



首创宏观“茶”：

国内经济下行压力加大，内需将成为稳增长引擎

证券研究报告·宏观研究报告

2019年7月31日

——7月30日政治局会议点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 中共中央政治局7月30日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。对本次会议的主要内容，我们主要点评观点如下：
- 1、外因导致国内经济下行压力加大；
 - 2、财政政策积极依旧，货币政策大幅放松概率较低；
 - 3、提升产业基础能力和产业链水平；
 - 4、内需将成为经济发展引擎；
 - 5、对制造业投资的走势并不乐观；
 - 6、基建投资是主要抓手之一，但是预计增速不会太高；
 - 7、房地产调控超出市场预期；
 - 8、中美贸易谈判的不确定性还很大；
 - 9、工业企业资产负债率大概率继续上行；
 - 10、就业问题是经济工作的重点；
 - 11、献礼新中国成立70周年。

事件：中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《中国共产党问责条例》和《关于十九届中央第三轮巡视情况的综合报告》。中共中央总书记习近平主持会议。

点评：

按照惯例，年中的政治局会议的主题是“分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作”，往往释放重要的政策信号，具有承上启下的重大意义。对于本次年中政治局会议，我们点评如下。

1、外因导致国内经济下行压力加大。会议指出，“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”。这里有三个注意点：一是“新的风险挑战”究竟是什么？联系上下文，从“善于化危为机，办好自己的事”这个表述，可以推断风险与挑战来自外部，即全球经济增速下行以及中美贸易摩擦；二是会议明确指出，“国内经济下行压力加大”，而 4 月政治局会议的提法则是“国内经济存在下行压力”，表明 2 季度的经济形势较 1 季度严峻了许多；三是 4 月政治局会议认为，经济的下行压力主要来自国内，“这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”，但是本次会议则认为经济下行的压力主要来自国外新的风险挑战，所以“必须增强忧患意识”，“善于化危为机，办好自己的事”。

2、财政政策积极依旧，货币政策大幅放松概率较低。会议指出，“要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”。具体而言，“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策”，表明后期减税降费政策还将稳步推进。2019 年 6 月公共财政收入累计同比录得 3.4%，是 1990 年以来同期的次低值，仅高于 2009 年 6 月的-2.4%，预计下半年公共财政收入累计同比还将面临压力。在此背景下，为维持一定的财政支出增速以托底经济，预计非税收入增速将保持在高位，而专项债扩容可能进入政策视野。“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，相比 4 月政治局会议，增加“保持流动性合理充裕”，意味着货币政策存在边际放松的可能，定向降准与定向降息是政策选项，但是类似于下调基准利率等大幅放松措施出现概率则较低，尤其是在房地产面临严格调控的背景下。

3、提升产业基础能力和产业链水平。会议指出，“提升产业基础能力和产业链水平”，这是本次会议的新提法。中美贸易争端是在全球产业竞争日益激烈的背景下发生的，其本质是中美两国对全球价值链中高端的争夺。在中美贸易谈判期间，美国凭借占据产业链高端的地位，在一定程度上掌握谈判的主动权。经过此前多达 11 轮的贸易谈判，我们认识到，要看清国际产业变革的发展趋势，加强前瞻性基础研究，提升产业基础能力，以基础研究的突破带动引领性原创成果、战略性技术产品的重大突破，进而强化科技创新的支撑作用，提升产业链水平，才能促进我国产业迈向全球价值链中高端，真正掌握竞争和发展的主动权。

4、内需将成为稳增长引擎。会议指出，“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”，而 4 月政治局会议的提法则是“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求”。从“稳需求”到“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”，可以看出两点：一是在 2 季度 GDP 增速仅为 6.2%的情况下，相比 4 月政治局会议，目前稳增长的必要性与迫切性上升；二是在全球经

济增速下行，叠加贸易秩序恶化的背景下，出口增速的下行是大势所趋，外需对经济的拉动作用有限，因此必须“深挖国内需求潜力”。预计内需将成为稳增长的重要引擎，具体的措施包括“有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”等。

5、对制造业投资的走势并不乐观。会议指出，要“稳定制造业投资”。客观地说，制造业投资目前面临较大压力，原因有以下几点：一是从先行指标看，5月、6月、7月制造业 PMI 录得 49.4%、49.4%、49.7%，连续 3 个月运行在荣枯线之下，在全球制造业 PMI 共振下行的背景下，预计短期之内我国制造业 PMI 还将面临压力；二是制造业投资是引致需求，在出口增速下行、消费增速不振，房地产投资面临下行压力，基建投资增速大幅上行概率较低的背景下，制造业投资缺乏大幅上行的基础；三是今年以来我国工业企业盈利增速负增长，工业企业缺乏扩大再生产的资金来源与动力；四是在“国内经济下行压力加大”的背景下，民间资本投资意愿较低。综合以上四点，制造业投资短期之内大幅上行概率较低，这也是本次会议提出“稳定制造业投资”的背景。

6、基建投资是主要抓手之一，但是预计增速不会太高。会议指出，“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”。一方面，基建投资主要着眼于补短板，不搞重复建设；另一方面，我们应注意到，目前传统基建投资主要包括电力热力燃气与水的生产与供应业、交通运输仓储邮政业、水利环境公共设施管理业，信息网络等新型基建不在基建投资的统计范围之内，不会对传统基建投资增速有贡献。此外，6月10日专项债新政明确指出“对举借硬性债务铺新摊子坚决终身问责与倒查责任”，也就是说，对地方政府的债务责任约束依旧存在，预计全年基建投资增速不会超过 10%。

7、房地产调控超出市场预期。会议指出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。其中，明确提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，这意味着年内房地产投资大概率是下行的。但是要注意到，在 2 季度 GDP 数据行至 6.2%，消费增速、制造业投资、基建投资上行空间有限的背景下，如果对房地产实施过于严厉的打压，3 季度 GDP 增速将面临较大压力。总体上看，房地产投资大幅下跌概率较低，房价大概率面临下行压力，而前期国有土地使用权出让收入累计同比的企稳恐难持续，土地财政面临进一步的压力。

8、中美贸易谈判的不确定性还很大。会议指出，“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”。“应对”一词表明中美贸易谈判的博弈色彩很浓，具有较大的不确定性。此外，“六稳”的提法是在 2018 年 7 月政治局会议上提出的，背景是中美贸易摩擦对我国经济形成较大冲击，因此需要“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。在最近一年的时间里，“六稳”工作频频提及，侧面表明中美贸易摩擦的长期性与严峻性。此外，从“全面做好‘六稳’工作”的表述中，可以看出我国对贸易谈判严阵以待，预计上海举行的中美第十二轮贸易谈判还将面临较大的不确定性。

9、工业企业资产负债率大概率继续上行。本次会议两提民营企业，一次是“采取具体措施支持民营企业发展”，一次是“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。

从最新数据看，6月工业企业资产负债率为57.0%，重返2015年7月、8月时的水平。本轮工业企业资产负债率上行，从三大产业部类看，制造业资产负债率上行是主因，从企业类型看，私营企业资产负债率上行是主因。本次会议再提加大对制造业、民营企业的中长期融资，预示后期制造业资产负债率与私营企业资产负债率还将上行，工业企业资产负债率突破目前的57.0%是大概率事件。

10、就业问题是经济工作的重点。本次会议两提就业问题，第一次是在上半年回顾阶段，提出“就业比较充分”。“充分就业”是宏观经济政策的目标之一，加入“比较”二字则表明，中央意识到就业还存在较大压力。6月制造业PMI中的从业人员指数录得46.9%，创2009年3月以来新低，而7月制造业PMI中的从业人员指数录得47.1%，虽然有所反弹，但是依旧处于收缩区间。面对严峻的就业问题，本次会议再次提及就业问题，要“实施好就业优先政策”，将就业置于“优先”的水平，表明对就业问题高度重视。值得一提的是，2019年2月22日政治局会议首提“就业优先”，3月《政府工作报告》首次将就业优先政策置于宏观政策层面，但是4月政治局会议仅指出“要做好重点群体就业工作，加强职业技能培训”，未提及就业优先政策。

11、献礼新中国成立70周年。会议提出，“以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年”，而7月19日金稳委第六次会议的提法则是“向新中国成立70周年交出满意的答卷”。紧接的问题是，优异成绩与满意答卷指的是什么？会议指出，“统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作”，可以说，将这些工作全部做好，就可以取得“优异成绩”，交出“满意答卷”。具体而言，经济运行在目标合理区间，改革开放稳步推进，产业结构持续升级，社会风险总体可控，民生保障水平得到提高，百姓安居乐业。

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_11103

