货币财政政策齐定调 协同发力稳经济保增长

□本报记者 彭扬 赵白执南

日前召开的国务院常务会议对我国下半年货币政策和财政政策定调，强调了要保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局。业内专家表示，下半年货币政策仍将在稳增长和防风险之间平衡，或有继续降准可能性。财政政策将在减税降费和加快地方债发行等方面继续发力。展望未来，下半年稳经济保增长将更有保障。

货币政策边际放松

今年以来，央行采取多种方式保证流动性合理充裕。尤其是6月以来，明显增加MLF操作规模，对中长期流动性支持力度逐渐加大。23日开展的5020亿元1年期MLF操作，为有史以来单次最大规模MLF操作。

展望下半年，国常会强调，稳健的货币政策要松紧适度。保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币信贷政策传导机制，落实好已出台的各项措施。

从国常会对货币政策的表述以及此前MLF放量操作来看，多位专家认为，这进一步确认了货币政策边际放松。

在公开市场操作方面，新时代证券首席经济学家潘向东表示，下半年货币政策将继续发力，当前阶段银行资本充足率和准备金面临明显约束，并且随着超额MLF续作，MLF存量规模进一步扩大，年内央行或继续降准0.5-1个百分点。“在4月底定向降准置换部分MLF存量前，MLF规模达4.9万亿元；置换部分存量后MLF规模保持在4万亿元；6月、7月MLF大额操作后，MLF存量达到历史新高4.92万亿元。”中信证券研究部固定收益首席分析师明明认为，降准+MLF置换组合延续，本次MLF放量操作进一步提升MLF存量，为下次降准置换打开空间。参考4月降准经验，预计三季度有可能再次降准。

值得注意的是，近期资管新规配套细则“靴子落地”也对市场起到积极影响，稳定预期。华泰证券首席宏观研究员李超表示，近期监管政策细则纷纷落地，相比之前市场预期的一些具体规定做了柔性处理。当前货币政策保证流动性合理充裕，目的在于与扩大信用相配合。

在招商证券宏观分析师张一平看来，“下半年货币政策主要焦点不是还有几次定向降准，而是如何提高政策传导机制。改变当前宽货币紧信用的割裂局面需要财政政策、结构性改革措施配合，货币政策孤军奋战难以解决当前困境。”

此外，在货币政策方面，国常会提出，通过实施台账管理等，建立责任制，把支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税等政策抓紧落实到位。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。鼓励商业银行发行小微企业金融债券，豁免发行人连续盈利要求。

中泰证券首席经济学家李迅雷表示，国常会对降准资金的流向也做出限制，用于“支持小微企业、市场化债转股”，因此，后续货币政策的重点在于引导资金支持实体经济和协助“去杠杆”，而非简单总量扩张。

减税效应值得期待

国强会强调，积极财政政策要更加积极。此前多位专家表示，从上半年财政数据来看，财政政策尚有较大操作空间，下半年财政政策有必要、也必须更加积极。

张一平认为，从积极方向看，加大针对小微企业和经济新动能的减税降费力度不出意外。财政支出力度也将较上半年扩大。国常会明确指出，有效保障在建项目资金需求，其中“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” 表明优质城投平台违约风险将明显下降，同时合规PPP项目将“重出江湖”。

“‘更加积极’的财政政策，其中体现在加快地方债发行进度推动基建投资，要争取‘早见成效’。”国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春表示，上半年地方政府债务严控基建投资增速下滑明显。因此，政府要求加快地方债发行速度，这就是需要财政和货币共同配合。地方政府要加快发行债券，商业银行和金融机构要有足够流动性进行购买。并且国常会提出在推动在建基础设施项目上“早见成效”，因此预计后续基建投资可能很快企稳回升，全年或达10%左右。

与此同时，更加积极的财政政策一个重要落脚点就是减税。海通证券研究所首席经济学家姜超认为，主要是将研发费用加计扣税政策推广到大中型企业；同时对先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税，合计约1700亿元减税。而这一部分主要针对新经济、针对研发，希望激励企业创新，启动高端制造业投资。

李迅雷表示：“大规模减税是必须的，尽管税收高增长主要原因是管理因素和价格因素。而在财政支出领域，则更应该用于民生领域，如加大对于医疗、教育和社保的投入，减少基建投入。同时提高财政透明度，精简行政机构，减少行政费用在财政支出中比重。”

另外，有专家认为，在经济下行压力加大背景下，稳增长+调结构的政策组合，也需要财政宽松予以配合。申万宏源高级宏观分析师王健表示：“更加积极的财政政策意味着前期略紧的财政会在边际上有所放松。上半年财政收入增长10.6%，快于2017年同期的9.8%，但财政支出仅增长7.8%，慢于2017年同期的15.8%。上半年共实现财政赤字7261亿元，明显低于2017年同期的9177.4亿元。因此，下半年积极财政仍有空间。”

7月24日行业涨跌幅情况

板块	涨跌幅（算术平均，%）	市盈率（TTM，整体法）	市净率（整体法）
建筑装饰	4.1479	12.0672	1.3046
建筑材料	2.8517	17.3031	2.2697
钢铁	2.3565	9.5560	1.3228
交通运输	2.2380	17.4984	1.7446
食品饮料	2.2275	32.4435	5.6825
有色金属	2.1775	30.2199	2.5140
采掘	2.0508	22.8071	1.1838
房地产	1.9764	11.0700	1.4811
医药生物	1.9645	35.5922	4.0277
公用事业	1.8103	24.7445	1.7397
机械设备	1.8070	33.6606	2.1879
综合	1.7959	31.1186	1.4167
商业贸易	1.7380	25.0446	1.7897
轻工制造	1.7147	24.1932	2.4967
汽车	1.6978	16.6169	1.8195
电气设备	1.6881	31.7643	2.2520
家用电器	1.6389	16.6933	3.0980
化工	1.5778	21.5034	1.8761
非银金融	1.5653	16.4756	1.6530
纺织服装	1.5093	25.0508	2.2051
农林牧渔	1.4752	39.8897	2.7395
休闲服务	1.4287	39.0577	3.6318
传媒	1.3251	38.2186	2.4468
通信	1.2422	59.9365	2.4442
计算机	1.0401	54.4205	3.8068
国防军工	0.8821	97.0142	2.3985
电子	0.6692	37.0335	3.7815
银行	0.2988	6.6714	0.8426

数据来源：Wind 制表：吴玉华

下半年稳经济保增长有保障

经济平稳增长离不开货币政策和财政政策互相配合。国常会表示，财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局。

“中国现阶段的结构性问题不是单一部门、单一政策就能解决的，需要政策合力作用缓解信用风险和信用违约的相互强化。”潘向东说。

长江证券研究所宏观部负责人赵伟表示，在防风险背景下，“宽货币”“积极财政”基调不变、协同发力，目的是防范经济失速风险、加快经济结构转型。这意味着本轮“稳增长”与以往不同，不会走传统周期下大规模放水、刺激房地产市场的“老路”。结合近期政策导向来看，经济或在“产业升级”领域，以及精准脱贫、乡村振兴、三农小微、新型基建、生态环保等“补短板”领域实现结构性发力。

王健表示，在外需承压背景下，内需尤其是基建有望成为保增长重要手段和政策发力点。基建有望得到修复，对中国经济的预期有望得到一定修复。

“下半年中国政策‘微调预调’将逐渐展开以稳经济、保增长。”中信证券首席经济学家诸建芳认为，政策微调的背景在于，一是外部环境存在不确定性，可能对下半年外需带来冲击；二是房地产限购政策持续收紧，房地产销售和投资增速仍然存在一定下行压力；三是目前增速偏低的信用扩展速度可能会打压居民和企业正常的融资需求。

诸建芳认为，在积极财政政策支持下，未来基建投资增速有望企稳甚至回升，对固定资产投资的负面影响边际减弱；在央行政策支持下，信贷增速有望回升，有效补充表外融资回落，支持信用扩展速度触底回升；三是将逐渐允许采矿业、制造业等周期性行业进行资本开支扩展，制造业投资增速有望维持在6%以上，对固定资产投资增长形成支撑。

张一平预计，下半年社融增速不会大幅反弹，而是与名义GDP增速保持合理关系，不会大幅超过名义增速。投资需求将有所改善，一方面新动能占主导地位的制造业投资在企业进一步减负后增速将继续回升，另一方面基建投资剧烈下滑的局面将结束，基建投资需求将边际改善，民间投资的贡献将进一步提高。

制图/韩景丰

■ 记者观察

基建投资有望触底回升

□本报记者 赵白执南

在财政政策更加积极、融资渠道进一步完善等多重因素综合作用下，下半年基建投资增速有望触底回升。

2017年初以来，基建投资同比增速一直呈下滑态势。上半年基建投资增速为7.3%，远低于去年同期21.1%的水平。主要原因在于，基建投资过去的高增长背后离不开表外影子银行，包括基建信托、不够规范的PPP融资等支撑。监管趋严后，这部分来源成为“堵后门”的对象，受到较大限制。此外，去年同期的增长高基数也是今年增速下降的原因之一。

国常会强调积极财政政策应当更积极，预期下半年基建投资可能触底企稳。

首先，从地方债发行来看，地方政府发行新增债将迎来高峰期。Wind数据显示，5月地方政府发行新增债171万亿元，到6月已累计发行3329万亿元。这将为地方基建融资提供来源。历史数据说明，地方政府发行专项债券额度同比增加，通常意味着基建投资有望企稳。比如去年7月，地方专项债发行同比增速由负转正，带动基建投资止跌。目前，专项债按种类划分主要分为土地储备债、公路债和棚改债，基建投资要企稳回升，预计这三个领域将成为发力重要方向。

其次，从融资平台来看，此前金融机构担忧地方融资平台可能出现债务违约风险，从而对融资有所顾虑。国常会强调“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”，融资平台违约预期将有所下降，平台融资渠道将更为畅通，融资难度料降低。

再次，从PPP来看，清库基本结束，已有部分地区重新启动新项目，规范的PPP项目将助力基建投资企稳。但PPP项目回报率较低、回报期过长等问题有待解决。

此外，资管新规细则放松了对存量资管产品投资非标资产的限制，对于低等级、长久期资产，收益预期有所改善。从基建投资来看，基建项目往往投资期限较长，资金来源有相当一部分与非标项目相关，相关政策的放宽有利于基建融资流动性改善。

总体而言，融资渠道的完善、政策的边际宽松将推动基建投资增速止跌，这有利于经济稳增长。

值得注意的是，政策的边际放松不是大水漫灌，中国经济发展正从投资型增长模式转化为消费拉动、创新型增长，不会重走“铁公基”拉动经济的老路。资管新规明确影子银行规模不能增加，地方债年初就确定发行规模为1.35万亿元，此次只是说加快进度而非增加额度。对于融资平台而言，金融机构放款也受到资本充足率约束，难以大幅扩张。

长远来看，基建投资应当从对“量”的关注转向“质”，重视投资结构优化和质量提升，特别是投资效率。

政策预期推动反弹行情

□本报实习记者 吴玉华

接受中国证券报记者采访的券商人士认为，积极的财政政策将助推市场反弹，多行业迎来估值向上修复机会。

建筑板块受益最多

近几日沪深股市连续反弹，其中建筑行业反弹尤为显著，中国交建23日、24日连续两日涨停，中国建筑23日大涨7.13%，24日再度大涨6.83%。

广发证券策略分析师戴康表示，国务院常务会议提到积极财政政策要更加积极，主要体现在保障在建基建项目融资需求，加快专项债发行使用进度，保障融资平台公司合理融资需求。戴康认为，反弹已确立，建议优先配置财政政策潜在发力方向的基建产业链（建材/钢铁/建筑）。从PB-ROE角度来看，性价比较高的银行、煤炭、机械等行业也会迎来估值向上修复机会。

兴业证券建筑分析师孟杰表示，近期的上涨是由流动性边际改善引起的建筑板块估值修复所引领，而国务院常务会议关于更积极财政政策的表态将助推此轮建筑板块反弹行情。总体来看，这轮反弹没有结束。建筑企业成长的逻辑是融资性成长，在去杠杆环境下很难持续，半年报业绩反映出分子端EPS存在向下压力。同时，业主方、地方政府和房地产企业今年受困于资金限制，基建建设需求端回落。

招商证券建筑分析师王彬鹏表示，上半年整个板块行情不好，主要是资金面原因导致。上周有消息称，要求MLF增配低等级债券，以及此前的定向降准等，都有利于资金面改善。但目前仅是政策和预期的改善，实体资金面改善尚待传导。若实体融资状况获得切实改善，届时将迎来行情高潮。在需求端，财政政策回暖，地方政府1.35万亿元投资还未充分投放，上半年基建投资意愿不强。下半年要加大投资力度，预计后续整个建筑板块催化剂不断，行情在一段时间内具备可持续性。

三大行业需求改善

具体来看，建筑相关行业将受益于积极的财政政策，近几个交易日建材、机械、钢铁等板块反弹幅度明显就是这一预期的反应。

建材板块近几个交易日出现大幅上涨，其中水泥板块涨幅明显。招商证券建材分析师郑晓刚表示，政策将推动基建开工力度，这将直接推动水泥需求。上半年水泥行业利润出现大幅回升，主要逻辑在于供给端的自律性限产和环保检查配合，使得上半年水泥价格整体处于高位。当前在供给端可持续背景下，需求端出现向好迹象，将使得水泥企业盈利能力进一步提升。

机械行业近几个交易日也有较为明显的涨幅。24日，板块内多只个股涨停。招商证券机械行业分析师刘荣总结了两条投资主线。一是内需拉动。积极的财政政策下，基建投资增速将回归正常，52号文出台后对轨道交通建设提出更高要求，政策明朗后投资有望恢复正常，工程机械、轨道交通装备板块有望反弹。不过下半年行业增速有放缓可能性，但是幅度有限，明年仍有设备更新需求支撑。二是美国经济增长强劲，拉动设备需求。刘荣强调，无论何种级别的反弹，精选有核心竞争力的公司才能得到长期超额回报。

招商证券钢铁行业分析师杨件表示，实施更加积极的财政政策，有利于修复板块中期需求悲观预期及估值，钢铁企业高利润将持续若干年。本轮钢铁企业利润提升与以往不同，主要是成本下降和供给收缩，需求周期性波动不会影响行业高利润局面。一方面，成本下降，上游铁矿石价格自2015年以来下降较多，而钢铁价格一路上涨，成本下降带来利润大幅增加；另一方面，供给收缩，政策严禁钢铁行业新增产能，钢铁企业产能利用率中枢较往年大幅提升，对应利润中枢较高，支撑当前估值。此外，大部分钢铁类上市公司将从今年开始进行大比例分红，预计股息率普遍超过8%。