

“半暖”时光

——2019年下半年宏观经济展望

宏观中期报告

要点

- ◆ 影响下半年经济形势的两个关键变量是中美贸易冲突和金融周期下行期的“宽财政”。前者因变数太大宜作为判断经济与市场走势的副线，后者则为主线。当前财政扩张主要靠私人部门而非央行融资，政府偿债压力上升。由于土地财政模式依然重要，部分地方政府放松楼市的动机增加，信用扩张一度加速。减税降费改善居民可支配收入和企业盈利，但其杠杆率回升，宽财政对内需的支撑作用可能部分被债务负担所削弱，给下半年带来的是“半暖”时光。
- ◆ 当前“宽财政”主要靠私人部门而不是央行融资，政府部门债务负担加重，财政压力较大的地区放松楼市的动机上升。把央行和财政联合起来看作政府部门，如果财政赤字靠央行融资（铸币税），政府部门的负债就体现为基础货币的增加，偿债压力未相应上升。但当前基础货币继续收缩，财政赤字主要靠私人部门融资，政府部门有息负债增加。2019年5月末各类政府债务期限均较2018年年末缩短，与房地产和土地相关的收入占全国一般性收入和政府性基金收入的比重从2015年的27%升至2018年的34%，土地财政模式依然重要，部分地区放松楼市监管。
- ◆ 在市场对楼市还有信仰的背景下，部分地区楼市回暖支撑信用扩张，私人部门的杠杆率出现回升现象。从信用投向来看，基建是今年上半年信用扩张的一个重要领域，流向制造业的主要是票据和短期贷款，背后可能是上游行业的议价能力提升，延长对下游的应付账款期限，下游企业通过短贷和票据融资来补充现金流。与房地产相关的领域仍然是信用扩张的主力，尽管个人购房贷款余额和开发商贷款余额同比增速有放缓，但仍在17%以上，明显高于金融机构各项贷款余额同比增速，私人部门还本付息与新增信贷的比重居高不下。
- ◆ 减税降费是下半年的重头戏，改善居民收入与企业盈利，不过在杠杆较高而增长面临下行压力的情况下，私人部门可能把节省的资金部分用于还债而非开支。今年个税下降显著，但减税多的家庭也是杠杆相对较高的家庭，企业增值税下调和社保降费力度空前，定价权越强的企业受益越多。2018年税费负担下降中的规模相对偏小的企业，财务费用也相对较高。部分家庭和企业可能会把减税降费节省的资金用来还债而非进行消费或投资。
- ◆ 处于“半暖”时光的经济增速可能小幅下行，开放创新将释放经济增长潜力，市场情绪有改善空间。基准情形下，下半年中美贸易冲突或缓和，货币政策维持偏松态势，消费弱中趋稳，内部有分化，投资总体上小幅回落，全年经济增速或为6.3%左右，人民币兑美元汇率或窄幅波动。我们编制的市场风险规避指数表明A股市场情绪受国内金融条件影响最大，而当前市场情绪并不低落。如果中美贸易摩擦缓和或金融条件大幅改善，市场情绪将出现好转，成长性板块可能表现靠前。风险情形下，如果中美贸易冲突进一步升级，宏观政策（尤其是财政）宽松力度将加大，经济增速和劳动市场表现可能弱于基准情形，人民币兑美元汇率下行压力加大，但大幅贬值可能性较低。
- ◆ 风险提示：全球贸易保护主义大幅升级，导致全球经济超预期下行。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

联系人

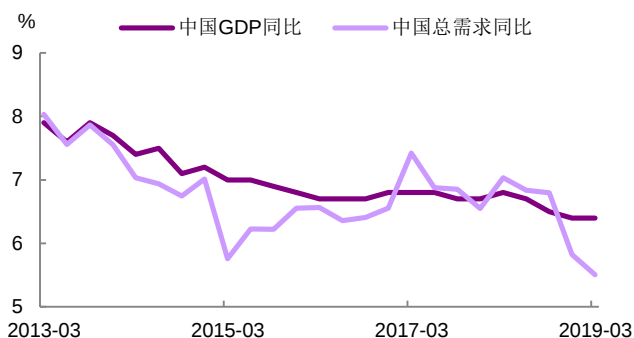
刘政宁
021-52523806
liuzn@ebsecn.com

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsecn.com

起点决定终点？

上半年中国金融周期继续下行，经济平稳增长，股市在春天绽放之后再起涟漪。净出口对经济增长的拉动从去年四季度的 0.5 个百分点上升至今年一季度的 1.5 个百分点，一定程度上或反映需求不足带来的“衰退式顺差”。图 1 中的总需求增速远低于 GDP 增速，表明供过于求的现象在今年一季度比较明显。具体而言，社消疲弱，基建投资小幅提速，制造业投资超预期放缓。不过，房地产投资增速超预期上行，尤其是建安投资表现亮眼（图 2）。

图 1：供大于求的现象明显



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 2：房地产建安投资明显好转



资料来源：Wind，光大证券研究所

展望下半年，宏观经济如何演变，供过于求的态势是否会改观？**房地产投资是否还能继续向好？**从外部来看，近期中美两国贸易关系再起波澜，何时达成贸易协议变数较大，宜作为分析下半年经济与市场走势的副线而非主线。从内部来看，金融周期下行，“宽财政”如期而至，无论狭义还是广义财政赤字率都较去年走阔，基建投资逐步改善。**近 2 万亿元减税降费执行进度加快是下半年的重头戏，是影响宏观经济与市场走势的关键变量和主线。**

财政政策的效果受多个因素的影响。比如，开放度高的经济体的财政扩张会产生较大的“漏出”效应，而经济周期上行时期的“宽财政”会挤占私人部门的资源，包括信贷资源。**但除此之外，还有一个被忽视但又很重要的因素，就是“宽财政”的资金来源。**

“宽财政”的幅度可以用财政赤字（包括预算外的准财政）来刻画，财政赤字要么靠央行融资要么靠非央行部门（即私人部门）融资，即**财政赤字=央行融资的财政赤字+非央行融资的财政赤字**。如果把央行和财政联合起来看作一个整体（政府部门），那么在**财政赤字靠央行融资的情况下（铸币税），政府部门的负债就体现为基础货币的增加，其偿债压力未相应上升。但如果财政赤字靠私人部门融资，政府部门的有息负债增加，政府的偿债压力上升（图 3）。**

图 3：财政扩张的融资方式

(A) 财政赤字靠私人部门融资：

政府部门（央行+财政）资产负债表		私人部门资产负债表	
资产	负债	资产	负债
不变	基础货币 ↓	现金 ↓	不变
	政府债务 ↑	政府债券 ↑	

(B) 财政赤字靠央行融资：

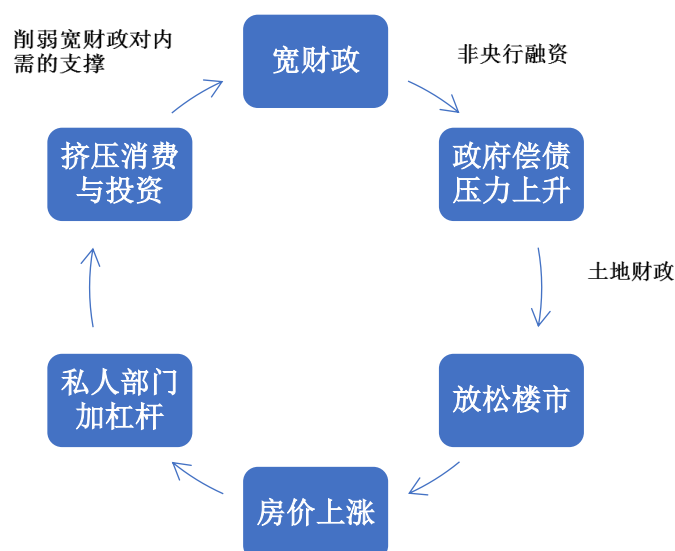
政府部门（央行+财政）资产负债表		私人部门资产负债表	
资产	负债	资产	负债
政府资产 ↑	基础货币 ↑	现金 ↑	净值 ↑

资料来源：光大证券研究所绘制。注，这里将银行准备金归为现金

这两种不同的赤字融资方式对经济增长和资本市场的影响会有较大差别。私人部门对财政赤字融资，政府部门偿债压力上升，在土地财政依然重要的大背景下，这意味着某些地方政府放松楼市管制的动机增加，房价可能上涨，进而导致信用扩张，私人部门的杠杆率上升。信用扩张又会反过来降低央行松货币的必要性，这部分解释了为何今年上半年伴随“宽财政”的是“松信用+紧货币”，而美国金融周期下行早期，伴随“宽财政”的则是“紧信用+松货币”。

减税降费改善家庭可支配收入和企业盈利，不过杠杆率的上升可能弱化其对消费与投资的支撑，因为减税降费中省下来的一部分钱可能被用于还债，而不是增加支出（图 4）。这种情况下，“宽财政”带来的是“半暖”时光。

图 4：起点决定终点？



资料来源：光大证券研究所绘制

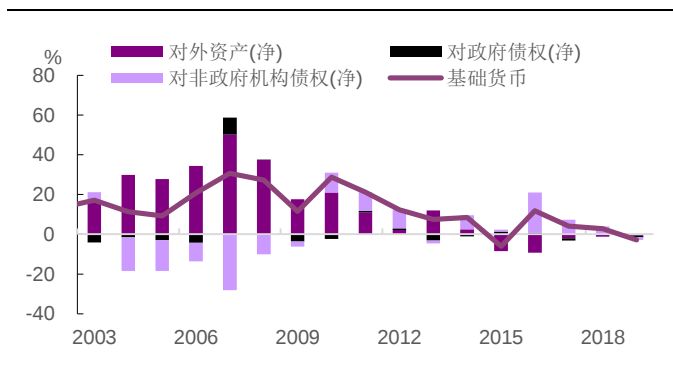
宽财政：从起点到终点

起点：非央行支撑宽财政

这里谈的是广义财政。狭义财政赤字是一般公共预算形成的赤字，是通过举借国债、地方政府一般债形成的赤字，但在实际的操作过程中，决算财政赤字要高于预算财政赤字。¹中义财政赤字是指狭义赤字+政府性基金发行的专项债形成的财政赤字。广义财政赤字是中义财政赤字再加上含城投、政策性银行等准财政行为形成的财政赤字。

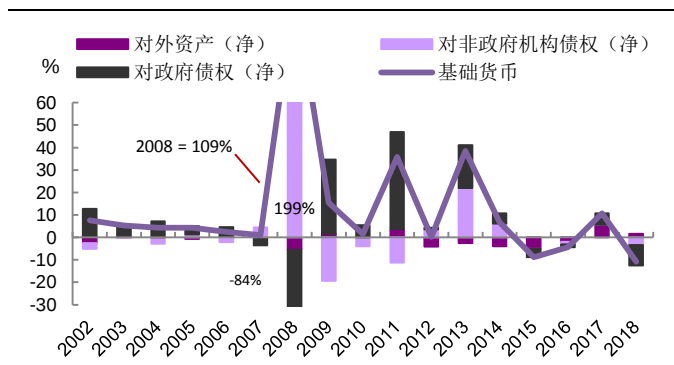
根据我们的估算，今年狭义、中义和广义的财政赤字率或分别达到4.4%、6.6%和9.4%，均较2018年有所上升。而图5表明，今年前4个月基础货币继续收缩，央行对财政赤字的净融资未见增加。与此不同，美国2008年金融周期转向之后，财政扩张很大程度上靠美联储支持，对政府债权是其基础货币扩张的主要原因（图6）。

图5：中国基础货币同比下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2019年4月

图6：美国彼时财政扩张推升基础货币



资料来源：Wind，光大证券研究所

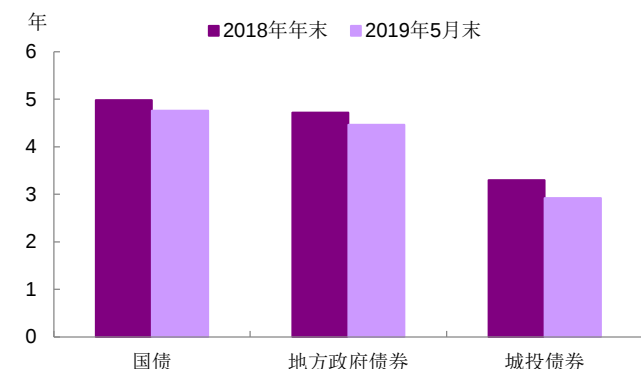
政府部门的偿债压力加大，而政府债务期限缩短加剧了这个负担。如图7所示，截至2019年5月底，国债余额加权期限为4.8年，地方政府债券余额加权期限为4.5年，而城投债余额加权期限仅为2.9年（图7），均比2018年期限缩短，而基础设施的资金回收期限一般很长。

中央政府债务主要靠税收偿还，但从地方政府来看，其债务偿还方式有“借新还旧”、“一般公共预算收入偿还”、“土地出让金偿还”和“通过出售国有资产偿还”。近几年与房地产相关的税收占比下滑²，但土地财政的重要性总体而言有增无减（图8）。在政府偿债压力上升的情况下，部分地区放松楼市的紧迫性增加。2018年下半年以来，部分地区已经通过吸引人口、下调按揭利率、取消土地限价等方式对楼市进行放松。

¹补充赤字的主要包括中央和地方财政从预算稳定调节基金、政府性基金预算调入资金、国有资本经营预算调入资金和地方财政使用结转结余资金。

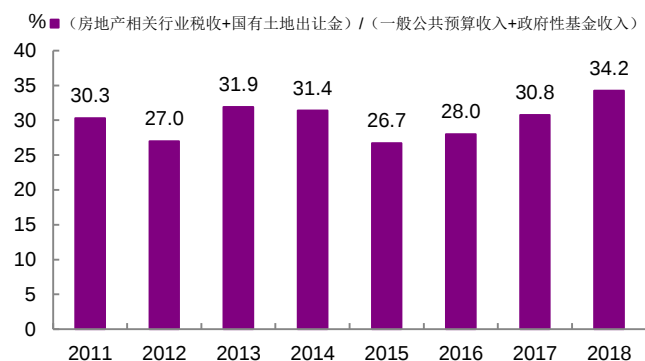
²主要包括契税、房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税，该类税收占比从2015年的16.89%下降至2018年的13.55%。

图 7：政府债务期限缩短



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：土地财政仍然重要

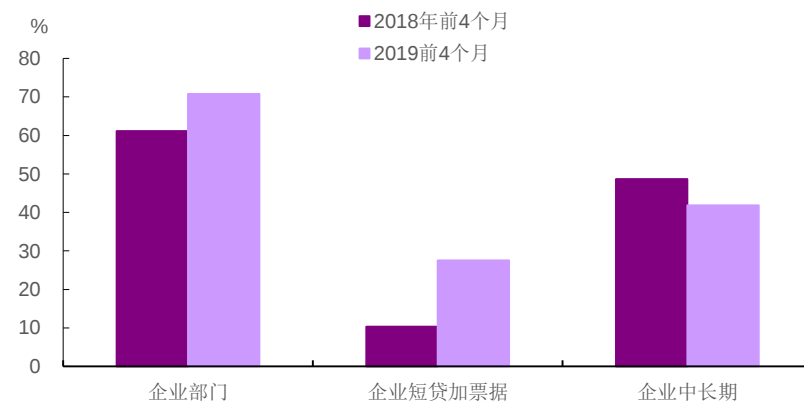


资料来源：Wind，光大证券研究所

中途：宽财政催生松信用？

从信用投向来看，基建是今年信用扩张的一个重要领域，主要包括交运、水利环境、公用事业等行业。一季度债券的净融资量中主要投向了基建，**这是非央行部门支撑宽财政的一个体现。而地产、基建之外的企业（尤其是中下游制造业）信用多为票据和短期贷款**，从1-4月不同期限的人民币贷款占非金融企业总体贷款比重来看，与2018年相比，占比提升最快的就是企业票据和短期贷款（图9）。

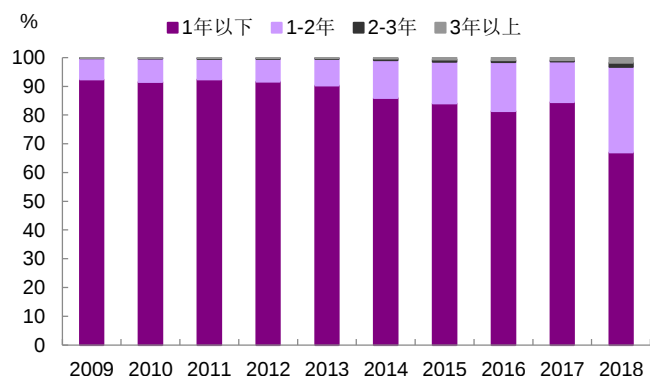
图 9：不同期限的人民币贷款占非金融企业贷款比重



资料来源：Wind，光大证券研究所

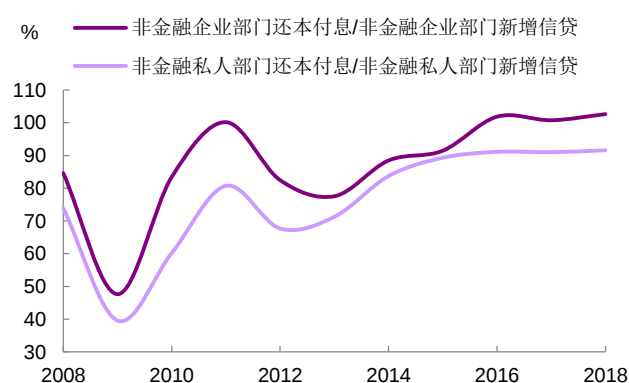
短贷和票据快速提升的一个原因可能是由于前期的供给侧改革导致上游行业集中度上升，上游行业的议价能力提升，对下游的应付账款期限拉长，导致下游企业的应收账款占总资产的比重上升，通过增加短贷和票据融资补充现金流（图10）。**而与房地产相关的领域仍然是信用扩张的主力**。尽管个人购房贷款余额和开发商贷款余额同比均有所放缓，但两者同比增速仍在17%以上，远高于金融机构各项贷款余额同比增速。总体来看，**非金融私人部门还本付息与新增信用比重居高不下（图11）**。

图 10：钢铁、煤炭等限产行业应付款账期拉长



资料来源：Wind，光大证券研究所

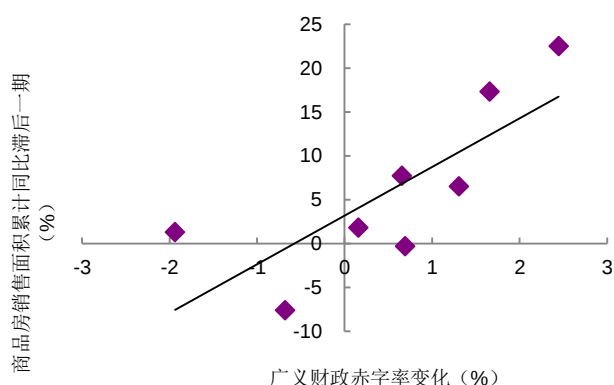
图 11：还本付息比重居高不下



资料来源：Wind，光大证券研究所

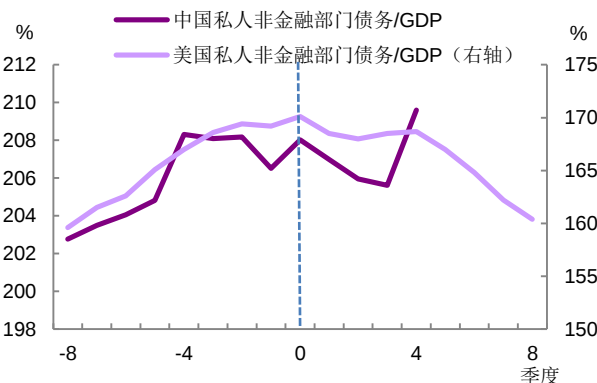
综上所述，政府偿债压力上升，在土地财政依然重要的背景下，管制放松带动部分楼市回暖（图 12）和信用扩张，出现“宽财政”与“松信用”并存，政府和私人部门一起加杠杆（图 13）。与此不同，美国彼时由美联储支撑财政扩张，政府部门加杠杆，私人部门去杠杆。

图 12：广义财政赤字率与楼市成交量



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：统计时间为 2011-2018 年各年。

图 13：中美金融周期转向前后私人部门杠杆率



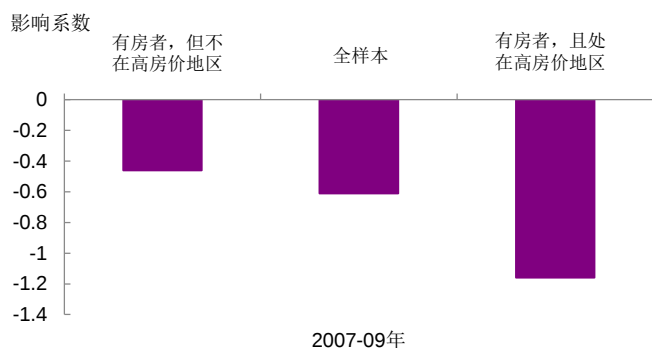
资料来源：Wind，光大证券研究所。

注：横坐标 0 代表金融周期拐点。中国数据的时间段为 2016-2019 年 1 季度，美国数据的时间段为 2006-2010 年。

终点：松信用弱化宽财政效果？

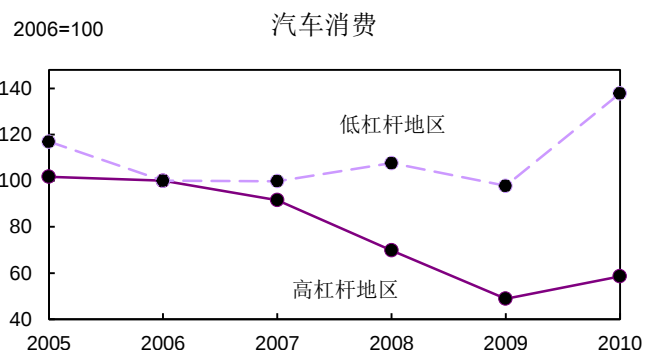
减税降费改善居民的可支配收入，但美国的经验表明，经济下行阶段，高杠杆对消费有抑制，减税对消费的支撑被弱化。当美国房地产泡沫破灭、金融周期进入下半场后，高杠杆家庭的消费受到了更大的抑制，且这一现象在房地产泡沫更大的地区尤为明显（图 14）。从消费品的种类看，汽车等耐用品消费受高杠杆（及后续的去杠杆）的负面影响更大（图 15）。

图 14：次贷危机后美国高杠杆家庭消费受到影响更大



资料来源：Dynan (2012), "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?". 回归的被解释变量为消费变动，解释变量为家庭房贷杠杆率。以全样本为例，房贷杠杆率每上升10%，2007-09年消费累计下降0.6%。

图 15：美国高杠杆地区汽车消费受到的抑制更多

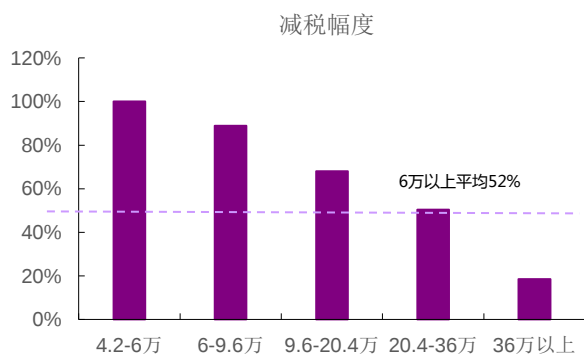


资料来源：Dynan (2012), "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?"

这一现象对中国的消费有何含义呢？2018年10月起，个税起征点由3500上调至5000元，2019年1月起开始实行6项专项附加扣除。今年前4个月个税累计同比下滑30%。我们估计2019年个税的减税规模约在3200-4000亿元。对年个人所得4.2万（月收入3500元）以上的不同收入群体而言，收入越低、减税幅度越高。年收入在4.2-6万的个人，减税幅度高达100%，而36万以上的人群减税幅度则仅有19%（图16）。

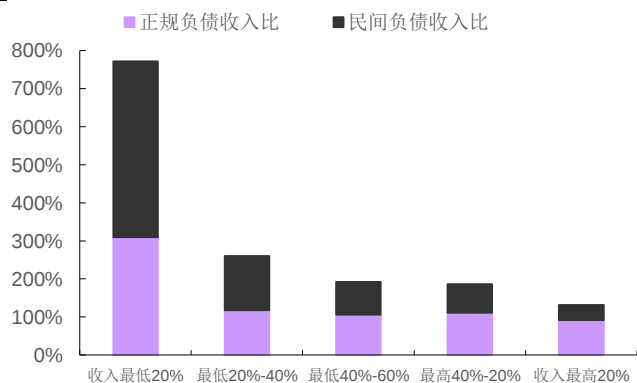
但减税多的家庭似乎也是杠杆相对较高的家庭，部分家庭可能把减税的收入拿来还债而不是用作消费。根据中国家庭金融调查与研究中的数据，收入最低20%的城镇家庭，2017年正规负债收入比为310%，民间负债收入比为462%，家庭总负债超过当年收入的7倍（图17）。

图 16：收入越低，减税越多



资料来源：甘犁，《个税专项扣除比提高起征点更有深意》，2018年10月。

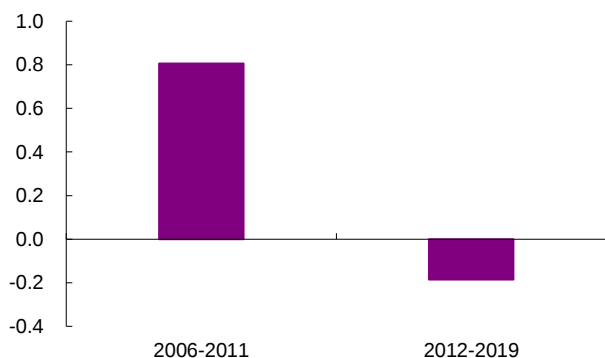
图 17：减税多的人群可能也是杠杆相对较高的人群



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心。注：时间为2017年。

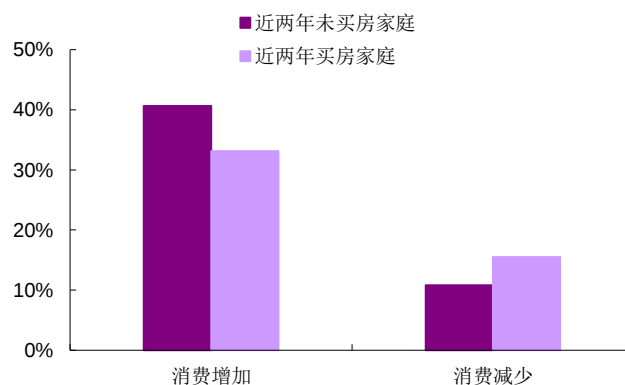
与此同时，虽然楼市回暖短期内对多套房家庭产生财富效应，支撑高端消费，但总体上可能不利于消费。2012 年之前房价与消费正相关，但之后二者呈负相关（图 18）。根据中国家庭金融调查与研究中的数据，相比无房家庭，新购房家庭平均消费低 25%。2019 年一季度的最新数据同样显示，近两年购房的家庭增加消费比例（33%）低于未买房家庭（41%）（图 19）。

图 18: 城镇居民实际人均消费支出与百城房价相关系数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 2019 年一季度新购房家庭增加消费比例更低



资料来源: 中国家庭金融调查与研究中心

从各分类看，2012 年以前，各品类消费金额与房价均为正相关，家电、体育娱乐、汽车排名最靠前。2012 年后，汽车消费尽管仍与房价正相关，但相关性从前期的 0.7 下降到 0.3，房地产产业链的消费品类如家电从 0.8 下降到 0.1 左右，其他大多品类的消费与房价相关性转负（图 20-21）。

图 20: 2006-2011 年各类消费与房价的相关性

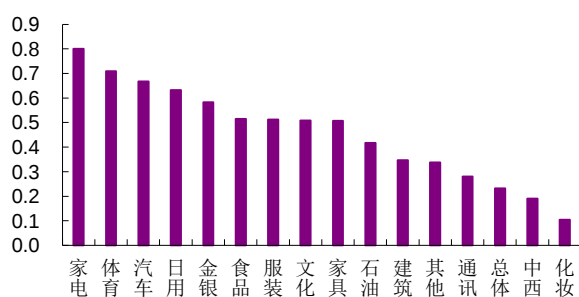
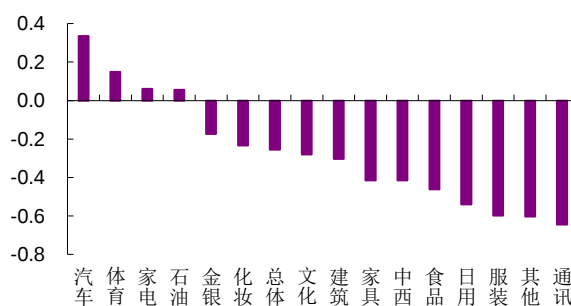


图 21: 2012-2019 年各类消费与房价的相关性



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_12076

