

經濟觀察家

穩中求進 改革續行 ——2017年兩會前瞻



◀從央行目前的政策思路來看，由於主要採取市場化政策工具調整的方式來引導利率，將更加注重相機抉擇。又從2017年經濟的基本面來看，並不支持政策利率大幅度的上調

今年全國兩會將於三月三日及三月五日召開，屆時以下七個方面有望成為外界重點關注的熱門議題，其中包括穩增長、財政政策與貨幣政策、防風險去槓桿、供給側改革、國企改革、「一帶一路」、京津冀一體化。

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇



慧眼天下

保持經濟運行在合理區間」。從各地的政府工作報告來看，穩增長依然是2017年最重要的任務之一。

為了實現2020年GDP較2010年翻番的任務，我們仍需要在接下來的四年實現年均6.4%的增長。考慮到2017年面臨地產和汽車銷售下滑的壓力，GDP增速較2016年略有回落。我們預計政府工作報告設定的2017年GDP增長目標為6.5%左右。

從已經披露的地方2017年GDP增長目標看，有12個地區下調了經濟增長目標。在最悲觀的情形下（取目標下調的上限），簡單平均之後全國層面的GDP目標增速僅下調了0.1個百分點；而利用其GDP佔比加權平均後僅下調了不到0.01個百分點。目標下調，但總體經濟增長穩定。

2015年和2016年，全年CPI目標均為3%左右，但真實值分別為1.4%和2%，顯著低於目標值。我們預計2017年CPI目標仍將保持在3%左右。

二、財政政策積極有效，貨幣政策穩健中性

2016年中央經濟工作會議提出，「要繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策。財政政策要更加積極有效，貨幣政策要保持穩健中性」。政府工作報告對於財政政策和貨幣政策的表述應與中央經濟工作會議一脈相承。

1、財政政策要更加積極有效
我們預計2017年赤字率目標約3%至3.5%。2015年中央經濟工作會議曾提出「積極的財政政策要加大力度，階段性提高財政赤字率」，而2016年政府工作報告則將赤字率順勢上調至3%。2016年中央經濟工作會議定調「財政政策要更加積極有效」，積極表明總體寬鬆的基調不會改變，有效意味着財政寬鬆將將更加精準，有效也意味着少花錢多辦事，四兩撥千斤，政府槓桿仍會提高。

2016年，政府債券發行共約九萬億元（人民幣，下同），政策性銀行債發行

3.3萬億元，PSL（抵押補充貸款）發行0.97萬億元，專項建設基金上半年安排了一萬億元。2017年，這些準財政的空間將取決於政府穩增長的需要。

我們預計2017年PPP將進一步擴張。截至2016年12月末，全部入庫PPP項目總投資額13.5萬億元，落地2.2萬億元。按執行階段項目口徑計算，1、3、6、9、12月末落地率分別為20%、22%、24%、26%、31.6%，穩步提升。而根據財政部要求，第二批6589億元示範項目應於2017年3月底前完成採購，第三批1.17萬億元示範項目應於2017年9月底前完成採購。

我們預計2017年地方債置換規模將繼續擴大。2015年地方債置換工作啓動，計劃三年內置換14.34萬億元地方債存量債務，減去2015年、2016年分別置換3.2萬億元、4.87萬億元左右地方債，剩餘約6.3萬億元政府債務需要置換，其中大部分將在2017年置換完畢，置換債發行規模大概率將超2016年。

減稅方面。2016年前十一個月營改增減稅4699億元，全年減稅總規模將超過5000億元。2017年營改增減稅規模有望進一步擴大：一是2017年有四個月的四大行業減稅翹尾因素；二是2016年購入的不動產當年可以抵扣60%，剩餘的40%將在2017年同當年購入的不動產60%可抵扣部分一起抵扣。但除此之外，2017年是否會出台較大的減稅措施還有待觀察，主要是觀察特朗普減稅的力度和效果，以及中國財政寬鬆的空間。個稅改革和房產稅目前都處在研究階段，短期內出台的機率不大。

2、貨幣政策要保持穩健中性
中央經濟工作會議對貨幣政策的表述由穩健轉為穩健中性。2016年下半年以來，以央行鎖短放長抬高社會資金成本為標誌，貨幣政策邊際上有所收緊。利率調整的過程可被稱作「緊縮三部曲」：第一階段：鎖短放長，通過延長流動性投放工具的期限間接引導社會資金成本的上行；第二階段：通過調整市場化政策工具的利率，來引導市場利率上行；第三階段：以存貸款基準利率上調為標誌，影響最大。由於境內外諸多變數，目前中國的調控手段處於第二階段，第三階段暫時還看不到。

從央行目前的政策思路來看，由於主要採取市場化政策工具調整的方式來

引導利率，將更加注重相機抉擇。從2017年經濟的基本面來看，並不支持政策利率大幅度的上調。隨着經濟和通脹的回落，疊加上槓桿目標的階段性達成，支持利率上行的因素可能轉而抑制利率上行甚至引導利率下行。

2016年政府工作報告確定的M2增長目標為13%左右，實際的M2增速為11.3%。2017年，考慮到經濟增長目標的下調以及貨幣政策穩健中性的要求，我們預計2017年M2增長目標將下調到12%左右。此外，2016年政府工作報告確定的社融餘額增速目標為13%左右，實際的社融增速為12.8%。而隨着2017年表外理財納入MPA考核，社融增速將有所回落，我們預計社融增長的目標仍將和M2一致，設定為12%左右。

三、防風險，去金融領域槓桿
中央經濟工作會議提出，「要把防控金融風險放到更加重要的位置，下決心處置一批風險點，着力防控資產泡沫，提高和改進監管能力，確保不發生系統性金融風險」。我們預計2017年防風險去槓桿力度將明顯加大。

2017年防風險和金融去槓桿仍主要採取兩種方式，一是行政性的監管。在2016年監管大量出台的基礎上，2017年會繼續在有風險的領域打補丁。包括完善跨境資本流動宏觀審慎框架、將表外理財納入MPA考核、完善住房金融宏觀審慎政策等；一行三會聯合監管架構的完善也應成為改進監管能力的重點。二是通過調節流動性和資金價格去槓桿。2016年下半年以來，央行分別通過鎖短放長、提高市場政策工具利率等方式來達到去槓桿的目的。

四、供給側改革：去產能擴圍、關注去槓桿

去產能的領域將擴大。從2017年各地政府工作報告來看，多數地區2017年將繼續推進鋼鐵和煤炭的去產能，但去產能的領域擴展至船舶、建材等領域。而國資委主任肖亞慶日前表示，要進一步推進鋼鐵、煤炭去產能工作；積極在有色金屬、船舶製造、煉化、建材和電力等產能過剩行業開展去產能工作。我們預計政府工作報告中，鋼鐵和煤炭去產能將繼續加快推進，去產能的領域將擴展至有色、建材、船舶、煉化和電力等行業。

丁屋按揭成數受估值影響

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

根據「新界小型屋宇政策」，新界原居村民（年滿18歲及父系源自1898年時為新界認可鄉村男居民）可享一次性建丁屋權利，但丁屋附帶轉讓限制，新建成後需獲發滿意紙，如在首五年內出售丁屋，必須先辦妥補地價手續。

但是並非所有新界村屋就是丁屋，一些舊屋地重建村屋或於1972年丁屋政策推行前的舊批地村屋並無補價及轉讓限制。新界村屋／丁屋享有低密度及高實用率的優勢，接近大自然，用家以較相宜的價格便可享有洋房式居住環境，但由於丁屋買賣較私樓複雜，銀行在樓按取態上相對較審慎。

丁屋／村屋可造按揭成數基本上與私樓相同，同樣可高達六成按揭，並可透過按保計劃申請高達八成按揭，但祖堂地丁屋、仍有轉按限制及丁屋樓花均不符合資格。但現實情況中，銀行對於丁屋八成按

保計劃是較為保守，審批准則較私樓高。而丁屋較常出現估價不足問題，亦直接影響銀行批出之按揭成數；尤其當樓價處於升勢，業主叫價大幅高於估值之情況很普遍。

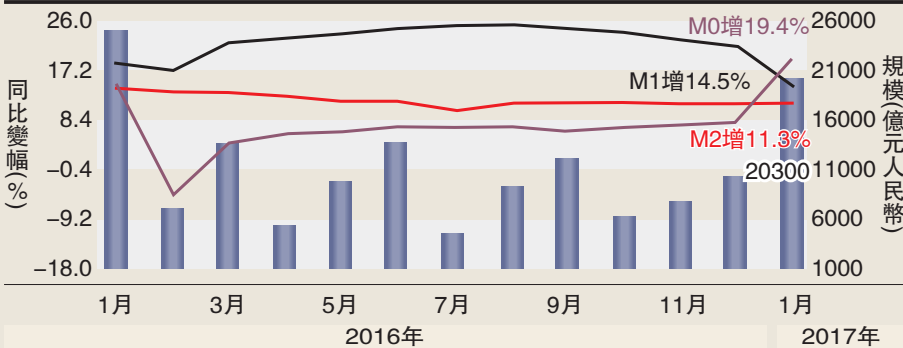
主因是丁屋買賣流轉不高，成交紀錄很多時已欠缺參考性，加上銀行對於丁屋估價較審慎，初步未掌握足夠物業狀況等資料，估價不足幅度可高達一成至三成。不過，很多時當買家簽妥買賣合約，具有實質承接之價位，銀行一般可將估值調高一點，但幅度一般在一成以內。若心儀的丁屋出現大幅估價不足，買家便要多付首期的準備。

事實上，銀行之間對於丁屋估值很多時頗為參差，買家可多找銀行比較，影響丁屋估值的因素很多，若屬於標準丁屋類型（全幢三層，每層700呎建築面積）、處於主要村屋群而非過於偏僻的位置，有車路直達，樓齡低於30年的丁屋，銀行估值取態較正面。若在初步估價時，買家能向銀行提供丁屋內外照片，亦有助估價行更具信心作出估值。



◀銀行之間對於丁屋估值很多時頗為參差，買家宜多找銀行比較

中國近月新增貸款情況



降槓桿將成為2017年供給側改革的重點，債轉股和發展股權融資將成為降企業槓桿的主要方式。從2017年各地政府工作報告的要求來看，降槓桿將主要採取以下方式：債轉股、發展股權融資、規範政府舉債。還有一些地區則提到了資產證券化、投資聯動、地方債務置換等方式。

降成本。中央經濟工作會議提出，「要在減稅、降費、降低要素成本上加大工作力度」。基於我們前面的分析，預計2017年難以在減稅方面繼續出台大的措施，但營改增的規模有望擴大，將繼續降低企業成本。考慮到企業實際利率已處於歷史地位，穩健中性的貨幣政策下，融資成本短期內降低的空間不大。

去庫存，將實施分類調控因城施策，主要針對三四線城市。中央經濟工作會議提出「要把去庫存和促進人口城鎮化結合起來，提高三四線城市和特大城市間基礎設施的互聯互通，提高三四線城市教育、醫療等公共服務水平，增強對農業轉移人口的吸引力」。從2017年各地政府工作報告來看，去庫存的方式主要集中在：促進人口城鎮化、重點解決商業地產庫存、發展住房租賃市場，公積金支持住房消費作用，棚改等。

補短板。從中央經濟工作會議的安排來看，補短板將聚焦於扶貧領域。

農業供給側改革。中央一號文聚焦農業供給側改革的六個方向，調結構；綠色生產；發展新產業新業態；強化科技創新；補短板；農村改革。短期來看，農業改革牽涉面廣，任務重且複雜，難以一蹴而就。相對看好：玉米深加工領域和種業龍頭。

五、國企改革：混改為突破口
中央經濟工作會議確定的改革安排中，國企改革置於首位。其中，混改是國企改革的重要突破口。要求「在電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信、軍工等領域邁出實質性步伐」，這七大領域需要重點關注。此外，還需關注發改委確定的「6+1」混改試點。

我們相對更為看好央企的混改，空間較地方國企更大。從區域來講，浙江省作為唯一的區域性混改試點，其國企改革值得重點關注。

六、「一帶一路」加快推進
中央經濟工作會議提出，繼續實施

京津冀協同發展、長江經濟帶發展、「一帶一路」建設三大戰略。特朗普上台可能帶來逆全球化傾向，「一帶一路」戰略正是中國加快對外合作、應對特朗普政策不確定性的有力舉措。目前，「一帶一路」進入快速推進期，作為該戰略的橋頭堡，新疆政府工作報告中提出2017年實現固定資產投資1.5萬億元，增長50%以上。

「一帶一路」潛力巨大。我們選取沿線的68個國家，測算得到這些國家未來五年累計基建潛在需求達4.25萬億美元，假設每年30%潛在基建需求被中國拿到，將為中國帶來約1.3萬億美元的基建投資需求。中國具有比較優勢的基建（如鋼鐵、水泥），高鐵、交運、機械設備、電器設備和能源等細分行業將從中受益。

七、京津冀一體化快馬加鞭

根據《京津冀協同發展規劃綱要》，京津冀的發展目標主要圍繞着首都核心功能、交通一體化、生態環境保護、產業升級聯動以及公共服務等領域展開，地產、基建、環保、交運等受益。2017年是近期目標的完成節點，而有序疏解北京非首都功能首當其衝的重點任務。從京津冀的空間架構來看，保定、廊坊和天津都位於四大功能區的中部核心功能區，是引領京津冀協同發展的核心區域，重要程度更高；並將直接受益於承接北京非首都功能的疏解。

交通一體化，天津、石家莊、唐山和秦皇島最受益。《京津冀協同發展交通一體化規劃》提出建成北京、天津、石家莊、唐山、秦皇島五個全國性綜合交通樞紐，到2020年形成「一小時」通勤圈。重點領域包括天津港、秦皇島港、唐山港、黃驊港四大港口；首都機場、北京新機場、天津濱海機場、石家莊正定機場四大機場；軌交方面，十三五期間將建設九條城際線路共1104公里，初步估算投資約2470億元。交通一體化利好交運、基建和地產，天津、石家莊、唐山和秦皇島最受益。

環保力度加強，去產能繼續推進。2017年京津冀及周邊「2+26」城市環保力度趨嚴，利好環保行業。高耗能、高污染行業的去產能力度將進一步加大。2017年京津冀地區依然是鋼鐵去產能的第一線，利好當地優質的長材企業。煤炭去產能則利好當地龍頭。