

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

逆周期调节加码, 宏观政策发力持续

——宏观专题

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019年03月05日

相关研究

- 1 《宏观报告: 2月春节效应渐逝, 经济企稳仍需时日-宏观月报》 2019-02-28
- 2 《宏观报告: 央行为永续债背书, CBS着力“宽信用”-宏观专题》 2019-01-25
- 3 《宏观报告: 央行为永续债背书-宏观专题》 2019-01-25
- 4 《宏观报告: PMI再创新低, 中央释放全面降准信号意在对冲-宏观专题》 2019-01-06
- 5 《宏观报告: 情景似曾相识, 历史能否再现——从周期视角谈当前A股运行趋势-宏观专题》 2018-12-27

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

- 3月5日, 十三届全国人大二次会议正式开幕, 李克强总理做政府工作报告。

点评:

- 总结2018年工作完成情况——分别就宏观运行、经济结构优化、新动能成长、改革开放成果、三大攻坚战和民生情况等六个方面进行了总结, 整体完成既定任务, 但同时也提出在周期性、结构性问题叠加, 外部环境复杂的背景下, 成绩的取得来之不易。
- 正视宏观经济环境——大会明确下调GDP目标至6.0-6.5%, 符合市场预期。考虑到2月PMI景气度指标分化, 宏观经济企稳预期尚未明确。宏观运行维持弱势格局, 稳增长, 守住底线的政策目标呼唤更强力逆周期调节, 经济质量和增速同时兼顾的决心不动摇。
- 政策持续发力——中央高层开展了多种形式的逆周期调节, 其中包括: 积极的财政政策、适度宽松的货币政策、稳健的信用政策和精准的监管政策。这些政策自去年开始落地, 但存在一定的政策时滞, 2019年将真正体现红利释放。
- 本次会议对2019年重点工作的部署, 有六个方面的亮点: 从宏观经济运行情况着眼, 分析三架马车的走势, 聚焦民生相关领域, 在教育、医疗、减税降费等方面布局, 最后, 延续三大攻坚战政策基调, 明确扩大对外开放和区域协调发展的工作任务。
- 投资策略——3月两会更进一步明确政策托底信号, 长期看, 当前资本市场虽有修复但仍处于估值底部, A股市场投资价值值得期待, 短期建议关注政策敏感型的板块。
- 风险提示: 经济下行压力、外部风险

内容目录

1. 积极财政，减税降费，藏富于民.....	4
1.1. 更大规模的减税降费落地.....	4
1.2. 基建是财政政策的又一支柱.....	4
2. 适度货币，稳健不改，合理充裕.....	5
3. 疏通信用，普惠金融，助力民企.....	7
4. 稳增长、保就业、增收入，更有底气.....	8
5. 巩固供给侧改革成果，打好三大攻坚战.....	9
5.1. 供给侧改革再上新台阶.....	10
5.2. 三大攻坚战升级 2.0 版.....	10
6. 工作部署.....	11
7. 投资建议.....	12

图表目录

图 1: 2018 年至今主要信用政策一览.....	7
图 2: 经济下行压力不减.....	9
图 3: 企业利润压缩.....	9
图 4: 我国就业率平稳.....	9
图 5: 从业人员 PMI 震荡回落.....	9
表 1: 大会主要内容一览.....	3
表 2: 2018 年至今货币政策工具的运用.....	5
表 3: 克强总理的稳就业的四支箭.....	8

3月5日上午9时，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大二次会议作政府工作报告。政府工作报告回顾了2018年主要工作，介绍2019年经济社会发展总体要求和政策取向，部署2019年政府工作任务。明确加码逆周期调节，宏观政策发力将持续利好市场交投情绪。

表1: 大会主要内容一览

大会内容	具体指标	宏观环境	政策效果和部署
去年情况 (2018)	国内生产总值增长6.6%，总量突破90万亿元，城镇新增就业1361万人。农村贫困人口减少1386万。为企业和个人减税降费约1.3万亿元。关税总水平由9.8%降至7.5%。17种抗癌药大幅降价并纳入国家医保目录。	外部： 经济全球化遭遇波折，多边主义受到冲击，国际金融市场震荡。 内部： 新老矛盾交织，周期性、结构性问题叠加，经济运行稳中有变、变中有忧。我们面对的是两难多难问题增多的复杂局面。	为实现稳增长、防风险等多重目标，完成经济社会发展等多项任务，处理好当前与长远等多种关系，我国经济发展在高基数上总体平稳、稳中有进，社会大局保持稳定。
今年目标 (2019)	国内生产总值增长6%-6.5%。城镇新增就业1100万人以上，调查失业率5.5%左右，登记失业率4.5%以内。居民消费价格涨幅3%左右。农村贫困人口减少1000万以上。单位国内生产总值能耗下降3%左右	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。实体经济困难较多关键技术短板问题凸显。一些地方财政收支矛盾较大。金融等领域风险隐患依然不少。	积极的财政政策 要加力提效。今年赤字率拟按2.8%安排，比去年预算高0.2个百分点；今年财政支出超过23万亿元，增长6.5%。中央对地方均衡性转移支付增长10.9%。 稳健的货币政策 要松紧适度。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，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕。完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 减税降费： 将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%。全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元。 就业： 首次将就业优先政策置于宏观政策层面。 消费： 继续执行新能源汽车购置优惠政策。 投资： 完成铁路投资8000亿元、公路水运投资1.8万亿元。 金融： 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。 精准脱贫： 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、氮氧化物排放量下降3%，化学需氧量、氨氮排放量下降2%。 教育： 中央财政教育支出安排超过1万亿元。 医疗： 降低并统一大病保险起付线，报销比例由50%提高到60%。 提速降费： 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： 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： 长三角区域一体化发展上升为国家战略。
工作重点 (2019)			

资料来源：中原证券，政府工作报告

2018 年经济增速明显放缓，从 2017 年的 6.9%，降至 2018 年的 6.6%，期间四个季度增速分别为（6.8%、6.7%、6.5%、6.4%），内需走弱，生产放缓，再叠加国际政治经济关系复杂多变，金融市场也经历信用债务违约和股权质押风险集中释放等一系列事件的震荡冲击，小微民企融资的矛盾凸显，就业压力开始显现，这与 2020 年全面实现小康社会的愿望相悖。2019 年政府工作报告继续下调增长预期，全年目标定为 6%-6.5%。在这样的背景下，中央高层开展了多种形式的逆周期调节，其中包括：积极的财政政策、适度宽松的货币政策、稳健的信用政策和精准的监管政策。这些政策自去年开始落地，但存在一定的政策时滞，2019 年将真正体现红利释放。

1. 积极财政，减税降费，藏富于民

今年两会延续了 2018 年 12 月 19 日至 21 日召开的中央经济工作会议的财政政策基调，2019 年我国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，其中积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费。

会议明确要通过“积极的财政政策要加力提效”。赤字财政延续，2019 年赤字率拟提高 0.2%，达到 2.8%；从财政赤字构成看，“财政赤字 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”，从幅度上看，赤字率提升不大，同时强调借助专项债等工具，应对财政收支结构变化，预留出充足的政策对冲空间。

1.1. 更大规模的减税降费落地

普惠性减税着力提升制造业和小微企业活力。一是**深化增值税改革**，制造业税率从 16%降至 13%，交通运输业、建筑业税率自 10%降至 9%；在税档结构上，保持 6%一档的税率不变，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。普惠性减税的确降低了当前税收收入但从长远看，企业运营负担减轻，助力市场繁荣，做强税基，最终形成良性循环，同时也对于稳就业作用明显。二是**降低基本养老保险缴费比例至 16%**。稳定现行征缴方式，各地在征收体制改革过程中不得采取增加小微企业实际缴费负担的做法，不得自行对历史欠费进行集中清缴。三是**降低失业和工伤保险费率**。

上述举措降低了企业负担，同时加强社保统筹建设，既减轻了企业缴费负担，又能维持社保、养老等保障力度不减，藏富于民，提升群众的获得感和幸福感。两会提出要降低减轻企业税收和社保缴费近 2 万亿元。“百姓过上好日子，政府要勒紧腰带过苦日子”，中央高层下定决心调整财政收支结构，一方面增加特定国有金融机构和央企上缴利润，另一方面降低一般性支出，压缩 5%以上，对于“三公”经费将再压减 3%。地方政府也要多渠道盘活各类资金和资产。作为逆周期调解的必然选项，减税降费的力道仍不能丝毫减弱。

1.2. 基建是财政政策的又一支柱

虽然减税降费有助于降低企业运营负担，但是也会直接带来财政收入的收窄和赤字

率的扩大，而较为可行的是借助实际宽松的货币环境，在基建上发力，一方面宽松货币有助于降低利息成本，减少财税负担；另一方面基建既是补短板，更是扩内需，有助于刺激经济修复。基建的着力点不是大水漫灌，而是对重点领域给予精准滴灌。

从今年的政府工作报告中，不难发现，2019年将从四个方面加强基建：一是加强科技基础设施建设，尤其是重点科技领域要“加强重大科技基础设施、科技创新中心等建设”；二是加强交通基础设施建设，“开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度”；三是加强一带一路相关基础设施建设；四是加强新一代信息基础设施建设。当前已完成的投资中，铁路投资8000亿元、公路水运投资1.8万亿元。为避免政府支出过大，两会建议充分利用金融工具，降低项目资本金比重，更多通过吸引民间和外部资金共同参与。

2. 适度货币，稳健不改，合理充裕

自2018年10月至今，从用“定向降准”替代“全面降准”，最后又回到“全面降准”，其背后反映的是经济稳增长的需要。当前，市场普遍预期经济增长的下行压力仍然在加大，经济下行期就需要出台扩张性的财政政策和货币政策予以对冲，即加大宏观政策的逆周期调节。全面降准的落地，不能简单地认为就是大水漫灌，在当下的背景看，全面降准将更多地发挥抑制经济增速下滑、补充基础货币投放缺口的对冲作用。

此次两会再次提到“稳健的货币政策要松紧适度”。反观过去，2018年对货币政策掣肘的主要三个因素为：一是美元加息；二是原油推高通胀预期；三是全面金融去杠杆，强监管，但步入2019年，这三个因素都退出主要矛盾，“稳增长”的政策重心上升，全面强监管转入重点领域强监管，美元加息预期走弱，2月PPI增速仅为0.1%，通缩压力扑面而来。再加上经济放缓和实体小微民企困境显现，货币政策偏宽松的倾向日益明显。

至于此前一直关注的宏观杠杆率，由于实际GDP增速放缓和M2增速步入8.5%以下的低速，宏观杠杆率明显得到控制，目前要匹配M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速已经并不困难，因此为确保经济运行保持在合理区间，也十分需要适度宽松的货币环境。具体到实施环节，主要有三个特点：一是精准滴灌的技术手法更加细腻，货币政策需要多种工具搭配使用；二是针对防范重点领域的金融风险，需要监管部门实时监测资金的流向，开正门，堵偏门；三是利率市场化的形成机制加快健全，利率并轨的过程也是货币传导机制优化的过程。

表 2：2018 年至今货币政策工具的运用

时间	货币政策和工具使用情况	用途与力度
2018年1月25落地（2017年9月宣布）	第一档：凡前一年上述（普惠金融） 贷款余额或增量占比达到1.5%的商业 银行，存款准备金率可在人民银行 公布的基准档基础上下调0.5个百分 点；第二档：前一年上述贷款余额或	针对普惠金融，仅有建行达到第二 档。释放流动性5000-7000亿。

2018年4月17日(年内第二次降准)	增量占比达到10%的商业银行,存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。	置换MLF和支持小微,除去9000亿元置换部分,释放增量资金约4000亿元。
2018年6月1日	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行准备金率1个百分点	对小微、绿色和三农,增加4000亿至6000亿的可质押债券规模
2018年6月28日	适当扩大MLF担保品范围,将不低于AA级的小微、绿色和三农金融债、AA+、AA级公司信用类债券、优质小微企业贷款和绿色贷款纳入MLF担保品范围	对小微、绿色和三农
2018年7月5日(年内第三次降准)	扩大SLF担保品范围将不低于AA级的小微、绿色和三农金融债、AA+、AA级公司信用类债券纳入SLF担保品范围	对小微和债转股,释放7000亿
2018年8月6日	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行准备金率0.5个百分点,以支持市场化、法制化“债转股”和小微企业融资	让银行为应对未来可能出现的亏损而计提风险准备,通过价格传导抑制企业远期售汇的顺周期行为。
2018年9月28日	央行将远期售汇业务的外汇风险准备金从0上调至20%。	扩大理财受众范围,引导理财资金入市
2018年10月15日	银保监会公布实施《商业银行业务监督管理办法》,单只公募理财产品销售起点由5万降至1万	释放1.2万亿资金,用于置换操作,剔除置换到期MLF约4500亿,净投放7500亿元。
2018年12月19日	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行准备金率1个百分点,当日到期的MLF不再续作	支持小微企业和民营企业。
2019年1月2日	央行创设TMLF,对实力较为雄厚的大型商业银行、股份制商业银行和大型城商行,提供TMLF期限3年,较MLF优惠15BP,为3.15%	相当于定向降准,释放资金6000亿元
2019年1月4日(新年第一次降准)	央行宣布将普惠金融定向降准和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万余”。	金融机构存款准备金率下调1个百分点,释放1.5万亿,考虑一季度到期MLF约为7000亿,净释放8000亿元,满足支持小微和春节期间的流动性需求
2019年1月4日(总理视察三行)	支持实体经济发展,优化流动性结构,降低融资成本,决定下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时,2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。	除建行外,其他三大国有银行也将达

整，放宽第二档范围。

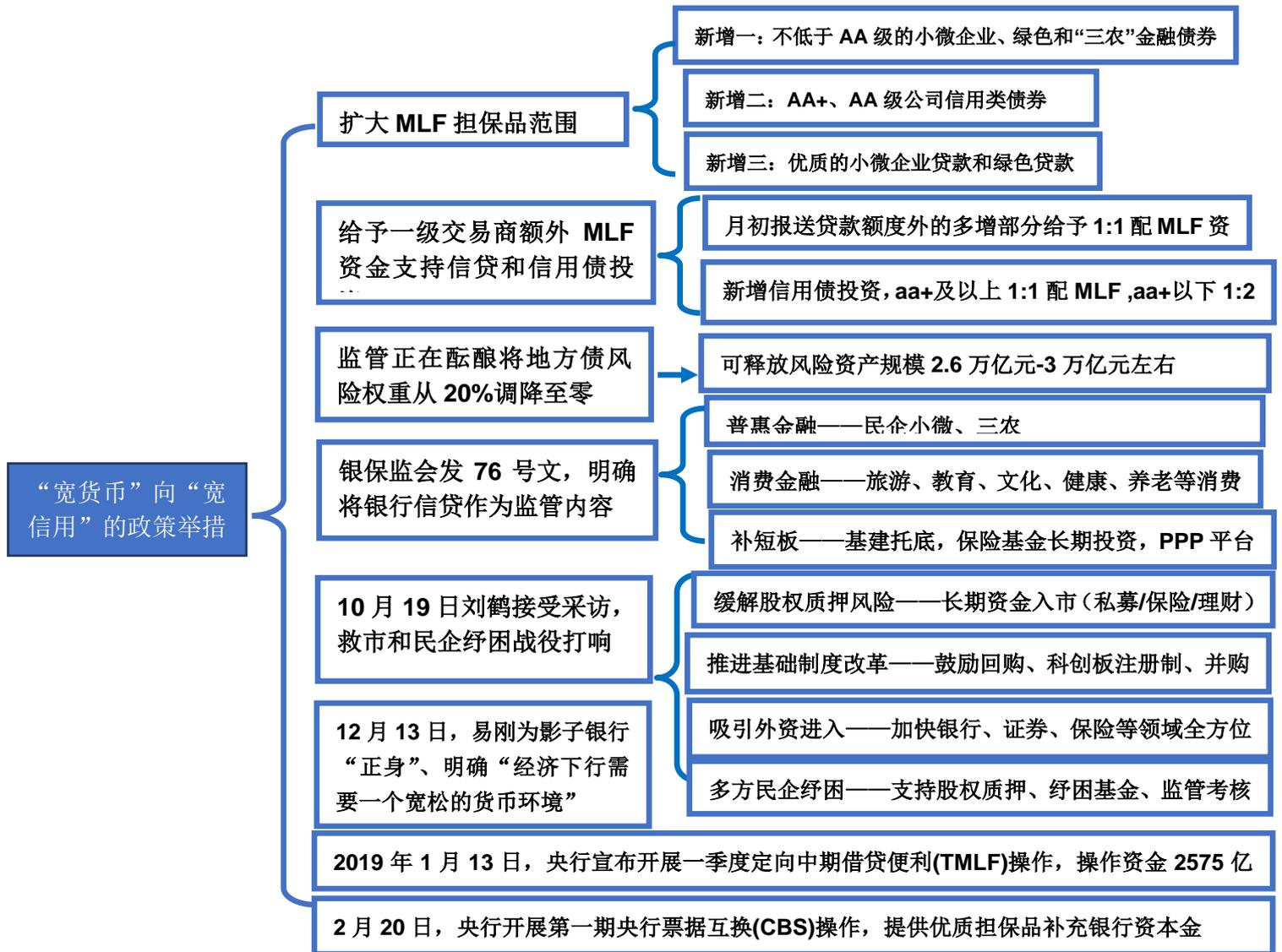
到降准 150bp 的优惠档要求；此外，部分股份行及其他中小行也有望达到该要求，预计释放流动性 7000-8000 亿左右。

资料来源：中原证券，人民银行官网

3. 疏通信用，普惠金融，助力民企

自去年 10 月逐步推出救市措施，各路纾困资金陆续进场，普惠金融政策相继落地，2019 年 2 月 22 日中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习大会上，习近平同志做了“深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力”的讲话，首次将金融定位在国家核心竞争力的高度，至此深化金融改革，激发资本市场活力，提升服务实体的水平也成为逆周期调节政策的重要组构之一。

图 1：2018 年至今主要信用政策一览



资料来源：中原证券

此次两会又再次强调了“缓解企业融资难融资贵问题”。从信贷机制、中长期贷款、金融监管三个层面部署了纾困措施：首先是针对货币传导机制疏通方面，提出要“改革完善信贷投放机制”，借助存款准备金和利率工具，激励银行定向降准，引导资金注入民企小微领域，避免“资金空转或脱实向虚”；二是针对大型银行部署资金投放的安排。一方面要“支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力”，另一方面“鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款”，明确目标“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上”；三是将普惠金融和业务规范纳入监管考核机制。整顿收费环节，一方面要“清理规范银行及中介服务收费”净化金融环境；另一方面要“完善金融机构内部考核机制，激励加强普惠金融服务”，最终达到降低中小民企融资门槛，降低融资成本的目的。

4. 稳增长、保就业、增收入，更有底气

伴随宏观经济运行“稳中有变，稳中有忧”，2019 年的政策对冲，旨在“稳中求进”，此次两会更是下调了经济增速 6%-6.5% 区间，而这无疑对就业增长带来压力，同时，外贸环境仍然复杂，出口导向的实体企业受到冲击较大，也局部产生我国制造业出口放缓和劳动力市场供需关系的改变，稳就业是六稳之首，关乎民生，政府报告指出“稳增长首要是为保就业”，就业目标的政策重要性很高，城镇地区原本就业压力不轻，再叠加城镇化进程中农村劳动人口转移，就业机会的目标设计需要多留出些空间，吸收农业人口进城务工。2018 年底陆续开始出台升级版就业政策，目前正在落地，12 月国务院印发《关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见》，射出了稳就业的四支箭。

表 3: 李克强总理的稳就业的四支箭

李克强总理“稳就业”的四支箭	对象	内容
第一支：对不裁员或少裁员的参保企业，可返还其上年度实际缴纳失业保险费的 50%	参保企业	2019 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，对面临暂时性生产经营困难且恢复有望、坚持不裁员或少裁员的参保企业，返还标准可按 6 个月的当地月人均失业保险金和参保职工人数确定，或按 6 个月的企业及其职工应缴纳社会保险费 50% 的标准确定。 符合条件的个人和小微企业可分别由该基金不超过 15 万元和 300 万元

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_13902



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn