

宏观

证券研究报告

2024年09月23日

预期落空后的货币和财政政策方向

作者

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

相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-如何理解联储降息 50bp》 2024-09-19
- 《宏观报告: 宏观-多少汇, 藏于民?》 2024-09-18
- 《宏观报告: 宏观报告-联储降息或将引起潜在的二次通胀》 2024-09-13

我们认为对于当前中国政策决策而言, 主要的影响因素并非美联储的降息, 而是在转型期, 如何分配成本以及如何调整。既在短期政策抉择中, 需要不断平衡其空间和优先度, 同时与长期问题保持协调, 并且兼顾汇率影响等等。

(1) 央行维持宽松货币政策, 预计可能采取降准和降低存量房贷利率的组合。

(2) 财政可能一方面加快存量政策实施, 另一方面调整赤字率以弥补地方财政缺口。

风险提示: 货币政策不及预期、财政政策不及预期、经济弱于预期

在9月18日美联储降息50BP¹后，国内降息预期有所升温。但9月OMO利率、LPR利率并未下调。

我们认为对于当前中国政策决策而言，主要的影响因素并非美联储的降息，而是在转型期，如何分配成本以及如何调整。既在短期政策抉择中，需要不断平衡其空间和优先度，同时与长期问题保持协调，并且兼顾汇率影响等等。

(1) 央行维持宽松货币政策，预计可能采取降准和降低存量房贷利率的组合。

联储降息后，国内汇率贬值压力进一步回落，人民币汇率相对稳定在7.1以内，这为货币政策提供了良好的外部空间。考虑到自2022年以来，中国个部门持有了约5000亿美金资金（详见《多少汇，藏于民？》，2024.09.18），汇率升值可能会加速部分未结汇资金的在当下进行结汇。对企业来说，由于进行了套保，因此人民币升值带来的压力可能并不大；但对未投保的小企业和居民来说，可能会感受到一定的压力。随着美债利率下降以及美元兑人民币贬值，居民并不像企业那样需要囤积美元进行商业化运转，这可能成为推动人民币汇率继续升值的一个因素。

我们认为中国央行宽松的意图并未改变。受基本面偏弱等因素影响，自7月下旬开始，央行货币政策取向一直偏宽松，如7月央行下调OMO和LPR利率10BP²，9月央行相关官员也表示目前降准还有一定的空间，总量上还是要推动社会综合融资成本稳中有降³。

在宽松方向不变的情况下，上周降息预期落空，我们认为可能有两点原因：首先是银行的息差问题，二季度银行净息差为1.54%，大型商业银行净息差已经不足1.5%，考虑到明年年初还有存量贷款利率自动下调，银行面临的息差问题不容忽视。

其次，今年5年期LPR利率已经下降了35BP。但从实际效果上看，降息对宽信用的作用相对有限，对房地产和经济的支持力度也相对有限。央行在降息等操作上或需要更有针对性的措施。

在短期央行不降息时，我们认为央行降准的可能性较大。一来此前央行行长表示目前金融机构的平均法定存款准备金率大约为7%，还有一定的空间⁴。二来考虑到近期政府债发行速度明显加快⁵，9月往后MLF到期规模明显上行等，近期降准也有利于缓和银行可能面临的流动性短缺问题。通过降准来适度对冲MLF，也能够小幅缓和银行成本端压力。参考此前经验，50BP的降准大约能够释放一万亿左右的中长期流动性⁶。

另外，存量房贷利率下调的概率也在加大。我们之前计算过在38万亿的存量房贷中，即使是已经享受到了2023年存量房贷利率下调优惠的那一部分人群（占比61%），目前与新发贷款也还存在着37BP的“加点利差”，而如果是没有享受到优惠的多套房购房者（占比12.7%），他们目前的加点利差甚至在100BP以上（详见《存量房贷利率下调的空间、路径与影响》2024.09.09）。在这样的情况下，居民提前还贷意愿持续维持高位，如果不适度调降存量房贷利率，这部分银行优质资产可能也会流失。

因此，我们认为后续货币政策大概率是降准加降存量房贷利率的组合。降准保证跨季资金平稳，存量房贷利率加点下调来降低居民部门的资产负债压力。

(2) 财政可能一方面加快存量政策实施，另一方面调整赤字率以弥补地方财政缺口。

之前汇率贬值压力导致货币和财政在发力时会面临一定掣肘。目前随着汇率进入升值通道，财政扩张的空间也在进一步打开。

我们认为财政政策后续或主要在两方面上发力。一方面是存量政策加快出台，包括地方政府专项债的加快发行与落地，且专项债的用途或也会更加广泛。从8月份来看，8月福建等9个省份发行了约2097亿元的“特殊”新增专项债，约占当月新增专项债发行规模的

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/K_N7VqAUfW-trqBeNX2oEQ

² <https://mp.weixin.qq.com/s/NslSpZjFp6TDs6RgrjXhtA>

³ https://mp.weixin.qq.com/s/U_T0IusFhLHdSfkQ0Vgoqw

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/Lse4wyg8GcMEnxKgGmvwsA>

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/hEqlgsMP75_3f03hOpQhZA

⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/gHBU7qaHtly3f_BTGezAxQ

42%。自今年6月底特殊新增专项债启动发行以来，已有17个省市（包括计划单列市）发行了超4000亿元特殊新增专项债⁷。这部分“特殊”新增专项债资金或被用于化解地方政府存量债务等。

另一方面，增量赤字率可能会发生变化。今年地方政府的财政缺口比去年大，我们按照过去三年的占比均值计算，预计今年一般公共预算收入和政府性基金收入可能分别存在1.38万亿和1.75万亿的缺口。即2024年综合财政收入缺口可能在3.1万亿元左右，较2023年扩大2.3万亿元（详见《政策加码的必要性与可能性》，2024.09.07）。去年10月底，全国人大常委会批准增发国债，我们认为今年仍有可能用临时提高赤字率、增发国债的方式来弥补财政收入的缺口。如果是增发特别国债，参考去年经验，去年财政缺口7981亿元，增发的1万亿元国债中有5000亿元用在了去年，约占去年财政缺口的63%。按照相同比例推算，那么今年可能最多需要增发2万亿元左右的国债。另外，也不排除通过提前发行明年的特别国债或专项债来实现年末经济稳增长。

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/yyfcXk8nMmB4xyEVJkdKvA>

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