招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

風物長宜放眼量，開啓高質量發展新征程

——2018 中國“兩會”特別策略報告

三月中下旬，中國“兩會”相繼閉幕。與往年相比，今年的人大歷時久、議程多，涉及到憲法修正、國務院機構改革、國家機構領導人換屆等“重頭戲”。總的說來，這些變化和改革體現出集中力量，統籌管理，著眼于長期發展，關注民生的趨勢，爲推進中國經濟高質量發展提供了制度上的根本保證。

在本期的市場策略報告中，我們從宏觀、行業和港股策略等角度，綜合梳理“兩會”政策。我們關注短期的“兩會行情”，更關注會議期間確立的長遠規劃和頂層設計方案。所謂風物長宜放眼量，這些規劃和方案將深刻影響到未來的政策制定和各行業的發展走向，讓我們一同跟踪。

❖ 目錄

兩會與宏觀經濟 2
一、 全年目標：增速預期 6.5%左右，呼應“高質量發展”總體思路 2
二、 防風險、降杠杆爲首要任務 3
三、 政府機構改革：從管行業到管“功能”，服務長期發展戰略 4
四、 金融監管改革：防風險的必然要求 5
五、 貨幣政策：支持實體，强調“差异化” 6
六、 財政政策：積極取向不變，“開前門”支持基建 7
七、 貿易政策：積極擴大進口，樹立開放共贏新形象 8
八、 對外開放：拓展範圍和層次，推進金融開放 11
房地產行業相關政策解讀 13
科技及互聯網行業相關政策解讀 15
教育行業相關政策解讀 20
能源及環保相關政策解讀 23
醫藥行業相關政策解讀 26
設備及機械行業相關政策解讀 28
銀行及證券行業相關政策解讀 29
消費行業相關政策解讀 34
保險行業相關政策解讀 38

招銀國際研究部

丁文捷，博士（宏觀）
電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞曼，博士（宏觀）
電話: (852) 3900 0868
郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

文幹森，CFA（房地產行業）
電話: (852) 3900 0853
郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇（房地產行業）
電話: (852) 3761 8773
郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

伍力恒（科技及互聯網行業）
電話: (852) 3900 0881
郵件: alexng@cmbi.com.hk

黃群（互聯網及教育行業）
電話: (852) 3900 0889
郵件: sophiehuang@cmbi.com.hk

蕭小川（新能源及環保行業）
電話: (852) 3900 0849
郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

吳永泰，CFA（醫藥行業）
電話: (852) 3761 8780
郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

馮鍵嶸，CFA（機械及設備）
電話: (852) 3900 0826
郵件: waynefung@cmbi.com.hk

隋曉萌（銀行及證券行業）
電話: (852) 3761 8775
郵件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

胡永匡（消費行業）
電話: (852) 3761 8776
郵件: walterwoo@cmbi.com.hk

徐涵博（保險行業）
電話: (852) 3761 8725
郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

兩會與宏觀經濟

丁文捷，博士
（宏觀）
電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞愛，博士
（宏觀）
電話: (852) 3900 0868
郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

一、全年目標：增速預期 6.5%左右，呼應“高質量發展”總體思路

全年 GDP 增速預期 6.5%左右。與去年保持一致，但刪去“在實際工作中爭取更好結果”的表述。我們整理地方政府工作報告發現，有超過 2/3 的省、自治區和直轄市在今年調低了經濟增速，調整的幅度大多爲 0.5 個百分點左右。這一表述的調整，充分體現中國經濟由高速增長階段轉向“高質量發展”階段的總體思路。在通脹、收入增長和新增就業方面，今年的政府工作報告維持了去年的預期目標，即居民消費價格漲幅 3%左右、居民收入增長和經濟增長基本同步、城鎮新增就業 1100 萬人以上。去年中國經濟實現了 6.9%的實際增速，我們預計今年 GDP 實際增速略微放緩至 6.7%，主要由于去杠杆、金融監管加强、投資增速疲軟、中美貿易爭端等負面因素影響的升級。

首次將調查失業率列入目標。往年政府工作報告只包括了城鎮登記失業率（2015 年起預期目標均爲 4.5%以內），今年的就業指標有所變化，新增了城鎮調查失業率，預期控制在 5.5%以內。調查失業率指標在數據來源、失業人口定義等方面均與登記失業率不同，在統計範圍上不僅包括戶籍意義上的本地人，而且涵蓋農民工等城鎮非戶籍人口。所以通常認爲調查失業率能够更全面更準確地反映城鎮勞動力的真實就業狀況。2018 年將調查失業率與登記失業率指標幷行使用，主要是便于日後逐漸過渡到以調查失業率爲主要指標的衡量體系。

圖 1：主要經濟指標的預期目標比較

	2018	2017	CMBI 点评
增速	国内生产总值增长6.5%左右；	国内生产总值增长6.5%左右，在实际工作中争取更好结果；	删去“在实际工作中争取更好结果”，体现由高速增长向“高质量发展”的转变。
通胀	居民消费价格涨幅3%左右；	居民消费价格涨幅3%左右；	与去年表述一致。
就业	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，城镇登记失业率4.5%以内；	首次增加调查失业率目标，更综合和准确地反映劳动力真实就业状况
进出口	进出口稳中向好，国际收支基本平衡	进出口回稳向好，国际收支基本平衡	目标与去年保持一致。“回稳向好”改为“稳中向好”，反映进出口状况的改善。
收入	居民收入增长和经济增长基本同步	居民收入和经济增长基本同步	与去年表述一致。
能耗	单位国内生产总值能耗下降3%以上，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗下降3.4%以上，主要污染物排放量继续下降	由于基数效应目标放缓。
其他	供给侧结构性改革取得实质性进展，**宏观杠杆率**保持基本稳定，各类风险有序有效防控。	N/A	均为今年新增内容。首提宏观杠杆率预期目标，体现降杠杆、防风险决心

資料來源：政府工作報告、招銀國際研究

圖 2：歷年增速目標比較

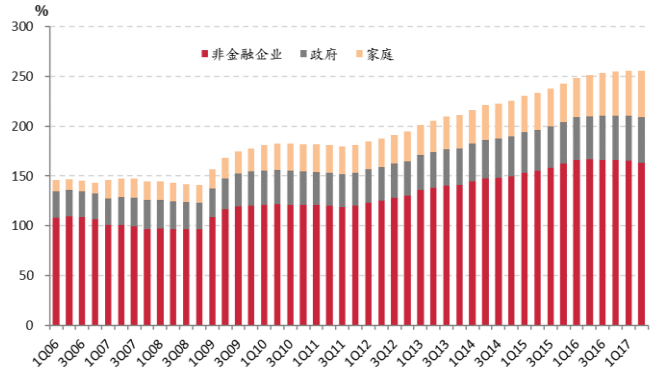
Year	GDP	CPI	城镇登记失业率	城镇调查失业率	城镇新增就业	居民收入增速	单位GDP能耗
2013	7.5%左右	3.5%左右	4.6%以内	N/A	900万以上	与经济发展同步	N/A
2014	7.5%左右	3.5%左右	4.6%以内	N/A	1000万以上	与经济发展同步	N/A
2015	7%左右	3%左右	4.5%以内	N/A	1000万以上	与经济发展同步	下降3.1%以上
2016	6.5%-7%	3%左右	4.5%以内	N/A	1000万以上	与经济发展基本同步	下降3.4%以上
2017	6.5%左右	3%左右	4.5%以内	N/A	1100万以上	与经济发展基本同步	下降3.4%以上
2018	6.5%左右	3%左右	4.5%以内	5.5%以内	1100万以上	与经济发展基本同步	下降3.0%以上

資料來源：政府工作報告、招銀國際研究

二、防風險、降杠杆爲首要任務

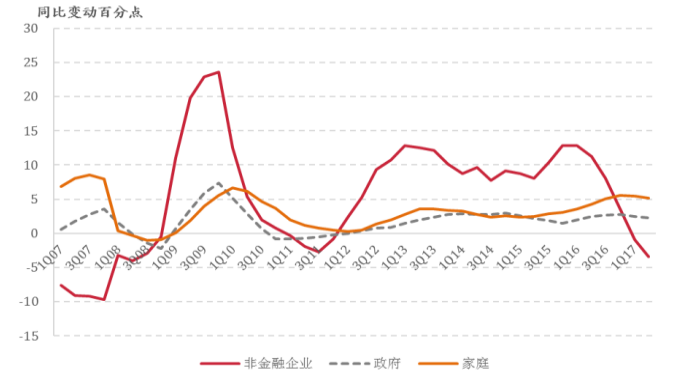
首提宏觀杠杆率目標。今年的政府工作報告在闡述 2018 年經濟工作的主要目標時，首次引入“宏觀杠杆率保持基本穩定”的提法；防風險、降杠杆是 2018 年“三大攻堅戰”的首要任務，其重要性可見一斑。央行此前透露的官方統計表明，2016 年末中國的宏觀杠杆率爲 247%，其中企業部門杠杆率爲 165%，“高于國際警戒綫”；但 2017 年隨著去杠杆工作積極穩妥地推進，宏觀杠杆率“漲幅明顯收窄、總體趨于穩定”。國際清算銀行截至 2017 年二季度末的數據也顯示出類似的趨勢：2017 年中國宏觀杠杆率增速開始放緩，尤其是企業杠杆率已經開始下滑；截至 2017 年二季度末，宏觀杠杆率爲 255.9%，基本持平于 2016 年末的 255.1%。2018 年，將通過推動兼并重組、市場化債轉股等方式，進一步降低企業杠杆率，其中國企降杠杆爲重中之重。同時進一步規範地方政府舉債融資，防範化解地方政府隱性債務風險。

圖 3：宏觀杠杆率走勢趨向平穩



資料來源：BIS、招銀國際研究

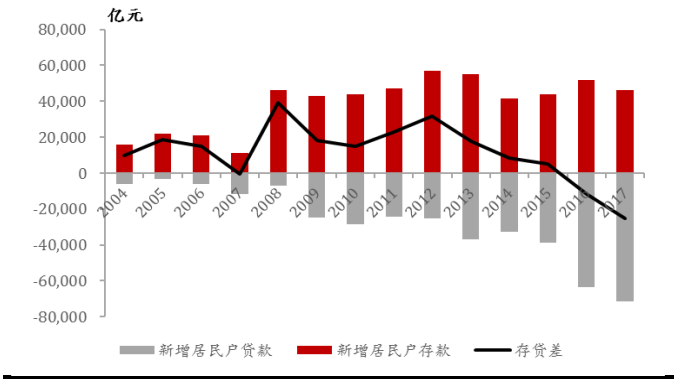
圖 4：杠杆率增速下降，企業杠杆出現下降



資料來源：BIS、招銀國際研究

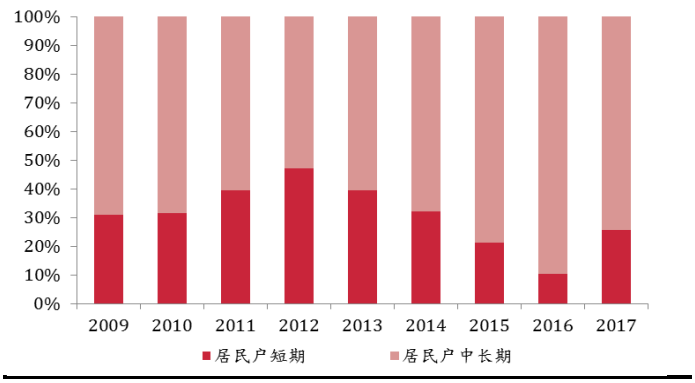
再次警示居民杠杆率攀升存在風險。企業和政府的杠杆率要降低，居民家庭的杠杆率也需要降低。兩會期間，銀監會主席郭樹清在接受采訪時提到，迅速攀升的居民杠杆率也是風險的重要來源之一，需要降低。居民借貸增速超過存款增速，將使得中國失去過去“高儲蓄”的優勢；更重要的是，由于金融欺詐、非法集資等亂象仍然存在、大衆金融知識和風險識別意識有限，在居民加杠杆的過程中，會引發新的風險，威脅到居民利益和社會穩定。觀察近幾年的信貸數據我們發現，居民戶的新增存款與貸款差自 2013 年以來迅速收窄，最近兩年新增貸款均超出了新增存款的規模。2017 年新增居民貸款 7.13 萬億元，而新增存款僅爲 4.6 萬億元，存貸差擴大至負 2.53 萬億元。2017 年的新增貸款中有 5.3 萬億元是以個人住房按揭貸款爲主的中長期貸款，占比 74.3%，較 2016 年降低 15.4 個百分點，爲自 2013 年以來首次占比下降（受到住房限購、信貸收縮的影響）；而居民戶新增短期貸款 1.83 萬億元，同比大幅增長 182%。居民部門迅速加杠杆的現象已經得到了監管的關注。今年的房地產信貸政策將更爲審慎，居民短期貸款尤其是互聯網消費貸仍將是監管重點關注對象。

圖 5：居民戶新增貸款規模連續兩年超過新增存款



資料來源：中國人民銀行、萬得、招銀國際研究

圖 6：2017 年居民短期貸款占比回升



資料來源：中國人民銀行、萬得、招銀國際研究

三、政府機構改革：從管行業到管“功能”，服務長期發展戰略

從管行業到管“功能”。此次機構改革以整合相似職能爲總體思路，根據實際業務需要重新規劃部門分工，從之前的各部門分管行業爲主，到改革後合幷跨部門同質功能，目的在于提升行政質量和效率，幷根據發展目標的調整與時俱進對部門進行增減，涉及範圍廣、力度大。改革後國務院部委由 25 增至 26 個，其中組建了自然資源部、生態環境部、農業農村部、文化和旅游部、國家衛生健康委員會、應急管理部、退役軍人事務部等 7 個新部委，重組了科學技術部和司法部，優化了水利部和審計署的職責，幷將原監察部幷入新組建的國家監察委員會，作爲監察體制重大改革調整的一部分。

圖 7：國務院機構改革前後對比及主要調整

資料來源：人民日報、國務院、招銀國際研究

集中統籌，服務長期發展戰略。此次機構改革多處呼應了“美麗中國” 、“健康中國”、“農村振興”等主要發展戰略，根據新要求配合新機構、新職能：

- **“美麗中國”**：新出臺的自然資源和生態環境管理體制方案，擬分別組建自然資源部統一管理國有自然資源，生態環境部負責自然生態監管。**組建自然資源部**，不再保留國土資源部，將此前發改委的組織編制主體功能區規劃職責、住建部的城鄉規劃管理職責以及水利部、農業部、國家林業局的相關職責，和國家海洋局、國家測繪地理信息局的職責并入。**組建生態環境部**，不再保留環境保護部，整合并入此前發改委、國土資源部、水利部、農業部、國家海洋局、國家南水北調工程建設委員會辦公室的相關職責。有助于理順生態環境監管體制，避免部門間責任推諉。

- **“健康中國”**：將國家衛生和計劃生育委員會、國務院深化醫藥衛生體制改革領導小組辦公室、全國老齡工作委員會辦公室的職責，工業和信息化部的牽頭《烟草控制框架公約》履約工作職責，國家安全生產監督管理總局的職業安全健康監督管理職責整合，**組建國家衛生健康委員會**，主要職責包括擬訂國民健康政策，協調推進深化醫藥衛生體制改革，組織制定國家基本藥物制度，監督管理公共衛生、醫療服務、衛生應急，負責計劃生育管理和服務工作，擬訂應對人口老齡化、醫養結合政策措施等。此次調整針對健康醫療衛生領域的新趨勢、新理念和新問題，重新規劃設置了關鍵環節、職能和權限，將有助于深化醫療衛生領域改革，提高公共服務水平。

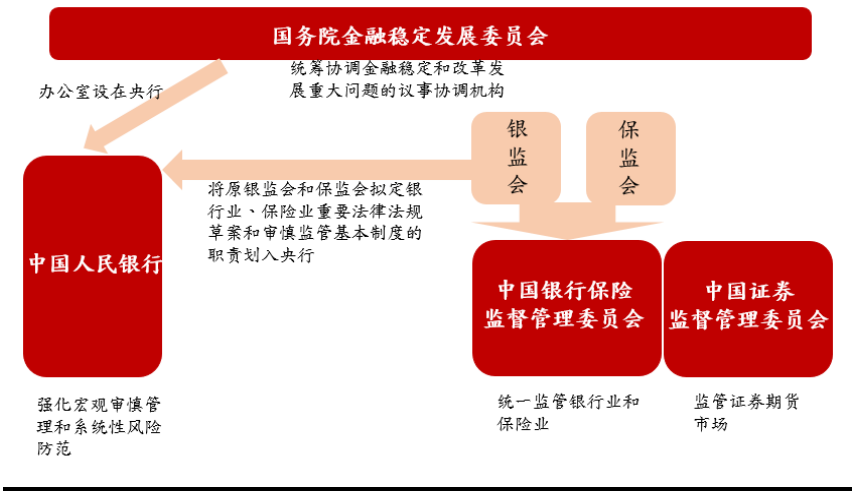
- **“農村振興”**：將農業部的職責以及發改委等部門有關農業投資項目管理職責整合，**組建農業農村部**，主要職責是統籌研究和組織實施“三農”工作戰略、規劃和政策，監督管理種植業、畜牧業、漁業、農墾、農業機械化、農產品質量安全，負責農業投資管理等。改革將有助于促進支農投資整合，破解“三農”難題。

四、金融監管改革：防風險的必然要求

合并銀監會和保監會，强化央行角色。國務院機構改革方案將原銀監會和保監會職責整合，組建國務院直屬的**中國銀行保險監督管理委員會**，其主要指責將是依照法律法規統一監督管理銀行業和保險業，維護銀行業和保險業合法、穩健運行，防範和化解金融風險，保護金融消費者合法權益，維護金融穩定。此外，將銀監會和保監會擬訂銀行業、保險業重要法律法規草案和審慎監管基本制度的職責劃入央行。此次機構改革順應了銀行業與保險業功能交叉和合作深化的趨勢，將發展規劃、金融調控功能整合到央行，將市場層面的監管職能明確到新成立的銀保監會，旨在整合監管資源、填補監管空白、減少監管套利，是防範金融風險的最新舉措。

招銀國際首席經濟學家丁安華認爲，總體來看，此次金融監管體制改革，一方面吸收了國際金融監管理論和實踐最新進展的精華；另一方面充分考慮了我國金融行業的動態發展和金融監管的現有弊端。將最具系統重要性的金融子行業統一監管，能更有效地實施‘穿透式’監管，彌補監管漏洞，可以從根本上解决銀監會和保監會“監管競爭”的問題，從而更好地防範系統性風險。更詳盡的分析請參見我們 3 月 16 日的研究報告《金融監管改革劍指何方》。

圖 8：金融監管改革後將形成“一委一行兩會”架構



資料來源：國務院、招銀國際研究

加强金融監管薄弱環節。規範金融控股行爲，强化整體資本監管和統籌協調，增加股權架構透明度，懲治虛假出資、關聯交易等行爲；著重關注四個方面存在的突出問題：（1）**影子銀行**，逐步納入商業銀行資産負債表；（2）**資産管理行業**；（3）**互聯網金融**，規範無牌信貸和支付；（4）**金融控股公司**，打擊關聯交易。同時增加股權架構透明度，懲治虛假出資、關聯交易等行爲，有助于整治金融亂象，促進規範發展。

五、 貨幣政策：支持實體，强調“差异化”

省去 M2 和社融的增速目標，更注重存量結構。今年的政府工作報告重申貨幣政策保持穩健中性，但省略了 M2 和社會融資規模的定量目標（2017 年兩者的目標增速均爲“12%左右”），轉而表述爲“保持廣義貨幣 M2、信貸和社會融資規模合理增長”。在 M2 增速進入個位數的新常態下，略去對于廣義貨幣供給的定量目標無疑是合理之舉。一方面，隨著金融市場創新，M2 和經濟走勢的相關性漸爲模糊，單純 M2 的增速幷不能精確衡量貨幣政策的鬆緊，全球大部分國家都已經開始淡化 M2 指標的預測意義。另一方面，略去定量目標也體現貨幣當局希望引導市場的關注點從廣義貨幣的數量變化轉向對價格以及存量貨幣結構的關注，從存量中挖掘潛力和增量。我們預計 2018 年 M2 和社會融資規模存量的增速將基本持平于 2017 年的實際增速。

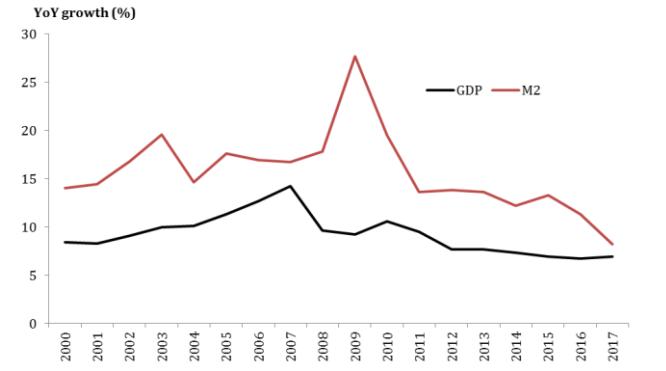
强調“差异化”政策，服務實體經濟。政府工作報告對貨幣政策的表述强調，“用好差別化準備金、差异化信貸等政策，引導資金更多投向小微企業、‘三農’和貧困地區，更好服務實體經濟”。實際上，近期推出實施的金融政策已經體現出差异化監管的思路，如 2017 年 10 月對普惠金融實施定向降准（2018 年 1 月實行），以及兩會期間銀監會按照“同質同類、一行一策”的原則調整銀行貸款損失準備監管要求，以督促商業銀行加大不良處置力度。人民銀行的記者會上還透露，今年將繼續實行差异化住房信貸政策、進行差別定價，滿足新市民購買需求。個別房地産企業的財務風險，監管會密切關注。

圖 9：政府工作報告中貨幣政策相關表述的梳理比較

	2018	2017	CMBI 点评
总基调	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度	货币政策要保持稳健中性	重申稳健中性、松紧适度
货币供给	管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模**合理增长**	广义和社会融资规模余额预期增长均为12%左右	首次省去M2、TSF定量增速目标
流动性	维护流动性合理稳定	维护流动性基本稳定	“基本稳定”改为“合理稳定”
直接融资	**提高直接融资特别是股权融资比重**	N/A	2017年仅在涉及稳妥去杠杆的具体做法时谈到“加大股权融资力度”；可见2018年提高直接融资的重要性得到提升
利率和汇率	N/A	合理引导市场利率水平；坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。	2018年在涉及加快金融体制改革的具体做法时提到“深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”
支持实体	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	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	**2018年新提法：“差异化”、“贫困地区”**

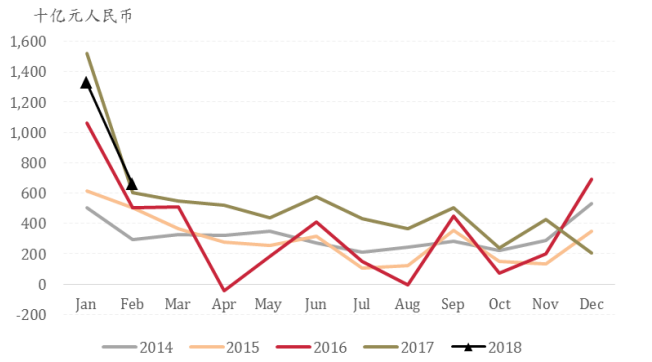
資料來源：政府工作報告、招銀國際研究

圖 10：M2 與 GDP 增速的相關性逐漸弱化



資料來源：萬得、招銀國際研究

圖 11：企業中長期貸款平穩增長



資料來源：中國人民銀行、萬得、招銀國際研究

六、財政政策：積極取向不變，“開前門”支持基建

赤字率降低，但積極的財政政策取向不變，更注重效益。預算赤字規模 23,800 億元，與去年持平。赤字率 2.6%，爲自 2013 年以來首次下調，前兩年預算赤字率均爲 3%。赤字率下調主要反映出經濟穩中向好，財政狀況得到改善。但是需要指出的是，赤字率只是判斷財政政策的一個方面。儘管赤字率調低了，今年實施積極的財政政策仍然保持了較强的力度，主要體現在：1）財政支出規模仍在擴大，預算支出規模近 21 萬億元，比去年增 7.6%，高于今年預算收入 6.1%的增幅，支出强度不言而喻；2）今年減稅降費力度繼續加大，規模預計在 1 萬億元以上，用財政收入的減法換取企業效益的加法，支持實體經濟發展；3）順應高質量發展的要求，財政支出將更注重“聚力增效”，今年全面實施績效管理，壓減無效和低效支出。

預計減稅 8000 多億元，降費 3000 億元。減稅的主體既包括企業，也包括個人。今年新提出實施個人所得稅改革，將包括提高起征點、增加專項扣除等內容。企業方面，將繼續完善增值稅改革，重點降低製造業、交通運輸等行業稅率。對中小微企業的支持也將繼續加大，如再次擴大享受減半稅收所得稅優惠政策的小微企業範圍，將創業投資和天使投資有關稅收優惠政策擴大到全國等等。以上措施預計全年減稅 8000 多億元。再加上清理政府基金、行政事業型收費和經營事務性收費，預計全年減費 3000 多億元。

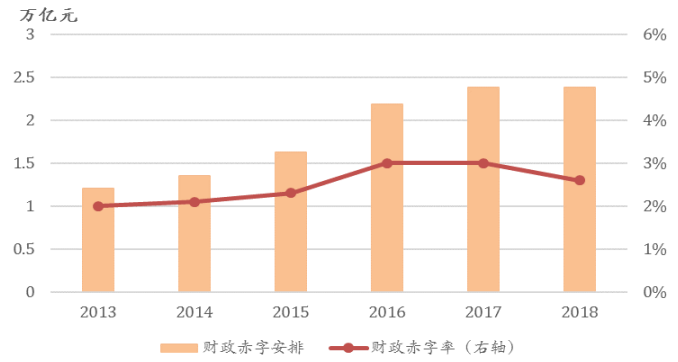
專項債規模擴容，基建投資增速料維持平穩。市場普遍擔心由于地方政府債務清理和規範，對地方政府財力和基建投資起到負面影響。但從今年的預算報告中看到，中央在"堵後門"（即懲治違法違規舉債）的同時，也打開了舉債的"前門"，合理增加政府負債規模，確定分地區地方政府債務限額。今年擬安排地方專項債券 1.35 萬億元，比去年增加了 5500 億元；并且在 2017 年試點發行土儲、收費公路、軌交等專項債券的基礎上，2018 年將進一步豐富地方政府專項債券的品種，支持地方在建項目平穩建設。中央預算內的基建投資資金也比去年增加 300 億元。

圖 12：政府工作報告中財政政策相關表述梳理

	2018年	CMBI 点评
总基调	2018年积极的财政政策取向不变，要聚力增效	财政政策总基调，2017年的表述为"财政政策要更加积极有效"
赤字安排	赤字率拟按2.6%安排	是2013年以来首次赤字率下调，2016和2017年均为3.0%，与经济稳中向好相适应
	财政赤字2.38万亿元	安排赤字与去年持平，均为2.38万亿元
预算收支	预算财政收入18.32万亿元，同比增6.1%；预算财政支出20.98万亿元，同比增7.6%	财政支出增速高于收入增速，强度不言而喻
专项债	安排地方专项债券1.35万亿元	**比去年多增加5500亿元**；在积极防范地方政府债务风险的同时，适度增加专项债券规模，支持基建等项目平稳进行
减税降费	预计全年减税超过8000亿元（包括企业和个人）；再加上减费部分，将减轻税费负担1万亿元以上	在2017年基础上叠加新举措减税降费，例如个人所得税改革。

資料來源：政府工作報告、招銀國際研究

圖 13: 財政赤字率下調至 2.6%



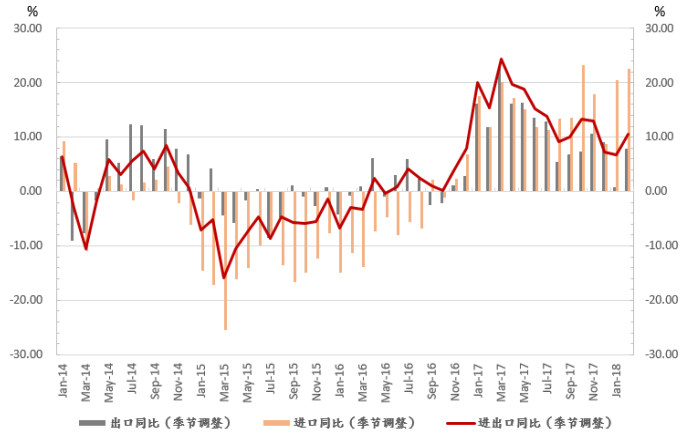
資料來源：政府工作報告、招銀國際研究

七、 貿易政策：積極擴大進口，樹立開放共贏新形象

提升外貿競爭優勢，帶動中國製造和服務走出去。2017 年全年進出口增長 14.2%，今年的政府工作報告中對進出口的表述也由"逐步回穩"調整爲"回穩向好"。商務部部長提出外貿發展要重點推進"五個優化"，即優化國際市場布局、國內區域布局、外貿經濟主體、商品結構和貿易方式。而加快貿易升級與創新，提升外貿競爭優勢，在不斷變化的貿易環境中顯得尤爲重要。政府釋放積極政策信號給高技術、高品質、高附加值產品和裝備製造產品，將鼓勵和支持"中國品牌"、"中國品質"走出去，努力改變出口產品質量較低、高科技含量較低、附加值較低的"三低"特徵，是外貿由高速增長向"高質量發展"的積極轉變。

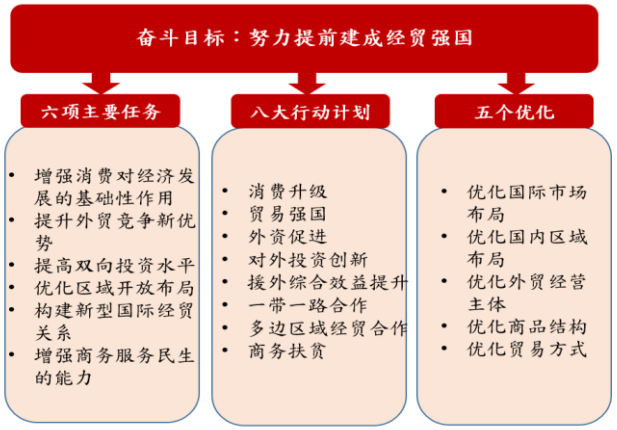
升級貨物貿易之外，服務貿易也是主要的政策關注點，從去年兩會提出"推進服務貿易創新發展試點"，到 2017 年 10 月時服務出口已經首次超過服務進口增速，達到 10.9%。今年兩會繼續强調要大力發展服務貿易，改革服務貿易發展機制，有助于彌補貿易短板，促進服務貿易和貨物貿易協調發展。

圖 14：2017 年進出口實現回穩向好



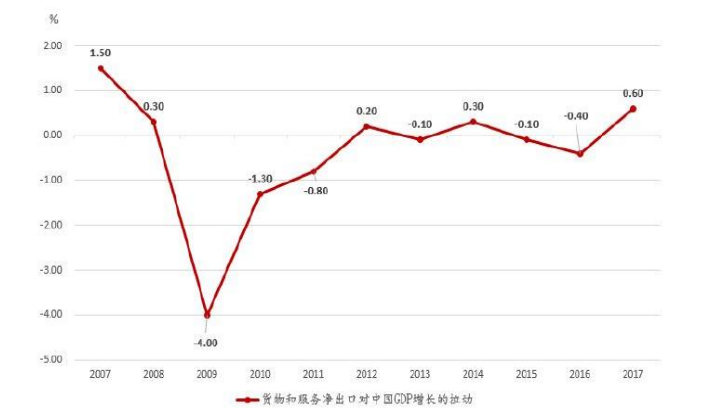
資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 15：建設經貿强國的六項任務、八大行動和五個優化



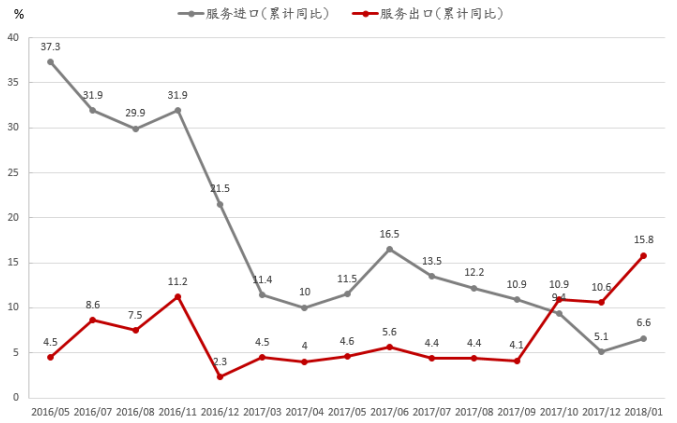
資料來源：商務部、招銀國際研究

圖 16：速度向質量轉變，淨出口對 GDP 拉動效應有所減弱



資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 17：服務貿易（尤其是服務出口）迅速增長



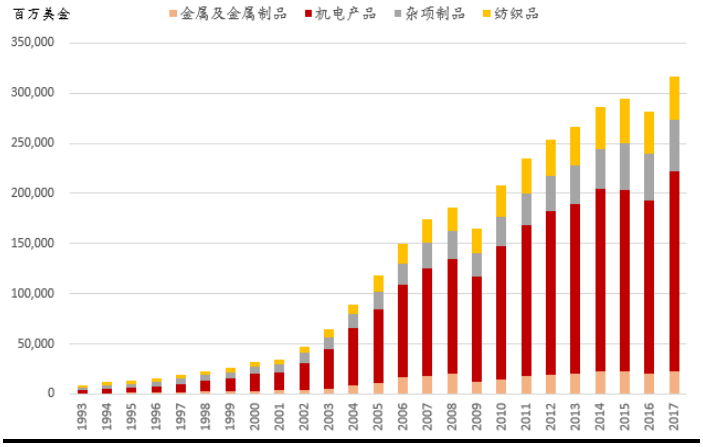
資料來源：CEIC、招銀國際研究

應對複雜貿易環境，堅持平等協商和擴大進口。2017 年開始中國面對的國際貿易環境愈加複雜，貿易保護主義抬頭，多邊貿易體制受到挑戰。今年政府工作報告爲此加入了新的表述："中國主張通過平等協商解決貿易爭端，反對貿易保護主義，堅決捍衛自身合法權益"。特朗普針對中國等主要貿易對象的態度强硬，近日又宣布針對鋁和鋼鐵加收保護性關稅。對此商務部部長表示："貿易戰沒有贏家，只會給中美兩國和世界經濟帶來災難。中國不希望打貿易戰，也不會主動發起貿易戰，但是我們能够應對任何挑戰，堅決捍衛國家和人民的利益"。再次强調中方立場是平等協商對話，原則是維護自由貿易，而底綫是捍衛國家利益。

我們預計特朗普會進一步擴大對華產品徵收關稅的範圍，4 月還將公布有關知識產權的 301 調查結論，金屬製品、化工、木製品、農產品、機械、電動汽車、電子和科技等行業都需要密切留意貿易環境對出口的影響。中國在積極研究應對措施和對話途徑，盡可能將損失降低，幷長遠布局提升自身貿易質量，優化進出口產業結構。

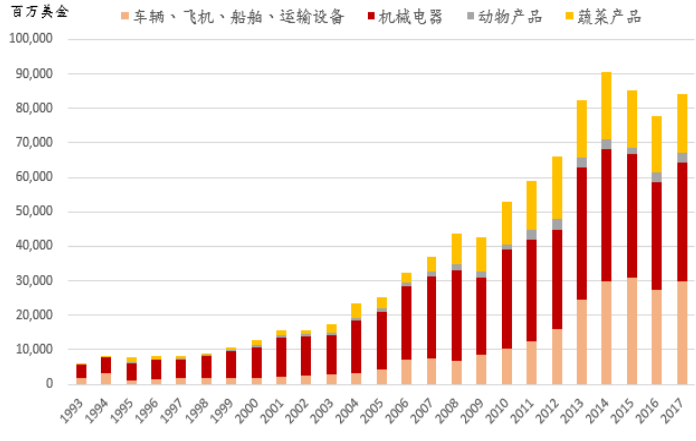
同時，中國與貿易保護主義相反而行，政府報告提出中國會積極擴大進口，進一步提升對外開放的水平，下調汽車、部分日用消費品等進口關稅，旨在成爲多邊貿易體制積極的參與者、建設者與貢獻者。

圖 18：中國對美國出口產品結構



資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 19：中國從美國進口產品結構



資料來源：CEIC、招銀國際研究

開放互利新平臺：外拓自貿區，內建自貿港，力推進口博覽會。自貿區戰略是政策重點，目前爲止中國已同澳大利亞、韓國等24個國家或地區簽署了16個自由貿易協定，今年政府報告在去年“推進亞太自貿區建設”的基礎上新加入了“加快東亞經濟共同體建設”的表述，有望開啓自貿區建設豐收年。目前有11個自貿區在談判，11個正在研究，特別是包括了中、日、韓、澳、新、印及東盟十國在內共16方在內的《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP），若在今年取得實質進展將加快地區一體化進程、降低貿易壁壘、便利市場准入，成爲區域內最爲重要的貿易協定。

同時，在國內積極探索建設自由貿易港，這是擴大開放程度的實際舉措。政府工作報告將自貿港定位爲“改革開放新高地”，目前已有滬、浙、津、川等十多個省市競逐自由貿易港，高水平開放程度、貨物資金人員自由進出等政策優惠正是吸引力所在。

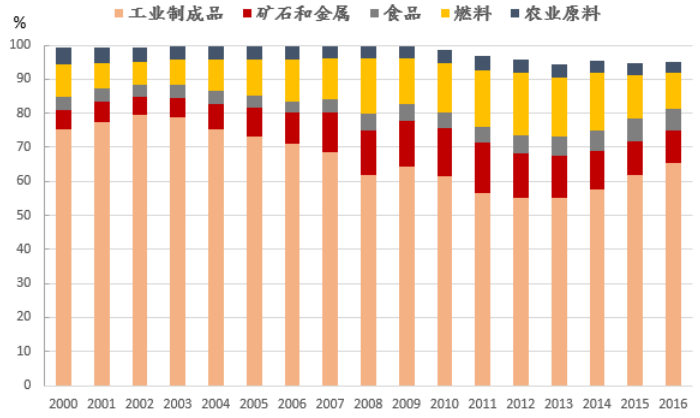
今年的政府工作報告和商務部、外交部等多個部門都多次力推**上海國際進口博覽會**，可見對這次博覽會的高度重視。首屆將于今年11月在上海舉辦，是今年中國四項主場外交之一；今後每年辦一次的，將成爲積極主動推進開放合作的機制化平臺，符合“積極擴大進口”的貿易方針。

圖 20：年內有望完成 RCEP 談判

区域全面经济伙伴关系协定(RCEP) Regional Comprehensive Economic Partnership	
参与国	中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、印度、东盟十国（马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、新加坡、文莱、越南、老挝、缅甸和柬埔寨）
人口	占全球总人口 48%
生产总值	占全球 GDP31%
对外贸易	占全球 28%
目标	现代、全面、高质量和互惠的经济伙伴关系协定
谈判进展	2012 年正式启动，可能在 2018 年定稿，参与国承诺在年底前完成谈判

資料來源：招銀國際研究

圖 21：中國主要進口產品

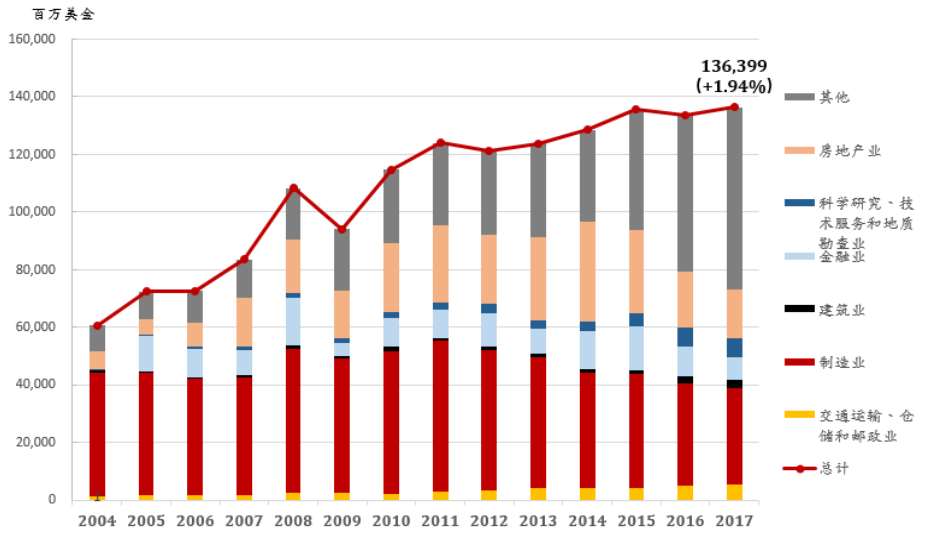


資料來源：CEIC、招銀國際研究

八、對外開放：拓展範圍和層次，推進金融開放

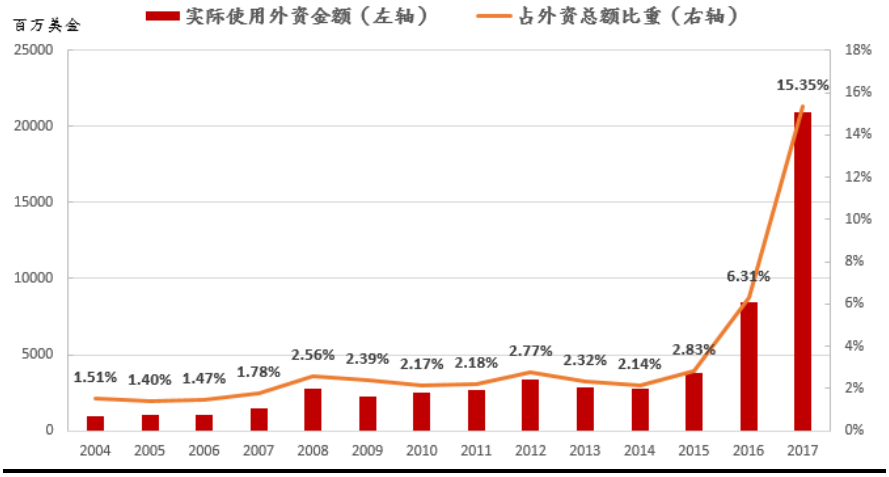
促進外商投資穩定增長。2017 年實際使用外資達到 1364 億美元，依然主要集中于製造業、房地產和金融業等領域，其中信息傳輸、計算機服務和軟件業增長尤爲顯著，實際使用外資近 210 億美金，占到外商投資總額的 15.35%，顯示出該領域加大開放的力度。政府報告强調會進一步拓展開放範圍和層次，完善開放結構布局和體制機制，加强與國際通行經貿規則對接，改善營商環境。全面放開一般製造業，擴大電信、醫療、教育、養老、新能源汽車等領域開放。簡化外資企業設立程序，商務備案與工商登記“一口辦理”。

圖 22：實際使用外商直接投資及主要投資行業



資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 23：信息傳輸、計算機服務和軟件業實際使用外資迅猛增長



資料來源：CEIC、招銀國際研究

金融開放升級，放寬外資持股比例上限。從 2017 年 11 月開始政府計劃逐步有序開放銀行卡清算等市場，放開外資保險經紀公司經營範圍限制。今年兩會再次强調會繼續放寬或取消銀行、證券、基金管理、期貨、金融資產管理公司等外資股比限制，統一中外資銀行市場准入標準。實施境外投資者境內利潤再投資遞延納稅。開放新政將豐富國內市場的金融產品和服務。

圖 24：逐步放寬或取消金融業外資股比限制

金融机构	开放新政
银行 金融资产管理公司	取消外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则
基金管理 证券 期货	单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制
保险	三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至 51%，五年后投资比例不受限制

資料來源：招銀國際研究

房地產行業相關政策解讀

文幹森，CFA
（房地產行業）
電話: (852) 3900 0853
郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇
（房地產行業）
電話: (852) 3761 8773
郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房產稅時代即將到來

目前調控手段已經足够，房產稅長遠在于建立長效機制及優化稅收結構

2017 年，國家提出“房子是用來住的，不是炒的”的定位，同時也提出“加快建立多主體供給、多渠道保障、租購并舉的住房制度。” 通過住房結構（租售并舉）、土地供給（盤活存量土地、農村集體所有地改革等）、稅收（房產稅）和金融（資產證券化、信貸政策）建立房地產市場調控長效機制。可見，房產稅是建立房地產市場調控長效機制的一個環節。

除了積極建立房地產市場調控長效機制外，目前政府主要直接手段包括：因城施策下的限購、限價、限貸、限售（四限），以及房貸利率，按揭成數等信貸調控措施。從效果上看，這些調控手段的結合使用取得了明顯效果。尤其在房價首先上漲的一綫城市，調控力度之强前所未有，有效抑制了房價快速上漲的態勢。

我們認爲，首先房產稅難以在短期內推出，目前還在起草階段。立法後的實施也是地方政府結合實際情況具體實施（充分授權），并且全面實施也將有一個循序漸進的過程（分布推進）。地方政府沒有理由讓其推出的房產稅對當地房價造成大幅下跌，這會造成土地出讓金收入減少，當地銀行壞賬增加。其次，房產稅的意義更多在于優化地方稅收結構，以及作爲長效機制的其中一個環節，其直接用于市場調控可能并不實際。另外，目前直接調控手段已經足够有效，并且目前交易環節的稅費（個稅、增值稅、契稅）對短期炒作也有一定抑制。財政部長在記者會也提到若開徵房產稅，將合并整合相關的一些稅種，還將合理降低房地產在建設交易環節的一些稅費負擔等。從上海和重慶兩個試點看，房產稅有較大免稅面積，且主要針對高端住宅。房產稅不會對擁有一套或總面積不多的人群造成太大影響，剛需不會被削減。

房產稅的推出將提高炒房成本，抑制炒房現象出現。對目前擁有多套住宅的人群，尤其是炒房者而言，房產稅將促使其出售多餘房產，二手房供應可能將在房產稅實施前短期增加。一二綫城市或人口淨流入的城市購房剛需較强，能够較快消化增加的供給。而三四綫城市或人口淨流出的城市，儘管由于過去一年的購房熱潮及棚改持續推進，需求有所下降，但考慮到三四綫房價比一二綫明顯要低，且估計將有一定的免稅面積，每套房徵收的房產稅可能沒有想像中大。綜上所述，我們認爲全國房價仍然能够將保持相對穩定。更詳盡的分析請參見我們 3 月 20 日的研究報告《房產稅 - 優化地方稅收結構，但可能并非主要調控手段》

新一輪棚改啓動

棚改持續進步，對三四綫城市仍有拉動作用

從 2015 年開始，我國實施了棚改三年計劃，從 2015-2017 年完成棚戶區改造 1800 萬套。2017 年 5 月國務院常務會議已經決定，2018 年-2020 年將改造各類棚戶區 1500 萬套，并要求在商品住房庫存量大、市場房源充足的市縣，進一步提高貨幣化安置比例。棚改貨幣化安置比例的提升，客觀上幫助了三四綫城市樓市去庫存。我國 2015 年棚改貨幣化安置的比例爲 29.9%，2016 年這一比例上升到了 48.5%。2016 年棚改貨幣化幫助地方消化了 2.5 億平方米的樓市庫存。2018 年，棚改計劃開工 580 萬套。我們認爲，棚改貨幣化安置未來仍將繼續，但部分棚改進入後半程的地區可能會降低貨幣化安置比例。而未棚改或棚改剛啓動的地區貨幣化安置比例按原有計劃進行，貨幣化安置比例估計在 50%左右，去庫存的節奏不變，房價有機會出現上漲。

加快建立多主體供給、多渠道保障、租購幷舉的住房制度

建立租購幷舉的住房制度，租賃市場藍海逐步形成

2017 年，國家提出“加快建立多主體供給、多渠道保障、租購幷舉的住房制度”，鼓勵租賃住房的發展。同年，一系列租房新政輪番登場，全國超 50 個地方出臺各類鼓勵住房租賃的政策。隨著住房租賃被確立爲我國住房體系的重要組成部分，住房租賃市場正在快速發展。金融機構和互聯網企業參與住房租賃市場建設的力度越來越大，圍繞住房租賃的金融創新和金融產品不斷出現，市場“藍海”逐步形成。

目前，互聯網企業主要通過輕資產模式經營長租公寓，而房企則主要以重資產模式經營。對于房企重資產經營，由于長租公寓前期需要投入較高的前期成本，利潤需要大約 3-5 年左右時間才開始釋放，因此資金周轉較傳統開發銷售模式有明顯劣勢。住建部也表示支持房地產企業進行創新租賃住房資產證券化實踐，積極盤活存量房屋用于租賃，增加租賃住房有效供給。同時，積極推動住房租賃企業拓寬直接融資渠道，支持企業利用創新型金融工具發展住房租賃業務，推進住房租賃市場發展。今年 2 月 5 日，碧桂園獲准發行百億級長租公寓 REITs 產品，這也是首個百億級的長租公寓 REITs 產品。碧桂園在去年就提出了在 2020 年供應 100 萬套長租公寓的目標。

除金融端外，各地政府也加大了租賃住房的供給，多地已經出現了純租賃用地的出讓，或要求房企開發銷售要保留一定比例的面積用于房屋租賃。此外，國土資源部、住房城鄉建設部去年確定北上廣等 13 個城市開展利用集體建設用地建設租賃住房試點，合法利用一、二綫城市的農村土地，讓集體建設用地進入租賃住房市場，促進集體土地優化配置和節約集約利用，緩解城市供地壓力，盤活農村資產。我們相信，租賃住房市場的發展將持續受到住房政策、供給端、銀行資金和資產證券化的支持。

科技及互聯網行業相關政策解讀

伍力恒
（科技及互聯網行業）
電話: (852) 3900 0881
郵件: alexng@cmbi.com.hk

黃群
（互聯網及教育行業）
電話: (852) 3900 0889
郵件: sophiehuang@cmbi.com.hk

聚焦新興產業與科技創新，關注互聯網+、大數據、人工智能、集成電路、5G

我們認爲本次政府工作報告更加注重高質量、高效率和更可持續的發展，延續了自去年十九大以及年底中央經濟工作會議的基本精神。

其中對于科技與新興產業領域，報告重點提到在 2018 年，**1) 做大做强新興產業**，實施大數據發展行動，加强新一代人工智能研發應用，在醫療、養老、教育、文化、體育等多領域推進“互聯網+”。**2) 發展智能產業**，拓展智能生活。運用新技術、新業態、新模式，大力改造提升傳統產業。**3) 加快製造强國建設**，推動集成電路、第五代移動通信、飛機發動機、新能源汽車、新材料等產業發展，發展工業互聯網平臺，創建“中國製造 2025”示範區。

從 2018 年工作報告來看，科技與新興產業對于國家整體產業升級具有重要戰略意義，我們相信 2018 年科技創新相關政策將成爲政府的重點發力點之一，建議關注人工智能、大數據、雲計算、物聯網、5G、集成電路等領域的投資機會。

圖 25：歷年兩會政府工作報告科技與互聯網內容比較

	关键词	核心工作内容	首次出现
2014	互联网金融	促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。	首提“互联网金融”
	“宽带中国”战略	要促进信息消费，实施“宽带中国”战略，加快发展4G，推进城市百兆光纤工程和宽带乡村工程，大幅提高互联网网速，在全国推行“三网融合”。	
	电商	鼓励电子商务创新发展。维护网络安全。	
	集成电路	设立新兴产业创业创新平台，在新一代移动通信、集成电路、大数据、先进制造、新能源、新材料等方面赶超先进，引领未来产业发展。	
2015	“三网”融合	全面推进“三网”融合，加快建设光纤网络，大幅提升宽带网络速率，发展物流快递，把以互联网为载体、线上线下互动的新兴消费搞得红红火火。	首提“互联网+”
	中国制造2025	要实施“中国制造2025”，坚持创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展，加快从制造大国转向制造强国。促进工业化和信息化深度融合，开发利用网络化、数字化、智能化等技术，着力在一些关键领域抢占先机、取得突破。	
	新兴产业	要实施高端装备、信息网络、集成电路、新能源、新材料、生物医药、航空发动机、燃气轮机等重大项目，把一批新兴产业培育成主导产业。	
	“互联网+”	制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。	
	网络安全	深化平安中国建设，健全立体化社会治安防控体系，依法惩治暴恐、黄赌毒、邪教、走私等违法犯罪行为，发展和规范网络空间，确保国家安全和公共安全。	
2016	大众创业	持续推动大众创业、万众创新。促进大数据、云计算、物联网广泛应用。发挥大众创业、万众创新和“互联网+”集众智汇众力的乘数效应。	强调互联网金融规范
	互联网金融	规范发展互联网金融，大力发展普惠金融和绿色金融。	
	“互联网+政务服务”	大力推行“互联网+政务服务”，实现部门间数据共享，让居民和企业少跑腿、好办事、不添堵。	
	智能家居、O2O等	壮大网络信息、智能家居、个性时尚等新兴消费。鼓励线上线下互动，推动实体商业创新转型。	
	网络文化	促进传统媒体与新兴媒体融合发展。培育健康网络文化。	
2017	人工智能	首次写入人工智能	首提人工智能、数字经济。
	互联网金融	当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。	
	电商	促进电商、快递进社区进农村，推动实体店销售和网购融合发展。	
	在线教育	扩大数字家庭、在线教育等信息消费。	
	移动通信	全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、新能源、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群。今年网络提速降费要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费，推动“互联网+”深入发展、促进数字经济加快成长，让企业广泛受益、群众普遍受惠。	
	中国制造2025	加快大数据、云计算、物联网应用，以新技术新业态新模式，推动传统产业生产、管理和营销模式变革。把发展智能制造作为主攻方向，推进国家智能制造示范区、制造业创新中心建设，深入实施工业强基、重大装备专项工程，大力发展先进制造业，推动中国制造向中高端迈进。	
2018	人工智能	发展壮大新动能。做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。深入推进‘互联网+政务服务’，使更多事项在网上办理，必须到现场办的也要力争做到“只进一扇门”、“最多跑一次”。发展“互联网+农业”，多渠道增加农民收入，促进农村一二三产业融合发展。加强全方位公共就业服务，大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态。	聚焦新兴产业與科技创新，关注互联网+、大数据、人工智能、集成电路、5G
	互联网+		
	带宽	加大提速降费政策力度，实现高速宽带城乡全覆盖。	
	集成电路、5G	加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展。	
	工业互联网	发展工业互联网平台，创建‘中国制造2025’示范区。	
	互联网内容建设	建好新型智库。加强互联网内容建设。深入实施文化惠民工程，培育新型文化业态。	

資料來源：彭博

圖 26: 相關板塊估值比較

	股票代码	貨币	股价	CMBI评级	目标价	涨幅空间	市值（百万美元）	EPS FY0E	EPS FY1E	EPS FY2E	PE FY0E	PE FY1E	PE FY2E
人工智能&大数据													
腾讯	770 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
阿里巴巴	BABA US	USD	200.3	买入	237.8	19%	512,948	32.8	42.3	55.0	38.7	30.0	23.0
百度	BIDU US	USD	262.4	买入	289.0	10%	91,354	60.2	73.0	92.5	27.6	22.8	18.0
平均											**40.4**	**31.5**	**24.3**
互联网+ /互联网服务实体经济													
京东	JD US	USD	45.0	NR	NR	NR	64,233	4.9	7.6	11.0	58.0	37.6	26.0
58同城	WUBA US	USD	83.9	NR	NR	NR	12,336	2.4	3.5	4.3	34.5	23.8	19.5
平均											**46.2**	**30.7**	**22.7**
云计算													
腾讯	700 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
阿里巴巴	BABA US	USD	200.3	买入	237.8	19%	512,948	32.8	42.3	55.0	38.7	30.0	23.0
联想	992 HK	HKD	4.1	NR	NR	NR	6,314	0.0	0.1	0.1	58.4	9.2	8.0
金山软件	3888 HK	HKD	29.4	NR	NR	NR	5,143	1.1	1.2	1.6	21.2	20.3	15.1
平均											**43.3**	**25.3**	**19.5**
5G与互联网													
ZTE	763 HK	HKD	28.0	NR	NR	NR	20,073	1.2	1.4	2.0	18.6	16.0	11.4
FIT	6088 HK	HKD	4.6	NR	NR	NR	3,960	0.0	0.0	0.1	19.0	15.1	11.5
长飞光纤	6869 HK	HKD	41.2	NR	NR	NR	3,585	2.4	2.7	3.0	14.1	12.4	10.9
平均											**17.2**	**14.5**	**11.3**
集成电路													
SMIC	SMIC HK	HKD	11.0	NR	NR	NR	6,893	0.0	0.0	0.1	82.4	48.3	21.9
华虹半导体	1347 HK	HKD	17.2	NR	NR	NR	2,280	0.1	0.2	0.2	15.2	13.4	11.2
平均											**48.8**	**30.8**	**16.6**
互联网内容													
腾讯	700 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
百度	BIDU US	USD	262.4	买入	289.0	10%	91,354	60.2	73.0	92.5	27.6	22.8	18.0
网易	NTES US	USD	326.9	NR	NR	NR	42,554	101.0	117.9	122.6	20.5	17.6	16.9
微博	WB US	USD	133.0	NR	NR	NR	29,085	2.8	4.1	5.6	47.6	32.5	23.6
陌陌	MOMO US	USD	37.2	买入	50.70	36%	7,334	2.2	2.8	3.3	16.6	13.3	11.3
YY	YY US	USD	117.7	买入	176.00	50%	7,433	51.7	64.0	76.2	14.4	11.6	9.8
阅文	772 HK	HKD	82.5	NR	NR	NR	9,532	0.5	1.0	1.5	132.4	68.0	43.9
金山软件	3888 HK	HKD	29.4	NR	NR	NR	5,143	1.1	1.2	1.6	21.2	20.3	15.1
美图	1357 HK	HKD	10.0	买入	15.00	50%	5,453	-0.1	0.2	0.4	NA	41.4	21.8
IGG	799 HK	HKD	12.0	持有	12.40	4%	2,038	0.2	0.2	0.2	9.3	8.3	8.5
平均											**38.3**	**27.8**	**20.1**

資料來源：彭博

圖 27: 核心受益標的

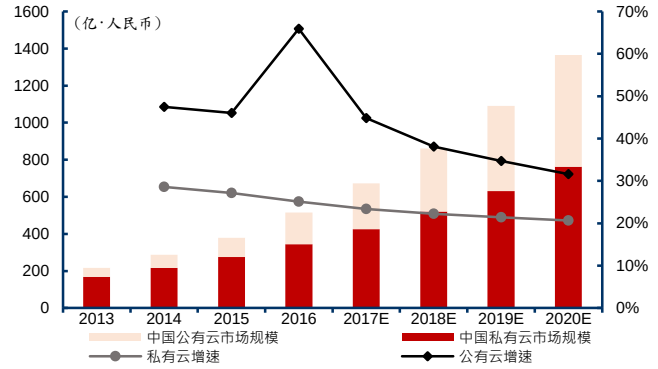
受益板块	核心受益标的
人工智能&大数据	阿里巴巴(BABA US), 腾讯(700 HK), 百度(BIDU US)
互联网+/互联网服务实体经济	腾讯(700 HK), 阿里巴巴(BABA US), 京东(JD US), 58同城(WUBA US)
云计算	阿里巴巴(BABA US), 腾讯(700 HK), 联想(992 HK), 金山软件(3888 HK)
5G与物联网	ZTE(763), FIT(6088), 长飞光纤(6869)
集成电路	SMIC(981), 华虹半导体(1347 HK)
互联网内容	阅文集团(772 HK), 腾讯(700 HK), 百度(BIDU US), 网易(NTES US)

資料來源：招銀國際研究

❖ **“發展壯大新動能。做大做强新興產業集群，實施大數據發展行動，加强新一代人工智能研發應用”**

招銀國際點評：充分體現政策對于高新產業的支持，助于推動新技術的普及與革新（如：人工智能、雲計算、大數據）。結合此前十九大多次提及的“數字中國”、“數字經濟”、“科技”等關鍵詞，我們認爲雲計算、人工智能等新技術將充分享受政策春風。1）大數據：算法優化下廣告的精准推送、金融科技智能風控等，基于數據驅動商業的貨幣化變現將加速顯現；2）雲計算：看好以阿裏雲、騰訊雲爲代表的雲計算全行業滲透；雲計算付費客戶拓展的同時逐漸向 SaaS 衍生；3）人工智能：AI+應用多場景滲透；語音/圖像識別、智能家居爲中短期變現，智能駕駛爲長期產業機會。反應至公司層面，由于科技巨頭掌握海量數據源、對新技術前瞻研發布局，我們認爲將主要利好 BAT。

圖 28: 中國雲計算行業規模



資料來源：中國信息通訊研究院、招銀國際研究

圖 29: 百度智能駕駛 L4 小巴士

資料來源：公司、招銀國際研究

❖ **“在醫療、養老、教育、文化、體育等多領域推進‘互聯網+’”**

招銀國際點評：强調產業信息化建設，助于推動互聯網與實體經濟的深度融合。“互聯網+”自 2015 年被國務院總理李克强率先提出後，不僅推動了互聯網在在各個細分領域的滲透，通過數字化運營提升產業效率（例如：微信挂號、支付寶繳納水電費等），同時也促進了各類新興業態/功能的崛起，包括在綫教育、電商、共享經濟等等。在本次兩會報告中，再次重申了“互聯網+”的推進，主要體現在：

1）**互聯網+政務。**“深入推進‘互聯網+政務服務’，使更多事項在網上辦理，必須到現場辦的也要力爭做到‘只進一扇門’、‘最多跑一次’。”推動政府事務的高效管理，優化營商環境，爲人民群衆添便利。利于軟件服務公司、雲服務等信息化產業發展，包括阿裏巴巴(BABA US, 買入)、騰訊(700 HK, 買入)、中軟國際(354 HK, 未評級)、金蝶國際(268 HK, 未評級)。

2）**互聯網+農業。**“發展‘互聯網+農業’，多渠道增加農民收入，促進農村一二三產業融合發展。”我們認爲該項融合將助于加速涉農電商下沉、農業互聯網保險的推出。例如，阿裏巴巴、京東、蘇寧自 2014 年起紛紛大力發展“涉農扶貧”項目，分別從渠道下行、產品上行入手，通過優化物流、采購等基礎設施、普及互聯網金融多方面滲透至基層。近期，阿裏巴巴推出“興農扶貧”專區等。借助電商天然入口導流及較低的邊際成本，成效顯著。電商模式下的農產品出口有著天然的優勢，政策的大力支持及互聯網巨頭的投入，將有助于逐漸突破目前中國“農產品上行”面臨的物流成本高、寬帶覆蓋偏低、產品競爭力偏弱等痛點。利好標的：阿裏巴巴、京東(JD US, 未評級)、衆安保險。

3）**互聯網+就業。**“加强全方位公共就業服務，大規模開展職業技能培訓，運用“互聯網+”發展新就業形態。”利好在綫教育、網上招聘等細分領域發展，如 58 同城(WUBA US, 未評級)。

4）**互聯網+醫療。**“創新食品藥品監管方式，注重用互聯網、大數據等提升監管效能，加快實現全程留痕、信息可追溯。”

❖ **“加大提速降費政策力度，實現高速寬帶城鄉全覆蓋”**

招銀國際點評：報告明確提出運營商“加大網絡提速降費力度，明顯降低家庭寬帶、企業寬帶和專綫使用費，取消流量漫游費，移動網絡流量資費年內至少降低30%，讓群衆和企業切實受益”。從 2012 年起國家已提出提速降費的戰略，包括 2013 年“寬帶中國”戰略加快寬帶建設，2016 年《“十三五”國家信息化規劃》强調基礎設施建設，以及 2017 年發布“信息消費”指導意見深入推進提速降費，而此次工作報告再次强調提速降費，顯示政策支持力度明顯提升。我們相信短期內對運營商的收入產生一定影響，但長遠而言，隨著近年智能終端日益普及和數據流量高速增長，流量平均資費下降對運營商整體收入和行業格局影響有限。另外，數據流量持續爆發增長以及政策力度提升利好通信基建行業發展，通信網絡將成爲各產業轉型升級的關鍵，并爲培育工業互聯網、大數據、人工智能、物聯網等新興產業提供支撑性作用。

❖ **“加快製造强國建設。推動集成電路、第五代移動通信、飛機發動機、新能源汽車、新材料等產業發展”**

招銀國際點評：5G 作爲下一代信息技術的發展方向和戰略制高點，對于信息產業具有非常重要的意義，也是物聯網、車聯網、工業互聯網、人工智能等產業 的關鍵支撑。政府歷來高度重視 5G 的發展，從 2012 年開始發展 5G，2016 年初啓動 5G 關鍵技術研發試驗，2017 年進行外場技術測試。按照原先規劃，2018 年進行大規模試驗組網，2019 年開啓預商用，2020 年將進行正式商用。此次工作報告再次對 5G 關鍵作用做出指引，我們相信國家對 5G 產業給予充分的政策扶持和資源支撑，未來兩年將持續大規模投入，利好整體電信設備行業，建議關注中興通訊（763 HK, 未評級）和昂納科技（877 HK, 未評級）等。

另外，集成電路是電子信息產業的核心，應用領域廣泛，同時也對維護國家信息安全具有戰略意義，儘管中國是世界最大的半導體消費國，目前國產芯片的自給率尚不足三成。國務院在 2015 年發布的《中國製造 2025》提出，2020 年中國芯片自給率要達到 40%，2025 年要達到 50%。爲了扶持國產芯片的發展，國家大力支持集成電路產業，如設立了規模近 1400 億元人民幣的國家集成電路產業投資基金，以及多個地方政府的地方性產業投資基金等，我們相信行業龍頭如中芯國際（981 HK, 未評級）和華虹半導體（1347 HK, 未評級）將會受益。

❖ **“發展工業互聯網平臺，創建‘中國製造 2025’示範區”**

招銀國際點評：隨著新一代信息通信技術與先進製造業不斷發展融合，工業互聯網正在成爲新工業革命的關鍵支撑和深化“互聯網+先進製造業”的重要基石。近年來，國家政策不斷加速推動工業製造改革進程，從“中國製造 2025”開始，一直到 2017 年年底國務院頒發的《指導意見》，明確提出國家工業互聯網創新發展能力、技術產業體系以及融合應用等要達到國際先進水平，特別在十九大之後，智能製造更是成爲國家戰略焦點。我們認爲工業互聯網代表著新的生產力方向，將推動傳統行業改造升級和培育新動能，不斷催生新模式、新業態和新產業，建議關注物聯網和工業互聯網產業鏈的傳感器與芯片供應商，如舜宇光學（2382 HK, 未評級）和中芯國際（981 HK, 未評級）等公司。

❖ **建好新型智庫。加强互聯網內容建設。深入實施文化惠民工程，培育新型文化業態**

招銀國際點評：聚焦“互聯網+文化”，一方面發揮互聯網作爲文化傳播的優良載體作用（例如 AR/VR 展示歷史文物等），同時助于推動網絡文化精品化、圖書數字化、內容版權化建設。該政策引導下，我們認爲利好內容付費板塊，如：閱文集團(772 HK, 未評級)，騰訊（騰訊視頻、騰訊音樂），百度（愛奇藝），阿裏巴巴（優酷土豆）。

此外，我們認爲內容建設層面，政策春風和監管肅清將并行。在互聯網蓬勃發展之際，我們關注到近期監管步調顯著加快，呈現出“廣覆蓋、高頻次、深滲透”的監管特色。1）廣覆蓋：游戲告別寬鬆監管時代，多部門强力監管“雙 11”、OTA 平臺“搭售”整改等，充分體現出監管盲區的縮小及監管穿透性；2）高頻次：直播行業在經歷野蠻生長後于 2017 年進入監管肅嚴期。廣電局、網信辦、文化部紛紛針對直播行爲下發系列文件，對平臺運營、主播行爲、用戶互動的監控要求不斷提高，監管內容愈加細化。3）深滲透：體現在對即時通訊、視頻流媒體等內容監管的健康導向性；同時，游戲也迎來防沉迷新規、逃殺類游戲表態等監管升級。

政策導向下，我們認爲，部分內容/文娛行業短期或進入冷靜期，但長期反而助于行業的良性發展及大平臺的精細化運營。展望未來，我們預計互聯網將進入規範化高質化發展時代，政策春風、技術創新和內容監管將并行。

黃群
（互聯網及教育行業）
電話: (852) 3900 0889
郵件: sophiehuang@cmbi.com.hk

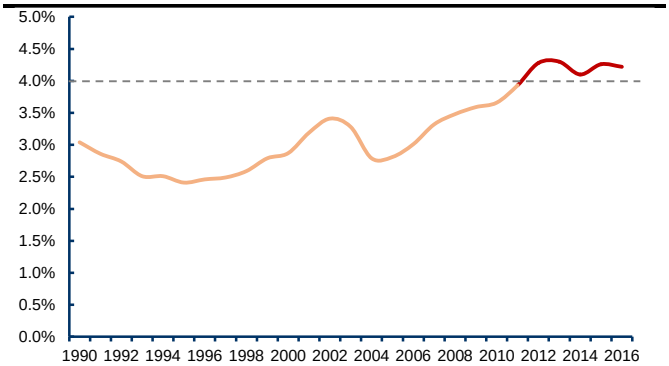
教育行業相關政策解讀

堅持教育優先發展，穩健投入持續

“堅持教育優先發展，財政性教育經費占國內生產總值比例持續超過 4%。”

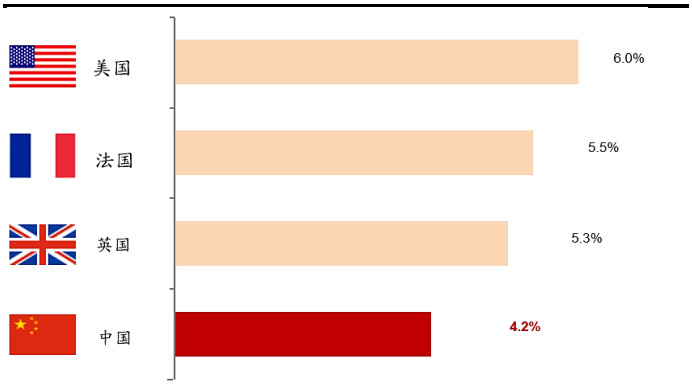
招銀國際點評：縱觀近 20 年中國教育行業發展趨勢，財政性教育經費占比穩步上升，至 2012 年後該比例穩定在 4%以上。此次兩會再次强調教育優先發展，充分體現政府對于教育强國的重視、教育經費的持續投入。而對比西方發達國家教育開支比重，該比例長期仍有提升空間。

圖 30: 財政教育經費占比連續 5 年超過 4%



資料來源：教育部、招銀國際研究

圖 31: 中國教育經費/GDP 比重較發達國家仍有提升空間



資料來源：Frost & Sullivan Report、招銀國際研究

公平與質量幷行

“改善農村義務教育薄弱學校辦學條件，提高鄉村教師待遇，營養改善計劃惠及 3600 多萬農村學生。啓動世界一流大學和一流學科建設。重點高校專項招收農村和貧困地區學生人數由 1 萬人增加到 10 萬人。加大對各類學校家庭困難學生資助力度，4.3 億人次受益。勞動年齡人口平均受教育年限提高到 10.5 年。”

招銀國際點評：與以往教育工作報告不同的是，2018 年報告重點强調了教育的“公平性”，聚焦縮小教育差距、提升特殊群體教育化程度。配合鄉村振興戰略，教育“公平化”工作將主要從三方面落實：**1）教育投入傾斜**：推動城鄉義務教育一體化發展，教育投入繼續向困難地區和薄弱環節傾斜；同時繼續實施農村和貧困地區專項招生計劃。**2）教師層面**：提高鄉村教師待遇。此前教育部于 2018 年 1 月印發《教育部教師工作司 2018 年工作要點》，已明確表示要“推動鄉村教師生活補助提標擴面”、實施“援藏援疆萬名教師支教計劃”；而人大代表張淑琴也爲此發聲，建議“給鄉村教師在職稱待遇上適當政策傾斜”，以提升鄉村教師留存率及吸引高質量教師流入。**3）學生層面**：分別從營養改善、貧困學生資助力度、受教育年限等方面提出定性及定量的嚴格目標。系列指標再次體現教育惠民、精准發力的核心思想。 面臨“城市擠”和“農村弱”問題，教育部長表示城市學位數量將繼續增加、農村地區“提質穩源”，同時按照各省市縣政府設定消除大班額的規劃。我們認爲該政策推動下，將助于義務教育的均衡發展，而民辦教育作爲公辦教育的補充，或爲民辦 K19 階段區域擴張提供新思路。

“啓動世界一流大學和一流學科建設”

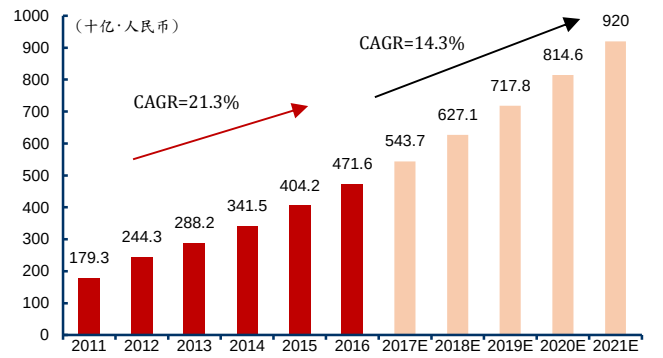
招銀國際點評：教育質量優化依舊爲主旋律。“雙一流”自 2015 年首次開始實施，2017 年公布“雙一流”建設高校及建設學科，旨在打通中國高校在全球的上升通道，增强核心競爭力。雙一流建設雖爲非均衡發展戰略工程，但在高等教育總投入裏面，其占比約 2%，不影響分部教育的發展。我們認爲該規劃將長期促進教育行業的“高質量”發展，對提升中國高等教育吸引度及整體發展水平、改善高等教育毛入學率等起到“排頭兵”作用。

階段教育：加强學前監管、聚焦 K12“減負”、支持高/職普及

學前：“要多渠道增加學前教育資源供給，運用互聯網等信息化手段，加强對兒童托育全過程監管，一定要讓家長放心安心。”

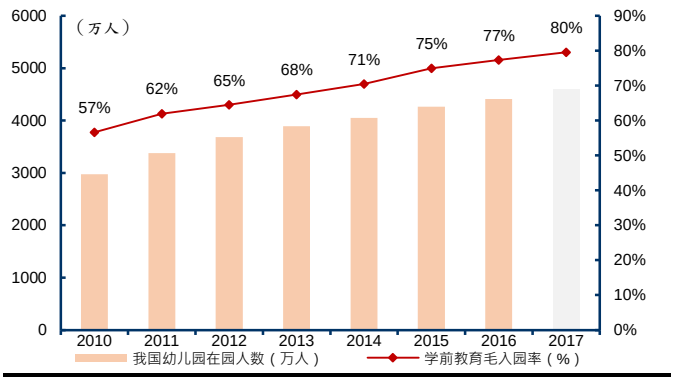
招銀國際點評：此前幼教行業負面事件後，幼教已成社會關注、監管規範的重點領域。此次兩會再次强調了兒童托管的安全性問題，助于推動學前教育機構規範化、品質化、信息化運營。一方面，幼教資源稀缺、供給不足；另一方面，大部分幼教機構因量化考核機制匱乏面臨辦學質量層次不齊、教師資質低、管理難、小學化等問題，導致“供”不應“需”。而此次政策表態，意味著後期幼教財政投入或將加大（北京市此前已計劃加大幼教補貼力度），推動普惠性幼兒園數量占比的提升（2020 年目標 80%），毛入園率的提高（2020 年目標 85%）。結合教育部長的發言，學前教育法或將逐步推出，“持牌監管+質量監管”將使學前教育更爲規範化；其次，我們認爲“兩教一保”模式下，教師及保育員需求將顯現；而幼兒園游戲化推動下，也對學生/兒童減負帶來實效。

圖 32: 中國學前教育市場規模



資料來源：Frost & Sullivan Report、招銀國際研究

圖 33: 中國學前教育毛入學率



資料來源：教育部、招銀國際研究

K12: “切實降低農村學生輟學率，抓緊消除城鎮‘大班額’，著力解决中小學生課外負擔重問題。” 推進普及高中階段教育。”

招銀國際點評：一方面，鼓勵高中階段教育的普及，利好 K12 學校學生升學、高中部招生及穩健性經營。另外，兩會聚焦中小學生“減負”問題，所謂“減負”，主要針對違背教學規律和學生身心發展規律，超出教學大綱、額外增加的學業負擔。教育部長陳寶生闡述，將其分爲五方面減負：學校減負、校外減負、考試評價減負、老師教學減負、家長和社會減負。重點强調通過兩個關鍵舉措進行減負：1）砍斷教師和培訓機構在教學方面的聯繫紐帶；2）綜合治理、建立健康教學秩序。

結合此前四部委聯合印發的《關于切實減輕中小學生課外負擔校外培訓機構專項治理行動的通知》及北京、上海、成都等地的整合，我們認爲此次“減負”整治力度之大爲歷年首次，“自上而下”的監管肅嚴及空前决心將對 K12 綫下培訓的長期發展産生深遠影響。行業層面來看，短期 K12 課後培訓機構或迎來行業洗牌，部分“兩證”（《營業執照》、《辦學許可證》）缺失、私下授課的中小型機構將面臨關停，教師及學生或將進一步向持證大平臺集中，提升行業集中度。其次，應試教育弱化下，全面素質/興趣教育或進一步發展。公司層面，目前港股/中概股 K12 綫下培訓機構主要爲**好未來（TAL US, 未評級）及新東方（EDU US, 未評級）**，短期或面臨部分業務整治（奥數、超綱教學、超時課程、杯賽停辦）、招生節奏波動風險，但長期將受益于大平臺“同步輔導”業務的健康發展以及“剛需”不減。

職教：“支持社會力量舉辦職業教育。”

招銀國際點評：結合教育部長講話，職業教育的發展將聚焦“産教融合、校企合作”，并已從三方面逐漸落實：1）落實規劃，出臺了《製造業人才發展規劃指南》，任務按部門分解；2）搭建平臺：包括職業教育活動周、産教融合對話、全國職業技能大賽等；3）狠抓質量：組建職教産業集團、搭建實訓基地、進行現代學徒制試點。我們認爲系列舉措將有助于銜接職業教育教學與就業的需求，同時支持社會力量的表態，將促進民間資本進入職業教育，預計職業教育板塊將長期受益，重點受益標的包括：**中教控股（839 HK, 未評級）、新高教（2001 HK, 未評級）、民生教育（1569 HK, 未評級）、宇華教育（6169 HK, 未評級）**。

特色規劃：“支持中西部建設有特色、高水平大學。發展民族教育、特殊教育、繼續教育和網絡教育。”

招銀國際點評：結合教育部長講話，對中西部目前已實施中西部高等教育振興計劃、中西部高校能力建設工程、部省合建中西部高校方案。我們認爲後期中西部高校的建設將受益于政策春風、教育質量的改善及需求的提升。近期港股市場部分標的在收購地區選擇上明顯側重中西部地區，其優勢將體現在：競爭小、供不應求（內生需求高）、政策扶持、價格合理，主要受益標的爲**中教控股、新高教**。

此外，有關繼續教育和網絡教育，由于該類課程招生名額不受學位名額限制（學費受限），我們預計各大高校將持續引入學生增量。

蕭小川
（新能源及環保行業）
電話: (852) 3900 0849
郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

能源及環保相關政策解讀

生態文明建設是 2018 年兩會對十九大精神的延伸和具體落實，對于新能源和環保行業影響深遠。從政府機構改革角度，我們看到自然資源資產管理和自然生態監管機構的確立，集合生態規劃、污染控制和碳減排職責。我們認爲新能源和環保類企業，將持續受惠于國家生態文明建設的長期規劃，幷在機構改革和政策執行細節明晰過程中釋放發展動能。

在 2018 年政府工作建議中，依然體現了國家對于能源結構調整的思路。繼續實施去產能，壓減煤炭消費，降低碳强度。我們預料煤電行業仍處于較大壓力局面，有利于煤電去產能措施的繼續推進。煤電產能壓減，將有助于釋放新能源發電空間，預計限電率將在 2017 年基礎上進一步改善。對于精准扶貧，我們認爲政策層面將繼續向光伏運營商傾斜，具備品牌和資金實力的運營商將能够持續獲得現金流較好的光伏扶貧項目。對于大氣污染治理，政府目標從電力行業拓展至鋼鐵企業，也將有助于烟氣治理企業獲取新領域的烟氣處理項目訂單。

投資推薦

我們認爲：

新能源電力運營商龍源電力（916 HK，買入）、協鑫新能源（451 HK，買入）將分別作爲風電光伏上市運營的行業龍頭，受惠于較好的發電量增長。

精准扶貧方面，協鑫新能源（451 HK，買入）憑規模和品牌優勢將能够持續獲得扶貧項目。

在大氣治理方面，新上市企業博奇環保（2733 HK，未評級）有望通過排放政策進一步收緊增加在非電領域的項目訂單。

北控水務（371 HK，未評級）、光大國際（257 HK，未評級）將憑藉其在水務環保和垃圾發電領域的龍頭地位，在生態文明建設推進落實的過程持續獲得項目訂單，同時還有望在固廢、土壤處理等方面開發新的業務。

政府工作報告中 2018 年能源相關工作建議

我們梳理了李克强總理在政府工作報告中就 2018 年政府工作的建議，其中與能源環保行業相關的計劃及方向及點評羅列如下。

❖ **“繼續破除無效供給。堅持用市場化法治化手段，嚴格執行環保、質量、安全等法規標準，化解過剩產能、淘汰落後產能。今年再壓減鋼鐵產能 3000 萬噸左右，退出煤炭產能 1.5 億噸左右，淘汰關停不達標的 30 萬千瓦以下煤電機組。”**

招銀國際點評：根據中電聯數據，2017 年火電利用小時數 4,209 小時，雖同比提高 23 小時，但仍然處于歷史低位。加速淘汰落後小煤電機組將有利于火電行業利用小時恢復，增加大型機組利用率。能源局 2018 年全年規劃煤炭產量 37 億噸，較 2017 煤炭消費量 34.5 億噸高 7.2%。結合用電量及能源需求增長情況，預料煤炭供應處于較緊局面，煤炭價格處于較高位運行。火電企業仍將面臨壓力。

❖ **“電網環節收費和輸配電價格，一般工商業電價平均降低 10%。”**

招銀國際點評：繼電改開放售電側及電力市場化交易後，2018 年改革的方向轉向輸配電端，進一步降低工商業用電成本。預計具體的政策方向將會針對電網，對于發電企業影響爲中性，但也不排除電網輸配電費用減免將讓渡一部分空間給予火電，以緩解高煤價之下的經營形勢。

❖ **“健全生態文明體制。改革完善生態環境管理制度，加强自然生態空間用途管制，推行生態環境損害賠償制度，完善生態補償機制，以更加有效的制度保護生態環境。”**

招銀國際點評：將環保管理更進一步推進到生態層面，對于工程項目的評估將從過往的環評制度角度推進至生態環境影響評估，幷長期持續。2017 年受地方政府環評及環境政策收緊影響，風電投資錄得第二年下滑。預料較爲嚴格的環境評估制度在 2018 年將固化，幷增加生態評估影響因子，預料未來能源及環保類項目的項目開發過程將需要更爲嚴謹，項目開發周期有可能受要求提升而拉長。項目開發的成本是否會受影響還有待觀察。

❖ **“加大精准脫貧力度。今年再减少農村貧困人口 1000 萬以上，完成易地扶貧搬遷 280 萬人。深入推進産業、教育、健康、生態扶貧，補齊基礎設施和公共服務短板，激發脫貧內生動力。强化對深度貧困地區支持，中央財政新增扶貧投入及有關轉移支付向深度貧困地區傾斜。”**

招銀國際點評：分布式項目是能源行業參與精准扶貧的重要形式。2016-17 年光伏企業通過投資興建光伏扶貧項目，幷協助地方對貧困戶建卡幷按年度發放售電收入扶貧補助，體現了分布式項目精准扶貧的良好效果。各省也在 2017 年將大部分的地面電站建設指標劃分爲扶貧項目，預料 2018 年村級扶貧項目將會是光伏扶貧項目的主要拓展方向。我們預料規模較大，企業品牌良好幷具備資金渠道優勢的新能源運營商將繼續主導光伏扶貧項目的開發。同時，由于獲得中央財政及政策支持，預料扶貧項目的電價收入現金流將優于普通地面電站項目，在項目貸款方面也將獲得較好的資金支持。

❖ **“推進污染防治取得更大成效。鞏固藍天保衛戰成果，今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降 3%，重點地區細顆粒物（PM2.5）濃度繼續下降。推動鋼鐵等行業超低排放改造。提高污染排放標準，實行限期達標。開展柴油貨車超標排放專項治理。深入推進水、土壤污染防治，今年化學需氧量、氨氮排放量要下降 2%。實施重點流域和海域綜合治理，全面整治黑臭水體。加大污水處理設施建設力度，完善收費政策。”**

招銀國際點評：烟氣治理的範圍日漸擴大，從電力行業逐步拓展至鋼鐵等行業，從自備電延伸至高耗能企業生産過程中的污染物排放。此外在水、土污染防治、流域、海域黑臭水治理等方面繼續推進和完善污染物控制和收費政策。預料水、固廢、烟氣、土壤治理企業將有望受惠于政策進一步明晰化，工程項目業務量將繼續獲得較好發展。

政府機構改革：組建自然資源部及生態環境部

國務院 3 月 13 日向全國人大就國務院改革方案說明中，我們認爲新組建的自然資源部及生態環境部將對能源和環保行業產生深遠影響。

- **組建自然資源部：**“不再保留國土資源部、國家海洋局、國家測繪地理信息局。整合國土資源部職責，國家發改委主體功能區編制職責，住建部城鄉規劃管理職責，水利部水資源調查和確權登記管理職責，農業部草原資源調查和確權登記管理職責，國家林業局森林、濕地等資源調查和確權登記職責，國家海洋局職責，國家測繪地理信息局職責。”

  招銀國際點評：我們關注發改委主體功能區域編制職責被劃入自然資源部。未來在能源及耗能項目的布局和開發，將更加强調資源環境的承載能力，促使各項資源協調發展。

- **組建生態環境部：**“不再保留環境保護部。整合環保部職責，發改委應對氣候變化和減排職責，國土部監督防止地下水污染職責，水利部編制水功能區劃、排污口設置管理、流域水環境保護、農業部監督指導農業面源污染治理職責、海洋局海洋環境保護職責、南水北調環境保護職責。”

  招銀國際點評：環保部過往職能更偏重于以量化標準爲手段，對污染物行使事中監督管理、事後控制懲罰。此次進一步將生態納入，將使環境管理從要素管理轉向生態管理，從單一污染物要素約束上升爲系統化調控。納入多個部門的職責有利于提升污染治理效率，統一協調發展。結合自然資源部的建立，我們預料未來能源項目、高能耗項目、環保項目的開發從立項之初開始將會受到更爲嚴謹的環境影響評價，幷進一步拓展至生態影響評價。

  此外，我們也關注發改委應對氣候變化減排職責被納入生態環境部。氣候變化減排職責涉及碳强度及碳排放等有關政策及措施，結合環保部 2018 年開始執行的排污許可管理辦法，我們預料新組建的生態環境部將對污染物排放以及碳減排的初始指標核定和交易采取近似思路，幷有望通過價格杠杆來服務于生態文明建設。

吳永泰，CFA
（醫藥行業）
電話: (852) 3761 8780
郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業相關政策解讀

❖ 李克强總理在《政府工作報告》中多次提及醫藥產業領域，包括三醫聯動、公立醫院綜合改革、藥械審批制度改革、藥品監管體制改革等。

推進分級診療

推進分級診療，把病人從大醫院導向小醫院，提升醫療系統效率；推進“小病不出村，大病不出縣”

，完善基層衛生服務讓貧困戶也能看病無憂。

❖ **“加强全科醫生隊伍建設，推進分級診療。繼續提高基本公共衛生服務經費人均財政補助標準。”**

招銀國際觀點: 病人流將從三級醫院流向二級和一級醫院，基層醫療將發揮更大作用。對藥企來說，重點市場將由大醫院流向基層醫院，利于有著自身强大的銷售隊伍的業務拓展。

❖ **“支持社會力量增加醫療、養老、教育、文化、體育等服務供給。”**

招銀國際觀點: 民間資本將成爲積極推動基層醫療發展的重要動力，引入民間資本亦將有助于提升醫院的營運效率，助力醫院擴容整合。

推進醫保系統改革

❖ **“深化公立醫院綜合改革，協調推進醫療價格、人事薪酬、藥品流通、醫保支付改革，提高醫療衛生服務質量，下大力氣解决群衆看病就醫難題。”**

招銀國際觀點: 由于人口老化，醫保結餘開始出現壓力，醫保系統的改革必定繼續在醫改的核心部份。控藥占比、按病種收費等的政策定必繼續推行，控費將會繼續。以往過度給藥的情況將會消失。具有實質療效，性價比高，高價原研藥的代替品將會受惠，相反，輔助用藥將備受打擊。

❖ **“提高基本醫保和大病保險保障水平，居民基本醫保人均財政補助標準再增加 40 元，一半用于大病保險。”**

招銀國際觀點: 對大病醫保投入的增加，引入市場機制確保大病醫保報銷比例不低于 50%，將重大利好大病用藥如抗癌藥的市場擴容。

國務院機構改革方案

提升議價能力 - 國家醫療保障局

❖ “將人力資源和社會保障部的城鎮職工和城鎮居民基本醫療保險，生育保險職責，國家衛生和計劃生育委員會的新型農村合作醫療職責，國家發展和改革委員會的藥品和醫療服務價格管理職責，民政部的醫療救助職責整合， 組建國家醫療保障局，作爲國務院直屬機構。其主要職責是，擬訂醫療保險、生育保險、醫療救助等醫療保障制度的政策、規劃、標準幷組織實施，監督管理相關醫療保障基金，完善國家异地就醫管理和費用結算平臺，組織制定和調整藥品、醫療服務價格和收費標準，制定藥品和醫用耗材的招標采購政策幷監督實施，監督管理納入醫保範圍內的醫療機構相關服務行爲和醫療費用等。同時，爲提高醫保資金的征管效率，將基本醫療保險費、生育保險費交由稅務部門統一徵收。”

招銀國際觀點: 醫保局除了本身醫療保險付款的職能外，還加了原發改委藥品招標的職責，定價付款集于一身，提升醫保局跟藥企的議價能力。可以預見藥企以價換量的情況將繼續出現，雖然不利于藥企的利潤率表現，但長遠量的增長將更有利于藥企的發展。

繼續推動醫改 - 國家衛生健康委員會

❖ “方案提出，將國家衛生和計劃生育委員會、國務院深化醫藥衛生體制改革領導小組辦公室、全國老齡工作委員會辦公室的職責，工業和信息化部的牽頭《烟草控制框架公約》履約工作職責，國家安全生產監督管理總局的職業安全健康監督管理職責整合，組建國家衛生健康委員會，作爲國務院組成部門。其主要職責是，擬訂國民健康政策，協調推進深化醫藥衛生體制改革，組織制定國家基本藥物制度，監督管理公共衛生、醫療服務、衛生應急，負責計劃生育管理和服務工作，擬訂應對人口老齡化、醫養結合政策措施等。保留全國老齡工作委員會，日常工作由國家衛生健康委員會承擔。民政部代管的中國老齡協會改由國家衛生健康委員會代管。國家中醫藥管理局由國家衛生健康委員會管理。不再保留國家衛生和計劃生育委員會。不再設立國務院深化醫藥衛生體制改革領導小組辦公室。”

招銀國際觀點：預料衛生健康委員會將會繼續研究深化醫改重大方針及政策的單位。協調醫改的組織由國務院組成機構調整爲部委下屬機構，我們認爲三醫聯動中的醫藥及醫療改革已取得重要的進展，而醫保改革亦已由獨立的醫保局帶動，顯示醫改已進入到一個較爲成熟的階段。

精簡架構，提升效率 - 國家藥品監督管理局

❖ “方案提出，將國家工商行政管理總局的職責，國家質量監督檢驗檢疫總局的職責，國家食品藥品監督管理總局的職責，國家發展和改革委員會的價格監督檢查與反壟斷執法職責，商務部的經營者集中反壟斷執法以及國務院反壟斷委員會辦公室等職責整合，組建國家市場監督管理總局，作爲國務院直屬機構。其主要職責是，負責市場綜合監督管理，統一登記市場主體幷建立信息公示和共享機制，組織市場監管綜合執法工作，承擔反壟斷統一執法，規範和維護市場秩序，組織實施質量强國戰略，負責工業產品質量安全、食品安全、特種設備安全監管，統一管理計量標準、檢驗檢測、認證認可工作等。考慮到藥品監管的特殊性，單獨組建國家藥品監督管理局，由國家市場監督管理總局管理。市場監管實行分級管理，藥品監管機構只設到省一級，藥品經營銷售等行爲的監管，由市縣市場監管部門統一承擔。”

招銀國際觀點：過去幾年，藥監在提升藥品質量（一致性評價，臨床數據核查等），加快藥品審批等方向都取得突破性進展，藥品監管機構只設到省一級，可精簡架構，提升效率。相信藥監局將保持過去幾年政策的發展方向，無疑將繼續利好一衆有突出研發能力及在研產品的企業，在港上市的公司如石藥(1093 HK，買入），中國生物製藥（1177 HK，未評級），三生製藥（1530 HK，買入）等具有領先研發能力及强在研產品的藥企將會受惠。

但國務院總理李克强在十三屆全國人大一次會議閉幕後答記者問時表示，中國將繼續降低進口商品關稅 力爭抗癌藥零稅率，預料將爲本土企業帶來競爭。

馮鍵嶸，CFA
（機械及設備）
電話: (852) 3900 0826
郵件: waynefung@cmbi.com.hk

設備及機械行業相關政策解讀

淘汰黃標車

❖ “加强散煤治理，推進重點行業節能減排，71%的煤電機組實現超低排放。優化能源結構，煤炭消費比重下降 8.1 個百分點，清潔能源消費比重提高 6.3 個百分點。提高燃油品質，淘汰黃標車和老舊車 2000 多萬輛。”

❖ **招銀國際觀點**：黃標車包括排放標準達不到國一的汽油車和國三的柴油車。據我們瞭解, 現時國內路上的國三重卡約爲 200 萬輛, 約占整體重卡保有量的 1/3, 我們相信加快淘汰黃標車和老舊車對發動機及重卡行業有利,有助提升置換需求幷减低今年重卡銷售下跌的幅度,生產商如**濰柴動力（2338 HK，買入）**和**重汽（香港）（3808 HK，買入）**將受惠。此外, 我們相信加快換車也有助加快輪胎及午輪胎鋼簾絲的銷售, 對國內最大的子午輪胎鋼簾絲生產商**興達國際（1899 HK，買入）**有利。

高端製造

❖ “加快製造强國建設。推動集成電路、第五代移動通信、飛機發動機、新能源汽車、新材料等產業發展，實施重大短板裝備專項工程，發展工業互聯網平臺，創建‘中國製造 2025’示範區。大幅壓減工業生產許可證，强化產品質量監管。全面開展質量提升行動，推進與國際先進水平對標達標，弘揚工匠精神，來一場中國製造的品質革命。”

❖ **招銀國際觀點**：我們相信製造業升級將拉動高端數控機床的需求,由于技術瓶頸,現時國內仍然非常依賴進口的高端數機床。根據國統局及中國海關的數據, 2017 年中國進口的機床數量同比增長 23%, 而國內的產量則同比下跌 18%, 顯示市場對高端機床的需求强勁。我們相信這個分化的趨勢將會持續, 主要由于中國消費及製造業正逐漸從以往追求價格優勢提升至追求質量優勢, 例如汽車及電子產品行業。我們相信對主攻高端市場的**津上機床（中國）（1651 HK，買入）**有利。此外, 我們相信高質注塑機的需求也將會提升, 有利積極推行工廠的數字化與自動化改造的**海天國際（1882 HK，未評級）**。

一帶一路

❖ “推進‘一帶一路’國際合作。堅持共商共建共享，落實‘一帶一路’國際合作高峰論壇成果。推動國際大通道建設，深化沿綫大通關合作。擴大國際產能合作，帶動中國製造和中國服務走出去。 優化對外投資結構。”

❖ 此外，根據商務部，2017 年，中國與“一帶一路”相關國家進出口總額 1.1 萬億美元，增長 14.8%，高于全國外貿總體增速 3.4 個百分點，相關國家和地區貿易便利化水平不斷提高。對“一帶一路”沿綫國家直接投資額 144 億美元，涉及農業、製造業、基礎設施等諸多領域。一批鐵路、公路、港口等基礎設施相繼建成，一批能源、資源合作項目順利推進，一批製造業項目竣工投產。中國在“一帶一路”相關國家已經建設了 75 個境外經貿合作區，累計投資 270 多億美元。和 24 個國家或地區簽署了 16 個自由貿易協定。對“一帶一路”沿綫國家完成營業額 855 億美元，增長 12.6%，占對外承包工程業務完成營業額比重爲 50.7%。

❖ **招銀國際觀點**：我們相信工程機械及設備製造商將繼續受惠于中國持續推進的一帶一路倡議，例如**中聯重科（1157 HK，未評級）**現時已在中亞、印巴以及泰國等地設立工業區或生產基地。**三一國際(631 HK，未評級）**的煤機及港口機械早已進占全球市場，當中包括一帶一路沿綫地區。**重汽（香港）（3808 HK，買入）**也在加大非洲及東南亞等地區的銷售, 幷且希望進一步提升出口比例。此外，**興達國際（1899 HK，買入）**現時在泰國興建生產綫，有助進一步開拓東南亞市場。

隋曉萌
（銀行及證券行業）
電話: (852) 3761 8775
郵件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

銀行及證券行業相關政策解讀

穩步降杠杆，激活優化存量

積極推進市場化債轉股

❖ 2018 年政府工作報告將“防風險、控杠杆”列爲三大攻堅戰之首，幷提到，要“加快市場化法治化債轉股和企業兼幷重組。”

❖ 3 月 12 日，中國銀監會副主席王兆星被問及市場化債轉股問題時表示，各部門目前正在完善相關配套設施，相信下一步市場化債轉股進程會進一步加快，幷希望債轉股實施機構盡可能多元化，資本和資金來源也要盡可能多元化，幷提到只要符合條件，即使是非銀行機構，也可參與到市場化債轉股的進程中。

招銀國際點評：市場化債轉股自 2016 年 10 月啓動以來，取得一定進展，五大國有銀行已分別成立專門的資產管理公司，運營債轉股相關業務。有報告指簽約項目金額已超萬億元人民幣，但實際落地比例不足兩成。今年初，發改委聯合多部委發布《關于市場化銀行債權轉股權實施中有關具體政策問題的通知》，被市場視爲市場化債轉股“鬆綁”的信號，包括對“股債結合”方式的認可、拓寬資金來源（如私募股權基金）和實施對象範圍（各種所有制企業）、增加納入債轉股的債券類型（非銀行債權）、允許轉股形式創新（如發行股權類融資工具、轉優先股）等。

鑒于國家對于降低宏觀杠杆率的决心，我們預期市場化債轉股將會加速。目前債轉股的主體爲央企和國企，相信已成立資管公司的五大國有銀行仍將在這其中扮演最重要的角色。不過，由于本輪市場化債轉股的實施方式仍不够明確，且個案性質較强，因此其對實施主體的影響仍有待觀察。

降低撥備覆蓋率監管標準

❖ 銀監會在兩會前夕下發《關于調整商業銀行貸款損失準備監管要求的通知》，按照“同質同類、一行一策”的原則，依據各家銀行在貸款分類準確性、處置不良貸款主動性及資本充足性方面的表現，可將撥備覆蓋率調整至 120%~150%，撥貸比調整至 1.5%~2.5%。銀監會指出，此舉旨在督促商業銀行加大不良處置力度，真實反映資產質量，爲服務供給側改革、支持實體經濟發展騰出更多信貸額度。

招銀國際點評：我們認爲，銀監會本次調降撥備覆蓋率采取了對商業銀行進行分類和精細化管理的方式，體現了監管政策强調“差异化、差別化”的趨勢。原則上，在三個參考標準方面表現更優的銀行將獲得更大的監管標準下調空間，在目前中性偏緊的貨幣政策下，能够通過加大核銷和處置騰出更多信貸額度，這也符合監管引導資金服務實體經濟的方向。

監管標準的適度下調幷不意味著監管放鬆，同時我們也不認爲有望獲得下調資格的銀行將大幅降低其撥備覆蓋率，原因在于 1）目前優質銀行處于資產質量漸趨穩定、盈利回升通道，撥備覆蓋率逐步提升，符合撥備“以豐補歉”的逆周期特性，2）IFRS 9 的實施將撥備的計提標準由“已發生”改爲“預期”，對于 H 股上市而言，將增加銀行對撥備的計提，3）從《通知》中就實際撥備覆蓋率低于 150%的銀行在處置因此多增的利潤上的限制，也間接體現了監管的態度，即降低標準的是希望加大核銷而非減少計提幷借此做高利潤。

我們根據銀監會給出的量化衡量標準，幷結合 H 股上市銀行 2017 年中期及三季報（部分銀行未披露）數據進行測算，結果顯示，政策最主要的受惠者是國有大行及龍頭股份行。我們認爲這一政策的信號意義大于實質影響，主要是不良確認準確、處置力度較大而資產質量壓力減小的銀行毋需額外維持較高的覆蓋撥備率。

圖 34：撥備覆蓋率標準可下調測算

	拨备覆盖率可下调至		
	120%	130%	140%
公司名称	中国银行（3988 HK） 招商银行（3968 HK）	工商银行（1398 HK） 农业银行（1288 HK）	建设银行（939 HK） 交通银行（3328 HK） 邮储银行（1658 HK） 中信银行（998 HK） 光大银行（6818 HK） 徽商银行（3698 HK） 天津银行（1578 HK）

資料來源：中國銀監會、各銀行定期報告、招銀國際證券

推廣普惠金融

❖ 2018 年政府工作報告中多次提及普惠金融的推廣，“改革完善金融服務體系，支持金融機構擴展普惠金融業務，規範發展地方性中小金融機構，著力解決小微企業融資難、融資貴問題。”“疏通貨幣政策傳導渠道，用好差別化準備金、差异化信貸等政策，引導資金更多投向小微企業、‘三農’和貧困地區，更好服務實體經濟。”

❖ 3 月 19 日，銀監會網站公布，爲配合國家的鄉村振興戰略、打好脱貧攻堅戰，以及聚焦小微金融服務薄弱環節、推動其高質量發展，已在近期印發《關于做好 2018 年三農和扶貧金融服務工作的通知》和《關于 2018 年推動銀行業小微企業金融服務高質量發展的通知》，對這兩類業務的發展把目標進行了進一步明確和細化，其中要點包括：

三農和扶貧：1）在涉農貸款餘額持續增長基礎上，力爭普惠性農戶經營性貸款和普惠型涉農小微企業貸款增速總體不低于各項貸款平均增速，2）扶貧小額信貸和精准産業扶貧貸款總體高于各項貸款平均增速；3）對符合條件、建檔立卡貧困戶的小額貸款需求能貸盡貸；4）涉農、精准扶貧貸款不良率高出自身各項貸款不良率年度目標 2 個百分點及以內的，可不作爲銀行內部考核評價的扣分因素等。

小微：在維持現有“三個不低于”基礎上，重點針對單戶授信 1000 萬元人民幣及以下的小微貸款提出“兩增兩控”新目標，“兩增”即該類貸款同比增速不低于各項貸款同比增速、貸款戶數不低于上年同期；“兩控”即合理控制其資産質量和綜合成本。

招銀國際點評：去年，在國務院推動下，國有大型商業銀行已完成了普惠金融事業部的建立；9 月底，央行公布了基于普惠金融業務的定向降准政策。國家從政策層面以“差异化、差別化”方式調節流動性、引導信貸投向的趨勢愈發明顯。普惠金融涉及的商業銀行範圍較廣，既包括政策執行排頭兵的國有大行，也包括服務當地經濟的城商行、農商行等，這其中可關注涉農業務較强的大型銀行如**農業銀行（1288 HK，未評級）**和**郵儲銀行（1658 HK，未評級）**，優質農商行**重慶農商行（3618 HK，未評級）**，及以服務小微企業爲特色的**民生銀行（1988 HK，未評級）**。儘管普惠金融在收益方面或對銀行業績幷不具有正面提振作用，但政府對普惠金融推廣力度的加大，不排除後續仍有差异化政策出臺，鼓勵和支持普惠金融業務領先的銀行。

金融業對外開放

❖ 2018 年政府工作報告中提到，要“推動形成全面開放新格局”，其中包括“放寬或取消銀行、證券、基金管理、期貨、金融資産管理公司等外資股比限制，統一中外資銀行市場准入標準。”

- 3 月 9 日，央行行長周小川在“金融改革與發展”記者會上表示，過去幾年的“滬港通”、“深港通”、“債券通”等都是金融市場上的對外開放，“意味著中國在貨幣可兌換方面逐漸邁出堅實穩定的步伐。預計這種開放的趨勢還會繼續加大。”央行副行長易綱强調了對外開放中嚴控風險的重要性，“放寬或取消外資一些股比限制。實際上這是體現了內外資一視同仁，這幷不意味著放鬆監管。”

- 自去年全國金融工作會議後，我國金融行業對外開放的方向和政策逐步明確和細化。相關內容寫入十九大報告，國務院也印發文件，要求明確部分行業的對外開放時間表和路綫圖。在去年 11 月美國總統特朗普訪華時，中方做出了一系列針對金融領域對外開放的承諾，而此次將具體開放形式寫入政府報告，意味著相關舉措最快在年內有望落地。

證券業對外開放

- 就在政府工作報告發布數日後，證券行業即有所動作。在 3 月 9 日的例會上，證監會公布，將對《外資參股證券公司設立規則》進行修訂，擬更名爲《外商投資證券公司管理辦法（徵求意見稿）》（下稱“徵求意見稿”），幷向社會公開徵求意見，在得到反饋後將儘快修改幷發布實施。

  此次徵求意見稿的修訂主要涉及以下幾個方面：

  1. 放開外商持股比例上限：包括參與度可由“參股”上升至“控股”、放寬單一境外投資者及全部境外投資者持有上市證券公司股份的比例上限；

  2. 放寬業務准入範圍：從過去的三項業務逐步放寬至其他業務範疇；

  3. 完善對境外股東的要求條件：增加要求境外股東必須爲金融機構，且具有國際聲譽、擁有位于國際前列的經營業績以及高水平的信用狀況等；

  4. 新增對于實際控制人變更對外資持股情況影響的政策。

圖 35：中國證監會對外商投資證券公司相關辦法的修訂

#	更改	《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》	《外资参股证券公司设立规则》
1	允许外资控股合资证券公司	合资证券公司的境内股东条件与其他证券公司的股东条件一致；外资“由参转控”，更改《办法》名称	境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例，累计（直接持有和间接控制）不得超过49%；至少有1名境内股东的持股比例或在外资参股证券公司中拥有的权益比例不低于49%。
2	逐步放开合资证券公司业务范围	允许新设合资证券公司根据自身情况，依法有序申请证券业务，初始业务范围需与控股股东、第一大股东的证券业务经验相匹配。	可经营业务范围：股票（人民币普通股、外资股）和债券（政府债、公司债）的承销与保荐；外资股的经纪；债券（政府债券、公司债券）的经纪和自营；证监会批准的其他业务。
3	统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例	将全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例调整为“不超过我国证券业对外开放所作的承诺”。	全部境外投资者持有（直接持有和间接控制）上市内资证券公司股份的比例不得超过25%。
4	放宽单个境外投资者持有上市证券公司股份的比例限制	通过证券交易所的证券交易或者协议收购方式，单个境外投资者持有或通过协议、其他安排与他人共同持有上市证券公司已发行的股份比例不得超过30%。	单个境外投资者持有（直接持有和间接控制）上市内资证券公司股份的比例不得超过20%。
5	完善境外股东条件	境外股东须为金融机构，且具有良好的国际声誉和经营业绩，近3年业务规模、收入、利润居于国际前列，近3年长期信用均保持在高水平。	所在国家或者地区具有完善的证券法律和监管制度，已与中国证监会或者中国证监会认可的机构签定证券监管合作谅解备忘录，并保持着有效的监管合作关系；所在国家或者地区合法成立，至少有1名是具有合法的金融业务经营资格的机构；境外股东自参股之日起3年内不得转让所持有的外资参股证券公司股权；持续经营5年以上，近3年未受到所在国家或者地区监管机构或者行政、司法机关的重大处罚；近3年各项财务指标符合所在国家或者地区法律的规定和监管机构的要求；具有完善的内部控制制度；具有良好的声誉和经营业绩；中国证监会规定的其他审慎性条件。
6	明确境内股东的实际控制人身份变更导致内资证券公司性质变更相关政策		

资料來源：中國證監會、招銀國際證券

招銀國際點評：若方案最終落實，我們認爲，已以非控股股東身份參股中國證券公司的外資金融機構，將最有可能透過增加持股比例而率先控股境內證券公司。根據公開信息，現時國內共有 6 家中外（不含港澳臺）合資的證券公司，包括：瑞銀證券（24.99%）、高盛高華證券（33.3%）、東方花旗證券（33.3%）、摩根士丹利華鑫證券（49.0%）、中德證券（33.3%）和瑞信方正證券（33.3%）（括號中爲外資持股比例）。而摩根士丹利及瑞銀在去年 11 月財政部公布將放開控股權予外資後，都曾表示有意增加其在中國境內證券公司的持股比例。而對于尚未參股、希望借助此次開放契機進入我國市場的外資金融機構而言，從難易程度和經濟性上考慮，中小型的境內證券公司更有可能成爲他們的標的。

就業務範疇而言，此前，外資參股的境內證券公司可經營的業務範圍有限，特別是在我國證券行業最主要的收入來源——經紀業務方面受到限制較大。因此，大部分合資證券公司最主要的業務爲投行業務，且整體規模較小，盈利能力和競爭力較弱。但在業務範圍放寬之後，我們認爲這一情況將得到改善。合資券商的收入將更趨多元化，特別是在外資金融機構具有先進經驗和優勢的機構類業務、高淨值客戶業務等方面，將有機會有更大作爲。

此次徵求意見稿中完善了對外資股東的條件，要求其在國際上具有一定水平的聲譽、經驗、業績與信用，這對于爲我國證券行業引入高質量的境外參與者、引進國際先進經驗及營運模式、促進市場良性競爭、提升行業整體競爭力和國際化水平等方面，都將起到積極的作用。外資控股境內券商的誕生，一定程度上將影響市場的競爭格局，不過，業務的培育與發展需要時間，同時外資金融機構對我國股票市場特別是經紀業務也需要更深入的理解，而我國優秀、成熟的大型券商已經建立起了較高的業務壁壘，預計外資持股比例的增加，短期內不會對境內行業龍頭造成重大衝擊。

對外開放包含兩層含義，除本次徵求意見稿涉及的“引進來”外，還有“走出去”的一面。去年 11 月在中美領導人會晤期間，中方特別提出要求美方推動**中金公司（3908 HK，買入）**獨立在美申請相關金融業務牌照的進程，意味著中金或將在未來我國證券業對外開放進程中持續發揮先頭作用。

銀行業對外開放

在財政部去年 11 月公布要“取消中資銀行和金融資產管理公司外資單一持股不超過 20%、合計持股不超過 25%的限制，實施內外一致的銀行業股權投資比例規則”後，銀監會曾表示，此次政策調整的核心是在銀行業股權投資比例管理方面實施國民待遇。未來的對外開放政策方向主要有三：1）放寬外國銀行商業存在形式，2）擴大外資銀行業務經營空間，包括取消外資銀行人民幣業務等待期，支持外國銀行分行從事政府債券相關業務、放寬外國銀行分行從事人民幣零售存款要求等，以及 3）調整外國銀行分行營運資金管理要求和監管考核方式。

今年 2 月，銀監會修訂了《外資銀行行政許可事項實施辦法》，爲外資法人銀行開展對銀行業金融機構股權投資提供法律依據、簡化行政許可程序、統一中外資銀行市場准入標準等。本次兩會期間并未專門針對銀行業對外開放提出新的政策，但會議再度確認了對外開放的必要性，而銀行業的開放從去年下半年開始進入加速期，相信今年內將有更多細節出臺落實。

外資對中資銀行的股權投資主體主要爲外資銀行，近幾年整體的持股規模呈縮小態勢。對于外資銀行來說，本輪對外開放是一個重新進入中國銀行業的機遇。從過往投資案例來看，股權投資對象以優質城商行居多，未來相信這樣的趨勢也將會持續；對于大型商業銀行來講，由于其自身體量龐大，相信不易受到外資帶來的衝擊。

高質量發展多層次資本市場，提高股權融資占比

❖ 2018 年政府工作報告中總結過去五年工作時提到，“積極穩妥去杠杆，控制債務規模，增加股權融資”，而對于未來發展，亦多次提及發展多層次資本市場、提升直接融資占比的重要性，“深化多層次資本市場改革，推動債券、期貨市場發展。”“提高直接融資特別是股權融資比重。”

招銀國際點評：去年的全國金融工作會議、十九大報告及本次的政府工作報告中都屢次提到要大力發展多層次資本市場，特別是直接融資；而本次又著重提到要提升股權融資的占比。目前 A 股 IPO 恢復常態化，但過會率大幅下降，顯示監管部門對于首發上市公司的要求趨嚴。而再融資市場在新規實施之後，也逐漸優化結構、趨于規範。在這種背景下，我們認爲擁有優質客戶資源、業務合規性高、投行業務實力强且經驗豐富的行業龍頭證券公司，如**中信證券（6030 HK，買入）、廣發證券（1776 HK，持有）、中信建投（6066 HK，買入）、中金公司（3908 HK，買入）**等將迎來更好的發展契機。

胡永匡
（消費行業）
電話: (852) 3761 8776
郵件: walterwoo@cmbi.com.hk

消費行業相關政策解讀

中國經濟由高速增長轉向高質量發展，消費和服務業貢獻增加

中國經濟由高速增長轉向高質量發展，消費和服務業的貢獻在增加。在 2018 的政府工作報告中，李克强總理回顧結了過去五年的成果，消費行業的貢獻率由 2012 年的 54.9%提高到 2017 年的 58.8%，服務業比重亦從 45.3%上升到 51.6%，成爲經濟增長主動力。而且即使經濟發展重點已由高速增長轉移至高質量增長的情況下，我國居民收入仍然年均增長 7.4%，超過經濟增速，社會消費品零售總額年均增長 11.3%，網上零售額更達年均增長 30%以上，可見經濟增長已實現由主要依靠投資、出口拉動轉向以靠消費、投資、出口協同拉動。

我們認爲未來一年積極擴大消費是仍然是一個重點發展的主題

去年十九大時中央政府提出了改善民生和促進消費的主要理念，包括：

1） **解决**人民日益增長的美好生活需要和**發展不平衡不充分**之間**的矛盾**，全面推進精准脫貧，縮小城鄉區域發展，收入分配和居民生活水平差距；

2）令人民生活更爲寬裕，中等收入群體比例明顯提高，**全面建成小康社會**；

3）**加大民生投入**，解决群衆在就業、教育、醫療、居住、養老、文化內容、體育服務供給等方方面面的問題；

4） **消費升級、產業升級，深化供給側結構性改革**。建設現代化經濟體系，加快發展先進製造業，推動互聯網、大數據、人工智能和實體經濟深度融合，在中高端消費、創新引領、現代供應鏈等領域培育新增長點、形成新動能。

而今年 3 月爲貫徹十九大的理念,在兩會中提到許多實際施政建議，包括：

1）提高就業質量和人民收入水平，縮小收入分配差距

1.1 提高人民收入水平

兩會當中提到措施包括 1）合理調整社會最低工資標準，2）完善機關事業單位工資和津補貼制度，向艱苦地區，特殊崗位傾斜，3）繼續提高退休人員基本養老金，和城鄉居民基礎養老金。我們認爲中高收入人士的收入增長更容易受惠于社會創新事業的發展，所以爲了保障及改善其他人民的發展不平衡不充分的矛盾，以縮小居民生活水平差距，政策主要都是偏向于扶植低下階層的。

1.2 改革個人所得稅

重點措施包括提高個人所得稅起征點，這是相當重要的議題，以往已有七年沒有提高這個水平，現在這個時間點也是非常合適的，因爲社會零售銷售增速在同期也一直下滑，在 2018 年應有望加速。城鎮和農村人均收入在 2016 年時比 2011 年共增長了 43%/56%，但起征點却只停留在 3500 元，如今假若能把標準提上 8,000 至 10,000 元人民幣，可有效減低低收入人士的負擔，增加他們實際收入超過 20-30%，可以大大改善生活水平。

1.3 改善就業

對比 2017 年的政府工作報告，其實新增了一個新的指標，就是“城鎮調查失業率 5.5%要在以內”，以往只有“城鎮登記失業率 4.5%以內”，我們認爲這個更符合實際情況的要求，更有效改善實際就業。

1.4 精准脫貧，改善民生

對于扶貧，兩會中亦指出，今年要在減少農村貧困人口 1000 萬人以上，完成易地扶貧遷移 280 萬人。同樣地，爲了解決居民生活和收入，縮小城鄉區域發展的差距，絕對需要加大脫貧的力度和精准度。

2）堅持實施區域協調發展和新型城鎮化戰略，著力推動平衡發展

2.1 扎實推進區域發展政策，實施重點城市群規劃

其中一個推動平衡發展的辦法，就是推動城市群的發展，近年所出臺的 1）京津冀協同發展、2）長江經濟帶發展、3）粵港澳大灣區發展計劃，都是希望從以往單一城市規劃，轉移至城市群的規劃，希望疏導一部份城市的容納壓力，以及再制定西部大開發新的指導意見和推動中部地區崛起，把各地比較優勢和潛力充分發揮出來，去縮小城鄉區域發展差距。

2.2 促進大中小城市和小城鎮協調發展

推動平衡發展的另一個重點政策，就是在絕大多數城市放寬落戶制度，解決戶口問題，居住證全面實施，以及城鎮基本公共服務向常住人口覆蓋，我們認爲，可有效將人才，工人，勞動力引流至更需要發展的地區，令城鄉區域發展協調性顯著增强。

2.3 提高新型城鎮化質量

在會中提到，今年再進城落戶 1,300 萬人，加快農業轉移人口市民化；優先發展公共交通；健全菜市場、停車場等便民服務措施；有序推進“城中村”、老舊小區改造，完善配套設施，鼓勵有條件的加裝電梯。這些設施我們認爲，都可幫助更多城市的城鎮化，帶來更便捷的體驗，幷最終拉動消費。

3）推進消費升級，發展消費新業態、新模式

3.1 運用新技術、新業態、新模式，大力改造提升傳統產業。

在會中亦提到，國家要發展壯大新動能，做大做强新興產業集群，實施大數據發展行動、加强新一代人工智能研發應用、在多領域推進“互聯網+”、發展智能產業、拓展智能生活、推動網購和快遞健康發展等等。我們認爲國家其實是很歡迎科技發展，及應用，例如大數據、人工智能、在綫綫下互聯互通、智能化等等，各種各樣的新技術，去推動，改造及提升傳統產業，帶來更多的經濟增長。

3.2 推動全域旅游和合理化消費品價格

會中亦有提到需要創建全域旅游示範區，降低重點國有景區門票價格。自從 2017 年工作報告首次寫入“全域旅游”之後，是標志著國家的旅游需求從“景點旅游”過度至“全域旅游”，代表從景點、景區、飯店、賓館，發展至個人自助游、自駕游爲主的現代旅游模式。另外，其實在全國各地，很多不同的國有旅游景點的平均門票價格都略爲偏高，合理降價，可令更多人民享受旅游的樂趣，間接拉動旅游需求和消費。

3.3 加强維護消費者權益

在這方面亦提到，創新食品和藥品的監管方式，注重用互聯網、大數據等提升監管效能，加快實現全程留痕、信息可追溯，讓問題產品無處藏身、不法制售者難逃法網，讓消費者買得放心、食得安全。對各類侵害消費者權益的行爲，要依法懲處、絕不姑息。國家在 2017 年初，亦推出了“十三五”市場監管規劃的通知，把維護消費者權益放在市場監管的核心位置，幷强調要推動全國範圍內展開放心消費創建活動，以提高消費環境安全度，經營者誠信度和消費者滿意度，我們認爲，這措施在中長綫可幫助國產品牌建立更好的名聲和口碑，在未來去搶占更多市場份額。

3.4 進一步減輕企業稅負

在減輕企業負擔方面，就有提到改革完善增值稅，按照三檔幷兩檔方向調整稅率水平，重點降低製造業、交通運輸等行業稅率。我們認爲降低製造業的稅務負擔，可令他們有更多資本去提升製造和產品質量，間接提升消費者的權益。

4）供給則結構優化，爲消費者提供更多選擇，支持社會力量，增加醫療、養老、文化、教育、體育服務等供給

4.1 爲消費者提供更多選擇

積極擴大進口，辦好首屆中國國際進口博覽會，下調汽車、部分日用消費品等進口關稅。要以更大力度的市場開放，促進產業升級和貿易平衡發展，爲消費者提供更多選擇。繼續放鬆外國企業產品進入中國的條件，可有效帶來競爭，提升國內品牌和企業的質素，令廣大消費者有更多選擇及更好的服務，同時，亦可吸引海外消費回流，推動國內消費增長，最終帶動經濟增長。

4.2 增加各類服務設施的供給

會中亦有提到，要做好北京冬奧委會、冬殘奧委會等籌辦工作，多渠道增加全民健身場所和設施。幷且深入推進教育、文化、體育等改革，充分釋放社會領域巨大發展潛力。我們認爲，把資源引導投資至適合的行業，形成供給側結構優化，配合和推動需求擴大，將可帶來良性的循環，投入更多的資源去提升教育質素，增加文化內容和產出，建設體育設施和活動等等都可對消費起正面的作用，長遠帶來更大的需求。

在這個框架之下，我們比較看好會受惠的主題是

1）二三四綫或以下城市覆蓋率較高的公司

中下階層收入者受惠于政策（如個人所得稅起征點提高）支持，未來增長應可加速，消費力亦會有所提升，另外配合小城市發展受惠政策引流（如放寬落戶制度），我們相信三四綫城市的消費增長會頗大的利好。二三四綫或以下城市覆蓋率較高的受惠目標有：**安踏體育（2020 HK，買入）、李寧（2331 HK）、特步（1368 HK）、都市麗人（2298 HK，買入）、利郎（1234 HK）**。

2）高端的國內品牌和高質素的海外品牌

人民收入有所提升後，對生活水平的要求應會有所提高，在日常生活中，會追求更多品牌產品，而高端的國產品牌，如有推出性價比相當不俗、形象良好的產品將非常適合願意額外付出少量金錢以換取更高質素的產品消費者，有望搶占更多市場份額。另外隨著中國積極擴大進口， 進一步令海外消費回流，擁有海外品牌的國內公司而受惠的目標的有：**呷哺呷哺（520 HK）、頤海國際（1579 HK）、合興（47 HK）、敏華控股（1999 HK）、合生元（1112 HK）、好孩子國際（1086 HK，買入）、安踏體育（2020 HK，買入）、I.T（999 HK）、Prada（1913 HK，買入）**。

3）旅游相關的公司

隨著中國的中產階級崛起，小康社會的建成，人民對旅游的需求亦有所提升，三四綫城市的人民對國內旅游的需求更高，而且每年平均的旅行次數仍然處于國際偏低水平，未來有潜力追趕。主要受惠目標：**錦江酒店（2006 HK）**。

4）電商銷售占比較高和發展快速的公司

國務院在 2017 年中出臺的《進一步擴大和升級信息消費持續釋放內在潜力指導意見》，足以證明國家對科技發展帶動的消費需求和經濟增長非常歡迎，所以電商網購占比較高的公司應可有更好的發展，受惠目標有：**榮威國際（3358 HK，買入）、安踏體育（2020 HK，買入）、李寧（331 HK）、特步（1368 HK）、Giordano（709 HK）**。

圖 36：近年來消費行業的主要政策

Date	Department	Title	Index	Key messages
14-Sep-2017	国务院	《关于完善进出口商品质量安全风险预警和快速反应监管体系切实保护消费者权益的意见》	国发〔2017〕43号	进一步建立健全进出口商品质量安全监管制度，切实维护消费者权益和国门安全，预防和保护社会公众免受质量安全风险伤害，为民生保障与经济发展提供高质量供给
13-Aug-2017	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	国发〔2017〕40号	优化信息消费环境，进一步加大网络提速降费力度，积极拓展信息消费新产品、新业态、新模式，扩大信息消费覆盖面，加强和改进监管，完善网络安全保障体系，打造信息消费升级版，不断释放人民群众日益增长的消费需求，促进经济社会持续健康发展
14-Feb-2017	国务院	《关于"十三五"国家食品安全规划和"十三五"国家药品安全规划的通知》	国发〔2017〕12号	尊重食品安全客观规律，坚持源头治理、标本兼治，确保人民群众"舌尖上的安全，全面建立严密高效，切实提高食品安全监管水平和能力，增强食品安全监管的统一性与专业性，
12-Jan-2017	国务院	《关于"十三五"市场监管规划的通知》	国发〔2017〕6号	维护消费者权益放在市场监管的核心位置，并强调要推动在全国范围内开展放心消费创建活动，提高消费环境安全度、经营者诚信度和消费者满意度。
30-Dec-2016	国务院	《国家人口发展规划（2016—2030年）》	国发〔2016〕87号	以促进人口均衡发展为主线，坚持计划生育基本国策，鼓励按政策生育，充分发挥全面两孩政策效应，综合施策，创造有利于发展的人口总量势能、结构红利和素质资本叠加优势，促进人口与经济社会、资源环境协调可持续发展。
7-Dec-2016	国务院	《关于"十三五"旅游业发展规划的通知》	国发〔2016〕70号	十三五"期間我國旅遊業發展要實現四大目标。一是旅遊經濟穩步增長。二是綜合效益顯著提升。三是人民群衆更加滿意。。四是國際影響力大幅提升。
23-Nov-2016	国务院	《"十三五"脱贫攻坚规划》	国发〔2016〕64号	坚持精准扶贫、精准脱贫基本方略，与区域整体开发有机结合，充分发挥政府、市场和社会协同作用，充分调动贫困地区干部群众的内生动力，大力推进实施一批脱贫攻坚工程，加快破解贫困地区区域发展瓶颈制约，不断增强贫困地区和贫困人口自我发展能力，确保与全国同步进入全面小康社会
10-Oct-2016	国务院	《关于激发重点群体活力带动城乡居民增收的实施意见》	国发〔2016〕56号	提高城乡居民收入是全面建成小康社会的重要内容，体现社会主义本质的必然要求。为营造激励奋发向上的公平环境，拓宽就业渠道，促进各类社会群体依靠自身努力和智慧，创造社会财富，共享发展红利，必须进一步深化收入分配制度改革，强化收入分配政策激励导向
1-Jun-2016	国务院	《关于全民健身计划（2016—2020年）的通知》	国发〔2016〕37号	以增强人民体质、提高健康水平为根本目标，以满足人民群众日益增长的多元化体育健身需求为出发点和落脚点，统筹建设全民健身公共服务体系和产业链、生态圈，提升全民健身现代治理能力
19-Nov-2015	国务院	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	国发〔2015〕66号	以传统消费提质升级、新兴消费蓬勃兴起为主要内容的新消费，及其催生的相关产业发展、科技创新、基础设施建设和公共服务等领域的新投资新供给，蕴藏着巨大发展潜力和空间。为更好发挥新消费引领作用，加快培育形成经济发展新供给新动力
2-Oct-2014	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国发〔2014〕46号	部署积极扩大体育产品和服务供给，推动体育产业成为经济转型升级的重要力量，促进群众体育与竞技体育全面发展，加快体育强国建设，不断满足人民群众日益增长的体育需求

資料來源：國務院、招銀國際研究

徐涵博
(保險行業)
電話: (852) 3761 8725
郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

保險行業相關政策解讀

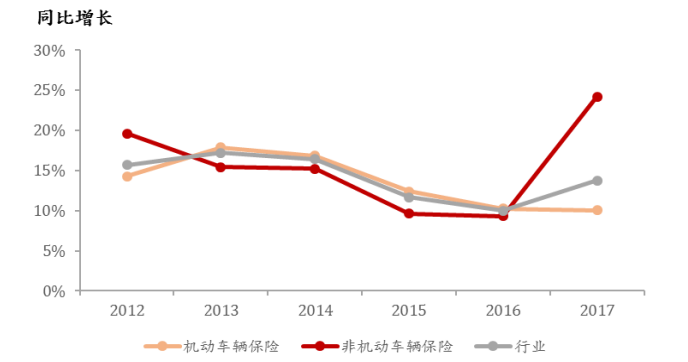
政策支持利好行業發展

3 月 5 日，李克强總理在第十三届全國人民代表大會第一次會議上作政府工作報告。在對 2018 年政府工作的建議中，數次提到保險行業：

❖ **“拓展保險市場的風險保障功能”；“鞏固外貿穩中向好勢頭。擴大出口信用保險覆蓋面”。**

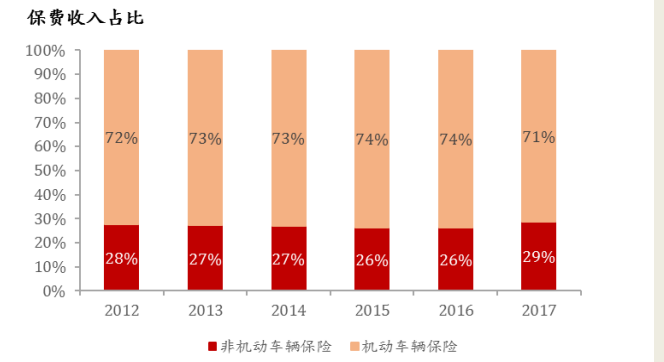
招銀國際點評：利好財產險行業。拓展保險市場的風險保障功能，有望催生出一系列新產品，如爲“一帶一路”沿綫重大項目、技術裝備創新等提供風險保障，爲行業帶來新的增長點。且財產險行業與宏觀經濟相關性較强，若外貿穩中向好，則出口信用保險、工程險等非車業務增速料將提升。

圖 37：財產險公司非車險業務增速隨宏觀經濟復蘇而回升



資料來源：萬得、中國保監會、招銀國際

圖 38：財產險公司非車險業務保費收入占比提升



資料來源：萬得、中國保監會、招銀國際

❖ **“促進外商投資穩定增長。放開外資保險經紀公司經營範圍限制”**

招銀國際點評：與中資保險經紀相比，外資保險經紀在再保險經紀、大型商業保險經紀、國際運輸保險經紀等方面具有較爲豐富的經驗，但目前不得從事個人客戶和中小企業客戶保險經紀。放開限制、引入競爭，不僅有利于經紀公司提升服務，而且有利于保險公司降低成本。特別是放開外資從事個人客戶保險經紀，保險公司一方面可以拓寬銷售渠道、降低自建隊伍成本；另一方面，引進外資經營經驗，將增加保險經紀人市場競爭、降低渠道費用。

❖ **“實施健康中國戰略。創新食品藥品監管方式，注重互聯網、大數據等提升監管效能，加快實現全程留痕、信息可追溯”**

招銀國際點評：領跑科技保險的公司如**衆安在綫（6060 HK，持有）**及**中國平安（2318 HK，未評級）**最受惠。例如**衆安在綫（6060 HK，持有）**旗下衆安科技的“步步鷄”，利用區塊鏈不可篡改的特點，實時記錄鷄隻運動量，確保“步步鷄”的綠色生態養殖。又如**中國平安（2318 HK，未評級）**輸出科技賦能醫療健康生態圈，旗下平安好醫生利用“互聯網+人工智能”，實現跨地域醫療資源即時共享、緩解綫下醫院問診壓力，應對中國醫療痛點。

個稅遞延型養老保險政策基本成型

3 月 8 日，財政部辦公廳主任、新聞發言人歐文漢表示，對個人稅收遞延型商業養老保險試點涉及的相關政策和技術問題，目前已基本形成政策建議。

- **“基本思路是實施遞延納稅政策支持，即由個人自願建立個人養老賬戶，對在規定額度內進入該賬戶的收入，以及在賬戶中投資運營的收益暫不徵稅，其應繳個人所得稅可延期至將來領取養老金時再徵收。”**

  招銀國際點評：個稅遞延型養老保險政策落地，有望將商業養老保險發展帶入快車道，上市壽險公司將受惠。

《保險公司股權管理辦法》出臺

3 月 7 日，中國保監會公布《保險公司股權管理辦法》，自 2018 年 4 月 10 日起施行。修訂後的《辦法》進一步嚴格股東准入：

- 對股權實施分類監管，根據股東持股比例和對保險公司經營管理的影響，將保險公司股東劃分爲控制類（持有保險公司股權 1/3 以上）、戰略類（15%以上，但不足 1/3）、財務Ⅱ類（5%以上，但不足 15%）和財務Ⅰ類（不足 5%）四個類型，幷采取不同的監管標準；

- 明確了各類資本持股比例上限（單一股東持股比例不得超過保險公司注冊資本的 1/3）、投資入股保險公司數量，以及各類股東持股的鎖定期。（注：《辦法》原則上不會對現有保險公司的股權結構進行追溯調整。）

  招銀國際點評：一方面，自 2017 年起，保險牌照發放已基本處于停滯狀態；另一方面，兩次《徵求意見稿》已起到“預防針”作用，有意布局保險行業的互聯網公司等紛紛繞道，申請保險中介或保險代理牌照。因此，我們預計《辦法》出臺後，不會對保險行業造成劇烈擾動。相反，隨著股權管理監管細則明確成文，相信牌照發放會逐步恢復。長遠而言，嚴監管利好行業健康穩定發展。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大厦 45 &46 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認爲可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。