



7 月 30 日政治局会议简评

保持定力，化危为机

政治局会议肯定了上半年成绩，同时延续了“积极的财政政策和稳健的货币政策”的提法，但更为强调需求端的挖潜，以及市场主体的活力，对金融风险依然重视，而基本杜绝了大规模刺激的可能性。

- 会议指出“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”。未来财政政策的重点一方面在于继续减税降费，另一方面则注重财政政策的效率，而非大规模财政刺激。货币政策的首要目标仍是维持稳定的货币金融环境。
- 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”；从投资角度，会议强调了“稳定制造业投资”、“补短板工程”和“信息网络等新型基础设施建设”。整体看，在需求端更为强调挖掘潜力，重在稳定、补缺而非大规模刺激，同时明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。上述表述意味着中国的逆周期调节政策转向以稳需求而非刺激需求为主。
- 会议指出，“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。加快‘僵尸企业’出清”，政策更为强调微观市场主体的活力，淡化宏观刺激。
- 会议指出“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”。从把握节奏和力度这一措辞看，如 2018 年上半年那样严厉的强监管难以重现。但另一方面，会议对于监管责任的明确，意味着金融风险的防控依然引起重视。

相关研究报告

《4 月 19 日政治局会议点评：稳需求从“逆周期调节”到“供给侧结构性改革”》 20190421

《2019 年政府工作报告点评：稳经济就是要稳企业》 20190305

《7 月宏观经济月报：关注国内通胀与海外宽松》 20190709

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。综合起来，我们认为本次会议以下几点值得关注：

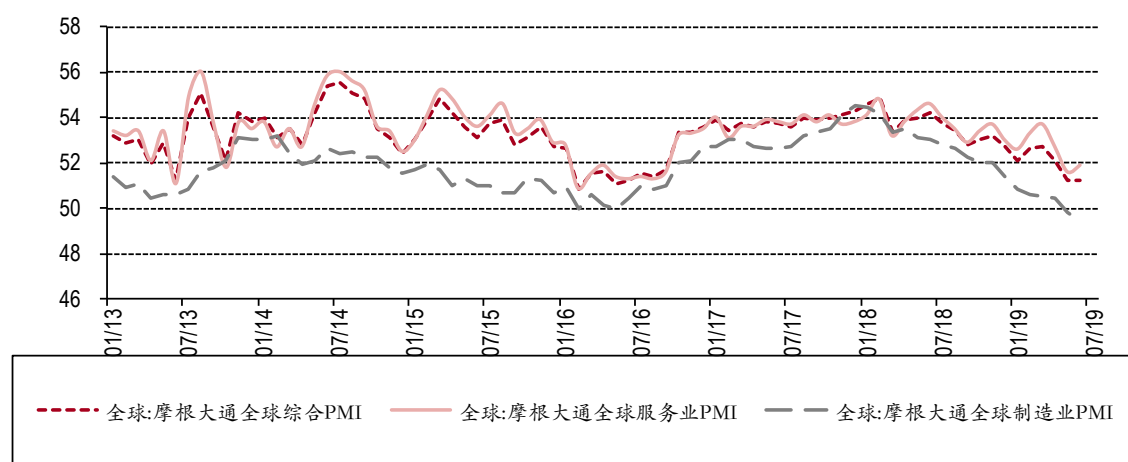
肯定上半年成绩，依然重视风险

会议指出，上半年“主要宏观经济指标保持在合理区间，供给侧结构性改革持续推进，改革开放继续深化，就业比较充分，精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高，推动高质量发展的积极因素增多”，明确肯定了上半年的经济运行，也隐含着上半年的政策效果明显，并不需要政策的转向。

同时，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”；同时，在“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”之外，明确加上了“保稳定”，意味着决策层对当前中国经济面临的不确定性依然有着清醒认识。

我们认为，目前中美贸易谈判仍是下半年最大的不确定性之一，尽管两国元首 G20 会晤后谈判重启，但鉴于目前中美双方分歧依然明显，距离最终达成协议依然道路漫长。谈判过程中的种种波折仍将继续给市场预期带来冲击。此外，2019 年以来，全球经济持续走弱，6 月全球制造业 PMI 为 49.4，连续两个月位于收缩区间。外需的疲弱意味着中国经济的增长动力只能从内部寻求，而国内经济依然面临着“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定”等多方面目标的协调。当然，多方面政策协调的背后正是改革契机，如会议所指出的，必须“善于化危为机，办好自己的事”。

图表 1.2019 年全球经济持续走弱



资料来源：万得，中银国际证券

以改革促需求，政策保持定力

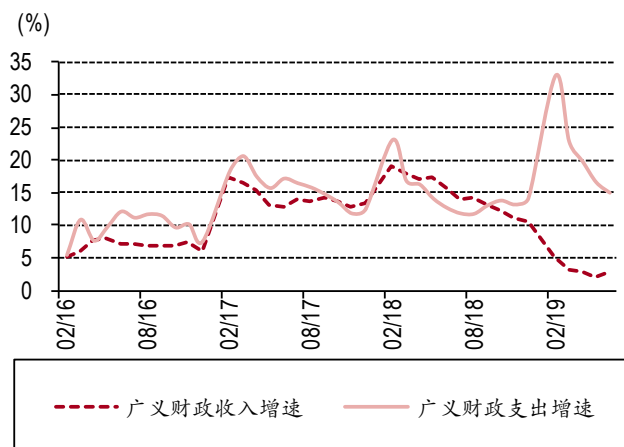
政策导向总体不变

肯定上半年的经济增长，意味着政策导向总体不变。会议延续了“积极的财政政策和稳健的货币政策”的提法，指出“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策；货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”。从这一表述看，未来财政政策的重点一方面在于继续减税降费，另一方面则注重财政政策的效率，而非大规模财政刺激。

上半年，广义财政收入（预算内收入+政府性基金收入）同比增长 3%，而广义财政支出（预算内支出+政府性基金支出）同比增长 15%；相应的，广义财政收支缺口超过 2.1 万亿元，为历年来新高，财政支出前移明显。财政支出的前移一方面对上半年的经济增长构成了明显支撑；另一方面，也意味着后续依然维持相应的支出力度有一定难度。

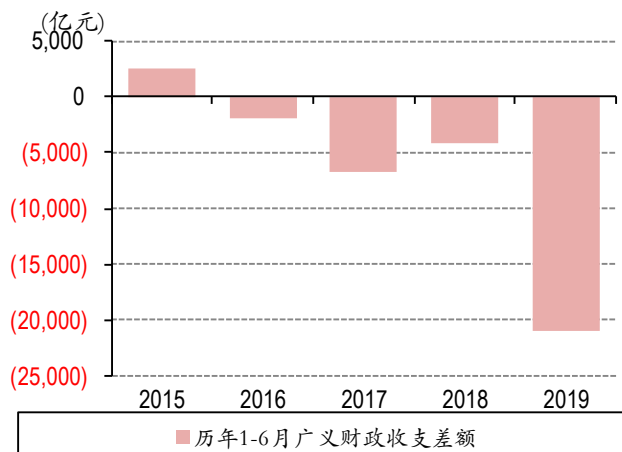
而从货币政策看，我们此前已经多次强调，在国内经济依然存在下行压力，经济转型和防控风险仍是决策层所关注的问题这一大背景下，货币政策的首要目标仍是维持稳定的货币金融环境，这一总体方向不会发生变化。政策的阶段性调整只是因为短期内各项目标的侧重点有所不同。而为了维持稳定的货币金融环境，保持流动性合理充裕和利率水平合理稳定依然是央行的首要考量。

图表 2. 上半年广义财政收入与支出增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 历年 1-6 月广义财政收支缺口



资料来源：万得，中银国际证券

需求强调“挖潜”而非刺激

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”；从投资角度，会议强调了“稳定制造业投资”、“补短板工程”和“信息网络等新型基础设施建设”。整体看，在需求端更为强调挖掘潜力，重在稳定、补缺而非大规模刺激。与此相一致，会议再度明确了房住不炒的政策导向，并明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

我们认为，上述表述与 4 月政治局会议的精神一脉相承，意味着中国的逆周期调节政策已发生微妙变化，以稳需求而非刺激需求为主，这也是会议提出“适时适度实施宏观政策逆周期调节，有力推动高质量发展”的含义。相应的，这也意味着对于经济增速下行的容忍度逐渐提升，只要不出现经济失速的风险，政策总体上将仍以稳健为主。

对于房地产投资而言，尽管 2018 年下半年以来的宽松改善了房地产融资，2019 年上半年房地产投资表现也相对突出，但在房地产政策并无放松的背景下，预计后续房地产投资将以逐步回落为主。

更为强调市场主体的活力

会议指出，“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。加快‘僵尸企业’出清”。此前，发改委等十三部门出台了《加快完善市场主体退出制度改革方案》；近期，发改委等四部门出台了《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，从不同角度涉及了“僵尸企业”出清问题。我们认为，上述政策和本次会议的表述与总需求管理政策的变化一致，意味着政策更为强调微观市场主体的活力，淡化宏观刺激。而从中国四十年改革开放的历史看，微观主体活力的增强是中国经济持续增长的动力所在。我们认为，这一政策如能有效落实，将是未来中国继续维持可持续增长的重要保障。

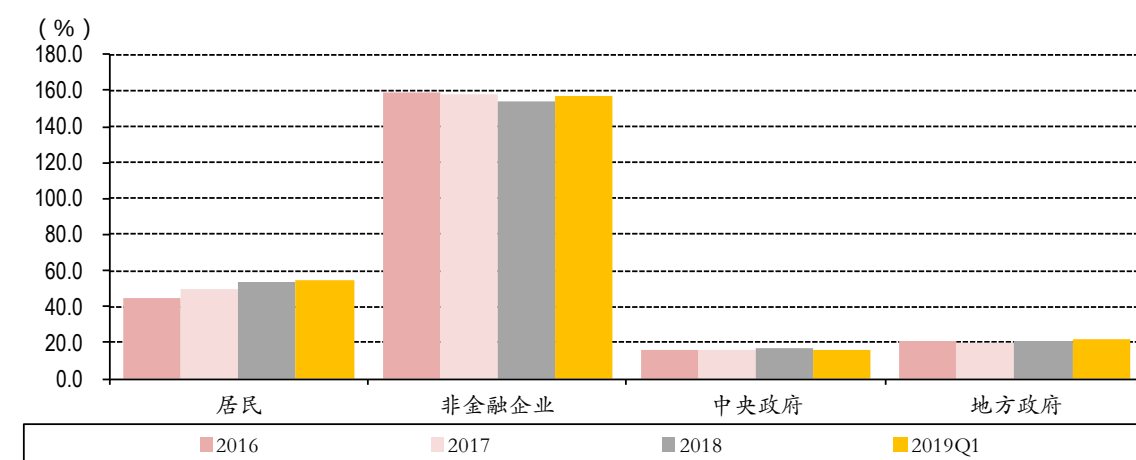
此外，会议提出“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。我们认为，金融供给侧结构性改革的核心是提升金融体系服务实体经济的能力。这一方面意味着金融机构布局和业务方向的调整，也即增加对制造业、民营企业的融资服务；另一方面，发展直接融资，改变以间接融资为主的融资体系则是金融供给侧结构性改革的未来方向，这也是解决民营企业、中小企业融资问题，以及疏通货币政策传导机制的关键，而多层次资本市场的发展则是核心，这也是 2019 年以来，资本市场战略地位明显提升的原因。

金融风险依然重视

在强调通过挖潜稳定内需的同时，会议再度强调了金融风险处置问题，会议指出“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”。从把握节奏和力度这一措辞看，如2018年上半年那样严厉的强监管难以重现。但另一方面，会议对于监管责任的明确，意味着金融风险的防控依然引起重视。

2019年一季度，中国宏观杠杆率有所回升，实体经济杠杆率从2018年末的243.7%升至248.8%，上升了5.1个百分点。分部门看，居民、非金融企业和地方政府杠杆率均有所回升。这意味着2018年下半年以来的宽松一方面固然稳定了经济增长，另一方面，也导致金融风险再度有所累积。我们认为，这是风险防控再度引起重视的原因。

图表 4.2019 年一季度宏观杠杆率回升



资料来源：万得，中银国际证券

唯保持定力，始能化危为机

总体上，从本次会议提出的政策方向看，尽管延续了“积极的财政政策和稳健的货币政策”的提法，但更为强调需求端的挖潜，以及市场主体的活力，同时对金融风险依然重视，而基本杜绝了大规模刺激的可能性。政策保持定力的态势明显，对经济增速下行的容忍度明显提升，这与2018年底中央经济工作会议对“增强微观主体活力”的强调以及4月政治局会议对经济增长质量的格外强调一脉相承。我们认为，这意味着中国经济在增速下行背景下，正在重构中长期增长路径的道路上稳步推进。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_11117

