

宏观周报

消费政策频出，刺激效果有限

■ 核心观点

第一，我国居民消费增速近期呈现趋势性回落，年初以来政府已陆续出台了一系列刺激消费的举措以对冲消费的下滑压力。但是，我们认为新一轮刺激消费的举措效果有限，可能难以扭转消费增速持续下滑的趋势。

第二，与税收优惠政策相比，本轮汽车消费刺激政策更多集中于限购放松以及新能源汽车消费，政策力度较为温和，叠加汽车保有量已经相对较高，刺激效果可能相对有限；家电行业也有类似情况，高保有量的现状和更新换代为主的补贴，刺激难有显著效果。

第三，过去十年，我国居民通过房地产市场快速加杠杆对消费产生了挤出效应。在房地产市场火热时期，房地产的财富效应更为显著；在房地产市场调控趋严、市场交易冷清但房价依然处于高位时期，房地产的逆向财富效应发挥作用，对消费产生挤出效应。

第四，当前我国城镇居民人均可支配收入处于下行趋势，这会从长期压制消费增速。

本周市场重点

■ 消费政策频出，刺激效果有限

2019年中国宏观经济面临较大下行压力。全球主要经济体的同步回落叠加贸易环境不确定性的加剧给我国净出口带来较大下行压力，固定资产投资增速的低位徘徊和消费增速的持续下滑使得内需承压。基础设施建设成为今年稳增长的重要抓手，同时，我国也陆续出台一系列稳消费的举措以对冲经济下滑压力。今年年初，发改委副主任宁吉喆就曾表示将制定出台稳住汽车、家电等热点产品消费的措施。1月底，国家发改委等10部委联合发布《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，提出了六大举措促进汽车消费。近日，发改委等三部门联合印发《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2022年）》，聚焦汽车、家电、消费电子产品领域消费升级，严禁各地出台新的汽车限购规定。部分一线城市如广州和深圳也先后发布新政，放宽汽车摇号和竞拍指标。但我们认为新一轮刺激消费的举措效果有限，可能难以扭转消费增速持续下滑的趋势。具体原因如下：

第一，前期刺激政策提前透支了相关产品需求，产品保有量已经相对较高。

以汽车行业为例，为对冲经济下行压力和促进汽车行业发展，2015年10月起，我国开始实施第二轮汽车购置税优惠政策，对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收（5%）车辆购置税，2016年底优惠政策到期后，又按照购置税税收优惠政策减半（7.5%）将购置税优惠延长至2017年底。在税收优惠政策的刺激下，2016年汽车产销保持高速增长，有效对冲了经济下行压力，但也提前透支了我国居民对汽车的需求。

2018 年以来，随着前期出台的购置税优惠政策退出，汽车消费开始出现快速下跌，尤其是 2018 年下半年开始持续负增长。与税收优惠政策相比，本轮刺激政策更多集中于限购放松，政策力度较为温和，叠加汽车保有量已经相对较高，因此，刺激效果可能相对有限。对于家电行业也类似，一方面面临着保有量已经相对较高，另一方面本轮的政策在于促进更新换代，补贴力度较弱，效果可能有限。

第二，居民通过房地产市场快速加杠杆对消费产生了挤出效应。

过去十年，我国居民通过房地产市场快速加杠杆，居民部门债务与 GDP 的比例从 2008 年的 20% 升至 2018 年的 50% 左右，居民部门债务与居民可支配收入的比例从 2008 年的 40% 升至 100% 左右，居民部门债务与居民存款的比例从 2008 年的 30% 升至 2018 年的 70% 左右。房地产的快速发展既提振了我国居民的总体收入和消费水平，但同时过高的房价和居民加杠杆购房行为也对我国的消费产生了抑制。在房地产市场火热时期，房地产的财富效应更为显著；在房地产市场调控趋严，市场交易冷清但房价依然处于高位时期，房地产的逆向财富效应发挥作用，对消费产生挤出效应。

第三，城镇居民人均可支配收入处于下行趋势，这会从长期压制消费增速。

宏观经济学中消费的相关理论包括凯恩斯的绝对收入理论、杜森贝利相对收入理论、莫迪利安尼生命周期理论和弗里德曼的持久收入理论。不同的消费理论分歧点在于是绝对收入、相对收入、当前收入还是预期一生总收入才是影响消费的主导因素，但不可否认，可支配收入仍是影响消费最基本的因素。2011 年之后我国城镇居民人均可支配收入增速整体处于下行趋势，虽然在 2017 年出现一定的反弹，但自 2017 年三季度之后一直震荡下行，这会从长期压制我国消费增速的反弹。

综上，从长期来看，我国居民消费增速的反弹受制于居民人均可支配收入的持续下行以及居民过去十年通过房地产市场快速加杠杆；从短期来看，居民消费增速的反弹受制于消费刺激政策相对温和以及相关消费产品的市场保有量相对较高。因此，我们认为新一轮刺激消费的举措效果有限，可能难以扭转消费增速持续下滑的趋势。

上周市场动态

■ 国新办发布《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书

事件：6月2日国务院新闻办公室发布《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，并举行新闻发布会。这是继去年9月24日发布《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》白皮书之后，中国政府再度就中美经贸问题发布白皮书。据新华社报道，这份约8300字的白皮书首次披露美国在磋商中三次出尔反尔的真相，通过四大论断驳斥美方谬论，对近一段时间美国一些政客以极限施压手段相威胁给出有力回击：“美方指责中国发展靠盗窃知识产权完全是无中生有、极其荒谬”“中美双边经贸往来惠泽彼此，而非所谓美国吃亏”“贸易战不会带来美国的再次伟大，损人不利己”“磋商受挫，责任完全在美国政府”。人民日报随后评论指出，这份白皮书通过大量的事实和翔实的数据，系统梳理和介绍中美经贸摩擦的来龙去脉和两国经贸磋商的基本情况，严正指出中美经贸磋商严重受挫，责任完全在美国政府，也再次强调中方始终坚持平等、互利、诚信的磋商立场，向外界传递了坚决捍卫国家和人民利益的决心与态度。

■ 科创板首批上会公司成功过会

事件：6月5日，上交所科创板上市委第1次审议会议召开。经审议，深圳微芯生物科技股份有限公司、安集微电子科技（上海）股份有限公司、苏州天准科技股份有限公司等3家企业全部过会。按照科创板上市流程，下一步上交所将结合上市委审议意见，出具同意发行上市的决定并报送证监会履行发行注册程序。

点评：本次三家企业获得上市委审核通过意味着自2018年11月5日以来持续筹备着的科创板正式进入验收阶段。从上会流程来看，微芯生物、安集科技、天准科技三家企业分别在3月27日（第二批）、3月29日（第四批）和4月2日（第六批）获得上交所受理，经过2-3次问询回复后成为科创板首批成功过会的企业。三家企业分属生物医药、通信半导体和高端装备制造行业，具备科创属性和高研发投入的特点，在科创板重点支持的六大领域范围内。从公告中发布的问询问题来看，上市委重点关注企业的盈利能力、成长性、研发情况和募资用途，审议企业是否符合挂牌条件以及资料的完整性、合理性和真实性，要求企业针对自身财务状况、研发的潜在风险以及与主要客户的合作关

系等进一步澄清说明。值得关注的是，三家企业的归母净利润和营业收入在科创板申报企业中并非前列，甚至存在毛利率逐年下降、产品结构单一、过度依赖政府补助等经营风险，这也体现出注册制下上市委不再对企业质地和是否达到上市标准承担“背书”责任，而是最大限度保证信息披露的充分真实，维护市场透明度，恢复资本市场市场化定价功能。

■ 国常会：放宽小微企业不良贷款容忍度至 3 个百分点

事件：6月5日国务院常务会议要求，引导金融机构降低小微企业融资实际利率和综合成本，将小微企业不良贷款容忍度从不高于各项贷款不良率 2 个百分点放宽到 3 个百分点。鼓励风投、创投加大对“双创”的支持力度。支持创业孵化机构、创投企业发债融资。

点评：早在 3 月银保监会印发《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》中就曾指出：“在目前小微企业信贷风险总体可控的前提下，将普惠型小微企业贷款不良率容忍度放宽至不高于各项贷款不良率 3 个百分点”，而此次国常会则是对该措施的再次强调。今年以来，支持小微企业的政策密集出台，仅今年已经召开的 16 次国常会中就有 6 次提及小微企业融资问题，5 月底易纲行长在金融街论坛年会上再次表示“确保实现国有大行小微企业贷款余额增长 30% 以上，小微企业信贷综合融资成本降低 1 个百分点的目标”。从银保监会披露的数据来看，2019 年一季度末，银行业金融机构用于小微企业的贷款余额 34.8 万亿元，其中单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款余额 9.97 万亿元，同比增长 24.7%，这说明在多部门多措并举的背景下，民企及小微企业融资困境得到一定程度地缓解。不过仍然有两点值得关注：一是尽管小微企业不良贷款容忍度放宽对银行从事小微信贷起到正向激励的作用，但不良贷款率的上升依然会对银行盈利水平带来实际损失，银行内部是否会通过同步放宽信贷人员绩效考核标准来减轻惜贷情绪仍有待观望；二是长期来看解决小微企业融资难题需要优化企业融资结构并弥补民企融资缺口，这一过程难以凭借行政化手段一蹴而就，短期内的融资支持应结合小微企业实际需要，防范流动性过剩带来偏离主业的风险。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.6.6)	最新值分位	本周均值 (2019.6.3-6)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.58	73.8%	1.76	74.3%	-73.60bp	-47.77bp
R007	2.44	78.4%	2.45	78.0%	-56.60bp	-19.84bp
SHIBOR:3M	2.92	82.1%	2.91	81.5%	-0.13bp	0.49bp
1 年期国债收益率	2.65	83.0%	2.67	82.9%	-4.54bp	-1.85bp
10 年期国债收益率	3.21	74.7%	3.22	74.3%	-8.11bp	-2.89bp
1 年期国开债收益率	2.89	81.7%	2.88	81.3%	-0.15bp	2.7bp
10 年期国开债收益率	3.66	76.3%	3.65	75.8%	-6.03bp	-7.13bp
美元兑人民币:中间价	6.89	71.7%	6.89	71.1%	-0.12%	0.54%
美元指数	96.59	58.0%	97.07	58.6%	-0.92%	-0.70%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033