

从总理讲的三种关系看政府工作报告的三重信号

——2019 年政府工作报告点评

宏观事件点评

2019 年 03 月 06 日

报告摘要：

总理讲到，做好今年政府工作，要注重把握好三种关系。结合这三种关系，我们认为政府工作报告释放出三重信号，值得重视。

● 信号一：就业优先下对经济下行容忍度提高

总理讲的第一种关系，统筹好国内与国际的关系，要求我们凝心聚力办好自己的事。在国际形势复杂多变的背景下，我们要保持战略定力，按确定的目标和部署推进工作。今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面，只要就业稳、收入增，我们就更有底气。就业不出问题，对经济下行容忍度可以适当提高。GDP 增速预期目标由 2018 年的 6.5% 左右进一步下调为 6%—6.5%，实际中，经济增长的底线或为 6.2% 左右。

● 信号二：稳增长和防风险不能突破彼此的底线

总理讲的第二种关系，平衡好稳增长与防风险的关系，意味着稳增长和防风险不能突破彼此的底线。稳增长的底线是，决不能让经济运行滑出合理区间。防风险的底线是，不能损害长期发展，产生新的风险隐患。货币政策和财政政策的有关安排，都与此有关。货币政策强调深化利率市场化改革，意味着“降基准”不会成为政策选项。减税降费不能突破税收中性和债务可持续性两条红线，因此增值税降税率是大势所趋，但“三档并两档”难以一蹴而就。

● 信号三：供给侧结构性改革进入“升级版”

总理讲的第三种关系，要处理好政府与市场的关系，依靠改革开放激发市场主体活力，与我们关于供给侧结构性改革进入“升级版”的观点不谋而合。近几个月来，我们观察到中国政策制订和实施层面出现了一系列明显的变化，我们称之为供给侧结构性改革进入了新阶段或者说“升级版”。供给侧改革进入升级版经历了前期问题检视、解决方案提出、工作思路转变等几个关键节点。

● 市场展望：改革进展或成为影响未来股市表现的关键变量

稳增长政策路线图已基本勾勒出来，对股市的影响也基本已经反映。下一步，改革进展或成为影响股市表现的关键变量。我们维持“资本市场发展迎来美好春天，但春天里也要注意防范春寒料峭”的观点。

● 风险提示：政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

1、不一样的 2019，不一样的“两会”
——“两会”前瞻专题报告 20190304

目录

1、信号一：就业优先下对经济下行容忍度提高	3
2、信号二：稳增长和防风险不能突破彼此的底线	4
3、信号三：供给侧结构性改革进入“升级版”	6
4、市场展望：改革进展或成为影响未来股市表现的关键变量	8

表格目录

表 1：近几年国内外环境与主要预期目标对比	3
表 3：近几年货币政策对比	5
表 2：近几年财政政策对比	6
表 4：近几年重点工作任务对比	7

3月5日上午，李克强总理在十三届全国人大二次会议上作政府工作报告。总理不辞辛苦，讲了近两个小时，全国人民如沐春风，一起上了一堂大课。总理讲到，做好今年政府工作，要注重把握好三种关系。结合这三种关系，我们认为政府工作报告释放出三重信号，值得重视。

1、信号一：就业优先下对经济下行容忍度提高

总理讲的第一种关系，统筹好国内与国际的关系，要求我们凝心聚力办好自己的事。
 在国际形势复杂多变的背景下，我们要保持战略定力，按确定的目标和部署推进工作。

今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面。政府工作报告提出，要实施就业优先政策，加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间。将就业优先政策置于宏观政策层面，也是为了强化各方面重视就业、支持就业的导向。当前和今后一个时期，我国就业总量压力不减、结构性矛盾凸显，新的影响因素还在增加，必须把就业摆在更加突出位置。稳增长首要是为保就业。今年城镇新增就业要在实现预期目标的基础上，力争达到近几年的实际规模，既保障城镇劳动力就业，也为农业富余劳动力转移就业留出空间。只要就业稳、收入增，我们就更有底气。

就业不出问题，对经济下行容忍度可以适当提高。2019年，中国经济仍然面临复杂严峻的形势，世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升。国内经济下行压力加大，消费增速减慢，有效投资增长乏力。在此背景下，经济增长目标下调。GDP增速预期目标由2018年的6.5%左右进一步下调为6%—6.5%。《政府工作报告》起草组负责人、国务院研究室主任黄守宏在国新办吹风会上称，最近两年，只要经济增长保持6.2%左右，就可以实现2020年GDP翻一番的目标。这意味着，经济增长的底线或为6.2%左右。

表 1：近几年国内外环境与主要预期目标对比

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
国内外形势	面临的困难更多更大、挑战更为严峻，我们要做打硬仗的充分准备。	更加复杂严峻局面	机遇和挑战并存	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挑战更多更大，要做好打硬仗的充分准备。
国外形势	世界经济深度调整、复苏乏力，国际贸易增长低迷，金融和大宗商品市场波动不定，地缘政治风险上升，外部环境的不稳定不确定因素增加	世界经济增长低迷态势仍在延续，“逆全球化”思潮和保护主义倾向抬头，主要经济体政策走向及外溢效应变数较大，不稳定不确定因素明显增加	世界经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素很多，主要经济体政策调整及其外溢效应带来变数，保护主义加剧，地缘政治风险上升	世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升
国内形势	长期积累的矛盾和风险	经济增长内生动力仍需	经济增长内生动力还不	国内经济下行压力加

	进一步显现，经济增速换挡、结构调整阵痛、新旧动能转换相互交织，经济下行压力加大	增强，部分行业产能过剩严重	够足，创新能力还不够强，发展质量和效益不够高	大，消费增速减慢，有效投资增长乏力
GDP 预期目标	6.5%—7%	6.5%左右，在实际工作中争取更好结果	6.5%左右	6%—6.5%
GDP 实际	6.7%	6.8%	6.6%	
就业目标	城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内	城镇新增就业 1100 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内	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	城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，城镇登记失业率 4.5%以内
就业实际	城镇新增就业 1314 万人，城镇登记失业率 4.02%	城镇新增就业 1351 万人，城镇登记失业率 3.9%	城镇新增就业 1361 万人，城镇登记失业率 3.8%	
CPI 预期目标	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
CPI 实际	2%	1.6%	2.1%	
进出口	回稳向好，国际收支基本平衡	回稳向好，国际收支基本平衡	稳中向好，国际收支基本平衡	稳中提质，国际收支基本平衡
实际进出口	顺差 5097.05 亿美元	顺差 4225.4 亿美元	顺差 3517.6 亿美元	
单位 GDP 能耗	下降 3.4%以上	下降 3.4%以上	下降 3%以上	下降 3%左右
实际能耗下降	5%	3.7%	3.1%	

资料来源：民生证券研究院整理

2、信号二：稳增长和防风险不能突破彼此的底线

总理讲的第二种关系，平衡好稳增长与防风险的关系，意味着稳增长和防风险不能突破彼此的底线。稳增长的底线是，决不能让经济运行滑出合理区间。防风险的底线是，不能损害长期发展，产生新的风险隐患。

（一）强调深化利率市场化改革，意味着“降基准”不会成为政策选项

稳健的货币政策基调不变。提出广义货币 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，实际执行中，重申要把好货币供给总闸门。我们预计 2019 年全年有 150-200bp 的降准空间；预计 2019 年 M2 增速将达 8.5%以上，社融增量将达 20 万亿左右；随着美联储加息节奏放缓，公开市场利率也有下调可能。

“降基准”不会成为政策选项。市场有预期 2019 年会下调存贷款基准利率，但我们认为，“降基准”无助于改善传导机制和解决民企和小微融资难融资贵等问题，反而重新强化了基准利率的作用，不符合利率市场化的改革方向。本次政府工作报告首次提出，深化利率市场化改革，降低实际利率水平。这意味着，政策制订者选择通过利率市场化改革的方式降低实际利率水平，而不是简单粗暴的“降基准”方式，“降基准”观点可以休矣。

表 3：近几年货币政策对比

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度。要统筹运用公开市场操作、利率、准备金率、再贷款等各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通传导机制，降低融资成本，加强对实体经济特别是小微企业、“三农”等支持。	保持稳健中性。要综合运用货币政策工具，维护流动性基本稳定，合理引导市场利率水平，疏通传导机制，促进金融资源更多流向实体经济，特别是支持“三农”和小微企业。	保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，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。	稳健的货币政策要松紧适度。把好货币供给总闸门，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。
M2 预期	13%	12%	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配
M2 实际	11.3%	8.1%	8.1%	
社融预期	13%	12%	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配
社融增长	12.8%	12%	9.78%	

资料来源：民生证券研究院整理

（二）减税降费不能突破两条红线，增值税“三档并两档”难以一蹴而就

财政赤字率拟按 2.8% 安排，是平衡多种因素的结果。2018 年由于预期我国经济稳中向好、财政增收有基础，也为宏观调控留下更多政策空间，将赤字率调低至 2.6%，目标赤字 2.38 万亿元。但中美贸易摩擦超预期，使得实际赤字达到 3.08 万亿。2019 年中美贸易谈判取得重大进展，但仍存在一定不确定性，且贸易顺差缩小也将对中国经济增长形成一定压力。未纳入赤字的地方政府专项债成为积极财政重要发力点，规模达 2.15 万亿。将赤字率调高至 2.8%，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，既有利于稳定经济增长，也可以为应对今后可能出现的风险留出政策空间。

为什么增值税继续保留三档，“三档并两档”难以一蹴而就？

政府工作报告提出将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，保持 6% 一档的税率不变，同时继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。此举有助于扩大内需，释放经济活力，也符合财政政策加力提效的要求。

此前市场有预期在 2019 年完成增值税“三档并两档”，我们此前报告已经指出，减税降费不能突破两条红线——税收中性和债务可持续性。

中间档向最低档并档的问题是，并档后保留最高档和最低档，两档之间级距相差较大，经济资源将从高税率行业流向低税率行业，税收取代市场发挥了调节资源配置的作用，违背了税收中性原则。

最高档向中间档并档的问题是，最高档（制造业）是我国增值税的主体，在全部增值税中占比六成左右，最高档向中间档并档将使我国财政收入锐减、财政赤字骤增，违背了债务可持续性原则。

因此，增值税税率下调是大势所趋，但“三档并两档”难以一蹴而就。

表 2：近几年财政政策对比

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
财政政策	积极的财政政策加大力度	更加积极有效	取向不变，要聚力增效。	积极的财政政策要加力提效。
赤字率	3%	3%	2.6%	2.8%
财政赤字	2.18 万亿	2.38 万亿	2.38 万亿	2.76 万亿
实际赤字	2.18 万亿	2.38 万亿	3.08 万亿	
中央财政赤字	1.4 万亿	1.55 万亿	1.55 万亿	1.83 万亿
地方财政赤字	7800 亿	8300 亿	8300 亿	9300 亿
地方专项债	4000 亿	8000 亿	1.35 万亿	2.15 万亿
减税降费	全面实施营改增。减轻企业和个人负担 5000 多亿元	简化增值税税率结构，今年由四档税率简并至三档。减少企业税负 3500 亿元左右、涉企收费约 2000 亿元	改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准。全年再为企业和个人减税 8000 多亿元，	深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元
扩大消费	活跃二手车市场，加快建设城市停车场和新能源汽车充电		将新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年，全面取消	稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购

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_13856

