



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

精准发力，兼顾增长与改革

——2019年政府工作报告点评

固定收益分析师：

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

2019年3月6日

事件：

3月5日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上，李克强总理作政府工作报告，2019年GDP目标为增长6.0-6.5%、CPI涨幅3%左右。

点评：

1、GDP目标增速调整为区间值，兼顾增长与改革。2019年经济增长目标变为区间值，为6%-6.5%，相比2018年GDP增长目标6.5%来说，整体上应该是有所下调。我们认为6-6.2%可能是经济增长的底线，当单季度经济下行压力加大时，可能会看到更为明显的托底政策。不过同时需要指出的是，管理层亦无意重回老路推动GDP显著增长。

2、货币政策重点关注定向发挥效果。“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”的提法令总量流动性进一步宽松的空间受到限制。本次报告中出现“降低实际利率水平”的提法，并明确提出适时运用降准、利率等数量和价格手段，综合融资成本必须有明显降低。但同时也要说明的是，以上提法均为针对中小微企业，而并非是覆盖全部企业，“定向”的意味十分显著。我们认为年内可以预见的是降准置换MLF、新作TMLF等货币政策工具仍将继续实施，同时不排除调降公开市场利率的可能，但降低基准利率的可能性目前看仍然不高。

3、赤字率调升低于预期。今年赤字率拟安排2.8%，低于市场预期的3.0%，地方专项债安排了2.15万亿，虽然比去年增加了8000亿，但同样低于市场此前的预测。赤字率以及专项债的额度安排体现了管理层仍然较为看重地方政府债务风险的防范，同时由于减税降费力度较大，因此财政压力也一定程度制约了债务规模的扩张。不过值得说明的是，由于地方政府专项债不纳入一般公共预算管理，而是归于政府性基金预算管理，因此存在结余结转使用的可能。

4、债市策略：春节后债市进入震荡期，多空交织下长端利率出现一定回升。从基本面来看，目前经济可能仍然在寻底过程中，从历史经验看，长端利率底部往往要滞后于经济底，因此后续需要做的就是密切关注基本面的边际变化，在经济底出现前，不宜过早认为债券牛市已经彻底终结。回到本次政府工作报告来看，货币政策实际上并未对债市带来太多利好，其更多强调的是“定向”支持作用，“把好货币供给总闸门”和“保持流动性合理充裕”的提法实际上框定了短端利率的运行区间，这也是债市一段时间内将以震荡运行为主的原因。

风险提示：经济增长超预期下降；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；当前针对地方政府债券发行、基建投资等政策未来存在调整可能；美联储后续超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

事件：

3月5日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上，李克强总理作政府工作报告，2019年GDP目标为增长6.0-6.5%、CPI涨幅3%左右。

点评：

1、GDP目标增速调整为区间值，兼顾增长与改革。2019年经济增长目标变为区间值，为6%-6.5%，相比2018年GDP增长目标6.5%来说，整体上应该是有所下调，从政府工作报告中对经济形势的着墨来看，管理层应该是看到了经济增长继续向下的可能性。单纯从增速的角度看，2019-2020年，中国经济只要年均增长6.2%就能实现GDP较2010年翻一番的目标，增长目标修改为区间值，既可以保证完成任务，同时也为进一步减税降费、加大改革营造空间。

我们认为6-6.2%可能是经济增长的底线，当单季度经济下行压力加大时，可能会看到更为明显的托底政策。不过同时需要指出的是，管理层亦无意重回老路推动GDP显著增长。底线思维下，稳增长同样需要与促改革、防风险相协调。

2、货币政策重点关注定向发挥效果。去年政府工作报告中首次未对M2和社融设定预期目标，今年则继续未给出预期值，强调“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”。2018年GDP名义增速为9.69%，如果考虑到2019年GDP名义增速有可能进一步下滑，则全年看社融增速并不必需要大幅度反弹。

如果总量流动性进一步宽松的空间受到GDP名义增速限制的话，就不难理解为何报告中又重提了“把好货币供给总闸门”和“保持流动性合理充裕”了，前述提法在四季度央行货币政策执行报告中一度被删去，从而引发市场对货币政策进一步宽松的预期。“总闸门”与“大水漫灌”相对应，强调的是总量层面意义，一方面是货币供应量存在制约，另一方面是货币流向路径有所选择。通过疏通货币传导渠道，保证资金流入实体。

本次报告中出现“降低实际利率水平”的提法，并明确提出适时运用降准、利率等数量和价格手段，综合融资成本必须有明显降低。但同时也要说明的是，以上提法均为针对中小微企业，而并非是覆盖全部企业，“定向”的意味十分显著。我们一直认为的是，降低中小微企业综合融资成本的主要矛盾在于提升商业银行风险偏好，令其愿意向中小微企业放贷，因此降低融资成本在此不宜过多解读为货币政策将会大幅度放松。

我们认为年内可以预见的是降准置换MLF、新作TMLF等货币政策工具仍将继续实施，同时不排除调降公开市场利率的可能，但降低基准利率的可能性目前看仍然不高。

3、赤字率调升低于预期。积极的财政政策取向不变，今年赤字率拟安排2.8%，

比去年高了0.2个百分点,但低于市场预期的3.0%,赤字规模安排在2.76万亿。此外,地方专项债今年安排了2.15万亿,虽然比去年增加了8000亿,但同样低于市场此前的预测。我们认为,赤字率以及专项债的额度安排体现了管理层仍然较为看重地方政府债务风险的防范,同时由于减税降费力度较大,因此财政压力也一定程度制约了债务规模的扩张。不过值得说明的是,由于地方政府专项债不纳入一般公共预算管理,而是归于政府性基金预算管理,因此存在结余结转使用的可能。

4、债市策略:春节后债市进入震荡期,多空交织下长端利率出现一定程度回升。从基本面来看,目前经济可能仍然在寻底过程中,从历史经验看,长端利率底部往往要滞后于经济底,因此后续需要做的就是密切关注基本面的边际变化,在经济底出现前,不宜过早认为债券牛市已经彻底终结。

与2018年单边牛市不同的是,今年债市机会可能更多存在于震荡中的阶段性行情。由于去年四季度地方政府专项的大规模发行以及今年一季度社融增速已经出现改善,市场预期的变化以及融资下行逻辑受到冲击将令债市短期以偏空为主。

回到本次政府工作报告来看,货币政策实际上并未对债市带来太多利好,其更多强调的是“定向”支持作用,“把好货币供给总闸门”和“保持流动性合理充裕”的提法实际上框定了短端利率的运行区间,这也是债市一段时间内将以震荡运行为主的原因。

风险提示:经济增长超预期下降;通胀压力有可能进一步加大,将对货币政策操作空间构成制约;当前针对地方政府债券发行、基建投资等政策未来存在调整可能;美联储后续超预期加息对全球债市扰动;全球出现黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究部，6年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券

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_13853

