

宏观

证券研究报告

2024年09月07日

汇率升值后的货币和财政调整空间

一旦人民币汇率开始反弹并逐步升值，央行将拥有更大的空间来实施连续降息政策。为了实现可持续且稳定的降息，央行需要采取一系列措施，使得长期债券的收益率曲线更加陡峭，以确保长期债券投资。

在持续降息的背景下，一方面，随着增量房贷和存量房贷的利率差距拉大，消费压力逐渐显现，存量房贷利率有下调的空间。另一方面，财政政策也有望变得更加积极，这可能首先体现在尽快利用现有的财政空间。这些财政政策的方向可能更多地集中在水利、电力、算力以及科技制造业的升级等领域。

同时，可能会考虑在年底前提高赤字率或推出新的准财政工具。根据今年前7个月的财政收支情况分析，为了实现5%的增长目标，我们不仅不能减少财政支出，反而需要进一步加大财政政策的积极力度。然而，由于收入在短期内难以快速恢复，因此调整赤字率的问题将变得越来越紧迫和现实。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-如何理解联储行动的逻辑》 2024-09-05
- 《宏观报告：宏观-如何理解分化的消费数据》 2024-08-27
- 《宏观报告：宏观报告-从7月的平衡表态转向迄今为止最鸽派的发言》 2024-08-24

风险提示：美元指数波动超预期、经济走势超预期、地缘政治变动超预期

1.自三中全会结束至今，人民币汇率是变化较为明显的资产，这与美元走弱和三中全会后长期风险概率下降有关

7月22日可视为分水岭，这天是三中全会全文公布后的第一个工作日。以这天为起点，到9月2日为止，离岸人民币汇率升值了约2.3%，从7.27降至7.11。美元指数走弱是人民币汇率升值的主要原因，从7月22日至今下降了2.5%。

(1) 人民币的升值与美元走弱有关。

美元走弱从7月开始，我们认为主要是因为这段时间美国出现了“三连击”。

第一，二季度报出来后，美股，特别是科技龙头M7，部分业绩低于预期¹。M7当前的业绩状态和未来的资本开支之间出现了矛盾。因此，部分机构在二季度报出来前就已经开始减持M7。这是龙头科技股从7月份开始下跌的一个主要原因，同时也对美元资产和美元指数的走势造成了影响。

第二，7月份美国经济数据表现堪忧，尤其是非农数据²，这加速美元走弱，同时带来衰退交易和强烈降息交易。

第三，日本央行(BOJ)突然超预期加息，利率上调了大约15个BP，从0.1%提升至0.25%³，引发了套息交易的逆转，而套息交易的反转起到了加速器的作用，使得原本已经呈现弱勢的美元指数和下跌的美国股市进一步加速下滑。

(2) 人民币的升值与内部环境的变化有关。

三中全会的召开发挥了显著的积极作用，其重点在于如何进一步优化已有优势，并防止潜在风险升级为全面危机。

针对地方政府长期面临的财政挑战，三中全会⁴不仅提出了通过市场化要素整合和扩大市场规模来做大蛋糕，从而增加地方政府的整体收入，还对地方政府的债务扩张和重复建设行为进行了约束。这是对地方政府激励与约束机制的根本性改革。此外，中央政府也表示将赋予地方政府更多的财权，并协助承担更多的事权。

我们认为从长远来看，三中全会有助于降低未来风险加剧的可能性，并减轻人民币汇率可能面临的贬值压力。自7月下旬以来，人民币汇率的走强，一方面是由于外部环境的变化导致的被动升值，另一方面则是由于我们对长期问题的解决方案有效抵御了短期压力。人民币汇率从7.3升至7.1，中间价和离岸价几乎持平，也显示出逆周期调节因子在防止汇率进一步贬值方面的作用已经减弱，汇率的稳定更多依赖于其自身的主动升值和被动升值。目前，人民币汇率在7.1以内的区间内保持相对稳定。

(3) 人民币存在进一步升值的可能性。

第一，从汇率贬值背后的驱动因素来看，这一趋势尚未结束。美元指数持续走弱的态势表明，支撑美元贬值的根本原因仍未消退。无论是美联储未来可能实施的降息政策，还是美股在三季度财报季的不确定性，都将进一步加剧美元的贬值压力。

我们认为二季度美股的调整可能只是一个前兆。AI叙事在硅谷和华尔街所引发的短期分歧，一旦暴露出来，将会进一步扩大。如果AI应用未能涌现出能够显著提升企业业绩的“杀手级”应用，那么这种矛盾将在三季度财报季更加凸显，市场波动性也将随之加大。

对于美元而言，这意味着其贬值趋势可能还会延续。相应地，人民币则有望进一步升值。

第二，美国大选进入白热化阶段，政治不确定性对美元指数形成挑战。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/FZgCqD_bavrPQ0pZ02uH4A

² https://mp.weixin.qq.com/s/-5tEKhFw8iVM36J4O8Y_8g

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/WIMcStq59AgEBCNrsmnrXA>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/e17M0pdhbbz5vATNwL-uTQ>

今年 9 月至 11 月期间，美国大选将进入最激烈的角逐阶段。这一政治事件的不确定性将显著增加，从而削弱市场的信心。通常情况下，美元指数的强势往往反映出美国政治的稳定性和盟友对美国资产的持续支持。然而，大选期间的政治动荡将打破这种稳定局面，对美元指数构成压力。

第三，贸易顺差与结售汇的背离导致了“藏汇于民”现象，成为人民币升值的潜在驱动力。

今年以来，中国的出口表现强劲，贸易顺差创下历史新高。在贸易顺差不断扩大的过程中，我们并未看到外汇储备和人民币汇率有相应变化。理论上，贸易顺差越大，汇率会变得越强。在 6 月份和 7 月份时，贸易顺差已经达到了单月接近 900 亿美元左右。

然而，与以往不同的是，贸易顺差并没有直接反映在外汇储备的增加和人民币汇率的显著升值上。我们认为这是因为许多企业为了追求美元升值和美国较高的存款利率，在赚取了丰厚的贸易利润后，并没有将外汇收入及时结汇，而是选择将其保留在境外或国内的账户中，即“藏汇于民”。

麦格理集团估计，自 2022 年以来，中国出口商和跨国公司已经积累了超过 5000 亿美元的美元资产⁵。

一旦人民币升值预期进一步增强，如人民币汇率触及关键点位，这些“藏”起来的美元就有可能引发恐慌性结汇。例如人民币汇率达到 7.0 时，如果人民币升值预期较为稳定，企业为了避免更大的汇兑损失，可能会争相将手中的美元兑换成人民币，从而加速人民币的升值。

我们认为未来人民币汇率不仅有可能突破 7，甚至有望达到 6.9 这一水平。回顾过去，人民币汇率曾在 6.9 左右波动，有时甚至下探至 6.8、6.7。随着美元相对弱势，人民币的吸引力不断增强。不少贸易商和普通民众手中的美元或开始结汇，从而进一步加速人民币升值。

2. 从政策角度，人民币升值后，央行可能会继续降息

在人民币升值的情况下，央行并未掩饰其降息的意图。7 月 22 日上午 9 点，央行宣布下调公开市场操作利率 10 个基点，随后贷款市场报价利率（LPR）也相应下调了 10 个基点⁶，而中期借贷便利（MLF）利率则直接下降了 20 个基点⁷，这已是该月 MLF 的第二次操作。通常 MLF 是在月中进行，但央行连续两次操作，甚至一次性降息 20 个 BP，无疑向市场传递了明确的信号。

降息的必要性并无太大争议，缺乏的是降息的空间，而这个空间是由人民币汇率决定的。今年以来，人民币汇率多数时间面临贬值压力。为了维持汇率在 7.3 以内，央行使用了包括外汇储备、逆周期调节因子等在内的各项工具。在观察到三中全会后美元开始显现走弱迹象，央行立即抓住时机，对利率进行了下调。受益于外部环境，在降息的同时，人民币汇率也在升值。

央行之前为何似乎倾向于控制收益率曲线？我们认为这是因为央行不希望市场预期超越其政策步伐，尤其是不希望那些投资长期债券的资金抢先行动。因为抢先行动会让长期利率下降，这可能会导致人民币汇率的升值动力转变为贬值压力。

我们认为汇率的主要决定因素是利率差异。在短期和长期利率差异中，长期利率差异对汇率走势的影响更大。央行正准备降息，但长期债券投资者已经提前行动，压低了长期债券的收益率，这可能会造成中外利差走扩，加大汇率贬值压力，降低央行降息的可能性，因为汇率可能会因此而贬值。

在考虑进一步降息之前央行采取了多种策略来抑制长期利率的快速下行：

（1）口头干预

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/ftl9ziml73x-IRr1TGxFPg>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/7AIUgOId00gQCYb4GWRfvG>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/WRUo45QfCocbIvPdeA0Kwg>

央行通过在金融时报等媒体上发表言论⁸，多次提醒市场参与者，长期利率不应过快下降，以维持收益率曲线的陡峭度。央行的口头干预通常强调高杠杆可能带来的风险和波动，特别是对小型金融机构，如地区性银行。

以硅谷银行为例⁹，它在美联储加息周期中遭遇困境。在降息周期中，趋势性银行同样面临风险，尤其是当它们的资产配置过于集中和极端时。一旦利率出现反弹，这些银行的风险会迅速上升，因为它们的资产端缺乏多元化，无法有效分散风险。

(2) 直接监管

交易商协会对某些区域性银行，尤其是江苏的 4 家农村商业银行，采取了直接监管措施¹⁰。

(3) 扭曲操作

尽管中国人民银行法规定央行不能在一级市场买卖国债¹¹，但在二级市场进行操作是允许的。在 2000 年前后，买卖国债是央行常用的货币政策工具。此后随着公开市场操作工具的丰富，央行现在很少进行此类操作¹²。

最近，央行采取了新的措施来重新激活二级市场的国债交易。具体来看，央行在公开市场操作业务中新增了“公开市场国债买卖业务公告”栏目。它的设立表明了央行计划在公开市场业务中实施国债买卖操作。在新栏目中，央行公布了其首个国债买卖操作¹³。在过去一个月里，央行与一级交易商合作，买入了短期国债并卖出了长期国债，净买入额达到 1000 亿元人民币¹⁴。

央行通过开设新栏目并进行实际交易，表明其并非只是口头干预，而是通过实际行动来影响市场。这消除了市场对其操作空间有限的疑虑。尽管央行卖出了长期国债，但同时也买入了短期国债，最终实现了净买入¹⁵。这表明央行并不希望推动流动性紧缩或利率上升，而是希望控制长期利率的下降速度。央行通过买入短期国债和卖出长期国债，进行了所谓的“扭曲操作”，以期使收益率曲线变得更陡峭。这种操作旨在维持收益率曲线的形状，防止其变得过于平坦。

在近期的金融操作中，出现了一个插曲，涉及 4000 亿元的特别国债到期和续作。续作是常规操作，财政部发行了新的 4000 亿元国债，央行则在二级市场的大型银行中选择一家进行定向操作¹⁶。定向续作的流程是，大行在上午承接国债，下午则由央行购回¹⁷。这是一个标准的流程，但市场上有些人可能没有注意到国债到期的情况，误将其解读为量化宽松 (QE)，实际上这只是到期国债的常规续作，对市场没有直接影响。

央行在调控利率曲线方面采取了多种措施。其最终目标非常明确，即为了实现降息。央行不希望长期利率下降过快，因为这可能导致人民币汇率贬值，导致短期利率也没有了下降的空间。因此，央行需要先维持利率曲线的形态。无论是通过扭曲操作、口头干预还是直接监管，央行的目的都非常明确，即为了降息创造条件。

3. 央行降息后，可能带来的其他方面的变化

(1) 首先，LPR 大概率会继续下降。

在央行实施降息之前，存款利率已经持续下降。这种下降趋势与贷款市场报价利率 (LPR) 紧密相关。随着存款利率的下调，负债压力缓和，LPR 也很可能随之降低。因此，在存款

⁸ https://mp.weixin.qq.com/s/ZkzZxJ3_ZJ3XWuY0FWIOjw

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/tXJwCob40ZJbAohEKe34g>

¹⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/JuD9lnuatR92j7-FjN6Xig>

¹¹ <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/rhwg/19981801.htm> (中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。)

¹² <https://mp.weixin.qq.com/s/ELi2dTMrXuhm1RDwpOwFw>

¹³ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/index.html>

¹⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/d_oF8fsI2II3Xm27jaVfQQ

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/5442785/5445617/index.html>

¹⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/IK2sdgMUadXEPHwF55MRMw>

¹⁷ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202408/t20240816_3941985.htm

¹⁸ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125475/5444387/index.html>

利率下调的基础上，如果央行进一步降息，LPR 很可能会继续逐步下降。

（2）LPR 下降后，存量房贷利率是否能跟进？

增量房贷利率的下降速度快于存量房贷利率的原因在于，存量房贷是银行资产端的重要部分，是其稳定且重要的收益来源。在经济转型期间，主要的风险承担者或者说需要持续外部资金流入以维持现金流和资产负债表健康的主体是地方政府。

那么，谁在负责维持现金流的流入和资产负债表的平衡呢？一方面是中央政府，另一方面是银行。因此，确保银行保持正常的盈利能力至关重要，银行在中国经济转型中扮演着买单中介的角色。

因此为了保持银行的现金流稳定和息差可持续性，存量贷款利率的下降速度就会较慢。由于银行的净息差已经降至 1.5% 以下¹⁹，进一步降低存量贷款利率的空间已经非常有限。

然而，随着 LPR 和增量贷款利率的下降，适时适度降低存量贷款利率也是合理的策略。如果存量贷款利率保持不变，可能会引发一系列问题。

第一个问题是由于新旧房贷利率差异过大，导致许多借款人选择提前还款。

提前还款的现象在今年第二季度房贷利率再次下调后再度升温²⁰。目前，部分地区现有房贷利率与新增房贷利率之间的差距可能高达 100 个 BP 或更高²¹。在部分一、二线城市，新增房贷利率已经降至 3% 左右，例如广州首套房贷款利率大约在 3% 左右，部分银行给出的利率为 2.89%²²，北京略高，大约是 3.4%，上海可能是 3.4%²³。

然而，存量房贷利率的下降速度相对较慢，2023 年首套房贷款利率下调后，这 22 万亿的存量房贷加权平均利率依旧还有 4.27%，考虑剩余的二套房房贷等，存量房贷加权平均利率会更高²⁴。以北京为例，如果是首套房购房者，在经历了 2023 年的存量房贷利率下调后，存量房贷利率比当下的新增房贷利率 100BP，如果是多套房购房者，那么利差则会更大²⁵。

第二个问题是会影响消费。

购买首套房产的 90 后以及置换第二套房产的 80 后是推动消费升级的关键群体，但他们往往需要较大的贷款和较高的杠杆来实现购房。一线城市中产阶级的消费升级趋势正在转变为降级，这背后的主要原因之一是房贷压力。

从今年的消费数据来看，一线城市的社会消费品零售总额（社零）增速自年初以来一直是负增长，而全国的增长主要依靠二、三、四线城市的正增长带动。从限额以上企业的销售数据来看，过去消费升级是主要趋势，但 7 月和 6 月的数据基本呈现负增长。全国的增长主要依靠限额以下企业，这些企业更多地代表了消费降级和大众消费（详见《如何理解分化的消费数据》，2024.08.27）。

偏高房贷利率利差也是造成一线城市消费偏弱的原因之一，面对偏高的利率差，相比于消费，居民可能更愿意提前还贷，最近随着消费数据的下滑，舆论对此的关注和压力也在增加，这种压力可能会促使政策进行调整，以缓解消费者的负担并刺激消费。

对于银行而言，他们面临着业绩考核的压力，担心客户提前偿还贷款。而对于居民来说，在当前存款利率仅为 1% 至 2% 的情况下，寻找收益率超过 4% 的理财产品变得非常困难，这实际上增强了居民提前还款的动机。银行为了保留客户，可能会配合贷款人的需求，帮助他们进行贷款置换。

如果这次能够实现全面利率调整，对于那些在 2019 年至 2021 年期间，即在利率和房价较高时期购房的群体来说，他们的每月可支配收入可能会有所增加。以 30 年期的 100 万元

¹⁹ <http://finance.sina.cn/zl/2024-05-09/zl-inauraum9658716.d.html>

²⁰ <https://m.bbtnews.com.cn/article/385622>

²¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/WF5cqge0mALGnI5ehL3oew>

²² <https://mp.weixin.qq.com/s/iyvGEKdglJubqiIsSqdNlw>

²³ <https://mp.weixin.qq.com/s/MT7kkHsCY2NaSmvKxiqS1A>

²⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/7UmnQywb6GxpVStPucub1g>

²⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/L-UNLdrbr3iWhf2r-aXaEw>

的贷款为例，如果存量房贷利率能够下调 100BP，等额本息模式下，每月的还款额可能会减少 500-600 元²⁶，从而在一定程度上改善他们的财务状况。

直接降低存量房贷利率或实施转按揭政策，是一个非常直接且有效的策略。我们认为与以旧换新或其他更多依赖口头鼓励的消费支持政策相比，这一政策具有强烈的积极信号，尤其是在面对当前看似不佳的经济数据时。提升居民，尤其是一二线城市中产阶级的实际可支配收入，对于激发消费潜力和稳定经济增长具有重要意义。

虽然对银行来说可能会有一定的损失，但是考虑到后续央行会降息，同时不排除央行通过其他方式来缓和银行负债端成本。在这样的情况下，适度调降存量房贷利率或更为合意。

4. 货币宽松下的财政政策更加积极

在货币宽松的背景下，财政政策也将更加积极。以往我们观察到货币政策和财政政策之间存在一定的不同步性，这可能是由于资金短缺以及汇率无法承受进一步贬值的压力。然而，当汇率没有贬值的压力时，就可以实施降息和货币宽松政策，央行可以通过购买债券来增加市场流动性，同时财政政策也可以加快发债步伐和提高政策执行的效率。这种协同作用有助于促进经济增长和稳定金融市场。

财政积极有哪些方向？

(1) 加快已承诺资金的使用，特别是在中长期国债方面，如上次中长期特别国债在人民币汇率升值期间的明确使用。

在 7 月 21 日三中全会决定全文发布后的第二天，央行降息公开市场操作 10bp，同时财政部门宣布设备更新、以旧换新资金将由中央财政从 1 万亿超长期特别国债中提供²⁷，而不是由地方财政承担，这有助于加快新能源汽车以旧换新的补贴发放。8 月，汽车零售销售开始出现反弹²⁸，显示财政和货币宽松政策对经济有短期刺激效果。预计在汇率升值、货币宽松和财政政策积极推动的背景下，剩余资金也将加快落地，进一步支持经济增长。

(2) 财政资金更多聚焦制造业升级，新型基础设施（水利、电力、算力）等领域。

我们认为当前，政府不太可能将积极财政政策的资金投入房地产和基础设施建设等过去依赖的领域，而是更倾向于支持能够提高生产效率的制造业和消费市场。例如，政府推动的“以旧换新”政策主要针对智能家电和新能源汽车，这不仅促进了设备更新，也符合提高生产效率、减少碳排放和可持续发展的趋势。预计未来的政策将更多地与制造业升级、科技进步和生产效率提升相关。

在中央财政的重点关注领域中，设备更新和关键基础设施建设是两大核心。特别是在水利领域，近年来对内陆航运和运河的投资显著增加，各省纷纷投资挖掘运河²⁹。内陆航运的成本远低于陆运，对于时间敏感度不高的运输业务来说，经济性更为显著。此外，内陆航运与国内港口的开放相结合，使得内陆航运与全球海运网络相连接，甚至在帮助其他国家开发运河方面也有所作为，这有助于缩短中国、欧洲、中东等关键出口目的地的航运距离，提高运输效率。

电力基础设施的投资也在加速。中国的发电量已经是美国的两倍有余³⁰，这显示了中国在电力生产方面的领先地位。随着新能源车辆和 AI 算力基础设施的发展，电力成为了关键资源。在 21 世纪，电力的丰富和成本效益可能成为新技术革命中的关键因素。为了维持这一优势，中国将继续加强电力基础设施建设，特别是特高压输电和储能系统。储能技术不仅在新能源领域中至关重要，也在发电和用电端发挥着作用。中国在这一领域的领先地位表明，为了引领技术革命，需要进一步投资于电网改造、智能电网和虚拟电厂等。

在数据算力方面，中国还有很大的提升空间。我们认为央行财政可能会优先支持从芯片制

²⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/89c96RGJbDnHWJCe7Xw6KQ>

²⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/wpC6cIaY882L7m4iXhfbCQ>

²⁸ https://mp.weixin.qq.com/s/v6pCma_ykCaIxWov4PatYA

²⁹ https://mp.weixin.qq.com/s/N8_IDGh4pIsWblj6yoipKQ

³⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/jsgG96tjf892sRUEZF4ISw>

造到算力中心的基础设施建设。与此同时，中央财政将不再依赖传统的基建和房地产行业，而是通过提升生产效率和优化中国制造业的规模效应及网络效应，来提高中国制造商品的质量和竞争力。

5.通过修改赤字率或者央行配合发力准财政工具以弥补财政收支缺口的可能性较大

今年1-7月，我国财政收支状况呈现出显著的不平衡。全国一般公共预算收入同比下降了2.6%，年初预算增长3.3%³¹。其中，1-7月中央财政收入下降了6.4%，而地方财政收入则微幅增长了0.6%，非税收入增长了12%，而税收下降了5.4%³²。

1-7月政府性基金收入情况并不乐观，出现了两位数下降，主要原因是土地出让收入下滑。与此同时，公共预算支出却同比增长了2.5%，这反映了当前财政缺口的严峻状况。

今年赤字率，年初计划是设定在3%³³，这为调整赤字率预留了空间。去年，赤字率最终在10月底的人大常委会上被提高，增发了1万亿国债使得去年的赤字率最终定格在了3.8%³⁴。今年的财政压力延续，年初设定的3%赤字率预留了调整的可能性。如果增加的1万亿长期国债无法覆盖增加的财政缺口，那么调整赤字率将变得必要。考虑到去年已经有过类似的调整，今年再次进行调整似乎并不是一个难以接受的举措。因此针对下一次人大常委会会议是否讨论这个问题，这将成为重点。

通常情况下，人大常委会在8月下旬举行，但此次会议安排在9月10日至13日³⁵。虽然官方没有明确提及会议推迟的具体原因，但与过去的惯例相比，这种推迟可能意味着有待讨论的议题。

除了直接通过提高财政赤字来弥补财政缺口，准财政工具或许也是一个选择，通过PSL、政策行发力等方式，央行可以为财政项目提供资金支持，以弥补因为土地出让下滑等带来的资金缺口。

考虑到8月PMI只有49.1、低于预期³⁶，其他经济指标可能普遍不佳，这些数据的具体情况将对赤字率的确定产生重要影响，同时也将影响财政支出的调整空间。当前的财政支出的压缩空间有限，如果需要实施积极的财政政策，调高赤字率或者准财政工具加码可能是财政的选择之一。

6.总结

总结来看，当人民币汇率持续承压时，短期内政策层面可能难以见到显著的积极成效。在货币宽松受限和财政政策难以积极推进的背景下，许多计划和项目的实施将面临挑战。然而，一旦人民币汇率开始反弹并逐步升值，央行将拥有更大的空间来实施连续降息政策。我们认为，为了实现可持续且稳定的降息，央行需要采取一系列措施，使得长期债券的收益率曲线更加陡峭，以确保长期债券投资，尤其是那些投机性较强的资金，不会过度膨胀，从而为持续降息提供坚实的基础。

在持续降息的背景下，一方面，随着增量房贷和存量房贷的利率差距拉大，消费压力逐渐显现，存量房贷利率有下调的空间。另一方面，财政政策也有望变得更加积极，这可能首先体现在尽快利用现有的财政空间。我们认为，这些财政政策的方向可能更多地集中在水利、电力、算力以及科技制造业的升级等领域。同时，可能会考虑在年底前提高赤字率或推出新的准财政工具。根据今年前7个月的财政收支情况分析，为了实现5%的增长目标，我们不仅不能减少财政支出，反而需要进一步加大财政政策的积极力度。然而，由于收入在短期内难以快速恢复，因此调整赤字率的问题将变得越来越紧迫和现实。

³¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/aTW2fwdCKZQiTETIWHv02jQ>

³² <https://mp.weixin.qq.com/s/sTAEqej3AciPJqYwvY9lmw>

³³ https://mp.weixin.qq.com/s/yMnArzv6qACB_t2_MfDhyg

³⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/ijpIWixB06sutusRfQ8WnA>

³⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/YXYQ6vsItcTgbGLtY4JPJg>

³⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/LwOnmRbIh8QqGDSR5robgA>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com