

## 第三条“水路”通股市

### ——解析政策对市场的传导

宏观深度

#### 要点

- ◆ “紧信用”挥之不去，股市是否还有机会？从美国的经验来看，在“紧信用”的背景下，如果宏观政策足够到位，“水路”畅通，股市可以有机会。2018年中国“水路”不通，2019年问题不是该不该放“水”，而是如何“放水”，哪条“水路”通股市？1月份金融数据超预期反弹是不是“宽信用”的前奏呢？
- ◆ “黄河之水天上来”，但货币之“水”不是这样，银行体系对外“放水”主要有三条路，2018年这三条路都被堵。第一是通过外汇占款“放水”，也就是私人部门把外汇卖给银行，银行给私人部门人民币，这条路曾经是“主干道”，但近几年越来越窄。第二是对非政府部门（居民和企业）“放水”，这条路面临“紧信用”。由于对楼市与地方政府债务的大力监管，开发商和城投融资受限。在经济增速下行、贸易摩擦加剧、企业违约增多的情况下，银行对制造业的风险偏好下滑，对制造业贷款的动力也下降。近期一系列政策力图改善民企融资，但在经济下行压力下，总体的效果尚待观察。第三是对政府“放水”，但是2018年无论是狭义还是广义财政赤字率均较2017年收窄，这条路也不畅通。
- ◆ 2019年，三条“水路”中第一条将是拖累，第二条稍好（顶多算作“半条”），第三条“水路”则更值得关注。经常项目相对于GDP已经趋势下行，现在仍然“四面楚歌”，2019年甚至可能出现逆差，意味着外汇占款“水路”不通。在楼市施策局部微调，但基建空间下降、银行对制造业风险偏好难大幅改善的背景下，第二条“水路”还不畅通，顶多算“半条”“水路”。第三“水路”灵活性较大，宽财政包括增支与减收。之前经济下行时期需求管理的增支为主，但现在更注重供应端的操作（减税降费）。虽然减税降费也会增加赤字，但是对贸易顺差的拖累会远弱于基建，企业不会把减税所节省的资金全部用于投资，灵活性也更大。
- ◆ 第三条“水路”是“文火炖汤”，市场良性循环。楼市基建“大放水”的短期可能改善风险偏好，推升股市估值。但会增加金融风险，加剧经常项目下行压力，恶化行业之间的利益分配，带来的风险偏好改善可能是“昙花一现”，使得市场经历更大的波动。第三条“水路”减轻企业成本负担，改善企业盈利，“普惠”更多行业，并通过改善企业资产负债表而提升银行的风险偏好，缓解“紧信用”情况。这条“水路”是良性循环，实体经济更可持续，股市也更健康。2008年后比较长的一段时间内，美国市场“紧信用”，但通过对政府“放水”，其股市2009年就开启了10年牛市。
- ◆ 从行业机会来看，上游部分得益于基建增速反弹，而减税降费的“宽财政”改善相关行业的盈利，从中受益比较多可能是通讯、有色、汽车、农林牧渔等。从时点上来看，中美贸易谈判预计会有阶段性进展，而“宽财政”的具体情况“两会”会有更详细的计划出台，第三条“水路”面纱揭开。看远一点，则关注楼市调整如何影响政策空间，以及财政政策的演变，甚至财政体制改革的蛛丝马迹。
- ◆ 风险提示：在财政收入增速放缓、支出压降空间不大的情况下，减税降费规模可能不及预期。

#### 分析师

张文朗（执业证书编号：S09305161100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静（执业证书编号：S09305161100004）  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

周子彭（执业证书编号：S0930518070004）  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebcn.com](mailto:zhouzipeng@ebcn.com)

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

#### 联系人

刘政宁  
021-52523806  
[liuzn@ebcn.com](mailto:liuzn@ebcn.com)

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebcn.com](mailto:zhengyc@ebcn.com)

## 目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 美国的经验：“紧信用”，股市也可以好 .....    | 4  |
| 2018 中国“水”路不通，股市“熊出没” ..... | 6  |
| 哪条“水路”通股市？ .....            | 8  |
| 第一条“水路”不通 .....             | 8  |
| 第二条顶多算“半条” .....            | 9  |
| 第三条“水路”更值得关注 .....          | 10 |
| “文火炖汤”良性循环 .....            | 11 |
| 哪些行业受益？ .....               | 12 |
| 风险提示 .....                  | 14 |

## 图目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：2008 年之后美国私人部门大幅拖低货币.....    | 4  |
| 图 2：2008 年之后美联储对政府债权增加.....      | 4  |
| 图 3：联储资产负债表的构成.....              | 5  |
| 图 4：2009 年美国股市就开始好转.....         | 5  |
| 图 5：美国宽财政支撑了危机后的企业利润.....        | 6  |
| 图 6：中国基础货币增速分解.....              | 6  |
| 图 7：中国广义货币增速分解.....              | 7  |
| 图 8：2018 年中国央行和商业银行双缩表.....      | 8  |
| 图 9：2018 年中国财政赤字率收缩.....         | 8  |
| 图 10：中国国际投资净收益率持续为负.....         | 9  |
| 图 11：2019 年经常项目或出现逆差.....        | 9  |
| 图 12：按揭仅略有回暖.....                | 10 |
| 图 13：城投和建筑债券占比上升.....            | 10 |
| 图 14：股市定价表明市场对楼市看法或已变.....       | 12 |
| 图 15：债市定价亦表明市场对楼市看法或已变.....      | 12 |
| 图 16：增值税税率降低 1 个百分点对净利润的影响.....  | 13 |
| 图 17：企业所得税税率降低 1 个百分点对净利润影响..... | 13 |
| 图 18：当前各行业增值税税率.....             | 14 |

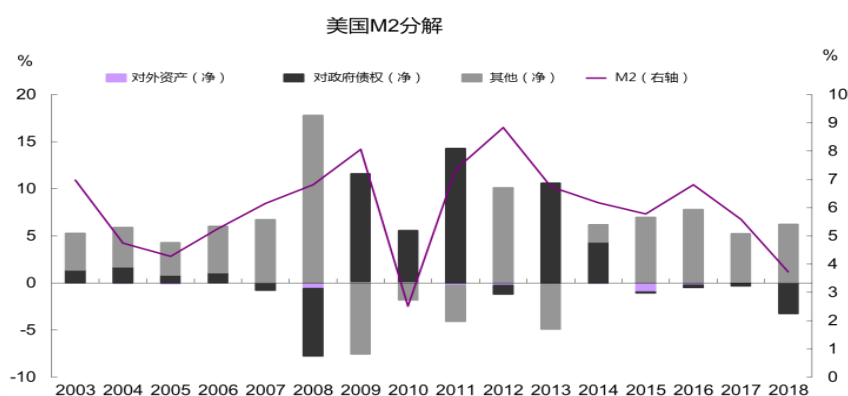
## 美国的经验：“紧信用”，股市也可以好

“紧信用”是2018年中国经济的关键词。所谓“紧信用”，简单通俗地说就是银行不愿意借钱给企业或居民，而企业或居民借钱的动力也不强。2019年金融周期下行大方向不改，虽然政府一再鼓励银行给民企贷款，但经济下行、违约事件较多，银行风险偏好难大幅改善，“紧信用”要变成“宽信用”难度较大。

在“紧信用”的背景下，股市是不是就没有机会呢？从美国的经验来看，虽然市场“紧信用”，但如果宏观政策足够到位，股市仍然可以有会。

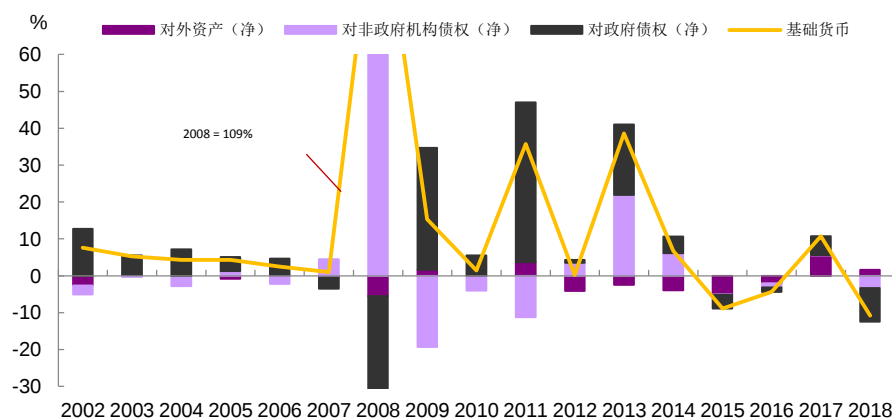
具体到政策，如果把“松货币”通俗地比喻为“放水”，那么金融周期下行时期“放水”肯定是必要的，美国就是典型的例子。2008年之后的三年时间内美国私人部门对广义货币的贡献大幅下滑就是银行“紧信用”的体现，而同期“松货币”与“宽财政”则分别体现为基础货币大幅增长和政府融资快速上升（图1-2）。也就是说，政府融资大幅增加，“宽财政”靠“松货币”配合得以实现。

图1：2008年之后美国私人部门大幅拖低货币



资料来源：WIND，IMF，光大证券研究所。

图2：2008年之后美联储对政府债权增加



资料来源：WIND，光大证券研究所。

从图 1-2 中清楚地看到，2008 年美国金融周期转向之后比较长的一段时间内，市场基本上处于“紧信用”状态，因为不管是广义货币还是基础货币里面，非政府部门（居民加企业）借钱对货币的贡献基本处于负值状态，而政府借钱对货币增速的贡献则大幅上升。也就是说，在市场“紧信用”的情况下，政府取代私人部门大幅借钱，带动货币扩张。在货币政策方面，美联储 2008 年底将联邦基金利率降至 0-0.25% 的水平，并实行量化宽松政策（表 1），持续保持宽松的货币政策。

那么，那时美国政府借钱干嘛呢？2008 年到 2009 年，美国在财政政策方面进行了数轮大规模削减税收收入和基建计划（表 1）。

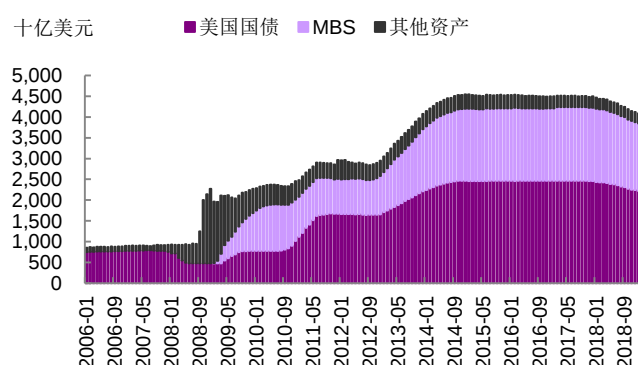
表 1：美国 2008-2009 年货币政策与财政政策

| 时间          | 政策                                                             |
|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 2008 年 2 月  | 颁布减税规模为 1680 亿美元的《2008 经济刺激法案》                                 |
| 2008 年 8 月  | 颁布《2008 年紧急经济稳定法案》和《2008 年延长税收（优惠）和最低选择税减免法案》提出减税约 1100 亿美元的计划 |
| 2008 年 11 月 | 美联储执行第一轮量化宽松政策(QE1)，释放 6000 亿流动性                               |
| 2008 年 12 月 | 美联储将联邦基金利率降至 0-0.25% 的水平，美国步入零利率时代                             |
| 2009 年 2 月  | 签署规模为 7870 亿美元的《美国复苏及再投资法》                                     |
| 2009 年 3 月  | 美联储扩大了第一轮定量宽松政策的规模                                             |

资料来源：光大证券研究所整理

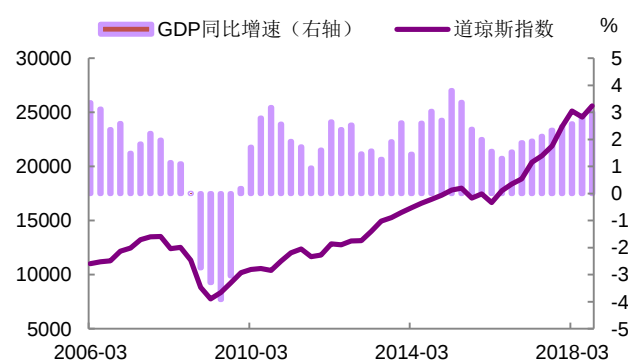
也就是说，在市场“水”路不通的情况下，政府取而代之，大幅借钱来“放水”。这个如何影响美国彼时的股市呢？有如下三个方面。首先，当时短端利率降至 0，推升股市估值。其二，美联储大量购买 MBS、ABS 等风险资产，提高了市场风险偏好，降低风险溢价，同样支撑股市估值（图 3）。虽然 2009 年美国的经济仍然深陷泥沼，但其股市却一路上行，开启了十年牛市（图 4）。

图 3：联储资产负债表的构成



资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2018 年 12 月末

图 4：2009 年美国股市就开始好转

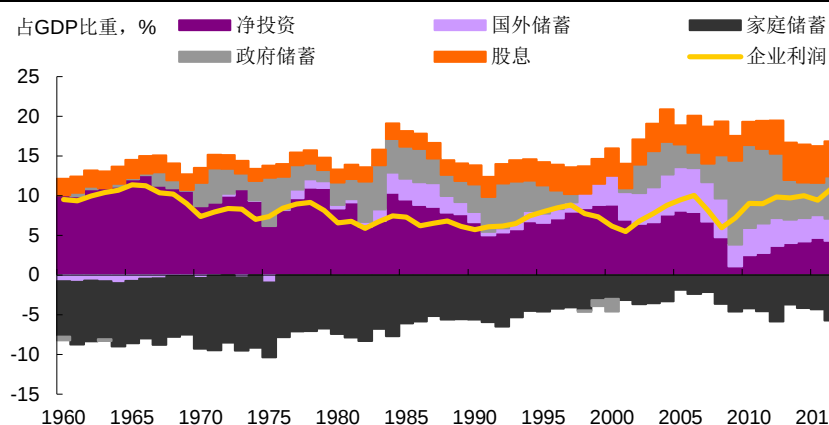


资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2018 年 9 月末

而最为值得关注的是第三个方面，“宽财政”改善了彼时美国的企业利润，支撑了股市。美国企业利润在 2008 年之后有改善，从贡献来看，“宽财政”确实是 2009 年之后一段时间内美国企业利润的重要来源（其间政府储蓄规模明显提升，图 5）。通俗地说，就是政府从联储借钱花，谁从政府的花钱中受益，谁的利润就可能改善。

简而言之，2008 年金融危机爆发之后，美国市场“紧信用”非常明显，但由于政策空间大而且执行到位，市场“水路”不通，但政府“水路”畅通，股市反弹。

图 5：美国宽财政支撑了危机后的企业利润

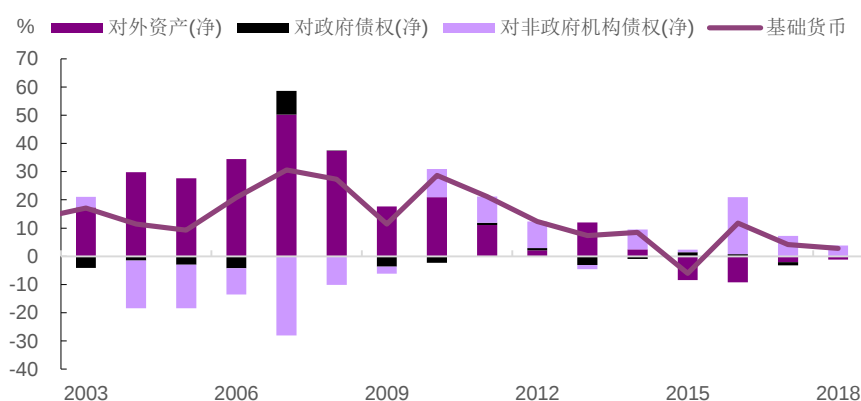


资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2017 年

## 2018 中国“水”路不通，股市“熊出没”

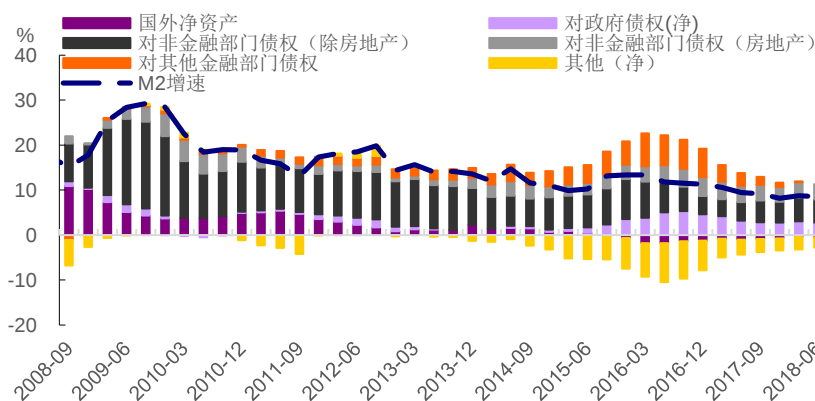
2018 年中国市场“紧信用”，但“松货币”政策效果不佳。虽然利率有所下行，但基础货币、广义货币和社融增速持续回落，均创历史新低（图 6-7）。

图 6：中国基础货币增速分解



资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2018 年年末

图 7：中国广义货币增速分解



资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2018 年 9 月末

这反映了“水”路不畅。2018 年央行缩表，基础货币收缩 1200 余亿，外汇占款下降和降准置换 MLF 是主要原因。实际上，中国央行投放基础货币的方式过去几年发生了重要的变化，外汇投放的重要性大幅下降。

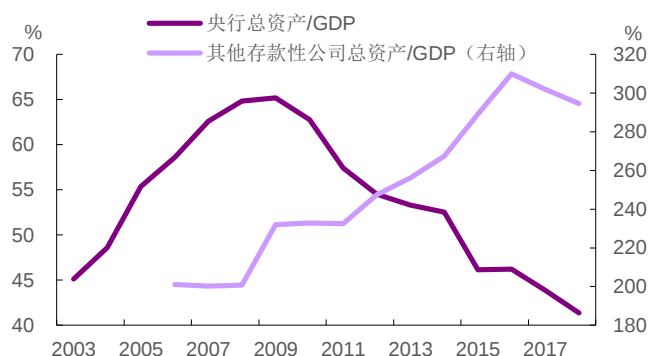
为何 2018 年“水”路不通呢？大自然的水是天上掉下来的，所谓“黄河之水天上来，奔流到海不复回”，但货币之“水”不是这样，不会从天上掉下来。不管是中央银行还是商业银行（整个银行体系）“放水”主要靠三条路。

第一是通过外汇占款“放水”，也就是非银私人部门把所得到的外汇卖给银行，银行给私人部门人民币，这条路曾经是放水的“主干道”，但近几年一直不畅。随着经常项目趋势回落，这个渠道已经成为拖累，对基础货币和广义货币的贡献变成了负值，2018 年基本延续这个情况。外汇占款的放缓也是央行被动缩表的一个重要原因（图 6-8）。

第二条路就是对非政府部门（居民和企业）“放水”，这条路 2018 年面临“紧信用”。对居民“放水”主要是按揭和消费贷（消费贷中有一部分绕道到了房地产），由于对楼市的监管，加上家庭杠杆的快速上升，对居民放水其实也遇到阻碍。对企业“放水”的阻碍更多。企业主要包括三类：开发商、城投和制造业。开发商融资因为楼市严监管而受限，城投融资因为清理地方债务而大幅下滑。政府倒是支持银行给制造业放贷，但在经济增速下行、贸易摩擦加剧、企业违约增多的情况下，银行对制造业的风险偏好下滑，对制造业贷款的动力下降。

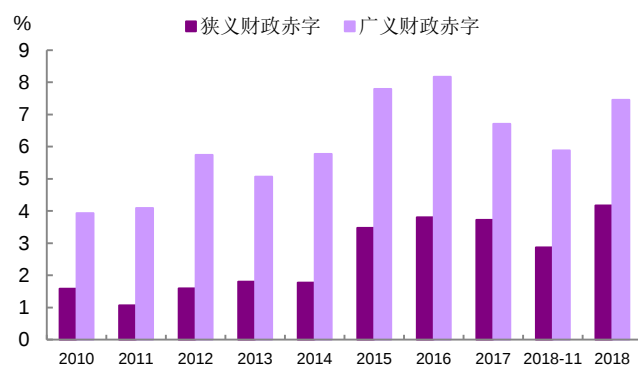
第三条路就是对政府“放水”，但是 2018 年前 11 个月无论是狭义还是广义财政赤字率均较 2017 年收窄，这条路也不通（图 9），只是到了 2018 年的 12 月份财政赤字才加大。

图 8：2018 年中国央行和商业银行双缩表



资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2018 年年末

图 9：2018 年中国财政赤字率收缩



资料来源：WIND，光大证券研究所整理。注：狭义财政赤字仅与一般公共预算账户相关，广义财政赤字则包含了地方融资平台所形成的基建类债务。

在经济下行而“水路”不通的情况下，在加上贸易摩擦不断，中国股市 2018 年演绎了“熊出没”。

## 哪条“水路”通股市？

现在市场上普遍流行的说法是，2019 年流动性必须比 2018 年宽松，否则经济下行压力更大，市场也不会好。但很少有人去思考，流动性如何宽松，“水”如何放？2018 年 GDP 同比增速较 2017 年下行 0.2 个百分点，股市节节下滑，难道流动性不需要宽松么？问题是，如前所述，2018 年三条“水路”都被堵。

那么，到了 2019 年，问题不是该不该“放水”，而是如何才能“放水”。具体而言，三条“水路”哪条能通呢？

### 第一条“水路”不通

外汇占款今年如何演变？经常项目（主要包括贸易顺差和国际投资净收入）已经相对于 GDP 趋势下行，现在仍然面临压力，这个压力来自于几个方面，“四面楚歌”。首先，人口老龄化，储蓄相对于消费下降，对应到外部就是经常项目下行。第二，上游减产限产，叠加今年基建增速好转，意味着

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\\_14114](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14114)

