



下半年宏观微调大局已定

摘要

7月31日中央政治局年中会议召开，会议研究和部署了下半年的宏观经济工作；8月1日和3日分别召开了国务院金融稳定发展委员会第二次会议和人民银行的下半年工作电视会议；8月2日，财政部部长刘昆在《求是》上发表了名为《充分发挥财政职能作用 坚决支持打好三大攻坚战》的文章。这三个会议和一篇文章，对我们判断下半年的宏观调控有重要意义。

中央政治局会议首先明确指出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”；第二，会议提出了六个“稳”，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。我们认为，六个稳里面最重要的是“稳预期”，稳的是金融机构和地方政府去杠杆的预期，是稳健货币政策的预期，是结构性改革的预期。在稳定大方向预期的基础上，才是政策的微调；第三，会议指出要“把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机”。

金融稳定委员会和央行的会议主要讲如何贯彻中央政治局会议精神，指出必须更加重视打通货币政策传导机制，提高服务实体经济的能力和水平。

财政部长刘昆的文章指出，财政职能要服务于打好三大攻坚战，在防范化解重大风险方面提到“覆盖地方政府债务管理各个环节的‘闭环’管理体系逐步形成”，但是“有的地方继续违法违规变相举债，风险隐患不容忽视”。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

下半年宏观微调大局已定

7月31日中央政治局年中会议召开，会议研究和部署了下半年的宏观经济工作；8月1日和3日分别召开了国务院金融稳定发展委员会第二次会议和人民银行的下半年工作电视会议；8月2日，财政部部长刘昆在《求是》上发表了名为《充分发挥财政职能作用 坚决支持打好三大攻坚战》的文章。这三个会议和一篇文章，对我们判断下半年的宏观调控有重要意义。

一、政治局会议谈“六稳”

具体先来看中央政治局的会议，我们只讨论其中涉及经济的部分。

首先会议明确指出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”。4月底的那次政治局会议就提了扩大内需，当时市场也产生了诸多猜想，我在当时那篇周报也有比较详细的解读。但是，之前提的那次扩大内需，并没有明确如何扩大内需，用什么样的宏观调控方式扩大内需，这可能是因为当时没有预料到金融政策在引导银行支持实体经济方面遇到了诸多问题，而财政政策在改善微观主体经营预期方面更有效。但是，是不是财政发挥更大作用就意味着财政要扩张，就意味着地方政府可以不去杠杆？显然不是如此，这一部分我们在后面解读财政部长的文章上面还会再谈一谈。

货币政策方面，当前所遇到的问题并不意味着货币当局已经无法有所作为，实际上，由于我们的中央银行相对于发达国家来说，管理的范围更加宽泛，因此工具箱里并不是仅仅只有货币政策可以用，包括信贷政策、监管标准等都是可以调整的。

第二，会议提出了六个“稳”，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。对这六个稳，市场有不少解读，有的观点认为基建下半年要大幅反弹，当然主流观点还是认为，这只是政策的微调，而不是转向。

对这六个稳，我认为最重要的是最后一个，就是“稳预期”，稳的是什么预期？是金融机构和地方政府去杠杆的预期，是稳健货币政策的预期，是结构性改革的预期。在稳定大方向预期的基础上，才是政策的微调。

其次比较重要的是“稳外贸、稳外资”。“稳外贸”不仅包括出口，也包括进口，就是怎么在贸易成本提高的情况下，去降低成本。“稳外资，保护在华外资企业合法权益”，往近了说，在贸易战情况下，一些外资企业可能会有担忧，觉得中美政府剑拔弩张的情况下，在中国的投资会不会有风险，有没有保障；往远了说，贸易战只不过是一时之争，长远来看，争的是技术的发展和变革，而投资本身就是技术进步的一个重要环节，从这个角度看，贸易战并不是最主要的，投资战才是最主要的。特朗普的贸易保护主义，不仅不会促使制造业回流美国，更有可能的是迫使美国企业转移到不需要承担贸易成本和更接近市场的地方。从我们去年十九大报告讲的“推动形成全面开放新格局”，就已奠定了扩大外资的基调，从去年底至今，在扩大外资方面也做了非常多的工作，包括前一阵子公布的新版外商投资负面清单，也出现非常重大的调整和改变，对原来开放程度较低的服务业进行大幅放开，今年上半年新设立的外资企业大幅增长 96.6%，实际使用外资增长

4.1%（美元），高技术制造业实际使用外资同比增长 25.3%，所以我们讲要“稳外资”，就是要稳定外资的预期，稳住外商投资意愿上升的势头。

至于“稳投资”，之前李克强讲的补齐中西部基础设施建设短板，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾等，这些都是稳投资的方面，需要区分的是稳投资、补短板 and 铺摊子的区别，稳投资就是稳住，就是 L 型，不是再铺新摊子，再走基建刺激那条老路。

第三，会议指出要“把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机”。回顾近年来金融改革的实践，一行三会的政策协调性问题是比较大的，前阵子财科所所长贾康的文章里面谈到“今年以来，央行有所收紧货币的努力人所皆知，但随即看到市场趋于恐慌、债市违约、股市下行，一些企业叫苦连天……这其中当然有‘潮水退去’后裸泳者现出原形的必然一面，但可能也有央行去杠杆的节奏掌握欠佳，银、证、保三家齐步走所带来的同频共振效应，把防风险和中央实质性要求的‘防范系统性风险’画等号等因素对此难辞其咎，有反思调整的必然”。所以，中央政治局的这个提法，就是指出这种情况的存在并要求改进。

二、金融会议旨在进一步支持实体经济

除了中央政治局会议之外，金融稳定委员会和央行的会议主要是讲如何贯彻中央政治局会议讲的“把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机”。金稳会有几句话比较重要，摘要如下：

“面对实体经济融资难、融资贵的问题，必须更加重视打通货币政策传导机制，提高服务实体经济的能力和水平”；

“注意支持形成最终需求，为实体经济创造新的动力和方向”；

“要在信贷考核和内部激励上下更大功夫”。

可以预期的是，未来货币政策在信贷管理方面会有更大的改变和创新，尽管从货币政策本身特点来看，在引导金融机构支持实体经济方面存在一些困难，但也有很多事情可以做，实体融资难未必是银行流动性紧张造成的，而放水也不意味着可以解决融资难的问题，所以，更多的还是要思考央行如何引导商业银行行为这个问题。

三、财政政策发力的主要方向

最后来看财政部长刘昆题为《充分发挥财政职能作用，坚决支持打好三大攻坚战》这篇文章。财政政策简单来说，无非两大方面，一是收入，一是支出，今年以来不少观点都指出财政政策要更加积极，中央政治局会议要求“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，何谓更大作用、更加积极？其中一个重要方面就是要多花钱，花好钱，那么如何花钱，怎么花好钱，刘部长这篇文章的题目就写得很清楚，财政职能要服务于打好三大攻坚战，在打好三大攻坚战的基础上来谈积极财政政策。

第一大攻坚战，就是防范化解重大风险，这里面和财政密切相关的就是地方债问题。这篇文章讲到“覆盖地方政府债务管理各个环节的‘闭环’管理体系逐

步形成”，但是“有的地方继续违法违规变相举债，风险隐患不容忽视”。

这个“闭环”是指什么呢？除了实现对地方政府债务“借、用、还”的全过程规范和监控之外，还有对地方政府其他融资渠道的包围圈逐渐收紧封死的味道。我们知道，近年来地方债的问题始于 2008 年的四万亿，地方政府融资平台兴起，与之相伴的是各种违规变相操作和地方政府隐性债务风险，所以 2010 年之后出台了一系列加强地方政府融资平台管理的文件，要求摸清底数，规范债务管理。2014 年新预算法公布，要求地方政府的举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券方式，除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。但是地方融资的办法五花八门，应有尽有，这一法规并没有把地方政府违规融资的渠道全部堵住，包括 2016 年以来兴起的棚改和 PPP 也给地方政府变相举债融资增加了口子。所以，2017 以来，财政部出台了一系列文件，范围越来越广，内容越来越细，表述越来越具体，就是要把地方政府的各种违规融资的口子堵住。迄今为止，地方政府通过融资平台、企事业单位、金融机构、土地融资、假借 PPP 名义、政府基金、政府购买服务名义、棚改等各种各样渠道变相举债的方式已经被一一封堵，这就是刘部长所说的“闭环”的意思。

在形成“闭环”的基础上，还要开前门，要将风险防范于未然。文章里面讲“决不允许以新增隐性债务方式上新项目、铺新摊子”，“督促地方树立过紧日子的思想，通过盘活各类资金资产化解存量隐性债务，高负债地区要大力压减项目建设支出、‘三公’经费以及其他一般性支出”。所以地方政府要想借钱，必须在国务院批准的地方债限额之内，同时必须报地方本级人大或常委会批准，并且纳入全口径预算管理。

关于地方债问题，我们这里再详细介绍一下。目前地方政府举债的正途，就是一条：发行地方债。而地方债包括两种，一种是地方一般债券，另一种是地方专项债券，这两种债的区别主要在于，一般债券融资所得资金是用于没有收益的公益性事业，债务主要由一般公共预算收入偿还，纳入一般公共预算；专项债券融资所得资金用于有一定收益的公益性事业，由对应的政府性基金或专项收入偿还，纳入政府性基金预算。所以，这两种债的主要区别在于用途和偿还资金来源不一样，这两年财政部对专项债券发行的上限在逐渐提高，而一般债则有压缩的趋势，就是因为专项债支出可以产生收入，同时其偿还不需要占用一般公共预算。

2018 年政府工作报告里面提到了今年将安排 2.38 万亿的中央财政赤字和 1.35 万亿的地方专项债券，但没有提一般债安排了多少。这个数据在财政部《关于 2017 年中央和地方预算执行情况与 2018 年中央和地方预算草案的报告》里面，2018 年的地方债新增限额一共是 2.18 万亿，包括 8300 亿的一般债和 1.35 万亿的专项债，所以 2018 年包括中央政府和地方政府在内的财政赤字安排一共是 4.56 万亿。

2017 年开始，财政部对各地的债务进行限额管理，根据债务风险、地方财力和重大项目支出等指标，每个地区都有一个新增债务的限额，地方政府根据财政下达的限额指标按照本地区情况安排举债计划再报地方人大审批，而财政部的这个限额要等全国人大批准了之后再下达，所以得等到 5、6 月份左右，各省的预算调整方案才会陆续公布，此时我们对于全国各地方的新增债务计划才有一个基本全面的了解。

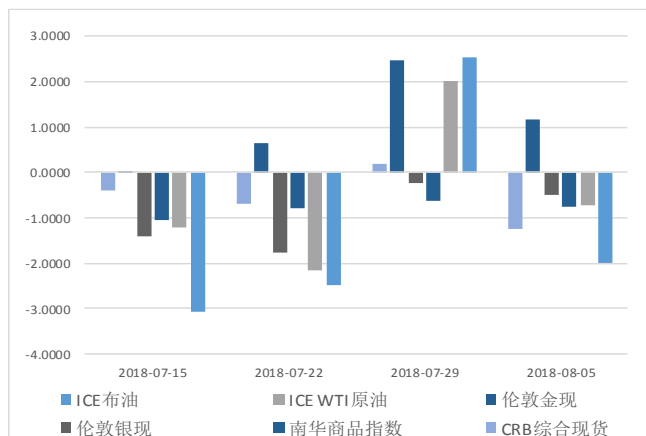
由于 7 月底李克强总理在国常会里表态要求加快地方专项债发行，使得最近市场的表现有点偏基建逻辑，不过我们之前报告已经谈过了不宜对基建太乐观，为什么不认为基建会大幅反弹，其中一个最主要的原因就是上文谈到的“闭环”管理，过去很多年基建大干快上的主要驱动力是地方政府的大规模举债，一旦违规举债的口子堵住，钱减少了，基建大幅反弹的可能性是很低的；第二个原因，从地方举债正途的角度来看，地方债的限额管理将地区的财力和风险作为重要考量，所以过去一些融资大户，负债率非常高的省份，现在能够分配到的新增债务额度比较少，而财力充裕地区的举债意愿则不高，这也会限制整体的债务增长速度。所以，基建有可能企稳或小幅反弹，但大幅反弹的可能性非常低，这对于我们的经济结构转型来说，也是一件好事。

刘部长的文章还谈到了第二大攻坚战精准扶贫和第三大攻坚战环保，扶贫肯定是得花钱的，环保也是投入大、回报少、回收期长的领域，为什么这几年大搞环保，但 A 股的环保股持续下跌，因为都是高杠杆且回报低的行业，地方政府不愿搞或者没钱搞。所以，环保想要搞好，必须分配更多的财力进行支持，这也是积极财政政策发力的两个主要方面。

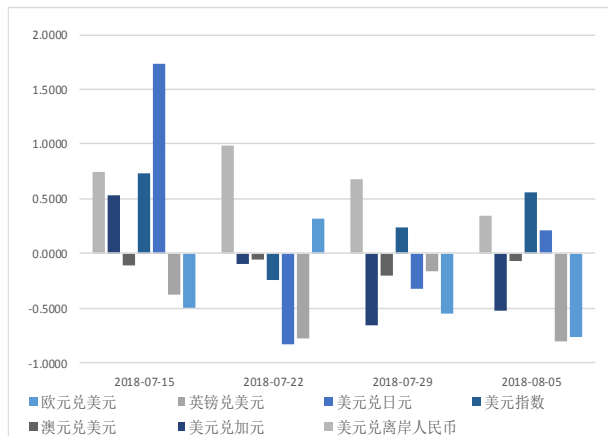
【本周全球大类资产表现】

2018年8月5日

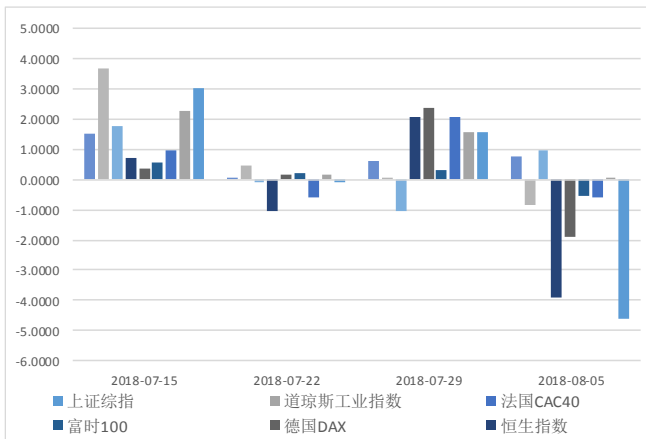
主要大宗商品涨跌幅



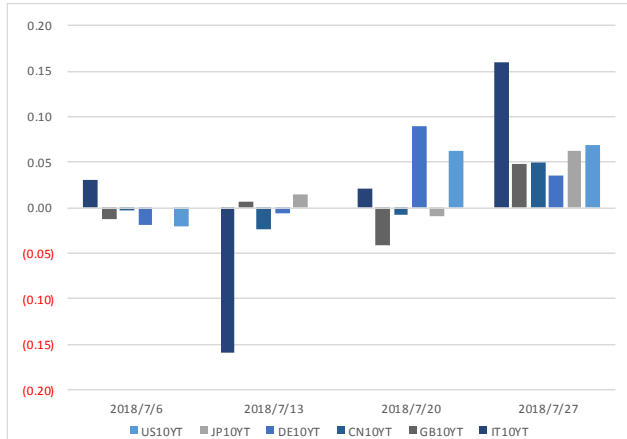
全球主要货币对涨跌幅



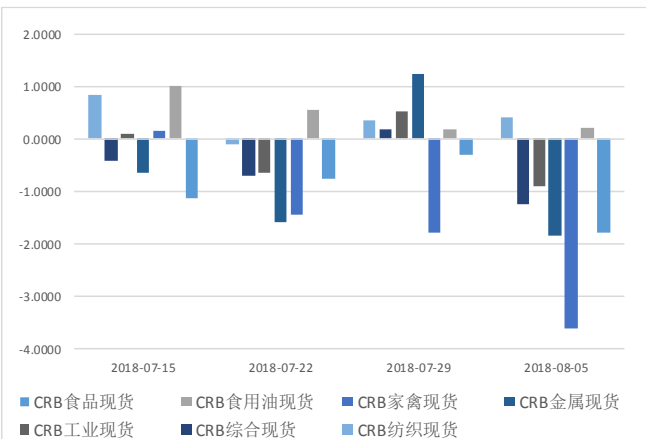
全球股指涨跌幅



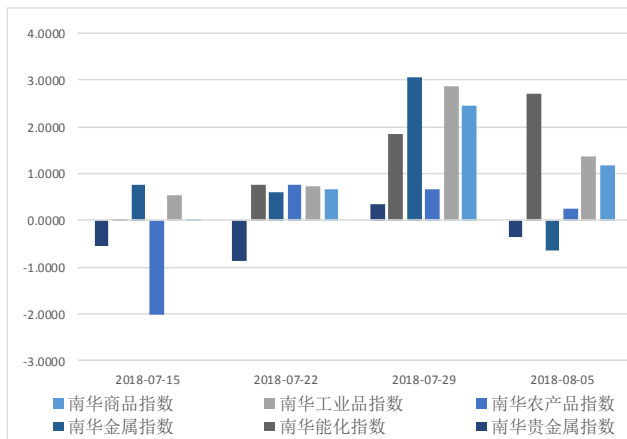
全球债市涨跌基点



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

汕头市龙湖区金砂路 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