



## 经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 2018 年中国政府工作报告 解读

- 中国政府将 2018 年经济增长目标保持在 6.5%左右, 与 2017 年相同。然而, 今年的政府工作报告去掉了去年“在实际工作中争取更好结果”的表述, 说明当前中央当局更注重增长的质量而非增长的速度, 更强调控制金融风险、去杠杆以及环境保护。
- 随着去杠杆持续推进、环保政策趋严以及中美贸易摩擦升温, 我们预期 2018 年中国经济增长或由 2017 年的 6.9%略微放缓至 6.6%。
- 2018 年消费物价通胀目标仍为 3.0%, 与 2017 年相同。有见于食品价格可能回升以及较低的基数效应, CPI 通胀或由 2017 年的 1.6%反弹至 2018 年的 2.0%。
- 政府工作报告表示 2018 年将维持稳健中性的货币政策, 印证我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策以降低杠杆率以及防范金融风险。
- 2018 年财政预算赤字占 GDP 的比重由 2017 年的 3.0%下调至 2.6%, 显示今年中央政府将继续控制宏观杠杆率以及维持金融稳定。
- 2018 年城镇新增就业目标维持在 1100 万人以上不变, 而城镇登记失业率及调查失业率目标分别控制在 4.5%及 5.5%以内。尽管当前的就业市场并非毫无担忧, 但鉴于城市劳动力市场仍然供不应求, 我们相信上述三个目标可以实现。

### 中国实现 2017 年增长目标

2018 年 3 月 5 日中国总理李克强在第十三届全国人民代表大会第一次会议上宣读了本年度政府工作报告。报告对过去 5 年及 2017 年的经济工作进行了回顾, 并对 2018 年的若干经济指标设定了目标。

如图 1 所示, 2017 年中国经济增长 6.9%, 超过 6.5%左右的增长目标。另一个重要的经济指标城镇新增就业亦圆满实现目标, 去年全年新增就业 1351 万人。

图 1: 2017 年中国经济指标—目标 VS 实际

经济指标	目标	实际
实质 GDP 增长, %	6.5 左右	6.9
城镇新增就业, 百万	11.0 以上	13.5
城镇登记失业率, %	4.5 以内	3.9
财政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.0(e)
消费物价通胀, %	3.0 左右	1.6
M2 增长, %	12.0 左右	8.2

来源: 2018 政府工作报告, 农银国际证券

(e) 代表农银国际证券估计

### 2018 年 GDP 增长目标维持于 6.5%左右不变

中国政府将 2018 年经济增长目标保持在 6.5%左右, 与 2017 年相同 (图 2)。然而, 今年的政府工作报告去掉了去年“在实际工作中争取更好结果”的表述, 说明当前中央当局更注重增长的质量而非增长的速度, 更强调控制金融风险、去杠杆以及环境保护。随着去杠杆持续推进、环保政策趋严以及中美贸易摩擦升温, 我们预期 2018 年中国经济增长或由 2017 年的 6.9%略微放缓至 6.6%。

农银国际研究部

2018 年 3 月 5 日

**图 2: 中国 2018 年经济增长目标**

经济指标	目标	农银国际预测
实质 GDP 增长, %	6.5%左右	6.6%
城镇新增就业, 百万	11.0 以上	13.0
城镇登记失业率, %	4.5 以内	4.0
城镇调查失业率, %	5.5 以内	5.0
财政赤字占 GDP 比重, %	2.6	3.0
消费物价通胀, %	3.0 左右	2.0

来源: 2018 政府工作报告, 农银国际证券估计

消费物价通胀目标仍为 3.0%，与 2017 年相同。然而，我们相信消费物价通胀更多属于软性指标而非硬性指标。有见于食品价格可能回升以及较低的基数效应，CPI 通胀或由 2017 年的 1.6% 反弹至 2018 年的 2.0%。由于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软，PPI 通胀或由 2017 年的 6.3% 下跌至 2018 年的 2.5%。

政府工作报告表示 2018 年将维持稳健中性的货币政策，印证我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策以降低杠杆率以及防范金融风险。我们预期 2018 年广义货币供给（M2）增长 9.0%，而新增人民币贷款与社会融资规模增量或分别达至 14.5 万亿人民币及 22.0 万亿人民币。

2018 年财政预算赤字占 GDP 的比重由 2017 年的 3.0% 下调至 2.6%，显示今年中央政府将继续控制宏观杠杆率以及维持金融稳定。2018 年税收及收费的减免规模计划达至 1.1 万亿人民币，较去年计划的 5500 亿人民币为高。地方专项债券的安排由 2017 年的 8000 亿人民币提高至 1.35 万亿人民币。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字，约占 GDP 的 3.0%。

2018 年城镇新增就业目标维持在 1100 万人以上不变，而城镇登记失业率及调查失业率目标分别控制在 4.5% 及 5.5% 以内。我们相信上述三个目标可以实现，因为 2017 年城镇新增就业人数实际达到 1351 万人，而城镇登记失业率及调查失业率仅为 3.9% 及 5.0%。此外，劳动力市场仍然偏紧缺，2017 年第 4 季城镇劳动力供求比仍保持在 1.2 的高位。

为顺利实现上述经济目标，报告呼吁深化供给侧结构性改革、农村土地改革、国企改革、金融改革及财政体制改革等等。中国计划在 2018 年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右。李克强总理在报告里高度强调了环境保护的重要性，计划 2018 年将单位 GDP 能耗下降 3% 以上。



	2017												2018	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---
以美元计出口增长 (同比%)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9	12.3	10.9	10.9	---
以美元计进口增长 (同比%)	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7	4.5	4.5	---
贸易余额 (美元/十亿)	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2	40.2	54.7	54.7	---
零售额 (同比%)	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4	---	---
工业增加值 (同比%)	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	---	---
制造业 PMI (%)	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3
非制造业 PMI (%)	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8	55.0	55.3	54.4
固定资产投资 (累计同比%)	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	---	---
消费物价指数 (同比%)	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	---
生产者物价指数 (同比%)	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	---
广义货币供应量 (同比%)	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	---
新增贷款 (人民币/十亿)	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	1090	1270	663	1120	584	2900	---
总社会融资 (人民币/十亿)	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040	1600	1140	3060	---

### 世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率			
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)			
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	24,538.06	0.00	19.82	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	61.82	0.93	645,390	美国基准借贷利率	4.50	0.00
标准普尔 500 指数	2,691.25	0.00	21.73	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	64.95	0.90	185,877	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	2.00	0.00
纳斯达克综合指数	7,257.87	0.00	33.67	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.70	0.11	122,825	美国 1 年期国债	1.4817	0.00
MSCI 美国指数	2,564.36	0.00	22.23	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 5 年期国债	2.5980	(3.03)
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					日本 10 年期国债			
富时 100 指数	7,098.63	0.41	13.53	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	2,138.75	0.00	24,004	中国 10 年期国债	3.8610	(3.60)
德国 DAX30 指数	11,908.68	(0.04)	15.90	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	2,149.00	0.00	45,018	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00
法国 CAC 40 指数	5,148.52	0.23	16.32	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,871.00	0.00	14,916	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	1.6905	5.93
西班牙 IBEX 35 指数	9,557.10	0.27	14.01	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,898.00	0.00	42,244	美国 3 年期银行同业拆借固定利率	2.0252	6.89
意大利 FTSE MIB 指数	21,776.74	(0.62)	12.25	<b>贵金属</b>					隔夜上海同业拆借利率	2.6520	(12.1)
Stoxx 600 指数	368.21	0.32	16.05	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,328.10	0.36	306,378	1 月期上海同业拆借利率	4.0726	2.75
MSCI 英国指数	2,047.59	0.00	13.56	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	16.58	0.69	78,537	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	1.0274	(2.73)
MSCI 法国指数	148.16	0.00	16.07	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	969.20	0.42	20,592	公司债券 (穆迪)		
MSCI 德国指数	148.02	0.00	15.95	<b>农产品</b>					Aaa	3.82	(7.00)
MSCI 意大利指数	60.2	0.00	12.08	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	384.50	(0.19)	290,279	Baa	4.53	(3.00)
<b>亚洲</b>								附注:			
日经 225 指数	21,042.09	(0.66)	15.45	小麦期货合约	美元/蒲式耳	497.25	(0.55)	121,975	1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,895.03	(0.57)	17.28	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	13.39	(0.22)	90,251	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格		
恒生指数	29,886.39	(2.28)	13.00	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,071.50	0.05	168,271			
恒生中国企业指数	11,991.79	(1.74)	9.37								
沪深 300 指数	4,018.10	0.04	16.56								
上证综合指数	3,256.93	0.07	16.71								
深证综合指数	1,830.84	0.47	29.94								
MSCI 中国指数	92.95	0.00	18.07								
MSCI 香港指数	16,075.79	0.00	12.31								
MSCI 日本指数	1,011.80	0.00	13.27								

### 外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.2308	1.3785	0.7742	105.51	0.9376	6.3414	7.8316	6.4720
周变化 (%)	(0.07)	(0.12)	(0.23)	0.23	(0.02)	0.06	(0.01)	(0.03)



## 权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

### 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183