

稳中有变，变于创新 ——2019年“两会”前瞻

全国两会将于3月3日、5日开始召开，届时国务院总理将宣读《2019年政府工作报告》，阐述今年经济工作的重点，公布相关经济增长目标，并宣布相关的宏观经济政策和结构调整思路。总体上，政府经济工作报告是对去年12月召开的中央经济工作会议确定的相关工作的进一步细化，更加具有操作性。对此，我们做如下前瞻：

1、GDP增速目标“区间化”且重心下移，但质量提高。我们预计2019年实际GDP增速目标可能被定为6.0-6.5%区间。信用收缩的滞后影响，意味着名义GDP增速上半年存在向下压力，预计一至四季度实际GDP当季同比分别为6.2%、6.1%、6.2%、6.3%。

2、财政政策更加积极，狭义赤字率上调，但减税力度可能受限。预计2019年财政政策的表述为“更加积极的财政政策”，实际效果上预计减税降费为主。预计预算赤字率从2.6%升至2.8%，地方政府专项债额度有望提升至2.1-2.3万亿。2.8%的赤字率约束，可能令企业税减税力度不及预期。

3、货币政策边际宽松，大概率继续降准，下半年可能降息。预计货币政策表述仍为“稳健”，强调货币政策传导性和改善民营企业融资环境；但最终执行可能边际趋松。同时，汇率对货币政策的掣肘将减弱。预计强调疏通货币政策传导，尤其通过信贷向实体融资的传导。二季度开始，可能降低MLF和OMO利率；下半年可能降低贷款基准利率。

4、房地产政策全面放松可期，但时点仍需等待。预计房地产政策全面放松时间仍需等待，未来房地产调控政策，将以“短期行政限制退出”+“长效机制出台”组合的方式展开，推动房地产政策从“行政措施”向“综合施策”转变。

5、改革开放力度加大，打造“创新型”经济体制环境。自贸区改革向自由港升级，推进区域协调发展；长三角城市群和粤港澳大湾区加速推进。推进土地流转改革，农村土地市场流动性有望加强。加强资本市场建设，“科创板”可能是主要抓手。金融供给侧结构性改革推进，金融开放力度将加大。强调政商关系以法制为基础，更加公平、透明，强调外资、国资和民资一视同仁。更加注重知识产权保护。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦再度升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

全国两会将于3月3日、5日开始召开，届时国务院总理将宣读《2019年政府工作报告》，阐述今年经济工作的重点，公布相关经济增长目标，并宣布相关的宏观经济政策和结构调整思路。总体上，政府经济工作报告是对去年12月召开的中央经济工作会议确定的相关工作的进一步细化，更加具有操作性。对此，我们做如下前瞻：

1、GDP增速目标“区间化”且重心下移，但质量提高

我们预计年度实际GDP增速目标将从原来的单个目标值，换成“区间化”管理，2019年可能被定为6.0-6.5%区间。中国经济增速逐步换挡，进入中低增速时期，是管理层和市场的共识。一方面，过高的经济增速没有必要且成本较高。随着人口红利的消退、全要素生产率的下降以及资本回报率的回落，中国经济的潜在增长率也在逐步下行。在全要素生产率尚未明显提升之前，中国的经济增长仍将保持“减速换挡”的格局。如果追求过高的经济增速，势必需要大量的政策刺激，这可能再度带来资产泡沫、产能过剩、环境污染、结构错配等问题，与十九大报告确立的“求质”方针不符，也与中国改革开放的大方向背道而驰。另一方面，仍需保持一定的经济增速来为改革营造稳定的环境。经济增速如果下滑过快，势必造成总需求快速下降、价格大幅下跌、居民和企业信心下降、失业率上升等问题，不利于经济结构的调整，甚至有可能造成社会的不稳定。综合当前的经济增长形势来看，实际GDP增速目标确从2018年的“6.5%左右”变为2019年的“6.0-6.5%区间”的概率较高。

信用收缩的滞后影响，意味着名义GDP增速上半年存在向下压力。社会总信用通过资金来源，对经济产生下行压力。自2017年初以来，中国的信用供给出现了较为明显的收缩，如果以“其他存款性公司总资产”对总体信用供给进行衡量，其增速从2017年1季度的15.98%降至2018年2季度的6.88%。从数据的序列来看，信用供给一般领先名义GDP增速一年左右的时间，这就意味着名义GDP增速从今年初开始，将存在较大的下行压力。从最新的数据来看，信用供给增速在2018年3季度小幅回升至7.31%，这意味着信用供给开始出现边际改善，名义GDP增速有望在2019年3季度出现边际回升。

2019年经济增速中枢向下，但不会失速，走势前降后稳。展望2019年，中美贸易摩擦和信用收缩的滞后影响，可能依然是影响经济走向的重要因素。考虑人口红利逐渐消失以及消费和投资拉动作用下降，预计2019年经济增速中枢进一步下滑。不过，政策对增长的托底作用也会逐渐显现，并且经济增长的质量将明显提升，预计GDP当季同比将会呈现前低后稳的走势。分季度来看，预计一至四季度实际GDP当季同比分别为6.2%、6.1%、6.2%、6.3%。

2、财政政策更加积极，狭义赤字率上调，但减税力度可能受限

预计2019年财政政策的表述为“更加积极的财政政策”，实际效果上预计减税降费为主。在私人部门（非居民和企业）投资和消费意愿低迷的情况下，财政政策应该发挥更大作用，通过政府加杠杆来对冲经济的下行压力。回顾历史，美国主要通过减税的方式，降低居民和企业负担，相应地负担转移至政府，间接地刺激内需扩张；1998年，我国主要通过扩大政府支出，直接刺激内需扩张。整体来看，无论是减税还是扩大政府支出，都是更加积极的财政政策的体现。

预计预算赤字率从 2.6% 升至 2.8%。2018 年预算赤字额 2.38 万亿，预算赤字率降至 2.6%，从边际来看，预算赤字有所收缩。财政政策的边际收紧，导致基建投资增速下滑，对经济增长产生向下压力。从 2018 年 9 月开始，财政政策边际转向宽松，一方面财政支出同比增速明显上升，另一方面地方政府专项债发行加速。财政政策从实质上转向更加积极。从狭义赤字率的角度来看，预算赤字率上调至 2.8% 的水平，是大概率事件。

地方政府专项债额度有望提升至 2.1-2.3 万亿。当前整体地方政府债务的总基调为“开正门、堵偏门”，允许有能力的地方政府“显性举债”，防止“隐性举债”。在规范地方政府融资平台后，地方政府专项债作为地方政府的主要融资手段，有必要对其额度进一步放开，一方面，作为基建投资的主要资金来源之一，支持基建项目；另一方面，规范地方政府主体的融资途径，鼓励有能力的地方政府通过市场化方式进行融资。从当前的经济形势来看，2019 年地方政府专项债的增发额度有望升至 2.1-2.3 万亿。

2.8% 的赤字率约束，可能令企业税减税力度不及预期。预计政府此次不会明显大幅上调预算赤字率。从当前的实际情况来看，由于个税税率下调以及个税专项抵扣实施，预计居民部门减税 3000 多亿。考虑到财政支出相对刚性，叠加名义 GDP 增速下降，即使 2019 年中央预算收入调至零增长，企业端减税幅度大概只有 5000-7000 亿，可能低于市场平均预期（此前市场预计增值税三档并两档下调税率 3 个百分点，将减税超万亿）。我们预计增值税率可能会下调 2 个百分点。

3、货币政策边际宽松，大概率继续降准，下半年可能降息

预计货币政策表述仍为“稳健”，强调货币政策传导性和改善民营企业融资环境；但最终执行可能边际趋松。去年 12 月召开的中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。在经济下行压力仍存的背景下，预计货币政策执行仍将边际趋松。

汇率对货币政策的掣肘将减弱。展望 2019 年，美国经济增长见顶回落概率上升，美联储加息预期下降，美债长端收益率趋势性下行，中美利差通过汇率渠道对中国货币政策的约束下降。随着中美经济增长从分化走向收敛，中美名义 GDP 增速差值有望再度走阔，人民币汇率贬值压力下降。外部均衡的约束下降后，中国的货币政策将更加注重内部均衡。

预计强调疏通货币政策传导，尤其通过信贷向实体融资的传导。在经济下行压力加大的背景下，商业银行风险偏好下降，合意信贷需求下降，导致尽管货币政策宽松，流动性相对充沛，但实体融资难度改善程度有限，融资成本居高不下。从数据来看，票据融资占新增信贷比例明显上升，长三角票据转贴利率下降，新增企业中长期贷款下降。要改善货币政策传导，一方面，需要通过市场化方式对优质民营企业进行增信，改善信用环境；另一方面，需要提升市场信心，加快利率市场化，尤其贷款利率市场化（否则，对非标的一刀切将导致部分融资主体资金链断裂，影子银行在贷款利率未完全市场化阶段，确实是对金融市场的必要补充）。

二季度开始，可能降低 MLF 和 OMO 利率；下半年可能降低贷款基准利率。一方面，通缩压力加大背景下，即使维持“货币政策中性”，也需要降低名义利率以维持实际利率中性。随着总需求的下降，工业品价格在 2019 年存在较大的下行压力，不排除某几个月 PPI 同比会出现负值，此时人行有可能会降低 MLF 和 OMO 利率。另一方面，随着利率市场化的推进，贷款基准利率的作用正在淡化。但由于银行自律协议的存在，以及相当一部分金融产品仍以贷款基准利率定价，短期完全忽视贷款基准利率依然较难，在实际利率被动上升压力较大的背景下，央行仍有可能下调贷款基准利率。

4、房地产政策放松可期，但时点仍需等待

预计房地产政策全面放松时间仍需等待，未来房地产调控政策，将以“短期行政限制退出”+“长效机制出台”组合的方式展开，推动房地产政策从“行政措施”向“综合施策”转变。此前房地产调控多采用行政措施干预，短期对抑制房价上涨、降低风险起到了作用，但从长期来看，则需从以行政措施为主向综合施策转变，包括城乡户籍和土地制度、房地产相关税收制度、住房租赁体系建设等多个方面的改革还需要进一步深入，逐步建立以市场为导向，以供求平衡为目标的房地产市场长效机制。

5、改革开放力度加大，打造“创新型”经济体制环境

自贸区改革向自由港升级，推进区域协调发展。上海、海南等自由贸易区开放程度可能进一步升级，向自由贸易港方向迈进。十九大报告指出，未来要“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港”，自贸区的各方面开放力度将加大，一方面有助于提高贸易水平、促进投资自由化，另一方面能够提高生产效率，推升全要素生产率。**长三角城市群和粤港澳大湾区加速推进。**长三角旨在建立面向全球、辐射亚太、引领全国的世界级城市群。粤港澳大湾区城市群是包括港澳在内的珠三角城市融合发展的升级版，旨在将以往的粤港澳经贸合作，升级成为先进制造业和现代服务业有机融合最重要的示范区，从区域经济合作上升到全方位对外开放的国家战略。

推进土地流转改革。今年中央一号文件聚焦“农村土地制度改革”，提出研究起草农村宅基地使用条例，开展闲置宅基地复垦试点，加快修订土地管理法、物权法等法律法规。这意味着今年土地流转制度改革有望取得新进展。我们预计，宅基地的确权、流转有望推进，农村土地市场流动性有望加强，农民收入和融资问题有望改善。

加强资本市场建设。金融供给侧结构性改革的核心之一，是通过“资本市场”更好的服务“创新型企业”，为中国创新型经济的转型服务。第一，通过“科创板”构建市场化的体制，构建更好的创新型企业融资环境。第二，改革现有的直接融资体系，改善民营企业、中小微企业的金融服务环境，增加中小金融机构数量，提高中小金融机构的金融服务质量。第三，加强金融反腐。

金融开放力度将加大。金融开放体现在资本项目开放和金融行业开放两个方面。从资本项目来看，对外投资和外商对中国投资的限制将逐渐削减。从金融行业开放来看，外资银行、券商等金融机构，在中国设立、入股境内金融机构的许可条件、审批、准入等，将逐步放开，金融从业人员的执业限制也将逐渐放开，金融行业的开放程度逐步扩大。

强调政商关系以法制为基础，更加公平、透明。完善产权制度和要素市场化配置，需要公平、透明的政商关系做保障。十九大报告明确指出，“中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标”，“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰”。政企不分、政商关系不明确，容易造成不公平的市场竞争，滋生腐败，也不利于企业提高经营管理效率，缺乏激励。通过完善法制建设，构建更加清晰透明的政商关系，是下一步经济体制改革的重要一环。

强调外资、国资和民资一视同仁。新的对外开放阶段，需要更加公平的对待“外资、国资和民资”。以往，在外资引入政策上，往往存在一定的政策倾斜，对某一个国家、或者某一类企业给予特定“超国民待遇”。但随着中国改革开放的深化，中国已经成为世界前列的引进外资的国家，中国已经从原来的单纯“引进来”向着“引进来”和“走出去”并举的阶段迈进，这就需要将“外资”和“内资”一视同仁。另外，在国内市场上，国企和民企以往由于政商关系不清晰，资源获取能力不对等，造成国企发展对民企形成一定的挤出，这一方面不利于企业提高经营管理效率，另一方面对民企的发展形成抑制。未来，需要打造清晰、透明的政商关系，支持民营经济发展，打造公平的要素配置市场，激发各类市场主体活力。

更加注重知识产权保护。知识产权保护是打造创新型社会的前提条件。十九大明确指出，要“加快建设创新型国家，倡导新文化，强化知识产权创造、保护、运用”。建立具有司法保障的知识产权制度，才能激励创新，激发创新的原动力，保住创新的成果。未来打造创新型社会，知识产权保护不但要从法律制度上进行保障，也要从意识思维上进行转变，通过知识产权宣传，提高全民的知识产权意识。知识产权得到充分的保障，既有利于引进美国等发达国家最新技术，也有利于中国创新产业发展。从大方向看，去产能供给侧改革转向减税和提高资本回报率的方向，预计加快推进国企改革。

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；

2. 货币政策短期收紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经

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_13854

