

经济逆风下的政策组合拳

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002
☎️ : 021-64718888-1308
✉️ : sunfu@stocke.com.cn

关注: 9月4日国常会对未来宏观政策作出安排, 报告进行解读分析。

投资要点

1, 从经济指标看, 三季度以来宏观经济仍呈现小幅放缓状态, 受以下因素影响, 未来仍承受下行压力: 1) 海外经济疲弱, 各主要发达经济体制造业 PMI 均跌破荣枯线, 呈现收缩状态, 外部需求持续放缓; 2) 中美贸易谈判反复难测, 征税范围和关税幅度在逐渐扩大和提高, 中美贸易遭遇冲击, 进出口增速降幅较为明显。上述两方面因素交织将对出口带来压力, 并抑制出口依存度较高行业的投资意愿, 宏观经济遭遇的逆风有所增强。3) 6月中旬以来, 房地产相关金融政策开始收紧, 伴随“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的定调, 政策有所加码, 预计9月份以后房地产销售和投资增速将会下行。

2, 财政政策

基建投资资金来源=12%*土地出让收入+15%*税收+35%*(非标+债券+PPP)+15%*贷款+23%*地方政府专项债, 在房地产加紧调控、土地出让收入将继续回落, 减税背景下税收收入增速放缓, 非标严控下, 四季度如果无新增专项债做补充, 基建投资较难保持平稳。

9月4日国常会确定加快地方政府专项债券发行使用, 加快地方重大项目建设, 并对专项债资金投向作出限制。未来可提前下达的新增地方债限额最高规模为1.85万亿(一般债5580亿, 专项债12900亿)。预计2019年10-12月每月新增地方专项债发行规模在2000-3000亿元。提前下达地方债额度是积极财政政策在支出方面的表现, 四季度基建投资增速有望保持相对稳定。

2, 货币政策

贷款利率“两轨合一轨”后, 新基准 LPR 利率有所下调(1年期4.25%), 较原来基准利率降了10个BP。从三方面看, 未来一段时间 MLF 和 LPR 利率可能会继续有所下调: 1) 引导实际利率水平下降; 2) 美联储继续降息的预期较强, 可能在9月、12月分别降息25BP; 2) 当前 LPR 与货币市场利率(1年期 SHIBOR) 利差较阔, 可能选择适当压缩。预计央行可能在美联储降息后跟进调降利率, 但考虑到银行不良率上升和净息差压力, 估计每次下调幅度10BP。

如何理解“降准”: 1) 新增专项债的加快发行, 将增加银行配债资金需求, 降准可缓解其对资金面的影响; 2) 新的政策利率框架下, LPR 下降属“单边降息”, 受银行负债结构影响, MLF 利率的调降难于全面缓解银行负债成本, “降准”提供无成本基础流动性利于缓解银行负债端压力, 利于 LPR 实际有效下降。

风险提示: 宏观经济出现超预期变化。

相关报告

报告撰写人: 孙付
数据支持人: 孙付

经济逆风下的政策组合拳

从经济指标看，三季度以来宏观经济仍呈现小幅放缓状态，受以下因素影响，未来仍承受下行压力：1) 海外经济疲弱，各主要发达经济体制造业 PMI 均跌破荣枯线，呈现收缩状态，外部需求持续放缓；2) 中美贸易谈判反复难测，征税范围和关税幅度在逐渐扩大和提高，中美贸易遭遇冲击，进出口增速降幅较为明显。上述两方面因素交织将对出口带来压力，并抑制出口依存度较高行业的投资意愿，宏观经济遭遇的逆风有所增强。3) 6月中旬以来，房地产相关金融政策开始收紧，伴随“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的定调，政策有所加码，预计9月份以后房地产销售和增速将会下行。

经济下行压力仍存，逆周期政策需继续调节以托底。但是，与过往政策调节对冲相比，受经济结构问题（地方隐性债务、房地产过度吸收融资）较为突出制约，**当前政策需要在总量调控下更加注重结构引导和管理**——积极的财政支出融资政策主要在显性、可控方式下实施，避免隐性违规融资无序扩张，并加强资金投向引导，着力于补短板的有关投资；宽松货币条件下，合理充裕流动性环境要避免“脱实向虚”，引导加强对小微、民营实体经济支持，控制对房地产的过度信用投放。

表 1：不同加税规模和税率对出口增速以及 GDP 增速的影响

加税规模	关税税率	出口金额减少(亿美元)	对美出口增速减少	整体出口增速减少	GDP 增速减少
500 亿美元	25%	125	3.2 个百分点	0.6 个百分点	0.2 个百分点
2500 亿美元	25% (500 亿)、10%	325	8.4 个百分点	1.5 个百分点	0.3 个百分点
2500 亿美元	25%	625	16.2 个百分点	3 个百分点	0.6 个百分点
5050 亿美元	25% (500 亿)、10%	580	15.1 个百分点	2.8 个百分点	0.6 个百分点
5050 亿美元	25%	1262.5	32.8 个百分点	6 个百分点	1.1 个百分点
5050 亿美元	25% (2500 亿)、10%	880	22.9 个百分点	4.2 个百分点	0.8 个百分点
5050 亿美元	30% (2500 亿)、15%	1132.5	29.4 个百分点	5.4 个百分点	1 个百分点

资料来源：专题报告“中美贸易谈判波折不断，影响几何”（胡娟、孙付）、浙商证券研究所

财政政策方面：

截止 8 月底，今年新增地方政府债券额度已基本发完，仅剩 1849 亿元。基建投资增速与资金来源关系密切，基于我们对基建投资资金来源的测算研究：**基建投资资金来源=12%*土地出让收入+15%*税收+35%*(非标+债券+PPP)+15%*贷款+23%地方政府专项债**，在房地产加紧调控、土地出让收入将继续回落，减税背景下税收收入增速放缓，非标严控下，四季度若无新增专项债做补充，基建投资较难保持平稳。

“十三届人大常委第七次会议”（2018 年）决议规定国务院可以提前下达新增地方政府债务限额，额度为当年新增地方政府债务限额的 60% 以内。9 月 4 日国常会确定加快地方政府专项债券发行使用，**加快地方重大项目建设，并对专项债资金投向作出限制**，不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目；同时规定以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。

参考今年债务限额（3.08 万亿），未来可提前下达的新增地方债限额最高规模为 1.85 万亿（一般债 5580 亿，专项债 12900 亿）。预计 2019 年 10-12 月每月新增地方专项债发行规模在 2000-3000 亿元。

提前下达地方债额度是积极财政政策在支出方面的表现，四季度基建投资增速有望保持相对稳定。同时，关注专项债作资本金在后续项目中的运用情况。

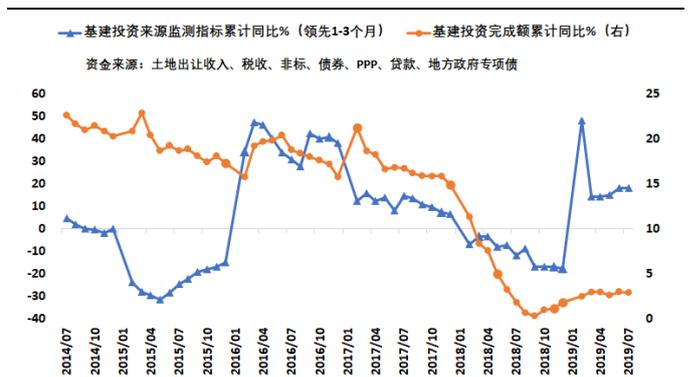
图 1：2019 年新增地方专项债已发和剩余额度（亿元）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

货币政策方面：

图 2：基建投资资金来源与投资增速关系 (%)



资料来源：WIND、浙商证券研究所

贷款利率“两轨合一轨”后，新基准 LPR 利率有所下调（1 年期 4.25%），较原来基准利率降了 10 个 BP。从三方面看，未来一段时间 MLF 和 LPR 利率可能会继续有所下调：1）引导实际利率水平下降；2）美联储继续降息的预期较强，可能在 9 月、12 月分别降息 25BP；2）当前 LPR 与货币市场利率（1 年期 SHIBOR）利差较阔，可能选择适当压缩。预计央行可能在美联储降息后跟进调降利率，但考虑到银行不良率上升和净息差压力，估计每次下调幅度 10BP。

如何理解“降准”：1）新增专项债的加快发行，将增加银行配债资金需求，降准可缓解其对资金面的影响；2）新的政策利率框架下，LPR 下降属“单边降息”，受银行负债结构影响，MLF 利率的调降难于全面缓解银行负债成本，“降准”提供低成本基础流动性利于缓解银行负债端压力，利于 LPR 实际有效下降。

图 3：MLF、LPR 和 SHIBOR（1 年）利率水平



资料来源：WIND、浙商证券研究所

汇率：

近期人民币对美元贬值受两个因素影响。一是欧洲风险事件（硬脱欧）和欧日较差的经济数据导致美元相对走强，各国货币对美元呈现弱势，人民币顺应地对美元贬值；二是中美贸易摩擦出现新的反复。

未来影响人民币汇率的重要因素仍然是美元走势和中美贸易摩擦演化情况。从美国经济动能看，经济边际放缓迹象较为明显，9 月、12 月均可能降息，美元上涨动能会受到抑制，因美元走强而致使人民币明显走弱的力量不大。中美贸易摩擦反复难测，其中经济因素和政治因素相互交织，目前美国继续凭借关税政策施压，人民币汇率将保持相对弱势，但考虑到人民币参考一揽子货币定价，以及需要适当协调与新兴市场经济体货币的关系，后续大幅贬值概率不大。

图 4：汇率：美元兑人民币



资料来源：WIND、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_10333

