

## 耐心等待政策的“出牌”节奏

2023年06月19日

自超预期降息开始，市场对未来政策充满期待。上周市场行情从另一个侧面印证当下市场高度博弈强政策刺激。

上周五李强总理主持召开国常会召开，研究提出了一批政策措施。我们应该如何看待未来或有政策，今年是否会迎来一波强刺激？

### ► 当下市场博弈政策，但未来政策交易需要保持足够耐心。

五月高频数据显示经济环比下行动能正在收敛，我们提示五月以后经济数据或不再是宏观交易的主要矛盾，市场交易或再度落脚到政策。

而当市场博弈强刺激正酣，我们反而提示，**本轮托底政策的制定和推进会更加理性有序，市场需要足够耐心去等待政策“出牌”节奏。**

### ► 等待政策“出牌”节奏中，资产负债表企稳是第一步，经济反弹需要更长时间。

应对有效需求不足政策需要着力三个层面：缓解缩表压力；提振风险资产价格预期；修复当期生产和就业压力。与之对应，政策或有“三张牌”：

**最快面世的或是缓解缩表压力政策**，具体政策或有多次降息、地方债务风险化解。

**需要耐心等待的或是资产价格稳定政策**，具体政策落脚点或是防止房价过快下滑。

**最需耐心等待的或是修复生产和就业政策**，政策落脚点或在修复民营、外资信心。

**我们认为，市场可以交易政策发力带动资产负债表企稳；政策发力带动实体数据反弹，可能需要更多时间，建议对此做右侧交易。**

正如国常会提及，多重因素尤其外部环境偏弱，“影响我国经济恢复进程”。我们之前也提示“经济需要磨底，政策亦然，经济修复之路并非坦途”。

### ► 对未来或有刺激政策，市场聚焦三个问题，我们回应如下。

#### 第一，未来降息降准的节奏和频次如何？

基本面数据仍在磨底，未来货币政策取向稳定偏宽。降准锚在于银行扩表节奏，未来私人部门扩表动能有限，除非有预算外融资大幅扩张，否则下半年银行扩表节奏普通，降准概率和幅度均偏小。降息锚在地产，地产下行压力决定了降息频次和幅度，我们预计年内降息不止一次，累计幅度或超过 20bp。

#### 第二，有没有大规模消费券？

消费券发放和使用涉及三个部门：中央政府（决策部门）、地方政府（执行部门）、居民部门（受益部门）。不论是中央和地方政府，还是居民部门，这三个部门对大规模消费券的诉求均不高。我们预计全国层面大力度发放消费券的概率偏低。

#### 第三，有没有大体量的特别国债？

是否启用特别国债，信号意义大于现实意义。未来即便有特别国债，也无需太过关注规模和资金用途。

### ► 风险提示：海外经济韧性超预期，地缘政治风险超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 1.流动性跟踪周报：海外资金加速涌入日本股市-2023/06/18
- 2.2023年5月财政数据点评：财政还有多少空间？-2023/06/17
- 3.全球大类资产跟踪周报：预期反转-2023/06/17
- 4.2023年5月经济数据点评：留一份期待给三季度-2023/06/16
- 5.2023年H2金融条件展望：剩余流动性的“表”与“里”-2023/06/15

# 目录

引言 .....	3
1 政策聚焦点之一，未来降息降准的节奏和频次如何? .....	3
2 政策聚焦点之二，有没有大规模消费券? .....	4
3 政策聚焦点之三，有没有大体量的特别国债? .....	7
4 风险提示 .....	10
插图目录 .....	11

## 引言

国常会提到的“加强政策措施的储备”，具体指向哪些政策？对此我们曾经梳理过 2001 年以来中国逆周期政策具体经验（《还有多少政策可以期待？》，2023 年 5 月 27 日），可为我们预判未来政策空间提供参考。

对未来政策空间几何，当下市场聚焦三个问题，我们特此做出相关探讨。

## 1 政策聚焦点之一，未来降息降准的节奏和频次如何？

我们对降准降息秉持如下三条判断原则：

**第一，央行对货币政策松紧取向，取决于经济大背景以及顶层政策框架设计。**

我们对未来货币政策松紧判断，重点不再诉诸于逐字比对央行具体措辞，更应该观察国内外宏观趋势以及顶层框架设计。这也是为何我们在解读一季度货政执行报告时就鲜明提到，货币松紧与否本质上是“央行的被动选择”。

当下基本面数据仍在磨底，国常会也直言“加大宏观政策调控力”，未来货币政策取向稳定偏宽，宽松的货币政策取向比较明确。

**第二，降准锚在于银行扩表节奏，某种意义上可以紧盯社融增速。**

年初之所以有过一次全面降准，除了释放宽松信号之外，还有一个重要现实背景在于年初企业中长期信贷扩张，主要是大行信贷投放节奏偏快。与此同时我们看到大行超额准备金消耗较多，大行同业存单发行利率走高。

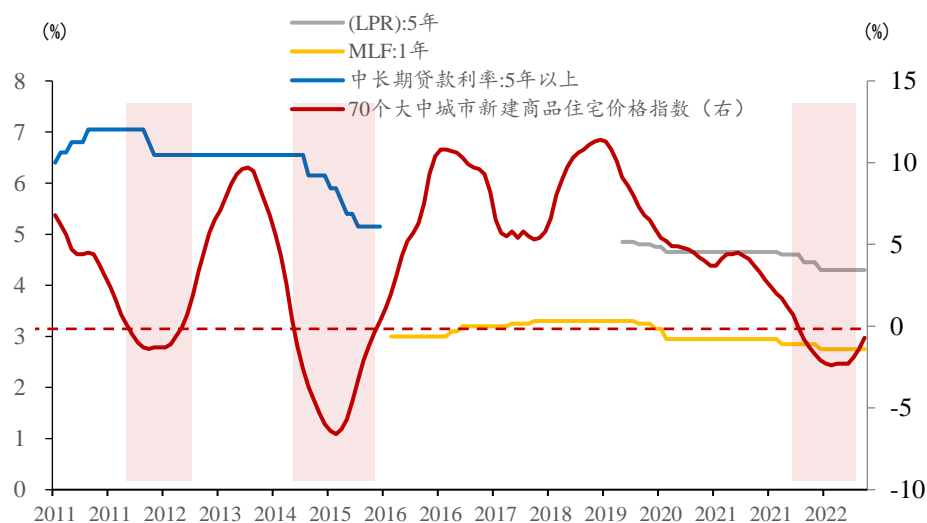
展望未来，私人部门扩表动能或有限，除非有预算外融资大幅扩张，否则下半年社融同比波动有限。故而我们倾向于下半年降准的概率和幅度偏小。

**第三，降息锚在地产量价表现，地产下行压力决定降息频次和幅度。**

在库存小周中，降息可以带来需求的扩张。然而在有效需求不足情况下，即经济还面临一定缩表压力，此时降息的作用不在于推动需求扩张，而在于稳定资产负债表，防止债务风险扩散。

地产是中国资产负债表的重要锚定变量，地产稳，资产负债表才能够稳定。结论是未来降息节奏几何，幅度多大，关键盯住地产销售量价。我们倾向于认为，未来降息或不止一次，年内 LPR 调降幅度大概率超过 20bp。

图1：房价指数为负往往伴随降息



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 政策聚焦点之二，有没有大规模消费券？

有一部分市场观点认为扩大内需，政策的落脚点为面向居民发放大规模消费券亦或现金补贴。对此我们并不赞同，我们认为年内大规模发放消费券概率较低。

消费券发放和使用涉及三个部门：中央政府（决策部门）、地方政府（执行部门）、居民部门（受益部门）。

### 先看地方政府。

以往消费券发放主体是地方政府，2008年海外金融危机时期、2020年抗疫时期，消费券发放的主体均由地方政府主导。

经历两年左右时间土地出让金规模大幅缩减，目前地方政府财力偏薄，这一点我们从年初财政预算便能清晰感知。

**地方财政“缺钱”情况下，地方政府较难依靠自身财力发放大规模消费券。不排除个别财力尚可地方政府，出台带有试点性质的消费券发放政策。**

图2：地方土地出让收入持续磨底



资料来源：wind，民生证券研究院

### 再看中央政府。

既然地方政府发放消费券存在财力约束，是否可让中央政府主导消费券发放？的确，今年中央政府财力相对丰沛，杠杆空间较为充足。如果今年消费券由中央政府来主导发放，至少财力不成为约束条件。

然而我们必须意识到一点，中国居民消费支出分为两大类，一类是较难受政策刺激的必选消费，这一板块关系基本生活，不因政策刺激而发生大幅波动，因而这一块也不是消费政策刺激的作用对象。另一类则是对政策敏感的可选消费。回顾历史既有消费刺激政策，落脚点不外乎三块，汽车、家电、酒店餐饮住宿旅游。而非作用于必选消费，因为政策对中国居民消费行为特征有着清晰的了解。

当下家电消费约束不在于是否有政策刺激，而在于地产链本身下行压力。汽车消费刺激在疫情之中已几经加码，刺激方式是购置税减半等方式，而非消费券。

至此结论比较清晰，能够用消费券刺激，且能立刻见效的是酒店住宿餐饮旅游这一消费板块。从总量数据看，这一板块消费产业带动弱、对总量经济提振有限。

**故从决策层角度（亦为中央政府角度），大规模使用消费券，总量效果有效，大规模推行消费券的必要性也就有限。**

图3：年初依赖消费政策一览

会议/政策	时间	类别	内容
中央经济工作会议	12.15 (2022年)	支持大宗、服务消费	<b>要把恢复和扩大消费摆在优先位置。</b> 多渠道增加城乡居民收入， <b>支持住房改善、新能源汽车、养老服务</b> 等消费。
商务部	3.01	支持大宗消费	<b>全国消费促进工作电视电话会议</b> 组织好“2023消费提振年”系列活动，稳定汽车、家居等大宗消费，培育壮大新型消费，持续优化消费平台载体，增强消费对经济发展的基础性作用。
政府工作报告	3.05	支持大宗、	把恢复和扩大消费摆在优先位置。
国家发展改革委召开4月份新闻发布会	04.19	汽车、农村消费	发改委称， <b>汽车消费</b> 是支撑消费的“大头”，我们将 <b>加快推进充电桩和城市停车设施建设，大力推动新能源汽车下乡</b> ，鼓励汽车企业开发更适宜县乡村地区使用的车型。同时，加快实施公共领域车辆全面电动化先行区试点。 <b>正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件</b> ，主要是围绕 <b>稳定大宗消费、提升服务消费、拓展农村消费</b> 等重点领域，根据不同收入群体、不同消费品类的需求制定有针对性的政策举措，推动消费平稳增长。
政治局会议	04.28	文化旅游消费	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进 <b>文化旅游等服务消费</b> 。
李强主持召开国常会	05.05	新能源汽车消费	会议指出，农村新能源汽车市场空间广阔， <b>加快推进充电基础设施建设</b> ，不仅有利于促进新能源汽车购买使用、 <b>释放农村消费潜力</b> ，而且有利于 <b>发展乡村旅游等新业态</b> ，为乡村振兴增添新动力。要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈， <b>适度超前建设充电基础设施</b> ； <b>进一步优化支持新能源汽车购买使用政策</b> ，鼓励企业丰富新能源汽车供应。
发改委	05.06	新能源汽车、大宗消费	积极扩大国内有效需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，努力改善消费条件、创新消费场景，充分释放消费潜力。促进消费提质升级， <b>支持新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费</b> ，培育壮大新型消费。
国家文物局、文旅部、国家发改委	05.11	文旅消费	国家文物局、文旅部、国家发改委印发通知，鼓励各地人民政府加大财政投入， <b>支持文物主题游径建设</b> ；符合条件的服务设施改善项目可申请中央预算内投资、地方政府债券等支持。
国家发展改革委、国家能源局两部门	05.17	新能源汽车消费	<b>发布《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》</b> <b>创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式</b> （加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站“ <b>县县全覆盖</b> ”、充电桩“ <b>乡乡全覆盖</b> ”）、 <b>支持农村地区购买使用新能源汽车</b> （鼓励地方政府加强政企联动，开展购车赠送充电优惠券等活动。加大农村地区汽车消费信贷支持，鼓励金融机构在依法合规、风险可控的前提下，合理确定首付比例、贷款利率、还款期限）以及 <b>强化农村地区新能源汽车宣传服务管理</b> 。

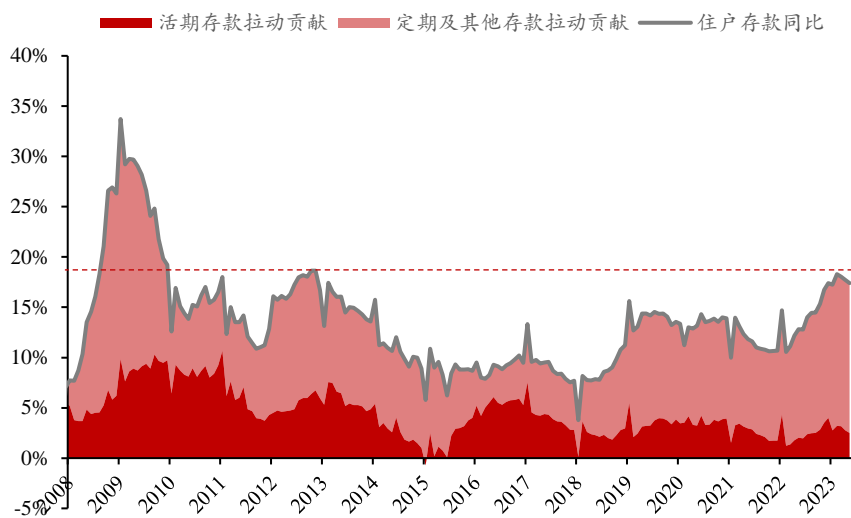
资料来源：国务院官网，民生证券研究院整理

### 最后落脚到居民部门。

去年开始，居民部门大量持有存款，市场将此称为“超额储蓄”。居民超额储蓄描述的场景是居民预防性储蓄。因为担心未来收入预期不稳定，居民缩减消费并且减配地产为代表的风险性资产，更愿持有低利率低风险的储蓄存款。

居民风险偏好隐含这一判断：居民风险偏好降低情况下，未来即便有大规模消费券，居民消费意愿较难被激发，消费券效果有限。

**即居民消费的约束变量不在于钱多钱少，约束在于对未来稳定收入的信心不足。从这一点看，我们无需期待未来有大规模消费券。**

**图4：2022 年至今居民超额储蓄攀至历史新高**


资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 政策聚焦点之三，有没有大体量的特别国债？

一提到逆周期政策调控，市场直觉反应是货币宽松叠加财政扩张，毕竟货币和财政是典型的传统逆周期工具。过去抗疫时期稳增长，政策工具包中也包含了特别国债、政策性金融工具等特殊财政融资工具。

未来财政扩张可以有哪些操作，特别国债规模几何？我们有两点判断。

**第一，未来或有特殊财政融资工具，形式可多样化，不一定非局限于特别国债。**

年初财政预算已经清晰展示了今年财政预算内资金紧平衡。即税收、土地出让金、国债和地方债（含专项债）发行收入不足以支撑起稳健的投资增速。

仅依靠预算内融资，今年基建投资增速会落在-9%，这是一个硬着陆式的基建增速，现实中不太可能发生。维持一个稳定的基建投资增速（例如同比在 5.5% 不拖累总体 GDP 增长），今年财政大概率需要预算外融资扩张。

去年下半年预算内收入快速下降，预算外企业中长贷放量，配合 PSL 支持基建项目资金平衡，已经充分演绎了预算外融资腾转的逻辑。

今年 5 月以后同样需要预算外资金扩容，维持财政平稳运行。财政可以有两种选择，一种选择是沿用 PSL、银行信贷扩张这些常规方式来平衡财政；另一种选择是启用特别国债等特殊融资工具来平衡财政运行。

**相较普通信贷扩张，特殊融资工具有一个明显优势——释放财政稳增长信号。这也是为什么我们认为，是否启用特别国债，信号意义大于现实意义。**

**图5：历史上特别国债的启用原因及额度**

发行时间	触发事件	发行额度
1998年	亚洲金融危机爆发，四大行资本充足率不足6%。	2700亿
2007年	持续多年贸易顺差，外汇储备规模快速上升，流动性过剩，通胀压力凸显。	15500亿
2020年	新冠肺炎疫情给我国经济增长巨大冲击，地方财政不断承压。	10000亿

资料来源：国务院官网、北大法宝，民生证券研究院整理

## 第二，特别国债的规模和用途并不重要，重要的是它代表了财政扩张信号。

如果未来或有特别国债，甚至有其他特殊融资工具，例如 2014 年启用专项建设基金等。我们也不需要太过纠结特殊融资工具的总规模及资金去向。

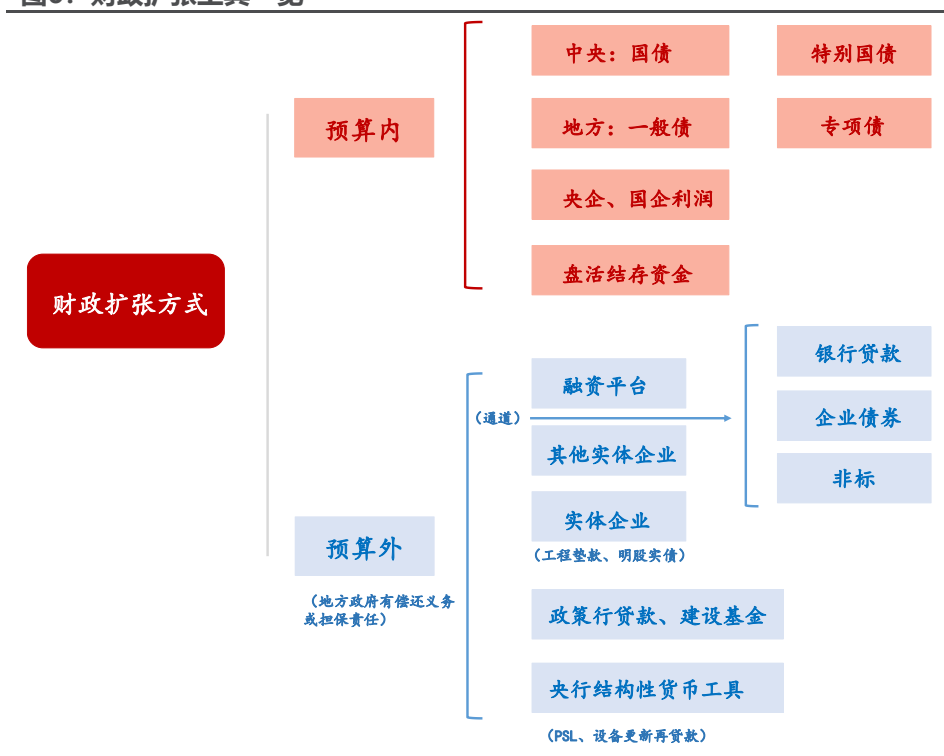
中国财政运行极具灵活性，以特别国债为例的特殊融资工具，只是财政筹措资金的一种方式。没有特殊融资工具，财政可以用其他预算外方式平衡收支。

意识到财政的灵活性和弹性之后，我们建议，如果未来启用特殊融资工具（以特别国债为例），市场不必太过纠结特别国债规模几何，资金投向何处。

**我们提示，如果未来启用特殊融资工具，不代表今年政府大兴基建。我们认为今年地方基建扩张有限，基本框定今年总量基建投资有限。今年地方财政的主要任务在于化解地方债务风险，而非再度加码资金重启传统基建项目。**



图6：财政扩张工具一览



资料来源：民生证券研究院整理

## 4 风险提示

1) **海外经济韧性超预期。**若美国经济保持超预期韧性，出口超预期上行，当前政策出台节奏或慢于当前预期。

2) **地缘政治风险超预期。**若年中地缘政治风险提升，宏观调控力度可能转向、产业政策方向可能调整。

## 插图目录

图 1: 房价指数为负往往伴随降息.....	4
图 2: 地方土地出让收入持续磨底.....	5
图 3: 年初依赖消费政策一览.....	6
图 4: 2022 年至今居民超额储蓄攀至历史新高.....	7
图 5: 历史上特别国债的启用原因及额度.....	8
图 6: 财政扩张工具一览.....	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026