

中国宏观简评

稳增长的政策取向更加明确

2016年政府工作报告解读

十二届全国人大四次会议3月5日开幕，李克强总理作了2016年《政府工作报告》。我们在2月21日的两会前瞻报告《稳增长靠政策，调结构看执行》已有分析。现对政府工作报告和宏观政策进一步补充解读如下：

经济增长目标有底线，中央政府稳增长的意图更加明确。《政府工作报告》将2016年GDP目标从去年的7%如期下调至6.5~7%，城镇新增就业1,000万人的目标没变（图表1）。政府经济增长目标首次设定为一个区间，表明在经济增长下行压力加大的情况，政府顺势下调增长目标是一个实事求是的选择，否则如果仍然将增长目标定在7%，最终难以实现，将造成自2014年以来政府连续3年没有实现增长目标的局面。同时，设定区间增长目标也表明，经济增长是有底线的，在当前经济增长动能仍然疲弱的情况下，设定一个底线，可以向市场传递出明确的稳增长信号，有利于提高经济主体的信心，避免经济增速的持续下降，也可以为改革和调结构提供稳定的宏观环境。总体判断，如果下文所述的各项稳增长政策得到切实执行，将对经济增长起到一定的支撑。目前我们仍然预测2016年中国经济增长6.8%，高于市场6.5%的一致预期。

宏观政策取向更加积极，货币政策进一步宽松，特别是财政和准财政政策将发挥更大作用。首先，虽然货币政策在刺激经济增长方面的边际效果有所减弱，但在当前通缩的环境下，货币政策适度宽松仍是必要。《政府工作报告》中，货币政策重申去年12月中央经济会议“稳健的货币政策要灵活适度”的表述，但从具体指标看，有所宽松。今年政府M2目标为同比增长13%，比上年目标提高了1个百分点。特别值得关注的是，政府公布了社会融资的目标，今年同比增长13%左右；这意味着全年社会融资新增目标为18.0万亿元，去年实际为15.4万亿，如果再考虑到今年地方政府债务置换的量（预计5~6万亿元）远远大于去年（3.2万亿元），则实际新增的社融量更大。总体看，货币金融环境仍然相对有利，市场利率有望进一步下行。李总理提出，要保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。在借鉴去年8月汇改和今年初汇率大幅波动经验的基础上，对人民币兑美元汇率也会有所管理，人民币汇率更加注重稳定性，防止贬值预期的形成。

财政政策和准财政政策将更加积极。在货币政策效果下降的情况下，积极的财政和准财政政策在推动增长方面的效果将更加显著，通过加大财政支出推动基建、增加政府支出的必要性上升。虽然财政政策的表述与去年12月中央经济工作会议“积极的财政政策要加大力度”一样，但从具体的预期指标上更加积极。今年的预算赤字率目标从去年的2.3%上调到3%，预算赤字2.2万亿元，其中，中央财政赤字1.4万亿元，地方财政赤字7800亿元。考虑到去年实际赤字率达到3.5%（由于去年加大盘活公共部门储蓄的力度而且没有计入当年财政收入），我们预计今年的实际赤字率将超过4%，甚至可能会达到4.5%。

分析员

边泉水

SAC 执证编号: S0080511070001
quanshui.bian@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 2月非农就业：总体表现靓丽、对3月FOMC会议的影响中性（2016.03.04）
- 宏观经济 | 印度版“4万亿”？言过其实（2016.03.02）
- 宏观经济 | 生产活动受春节拖累，但预期出现好转（2016.03.01）
- 宏观经济 | 央行降准以抵补流动性（2016.02.29）
- 宏观经济 | 欧央行：3月有望进一步加大QE资产购买力度（2016.02.29）
- 宏观经济 | 信贷依然强劲，通缩小有改善（2016.02.29）

此外，准财政的政策力度也将加大，以财政贴息为杠杆，通过政策性银行发行专项债券支持基建投资的力度加大，预计其发行规模将是去年 8 千亿元的两倍以上。由于专项金融债作为基建项目的资本金，还要配套银行贷款，其带动效果更大。另外，政府工作报告还提出，要减税降低企业负担，5 月起金融、房地产、建筑以及生活服务业的营改增开始执行，小微企业的税负也有望得到进一步减轻。《政府工作报告》提出今年要减轻私人部门税费 5000 多亿元。为了体现减税意图，我们预计，今年财政部将开始研究降低制造业增值税、减轻企业社保缴纳负担、个人所得税综合征缴等问题，企业部门的税负下调的空间比较大。另外，为了推动经济转型，今年将全面推开资源税从价计征改革。

基建投资有望发挥更大作用。在积极财政和准财政政策的作用下，制约基建投资的资金条件将在边际上大幅改善，基建投资将在稳增长中发挥主导作用，带动相关周期性行业的增长。我们观察到，今年以来城投债的发行量大幅上升，今年 1 月新发行了 1600 多亿元。去年受 43 号文的影响，2015 年城投债的发行从上年的 1.5 万亿下降到 9 千亿，今年预计发债量显著上升。政府工作报告透露，我国基础设施和民生领域有许多短板，产业亟需改造升级，有效投资仍有很大空间；今年要启动一批“十三五”规划重大项目，而且深入推进新型城镇化和“一带一路”建设也会带来基建需求。我们判断，在具体投资项目选择上，与市政相关的基础设施、城市轨道交通、停车场、地下管廊建设有望加强。至于地方政府少作为的问题，今年可能会有所改观。《政府工作报告》提出，“要健全督查问责机制，坚决整肃庸政懒政怠政行为，决不允许占着位子不干事；健全激励机制和容错纠错机制，给改革创新者撑腰鼓劲，让广大干部愿干事、敢干事、能干成事。”

此外，在居民可支配收入增速下降的情况下，为了稳定消费增长，《政府工作报告》提出，要增强消费拉动经济增长的基础作用。我们预计，政府将出台保持消费平稳增长的政策，包括税收、金融支持、加大财政转移支付和社会福利支出、加大扶贫力度等。

“十三五”规划纲要明确未来经济转型的方向。李总理提出，“十三五”期间要保持经济中高速增长，政府确定的预期平均增长目标为 6.5% 以上。十三五规划强调创新引领作用、推进新型城镇化（户籍人口城镇化率从 2015 年的 37% 上升到 2020 年的 45%）、推动绿色生产生活方式、深化改革开放以及持续增进民生福祉等发展方向，基本上与我们在 2 月 21 日的前瞻报告中一致，在此不再重复分析。值得一提的是，李总理强调，“十三五”时期首先要牢牢抓住发展第一要务不放松。说明未来五年保持一定的经济增长仍是政府必须追求的重要目标。此外，政府希望大力推进结构性改革，在适度扩大总需求的同时，突出抓好供给侧结构性改革，既做减法，又做加法，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增加公共产品和公共服务供给。我们判断，未来五年中国经济将实现一定的增长，更重要的是，在结构上将出现较大变化，宏观结构将从投资驱动逐步过渡到消费驱动，政府消费率和居民消费都将提升。在 2 月 21 日的前瞻报告中，我们预计未来 5 年消费年均增长率为 10.5%，比总体经济名义增速高 2 个百分点以上。

在经济增长动力不足的情况下，供给侧改革的执行可能有所弱化。通观《政府工作报告》讲话，对供给侧改革的描述不是重点，对供给侧改革的具体工作大多数是重述此前的政策。由于今年的政府的经济政策主基调转向稳增长，而且不利的宏观经济增长环境也不利于供给侧改革的顺利推进，我们预计供给侧改革的执行可能慢于预期。春节前夕，我们看到，国务院分别发布了关于钢铁行业、煤炭行业化解过剩产能的指导意见，去产能力度大幅低于预期，就说明这个现实。改革虽然可能推后，但不会缺席，中国经济要想获得可持续的发展，最终必须通过各项改革的完成才能实现。从中期看，我们对中国的各项改革仍然抱有信心。

图表 1：2016 年经济增长目标

	2015年		2016年
	目标	实际	目标
GDP	7%	6.9%	6.5 ~ 7%
CPI	3%	1.4%	3%
赤字率	2.3%	3.5%	3%
M2	12%	13.3%	13%
新增就业	1000万	1312万	1000万

资料来源：政府工作报告、CEIC、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

