

国常会“组合拳”出击，财政货币持续加码

——2019年9月国务院常务会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（分析师）证书编号：S0280519040001

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

加大逆周期调节力度，降息降准脚步临近。9月4日，国常会便进一步明确指出，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。根据以往经验，国常会提出降准方面信息后不久，央行便会进行降息降准操作。叠加2019年底之前依然有1.14万亿元资金缺口，仅9月就有4415亿元MLF到期，加上10月季节性缴税，月度流动性缺口依然存在。同时我国社融增速放缓，结构恶化，流动性分层引发中小银行同业负债压力增加，企业信贷下滑速度较快，虽然央行公开市场操作可以缓解短期流动性，但是资金难以流向实体经济，会大量沉淀在银行间市场空转，实体经济迫切需要央行采用降准等中长期货币工具补充实体经济流动性，以缓解流动性分层难题，促进资金流向小微和民营企业，促进普惠金融发展，降低企业实际利率水平。未来货币政策结构性为主，通过降低MLF操作利率和定向降准，引导更多资金流向实体经济特别是小微企业，避免再次回流房地产，加强房地产领域信贷管控是未来货币政策的底线，因此结构性货币政策是主方向，通过降低MLF引导LPR利率下行是9月中下旬货币政策操作关键。

● **提前下达明年专项债部分新增额度，托基建，稳增长。**虽然2019年上半年基建相关财政支出增速较2018年回升，但基建增速依然乏力，继续维持不温不火。专项债前置导致四季度额度不足。预计9月底中旬全年新增专项债和一般债基本发行完毕，那么未来四季度专项债进度将会影响社融增速，进一步冲击基建投资的积极性，拖累整个固定资产投资增速。因此，国务院常务会议确定了加快地方政府专项债券发行使用，通过提前下达明年专项债部分新增额度。同时国常会扩大了专项债使用范围，随着专项债的下达，未来轨交等交通基础设施、能源、生态、职业教育等领域将会持续受益。同时国常会也确定了专项债资金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。由于专项债资金可以用于项目资本金，大约拉动基建投资增速回升2个百分点。

● **对资本市场影响：**随着9月美国对中国继续加征关税，中美贸易摩擦升级，当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力，央行将用好逆周期调节政策工具，通过实际行动降低落实降低实际利率水平。因此，央行货币政策将会注重预调微调，适时降息降准以降低实际利率水平。同时在构建“三档两优”存款准备金制度框架基础上，结合定向降准进一步降低中小银行法定存款准备金率，结合LPR等利率市场化改革，通过调控MLF公开市场操作利率，化解中小银行局部性、结构性流动性风险，引导更多资金流向实体经济。对我国A股市场将会产生显著的提振作用，有助于发挥资本市场的枢纽作用，缓解企业融资困难，推动资本市场更好地服务实体经济。对于债券市场，短期四季度经济企稳和CPI上行，震荡增加；长期来看，有助于引导无风险利率进一步下降，从而推动债券收益率或将继续下行；由于人民币汇率弹性增加，加上美联储可能继续降息，人民币汇率将继续保持震荡，未来央行将继续提高汇率弹性和双向波动区间，推动人民币汇率市场化改革。

风险提示：通胀大幅上行、海外市场不确定性增强

相关报告

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

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

信贷、非标拖累社融增速回落——2019年5月份金融数据点评

2019-05-09

结构性货币政策再发力——央行定向降准点评

2019-05-06

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

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

天量社融可持续存疑，短期债市承压——2019年一季度金融数据点评

2019-04-14

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、 加大逆周期调节力度，降息降准脚步临近.....	3
2、 提前下达明年专项债部分新增额度，托基建，稳增长.....	4
3、 对资本市场影响.....	5

图表目录

图 1: 四季度资金缺口依然较大.....	4
图 2: 基建投资增速乏力（亿元）.....	4

事件：2019年9月4日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资托基建、补短板扩内需。

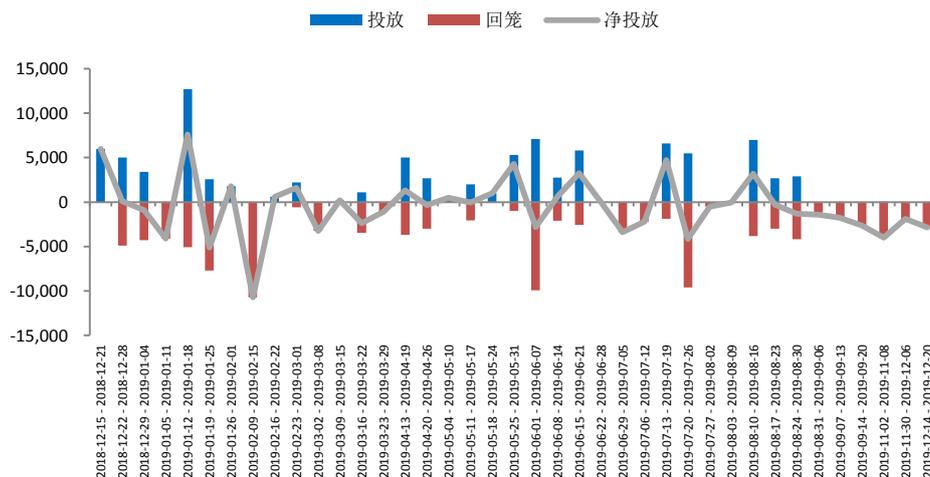
1、加大逆周期调节力度，降息降准脚步临近

加大逆周期调节力度。8月31日，国务院金融稳定发展委员会（简称金融委）召开第七次会议，提出加大宏观经济政策的逆周期调节力度，意味着逆周期调节将成为下半年货币政策的主要方向，同时下大力气疏通货币政策传导，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。9月4日，国常会便进一步明确指出，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，货币政策面临调整，利率下行空间已经打开。

降息降准步伐临近，定向降准和降低MLF利率成为操作关键。根据以往经验，国常会提出降准方面信息后不久，央行便会进行降息降准操作。叠加2019年底之前依然有1.14万亿元的资金缺口，仅9月就有4415亿元MLF到期，加上10月季节性缴税，月度流动性缺口依然存在。同时我国7月社融增速放缓，结构恶化，M2增速回落，流动性分层引发中小银行同业负债压力增加，企业信贷下滑速度较快，虽然央行公开市场操作可以缓解短期流动性，但是资金难以流向实体经济，会大量沉淀在银行间市场空转，实体经济迫切需要央行采用降准等中长期货币工具补充实体经济流动性，以缓解流动性分层难题，促进资金流向小微和民营企业，促进普惠金融发展，降低企业实际利率水平。

加强预调微调，货币政策迎来调整，但依然面临结构分化。目前海外市场在面临贸易摩擦引发经济下行压力背景下，各国央行持续宽松，纷纷进入降息周期，欧美降息预期不断飙升，美国PMI等先行指标继续下降，通胀低迷，9月欧央行和美联储降息概率较高，随着中美贸易摩擦升级、外部环境更趋复杂严峻。同时国内经济和就业下行压力增加，7月工业增加值增速降至4.8%，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.2个百分点；8月PMI为49.5%，较7月下降0.2个百分点；就业和实体经济依然面临较大的下行压力。此外，基建增速乏力，托底效果一般，在加强地产调控基础上，为了做好“六稳”工作，确保经济运行在合理区间，有必要通过降息降准，来降低实际利率水平，缓解企业融资困难。

但未来货币政策依然是结构性为主，通过降低MLF操作利率和定向降准，引导更多资金流向实体经济特别是小微企业，避免再次回流房地产，加强房地产领域信贷管控依然是未来货币政策的底线，因此结构性货币政策是主方向，尤其是随着LPR改革，通过降低MLF引导LPR利率下行是9月中下旬货币政策操作关键。

图1： 四季度资金缺口依然较大（亿元）

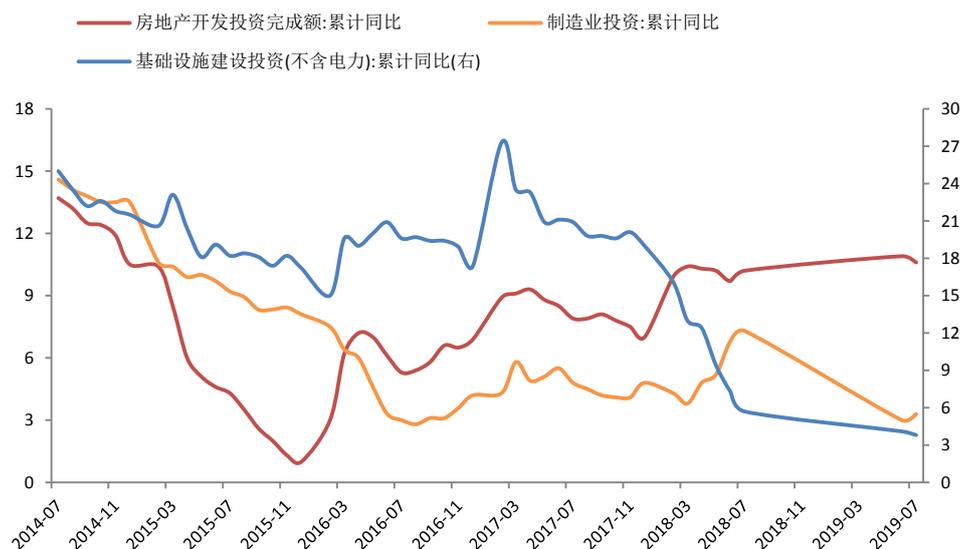
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 提前下达明年专项债部分新增额度，托基建，稳增长

基建增速乏力，专项债提前下达。2019年1-7月我国基建投资同比增长2.91%，增速仅较2018年全年（1.79%）略有提升，7月基建投资单月增速从3.9%下降至2.7%。虽然2019年上半年基建相关财政支出增速较2018年回升，继续维持不温不火。专项债前置导致四季度额度不足。例如，根据财政部最新数据显示，截至8月底各地已组织发行新增一般债券8893亿元，占全年新增限额的96%；专项债券20057亿元，占全年新增限额的93%。根据wind数据统计，截至9月5日，地方政府专项债额度已经发行2.05万亿元，余额不足1000亿元，一般债已经发行接近完毕。预计9月底中旬全年新增专项债和一般债基本发行完毕，那么未来四季度专项债进度将会影响社融增速，进一步冲击基建投资的积极性，拖累整个固定资产投资增速，随着9月房地产投资增速下滑，经济下行压力增加。因此，9月4日，国务院常务会议确定了加快地方政府专项债券发行使用，通过提前下达明年专项债部分新增额度，确保2020年初见效。根据21世纪经济报道，监管部门已经下发文件，要求地方报送2020年重大专项债项目资金需求情况。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。这样意味着，2019年四季度理论上可以新增地方政府债务1.85万亿元（一般债5580亿元，专项债12900亿元）。

扩大专项债使用范围，明确专项债资金用途。此次国常会扩大了专项债使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。因此，随着专项债的下达，未来轨交等交通基础设施、能源、生态、职业教育等领域将会持续受益。同时国常会也确定了专项债资金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。由于专项债资金可以用于项目资本金，按照4-5倍的杠杆率，未来政府以专项债为支点，支持重大项目通过发行专项债为资本金，可大约拉动基建投资增速回升2个百分点。

图2： 基建投资增速乏力（亿元）



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、对资本市场影响

随着9月美国对中国继续加征关税,中美贸易摩擦升级,当前外部环境更趋复杂严峻,国内经济下行压力,央行需要用好逆周期调节政策工具,通过实际行动降低落实降低实际利率水平。因此,央行货币政策将会注重预调微调,适时降息降准以降低实际利率水平。同时在构建“三档两优”存款准备金制度框架基础上,将会结合定向降准进一步降低中小银行法定存款准备金率,结合LPR等利率市场化改革,通过调控MLF公开市场操作利率,化解中小银行局部性、结构性流动性风险,引导更多资金流向实体经济。

对我国A股市场将会产生显著的提振作用,有助于发挥资本市场的枢纽作用,缓解企业融资困难,推动资本市场更好地服务实体经济。由于四季度经济可能短期企稳,加上CPI增速上行,债券市场震荡增加;长期来看,货币政策有助于引导无风险利率进一步下降,从而推动债券收益率或将继续下行,进而有利于降低企业融资成本;由于人民币汇率弹性增加,加上美联储可能继续降息,人民币汇率将继续保持震荡,未来央行将继续提高汇率弹性和双向波动区间,推动人民币汇率市场化改革。

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_10326

