2020 年 07 月 24 日

宏观研究团队

“每周三问”系列（一）

政策环境转向了吗？

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

● **一问：下半年财政支出会否大幅回升？**

2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，通过提高赤字率、加大财政盘活等举措，提高广义“赤字”至 11.2 万亿元，对应全年支出增速为 13.2%。但上半年广义财政支出仅增长 0.6%、大幅低于预算增速，主要受财政减收、资金“沉淀”等影响。**根据预算，下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%。**下半年，广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，**中性情境下，全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年增速将大幅抬升。**财政投向上，一般财政着力落实“六保”，政府性基金侧重投资；二季度政府性基金支出大幅增长，反映政府投资或已启动。

● **二问：信用环境和政策的拐点已现？**

下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，**货币政策推动信用修复的大方向没有变**，进一步加大对中小微企业等融资支持，同时打击资金空转等。**4 月下旬以来货币市场利率的抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低；**当前货币市场利率在利率走廊实际下限附近波动、未来或延续，中枢可能在当前水平维持一段时间。近期部分人士认为，社融增速即将回落，意味着信用修复结束。但实际上，年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；**从债券发行到资金运用，存在一定时滞，导致社融可能更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。**随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；**M2 增速或继续抬升，中性情景下，年底 M2 增速或达到 13%，甚至更高。**

● **三问：美国疫情大幅反弹，对经济及大选的可能影响？**

6 月下旬以来，美国新增确诊病例由 2 万例/天左右升至 6 万例/天以上。虽然特朗普强调是病毒检测能力提升导致疫情数据上升，但病毒检测阳性率及传染系数 R0 值的双双反弹，均不支持这一说法。**结合各州疫情数据来看，美国疫情二次爆发背后，是佛罗里达、德克萨斯等南方州激进复工及防控不利下，新增病例激增。伴随疫情大幅反弹，美国复工节奏明显放缓，餐饮消费等线下经济活动快速降温。若疫情形势持续恶化，美国经济修复进程或受较大影响。**疫情的反弹以及对复工的拖累，也使得特朗普在多个摇摆州中支持率大幅下滑，较拜登的差距越拉越大。**随着大选日益临近，若无法扭转在摇摆州的颓势，特朗普很可能连任失败。**同时，投票方式会否因为疫情改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

● **风险提示：**财政盘活存量或项目落地不及预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-“大国财政”系列（一）：财政分析新框架》-2020.7.23

《宏观经济点评-美国疫情的 3 个“真相”》-2020.7.20

《宏观经济专题-流动性转向了吗？》-2020.7.20

目　录

1、 热点跟踪：政策环境转向了吗？ 3
2、 风险提示 5

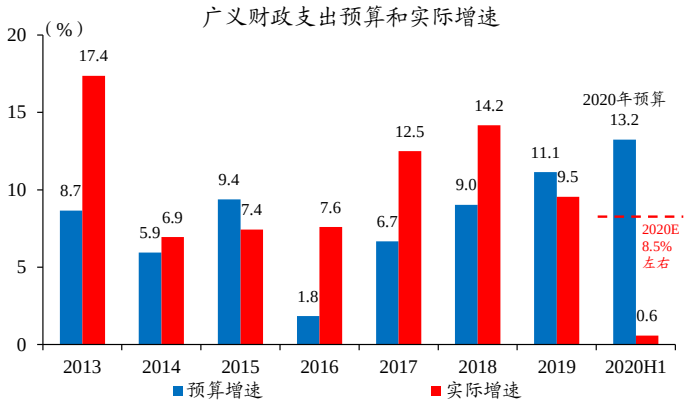
图表目录

图 1: 2020 年上半年，广义财政支出增速大幅低于预算 3
图 2: 2020 年上半年，广义财政收支增速较低 3
图 3: 2020 年下半年政府债券剩余额度远高于历史同期 3
图 4: 稳增长加码下，广义有效社融加速修复 3
图 5: 货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动 3
图 6: 中性情景，社融增速或在 2020 年三季度前后回落 4
图 7: 2020 年下半年 M2 增速或继续抬升 4
图 8: 2020 年 6 月中旬以来，美国新增确诊病例激增 4
图 9: 美国二次疫情在佛罗里达、德克萨斯等州爆发 4
图 10: 2020 年 6 月以来，美国病毒检测阳性率持续反弹 4
图 11: 美国新增病例激增背后，不仅仅是检测能力提升 4
图 12: 美国疫情反弹州超过一半，就业、GDP 占比较大 5
图 13: 美国疫情反弹的州，前期失业情况更为严峻 5

表 1: 2020 年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10% 3

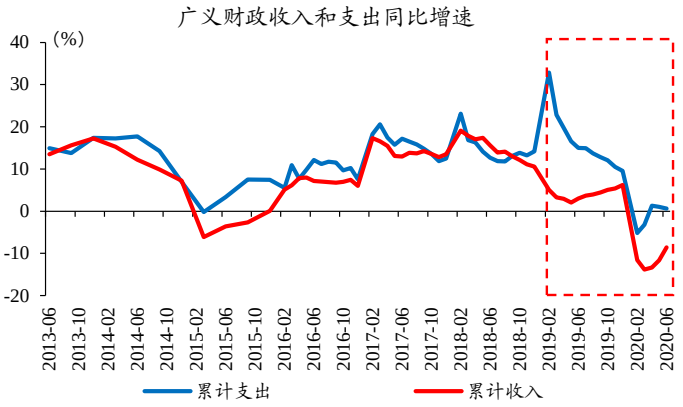
1、 热点跟踪：政策环境转向了吗？

图1：2020 年上半年，广义财政支出增速大幅低于预算



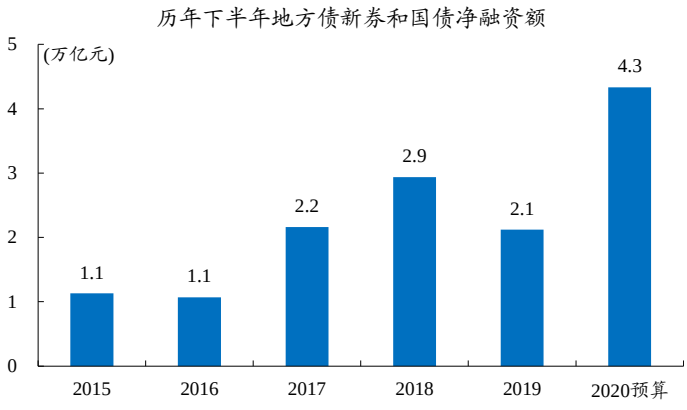
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020 年上半年，广义财政收支增速较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020 年下半年政府债券剩余额度远高于历史同期



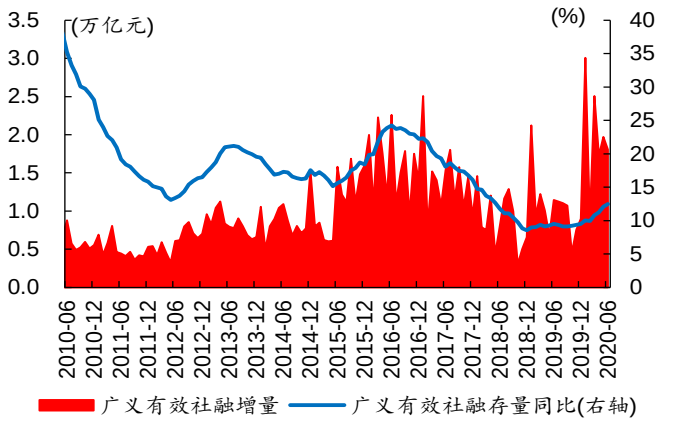
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020 年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%

全年广义财政支出增速		地方财政实际盘活资金占比				
		10%	30%	50%	70%	100%
专项债+特别国债支出进度	70%	4.6	5.8	7.1	8.3	10.1
	80%	6.0	7.3	**8.5**	9.7	11.6
	85%	6.8	8.0	9.2	10.5	12.3
	90%	7.5	8.7	9.9	11.2	13.0
	100%	8.9	10.2	11.4	12.6	14.5

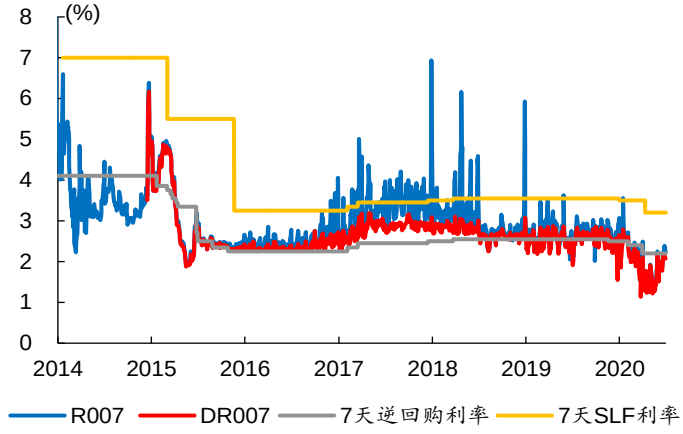
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：稳增长加码下，广义有效社融加速修复



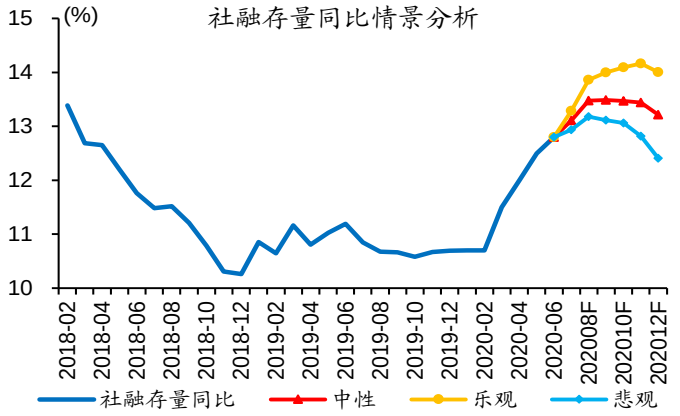
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动



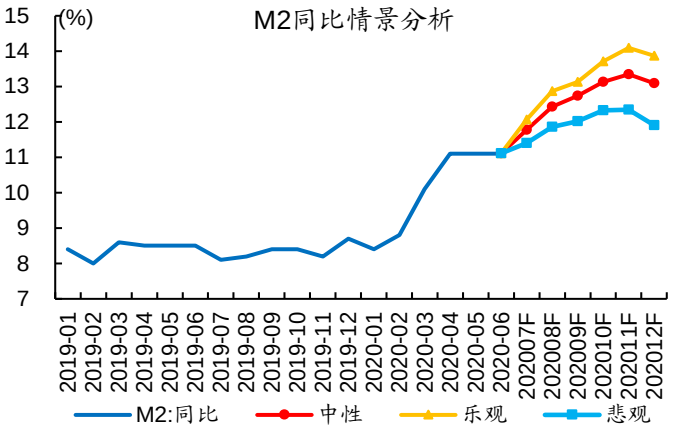
数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

图6：中性情景，社融增速或在2020年三季度前后回落



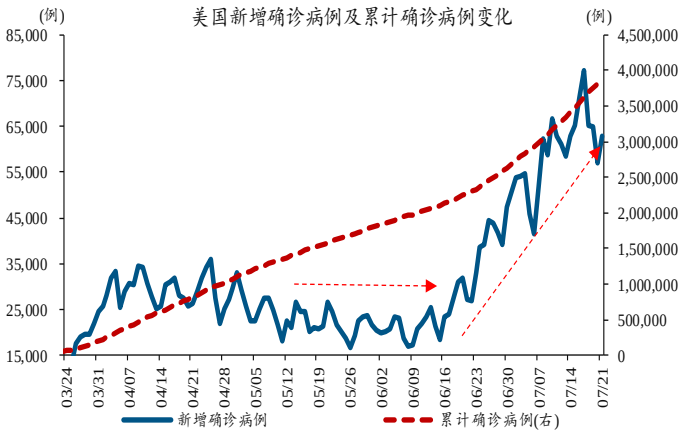
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020年下半年M2增速或继续抬升



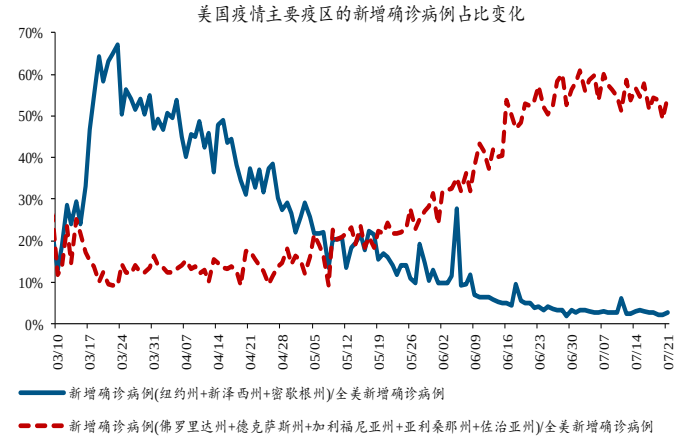
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020年6月中旬以来，美国新增确诊病例激增



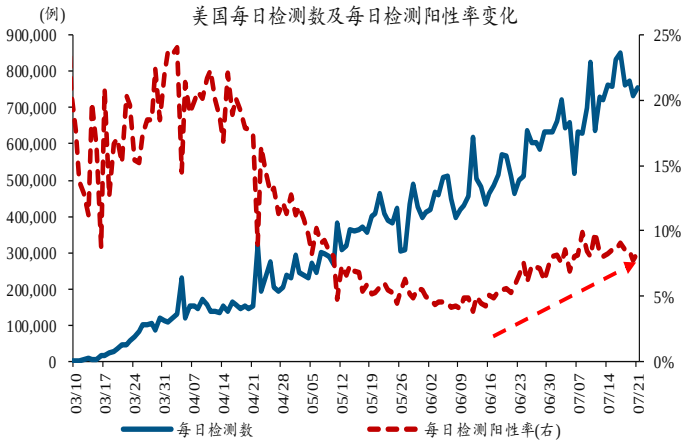
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国二次疫情在佛罗里达、德克萨斯等州爆发



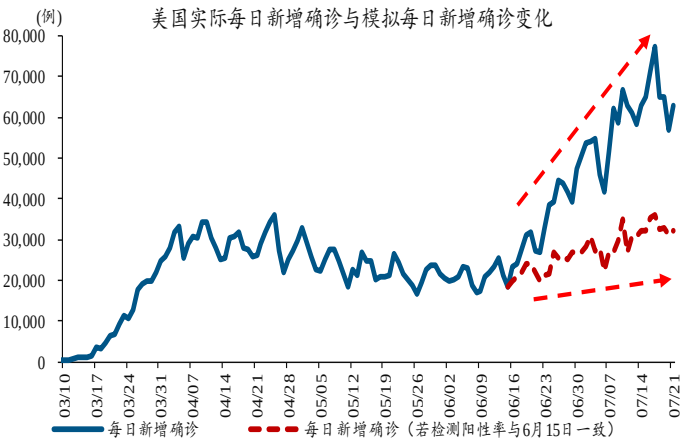
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020年6月以来，美国病毒检测阳性率持续反弹



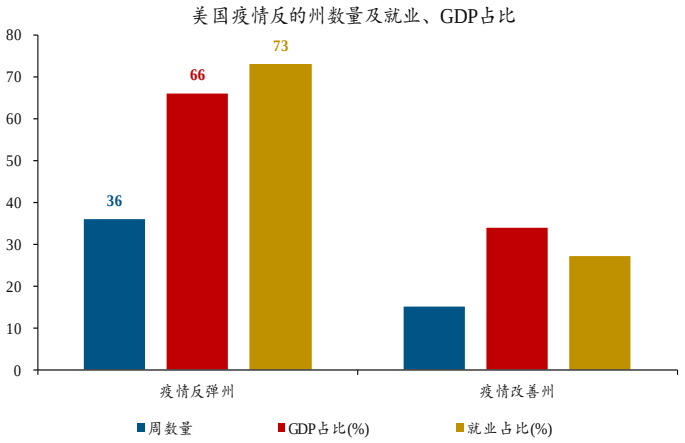
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国新增病例激增背后，不仅仅是检测能力提升



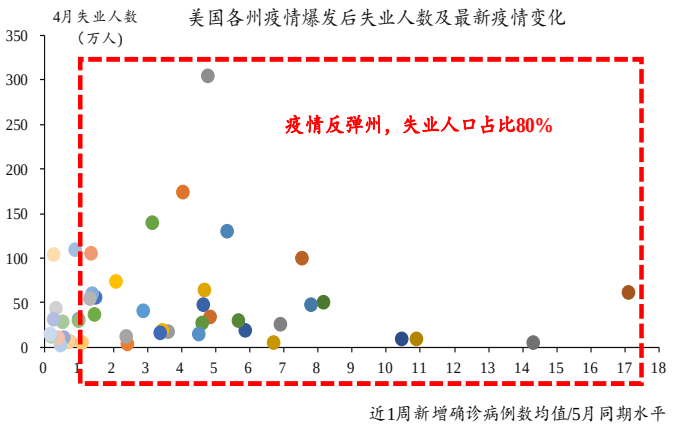
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国疫情反弹州超过一半，就业、GDP 占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美国疫情反弹的州，前期失业情况更为严峻



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 风险提示

财政盘活存量或项目落地不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn