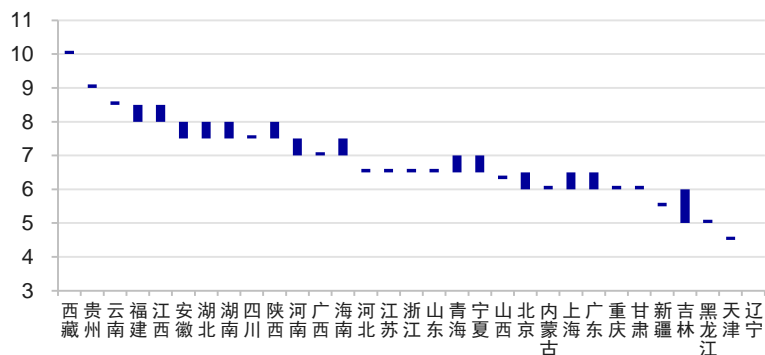
Source:国家统计局, 信达证券研发中心

注: 各省GDP若完成预期目标则为红色, 未完成则为蓝色。

2019年超半数省份调低经济增速目标

- 我们梳理了31个省份2019年政府工作报告，其中23个省份下调了GDP增长目标，6省持平，2省调高。
- 从各省情况来看，经济下行压力仍然较大。但是根据全国政府工作报告安排，地方政府专项债券能为更好防范化解地方政府债务风险创造条件，同时提出要妥善解决融资平台到期债务问题，不搞“半拉子”工程。预计地方政府债务风险能得到有效管控，地方债与部分优质城投债配置价值仍然较高。

2019年各省GDP增速目标（单位：%）



二、货币政策松紧适度，着力解决企业融资问题

■ 稳健的货币政策松紧适度，M2和社会融资规模增速与GDP名义增速相匹配

- 报告对于货币政策的取向是偏松的，强调逆周期调控职能。2018年金融去杠杆，表外融资的大幅收缩对于实体经济产生了挤压，尤其以表外融资渠道为主的民营企业受到的冲击最大。在货币传导渠道仍然阻塞的情况下，稳健偏松的货币政策是必然选择。
- 按照财政赤字率和赤字规模安排推算，政府预期2019年GDP名义增速为9.5%，M2和社融增速均有调高空间。我们认为随着政策逐步落地，预计在2019年能看到M2和社会融资规模增速的触底回升。

■ 着力缓解企业融资难融资贵问题，尤其是民营企业和小微企业

- 具体手段包括：
 - 改革完善货币信贷投放机制，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。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。
 - 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小微企业贷款。
 - 支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款。2019年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上。
- 按照政府工作的表述，我们预计2019年央行还将继续开展全面降准和定向降准。考虑到央行对实际利率反复强调，我们认为降息概率仍然较低，更可能动用公开市场操作利率、TMLF等操作来引导实际利率水平的下行。

■ 强化底线思维，但监管层面或适度放松

- 报告指出，在当前经济下行压力加大情况下，出台政策和工作举措要有利于稳预期、稳增长、调结构，防控风险要把握好节奏和力度，防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间。
- 结合此前银保监会提出“经过两年多严监管，金融风险总体上得到了有效控制，结构性去杠杆达到预期目标”，我们认为2019年的监管力度可能配合稳增长出现适度放松。

■ 基本面对汇率的支撑力度将有所增强

- 从今年年初以来，人民币强势升值，一方面是由于美联储提前结束缩表的预期压制美元指数，另一方面则是国内政策托底经济修复了市场预期。我们认为由于前期人民币兑美元汇率的快速升值，短期内不排除有回调的可能性，但是总体上看，随着政策的进一步落地，基本面对汇率的支撑力度有所增强。

三、提振内需，充分发挥消费和投资对经济的支撑作用

■ 推动消费稳定增长，增强居民消费能力

- 报告要求，多措并举促进城乡居民增收，落实好新修订的个人所得税法，增强消费能力。我们认为居民部门杠杆在经历前两年的快速扩张后，居民部门资产负债表的修复并非一朝一夕之事，就业与收入双约束下，2019年消费走弱压力仍然较大，政策面可能形成部分对冲，但还是要看具体落地情况。
- 消费领域的重点则在：养老、婴幼儿照护服务、旅游产业、汽车消费、农村电商等。

■ 合理扩大有效投资，固定资产投资增速或将回升

- 基建是主要抓手，2019年中央预算内投资安排5776亿元，比去年增加400亿元，结合财政资金的安排，基建投资增速有望回到中高速区间。但防范地方政府债务风险仍是工作重点，因此过强刺激不可期待。
- 在去产能方面，钢铁和煤炭的去产能未定硬性目标，在基建带动需求回暖的情况下，未来企业扩张动能可能会小幅上升。
- 房地产方面，要求继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，但是并未提出具体棚改数量目标，我们认为2019年棚改对地产投资的支撑将有所弱化。

■ 坚持创新引领发展，培育壮大新动能

- 报告提出，推动制造业高质量发展，强化工业基础和技术创新能力；促进新兴产业加快发展，提升科技支撑能力。改革完善金融支持机制，设立科创板并试点注册制，鼓励发行双创金融债券，支持发展创业投资。相关民间投资将获得支撑。
- 重点领域包括：大数据、人工智能、信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等。

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_13903

