



联讯证券专题研究

政府工作报告的 10 大关注点

2019 年 03 月 05 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

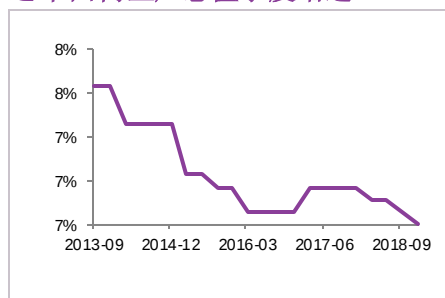
邮箱：zhangdeli@lxsec.com

研究助理：钟林楠

电话：

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《信用周期 70 年》2019-02-01

《天量社融反映了什么》2019-02-15

《风起普惠，科技先行》2019-02-20

《深度解析居民杠杆》2019-02-26

《深度解析地方政府债务》2019-03-01

◇ 政府工作报告的 10 大关注点

3 月 5 日，2019 年政府工作报告对外发布。作为指导 2019 年经济和社会工作的文件，其重要性不言而喻。近两万字的篇幅，涉及方方面面，我们认为与经济相关的部分，有以下十点值得关注。

第一，GDP 增速目标定在 6.0%-6.5%，符合市场预期。

第二，稳增长的政策地位明显上升。

第三，高度重视就业工作，但失业率目标有所放松。

第四，宽信用宽货币的双宽格局持续，不排除降息的可能。

第五，M2 与社融增长的目标没有披露，与 2018 年相同，但今年新增“与国内生产总值增速相匹配”的要求。

第六，积极财政重点在减税。

第七，2019 年利率债（国债+地方债）供给 5.22 万亿，低于 2018 年，压力不大。

第八，激发市场活力是今年重点。

第九，部署形成强大国内市场的任务扩大内需。

第十，资本市场制度改革将加快。

◇ 风险提示：外部环境恶化，拖累出口



3月5日，2019年政府工作报告对外发布。作为指导2019年经济和社会工作的文件，其重要性不言而喻。近两万字的篇幅，涉及方方面面，我们认为与经济相关的部分，有以下十点值得关注。

第一，GDP增速目标定在6.0%-6.5%，符合市场预期。继2017和2018连续两年将GDP增速目标定在6.5%左右之后，今年同2016年一样，增长目标重新设置为一个区间。

在“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调整更大”下，增速区间能够给予逆周期调控政策更大的自由度。在实际宏观调控中，将坚持底线思维稳增长托底经济，让GDP实际增速接近区间下限的概率不大，预计全年GDP增速在6.2%左右。

第二，稳增长的政策地位明显上升。虽然报告提到了要继续打好三大攻坚战、坚持结构性去杠杆，但继近期政治局集体学习上提出“在稳增长的基础上防风险”后，政府工作报告又明确“平衡好稳增长与防风险的关系”。长期积累的风险必须要解决，但是需要在发展中解决，决不能让经济运行滑出合理区间。

这意味着稳增长实际已经置于防风险之上了。今年政府工作十大任务之首是“确保经济在合理区间”，与之对应的是，2018年将“深入推进供给侧结构性改革”放在第一。

第三，高度重视就业工作，但失业率目标有所放松。城镇新增就业人口持平于1100万，登记失业率目标继续维持在4.5%以内，但城镇调查失业率目标从2018年的5.5%以内调整为5.5%左右。增长放缓的压力逐步向就业传导，尤其是出口产业链上的就业压力，目前已经将就业优先政策同积极财政、宽松货币相并列。

根据政府工作报告，今年将出台多项稳就业的举措，包括给予符合条件的企业三年定额税费减免、从失业保险基金结余中拿出1000亿元用于职工技能提升和转岗转业培训、高职院校招生扩张100万人等。

第四，宽信用宽货币的双宽格局持续，不排除降息的可能。货币政策延续了“松紧适度”的表述，但与四季度货币政策执行报告相比，重提了“把好货币供给闸门”言辞，其目的可能在于避免市场出现流动性幻觉与单边预期。

在要求“降低实际利率”的目标下，货币与信用仍有保持宽松的的必要，因此2019年，我们预计央行将延续货币与信用双宽的格局。

在具体工具选择上，公报提出要“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段”，因此，我们认为除进一步降准外，降息可能也会在央行今年的政策工具箱中。

第五，M2与社融增长的目标没有披露，与2018年相同，但今年新增“与国内生产总值增速相匹配”的要求。何为相匹配？有两种简单的理解。

一是按照现在货币政策多目标要求，货币供应量M2目标值=实际GDP增速+通货膨胀增速+其他因素，其他因素包括防风险、外部均衡等，以6%-6.5%的实际GDP增速、2.5%的通胀来算，M2目标增速大概在8.5%-9%之间。

二是简单将相匹配理解为与名义GDP增速相同，以2.8%的赤字率、2.76万亿的财政赤字计算，2019年的名义GDP总规模98万亿，增速9.5%，则M2同比增速还需要进一步提高，而新口径社融增速基本在目标范围内。

对债券市场而言，双宽的货币政策导向下，资金面在今年会仍然相对宽松，套息赚



carry 的策略可能最具确定性，在稳增长+防范化解隐性债务的风险思维下，票息策略也可适当尝试。

第六，积极财政重点在减税。赤字率目标 2.8%，财政赤字 2.76 万亿，新增一般专项债额度 2.15 万亿，整体来看是低于预期的。由于财政政策是稳增长的主角，此前市场预期赤字率目标在 3%、新增专项债额度在 2.5-3 万亿。

财政扩张力度弱于预期，我们认为可能的原因是隐性债务压力。据我们测算，2018 年隐性债务规模为 37 万亿，部分省份超过了 4 万亿。债务高压下，也收紧了表内的债务。

由于 2019 年 PPI 同比大概率将低于 2018 年的 3.5%，CPI 同比预计仅比 2018 年的 2.1% 小幅回升，今年 GDP 平减指数将低于 2018 年。实际 GDP 增速也是如此，因此今年的名义 GDP 增速大概率会低于 2018 年的 8.9%。

前面提到过，2.8% 的赤字率、27600 亿元赤字的组合，意味着名义 GDP 增速需达到 9.5%。因此，实际财政赤字率很可能超过 2.8%，需要通过预算稳定基金调节。

将一般公共预算和政府性基金预算作为整体看，财政收支缺口将扩大。与 2018 年相比，一般公共预算财政支出目标增加了 2 万亿，但财政赤字+新增专项债额度仅上升了 1.18 万亿，而土地出让金收入大概率会从 2018 年的 6.51 万亿下降。预计财政，尤其是地方财政，将持续面临着支出压力。

今年重点在减税降费，根据政府工作报告，全年给企业减税降费近 2 万亿元，规模高于 2018 年。增值税税率 16% 这一档降到 13%、10% 这一档降到 9%，幅度超预期，增值税降税规模可能超过 7000 亿。

第七，2019 年利率债（国债+地方债）供给 5.22 万亿，低于 2018 年，压力不大。其中国债净供给 1.83 万亿，地方一般债券 9300 亿，专项债 2.15 万亿，置换债 3100 亿。

但专项债，2018 年限额 8.6 万亿仅使用 7.4 万亿，有 1.2 万亿的额度可在今年继续使用，不在 2.15 万亿的预算内。虽然按照往年的经验，这一部分额度主要集中在经济较为发达的省份，可能会有较大的剩余，但考虑到今年减税、扩基建等政策对财政压力较大，不排除会使用该额度开源，缓解财政的压力，从而增大地方专项债的供给压力。

图表1： 各年利率债供给

时间	预算总赤字	地方财政赤字(地方一般债券供给)	中央财政赤字(国债供给)	地方专项债券供给	地方债置换	(地方债+国债)总供给
2015	16200	5000	11200	-	31000	-
2016	21800	7800	14000	4000	48774	74574
2017	23800	8300	15500	8000	27300	59100
2018	23800	8300	15500	13500	17258	54558
2019	27600	9300	18300	21500	3151	52251

资料来源：联讯证券，各年政府工作报告，wind

第八，激发市场活力是今年重点。2019 年重点任务十大任务中激发市场活力位列第二，仅次于稳增长，政府工作报告认为把市场活力搞上去也是促进经济平稳增长的关键。具体措施包括“放管服”改革简化审批程序、促进市场公平竞争、以改革推动降低涉企收费等。



第九，部署形成强大国内市场的任务扩大内需。2018 年 12 月政治局会议首次提出形成强大国内市场，政府报告做了进一步细化，包括稳消费和稳投资。消费领域重点在增收、个税减免、多渠道供给，重点在养老、婴儿看护、旅游、汽车和农村消费等。

投资重点在交运和新基建，铁路投资较 2018 年增加 680 亿，并适当降低基建项目资本金。

基建将是稳增长的主要载体。我们认为，在社会消费品零售增速和净出口增速都放缓的情况下，为保持经济平稳，固定资产投资增速至少需达到 8%。在其它投资增速不变、房地产投资增速 4%、制造业投资增速 5%时，全口径基建投资增速需达到 18.5%，才有望让 2019 年固定资产投资增速维持在 8%以上。

值得注意的是，今年政府工作报告没有提到棚改目标，去年提到了要新开工 580 万套。从地方两会期间发布的省级政府工作报告看，棚改规模和货币化安置比例整体都在下降，预计棚改对地产投资的支撑将减弱。

第十，资本市场制度改革将加快。此次政府工作报告明确提出改革完善资本市场基础制度，这一进程可能会比之前预期的要快。3 月 2 日科创板正式设立，实行注册制，5 套差异化的上市标准降低了高科技企业门槛，允许亏损企业上市。这让其它已有市场面临优质企业分流压力，倒逼改革，深交所领导表示创业板已经做好充分改革的准备。预计主板、中小板、创业板的发行制度、退市制度、违规行为惩罚机制等方面，将有一些改革措施。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任高级宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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_13927

