

2019年3月5日

宜信财富：既有“区间目标”也有“底线思维”

——2019年《政府工作报告》点评

2019年政府工作报告下调GDP增长目标至6-6.5%，区间式的目标给了经济政策更大的弹性，政策放松的力度可能不会太超预期。报告提到“首次将就业优先政策置于宏观政策层面”、“稳增长首要是为保就业”，显示在经历了去年企业裁员潮之后，政府对社会就业的高度重视。

财政政策将进一步加力提效，预算赤字率提高到2.8%。积极财政政策还体现在减税降费层面，制造业增值税率下调3个百分点和全年减税近2万亿元的目标略超市场预期。

货币政策强调保持流动性合理充裕，并继续向民营、小微企业倾斜。报告明确要求“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上”。我们预计年内还会有2-3次降准，也有降低贷款基准利率的可能。我们认同报告中提到的“防范化解重大风险要强化底线思维，坚持结构性去杠杆”，货币政策合理充裕不等同于“大水漫灌”。

工作报告明确了金融体系和经济结构的转型方向，前者是提高直接融资比例，后者即是促进新兴产业发展、促进形成强大国内市场，发挥消费的基础作用。预计今年基建投资发力程度不会太高，房地产投资则可能有显著下行。

李琳 博士
宜信财富董事总经理
资产配置策略研究负责人

夏天然 博士
投资策略师

2019年3月5日，2019年政府工作报告正式发布，对今年的经济增长、政策规划定下了目标。这次的报告延续了近期高层的政策思路，基本符合市场预期，但也有一些超预期的内容，例如强调就业、大力推进减税降费、国内市场和消费的重要性等。总体来看，我们认为工作报告的制定既有“区间目标”的弹性，也有对“防范化解重大风险要强化底线思维、坚持结构性去杠杆”的坚守。一些政策目标有很强的针对性，如果制定的措施切实落地，将缓解当前中小企业融资难、盈利下降等问题，但经济增长缓慢下行的趋势不会改变，这也是转型过程的必经之路。

6-6.5%，GDP增长目标下调但弹性加大

政策弹性加大，反映经济的下行压力和中国经济潜在增长率的下降。在2019年的政府工作报告中，将GDP增长目标定位6-6.5%，较去年6.5%的目标有所下调，基本符合我们和市场的预期。政府理解经济的下行压力和

长期增长趋势，下调增长目标符合经济规律。为了实现 2020 年实际 GDP 翻番（比 2010 年）的规划，2019 年和 2020 年的实际平均增速需要达到 6.2%。此目标不难实现，但政府工作报告将目标的区间扩大，意味着政府对于经济增速波动的定力更强，政策放松的力度可能不会太超预期。但政府同时强调了底线思维——“防范化解重大风险要强化底线思维”、“防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间”——当经济下行压力加大时，政策仍将毫不犹豫放松。

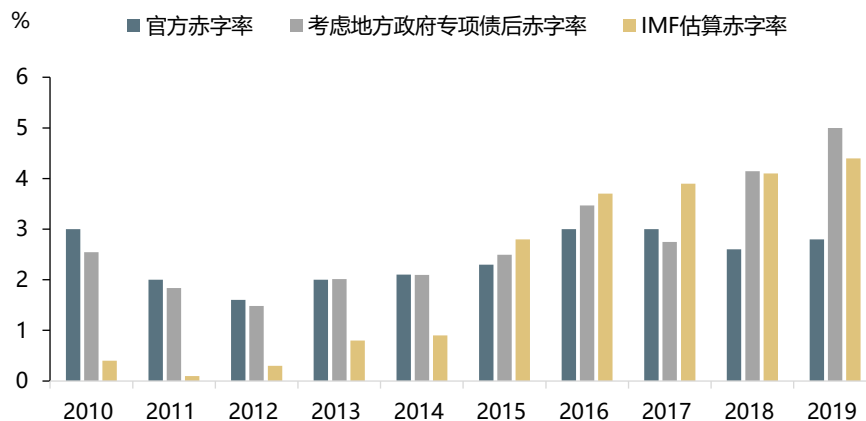
稳就业成为重要考量。在分项指标上，2019 年的目标与 2018 年变化不大，包括城镇新增就业人数达到 1100 万人，调查失业率低于 5.5%，农村贫困人口下降 1000 万人等。值得注意的是，今年的报告中提到：“首次将就业优先政策置于宏观政策层面”，并指出“稳增长首要是为保就业”，表明政府对社会就业的重视程度更加提高，这也可能是对去年企业裁员潮的一个回应。中国 80%的就业岗位由民企提供，近期高层针对民营企业的支持措施也是为了解决就业问题。我们认为，2019 年就业问题是个大挑战，但“严监管、去杠杆”的缓和以及多项政策的支持，将帮助减轻部分压力。

积极财政政策要加力提效，减税降费是重要一环

财政政策积极程度加码。2019 年的政府工作报告对于财政政策的讨论没有明显变化，依然是“积极”和“加力提效”。不过各项指标均有一定幅度的上调：今年的预算赤字率上调至 2.8%，比去年高 0.2 个百分点，没有突破 3.0%的国际警戒线。财政赤字总额从 2.38 万亿元上调为 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。地方政府专项债额度从 1.25 万亿元上调至 2.15 万亿元。

实际赤字率或高于预期。虽然财政支出规模从去年的 21 万亿上调至 23 万亿，但考虑到今年大规模的减税以及房地产市场的走弱将显著压低财政收入水平，财政赤字率这 0.2 个百分点的上调显然无法支撑。我们预计实际赤字率将远超 2.8%的水平。事实上，如果包括了地方政府专项债，2018 年的实际赤字率为 4.1%，高于当年预算赤字率 2.6%，2019 年的实际赤字率可能达到 5%，远高于 2.8%的预算值。如果进一步包括城投债和政策性银行债等更广义的政府开支，2019 年更为广义的赤字率可能高达 7%或以上。

图表 1: 2019 年政府实际赤字率可能高达 5%



数据来源: Wind, IMF, 宜信财富

落脚减税降费。这种更加积极的财政很大程度上体现在减税降费政策上，在报告中明确提到了实施更大规模的减税，包括：将制造业等行业现行 16%的增值税税率降至 13%；保持 6%一档的税率不变，但确保所有行业税

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；下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%；全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元；抓好年初出台的小微企业普惠性减税政策落实。降费方面的目标包括了：继续执行新能源汽车购置优惠政策；降低并统一大病保险起付线，报销比例由 50% 提高到 60%；移动网络流量平均资费再降低 20% 以上。

以上这些政策目标非常具体，政府此次力度较大。其中，制造业增值税下调 3 个百分点超出市场预期，全年减税近 2 万亿元也大幅高于去年的目标 1.1 万亿元（实际完成 1.3 万亿元）。我们也曾多次提到，当货币政策对实体经济的传导机制不畅，又不希望再通过基建和地产拉动投资，减税是很好的刺激方案。如果以上政策有效落地，将在一定程度上改善当前企业盈利持续下降的问题，缓和经济增长的下行压力。

强调货币政策松紧适度、不搞“大水漫灌”、同时保持流动性合理充裕、缓解民企和小微融资难融资贵的问题

再次强调支持小微企业。2019 年的政府工作报告中对货币政策的描述与此前央行高层的表态以及《货币政策执行报告》中基本一致，即去掉了 2018 年报告中货币政策“保持中性”的文字，并着重强调要“有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险”。**更具体的，报告中要求“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30% 以上”。**去年四季度以来，我国已经多次出炉支持民营、中小企业的政策，货币政策层面的支持条款也很多，这次政府报告中给出了定量的要求，表明了政府的决心。

货币增速保持平稳。2019 年的报告中也没有再设立 M2 和社会融资规模目标，2017 年时设立的 12% 的目标最终远未达成，2018 年在去杠杆政策的影响下，M2 和社融增速均降至历史新低。如果按照报告中指出的“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”，则今年的 M2 增速可能保持在 8-9% 附近。

降准降息仍可期。有意思的是，这次的政府工作报告中将《2018 年四季度货币政策执行报告》中删掉的“把好货币供给总闸门”再添加回来，并且强调了“不搞大水漫灌”。这给了市场较为明确的表示，即货币政策的宽松将与实体经济需求一致，并非为了虚高的目标而进行刺激。

但政府工作报告中又多次提到了“底线思维”，“防止紧缩效应叠加”，尤其是，当前中国 CPI 增速已经下行至 1.7% 的水平，PPI 增速大概率转向负增长，我们仍可以期待货币政策的进一步宽松。这次报告中也提到：“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”，我们认为，央行在 2019 年还会有进一步降准或降息的举动，包括 2-3 次每次 50bp 的降准以及对逆回购、常备借贷便利 (SLF) 等市场利率的下调。如果“宽货币”向“宽信用”的传导依然受阻，降低贷款基础利率 (LPR) 也有可能。

形成强大国内市场，发挥消费的基础作用

释放国内需求。与 2018 年 12 月的政治局会议一致，这次的政府工作报告中再次强调了要“促进形成强大国内市场”，“释放内需潜力”。报告中剔除的多项措施包括落实新的个税法案、增加优质产品和服务供给、发展养老服务业、发展婴幼儿照护服务、壮大旅游业、继续执行新能源汽车购置优惠、健全农村流通网络等。

从投资拉动转向消费驱动是经济发展转型中的必经之路，中国已经步入关键时点，2018 年消费对 GDP 的拉动作用高达 78%。相比之下，投资的拉动作用为 32%，贸易则为负向影响。工作报告中也提到了对铁路建设和水利工程投资的预算安排，但整体目标与去年相差不大。而且政府工作报告中也提到，“各级政府要过紧日子”，因为要“支持企业减负”，预计今年基建投资的发力程度不会太高。

房地产政策未有放松，地产投资增长面临下行压力

房地产调控继续因城施策。2019 年的政府工作报告中对房地产政策的讨论较少，只时延续了了 2018 年报告中的说法“促进房地产市场平稳健康发展”，“稳步推进房地产税立法”。且报告中淡化了棚户区改造的目标。从政府工作报告和近期高层对地产市场政策的态度中，我们可以确定政府对房地产市场面临的问题有了更强的定力，尤其是“稳增长”的重要支点转向促进消费后，全面放松地产政策的概率很低，更有可能的是因城施策。我们预计，年内房地产投资增速将在销售增速的拖累下出现下滑。

促进直接融资和新经济发展

在科创板规则正式落地后，政府工作报告中再次表示要“提高直接融资特别是股权融资比重”，金融体系改革会继续深化。

报告再次表示要推动传统产业改造，并列出了多个新兴产业的发展方向：深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大数字经济。

图表 2：2018 年和 2019 年政府工作报告关键点对比

		2018	2019
经济增长目标	经济增长目标	6.50%	6-6.5%
	居民消费价格涨幅	3%	3%
	城镇新增就业	1100 万	1100 万
	城镇调查失业率	5.50%	5.5%
	城镇登记失业率		4.5%
	农村贫困人口降幅	1000 万	1000 万
	单位国内生产总值能耗降幅	3%	3%
货币政策目标	总体方向	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度	稳健的货币政策要松紧适度
	具体要求	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。	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；既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平；今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上
财政政策目标	总体方向	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要加力提效
	赤字率	2.60%	2.80%
	财政赤字额	23800 亿元	27600 亿元
	中央财政赤字	15500 亿元	18300 亿元
	地方财政赤字	8300 亿元	9300 亿元
	地方专项债	13500 亿元	21500 亿元
未来重点工作	全国财政支出	210000 亿元	230000 亿元
	就业	大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态	首次将就业优先政策置于宏观政策层面
	消费	新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年。降低重点国有景区门票价格。	继续执行新能源汽车购置优惠政策
	投资	完成铁路投资 7320 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元左右。	完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元

教育	切实降低农村学生辍学率，着力解决中小学生学习负担过重问题	中央财政教育支出安排超过1万亿元
医疗	居民基本医保人均财政补助标准再增加40元。扩大跨省异地就医直接结算范围	降低并统一大病保险起付线，报销比例由50%提高到60%
去产能	再压减钢铁产能3000万吨左右，退出煤炭产能1.5亿吨左右	
财税	提高个人所得税起征点，再为企业和个人减税8000多亿元。健全地方税体系，稳妥推进房地产税法立法	将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%；继续向推进税率三档并两档；下调基本养老保险单位缴费比例至16%；全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元
创新	加强新一代人工智能研发应用。加强雾霾治理、癌症等重大疾病防治攻关	加强关键核心技术攻关；全面加强知识产权保护；打造工业互联网平台，拓展“智能+”
精准扶贫	完成易地扶贫搬迁280万人；强化对深度贫困地区支持	加大“三区三州”等深度贫困地区脱贫攻坚力度
污染防治	二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%。严禁“洋垃圾”入境。严控填海造地。	二氧化硫、氮氧化物排放量下降3%，化学需氧量、氨氮排放量下降2%
乡村振兴	探索宅基地所有权、资格权、使用权分置改革。新建改建农村公路20万公里。	今明两年要解决好饮水困难人口的饮水安全问题；完成新一轮农村电网升级改造；开展农村人居环境整治
金融	支持金融机构扩展普惠金融业务；改革金融监管体制	设立科创板并试点注册制，促进多层次资本市场健康稳定发展
电信	加大网络提速降费力度；取消流量“漫游”费，移动网络流量资费年内至少降低30%	移动网络流量平均资费再降低20%以上，在全国实行“携号转网”
开放	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。探索建设自由贸易港。	缩减外资准入负面清单。增设上海自贸试验区新片区。继续推动中美经贸磋商
协调发展	高起点规划、高标准建设雄安新区；出台实施粤港澳大湾区发展规划纲要	长三角区域一体化发展上升为国家战略

数据来源：政府工作报告，宜信财富