



投资策略研究

【联讯策略】更多稳增长政策有望加速出台——金秋行情系列之二

2018 年 09 月 20 日

投资要点

分析师：廖宗魁

执业编号：S0300518050001
电话：010-66235717
邮箱：liao宗kui@lxsec.com

分析师：殷越

执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@lxsec.com

相关研究

《【联讯策略】金秋行情大幕拉开，涨多久？买什么？》2018-09-13

由于市场已有充分预期，2000 亿靴子落地反而给了市场释放压抑情绪的契机。在报告《金秋行情大幕拉开，涨多久？买什么？》中，我们明确提出，贸易战靴子落地之日，就是金秋行情启动之时。这波行情推动力主要来自：对冲贸易战提振经济的政策出台，以及“六稳”带来的政策红利。预计未来会有更多稳增长的政策出台，松货币、宽信用、扩基建、降税费等政策一个都不会少，而且从信用端和实体端大概率会在四季度初步见效，也可能有更大力度的改革和开放政策出台，这对金秋行情的进一步演化起到较强支撑。

✧ 贸易战靴子落地，边打边谈或成为常态

9 月 18 日，美国白宫宣布对华 2000 亿美元征税计划，此次中国的反击策略似乎有所变化，由之前的“等量反制”转为“等比例反制”。

贸易战一方面体现了特朗普政府谈判博弈的鲜明特点；另一方面，也是美国担心中国崛起威胁其霸主地位的一种表现。从博弈的角度看，特朗普政府反复的提高关税的价码，一定程度上是想通过威胁的方式换取更有利的谈判地位，我们采取合适的反制更有利于未来的谈判，未来边打边谈或成为中美贸易交锋的常态。从市场的角度而言，特朗普已经抛出了后续的一系列关税措施，不确定性消除，我们更容易据此制定更有利的国内政策。鉴于此，压制市场已久的情绪得到缓和与释放，有利于推动市场从底部回升。

✧ 对冲贸易战负面影响，更多稳增长政策有望加速出台

（一）央行加大 MLF 投放，降准或已在路上。9 月 17 日，央行意外的开展了 2650 亿 MLF 操作。本次 MLF 操作并无对冲到期压力，体现央行对资金流动性的明显呵护意图，是二季度以来宽松货币政策的延续。从中期角度看，6 月以来 MLF 净投放量明显增加，利于缓解市场长期资金的压力，便于传导至实体经济。从进一步增加中长期资金，释放银行表内活力的角度看，未来货币政策仍有必要继续降准，预计到年底还有 50-100bp 的降准空间。

（二）基建补短板提速，四季度投资将触底回升。“稳投资”是 7 月底政治局会议提出的“六稳”之一，从 1-8 月数据来看基建是拖累投资的主因，稳投资的关键在于稳基建。基建补短板并不是让基建投资回到过去的高增长，而是回到合理的水平，比如 10%左右，那么整体投资就有望回升至 8%以上，从而真正达到“稳投资”的效果。目前处于基建补短板加速落实阶段，预计四季度可以看到基建投资增速的触底回升。

（三）减税降费将更立足长远。从中长期激发企业活力，降低企业成本负担角度看，减税降费政策必不可少。7 月以来，国家已实施多项减税降费政策，未来还会有更多的减税降费措施出台，我们认为，增值税税率的下调和增值税税率三档变两档是比较可能推出的重磅减税措施。

✧ 风险提示：政策效果不达预期；外部环境不确定性增大



目 录

一、贸易战靴子落地，边打边谈或成为常态。	3
二、对冲贸易战负面影响，更多稳增长政策有望加速出台	4
（一）央行加大 MLF 投放，降准或已在路上	4
（二）基建补短板提速，四季度投资将触底回升	5
（三）减税降费将更立足长远	6

图表目录

图表 1： 贸易战升级后特朗普支持率有所下降	4
图表 2： MLF 余额创历史新高	5
图表 3： 基建投资快速下滑不利于投资稳定	6



在 9 月 13 日的报告《金秋行情大幕拉开，涨多久？买什么？》中，我们明确提出，**贸易战靴子落地之日，就是金秋行情启动之时。这波行情推动力主要来自：对冲贸易战提振经济的政策出台，以及“六稳”带来的政策红利。**

9 月 18 日，美国白宫宣布，“于 9 月 24 日起，对 2000 亿美元的中国进口商品征收 10% 的额外关税；从 2019 年 1 月 1 日起，关税上调至 25%。此外，如果中国对我们的农民或其他行业采取报复行动，我们将立即采取对另外的 2670 亿美元进口商品加征关税。”

此前，美国对华 2000 亿进口商品加征关税悬而未决，一直压制 A 股市场的情绪。如今贸易战的靴子落地，由于市场之前对此已有充分的预期和反应，反而给了市场释放压抑情绪的契机。9 月 18 日，沪指开盘创下 2644 点的新低之后，两日大涨超 80 点。

为了对冲贸易战进一步升级可能带来的负面影响，**我们预计未来会有更多稳增长的政策出台，松货币、宽信用、扩基建、降税费等政策一个都不会少，而且从信用端和实体端大概率会在四季度初步见效，也可能有更大力度的改革和开放政策出台，这对金秋行情的进一步演化起到较强的支撑作用。**

一、贸易战靴子落地，边打边谈或成为常态。

9 月 18 日，美国白宫宣布了对华 2000 亿美元进口商品进一步加征关税的计划，一块压在 A 股头上的巨石终于落地。

随后，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 10% 或 5% 的关税，自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起实施。并表示“如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应，有关事项另行公布”。

中国反击的策略似乎有所变化，由之前的“等量反制”转为“等比例反制”。在第一轮贸易战中，针对美方 500 亿美元的关税清单规模，我们采取了“等量反制”，即也对从中国进口的 500 亿美元美国商品加征关税。而在第二轮贸易战中，针对美国实施的 2000 亿美元的关税清单规模，这相当于 2017 年美国对华进口 5000 亿美元的 39%，而我们的反制规模是 600 亿美元，相当于 2017 年中国对美商品进口额 1540 亿美元的 39%，所以实施的是“等比例反制”。

今年以来，中美贸易战此起彼伏，经历了很多的波折和不确定性。我们认为，一方面体现了特朗普政府谈判博弈的鲜明特点；另一方面，随着中国的不断强大，美国担心其地位受到挑战，而且在一些新兴工业、技术领域害怕中国占据先机。

中美双方互相加征关税，对谁都没有好处。但从博弈的角度看，特朗普政府反复的提高关税的价码，一定程度上是想通过威胁的方式来换取更有利的谈判地位，想逼迫我们妥协。**“对美方套路，中方洞若观火、泰然处之”。**

比如，6 月 2 日至 3 日，美国商务部长罗斯在北京同中方举行中美经贸问题磋商。在磋商的前两天，也就是 5 月 29 日，美方宣布将对价值 500 亿美元的中国商品加征关税。

8 月 22 日至 23 日，中美在华盛顿举行经贸问题副部长级磋商。磋商结束当天，也就是 8 月 23 日，美方开始实施对自中国进口的 160 亿美元产品加征关税。

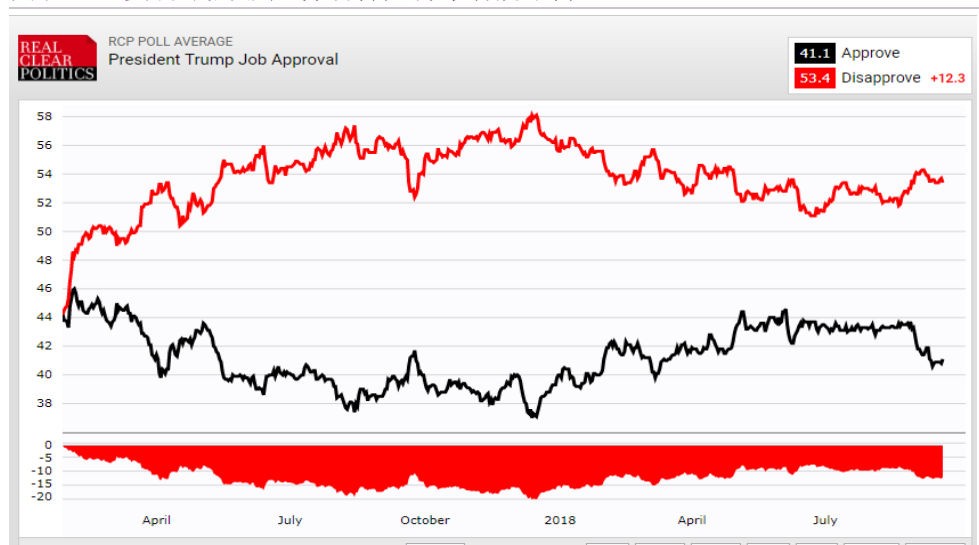
我们认为，**对于特朗普这样的博弈套路，我们采取合适的反制更有利于未来的谈判未来边打边谈或成为中美贸易交锋的常态。**随着双方征税范围的扩大，美国方面受损的

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇



面积也在增加，美方企业反对贸易战的声浪也开始增多，尤其是美国中期选举临近，这会增加特朗普政府的压力。数据也表明，自7月份第二轮中美贸易战以来，特朗普的支持率反而有所下降。

图表1：贸易战升级后特朗普支持率有所下降



资料来源：Real Clear Politics，联讯证券

从市场的角度而言，特朗普已经抛出了后续的一系列关税措施，不确定性反而消除，我们也更容易据此制定更有利的国内政策。鉴于此，压制市场已久的情绪得到缓和与释放，有利于推动市场从底部回升。

二、对冲贸易战负面影响，更多稳增长政策有望加速出台

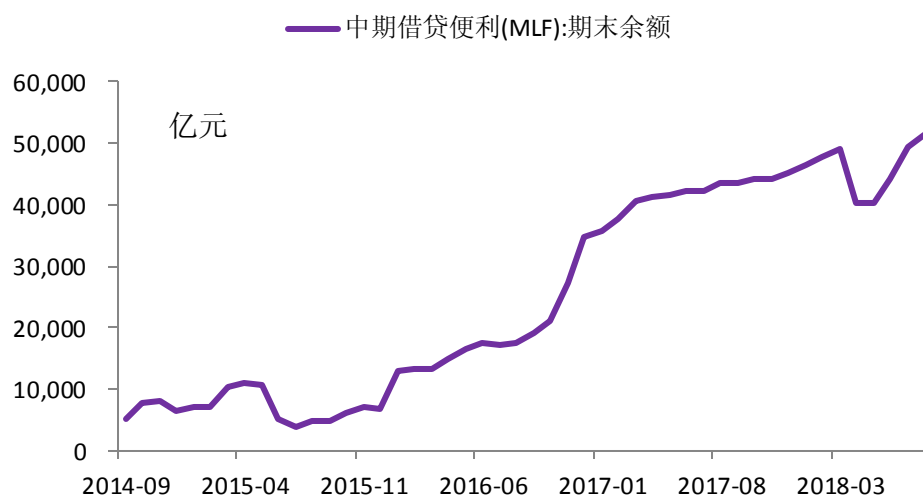
（一）央行加大 MLF 投放，降准或已在路上

9月17日，央行出人意料地开展了2650亿MLF操作。9月7日，央行投放了1765亿元MLF，但当时主要是为了对冲以往MLF到期。本次MLF操作并无对冲到期压力，体现出央行对资金流动性的明显呵护意图，是二季度以来宽松货币政策的延续。从中期的角度看，6月份以来MLF的净投放量明显增加（4、5月份有明显的收缩），MLF投放资金的期限比逆回购长，更有利于缓解市场长期资金的压力，便于传导至实体经济。

从进一步增加中长期资金，并释放银行表内活力的角度看，我们认为，未来货币政策仍有必要继续降准，预计到年底还有50-100bp的降准空间。



图表2: MLF 余额创历史新高



资料来源: wind, 联讯证券

(二) 基建补短板提速, 四季度投资将触底回升

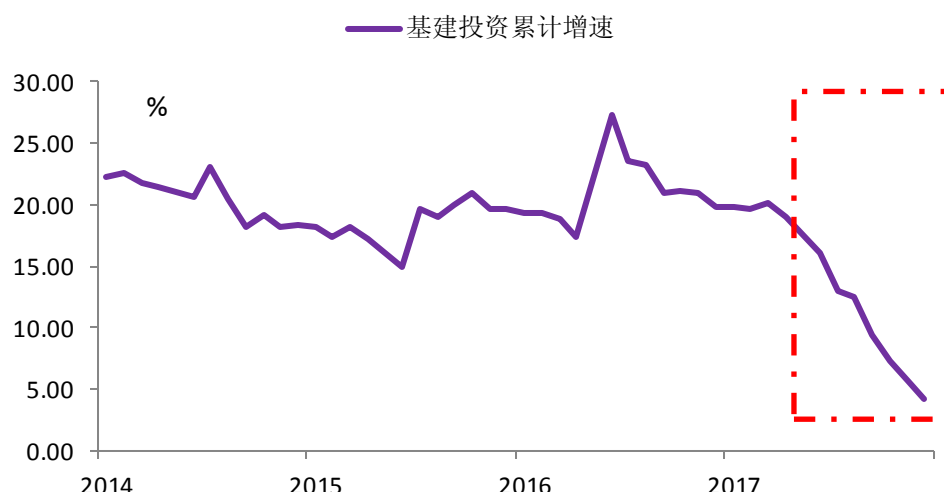
今年以来投资的下滑已经引起了政策决策者的高度重视,“稳投资”是7月底政治局会议提出的“六稳”之一。投资的下滑主要由基建投资的快速下滑所致,所以稳投资的关键就是稳基建。

1-8月固定资产投资同比增长5.3%,增速比去年底下降1.9个百分点。其中,1-8月基建投资(不含电力)同比增长4.2%,增速比去年底大幅下降了14.8个百分点;而房地产投资同比增长10.1%,增速比去年底提升3.1个百分点;制造业投资同比增长7.5%,增速比去年底提升2.7个百分点。

9月18日,国务院常务会议对基建补短板提出了具体的方向,主要集中在**贫困地区、农业基础设施,交通骨干网络,生态和民生设施建设**。“加大‘三区三州’等深度贫困地区基础设施、交通骨干网络特别是中西部铁路公路、干线航道、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设。”



图表3： 基建投资快速下滑不利于投资稳定



资料来源：wind，联讯证券

同时，国家发改委也于9月18日召开了专题新闻发布会，介绍“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”有关工作情况。再次明确水利工程、交通工程（铁路）是基建补短板的重点领域。具体而言包括：

（1）在水利方面：集中安排中央预算内投资550亿元，用于支持172项重大水利工程，其中已开工建设130项，今年新开工8项，在建投资规模超过1万亿元；

（2）在交通方面：加快推进“十三五”规划内项目、特别是中西部地区重大项目前期工作；确保在建项目顺利实施，加快推进一批打通“最后一公里”的项目；同时力争再新开工一批重大项目。

我们认为，目前低于5%的基建投资增长是不正常的，基建补短板并不是让基建投资回到过去那种较高的增长，而是回到一个合理的水平，比如10%左右，那么整体投资就有望回升至8%以上，从而真正达到“稳投资”的效果。目前处于基建补短板加速落实阶段，预计四季度可以看到基建投资增速的触底回升。

（三）减税降费将更立足长远

不管是“稳金融”的宽信用，还是“稳投资”的基建补短板，很大程度上是为了打通货币政策传导不畅，短期提振经济。但从中长期激发企业活力，降低企业成本负担角度看，减税降费政策必不可少。

当下已经实施的主要减税降费政策有：7月份的国务院常务会议将（1）**企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业**，但减税的力度仍没达到市场和企业的期盼。

9月6日国务院常务会议推出了三项减税举措：（2）**把个税起征点上调至5000元，明确6项个税的专项附加扣除**（这些专项扣除方案会随着经济社会发展和人民生活水平提高作动态调整），减轻群众税收负担，增强居民消费能力；（3）在社保征收机构改革到位前，各地要一律保持现有征收政策不变，同时**抓紧研究适当降低社保费率**，确保总体上不增加企业负担；（4）**保持地方已实施的创投基金税收支持政策稳定**。

9月6日，财政部公告了《财政部 税务总局关于金融机构小微企业贷款利息收入免

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇



征增值税政策的通知》，指出自 2018 年 9 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，（5）**对金融机构向小型企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。**

由于贸易战的缘故，未来出口可能面临一定的压力，为了“稳外贸”的目的，9 月 18 日的国务院常务会议提出，（6）**“进一步降低进出口企业成本，完善出口退税政策，加快出口退税进度”。**

另外，9 月 6 日的国务院常务会议上，李克强总理还明确指出，“在当前国内外经济形势错综复杂的形势下，我们要**因时而动、不失时机推出更大‘减税降费’举措**，向社会发出积极信号。这是减轻企业负担、提高我国经济竞争力的重要举措，也是深化‘放管服’改革、转变政府职能的题中应有之义。”在 9 月 19 日的 2018 年天津夏季达沃斯论坛开幕致辞中，李克强总理指出，“不仅要坚决落实已出台的减税降费措施，还要**研究明显减低企业税费负担的政策。**”这意味着，未来还会有更多的减税降费措施出台，我们认为，**增值税税率的下调和增值税税率三档变两档是比较可能推出的重磅减税措施。**

目前增值税在税收收入中占比接近 40%，是第一大税种，其减税具有更普遍的意义，能达到更明显的减税效果。目前我国实施的是 6%、10%和 16%三档增值税率，如果**简单取消 10%的税率档，将其并入 6%的适用税率**，我们估计大约可以产生约 3000 亿元的减税。如果能把 16%税档的税率下调 2 个百分点，那么又可以产生约 3000 亿元的减税。



分析师简介

廖宗魁，北京师范大学硕士研究生，2016年3月加入联讯证券，现任策略分析师，证书编号：S0300518050001。
殷越，上海财经大学硕士，2017年加入联讯证券，现任策略分析师。证书编号：S0300517040001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com