

两会前瞻：期待改革破局

——宏观经济周度观察第79期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

2019年全国两会分别于3月3日、3月5日召开，3月5日将公布《2019年政府工作报告》。2018年底，中央经济工作会议指出“世界面临百年未有之大变局”，因此，我们认为，本次两会除了逆周期调节政策以外，通过改革破局同样值得期待。

两会前瞻：1) 经济增长目标或从数值调整为区间，中枢下调；2) 通胀目标或维持在3%；3) 政策基调：强化逆周期调节；4) 稳健的货币政策保持松紧适度，重在疏通传导机制；5) 依靠积极财政政策稳增长；6) 房地产调控：房住不炒，因城施策，棚改退潮；7) 产业政策：推动先进制造业和现代服务业深度融合；8) 就业政策：稳增长是根本；9) 资本市场重要性提升；10) 三大攻坚战：政府、民企加杠杆，环保不再一刀切；11) 供给侧改革：重心转向做加法；12) 推动全方位对外开放，中美经贸关系或写入政府工作报告。

中国经济增速在继续放缓，这既有结构性的因素也有周期性的因素，前几轮经济刺激的后果尚未完全消化，杠杆率的高位制约了货币政策的宽松程度，债务的压力和税收收入的减少制约了财政的积极程度，逆周期政策边际效果递减。

如何破局？回顾改革开放40年，中国的经济增长周期更多是改革红利释放周期：随着改革的启动，经济慢慢地走出低迷；随着改革红利的释放，经济走入复苏和繁荣；随着改革红利的衰竭，经济走入低迷。中国经历了上个世纪70年代和90年代两轮改革，也就有了两轮改革红利释放周期。破局的路径在于改革，深化市场化改革释放潜在增速，才有望迎来经济的复苏——新一轮经济增长周期。

● **风险提示：政策落实不及预期；改革不及预期**

相关报告

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

宏观报告：盘点2018年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第72期

2019-1-1

目 录

1、 两会前瞻：经济增长目标下调，逆周期调节成政策主基调.....	3
1.1、 经济增长目标或从数值调整为区间，中枢下调.....	3
1.2、 通胀目标或维持在 3%	3
1.3、 政策基调：强化逆周期调节	4
1.4、 稳健的货币政策保持松紧适度，重在疏通传导机制.....	4
1.5、 依靠积极财政政策稳增长	4
1.6、 房地产调控：房住不炒，因城施策，棚改退潮.....	5
1.7、 产业政策：推动先进制造业和现代服务业深度融合.....	6
1.8、 就业政策：稳增长是根本	6
1.9、 资本市场重要性提升	7
1.10、 三大攻坚战：政府、民企加杠杆，环保不再一刀切	7
1.11、 供给侧改革：重心转向做加法	8
1.12、 推动全方位对外开放，中美经贸关系或写入政府工作报告	9
2、 两会前瞻：期待改革破局.....	9
3、 2月高频数据观察.....	10
3.1、 生产指标涨跌互现	10
3.2、 商品价格延续反弹，钢厂社会库存快速累积.....	11
3.3、 猪肉价格下跌	12
3.4、 大额净回笼，货币市场利率中枢下移	12
3.5、 房地产销售增速回升，乘用车零售降幅扩大.....	13
4、 本周主要关注点（2019.3.4-2019.3.10）	13

图表目录

图 1： 预计经济增长目标下调.....	3
图 2： 政策基调可能是强化逆周期调节	4
图 3： 稳健的货币政策保持松紧适度，重在疏通传导机制	4
图 4： 依靠积极财政政策稳增长.....	5
图 5： 预计房地产调控基调是房住不炒、因城施策.....	5
图 6： 预计产业政策是推动先进制造业和现代服务业深度融合	6
图 7： 就业政策.....	6
图 8： 预计资本市场重要性提升	7
图 9： 政府、民企加杠杆，环保不再一刀切	8
图 10： 供给侧改革重心转向做加法	8
图 11： 推动全方位对外开放，中美经贸关系或写入政府工作报告	9
图 12： 全面深化改革.....	10
图 13： 生产指标涨跌互现（%）	10
图 14： 上游开工强度较为一般.....	10
图 15： 商品价格反弹（元/吨）	11
图 16： 钢材社会库存快速累积（万吨）	11
图 17： 猪肉价格下跌.....	12
图 18： 月末资金面偏紧（%）	12
图 19： 30大中城市商品房销售增速回升（%）	13
图 20： 乘用车零售同比降幅扩大（%）	13

2019年全国两会分别于3月3日、3月5日召开，3月5日将公布《2019年政府工作报告》。2018年底，中央经济工作会议指出“世界面临百年未有之大变局”，因此，我们认为，本次两会除了逆周期调节政策以外，通过改革破局同样值得期待。

1、两会前瞻：经济增长目标下调，逆周期调节成政策主基调

1.1、经济增长目标或从数值调整为区间，中枢下调

从2019年31个省市政府工作报告来看，有23个省市下调了经济增长目标，可见各地政府对2019年经济增速趋于下行存在共识。同时，在“世界面临百年未有之大变局”的形势下，经济面临极强的不确定性，有14省市将经济增长目标从数值调整为区间值，辽宁省更是罕见地把目标定为“与全国保持同步”。

第一，这些现象可能预示着2019年政府工作报告的经济增长目标也调整为区间值，好处是留给政策更大的空间。

第二，需要一定的经济增速来保证稳就业，即便经济增长目标调整为区间，下限应该不会比6%低。

第三，2018年GDP增速为6.6%，经济下行压力仍存，即便经济增长目标调整为区间，上限可能略低于6.5%。

图1： 预计经济增长目标下调

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ GDP增长目标：6.5%左右 ◆ 我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段 ◆ 2018年是全面贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放40周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ GDP增长目标：从数值调整为区间；整体中枢下调 ◆ 我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。世界面临百年未有之大变局，变局中危和机同生并存，这给中华民族伟大复兴带来重大机遇。 ◆ 经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。 ◆ 2019年是新中国成立70周年，是全面建成小康社会关键之年，做好经济工作至关重要。

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.2、通胀目标或维持在3%

近期，出于猪瘟疫情对供给冲击的考虑，养猪股大涨。影响2019年CPI增速的最大变数是猪瘟疫情全面爆发导致猪周期提前触底，反之，全年温和通胀的可能性较大。我们认为通胀目标不会因为猪瘟带来的供给冲击而提高：

第一，2012年以来，平均来看，CPI同比增速较政策目标低1.24个百分点，政策目标可能已经留有余地以应对一些临时冲击（如油价上涨）。

第二，提高通胀政策目标的信号意义过强，可能会造成市场预期混乱。

1.3、政策基调：强化逆周期调节

逆周期政策已经频繁出台，2019 年政府工作报告可能继续强化逆周期调节，包括宽信用、积极财政政策（基建与减税）、就业政策、房地产调控政策、促进消费政策。

图2：政策基调可能是强化逆周期调节

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 要继续创新和完善宏观调控，把握好宏观调控的度，保持宏观政策连续性稳定性，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。

资料来源：《2018 年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E 为我们的预测

1.4、稳健的货币政策保持松紧适度，重在疏通传导机制

货币政策的目标很多，但当前最重要的是稳增长（逆周期调节），海外央行货币政策的转向给了中国货币政策更大的空间，货币政策或将进一步宽松但不至于 QE，重点在疏通传导机制，为此，进一步推进利率市场化可能再度被政府工作报告提及。

图3：稳健的货币政策保持松紧适度，重在疏通传导机制

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡。 ◆ 进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。

资料来源：《2018 年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E 为我们的预测

1.5、依靠积极财政政策稳增长

对于 2019 年，积极的财政政策将是减税降费和基建共举：减税降费力度加大。

未来政策重点或将体现在加快推进增值税三档变两档的调整、加大出口退税力度、降低企业非税负担、降低社保费率等方面。减税不仅扩大需求，还可以扩大供给，从而实现稳增长。

不过，经济下行下，居民和企业的支出倾向可能下降，因此，为了稳增长还需要加大基建投资，基建投资稳增长见效快、时滞短，可以快速拉升需求。减税降费的同时加大政府支出，这需要，一方面财政赤字率或重回3%甚至更高；另一方面，中央政府在基建资金来源、项目审批和落地上均给予大力支持，各地方两会也纷纷推出新基建的相关政策，2019年政府工作报告或进一步重点强调，不排除在调动地方积极性与非标融资等方面进行放松。

图4： 依靠积极财政政策稳增长

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 积极的财政政策取向不变，要聚力增效 ◆ 赤字率拟按2.6%安排；财政赤字2.38万亿元。 ◆ 安排地方专项债券1.35万亿元，比去年增加5500亿元 ◆ 优化财政支出结构，提高财政支出的公共性、普惠性，加大对三大攻坚战的支持，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。 ◆ 减税降费力度加大。减税规模有望超过2018年1.3万亿额度。加快推进增值税三档变两档的调整、加大出口退税力度、降低企业非税负担、降低社保费率等。 ◆ 财政赤字率或重回3%甚至更高 ◆ 专项债额度突破2万亿元 ◆ 依靠积极财政政策稳增长，投向基建的广义财政支出大幅增加

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.6、 房地产调控：房住不炒，因城施策，棚改退潮

当前房地产调控处于两难的境地，一方面，如果调控全面放松，房地产市场可能继续绑架中国经济，那么整个中国经济的结构性矛盾不能得到缓解，同时，过去几年居民加杠杆，偿债比率已经飙升并超过美国、日本等发达国家，居民加杠杆空间极度缩小，即便政策显著放松，可能不如前几轮刺激的效果明显；另一方面，如果政策放松程度不够，经济下行与土地财政增收压力随之而来。因此，在房住不炒的大基调下，调控可能是结构性的，即因城施策、分类指导式的调控放松。

三四线城市将面临棚改退潮，由于2018-2020年棚改目标是1500万套，2018年实际开工627万套完成目标107.4%，2019-2020年棚改目标平均为437万套左右，而部分省市2019年棚改目标也较2018年减少，因此，棚改退潮是大势所趋，部分三四线城市房地产市场或将明显降温。

推动城镇化发展是另一趋势，未来一些大城市落户限制可能相继放开，随着人口的流入，未来一些一二线城市房地产市场将受益。三四线城市需求并非完全来自棚改货币化，随着城镇化率的提高以及交通的改善，需求外溢到一部分靠近一二线城市、人均GDP还不错的区县，卫星城承接核心城市的需求，同时其自身的经济、产业基础不弱，这样的城市具有长期发展潜力。

图5： 预计房地产调控基调是房住不炒、因城施策

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 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。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。 ◆ 健全地方税体系，稳妥推进房地产税法 ◆ 启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工580万套。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，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 ◆ 放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制 ◆ 要推动城镇化发展，培育发展现代化都市圈，增强中心城市辐射带动力，形成高质量发展的重要助推力 ◆ 预计棚改开工计划在500万套左右

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.7、产业政策：推动先进制造业和现代服务业深度融合

中国不缺乏高质量的需求，但是缺乏相匹配的高质量供给，推动先进制造业和现代服务业深度融合有助于提高我国供给能力。同时，鉴于中美贸易摩擦的教训，这一进程刻不容缓。

图6：预计产业政策是推动先进制造业和现代服务业深度融合

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 发展壮大新动能。做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。 ◆ 加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 推动制造业高质量发展。要推动先进制造业和现代服务业深度融合，坚定不移建设制造强国。促进新技术、新组织形式、新兴产业集群形成和发展。要增强制造业技术创新能力，构建开放、协同、高效的共性技术研发平台，健全需求为导向、企业为主体的产学研一体化创新机制，抓紧布局国家实验室，重组国家重点实验室体系，加大对中小企业创新支持力度，加强知识产权保护和运用，形成有效的创新激励机制。

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.8、就业政策：稳增长是根本

从各省市政府工作报告来看，大部分省市2019年就业目标维持不变或上调，凸显各地政府稳就业的决心。除了一些“锦上添花”的措施外，稳就业最根本的还是稳增长。

图7：就业政策

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 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 ◆ 着力促进就业创业。加强全方位公共就业服务，大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。 ◆ 实施就业优先政策。 ◆ 形成国内市场和生产主体、经济增长和就业扩大、金融和实体经济良性循环。

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.9、资本市场重要性提升

2018年下半年以来，政策明显更关注资本市场健康发展，包括制度建设、激发市场活力等，2019年可能延续这一趋势。年初的政策文件提出“减轻对抵押担保的过度依赖”、“加大直接融资支持力度”，若如此，未来资本市场的吸引力将超过房地产市场。

图8：预计资本市场重要性提升

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 深化多层次资本市场改革，推动债券、期货市场发展。拓展保险市场的风险保障功能。 ◆ 设立国家融资担保基金，支持优质创新型企业上市融资，将创业投资、天使投资税收优惠政策试点范围扩大到全国 ◆ 有序开放银行卡清算等市场，放开外资保险经纪公司经营范围限制，放宽或取消银行、证券、基金管理、期货、金融资产管理公司等外资股比限制，统一中外资银行市场准入标准 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入 ◆ 减轻对抵押担保的过度依赖 ◆ 加大直接融资支持力度，积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资。完善股票发行和再融资制度，加快民营企业首发上市和再融资审核进度。 ◆ 提高金融机构服务实体经济能力。支持金融机构通过资本市场补充资本。

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.10、三大攻坚战：政府、民企加杠杆，环保不再一刀切

打好三大攻坚战是2018-2020年的重要任务，2019年政府工作报告大概率还会将其列为重点，大的方向不变，但侧重点会有所变化。

防风险方面。银保监会表示我国结构性去杠杆达到预期目标，意味着去杠杆最剧烈阶段已经过去，经济要发展，必须有主体能加杠杆，从目前政策来看，政府（基建补短板）和民营企业（加强金融服务民营企业）是加杠杆的主体，而国企、居民稳杠杆。

污染防治方面。环保不再一刀切，更加科学地制定停工限产的范围和时间。

图9： 政府、民企加杠杆，环保不再一刀切

2018	2019E
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 坚决打好三大攻坚战。要围绕完成年度攻坚任务，明确各方责任，强化政策保障，把各项工作做实做好。 ◆ 宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控 ◆ 加大精准脱贫力度。 ◆ 巩固蓝天保卫战成果，今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%，重点地区细颗粒物（PM2.5）浓度继续下降。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 要针对突出问题，打好重点战役。 ◆ 打好防范化解重大风险攻坚战，防范金融市场异常波动和共振。 ◆ 在稳妥处理地方政府债务风险的前提下，政府、民营企业可以阶段性适度加杠杆，国企、居民部门稳杠杆。 ◆ 打好脱贫攻坚战。 ◆ 在不一刀切的前提下，打好污染防治攻坚战。

资料来源：《2018年政府工作报告》，新时代证券研究所；注：2019E为我们的预测

1.11、 供给侧改革：重心转向做加法

2018年供给侧结构性改革继续抓好“三去一降一补”，大力简政减税减费，不断优化营商环境，进一步激发市场主体活力，提升经济发展质量。经过这几年的调整，目前在“三去”上已经发生了一些变化，去产能方面，环保限产不再一刀切；去库存方面，三四线城市商品房去化周期较往年明显下降，政策开始强调因地制宜调整完善棚改货币化安置政策；去杠杆方面，结构性去杠杆达到预期目标。

也就是说，供给侧改革做减法最剧烈的阶段已经过去，节奏会逐渐放缓，更多运用市场化、法治化手段，在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫，重心将转向降成本和补短板。降成本主要体现在减税降费，减少企业负担，增加居民消费支出能力。补短板在短期上主要体现为基建，特别是中西部省市基建和乡村振兴等，长期而言，我们正处于经济新旧动能转换时期，需要发展壮大新动能，做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用。运用新技术、新业态、新模式，大力改造提升传统产业。加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区。全面开展质

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_13950



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>