



宏观研究

赤字、特别国债与消费驱动

2020 年 03 月 27 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@y kzq.com

近期报告

《银行盈利还有多少空间？》2020-03-13

《全年经济数据的“单针底”》2020-03-16

《粤港澳大湾区何以成为中国经济的增长极——粤港澳大湾区研究系列之 12》

2020-03-18

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

赤字、特别国债与消费驱动

3 月 27 日政治局会议再次明确，要“确保实现决胜全面建成小康社会”。但新冠疫情对内需的冲击超预期，海外大扩散在拖累出口的同时，全球产业链上下游供应接近停摆也制约了中国复工、复产，而停工停产、复工缓慢和订单收缩，恶化企业和家庭部门的资产负债表。

无论是全面建成小康社会，还是复工缓解企业和家庭部门的信用风险，都需要财政扩张和货币宽松的支持。本次政治局会议，其亮点也主要集中在对财政和货币政策未来方向的指示上。

风险提示

政策力度不及预期



图表目录

图表 1： 第三产业吸收就业人数更多	3
--------------------------	---



3月27日政治局会议再次明确，要“确保实现决胜全面建成小康社会”。但新冠疫情对内需的冲击超预期，海外大扩散在拖累出口的同时，全球产业链上下游供应接近停摆也制约了中国复工、复产，而停工停产、复工缓慢和订单收缩，恶化企业和家庭部门的资产负债表。

无论是全面建成小康社会，还是复工缓解企业和家庭部门的信用风险，都需要财政扩张和货币宽松的支持。本次政治局会议，其亮点也主要集中在对财政和货币政策未来方向的指示上。

在财政扩张上，主要做了三点具体部署，简单可以概括为“扩赤字托底、增专项债做基建、发特别国债促消费”，具体来看：

第一，适当提高财政赤字率。减税降费和刚性财政支出压力，需要扩大赤字规模。在赤字率提高到3.5%、名义GDP增长5%的情况下，赤字规模约为3.6万亿。从结转结余、预算稳定调节基金和国有资本经营预算调入的资金规模在2000亿以内，假定新增专项债在4万亿，差不多有7.8万亿的债务性融资和调节资金。在一般公共财政收入和政府性基金收入同比均为-5%的假设下，2020年一般公共财政支出+政府性基金支出的增速为2.7%。

第二，扩大专项债规模，重点投向基建。由政府主导的基建投资，是今年稳增长发力点之一。假定今年新增专项债额度4万亿、投向基建的比例为70%，那么相比于2019年，专项债投向基建的资金将有2.2万亿的增量。

新基建将是今年的投资亮点之一，在稳增长的同时还能加快经济结构调整，提升对新经济和高技术产业的正向溢出效应。新基建创造现金流的能力也相对更强，未来潜在的偿债压力要小一些。

但新基建的投资体量较小，七大方向今年的投资规模约为1万亿左右，仅占2019年全口径基建投资的5.5%。因此，稳增长压力下，“老基建”项目同样不可缺席。资金来源方面，目前还没看到隐性债务放开、房地产调控全局放松、金融监管约束打开的信号，专项债将是“老基建”项目主要的增量资金来源。具体投向方面，在继续推出大项目的同时，预计也会向环保、公共卫生服务和应急物资保障等领域倾斜。

第三，发行特别国债。我们认为其作用可能更多是用于促进消费，以扩大消费的方式来对冲外需对经济的拖累。

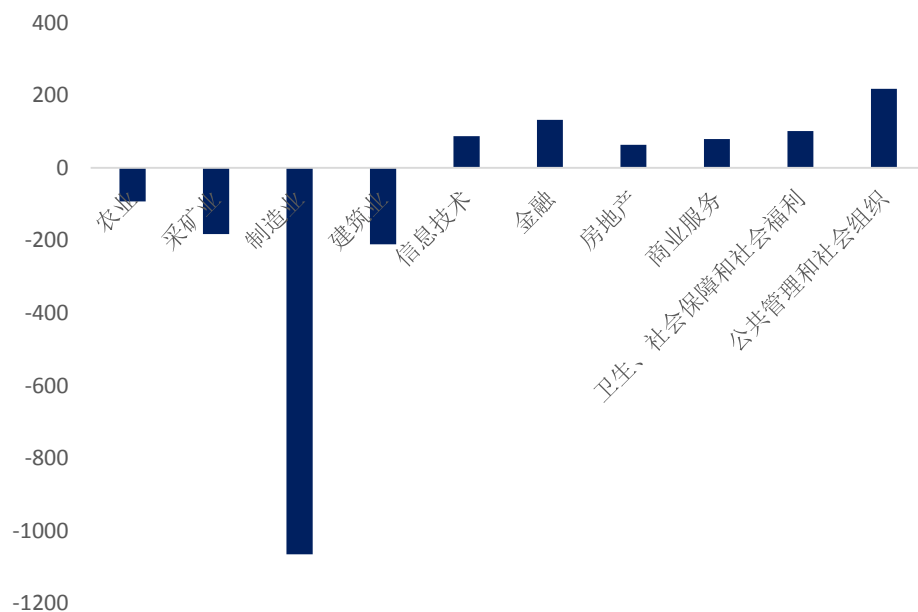
传统基建已经有专项债的支持，特别国债如果再用于政府主导的基建，虽然执行力强、见效快，对经济的推动更强，但带动的多是钢铁、水泥等重工业行业，这些行业经过2015-2018艰难的供给侧改革，过剩产能已经得到较好的去化，此时在传统基建上发力，可能会影响去产能的效果，因此我们预计基建虽然在稳增长中不会缺席，但可能很难再现过往的高增速。

而且与2008年不同，随着生活环境改善和高等教育的普及，现在寻求就业的人口主要是90后与00后，他们更倾向于从事第三产业服务业，对于更需要体力的就业岗位（如建筑）多规避，第一与第二产业吸收就业人口的作用在下降。从数据上看，2018年采矿业、制造业与建筑业等行业新增就业人口相比与2014年，分别下降了182万、1065万和211万，而信息技术、金融、房地产等第三产业则多增了60万到200万不等。

图表1：第三产业吸收就业人数更多



2018相对2014年城镇非私营部门就业新增



资料来源：粤开证券，wind

用于促消费，不仅能将支出的选择权交由居民部门和市场，更好发挥市场配置资源的效率，还可以有效切断“海外经济体正常企业生产与居民消费受影响—外需大幅减弱—居民收入下降—国内消费支出大幅下降—面向内需的企业收入下滑—企业裁员求生—失业增多—国内消费进一步减弱”的恶性循环，充分发挥消费的杠杆效应，带动上下游产业的需求，更好的稳增长与保就业。

在货币政策层面，主要提到“引导贷款利率下降”，我们预计要达成这一目标，需要更加积极、更加灵活的货币政策配合，使货币条件会进一步宽松。

引导贷款利率下降，以改革和监管的方式（比如此前的存量贷款基准切换、结构化存款纳入利率自律机制约束范围等）降低负债成本，使银行主动让利实体固然重要，但在我国这样一个非常依赖银行间接融资的金融体系下，保证银行利润、维持银行抵御风险能力也同样重要。

现在银行的净息差和利润虽然总体看起来还比较健康，银行的压力并不大，但：1），净息差的稳定是建立在银行贷款端，中小微普惠金融贷款与中长期贷款比例上涨，银行要了更高的风险溢价的基础之上，2020年经济形势要比以往更加严峻，这些普惠金融贷款和中长期贷款转为不良的比例会有所提升，对银行表内的利润与资本金侵蚀会比较大，前景其实不容乐观；

2）我们所看到的是总体数据和处于顶层的上市银行数据，弱势的中小银行尤其是农商行，其利润、坏账与资本金的压力要远高于我们所看到的数据所显示的；

3）金融监管依然没有松动，最近还传出监管层要继续压降非标融资业务，融资需求将继续回表，给银行支持实体提出了更高的要求。

在这种状况下，只是单方面的要求银行让利，引导贷款利率下降，银行的动力与积极性可能不足，表内的压力会更大。因此，为了更好引导贷款利率下降，央行在未来可能会选择加大货币宽松的力度，或降低存款基准利率，更大幅度的降低银行负债成本。

落实到投资策略上，此次会议透露出来的货币与信用双宽，对权益将会构成提振，



但海外疫情继续蔓延，海外金融市场的动荡可能会继续对国内造成扰动，建议关注和内需、逆周期调节政策相关的消费、新基建等行业的结构性机会。

债券在近日已经就货币进一步宽松与降息进行了交易定价，当前的收益率点位已经基本 price in 了未来货币政策的行动，短期应该警惕预期兑现、财政开始行动修复基本面带来的调整风险。但由于货币宽松的大方向没有发生变化，逆周期政策能否有效对冲疫情对经济的冲击尚有不不确定性，利率下行的趋势没有逆转，已经上车有持仓的投资者仍然可以继续保持，但不建议继续追涨。

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_6247

