

财政扩张节奏前倾，稳增长效果明显

- **2019年1-4月，财政数据较历史同期首次出现赤字，主要由于财政支出力度加大，同时减税降费导致财政收入减少。**2019年1-4月财政赤字3016亿元，其中财政收入72651亿元，同比增长5.3%，自2月以来持续收窄；财政支出75667亿元，同比15.2%，2月以来持续走扩。从以往年份比较来看，自2000年以来，财政赤字一般出现在下半年，而今年财政赤字的月份提前，意味财政政策节奏明显前倾，对稳定上半年经济增长起到重要作用。**财政收入方面，受减税降费影响，税收收入同比增速下滑，全年财政收入压力较大。**2019年税收收入明显下滑，同比持续收窄。从4月当月同比看，主要税种中除增值税受3月集中开票、4月集中入库导致同比大增外，消费税和企业、个人所得税均明显转负。若以全年19.25万亿元的财政收入预算目标计算，4月以来完成财政收入预算目标的37.7%，减税降费背景下，全年财政收入压力较大，需要通过财政预算四本账（一般公共预算、国有资本经营、政府性基金、社保基金）之间的相互划转来平衡。**财政支出方面，科学技术领域支出同比持续增长，基建领域维持高位但边际上有所减弱。**从财政支出分项上看，科学技术支出同比增速38.5%，前4月累计同比持续上升；交通运输同比增长33.1%，前4月累计同比维持高位，但同比增速趋降；城乡社区事务同比23.3%，同比保持稳定；节能环保同比增长26.6%，同比趋降但整体维持高位。在稳增长的大背景下，财政支出主要集中在基建领域，但增速有所放缓；此外，财政支出中科学技术支出持续上升，表明政府正在加大科技创新支持力度。**未来看，财政收入增速将进一步下滑，同时在预算约束的条件下，财政支出增速也会放缓；但积极财政政策的效果不一定会减弱。**现阶段，财政收入有所支撑的主要原因在于增值税高增，但增值税回升主要由于3月集中开票等技术性因素所致，未来不可持续，今年增值税、个人所得税等减税降费规模大约为2.4万亿元，其中企业为2.0万亿元，居民为4000亿元，减税压力下，财政收入增速将会持续下降。此外，2019年全年安排财政支出预算23.5万亿，1-4月完成预算目标的32%，剩余15.94万亿与去年同期差距不大（同期剩余14.33万亿），因此受制于支出预算约束叠加财政收入减少，财政支出增速也将下滑。不过，减税降费对企业盈利和消费的刺激作用存在一定的滞后影响，下半年减税降费的效果有望得到显现。

- **中观层面，6月生产依然偏弱。**从需求来看，6月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌；100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅收窄；截止5月31日乘用车汽车零售同比跌幅收窄。从生产来看，6月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄；全国高炉开工率均值同比下行。从价格来看，6月以来水泥价格均值上涨，原油和有色价格均值下跌，预计6月PPI环比为负，PPI同比可能转负；6月以来猪肉和水果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计CPI环比小幅上涨，CPI当月同比维持高位。

- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体下行，人民币兑美元贬值，全球股市分化，国内工业品价格整体下跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金2830亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率整体下行，期限利差持续收窄，信用利差持续走扩。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下跌，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格整体下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

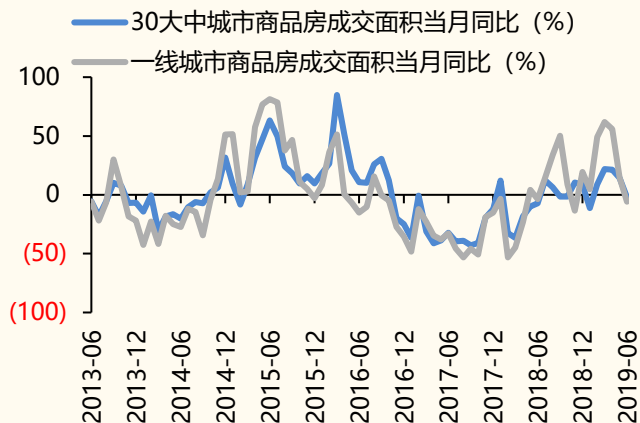
林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，6月生产依然偏弱

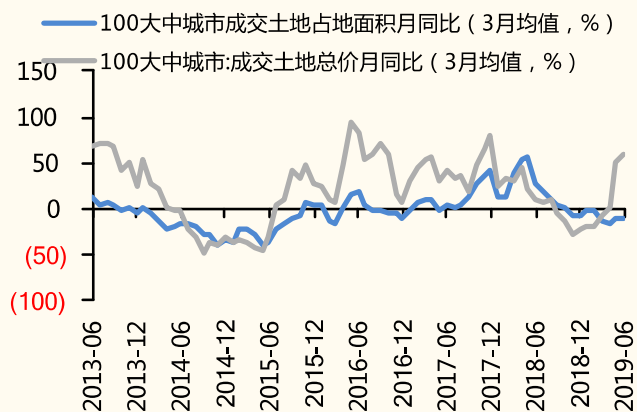
- 6月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌。内部结构上，一、二线城市同比由涨转跌，三线城市同比涨幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-1.9%（前值 14.2%）。一线城市同比-6.0%（前值 14.5%）、二线城市同比-12.0%（前值 14.4%），三线城市同比 16.7%（前值 13.6%）。北京商品房销售面积同比涨幅扩大，上海、广州商品房销售面积同比由涨转跌，深圳商品房销售面积同比涨幅收窄。
- 6月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅收窄；商品房用地成交面积同比涨幅收窄，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-18.8%（前值-1.8%），土地成交总价同比为 48.5%（前值为 116.4%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为 9.5%（前值 43.7%），工业用地成交面积同比为-46.5%（前值为-27.3%）。
- 截止5月31日汽车零售同比跌幅收窄。具体来看，截止5月31日，乘联会车市零售同比为-9%（前值-18%）；截止5月24日，乘联会车市批发同比为-32%（前值-22%）。

图表 1：6月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



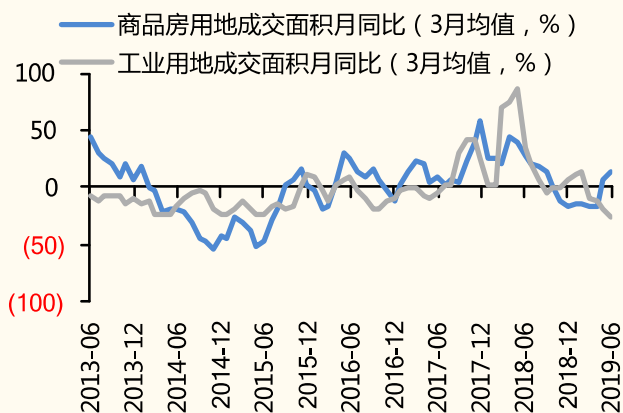
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：6月以来土地成交面积同比跌幅扩大



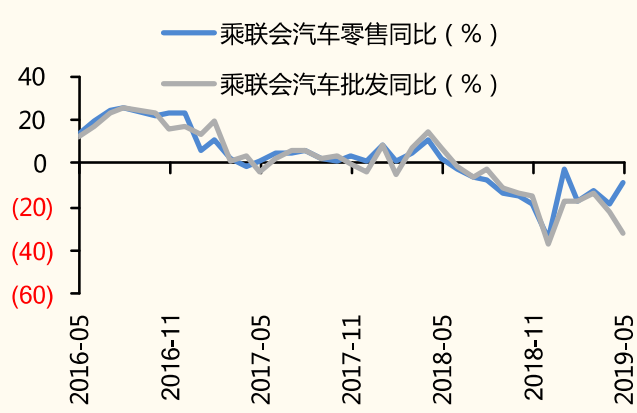
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：6月以来商品房用地成交面积同比涨幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

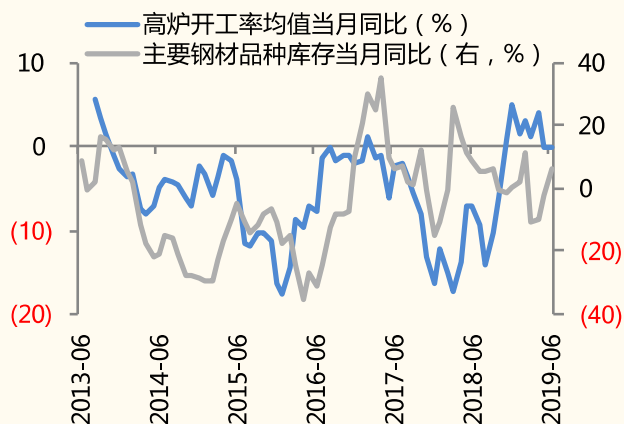
图表 4：截止5月31日汽车零售同比跌幅收窄



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

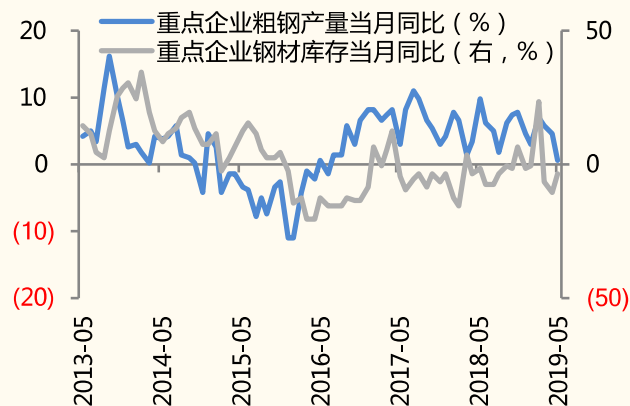
- 6月以来高炉开工率均值同比下行，钢铁社会库存同比由跌转涨。具体来看，6月高炉开工率均值为71.4%，同比为-0.1%（前值0.0%）。钢铁社会库存同比为6.4%（前值-2.5%）。
- 6月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄。具体来看，6月以来六大发电集团日均煤耗同比为-17.7%（前值-18.9%）。

图表5：6月以来高炉开工率同比下行



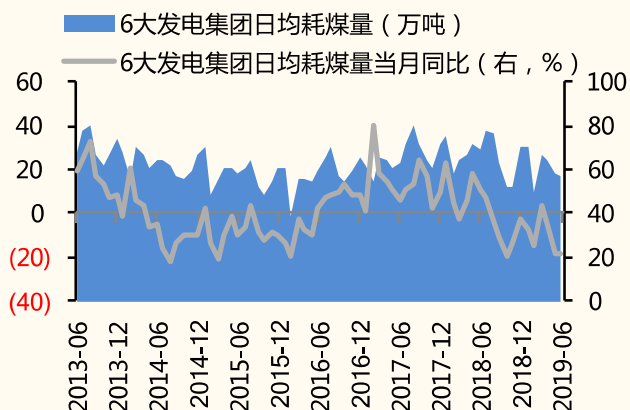
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：5月重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



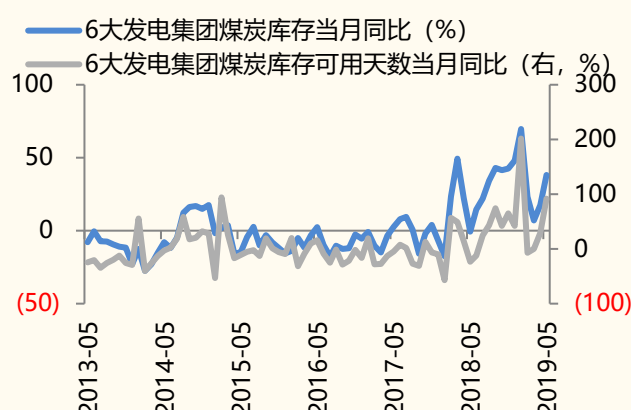
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：6月以来6大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

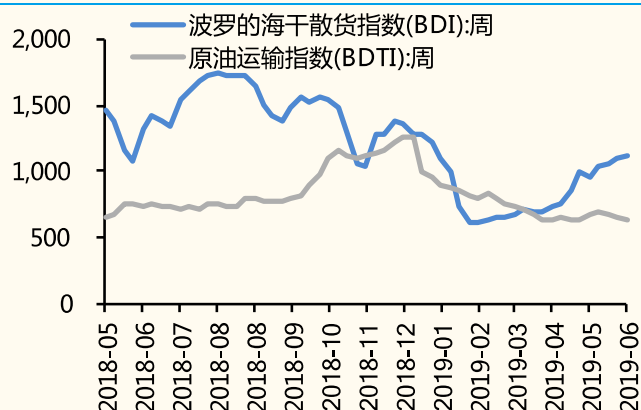
图表8：5月6大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

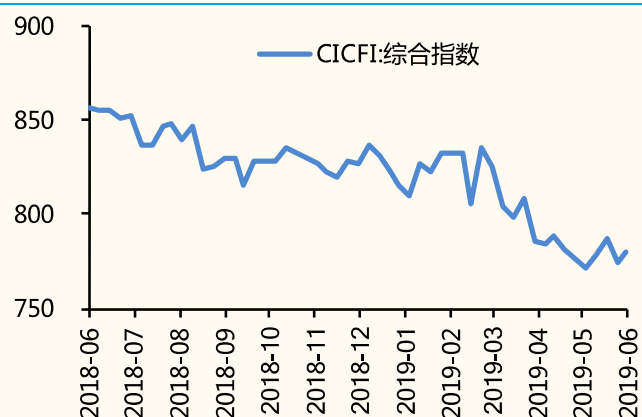
- 上周BDI上升，BDTI下降；CICFI上升，CCFI下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升2.0%，至295.8万吨，港口库存下降。

图表 9：上周 BDI 上升，BDTI 下降



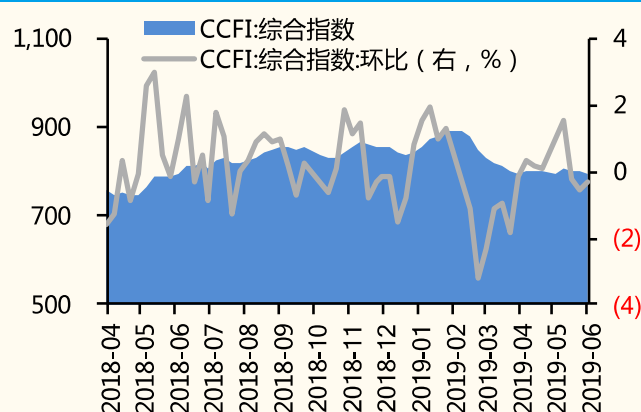
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 上升



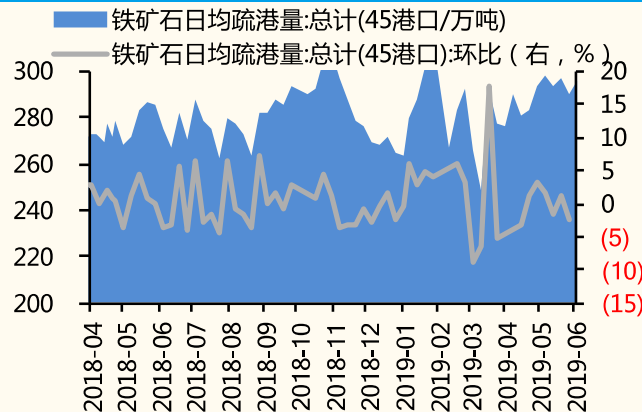
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 下降



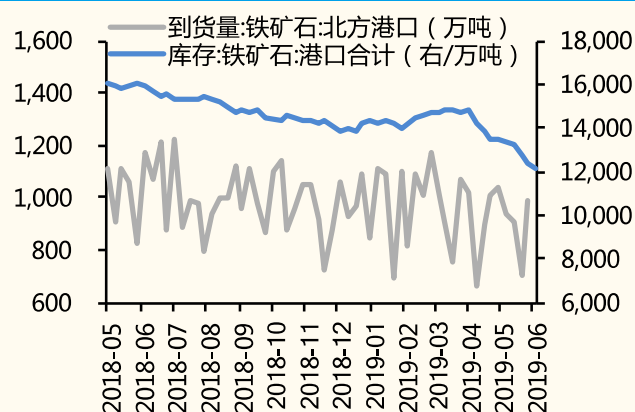
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



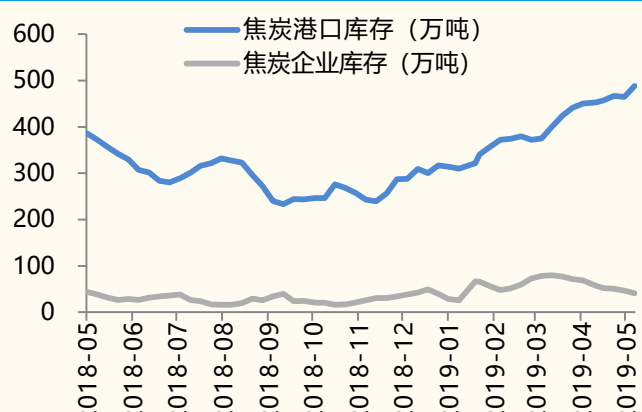
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上上周焦炭企业库存下降，港口库存上升

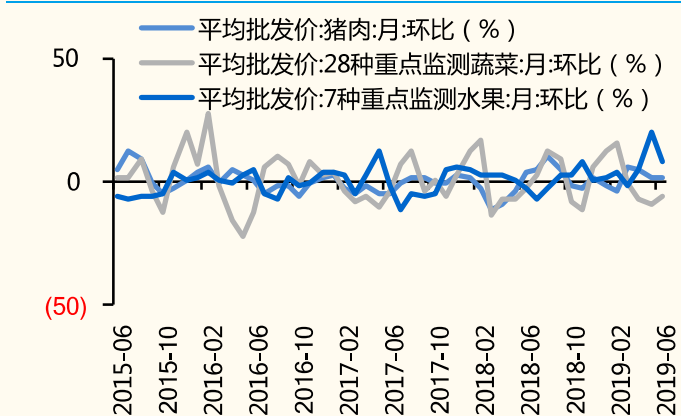


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 6 月以来水果价格均值上涨较多，水泥价格均值上涨，原油和有色价格均值下降。农产品方面，6 月以来猪肉价格均值上升（1.7%，前值 1.4%），蔬菜价格均值下降（-5.8%，前值 -8.6%），水果价格均值上升（8.4%，前值 20.3%）；工业品方面，原油价格均值下降（-12.7%，前值 -1.9%），水泥价格均值上升

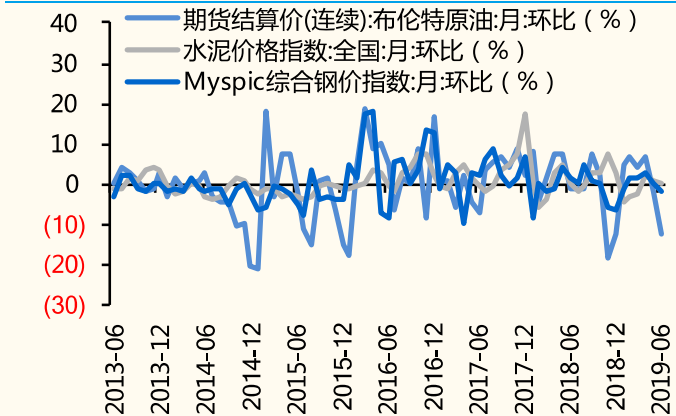
(0.1%, 前值 0.9%), 钢铁价格均值下降 (-2.1%, 前值-0.1%), 有色价格均值下降 (-2.0%, 前值-3.3%)。

图表 15: 6 月以来猪肉和水果价格均值上涨



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 6 月以来原油和钢铁价格均值下降

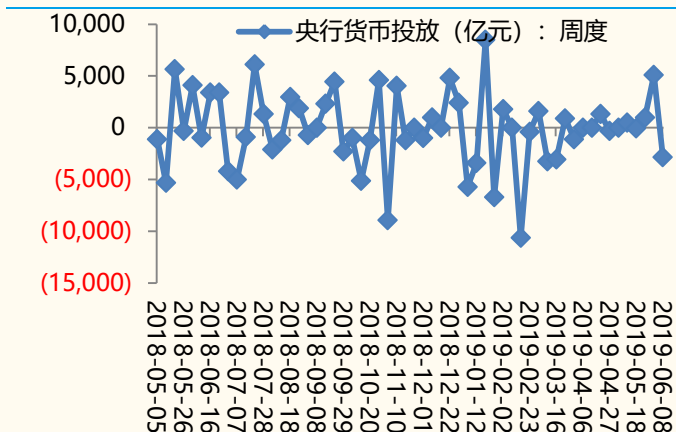


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面, 资金价格下降, 债券收益率整体下行, 人民币兑美元贬值, 全球股市分化, 国内工业品价格整体下跌。

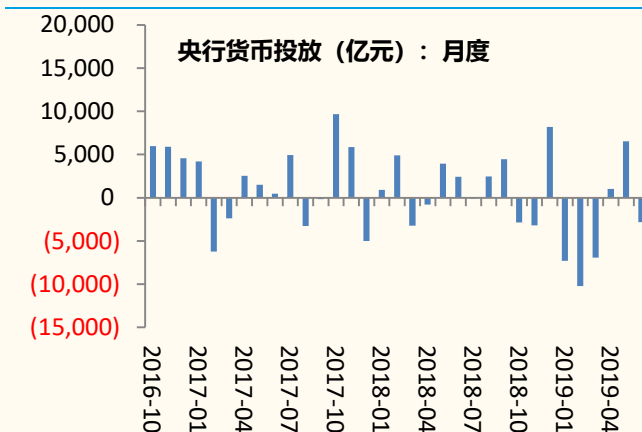
- 货币市场方面, 上周央行净回笼资金 2830 亿元, 资金价格下降, 资金面有所放松。从资金投放量来看, 上周央行净回笼资金 2830 亿元, 其中七天逆回购到期 5300 亿元, 续作 2100 亿元, MLF 到期 4630 亿元, 续作 5000 亿元。资金价格下降, 资金面有所放松。具体来看, 上周 R001 下行 65bp, R007 下行 15bp; DR001 下行 64bp, DR007 下行 13bp。R001-DR001 下行 1bp, R007-DR007 下行 2bp, 说明银行融出资金意愿上升, 非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面, 到期收益率整体下行, 期限利差持续收窄, 信用利差持续走扩。具体来看, 1Y 国债到期收益率下行 2bp, 1Y 国开债到期收益率上行 2bp; 10Y 国债到期收益率下行 6bp, 10Y 国开债到期收益率下行 4bp; 1YAAA 企业债到期收益率上行 2bp、1YAA 企业债到期收益率、10YAAA 企业债到期收益率、10YAA 到期收益率均持平前置。
- 外汇市场方面, 人民币兑美元贬值, 美元指数下跌, 即期市场量下降。上周, 在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数下跌, 美元兑日元、欧元、英镑均贬值。
- 股票市场和商品市场方面, 全球股市分化, 黄金价格上涨, 原油价格上涨, 国内工业品价格整体下跌。国内股市方面, 上证综指下跌 2.4%; 创业板指下跌 4.6%。国外股市方面, 道琼斯工业指数上涨 4.7%, 纳斯达克指数上涨 3.9%, 德国 DAX 上涨 2.7%。国内商品市场方面, 螺纹钢价格下跌 0.3%, 铁矿石价格下跌 2.0%, 焦炭价格上涨 0.3%。国际大宗商品方面, COMEX 黄金价格上涨 2.7%; ICE 布油价格上涨 2.4%, LME 铜下跌 0.5%。

图表 17：上周央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：6 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：06/03-06/07 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	1.58	(65)	(65)	(95)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.44	(15)	(15)	(70)
存款类机构质押式回购加权利率：1天(DR001)	1.52	(64)	(64)	(95)
存款类机构质押式回购加权利率：7天(DR007)	2.50	(13)	(13)	(54)
R001-DR001(bp)	5	(1)	(1)	0
R007-DR007 (bp)	(6)	(2)	(2)	(16)
SHIBOR:隔夜	1.52	(67)	(67)	(103)
SHIBOR:1周	2.57	(8)	(8)	(33)
7日年化收益率:余额宝	2.31	2	2	(31)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.18	(2)	(2)	(21)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.41	0	0	(31)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.05	21	21	90

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：06/03-06/07 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.69	2.65	2.65	(2)	(2)	5
中债国债到期收益率:10年	3.24	3.21	3.21	(6)	(6)	(1)
中债国开债到期收益率:1年	2.89	2.87	2.89	2	2	14
中债国开债到期收益率:10年	3.67	3.64	3.66	(4)	(4)	1
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.35	3.33	3.35	2	2	(24)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.46	4.45	4.46	(0)	(0)	13
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.59	3.58	3.59	(0)	(0)	(54)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.53	5.52	5.53	(0)	(0)	11
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	56	54	56	(4)	(4)	(7)
中债国开债期限利差	80	76	77	(6)	(6)	(12)
中债企业债期限利差(AAA)	112	111	111	(2)	(2)	37
中债企业债期限利差率(AA)	195	193	194	(0)	(0)	65
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	69	64	69	4	4	(29)
中债企业债信用利差(AAA):10年	125	122	124	6	6	14
中债企业债信用利差(AA):1年	93	90	93	2	2	(59)
中债企业债信用利差(AA):10年	232	229	231	6	6	12
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.3%	0.3%	-0.1%
CFETS 10年期国债期货	98	97	97	0.6%	0.6%	-0.3%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：06/03-06/07 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.92	6.90	6.92	0.2%	0.2%	0.7%
美元兑离岸人民币	6.96	6.92	6.94	0.1%	0.1%	1.1%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	203	82	120	-229	-229	76
即期询价成交量：美元兑人民币			261.0	-21.6	-99.6	-19.4
USDCNY: NDF 1年			6.98	0.2%	0.2%	1.2%
CFETS人民币汇率指数			93.70	0.0%	0.0%	0.5%
巨潮人民币实际有效汇率指数	120.66	120.15	120.20	-0.4%	-0.4%	1.2%

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_12147

