

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 下行压力增大 政策稳中发力 ——7月政治局会议点评

2019年7月31日

分析师:

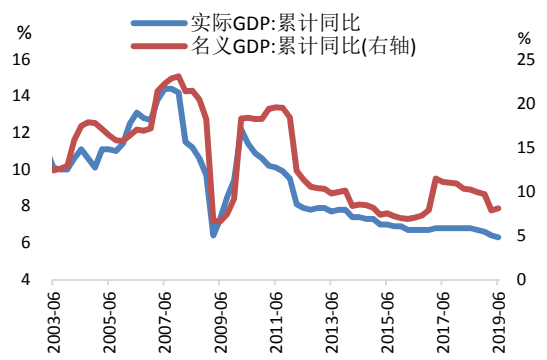
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

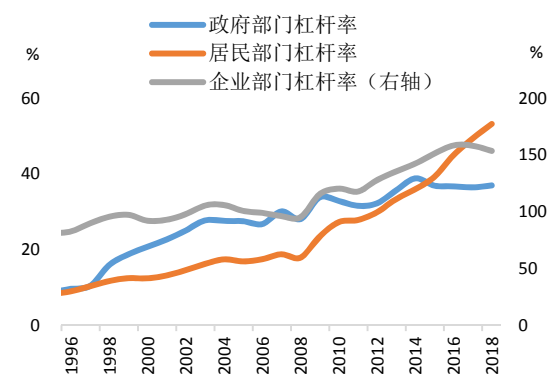
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### GDPG



### 分部门杠杆率



### 相关报告

1. 《内因外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》
3. 《二季度增长低于预期 6月反弹或难持续—6月及二季度宏观经济数据点评》
4. 《PMI有所企稳但内外需仍在下降—6月PMI数据点评》

### 内容提要:

中共中央政治局7月末召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

**决策层对经济运行形势判断更为谨慎。**今年是建国70周年，明年还要完成百年目标，但随着前期实体供给侧改革效应边际减弱以及外部压力（全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦不断等）的增大，叠加高杠杆率的约束，稳增长与稳就业的压力上升，因此保证经济增速在合理区间至关重要。本次会议重提六稳，表明稳定仍是压倒一切的，未来仍将适度对冲经济下行压力。同时，保稳定的要素之一是保证市场稳定，“把握好风险处置节奏和力度”与之前提出的避免出现处置风险的风险是一致的。

与4月会议相比，本次会议在如何实现“六稳”方面提出了诸多较为具体的措施，包括稳定制造业投资、实施补短板工程，加快推进新型基础设施建设等。

**积极的财政政策和稳健的货币政策并未改变。**当前政策目标仍然是托而不举，若外部环境并未超预期恶化，国内政策仍将以稳（包括补短板等）而非刺激为主。

**房地产调控总体不会放松。**“不将房地产作为短期刺激经济的手段”属于首次提出，表明国家不想再走通过放水地产刺激经济的老路。

本次政治局会议充分考虑到了内外环境的不确定性，一切稳字当头。未来在避免走老路的前提下提振制造业投资与居民消费等成为重点，对此本次会议也给出了一些具体抓手。同时，需要清醒地认识到，虽然本次会议没有提“杠杆”一词，但防范化解金融风险仍然是一个长期性的工作。

**风险提示：**通胀超预期，经济增速超预期下行，美元降息节奏过快，地缘政治升温，海外黑天鹅风险。

**事件：**中共中央政治局 7 月末召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

**点评：**内外环境的不确定性增大，国内经济下行压力加大，未来仍然以供给侧结构性改革为主，辅以需求管理配合，一切稳字当头。

**第一，经济下行压力加大——“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大……做好下半年经济工作意义重大”。**

相较于 4 月政治局会议“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好……在充分肯定成绩的同时，要清醒看到，经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力”的提法，本次政治局会议提出“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大”；同时会议强调“做好下半年经济工作意义重大”，表明决策层对经济运行形势判断更为谨慎。今年是建国 70 周年，明年还要完成百年目标，但随着前期实体供给侧改革效应边际减弱以及外部压力（全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦不断等）的增大，叠加高杠杆率的约束，稳增长与稳就业的压力上升，因此保证经济增速在合理区间至关重要。

**第二，一切稳字当头——“重提六稳”、“把握好风险处置节奏和力度”、全文未见“杠杆”一词。**

再度重申“六稳”。自 2018 年 7 月政治局会议首提“六稳”以来，后者在多次会议上被提及，虽然 2019 年 4 月政治局会议没有明确提出“六稳”，但稳增长仍然是重中之重。本次会议重提六稳（全面做好“六稳”工作），表明稳定仍是压倒一切的，未来仍将适度对冲经济下行压力。

保稳定的要素之一是保证市场稳定，尤其是金融市场。会议提出“把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任”，在今明两年关键阶段，保证市场稳定较为关键，尤其是避免和控制风险蔓延，这与之前提出的避免出现处置风险的风险是一致的。

在上述基础上，本次会议通稿全文中并未见“杠杆”一词。我们认为，可能有几个方面的考虑：首先，要客观看待杠杆率，不合适的高杠杆会引发风险，但经济增长、社会发展仍需要杠杆，在经济下行压力尚存阶段，保持杠杆率稳定或者是边际增速放缓比快速去杠杆更为可取。其次，不提不代表不重视，只是重要性可能会阶段性的下降，这在历次会议上皆有体现。同时，会议提出加快“僵尸企业”出清，本身就是降低杠杆

率的重要手段。再者，7月29日国家发改委、人民银行、财政部、银保监会四部门联合印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》，为债务化解等开出组合药方，旨在打好防范化解重大风险攻坚战，使宏观经济杠杆率得到有效控制，表明国家对此仍然十分重视。此外，虽然本次会议没有“去杠杆”，或将意味着未来的灵活性加大，本来结构性去杠杆的内涵就是有升有降还有稳。结合其他方面的措辞来看，对冲内外不确定性需要政策更加灵活，但绝对不是以再度较快拉升杠杆率为代价的。

### **第三，对如何实现“六稳”提出更具体的措施——“稳定制造业投资”、实施补短板工程，加快推进新型基础设施建设等。**

与4月政治局会议相比，本次会议在如何实现“六稳”方面提出了诸多较为具体的措施，如实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。相对于以往铁公基传统基建，上述项目建设周期相对较短，还能产生一定现金流，对于基建投资与整体固定资产投资有一定的支撑。其中，市场预计实施城镇老旧小区改造（仇保兴3月估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达4万亿元，如改造期为5年，每年可新增投资约8000亿元以上）以及城市停车场（贾康通过有关部门关于全中国大约缺少5000万个停车位的说法估算相关投资达到5万亿元）所需投资较大，但前者缺钱、后者缺地的问题不解决的话，效果也会有所打折。

对于支持民营企业发展，4月会议提出“要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级”，本次“采取具体措施支持民营企业发展，建立长效机制解决拖欠账款问题……引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”的表述亦更为具体。

对于稳就业，4月会议提出“要做好重点群体就业工作”，而本次会议则提出“实施好就业优先政策，做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作”，重点群体更为明确和突出。

此外，会议提出“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”，对于如何拉动消费着墨较以往更多，近年来农村居民可支配收入与消费增速快于城镇居民，预计未来消费提振政策将持续出台。

### **第四，保障措施——“要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”。**

本次会议提出“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策”，重申了4月会议中的“加力提效”并强调“落实”、“落细”减税降费政策，表明当前政策目标仍然是托而不举，在外部环境并未大幅超预期恶化的情况下，国内政策仍然以稳（包括补短板等）而非强刺激为主。此外，上半年财政支出前移叠加专项债提前并加速发行，但基建投资增速低于市场预期，重申“加力提速”或表明决策层认为并非力度不够而是财政政策传导机制也出现了不畅的问题。未来如果在政策传导机制方面有所改善，下半年基建投资回升力度将超过上半年。

货币政策方面，会议提出“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，基本延续了4月会议的提法（“稳健的货币政策要松紧适度”），虽然增加了“保持流动性合理充裕”，但也基本上是央行的日常措辞。考虑到当前市场流动性总量较为宽松但分层明显，传导机制不畅的问题并未明显改善，叠加企业融资需求有所下降，货币政策更多承担了保证经济增长所需的合理金融环境而非强刺激的职责。结合此前易纲行长多次讲话，未来需更多地关注利率并轨政策的推进、定向降准与定向降低融资成本等政策的推出，短期内跟随式降息可能性不大。

#### **第五，房地产总体调控不会放松——“落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。**

房地产调控总体不会放松。4月会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，本次会议则提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。长效机制的落实延续了此前提法，但“不将房地产作为短期刺激经济的手段”属于首次提出，表明国家不想再走通过放水地产刺激经济的老路。一方面，地产过度膨胀会挤占经济与社会资源、挤压制造业，另一方面则会挤压消费。人民银行在7月19日发布的《中国区域金融运行报告(2019)》中指出，居民杠杆率水平对消费增长有负面影响，其计量分析结果表明，控制人均可支配收入、社会融资规模等因素后，居民杠杆率水平每上升1个百分点，社会零售品消费总额增速会下降0.3个百分点左右。这是官方首次以量化方式证实高房价确实在拖累消费。

综上，本次政治局会议充分考虑到了内外环境的不确定性，一切稳字当头。未来在避免走老路的前提下提振制造业投资与居民消费等成为重点，对此本次会议也给出了一些具体抓手。同时，需要清醒地认识到，虽然



本次会议没有提“杠杆”一词，但防范化解金融风险仍然是一个长期性的工作，在警报尚未彻底解除之前，虽然严监管与去杠杆工作力度与节奏可能会发生阶段性调整，但无论如何都不会终止。

**风险提示：**通胀超预期，经济增速超预期下行，美元降息节奏过快，地缘政治升温，海外黑天鹅风险。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11084](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11084)

