

改革扩内需，保物价稳定

——政治局会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：强调“改革”，弱化“刺激”
——中央政治局会议点评

2019-4-19

● 当前经济下行压力加大，要把握长期大势

本次会议和4月会议相比强调了“国内经济下行压力加大”“把握长期大势，抓住主要矛盾”，所谓长期大势，就是指我国经济下行压力主要是结构性因素导致的。实际上，2012年我们就提出了经济“混沌增长”，着重描述了它的三个特征：其一，经济下降是确定的。其二，经济下降的过程是复杂的。其三，系统是不稳定的，随时可能面临“黑天鹅”事件的产生。在中美摩擦背景下，“长期大势”也暗含着，随着中国产业不断升级、经济实力不断增强，中国和外界的经贸摩擦将是一个长期问题。那么经济政策就应该“抓住主要矛盾”。

● 改革扩内需

由于我国经济下行压力主要结构性因素导致的，同时，为了有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作，会议强调“深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平”，还要“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”，以及扩大基建补短板、稳定制造业投资。

会议强调用改革的方法来扩大内需，当前经济存在的主要矛盾在于供给体系难以适应需求体系的变化，供求之间存在结构性偏差，需要及时调整。经过几年供给侧改革做减法，现在一些行业有效供给不足，一部分中高收入阶层的消费需求，因为无法寻找到国内合意的供给而寻求海外商品供给。需要推动供给侧的改革，打破制约3亿中产阶级消费升级的供给体制约束。

会议还提到“稳定制造业投资”。将采取以下措施：第一，“继续落实落细减税降费政策”提升企业盈利；第二，“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。下半年将继续加强金融供给侧改革，推进利率市场化，降低企业融资成本，同时，“科创板要坚守定位”，完善资本市场体制，增强资本市场服务实体经济的能力。第三，“深化体制机制改革，增添经济发展活力和动力”，提升企业信心。

● 不将房地产作为短期刺激经济的手段

会议提到“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”，这一提法彻底断绝房地产调控政策再度大幅放松的可能性，这是“淡化刺激”的最大体现。不作为短期刺激经济的手段不代表房地产不重要，房地产具有巨大的乘数效应，涉及到多个产业链，只是要避免短期政策大起大落造成房价非理性上涨，而更多用长效管理机制来促进房地产市场健康长久发展。

● 保物价稳定

会议提出“保障市场供应和物价基本稳定”，这并非新的提法，在2010-2011年期间，政治局会议多次提到这一点，并且2010-2011年CPI增速均超过政府预期目标。本次会议之所以再次提到，是因为当前物价存在结构性上涨压力。保障市场供应和物价基本稳定，尤其是保障猪肉价格稳定的措施应是包括财政、行政多方面。货币收紧改变不了未来猪肉紧缺的事实，结构性引起的物价上涨，最好是通过定向财政、行政措施去解决，相反，总量政策的变化更容易加剧宏观经济运行的波动。如果猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，此时货币政策也可能相应调整。

● 风险提示：政策落实不及预期

目 录

1、 当前经济下行压力加大，要把握长期大势.....	3
2、 改革扩内需.....	3
3、 不将房地产作为短期刺激经济的手段.....	4
4、 保物价稳定.....	5

图表目录

图 1: 7月物价上涨压力仍大 (%)	5
---------------------------	---

1、当前经济下行压力加大，要把握长期大势

中共中央政治局会议（以下简称会议）在2019年7月30日召开，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。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，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事”。

本次会议和4月会议相比强调了“国内经济下行压力加大”。一季度GDP同比增长6.4%，增速持平2018年四季度，但是二季度供给需求双双回落，GDP增速降为6.2%。供给端，第二产业增速下滑0.5个百分点。需求端，在就业压力增加、居民对未来经济预期不佳、贸易摩擦等多重因素影响下，居民消费更加谨慎，二季度居民实际消费增速从5.4%降至5.2%，连续4个季度回落，最终消费支出对GDP累计同比拉动下降0.4个百分点；积极财政政策力度有限，基建投资不温不火，房地产投资增速平稳，受利润增速下滑等因素影响，制造业投资拉动固定资产投资增速下降，不过，受统计口径、企业补库存等因素影响，资本形成总额对GDP拉动率上升0.4个百分点；受贸易摩擦、全球需求减弱影响，净出口对GDP拉动率下降0.2个百分点。

本次会议还强调了要“把握长期大势，抓住主要矛盾”，这和4月会议强调的“国内经济存在下行压力……更多是结构性、体制性的”基本一致。所谓长期大势，就是指我国经济下行压力主要是结构性因素导致的。实际上，2012年我们就提出了经济“混沌增长”，这和政府的意思接近。经济发展过程本身是一种不可逆的演化过程，决定着经济系统本质上是一个高度复杂的自组织的非线性动力系统，而混沌是非线性系统中普遍存在的现象。当年提出“混沌增长”，着重描述了它的三个特征：其一，经济下降是确定的。经济增速下滑主要是因为造就改革开放以后经济快速发展的激励兼容机制被破坏。其二，经济下降的过程是复杂的。由于政府的反周期政策操作，经济下降的过程是复杂的，很难预测，几年过去事实也证明了在这一点。次贷危机后，我国经历三次加杠杆，经济增速也短暂回升，但最终会回落，并且每次刺激对经济的促进作用在边际减弱。其三，系统是不稳定的，随时可能面临“黑天鹅”事件的发生。

在中美经贸摩擦背景下，“长期大势”也暗含着，随着中国产业不断升级、经济实力不断增强，中国和外界的经贸摩擦将是一个长期问题。

既然中国经济问题主要是来自结构性因素，以及经贸摩擦等冲击，那么经济政策就应该“抓住主要矛盾”。

2、改革扩内需

由于我国经济下行压力主要结构性因素导致的，同时，为了有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作，会议强调“深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平”，还要“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”，以及扩大基建补短板、稳定制造业投资。

不同于以往的刺激政策，会议强调用改革的方法来扩大内需，以消费为例，过去常用的方法有“汽车下乡”“降低购置税”“家电下乡”等，这些政策在短期刺激消费需求的效果还不错，但以汽车、家电为代表的消费行业都正从增量时代向存量时代转变，需求管理政策对汽车、家电等消费的促进作用就相对有限。“多用改革

方法扩大消费”的提法也不是首次，发改委在2016年底的新闻发布会上提到“聚焦破除扩大消费体制机制的障碍，更多的运用改革创新的办法，着力激发市场主体提供高品质产品和服务的积极性和主动性”，通过改革方法扩大消费，其实是在供给侧做文章，实际上，当前经济存在的主要矛盾在于供给体系难以适应需求体系的变化，供求之间存在结构性偏差，需要及时调整。经过几年供给侧改革做减法，现在一些行业有效供给不足，一部分中高收入阶层的消费需求，因为无法寻找到国内合意的供给而寻求海外商品供给。需要推动供给侧的改革，打破制约3亿中产阶级消费升级的供给体制约束。

会议提到“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”。这不仅利于稳定内需，还可以提升经济供给能力。旧改、新基建有利于促进基建投资，但一方面本轮政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率等问题待解，年内推进力度可能较为有限。综合来看，基建投资增速上行幅度有限。

会议还提到“稳定制造业投资”。制造业投资增速在近期有所回升，但在前期企业盈利下滑与外需放缓的背景下，制造业投资反弹力度和持续性难以得到保证。制造业投资不是终端需求且不容易受政策直接干预，要稳定制造业投资，下半年将采取以下措施：第一，“继续落实落细减税降费政策”提升企业盈利；第二，“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。将继续加强金融供给侧改革，推进利率市场化，降低企业融资成本，同时，“科创板要坚守定位”，完善资本市场体制，增强资本市场服务实体经济的能力。第三，“深化体制机制改革，增添经济发展活力和动力”，提升企业信心。

3、不将房地产作为短期刺激经济的手段

会议提到“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”，这一提法彻底断绝房地产调控政策再度大幅放松的可能性，这是“淡化刺激”的最大体现。之所以不再将房地产作为短期刺激经济的手段，我们认为有以下原因：其一，以前能通过房地产刺激经济的前提是居民存在加杠杆空间，但经过过去几年房价飙升，居民杠杆率攀升到历史高位，官方也首次通过量化方式表明了杠杆率上升抑制居民消费；其二，虽然房价涨幅放缓，但房价绝对值依然很高，多个城市房价已经涨到历史新高，再大幅刺激房地产只会让泡沫越来越大，不利于长久发展；其三，房地产市场占用了大量资源，同时也提高了企业生产、居民生活成本，不利于经济的高质量发展。就2019年而言，实现经济增长目标是可以做到的，集中精力保证经济高质量发展更为关键。

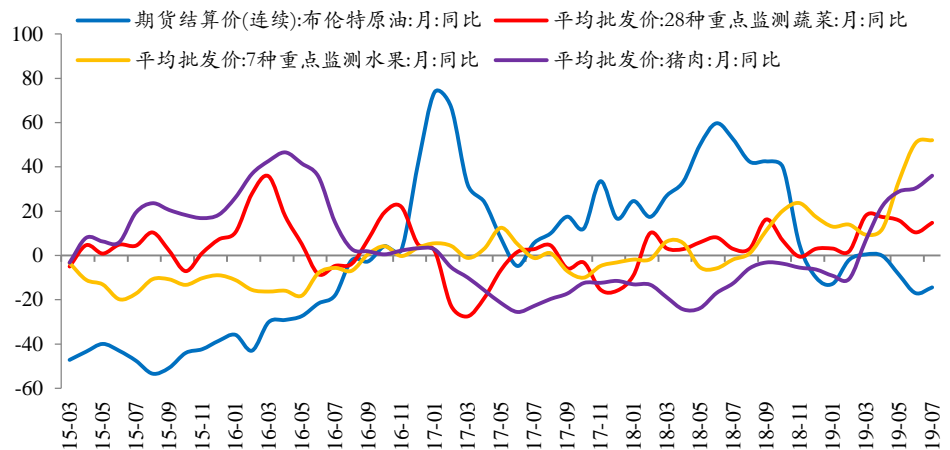
不作为短期刺激经济的手段不代表房地产不重要，房地产具有巨大的乘数效应，涉及到多个产业链，只是要避免短期政策大起大落造成房价非理性上涨，而更多用长效管理机制来促进房地产市场健康长久发展。

4、保物价稳定

会议提出“保障市场供应和物价基本稳定”，这并非新的提法，在2010-2011年期间，政治局会议多次提到这一点，事实上，2010-2011年CPI增速均超过政府预期目标。本次会议之所以再次提到“保障市场供应和物价基本稳定”，是因为当前物价存在结构性上涨压力。水果价格季节性下降，但同比增速还处于高位，后续拉升CPI增速的主力可能逐渐从鲜果切换到猪肉，农业农村部在6月26日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，由于巨大供需缺口的存在，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。在低基数作用下，四季度可能发生“猪油共振”，将是物价上涨的压力期。同时，核心CPI增速与CPI增速极度分化，体现当前物价上涨主要是供给端造成，水果、蔬菜、大豆等要保障供应尚且好说，但猪肉存在的供需缺口短时间很难平抑，想通过进口弥补也弥补不了，假若我们没有未雨绸缪的政策措施，那只会导致价格在某一高位寻求供需的动态平衡，但这一高位必然会在历史的峰值以上。

保障市场供应和物价基本稳定，尤其是保障猪肉价格稳定的措施应是包括财政、行政多方面。货币收紧改变不了未来猪肉紧缺的事实，结构性引起的物价上涨，最好是通过定向财政、行政措施去解决，相反，总量政策的变化更容易加剧宏观经济运行的波动。当然，对于中国来说，食品消费占比仍比较大，货币政策不能像发达国家一样只关注核心CPI增速指标。如果猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，此时货币政策也可能相应调整。

图1：7月物价上涨压力仍大（%）



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_11106

