

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu\_xy@tebon.com.cn

## 本周观点

7月23日李克强主持召开国务院常务会议，会议提出积极财政政策要更加积极，基建投资有望加快，导致上周A股的建材、建筑、工程机械等板块走势明显强于大盘。

当前国务院提出更加积极的财政政策，原因主要有三方面：中美贸易战压力加大；以消费提升增长见效缓慢；上半年财政支出疲弱，基建增速放缓，财政政策尚有较为充裕的政策空间。

我们认为，财政刺激不具有长期性。因为中国政府债务负担还是较为沉重，尤其是计入隐形负债以后，中国的财政健康情况很可能不那么乐观，同时中国政府仍希望能够部分收紧2013年以来持续扩张的财政政策，来夯实“去杠杆”、“防风险”的基石。因此，当前政策对A股仅有短期利好效应。

海外经济方面，美国经济数据维持强势。美国第二季GDP环比年率初值为增长4.1%，为近四年最快，因消费者扩大支出，且政府支出加快。我们预计美联储在下周的议息会议上，将维持利率不变，但重申渐近加息的货币政策。

与我们此前对政策的判断方向一致，中国监管层发出密集维稳的政策信号，对A股有利。然而考虑到外围风险在接下来的时间中还有恶化可能，经济增长前景并没有显著改善，A股反弹的基础尚不牢固，还需密切观察下一步政策走向。

## 拉动基建可能只是权宜之计

上半年受财政扩张放缓影响，基础设施投资增速下滑较快



## 一、专题：拉动基建可能只是权宜之计

### 1、国务院常务会议提出积极财政政策要更加积极，基建投资有望加快

国务院总理李克强7月23日主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。

会议提出，“积极财政政策要更加积极。……加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。”同时，会议要求，“深化投资领域‘放管服’改革，调动民间投资积极性。在交通、油气、电信等领域推介一批以民间投资为主、投资回报机制明确、商业潜力大的项目。”

受上述消息影响，市场对于政策面拉动基建投资的预期增强。上周A股板块表现方面，建材、建筑、工程机械等板块走势明显强于大盘。

### 2、原因有三：中美贸易战、消费拉动见效缓慢、财政尚有较大空间

#### (1) 中美贸易战压力加大

7月10日，美国贸易代表办公室（USTR）发布声明称，由于中国对美贸易报复，美国总统已命令USTR开始对另外2000亿美元的中国输美商品征收10%关税。同时，USTR发布了拟对2000亿美元中国输美商品征收10%关税的建议商品清单，并将举办公开听证会，征求公众意见。此项征税计划不会立即生效，将会经历近两个月的审查和听证程序后，才会正式生效。

美国总统特朗普7月20日在接受CNBC采访时表示，他准备好对进口自中国的5000亿美元商品征收关税，当前的美中贸易冲突有再升级的可能。特朗普在采访中表示，“我不是为政治做这件事。我这样做是为了为我们的国家做正确的事。我们正在被利用，我不喜欢这样。”

而根据中国政府的最新表态，中美双方并没有考虑重启谈判。中国商务部新闻发言人高峰7月26日在新闻发布会上称，磋商前提是讲诚信、守信用，目前中美尚未就重启谈判进行接触。

美国第一批对中国500亿美元商品征收25%关税，以及对中国2000亿美元商品征收2000亿美元关税，我们预计两轮关税征收合计将拉低中国GDP约0.5%左右。这已经影响到两会期间提出的中国2018年GDP增速6.5%目标的实现。

#### (2) 以消费提升增长，见效缓慢

国家统计局公布，2018年6月份，社会消费品零售总额30842亿元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.0%。总体来看，消费表现比较疲软。这其中部分的原因是在于汽车类商品的销售下滑。受7月1日汽车进口关税的调整影响，五六月份汽车类商品的销售有比较明显的回落，而且汽车类商品在整个社会消费品零售总额中的比重还比较高，大概占到13%左右，拉低了社会消费品零售总额。

从另一个角度来看，消费整体的增速未能达到大幅提振经济增长目的，这主要与消费观念、社会文化、体制机制方面的原因有关。这些因素都不是能在短期内得到调整的。

我们目前对消费拉动的政策还在积极推进过程当中。6月19日,《个人所得税法修正案(草案)》提请十三届全国人大常委会初次审议,拟将个税起征点由每月3500元提至每月5000元。而目前社会各方进一步提高个税起征点的呼声仍然很大,并且立法的修改也需要一定的时间,提振消费拉动经济有“远水解不了近渴”的顾虑。

### (3) 拉动基建, 财政政策尚有较为充裕的政策空间

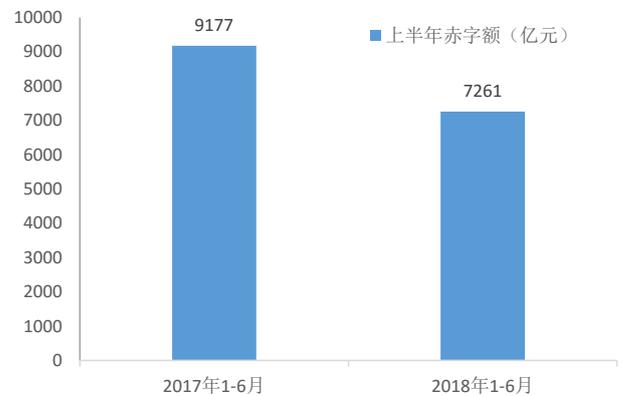
国家统计局数据显示,上半年,我国基础设施投资增速下滑较快,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增速同比增长7.3%,比1-5月份回落2.1个百分点,去年同期增速为21.1%。

图1: 上半年基础设施投资增速下滑较快



数据来源: wind

图2: 今年上半年的政府财政赤字低于2017年同期



数据来源: wind

从数据来看, 财政支出不足可能是部分原因。根据财政部公布的数据, 今年上半年的政府财政赤字为7260亿元, 低于2017年同期的9177亿元, 只有2018年预算赤字2.38万亿元的三分之一左右。

根据今年政府工作报告, 中国政府已将年度预算赤字/国内生产总值(GDP)之比的目标, 从2017年的3%下调至2.6%, 同时提高地方政府专项债券发行计划以填补这一缺口。

2018年上半年地方政府新增专项债券的进展相当缓慢, 所以国务院常务会议提出, “加强相关方面衔接, 加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度, 在推动在建基础设施项目上早见成效。”也就意味着, 下半年基建方面的资金来源将会变得充裕, 基建投资的进展也会大大加快。

### 3、财政刺激不具有长期性, 整体对A股仅有短期利好效应

从政府债务负担上来看, 2017年末, 中央财政债务余额约为13.48万亿元, 地方显性债务规模约为16.47万亿元, 两者之和为30万亿元, 占当年名义GDP的比重约为36%, 负债率低于国际通行的60%警戒线。同时, 我们还需考虑到中国地方政府有大量的隐性债务, 地方政府还负有隐性偿还责任、担保责任、可能存在救助责任的债务, 如果将这些隐性债务纳入整体的中国政府负债水平, 中国的财政健康情况很可能不那么乐观。

从赤字率来看,中国在2016年、2017年财政赤字率目标均为3%,而今年财政赤字率下调至2.6%,表明中国政府希望能够部分收紧2013年以来持续扩张的财政政策,来夯实“去杠杆”、“防风险”的基石。我们预计,今年的2.6%的赤字率大概率仍会继续得到执行。虽然经过全国人大常委会审议通过,中国政府可以调整赤字率水平,但短期内还看不到提高赤字率的必要。综合上述因素,我们认为当前财政政策的宽松仅是节奏的变化,虽然财政政策短期有一些空间,但长期来看,财政政策的空间仍是有限。

外围风险在接下来的时间中还有恶化可能。美国贸易代表办公室(USTR)对中国第二批2000亿美元商品清单,将会经历近两个月的审查和听证程序后,或将于9月初正式生效。同时,9月下旬,美联储9月议息会议就将召开。考虑到美国当前强劲的经济增长,市场目前普遍预计这次会议上,美联储还将加息一次。

结合内外两方面,我们认为,受到宽松政策的支撑,当前A股企稳反弹,但由于经济增长前景并没有显著改善,反弹的基础尚不牢固,还需密切观察下一步政策走向。

## 二、中国：国务院常务会议传递财政金融政策协同发力新动向

### 1、习近平出席金砖国家工商论坛并发表重要讲话

国家主席习近平7月25日应邀出席在南非约翰内斯堡举行的金砖国家工商论坛,并发表题为《顺应时代潮流,实现共同发展》的重要讲话,推动金砖合作再出发,实现金砖国家共同发展。习近平强调,第一,坚持合作共赢,建设开放经济。金砖国家要坚定建设开放型世界经济,旗帜鲜明反对单边主义和保护主义,促进贸易和投资自由化便利化;第二,坚持创新引领,把握发展机遇。第三,坚持包容普惠,造福各国人民。第四,坚持多边主义,完善全球治理。

习近平7月26日会见阿根廷总统马克里时指出,当前,单边主义和保护主义抬头,新兴市场国家和发展中国家面临挑战增多。作为阿根廷的真诚朋友和合作伙伴,中方支持阿根廷为维护经济金融稳定所作努力,并愿继续提供力所能及的帮助。

### 2、国务院常务会议传递财政金融政策协同发力新动向

国务院总理李克强7月23日主持召开国务院常务会议,部署更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需调结构促进实体经济发展;确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。

会议强调,积极财政政策要更加积极,加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度;稳健的货币政策要松紧适度,引导金融机构将降准资金用于支持小微企业、市场化债转股等;加快国家融资担保基金出资到位,努力实现每年新增支持15万家(次)小微企业和1400亿元贷款目标;在交通、油气、电信等领域推介一批以民间投资为主的项目;通过石化产业规划布局方案,支持民营和外资企业独资或控股投资。

### 3、李克强表示加快中西部基础设施建设

李克强总理7月26日考察西藏自治区山南市川藏铁路拉林段施工现场。李克强表示，川藏铁路不仅是西藏人民的期盼，也是全国人民的心愿，其投资建设将会带动巨大的经济和社会效益，是我们早已看准、迟早要建的有效投资项目。我国目前发展不平衡，中西部基础设施建设滞后，要加快补齐这个短板，通过扩大有效投资，加快中西部基础设施建设，逐步缩小东中西部发展差距。

### 4、刘鹤主持召开国务院国有企业改革领导小组第一次会议

国务院国有企业改革领导小组第一次会议7月26日在北京召开，刘鹤主持会议并讲话。会议要求，改革国有资本授权经营体制，分层分类积极稳妥推进混合所有制改革，加快中央企业布局优化和结构调整，加快形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制，推进信息公开打造“阳光央企”，打好防范化解重大风险攻坚战，加强党的建设和反腐败工作。

### 5、财政部发文落实《关于完善国有金融资本管理的指导意见》

财政部近日发布消息称，6月30日，中共中央、国务院印发《关于完善国有金融资本管理的指导意见》，明确由财政部负责制定全国统一的国有金融资本管理规章制度。财政部门对相关金融机构享有参与重大决策等权利，强化国有金融资本内外部监督，严格股东资质和资本金来源审查，严格规范金融综合经营和产融结合，严禁国有金融企业凭借资金优势控制非金融企业。

### 6、中国6月规模以上工业企业利润同比增20%

中国6月规模以上工业企业利润同比增20%，5月为21.1%；上半年同比增17.2%，增速比1-5月份加快0.7个百分点。统计局：价格上涨助推6月份工业企业利润保持快速增长；上半年工业利润实现快速增长，新增利润主要来源于钢铁、建材和石油开采等行业。

## 三、中美贸易战：双方尚未就重启谈判进行接触

### 1、外交部发言人回应中美贸易问题

外交部发言人耿爽7月23日主持例行记者会，就近期热点进行回应。有记者问，美国财长姆努钦在记者会上透露，美有关关税政策不是保护主义，而是希促成更公平、自由的贸易。他还称，如中方愿重回谈判桌，美方团队愿与中方讨论。耿爽回应称，关于中美开展经贸磋商问题，商务部新闻发言人已就此作出过正式回应。我这里只强调一句话：磋商的前提是信用。

## 2、工信部：中美贸易摩擦对我国工业的影响还没有显现出来

7月24日国务院新闻办举行2018年上半年工业通信业发展情况发布会。工信部新闻发言人黄利斌在会上表示，从上半年的数据和上半年地方调研的情况来看，对我国工业的影响还没有显现出来。当然，也有企业反映，存在美国客户要求暂缓执行订单和暂停发货的情况，有，但不是特别多，对上半年工业经济有影响也有限。

## 3、美国农业部将对受关税影响的美国农牧场主提供120亿美元

美国农业部长珀度称，美国农业部将对受关税影响的美国农牧场主提供120亿美元的支持。这些项目将包括直接向农民付钱、贸促措施以及购买食物。按照《商品贸易公司宪章法》，这些项目已经获得授权，无需国会专门批准。珀度说，这些项目是短期解决方案，以便让特朗普有时间谈判达成贸易协议。

## 4、商务部：中美双方尚未就重启谈判进行接触

中国商务部新闻发言人高峰7月26日在新闻发布会上称，磋商前提是讲诚信、守信用，目前中美尚未就重启谈判进行接触。

# 四、海外：美国第二季GDP增速创四年最快

## 1、美国经济数据维持强势

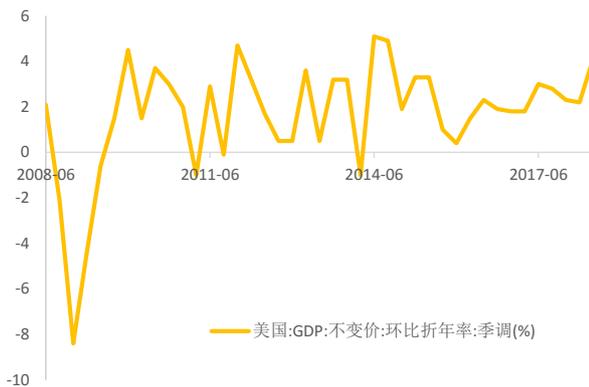
**美国第二季经济增速为近四年最快。**美国商务部公布，第二季GDP环比年率初值为增长4.1%，因消费者扩大支出，政府支出加快。这是2014年第三季以来最强劲表现。

**美国6月耐用品订单增幅超过预期。**美国商务部称，6月扣除飞机的非国防耐用品订单环比增长0.6%，5月上修为增长0.7%，表明第二季企业设备支出强劲增长。

**美国6月新屋销售跌至八个月低点。**美国商务部称，6月新屋销售下降5.3%，经季节调整后年率为63.1万户，为2017年10月以来最低水平。楼市趋温主要归因于供应紧张，发出了房地产市场正在放缓的信号。

**美国6月成屋销售意外下降，连降第三个月。**全美不动产协会(NAR)报告，6月成屋销售较前月下降0.6%，经季节性调整后年率为538万户。6月成屋销售较上年同期下滑2.2%，连续第四个月同比下降。成屋销售下降，主要由于房屋供应持续短缺导致房价升至纪录高位。

图 3：美国第二季经济增速为近四年最快



数据来源：wind

图 4：美国 6 月新屋销售跌至八个月低点



数据来源：wind

## 2、特朗普和欧盟领导人承诺降低贸易壁垒

美国总统特朗普和欧盟执委会主席容克 7 月 25 日举行了会晤，双方在努力降低工业产品贸易壁垒问题上达成一致；同时特朗普针对汽车关税的威胁似乎有所软化。双方同意建立一个“高级别工作小组”以磋商降低关税、补贴和非关税壁垒的问题。这项共识可望缓解美欧贸易战升级的疑虑。本次贸易争端的起因是特朗普宣布对欧盟征收钢铝进口关税，并威胁要对进口汽车和零部件征收 25% 关税。

## 3、欧洲央行维持三大利率不变

欧洲央行 4 月 26 日宣布维持三大利率不变，维持每月 300 亿欧元购债规模至 2018 年 9 月，9 月后将每月购债规模降至 150 亿欧元，确认在 12 月底停止净资产购买计划；只要有必要，将对到期债券进行再投资，再投资将一直持续到 QE 结束后很长一段时间。

欧洲央行行长德拉吉在新闻发布会上表示，与贸易相关的不确定性依旧显著；仍需要大量宽松，如有必要，准备好调整所有政策工具；预计今年余下的时间通胀将维持目前水平；维持关键利率至少至 2019 年夏季结束前不变，无需调整利率指引。

## 五、本周重大财经事件

日期	国家/地区	指标名称
2018-07-30	欧盟	7月欧元区:消费者信心指数:季调
2018-07-30	美国	6月成屋签约销售指数(2001年=100)
2018-07-31	日本	7月日本央行公布利率决议及政策声明
2018-07-31	中国	7月官方非制造业PMI:商务活动
<b>2018-07-31</b>	<b>中国</b>	<b>7月官方制造业PMI</b>

2018-07-31	欧盟	6月欧元区:失业率:季调(%)
2018-07-31	美国	6月个人消费支出:季调(十亿美元)
2018-07-31	美国	6月核心 PCE 物价指数:同比(%)
2018-07-31	美国	6月人均可支配收入:折年数:季调(美元)
<b>2018-08-01</b>	<b>中国</b>	<b>7月财新制造业 PMI</b>
2018-08-01	欧盟	7月欧元区:制造业 PMI
2018-08-01	美国	7月 ADP 就业人数:环比:季调(%)
2018-08-01	美国	6月建造支出(百万美元)
2018-08-01	美国	7月 Markit 制造业 PMI:季调
<b>2018-08-01</b>	<b>美国</b>	<b>7月制造业 PMI</b>
2018-08-01	美国	7月27日 EIA 库存周报:商业原油(千桶)
<b>2018-08-02</b>	<b>美国</b>	<b>8月美联储 FOMC 公布利率决议及政策声明</b>
2018-08-02	欧盟	6月欧元区:PPI:同比(%)
2018-08-02	英国	8月英国央行公布利率决议
2018-08-02	美国	7月挑战者企业裁员人数
2018-08-02	美国	7月21日持续领取失业金人数:季调(人)
2018-08-02	美国	7月28日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2018-08-02	美国	6月全部制造业:新增订单(百万美元)
2018-08-03	中国	7月财新服务业 PMI:经营活动指数
2018-08-03	欧盟	7月欧元区:服务业 PMI
2018-08-03	欧盟	7月欧元区:综合 PMI
2018-08-03	欧盟	6月欧元区:零售销售指数:同比(%)
2018-08-03	美国	6月商品和服务贸易差额:季调(百万美元)
2018-08-03	美国	7月失业率:季调(%)
<b>2018-08-03</b>	<b>美国</b>	<b>7月新增非农就业人数:季调(千人)</b>
2018-08-03	美国	7月 Markit 服务业 PMI:商务活动:季调
2018-08-03	美国	7月非制造业 PMI

数据来源: wind, 德邦证券研究所

## 六、风险提示

全球贸易战爆发。主要央行更快收紧货币政策。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 法律声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。