



不宜对基建过于乐观

摘要

今年上半年累计发行的1.4万亿地方政府债券当中,新增债券仅有3329亿元,而置换债券或再融资债券达到10780亿元,这意味着有大量新发行债务是用于偿还旧债,并没有增加新的项目。考虑到上半年减税规模已经不小,下半年减税力度将进一步加大,而地方政府仍处于去杠杆过程之中,所以地方政府偿债压力加大、支出恐怕有捉襟见肘的困难,因此剩下的1万亿专项债券能用于新建项目的资金可能有限。

与此同时,从发改委发布的首份《全国固定资产投资发展趋势监测报告》的数据来看,基础设施新增投资意愿非常低迷,下半年基建投资恐将继续下跌,而制造业和房地产投资意愿仍较为旺盛。

此外,7月26日国务院例行吹风会上财政部副部长透露的重要信息说明了当前财政政策是中央所确定的宏观政策的一部分,而且明确了当下财政政策的发力点就是减税降费,这是我们未来的重要关注点,换言之,扩张并不是财政政策的选择。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号: Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

不宜对基建过于乐观

一、基建下滑预期缓解，但不宜过分乐观

本周基建板块迎来久违大涨，这与周一国务院常务会议和周四李克强总理视察川藏铁路的表态有密切联系。

7月23日，李克强总理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。会议提到：“要求保持宏观政策稳定，坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间。财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济和宏观大局。”

在宏观政策方面具体还提到：“积极财政政策要更加积极。在确保全年减轻市场主体税费负担1.1万亿元以上的基础上，将科技型中小企业研发费用按75%加计扣除的政策扩大至所有企业，初步测算全年可减税650亿元。对已确定的先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税返还的1130亿元在9月底前要基本完成。加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行，推动早见成效”；“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。”

推动有效投资增长方面提到：“要引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾；推进建设和储备一批重大项目。”

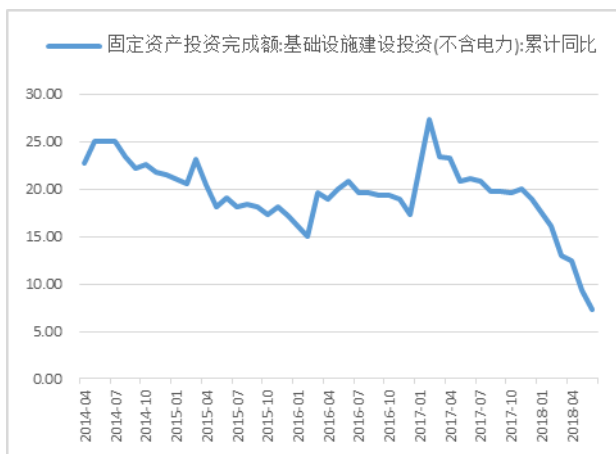
另外，7月26日李克强总理考察川藏铁路施工现场时表示：川藏铁路是我们早已看准、迟早要建的有效投资项目。我国目前发展不平衡，中西部基础设施建设滞后，要加快补齐这个短板，通过扩大有效投资，加快中西部基础设施建设，逐步缩小东中西部发展差距。

可以看到，国常会中提到的“保持宏观政策稳定，坚决不搞强刺激，预调微调、定向调控”，说明宏观政策并未转向，基建大涨是市场一种反应过度的表现。

那么国常会中提到的加快地方专项债发行会产生多大影响呢？据财政部7月19日发布的上半年地方政府债券发行和债务余额情况显示，今年1-6月全国累计发行地方政府债券14109亿元，其中一般债券10436亿元，专项债券3673亿元，这意味着和1.35万亿的全年专项债券发行目标相比，还剩下将近1万亿专项债券没有发行，因此国常会中关于加快今年1.35万亿地方政府专项债发行、避免融资平台必要在建项目资金断供工程烂尾和推进建设一批重大项目的说法，再加上考察川藏铁路的表态，意味着在目前基建投资出现大幅下滑的情况下，中央有加快必要投资项目的进度以缓解基建硬着陆风险的倾向，所以戳中了市场的爽点，认为去年以来持续下行的基建投资或将在下半年企稳回升，因此本周基建板块出现大幅上涨。

但我们也需要注意到，今年上半年累计发行的1.4万亿地方政府债券当中，新增债券仅有3329亿元，而置换债券或再融资债券达到10780亿元，这意味着有大量新发行债务是用于偿还旧债，并没有增加新的项目。考虑到上半年减税规模已经不小，下半年减税力度将进一步加大，而地方政府仍处于去杠杆过程之中，所以地方政府偿债压力加大、支出恐怕有捉襟见肘的困难，因此剩下的1万亿专项债券能用于新建项目的资金可能有限。

图、基建投资增长情况



资料来源：WIND 资讯，南华研究

与此同时,7月26日发改委发布首份《全国固定资产投资发展趋势监测报告》,报告显示2018年1—6月份全国新增意向投资项目45.9万个,同比增长23.3%;1—6月份新增意向投资项目投资额73.1万亿元,同比增长6.9%。分行业来看,1—6月基础设施、制造业、房地产业新增意向投资项目数分别同比增长-0.81%、42.9%、24.8%;投资额分别同比增长-33.5%、23.7%、38.6%。发改委这份报告的公布有助于我们更好判断未来固定投资增长的趋势,从目前数据来看,基础设施新增投资意愿非常低迷,下半年基建投资恐将继续下跌,而制造业和房地产投资意愿仍较为旺盛。不过,既然国常会中提到要避免必要在建项目资金断供和工程烂尾,因此对于基建来说仍是一个利好。

此外,在7月26日的国务院例行吹风会上,财政部副部长刘伟透露了两个重要信息:一、积极财政政策的着力点,就是党中央、国务院确定的减税降费,把它作为重中之重来抓,把减税降费的各项措施落到实处,这是积极财政政策重要的着力点;二、财政政策和货币政策是宏观调控体系的两大支柱。无论是积极的财政政策还是稳健的货币政策,都是党中央、国务院确定的重大宏观政策取向,一直以来,财政部坚定不移地予以贯彻执行。

财政部副部长透露的重要信息说明了当前财政政策是中央所确定的宏观政策的一部分,而且明确了当下财政政策的发力点就是减税降费,这是我们未来的重要关注点,换言之,扩张并不是财政政策的选择。

二、央行动作频频,货币政策微调力度进一步加大

7月18日网传央行窗口指导银行,将额外给予MLF资金,用于支持贷款投放和信用债投资。对于贷款投放,要求较月初报送贷款额度外的多增部分按1:1给予MLF资金,多增部分为普通贷款,不鼓励票据和同业借款。对于信用债投资,AA+及以上评级按1:1比例给予MLF,AA+以下评级按1:2给予MLF资金,要求必须为产业类,金融债不符合。

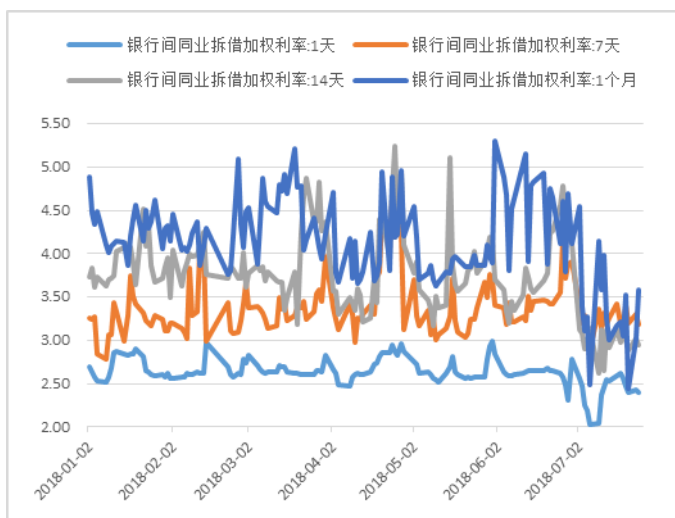
7月23日央行开展了5020亿一年期MLF操作，创单日最大净投放规模，连同之前窗口指导信息，引发市场热议，部分观点认为这是货币政策转向征兆。

7月26日，传部分央行分支行已在执行调整MPA部分参数的要求，以适当放松考核要求，促进银行加大信贷投放。

从6月初放松MLF抵押品标准，6月底降准，7月中旬增加MLF鼓励银行增加贷款和信用债配置，到昨日调整MPA标准，这一系列举动虽然不意味着货币政策的转向，但也说明增加信贷和实体经济流动性是货币政策当下的重要目标和发力点，预计信贷控制还会进一步放松，为什么这么说，先来看看MLF对银行的具体影响。

6月底人民银行已经决定下调存款准备金率0.5个百分点，此次降准名为定向，实则与普降没有区别，因为并没有硬性要求。此次“普降”之后，我们可以看到银行间拆借利率迅速下降，说明目前银行的流动性并不紧张。那么，为什么央行在短时间内又再次对商业银行进行窗口指导，并要求按照新增贷款和信用债配置给予MLF资金，很有可能是因为降准对于支持实体经济的效果不佳，而央行意图通过更精准地释放流动性用于支持实体经济。

图、银行间同业拆借利率走势



资料来源：WIND 资讯，南华研究

但是，2018年以来新增社会融资规模同比持续下降，表内信贷增长远不能弥补表外收缩的规模，其原因不仅仅在于流动性，或者说资金的可获得性，因为央行已经推出多种措施改善银行流动性，金融市场部分债券品种利率下降至2016年底以来的最低水平，简言之，银行并不缺钱。目前银行支持实体经济的主要障碍在于，表外回表内之后，一是资本金不够，二是信贷规模控制。资本金问题比较好理解，信贷规模控制主要是央行对商业银行的合意贷款规模控制（狭义贷款规模）。2016年初开始，央行将一直以来对商业银行的贷款额度控制，也即合意贷款规模控制升级为宏观审慎管理，对贷款额度的管理也升级为广义贷款规模增速和资本充足率挂钩的指标，但2016年初的信贷井喷导致央行对狭义贷款规模的

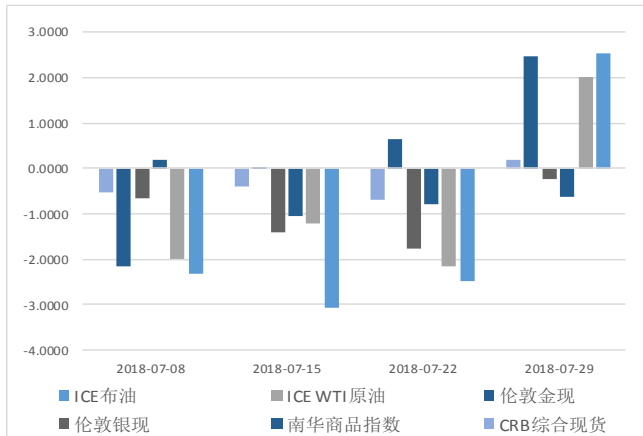
管控更为严格，由于这一管控并不包括表外业务，显然也对表外贷款回表内造成很大限制，而无论是降准还是 MLF 都无法解决这一问题，只有放松乃至取消贷款控制才有用。

另外一个需要关注的是抵押品问题。无论是逆回购，还是 SLF/MLF/PSL，都是需要抵押品的，6月初央行已经把 AA 和 AA+ 债券、优质小微企业贷款和绿色贷款纳入 MLF 担保品范围，此次网传的央行将额外给予 MLF 支持银行多增贷款和 AA+ 级以下债券配置，存在两个问题，一个是担保品范围还需进一步扩展，由于我国债券市场本来容量就不大，中小银行持有的合格抵押品以利率债和同业存单为主，本身存在抵押品不够的问题，无法支持进一步获取 MLF 流动性；二是抵押品会占用银行的优质流动性资产，由于 MLF 期限较长，因此未必能够增加相关债券的市场流动性，而银行进一步大规模申请 MLF 的意愿也会比较有限。

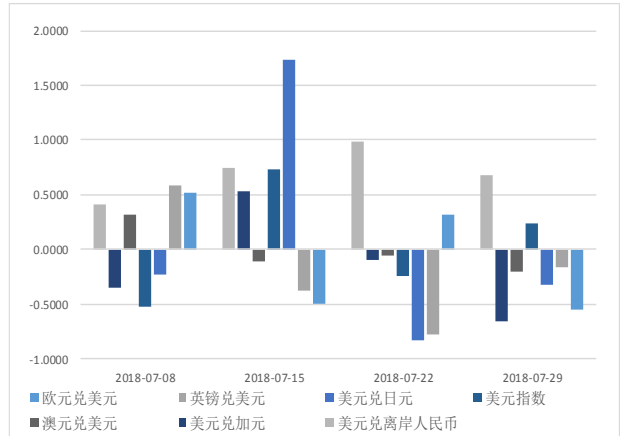
【本周全球大类资产表现】

2018年7月29日

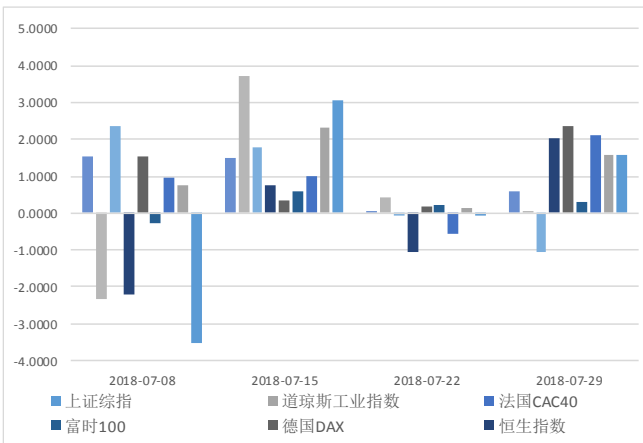
主要大宗商品涨跌幅



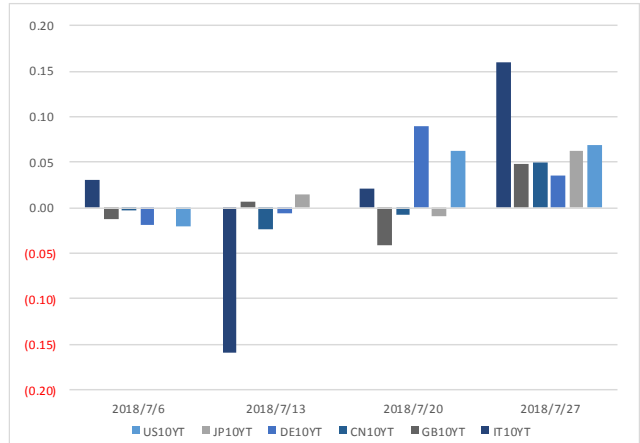
全球主要货币对涨跌幅



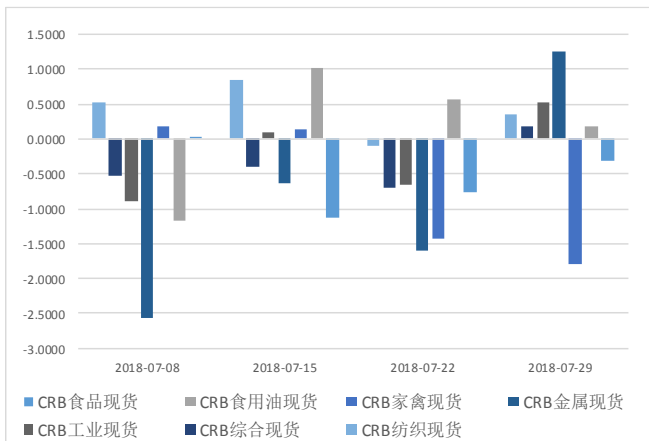
全球股指涨跌幅



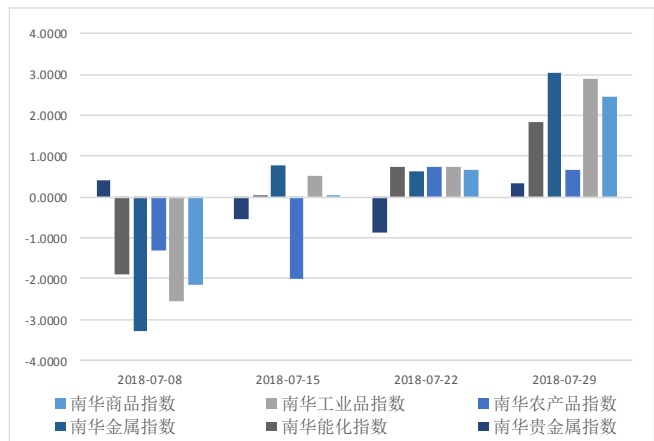
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net