

宏观研究/深度研究

2019年09月01日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 美债收益率倒挂冲击力有多大?》
2019.08
- 2 《宏观: 历史上美国的金融大棒是怎么打的》
2019.08
- 3 《宏观: 在宏观不确定性中寻找估值性价比》
2019.08

降成本的实质推进从减税降费到降息

新供给价值重估理论 (六)

核心观点

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下, 通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期, 通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力, 有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革, 提高经济潜在增速或减缓其下行, 全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。我们认为 2019 年供给侧改革重心从三去到一降, 降成本从减税降费开始, 包括降低增值税、社保费和电费、物流成本等, 货币政策维度, 降低企业融资成本必然涉及到降息, 预计未来政策利率成为决定所有利率的锚并会有所降低, 引导融资利率下行。

2019 年供给侧结构性改革以降成本为中心

2019 年供给侧结构性改革重心从三去到一降。我们认为, 三去一降一补是有先后顺序的, 2016 年为去产能, 2017 年为去库存, 2018 年为去杠杆, 进入 2019 年, 降成本成为重心。降成本从减税降费开始, 主要措施有降低增值税、降低社保费和降低电费和物流成本等。根据我们的测算, 增值税减税规模在 6000 亿-7000 亿左右, 电费降费根据发改委统计, 预计可达到 846 亿元。我们认为, 这一系列减税降费措施, 将有效降低企业运营成本, 拉动企业利润增长。

降低企业融资成本必然涉及到降息

今年降成本从减税降费开始, 而货币政策维度, 必然涉及到降息。年初至今央行在多个场合提到利率市场化, 推进利率市场化降息, 逻辑来自供给侧降成本而非需求侧, 即通过利率市场化两轨合一轨, 将贷款市场报价利率 (LPR) 与政策利率挂钩, 提高利率传导效率, 通过降低政策利率引导企业融资成本下行。利率市场化两轨合一轨的实质是取消存贷款基准利率, 我们认为渐进式改革将以“先贷款、后存款”的方式推进。8 月 17 日央行发布公告改革 LPR 形成机制, 8 月 20 日首期新机制 LPR 报价 1 年期报 4.25%, 5 年期报 4.85%, 1 年期 LPR 相较之前小幅下降 6BP。

未来政策利率成为决定所有利率的锚并会有所降低, 引导融资利率下行

政策利率是指央行引导和调控市场利率的中央银行与金融机构之间的批发资金利率, 我国正在积极构建和完善央行政策利率体系, 央行以此引导和调控包括市场基准利率和收益率曲线在内的整个市场利率, 以实现货币政策目标。尤其是在 LPR 新报价机制改革后, 将 LPR 利率与 MLF 利率挂钩, 意味着政策利率成为了决定包括 LPR 在内所有利率的锚。尽管贷款基准利率改革目前只动了增量, 但存量也会逐渐替代, 央行将通过降低 MLF 利率引导 LPR 下行, 降低企业融资成本。除了银行贷款外, 我们认为降低企业融资成本也需针对债券融资、表外融资等采用多项其他措施辅助推进。

降成本的另一个视角: 降低企业物流成本

从发展经济学角度, 东部地区的工业基础设施已经相对完善, 产业架构相对完整, 投入资本的边际回报率可能低于中部地区。中部地区相较于东部沿海地区有人力成本和土地成本低廉的优势, 经济发展潜力较大。然而中部崛起的最大障碍之一是相对高昂的物流成本。中部的单位面积铁路密度与印度持平、高于越南, 而且质量更优, 但由于中部商品产地与主要港口的地理距离较远, 高铁建设相对东部薄弱, 个别省份欠发达, 因此物流成本较高, 影响了商品竞争力。当务之急应是降低中部地区至港口的铁路、公路、江河航运成本, 帮助中部兑现经济发展潜力。

风险提示: 政策落地不及预期; 通胀超预期上行拖累货币政策降息空间。

正文目录

2019 降成本从减税降费开始.....	4
2019 年供给侧结构性改革重心从三去到一降.....	4
降低增值税.....	6
降低社保费率.....	6
降低电费等耗能成本.....	7
降低企业融资成本必然涉及到降息.....	8
利率市场化两轨合一轨的实质是取消存贷款基准利率.....	8
渐进式改革体现为以“先贷款、后存款”的方式取消存贷款基准利率.....	8
LPR 报价机制改革与报价首日降息.....	10
未来政策利率成为决定所有利率的锚，降息引导融资利率下行.....	12
政策利率成为决定所有利率的锚.....	12
尽管贷款基准利率改革目前只动了增量，存量也会逐渐替代.....	12
通过降低 MLF 利率引导 LPR 下行，降低企业融资成本.....	13
降低企业融资成本的其他措施也需辅助推进.....	13
降成本的另一个视角：推进降低企业物流成本.....	15
从发展经济学视角，中国中部地区的经济发展潜力较大.....	15
中部崛起的最大困境之一——物流成本.....	15
应降低中部地区至港口的铁路、公路、江河航运成本.....	16

图表目录

图表 1： 2016 年大宗商品驱熊迎牛.....	4
图表 2： 2016 年 9 月 PPI 转正.....	5
图表 3： 2017 年房地产去库存效果显著.....	5
图表 4： 社会融资规模在去杠杆过程中下降明显.....	6
图表 5： 非标融资在去杠杆过程中萎缩.....	6
图表 6： 降低增值税有助于企业利润增厚.....	6
图表 7： 官定和市场的双轨利率长期共存.....	8
图表 8： 贷款利率先放松上限浮动程度，再放松下限浮动程度.....	9
图表 9： 存款利率不管制下限，逐步放松上限浮动程度.....	9
图表 10： 商业银行理财细则等监管规则出台后，理财产品收益率整体呈现回落.....	10
图表 11： LPR 报价机制改革后，8 月 20 日首期新 LPR 较此前小幅下降 6BP.....	11
图表 12： 我国政策利率期限结构图（截至 2019 年 9 月 1 日）.....	12
图表 13： 改革前 LPR 一直与贷款基准利率变化高度一致，8 月 20 日 LPR 报价与 MLF 挂钩，小幅下行.....	13
图表 14： 多措并举引导企业各项融资成本下行.....	14
图表 15： 部分省份和直辖市 2018 年的月最低工资标准（最低一档），东部地区整体排名靠前.....	15

图表 16： 2017 全年，中国东中西部和越南、印度人均铁路里程对比16

图表 17： 2017 全年，中国东中西部和越南、印度铁路密度对比16

图表 18： 2017 我国各省及印度、越南人均铁路里程排序17

图表 19： 2017 我国各省及印度、越南铁路密度排序17

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效地使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或减缓其下行。在这样的背景下，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。

本篇报告是系列报告第六篇，重点讨论降成本的实质推进从减税降费到降息。

2019 降成本从减税降费开始

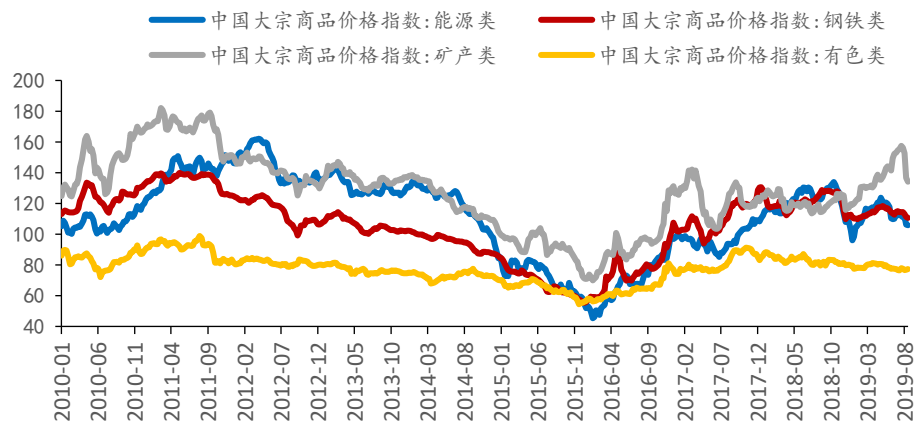
我们认为，2019 年供给侧结构性改革以降成本为重心，主要措施包括降低增值税、降低社保费率和从 18 年延续至 19 年的降低电费和物流成本等，减税降费力度创新高，我们认为减轻企业税收和社保缴费负担将有效拉动行业利润增厚。展望未来，我们认为降成本将继续深化，从减税降费到降低融资成本。

2019 年供给侧结构性改革重心从三去到一降

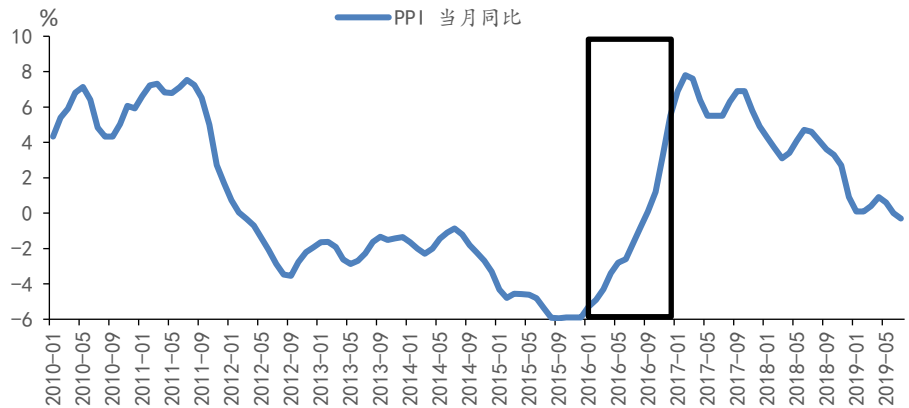
2015 年 11 月，习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上首次提出“着力加强供给侧结构性改革”，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，以推动我国社会生产力水平实现整体跃升。2016 年 5 月 16 日，习近平总书记主持召开中央财经领导小组第十三次会议强调，推进供给侧结构性改革，是综合研判世界经济形势和我国经济发展新常态作出的重大决策，各地区各部门要把思想和行动统一到党中央决策部署上来，重点推进“三去一降一补”。此后，三去一降一补成为我国宏观政策主线。我们认为，三去一降一补是有先后顺序的：

2016 年是去产能。2015 年 12 月中央经济工作会议将“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”作为 2016 年推进供给侧结构性改革的五大任务，去产能列为首位。去产能的主要对象是重工业，主要影响钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业。在此背景下，2016 年大宗商品出现反弹，PPI 也于当年 9 月转正。国家发改委数据显示，2016 年全年去产能取得良好成效，煤炭产能退出超过 2.9 亿吨，提前超额完成了当年目标，炼钢产能退出超过 6500 万吨。

图表1：2016 年大宗商品驱熊迎牛

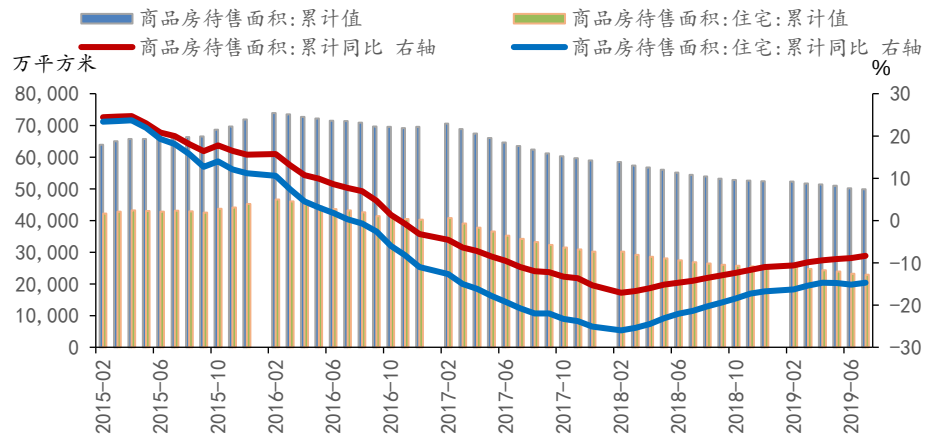


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2016 年 9 月 PPI 转正

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017 年是去库存。2016 年 12 月中央经济工作会议指出，化解房地产库存，要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。2017 年 3 月第十二届全国人民代表大会第五次会议，国务院总理李克强作政府工作报告介绍 2017 年工作部署，指出要加强房地产市场分类调控，因城因地施策，重点解决三四线城市房地产库存过多问题，同时要继续进行棚改，因地制宜提高货币化安置比例。根据国家统计局数据，2017 年房地产去库存效果显著，年末商品房待售面积 58923 万平方米，比上年末减少 10616 万平方米。其中商品住宅待售面积 30163 万平方米，减少 10094 万平方米。我们认为，2017 年在棚改货币化的支持下，经济增长也出现了一定程度的向好。

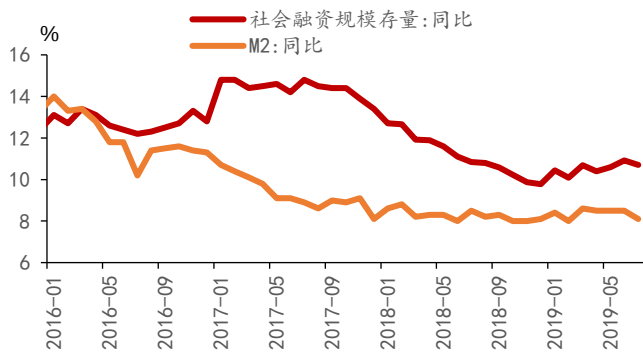
图表3：2017 年房地产去库存效果显著

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018 年是去杠杆。2018 年正式出台《资管新规》是金融去杠杆过程中的标志性事件，一些原有可能导致脱实向虚、资金空转、多层嵌套、期限错配等问题的融资渠道被堵死。当然，去杠杆过程中也有信用收缩和经济增速下行的阵痛，2018 年社融增速开始下滑，企业融资难现象较为普遍。在信用收缩和经济预期下滑下，债券市场走出了利率债小牛市。

我们认为，供给侧结构性改革是一个先“破”后“立”的过程。三去为“破”，一降一补为“立”。进入 2019 年，供给侧结构性改革进入“立”的阶段，核心就是降成本和补短板。降成本有很多方面，包括减税降费、降息和降融资成本等多个方面。在已经开展的工作中，减税降费对实体经济产生了积极影响。

图表4：社会融资规模在去杠杆过程中下降明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：非标融资在去杠杆过程中萎缩



资料来源：Wind，华泰证券研究所

降低增值税

2019 年上半年中央层面先后出台了多个减税降费的政策文件，涵盖了小微企业普惠性所得税、小规模纳税人免征增值税等内容。其中规模最大的是增值税减税，将增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%，原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。我们在今年 3 月 31 日的报告《增值税减税影响几何？》中预计 2019 年的增值税减税规模在 6000 亿-7000 亿左右，为“营改增”以来最大规模的减税。

增值税改革对行业利润增速有正向拉动。我们此前在《增值税减税影响几何？》中预计，此次增值税减税会对行业利润产生一定的正向增速作用，并采用了三种方法估计其利润增厚，结果显示利润增厚平均在 3%-12% 左右。由于实际减税过程中带来的价格下降效应很小，采购部门受“价内税错觉”的影响，会倾向于关注总价而非性价比，从而导致企业有收入增益。当然，具体的营业收入增益要取决于企业的议价能力，且综合营收和营业成本来看，毛利率越低的企业，利润增加的弹性越大。

图表6：降低增值税有助于企业利润增厚



资料来源：Wind，华泰证券研究所

降低社保费率

国务院办公厅于 2019 年 4 月 1 日印发《降低社会保险费率综合方案的通知》，规定自 2019 年 5 月 1 日起，降低城镇职工基本养老保险（包括企业和机关事业单位基本养老保险）单位缴费比例；继续阶段性降低失业保险、工伤保险费率；调整社保缴费基数政策。我们认为，下调企业社保费和 2019 年 4 月 1 日已经执行的企业增值税下调的政策初衷是一致的，就是在供给侧改革的大背景下给企业减负，帮助企业缓冲因为经济基本面下行的负面压力。

从各地的执行情况来看,一些地方原来缴费比例在 20%左右的纷纷开始按照国家要求逐步下调至 16%左右,有效降低的企业负担。以新疆为例,根据人力资源与社会保障局数据,自今年 5 月 1 日起,按照国家统一部署,新疆将企业职工和机关事业单位职工基本养老保险单位缴费比例由 20%同步降低至 16%,截至 7 月 31 日,已为企业减负 28.42 亿元,其中,养老保险减少 17.4 亿元,失业保险减少 9.2 亿元,工伤保险减少 1.82 亿元。

降低电费等耗能成本

2019 年政府工作报告中提出以改革推动降低涉企收费,深化电力市场化改革,清理电价附加收费,降低制造业用电成本,一般工商业平均电价再降低 10%。这是继 2018 年提出“一般工商业电价平均降低 10%”之后,政府工作报告再度提出降低企业用电负担的量化指标。

2019 年 7 月 16 日,国家发改委在召开定时定主题新闻发布会时表示,分别于今年 4 月 1 日和 7 月 1 日组织实施的两批降电价措施,预计将累计降低企业用电成本 846 亿元,其中一般工商业企业用电成本预计降低 810 亿元。而中国电力企业联合会发布的《中国电力行业年度发展报告 2019》数据显示,2018 年降低一般工商业电价成本 1257.9 亿元。发改委预计两年共降低企业用电成本 2100 亿元,我们认为这将有效的降低企业的运营成本。

降低企业融资成本必然涉及到降息

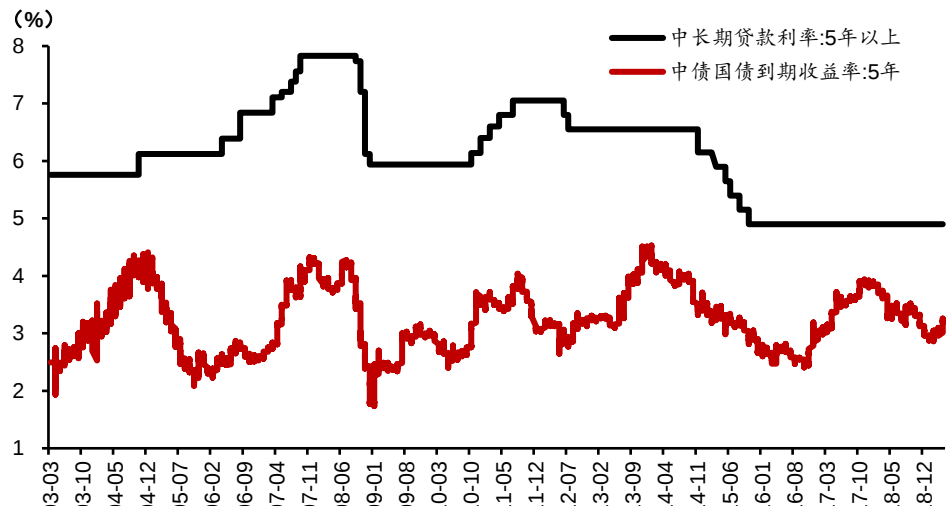
2018 年初以来，实体经济供给侧改革实现了“由破到立”的转向，核心转变为“降成本”和“补短板”，2019 年政府工作报告提出“实施更大规模的减税；明显降低企业社保缴费负担；着力缓解企业融资难融资贵问题”，今年降成本从减税降费开始，而货币政策维度，必然涉及到降息。

今年以来，货币政策持续面临解决小微企业和民营企业融资难、融资贵问题的结构性压力，央行在多个场合提到利率市场化，如易纲行长、货币政策司司长孙国峰多次公开讲话及央行 2018 年全部 4 个季度及 2019 年前两个季度的货币政策执行报告均提到深化利率市场化改革，我们认为央行多次提到利率市场化，旨在强化预期引导，为后续利率市场化改革的加速推进做了铺垫。推进利率市场化降息，逻辑来自供给侧降成本而非需求侧，即通过利率市场化两轨合一轨的推进，将贷款市场报价利率（LPR）与政策利率挂钩，提高利率传导效率，通过降低政策利率引导企业融资成本下行。

利率市场化两轨合一轨的实质是取消存贷款基准利率

所谓“利率两轨”指的是存贷款基准利率和市场化无风险利率并存。一方面，虽然目前存贷款利率浮动的上下限已经放开，但央行仍继续公布存贷款基准利率。另一方面，我国市场化无风险利率发展良好。目前市场上的质押式回购利率、国债收益率和公开市场操作利率等指标性利率对金融机构利率定价的参考作用日益增强。造成这一现象的主要原因就是我国利率市场化改革采用渐进式，改革推行速度较慢造成了部分市场化，而另外部分非市场化状态持续存在。

图表7：官定和市场的双轨利率长期共存



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_10388

