

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

多维政策托底经济, 逆周期调节对冲下行压力

——宏观半年度

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2019 年 06 月 21 日

相关研究

- 1 《宏观报告: 二季度开局 PMI 回调, 定向降准预期走强-宏观点评》 2019-05-06
- 2 《宏观报告: 4 月 PPI 或修复, 工业企业利润将触底回升-宏观追踪》 2019-04-29
- 3 《宏观报告: 3 月生产企稳, 能源与猪价修复或支撑物价改善-宏观追踪》 2019-03-25
- 4 《宏观报告: 一季度宏观经济开局平稳, 政策落地料将加快-宏观追踪》 2019-03-18
- 5 《宏观报告: 2 月社融回调, 通缩延续, 政策托底呵护市场-宏观跟踪》 2019-03-11

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

数据:

- PMI 维持弱势——5 月中采制造业 PMI 报 49.4%, 前值 50.1%; 官方非制造业 PMI 报 54.3%, 前值 54.3%; 综合 PMI 产出指数报 53.3%, 前值 53.4%; 财新 PMI 报 50.2%, 前值 50.2%。
- 社融稳中改善——5 月 M2 同比增长 8.5%, 预期 8.5%, 前值 8.5%, 货币供应松紧适度, 当前货币供应与经济增速协同匹配。
- 居民消费价格延续扩张——5 月 CPI 同比增 2.7%, 预期 2.7%, 前值 2.5%。PPI 同比上涨 0.6%, 前值 0.9%, 预期 0.6%。
- 外贸顺差扩大——中国 5 月出口 (以美元计) 同比增 1.1%, 预期降 3%, 前值降 2.7%; 进口降 8.5%, 预期降 3.1%, 前值增 4%。

观点:

- 经济运行整体平稳——年初时, 两会政府工作报告制定 2019 年经济增长的目标, 将底部下调至 6%, 然而一季度经济没有预想那样悲观, 开局平稳改善, 在下行压力尚未消除的背景下, 防风险和稳增长的双重任务仍旧重要, 逆周期调节的效果已经初步释放, IMIF 上调中国经济增速预期至 6.3%。
- 多维宏观政策发力——3 月两会召开夯实并丰满去年 10 月以来的一贯政策精神。经济下行但是幅度放缓, 质量提升并在底部蓄势, 政策对冲, 安全边界上移。三箭齐发: 稳杠杆, 宽信用, 货币环境改善; 减税费, 降成本, 财政积极发力; 宽管制, 防风险, 监管精准有效。
- 金融实体相辅相成——资本市场是蓄水池, 也是晴雨表, 金融供给提质增效, 纾困民企小微是激发实体活力的根本要害, 既要银行系统信贷支持, 更要股权融资扩张, 剑指多层次资本市场制度建设, 科创板注册制呼之即出, 是试验田, 更是新出路。
- A 股市场跌宕起伏——2018 年 10 月 19 日 A 股总市值降至 2449.2 政策底确定, 纾困资金进场, 节前业绩暴雷回调, 节后开始在科创板和两会行情的带动下修复拉升至 3200 点附近, 二季度受外部环境冲击和需求放缓影响, 规上企业利润增速转负, A 股市值回调, 三季度在 2900-3100 点附近徘徊概率较大, 后市仍期待基本面持续改善和政策预期落地。
- 风险提示: 经济下行压力、外部风险

内容目录

1. 政策环境篇	4
1.1. 减税费，降成本，财政积极发力	5
1.2. 稳杠杆，宽信用，货币环境改善	6
1.3. 疏通信用，普惠金融，助力民企	8
2. 宏观经济篇	9
2.1. 经济景气度步入收缩域	9
2.1.1. 内需仍弱，生产暂时修复	10
2.1.2. 外部环境复杂，外需趋弱	11
2.2. 物价回暖，通胀压力不大	12
2.3. 三架马车对经济拉动走弱	14
2.4. 货币松紧适度，社融整体平稳	18
3. 投资策略	20

图表目录

图 1: 二季度经济景气度走弱	9
图 2: 供需两端震荡回调	9
图 3: 6 月发电耗煤量有所修复	10
图 4: PPI 或将高位下行，利润收窄	10
图 5: 1-6 月高炉开工率震荡爬升	10
图 6: 1-6 月钢材价格波动	10
图 7: 二季度水泥价格驱动产量修复	11
图 8: 上半年建筑机械与重卡行业指数	11
图 9: 二季度建筑业景气度回调	11
图 10: 上半年挖掘机产销量增速下降	11
图 11: 5 月进出口指标加快下行	12
图 12: 1-5 月主要工业国家制造业 PMI 下行	12
图 13: 上半年 CPI 受食品项和能源价格带动走高	12
图 14: 1-5 月食品项加快上涨	12
图 15: 上半年非食品项增速回落	13
图 16: 上半年翘尾因素处于高位，下半年回落	13
图 17: 1-5 月 PPI 低位运行	14
图 18: 原材料和加工业拖累 PPI 走高主因	14
图 19: 工业实际增速整体平稳	14
图 20: 二季度下行压力增大	14
图 21: 消费增速震荡下行	15
图 22: 上半年主要消费品增速	15
图 23: 5 月投资增速主要分项	16
图 24: 5 月民间投资比重修复	16
图 19: 地产三大先行指标走势	16
图 20: 上半年挖掘机销量和基建增速回落	16
图 27: 2019 年外贸下行几成定局	17
图 28: 航运指数、大宗商品价格震荡下行	17

图 21: 外贸当月同比增速回落	17
图 22: 人民币汇率下行, 美元指数高位走弱	17
图 31: M2 增速上半年稳中修复, M2-M1 剪刀差收窄	19
图 32: GDP 名义增速与货币供给增速协同	19
图 23: 短期贷款比重增大, 中长期贷款增速较小	19
图 24: 居民中长期贷款不弱, 但是短期增量较小	19
图 25: 企业中长期信贷较弱	20
图 26: 表外三项合计继续下降成主要拖累	20
图 37: 社融主要受信贷支撑	20
图 38: 社融存量开始修复	20
表 1: 2019 年主要会议和政策一览	4
表 2: 2019 年初至两会期间制定的减税降费目标清单	6
表 3: 2018 年至今货币政策工具的运用	7
表 4: 《关于促进中小企业健康发展的指导意见》措施	8

1. 政策环境篇

2018 年经济增速明显放缓，从 2017 年的 6.9%，降至 2018 年的 6.6%，期间四个季度增速分别为（6.8%、6.7%、6.5%、6.4%），内需走弱，生产放缓，再叠加国际政治经济关系复杂多变，金融市场也经历信用债务违约和股权质押风险集中释放等一系列事件的震荡冲击，小微民企融资的矛盾凸显，就业压力开始显现，这与 2020 年全面实现小康社会的目标产生背离，在这样的背景下，中央高层开展了多种形式的逆周期调节，其中包括：积极的财政政策、适度宽松的货币政策、稳健的信用政策和精准的监管政策。这些政策自去年开始落地，虽存在一定的政策时滞，但也改善了市场预期，步入 2019 年，减税降费和政府基建投放提升了企业活力，从一季度经济数据看，无论是金融数据还是景气度指标，抑或是外贸数据等均有改善，3 月-4 月期间伴随节后复产，生产加速，带动上游企业库存回补，工业产能的释放，水泥、螺纹钢、发电等高频数据与 PMI 数据相互印证，此前政策效果初显，进入二季度后，川普政府公然背弃此前中美贸易谈判既有共识，两国经贸关系再次跌落谷底，叠加国内增值税改革刺激企业在 3 月提前销售，对二季度工业企业利润产生透支和替代，4 月规上工业企业利润增速转负，报-3.4%（前值 13.9%），5 月中采 PMI 也降至荣枯线下方报 49.4%，宏观经济下行压力再次凸显。

在国内外经济环境极为复杂的背景下，宏观政策的逆周期调节尤为重要，2019 年 3 月两会召开夯实并丰满去年 10 月以来的一贯政策精神。经济下行但是幅度放缓，质量提升并在底部蓄势，政策对冲，安全边界上移。三箭齐发：稳杠杆，宽信用，货币环境改善；减税费，降成本，财政积极发力；宽管制，防风险，监管精准有效。步入 5 月经济基本面再度出现波动，经济底部仍不能轻易判断，企稳复苏的时机也无法证实和证伪，但经济质量的上升则得到市场认可，随着减税降费和基建上马推动，制造业投资和基建投资有望实现结构性的优化，借助政策释放经济红利，缓冲增速下滑的压力，2019 年作为一个政策大年伴随着两会顺利结束，稳增长的战役已然拉开序幕。

表 1：2019 年主要会议和政策一览

时间	会议或政策发布部门	会议或政策内容
2019 年 1 月 4 日	中国人民银行	央行宣布将在 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。
2019 年 1 月 29 日	国家发改委等十部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案（2019）》“有条件的地区”以补贴等方式鼓励汽车、家电、养老、托幼、农村电商与生态旅游、5G 商用与超高清视频等方面的消费
2019 年 1 月 23 日	中央深改委第六次会议	2019 至 2020 年的改革，将会对标 2013 年 11 月 12 日十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。
2019 年 2 月 19 日	发改委等 18 部委	印发了《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》，指导各地方解决教育、医疗、养老、文化、旅游、体育、家政等公共服务供给不足、质

2019 年 2 月 22 日	完善金融服务、防范金融风险第十三次集体学习	习近平总书记首次将金融定位为“国家重要的核心竞争力”首次提出金融供给侧改革
2019 年 3 月 5 日	全国两会召开	十三届全国人大二次会议正式开幕，李克强总理做政府工作报告，总结 2018 年取得成绩，部署 2019 年政府经济工作目标。
2019 年 4 月 19 日	中央政治局会议召开	会议强调五个坚持和六稳，总结一季度经济运行情况，经济增长喜中有忧，货币政策适度宽松和财政政策积极发力。
2019 年 5 月 14 日	国务院常务会议	李克强部署进一步推动网络提速降费，发挥扩内需稳就业惠民生的多重效应，确定发挥企业主体作用提高创新能力的措施，推进产业提质升级。
2019 年 5 月 17 日	央行发布《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》	把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。此外，“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，稳物价成为后续重点。
2019 年 6 月 5 日	总理召开国务院常务会议	引导金融机构降低小微企业融资实际利率和综合成本，将小微企业不良贷款容忍度从不低于各项贷款不良率 2 个百分点放宽到 3 个百分点。鼓励风投、创投加大对“双创”的支持力度。支持创业孵化机构、创投企业发债融资。
2019 年 6 月 8 日	G20 峰会在福冈召开	易刚表示：中国宏观政策空间充足，政策工具箱丰富，有能力应对各种不确定性。此后，央行表示：有效发挥财政货币政策作用，支持做好专项债券发行及项目配套融资有关工作。专项债转入资本金助力基建发力。

资料来源：中原证券

1.1.1. 减税费，降成本，财政积极发力

2018 年 12 月 19 日至 21 日召开的中央经济工作会议明确，2019 年我国宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，其中积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，2018 年全年减税降费规模大 1.3 万亿元，超过了 2018 年初制定的 1.1 万亿元指标，而在刚刚闭幕的两会上，更进一步具体列示了这一任务：“减税降费 2 万亿元”，主要着力在四个方面：一是压缩“三公”开支，增加特定国企上缴利率，提升财政赤字率目标从 2.6%至 2.8%；二是深化增值税改革，制造业税率从 16%降至 13%，交通运输业、建筑业税率自 10%降至 9%；在税档结构上，保持 6%一档的税率不变，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。普惠性减税的确降低了当前税收收入但从长远看，企业运营负担减轻，助力市场繁荣，做强税基，最终形成良性循环，同时也对于稳就业作用明显。三是降低基本养老保险缴费比例至 16%。稳定现行征缴方式，各地在征收体制改革过程中不得采取增加小微企业实际缴费负担的做法，不得自行对历史欠费进行集中清缴。四是降低失业和工伤保险费率，为企业减负。

2019 年减税降费规模约占 GDP 总量的 2%，主要用于减轻实体经济运营压力，在供给侧改革的推动下，2016-2017 年上游企业受到价格提振，资产负债表得以修复，主要惠及大型国企央企，市场集中度明显增加，但对于中小企业的市场环境产生压力，本轮减税降费的普惠性明显增加，对于制造业、建筑业、服务业等特定产业的减负力度更大，

这些领域中小民企所占比重很大，变相推进了民企纾困措施的落实和激发了企业活力。

表 2：2019 年初至两会期间制定的减税降费目标清单

减税降费项目	下调幅度	收益群体
增值税下调	第一档：16%档位。例如：制造业增值税率从 16%降至 13%	占制造业九成的中小民企受益
	第二档：10%档位。例如：交通业、建筑业增值税税率从 10%降至 9%	占建筑业和交通业 6 成的中小民企受益
	第三档：6%档位。保持不变，但增加生产、生活服务业抵扣	中小民企在服务业比重较大
企业居民社保与养老保险	企业与居民的社保稳定现行征缴方式 城镇职工的养老保险单位缴纳比例从 19%下调三个百分点，为 16%	企业上缴养老保险费率下调
电价和互联网通讯费	电价附加费取消；商业用电降 10%； 制造业用电价格下调。中小企业宽带平均资费再降低 15%，移动网络流量平均资费再降低 20%以上。	企业用电、中小企业用网、普通民众流量费均有降低。
增值税征收起点上调	增值税征收范围从 3 万元上升至 10 万元	小规模纳税人受益
定额税费减免	招用农村贫困人口和城镇登记失业半年以上职工的各种企业，三年内给予定额税费减免	符合条件的企业
进口货物增值税税率下调	2019 年 4 月 1 日起，进口货物原适用 16%增值税税率的，税率调整为 13%，原适用 10%增值税税率的，税率调整为 9%	全部进口品

资料来源：中原证券

2018 年减税降费 1.3 万亿，今年政府工作报告将目标定在 2 万亿，财政发力需要持久动力，一方面这源于经济基本面的改善做大税基，当前看经济修复上行仍需时日；另一方面则是开源节流，节流主要体现在压缩三公经费，提升赤字率，而开源可能主要通过，鼓励借助金融工具，发行各级政府背书的各类债券，此外，今年房地产税的立法将会出台。

财政政策的另一法宝是基建。虽然减税降费有助于降低企业运营负担，但是也会直接带来财政收入的收窄和贸易赤字的扩大，当前无论是民企纾困还是基建加码，都需要松紧适度的货币环境，不应单单考虑举债财政，较好的选择是一方面宽松货币有助于降低利息成本，减少财税负担；另一方面基建既是补短板，更是扩内需，有助于刺激经济修复。但同时，我们也需要警惕，大水漫灌的老路走不通，借助资产价格上涨脱困只是权益之计，M2 增速的量不大可能恢复到 10%以上，金融供给侧改革的重点是“质”，而绝非单纯的“量”，财政政策发力必然需要更有效的货币政策配合。

1.2. 稳杠杆，宽信用，货币环境改善

3 月 15 日，克强总理发表讲话，明确两会期间设立的 6%-6.5%增速目标是“区间调

控”的需要，不会让经济增速滑出至 6% 边界，同时也货币政策给予很大期望，要在应对不确定的因素时，“留有政策空间”，借助存款准备金率、利率等货币量价工具支持实体，重申这并不代表放松银根。

这与此前两会期间央行行长易刚答记者问时的观点十分一致，从用定向降准替代全面降准，到重提全面降准，其背后反映的是经济稳增长的需要。年初市场普遍预期经济增长速度趋势下行，高层出台一系列扩张性的财政政策和货币政策予以对冲，即加大宏观政策的逆周期调节。从 3 月金融数据改善上看，当前货币政策步入微调阶段，此前全面降准的必要性目前已经不大，但也不排除未来定出台扶植民企小微的举措。

表 3：2018 年至今货币政策工具的运用

时间	货币政策和工具使用情况	用途与力度
2018 年 1 月 25 落地（2017 年 9 月宣布）	第一档：凡前一年上述（普惠金融）贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；第二档：前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。	针对普惠金融，仅有建行达到第二档。释放流动性 5000-7000 亿。
2018 年 4 月 17 日（年内第二次降准）	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行准备金率 1 个百分点	置换 MLF 和支持小微，除去 9000 亿元置换部分，释放增量资金约 4000 亿元。
2018 年 6 月 1 日	适当扩大 MLF 担保品范围，将不低于 AA 级的小微、绿色和三农金融债、AA+、AA 级公司信用类债券、优质小微企业贷款和绿色贷款纳入 MLF 担保品范围	对小微、绿色和三农，增加 4000 亿至 6000 亿的可质押债券规模
2018 年 6 月 28 日	扩大 SLF 担保品范围将不低于 AA 级的小微、绿色和三农金融债、AA+、AA 级公司信用类债券纳入 SLF 担保品范围	对小微、绿色和三农
2018 年 7 月 5 日（年内第三次降准）	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行准备金率 0.5 个百分点，以支持市场化、法制化“债转股”和小微企业融资	对小微和债转股，释放 7000 亿
2018 年 8 月 6 日	央行将远期售汇业务的外汇风险准备金从 0 上调至 20%。	让银行为应对未来可能出现的亏损而计提风险准备，通过价格传导抑制企业远期售汇的顺周期行为。
2018 年 9 月 28 日	银保监会公布实施《商业银行业务监督管理办法》，单只公募理财产品销售起点由 5 万降至 1 万	扩大理财受众范围，引导理财资金入市
2018 年 10 月 15 日	央行下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行	释放 1.2 万亿资金，用于置换操作，剔除置换到期 MLF 约 4500 亿，净投

	行准备金率 1 个百分点，当日到期的放 7500 亿元。
	MLF 不再续作
2018 年 12 月 19 日	央行创设 TMLF，对实力较为雄厚的大型商业银行、股份制商业银行和大型城商行，提供 TMLF 期限 3 年，较 MLF 优惠 15BP，为 3.15%
	央行宣布将普惠金融定向降准和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。
2019 年 1 月 2 日	支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。
2019 年 1 月 4 日（新年第一次降准）	除建行外，其他三大国有银行也将达到降准 150bp 的优惠档要求；此外，部分股份行及其他中小行也有望达到该要求，预计释放流动性 7000-8000 亿左右。
2019 年 1 月 4 日（总理视察三行）	总理视察三大行，提出考核标准调整，放宽第二档范围。
2019 年 5 月 15 日	央行从 5 月 15 日开始，对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位，
	相当于定向降准，释放资金 6000 亿元
	支持小微企业和民营企业。
	金融机构存款准备金率下调 1 个百分点，释放 1.5 万亿，考虑一季度到期 MLF 约为 7000 亿，净释放 8000 亿元，满足支持小微和春节期间的流动性需求
	截止 6 月 18 日为实施该政策的第二次存款准备金率调整，释放长期资金约 1000 亿元。

资料来源：中原证券，人民银行官网

1.3. 疏通信用，普惠金融，助力民企

自去年 10 月逐步推出救市措施，各路纾困资金陆续进场，普惠金融政策相继落地，逐步确定了逆周期调节在重点领域的部署方向，股权质押危机基本解除后，针对中小企业的金融扶植政策依然加码，中共中央办公厅、国务院办公厅 4 月 8 日印发了《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，意见开出两记药方：一是定向精准。为营造良好发展

环境，鼓励社会资本参与，完善中小企业融资担保体系，建立常态化“进、退、转、停”机制。

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_11835

