

下行压力引货币政策加码，破困局期待财政发力

——四季度财政货币政策展望

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

● **全球负利率背景下政策持续加码。**负利率风潮再起。随着全球经济下行压力增加，越来越多国家央行采取新一轮的货币政策宽松，导致越来越多国家债券收益率呈现负值，随着负利率政策的不断扩大与深入，全球负收益债券存量再创新高，负利率政策是在提高信贷供给、降低融资成本、控制通缩和稳定币值等方面均有积极作用，也为各国央行未来的货币政策操作提供了重要参考。在负利率政策下，数字货币不仅可以提高货币支付的便利性和安全性，还为打破负利率政策下限提供了可能性，从而进一步拓宽了货币政策操作空间。虽然我国离负利率尚有一段距离，但是潜在经济增速下滑也给自然利率带来了下行压力，四季度我国财政、货币政策有望持续加码。

● **财政政策前瞻：专项债提前增发，财政政策持续发力。**当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，国常会之后，财政部相关负责人在 9 月 6 日举行的新闻发布会上表示，2019 年四季度将会提前下达限额、扩大专项债使用范围带动有效投资，发挥专项债在补短板、扩内需方面的作用。专项债的使用范围由现有 4 个领域项目进一步扩大为 10 个领域项目。根据十三届全国人大常委会第七次会议通过的关于授权国务院可以提前下达部分新增地方政府债务限额的决定，2020 年两会之前，国务院可以就当年新增地方政府债务限额的 60%提前下达。这意味着，按照提前发行 30%的比例专项债提前增发，预计有望增加 8000 亿元。在发挥专项债券促进投资作用的同时，为防控专项债务风险、提高专项债券资金使用效益，未来财政部也将：一是以资金绩效为导向，坚持形成有效投资，确保形成实物工作量；二是以合格合规为重点，坚持项目合格合规。优选经济社会效益比较明显、群众期盼、迟早要干的项目，决不能一哄而上、“萝卜快了不洗泥”，确保项目建设取得实效；三是以风险防控为底线，明确项目投资方向；四是发挥财政、发展改革、金融管理等部门合力，支持做好专项债券发行及项目配套融资工作。

● **货币政策前瞻：降息可期。**伴随着中美贸易摩擦不确定性增强，外部环境更趋复杂严峻，国内房地产调控加码，经济下行压力加大。国常会把做好“六稳”工作放在更加突出位置，同时国常会上进一步明确指出，及时运用普遍降准和定向降准等逆周期政策工具，加快落实降低实际利率水平。可见，货币政策已经调整，利率下行空间已经打开。此次全面降准+定向降准是央行对国常会内容的落实，而国常会提出，加快落实降低实际利率水平的措施，将意味着降息步伐临近，通过降息银行成本，调低 LPR 利率步伐已经临近，通过降低 MLF 利率引导 LPR 报价利率下行是 9 月下旬和四季度货币政策操作关键。随着稳增长在政策目标组合中的重要性提高，四季度债市需要关注预期差：一是专项债对托底经济的效果；二是通胀预期差，四季度 CPI 增速大概率上升到 3%以上，将会对债券收益率下行形成制约；三是经济基本面自身的韧性；四是贸易摩擦预期差；五是美联储降息的预期差。总之，在财政货币政策持续加码背景下，债券收益率依然存在下行空间。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 全球负利率背景下政策持续加码.....	3
2、 财政政策前瞻：专项债提前增发，财政政策持续发力.....	4
3、 货币政策前瞻：降息可期.....	5
4、 大类资产观察（2019.09.02-2019.09.08）	5
4.1、 股票市场	5
4.2、 债券市场	6
4.3、 外汇市场	7
4.4、 房地产市场	7
4.5、 大宗商品市场	8

图表目录

图 1： 全球主要负利率的国家和地区（%）	3
图 2： 发达经济体主要资本市场表现	6
图 3： 新兴经济体主要资本市场表现	6
图 4： 中债国债到期收益率曲线	7
图 5： 美国国债到期收益率曲线	7
图 6： 美元指数与人民币汇率	7
图 7： 日元、欧元、英镑兑美元汇率	7
图 8： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	8
图 9： 一二三线城市商品房成交分化	8
图 10： 原油期货价格指数	8
图 11： 黄金价格指数	8
图 12： 南华商品涨跌幅度	9
图 13： 南华农产品涨跌幅度	9
图 14： 南华能化涨跌幅度	9
图 15： 南华工业涨跌幅度	9
图 16： 南华金属涨跌幅度	9
图 17： 南华贵金属涨跌幅度	9

2019年9月6日，央行宣布降准和定向降准：一是2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放资金约8000亿元；二是额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，分别于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，释放资金约1000亿元。

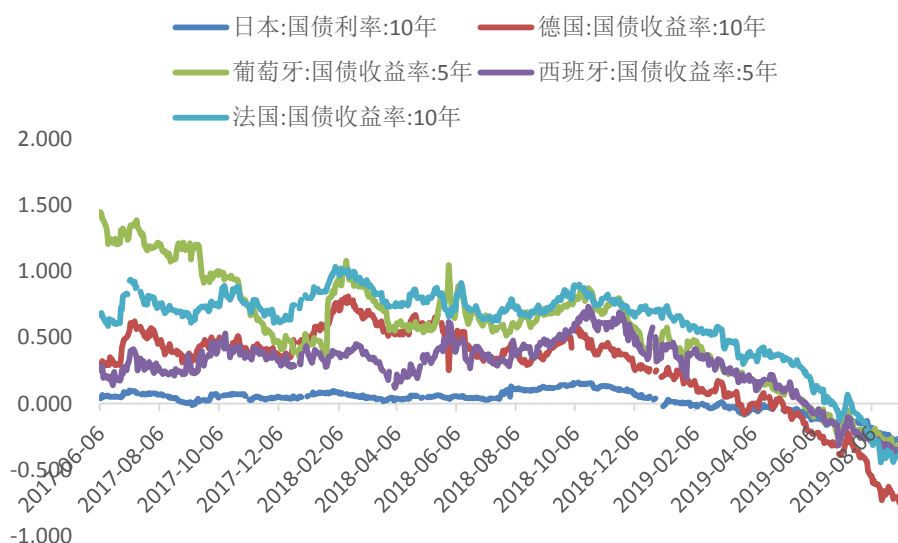
1、全球负利率背景下政策持续加码

负利率风潮再起。随着全球经济下行压力增加，越来越多国家央行采取新一轮的货币政策宽松，导致越来越多国家债券收益率呈现负值，随着负利率政策的不断扩大与深入，全球负收益债券存量再创新高，根据德意志银行最新数据显示，目前全球负收益率债券总额已达到15万亿美元，比2016年同期增长了一倍。

负利率国家的具体实践。各国实施负利率政策的目的实际是为了促进经济复苏，最早实施负利率的国家是瑞典，早在2009年7月，瑞典央行率先实行负利率以实现预期通胀目标，自此拉开了负利率政策的序幕；2012年7月，丹麦央行也将利率降为负值，下调七天存款利率到-0.2%；2012年7月，欧洲央行对隔夜存款利率实施零利率政策，2014年6月实施了负利率政策，并在三年之内连续下调三次，调整到-0.4%，直到今日仍保持在-0.4%的水平上；2016年1月，日本央行宣布对超额准备金部分利率调到-0.1%，并一直维持此负利率水平；2016年3月，匈牙利宣布实施负利率政策，成为第一个实施负利率的新兴市场国家。2019年8月21日，德国以破纪录低位的-0.11%票面利率发行30年期国债，此后连续发行多批负利率债券。

负利率政策是拓宽非传统货币政策边界的有益实践。在提高信贷供给、降低融资成本、控制通缩和稳定币值等方面均有积极作用，也为各国央行未来的货币政策操作提供了重要参考。在负利率政策下，数字货币不仅可以提高货币支付的便利性和安全性，还为打破负利率政策下限提供了可能性，从而进一步拓宽了货币政策操作空间。虽然我国离负利率尚有一段距离，但是潜在经济增速下滑也给自然利率带来了下行压力，四季度我国财政、货币政策有望持续加码。

图1： 全球主要负利率的国家和地区（%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、财政政策前瞻：专项债提前增发，财政政策持续发力

逆周期调节财政政策发力，提前下达专项债部分新增额度。当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，国常会之后，财政部相关负责人在9月6日举行的新闻发布会上表示，2019年四季度将会提前下达限额、扩大专项债使用范围带动有效投资，发挥专项债在补短板、扩内需方面的作用。专项债的使用范围由现有4个领域项目进一步扩大为10个领域项目：铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水处理、供水。不得用于土地储备和房地产相关领域，不得用于置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。在中美贸易摩擦不确定背景下，经济下行压力仍然较大，依然有较大的逆周期调节需求，为了实现“六稳”，财政政策将继续加码，成为逆周期调节的主力。

专项债提前增发，预计有望增加8000亿元。2019年安排新增地方政府债务限额30800亿元，其中新增一般债务限额9300亿元、专项债务限额21500亿元。2019年1-8月，全国地方累计发行新增地方政府债券28951亿元，占2019年新增地方政府债务限额的94%，发行进度较去年同期提高了34个百分点。根据财政部数据显示，截至2019年8月末，各地已安排使用新增债券22011亿元；其中，已安排使用新增专项债券15902亿元，约占同期已发行新增专项债券的80%。已安排使用的新增专项债券资金中，用于铁路、公路等交通基础设施1579亿元，占9.9%；用于市政建设1186亿元，占7.5%；用于棚改等保障性住房建设6238亿元，占39.2%；用于科教文卫等民生领域526亿元，占3.3%；用于农林水利263亿元，占1.7%，上述领域资金投入约62%，积极带动了有效投资扩大。根据十三届全国人大常委会第七次会议通过的关于授权国务院可以提前下达部分新增地方政府债务限额的决定，2020年两会之前，国务院可以就当年新增地方政府债务限额的60%提前下达。这意味着，按照提前发行30%的比例，2019年四季度理论上可以新增地方政府债务8000亿元（一般债2790亿元，专项债6450亿元）。

全国政府债务风险可控，提高专项债券资金使用效益，防控专项债务风险。根据全国财政决算数据，截至2018年末，我国地方政府债务余额18.46万亿元，如果以债务率（债务余额/地方综合财力）衡量地方政府债务水平，2018年地方政府债务率为77%，低于国际通行的警戒标准。加上纳入预算管理的中央政府债务14.96万亿元，按照国家统计局公布的GDP数据计算，全国政府债务的负债率（债务余额/GDP）为37.1%，低于欧盟60%的警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家债务风险水平。除了法定债务，由于地方政府还存在隐性债务，监管部门正通过坚决遏制增量、稳妥化解存量，做好债务风险防范工作。在发挥专项债券促进投资作用的同时，为防控专项债务风险、提高专项债券资金使用效益，未来财政部也将：**一是**以资金绩效为导向，坚持形成有效投资，确保形成实物工作量；**二是**以合格合规为重点，坚持项目合格合规。优选经济社会效益比较明显、群众期盼、迟早要干的项目，决不能一哄而上、“萝卜快了不洗泥”，确保项目建设取得实效；**三是**以风险防控为底线，明确项目投资方向。专项债券必须用于有收益的政府投资项目，融资规模与项目收益相平衡，重点支持财力好举债空间大的地区，对地方债务风险较高的地区少安排或不安排；**四是**发挥财政、发展改革、金融管理等部门合力，支持做好专项债券发行及项目配套融资工作。

3、货币政策前瞻：降息可期

伴随着中美贸易摩擦不确定性增强，外部环境更趋复杂严峻，国内房地产调控加码，经济下行压力加大。国常会把做好“六稳”工作放在更加突出位置，同时国常会上进一步明确指出，及时运用**普遍降准和定向降准**等逆周期政策工具，加快落实降低实际利率水平，坚持实施稳健货币政策，将资金更多用于普惠金融，以加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。可见，这是2019年国常会首提普遍降准。9月6日，央行便宣布全面降准和定向降准：总计释放资金9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元；定向降准释放资金约1000亿元。可见，货币政策已经调整，利率下行空间已经打开。

利率市场化LPR改革以来将会显著压缩中小银行尤其是商业银行息差，通过全面降准，有助于降低商业银行资金成本，以降低实体经济利率；同时全面降准+定向降准组合拳，有助于激励中小银行投放的积极性，更好的增加对小微、普惠金融投放规模，引导资金减少对房地产的投放，更好的服务实体经济。此外，通过全面降准，有助于为降低LPR利率做准备。

降息依然可期。此次全面降准+定向降准是央行对国常会内容的落实，而国常会提出，加快落实降低实际利率水平的措施，将意味着降息步伐临近，通过降息银行成本，调低LPR利率步伐已经临近。9月7日、9月17日分别有1765亿元和2650亿元MLF到期，9月20日又是新一轮LPR报价，随着LPR改革，四季度再次降准空间已经不大，通过降低MLF利率引导LPR报价利率下行是9月下旬和四季度货币政策操作关键。

随着稳增长在政策目标组合中的重要性提高，四季度财政政策有望更加积极，专项债提前增发或将进一步发挥财政逆周期调节作用，货币政策实施了一轮大范围降息和定向宽松之后，降息依然可期。这样对债市的影响需要关注预期差：一是专项债对托底经济的效果；二是通胀预期差，四季度CPI增速大概率上升到3%以上，将会对债券收益率下行形成制约；三是经济基本面自身的韧性；四是贸易摩擦预期差；五是美联储降息的预期差。总之，在财政货币政策持续加码背景下，债券收益率依然存在下行空间。

4、大类资产观察（2019.09.02-2019.09.08）

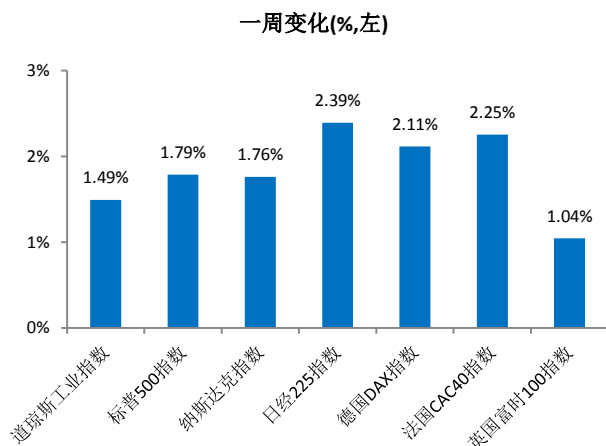
4.1、股票市场

美三大股指集体反弹，非农数据低于市场预期。上周，经济数据方面，美国8月非农就业数据显示季调后非农就业人口新增13万人，为5月以来新低，预期增15.8万人，前值增16.4万人；失业率为3.7%，符合市场预期，平均每小时工资环比增0.4%，平均每小时工资同比增3.2%，就业参与率为63.2%。美联储主席鲍威尔发表了题为“经济展望与货币政策”的讲话。他表示，美国和世界最可能的前景是持续温和增长，美联储将继续采取适当措施来维持美国经济扩张，预期未来美国或全球经济不会出现衰退。受经济数据影响，美国三大股指涨跌不一。其中，道指周涨3.02%，收于26797.46点；标普500指数周涨1.79%，收于2978.71点；纳指周涨1.76%，收于8103.07点。

欧洲和亚太股市本周收盘多数上行。上周，法国CAC40指数周涨2.25%，收于5603.99点；德国DAX指数周涨2.11%，收于12191.73点；英国富时100指数周涨1.04%，收于7282.34点。**亚太方面**，韩国综指周涨2.10%，收于2009.13点；

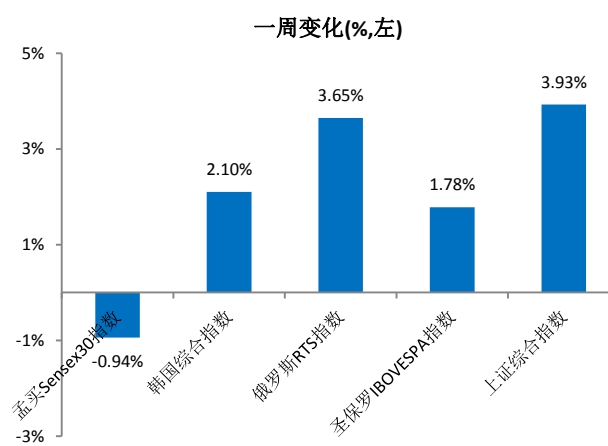
日经 225 指数周涨 2.39%，收于 21199.57 点；上证指数周涨 3.93%，收于 2999.60 点。

图2： 发达经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 新兴经济体主要资本市场表现



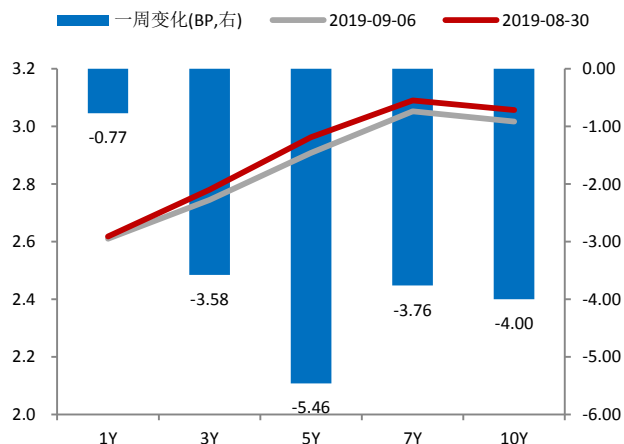
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、债券市场

美债收益率涨跌不一，短端下行长端上行。上周，美债 10 年期收益率创出 2016 年 11 月以来的最大盘中涨幅。其中，1 年期短端债券收益下行 3BP 至 1.73%；3 年期、5 年期、7 年期美债收益率分别上行 4BP、3BP、5BP，报 1.46%、1.42%、1.50%；10 年期美债收益率上行 5BP，报 1.55%；30 年期美国国债收益率上行 2.42BP，收至 2.027%。

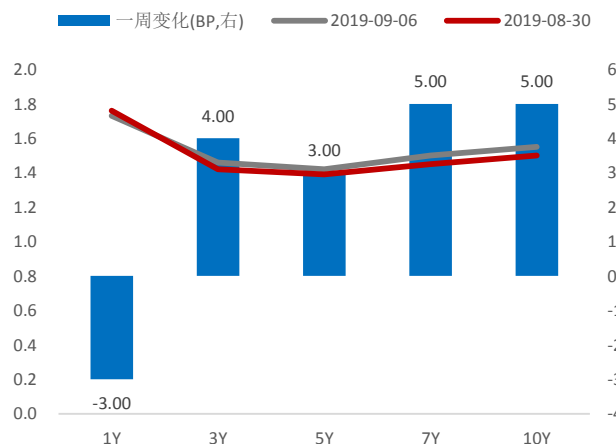
国内债券市场：央行降准释放 9000 亿资金，国债收益率多数下行。上周，央行公开市场开展逆回购 400 亿元，有 1400 亿逆回购到期，全口径下央行实现资金净回笼（包含国库现金定存）1000 亿元。下周公开市场有 1765 亿元逆回购到期，央行公告降准，决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，此次降准释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。国债收益率多数下行，其中 1 年期国债收益率下行 0.77BP 至 2.6102%。3 年、5 年、7 年期国债收益率下行 3.58BP、5.46BP、3.76BP，10 年期国债收益率小幅下行 4BP，至 3.0173%。10Y-1Y 期限利差收窄 3.23BP 至 40.71BP。

图4：中债国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：美国国债到期收益率曲线

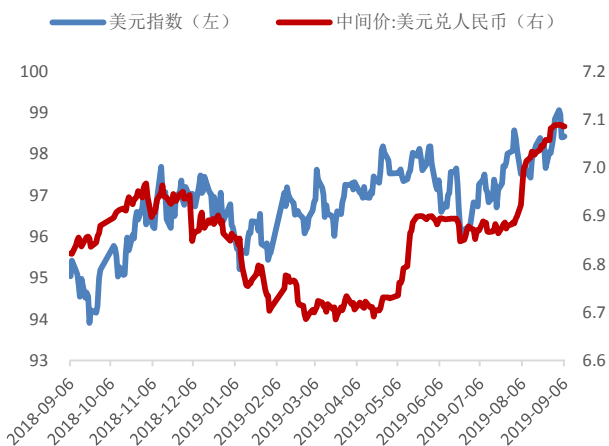


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、外汇市场

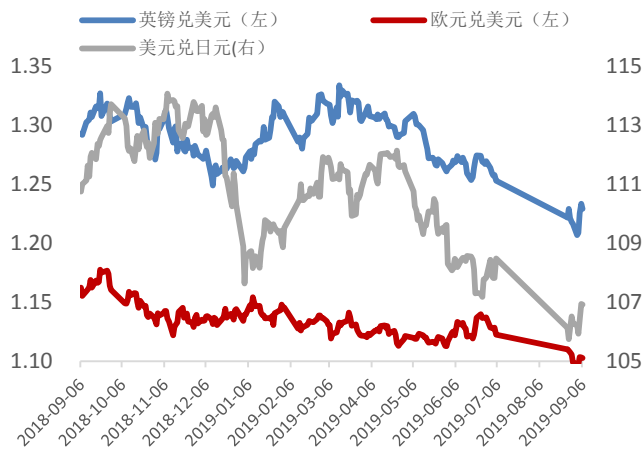
美元指数走弱，非美货币收涨。上周，美国8月ISM制造业PMI录得49.1，为2016年1月以来最低水平，自2016年以来首次跌破50荣枯线；美国8月的非农数据已经连续第二个月下滑，市场重燃对美国经济悲观兴趣，美元指数走弱。根据CME“美联储观察”工具显示，美联储9月降息25个基点概率为91.2%。美元指数周跌0.43%，收于98.4188。非美货币收涨，其中，欧元兑美元周涨0.3457%，报1.1029；英镑兑美元周涨1.04%，报1.2292；美元兑日元周涨0.6%，报106.92。离岸人民币兑美元汇率跌317BP，美元兑人民币汇率中间价贬值24BP，收于7.0855。

图6：美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

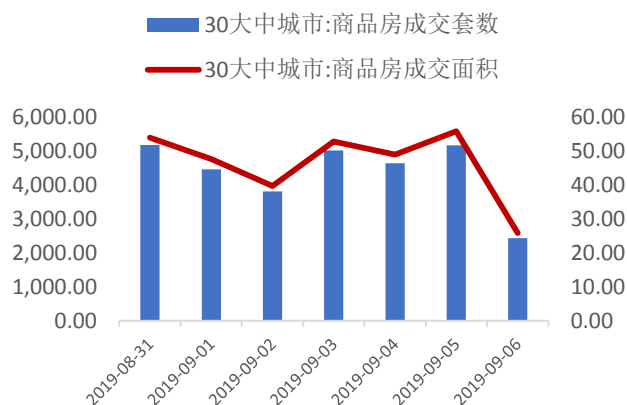
图7：日元、欧元、英镑兑美元汇率



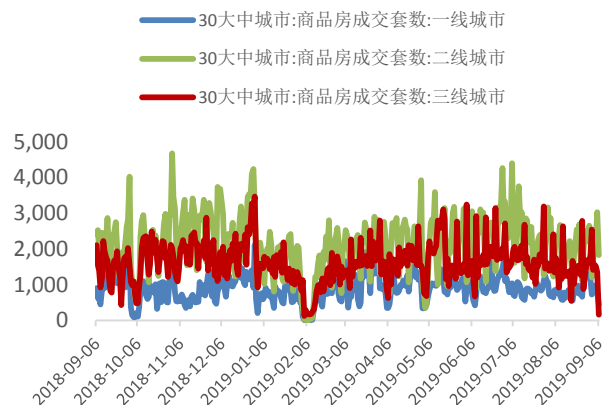
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.4、房地产市场

前三十大中城市商品房成交面积多数回落。上周，央行降准对房地产市场影响有限，目前在“房住不炒”的政策底线之下，房地产金融政策是普遍偏紧的，不会因为降准而变得宽松。楼市销售持续走冷。其中，一线城市商品房成交环比下降幅度增加，一线城市成交4572套，较上周下降2716套；二线城市成交12482套，下降1481套；三线城市成交8533套，较上周下滑300套。

图8： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 一二三线城市商品房成交分化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.5、 大宗商品市场

黄金价格迎来过山车行情，原油价格继续反弹。上周，由于美国强劲的ADP就业数据令投资者风险偏好回归，黄金避险需求遭到打压，黄金价格大跌2%，一度跌至1502美元/盎司的2周低点，创下年度最大单日跌幅；但随后公布的美国8月非农就业数据不佳，便再次推动金价反弹，短线上涨逾20美元，升至1527美元/盎司；但伴随美联储主席鲍威尔的讲话，金价再受打击，回吐当日所有涨幅，重新跌回1506美元水平，预期未来黄金价格将存在短期下行压力。供给方面，美国上周石油钻井总数738口，连续第三周录得下降，导致布伦特原油上行4.27%，报61.54美元/桶；NYMEX原油期货周涨2.96%，报56.73美元/桶，连涨两周。国内期货品种先涨后跌，贵金属下行幅度较大。

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_10246

