

下行压力加大背景下，政策如何调、市场如何走？

——2019年7月政治局会议点评

1、经济下行压力加大。此次会议明确提出“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”，较前次政治局会议（4月会议）对经济增长的表述更加严峻。本次会议重提“六稳”，叠加70周年庆典需要更加稳定的宏观政策环境，“稳增长”的政策含义增强。

2、如何稳增长？第一，货币政策边际宽松的概率上升。今年以来，全球央行货币转向宽松，有十几个国家选择降息应对。在经济下行压力加大的背景下，人民银行也可能通过降低利率的方式来进行应对，但货币政策工具可能更多通过结构性的方式来进行，例如，降低MLF或者OMO利率，或者在利率市场化推进背景下通过利率并轨定向降低企业贷款利率等方式。第二，财政政策加力提效。重点仍是“落实落细减税降费”，隐含的意思包括通过支持基建投资来对冲经济下行压力，例如，“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”。整体来看，财政和货币的大基调没有发生改变，总体思路进一步确定不搞“大水漫灌”，货币政策边际宽松的大方向更加确定。

3、结构性的重点、亮点在哪里？第一，“坚持推进改革开放”。从国内看，“新发展理念”的实施、“高质量发展”的推进，都需要进一步深化改革开放，提高全要素生产率。从国际看，应对国际经贸摩擦，以加大对外开放、加紧落实一系列重大开放举措为手段。第二，将“扩大内需”作为“稳增长”的主要方向。内需的主要落脚点有两个：农村、改革的办法，前者确定目标群体，后者确定方式方法。第三，稳定制造业投资。从效率来看，制造业投资是市场化程度最高、民企相对集中、效率相对较高的领域。制造业投资的企稳回升，一方面服务于“高质量发展”，符合“基础产业能力”和“产业链水平”提升的大方向；另一方面，符合支持民营经济发展、提高经济活力、稳定就业的发展方向。第四，金融供给侧改革增加新内容。本次会议明确提出“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，点出了金融支持实体的具体领域和市场主体。第五，资本市场改革方向明确。一个是通过科创板试点推进以信息披露为核心的注册制，另一个是提高上市公司质量。

4、地产政策调控力度加大。除了再次确认了“房住不炒”的主基调之外，本次会议明确表示“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。一方面，这意味着经济机构调整的决心；另一方面，这可能也是为未来货币的边际宽松创造空间，防止资金再度流入房地产领域推升资产泡沫。同时，前期有关房地产融资收紧的信号，也再次确认了这方面的政策倾向，这可能会加快房地产行业的出清。但是，我们认为，房地产整体风险依然可控，系统性风险发生的概率不高。

5、市场含义是什么？第一，利率可能仍有小幅下行的空间。货币的边际宽松以及需求下滑导致的通胀下行，叠加地产收紧带来的约束减弱，将推动长端利率小幅下行。第二，A股结构性机会更加明确。政策明确支持的领域在中游制造业和科创型企业，但行业出清和产业集中度提升的逻辑同时并存，因此，中游制造业和科创企业的细分龙头可能是相对确定的标的。结构性机会能否演变为总量机会，需要观察总需求何时能够企稳。第三，外部风险相对可控。无论经贸摩擦如何反复，我们做好自身的改革开放的方向不会发生变化。随着改革开放的深入，应对外部风险的能力在逐步上升，市场对此的定价也逐渐收敛。第四，内部风险在地产和金融监管力度两个层面。如果地产收紧程度过高，不排除短期风险偏好再次转向悲观；监管力度如果应对过紧，可能导致政策的宽松效果被抵消，信用收缩和信心下降导致需求下行压力加大。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

1、经济下行压力加大。此次会议明确提出“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”，较前次政治局会议（4月会议）对经济增长的表述更加严峻，其背景是2Q2019中国实际GDP增速当季同比较1季度下滑0.2个百分点至6.2%，以及7月份以来的工业生产、汽车销售等数据进一步走弱。并且，本次会议重提“六稳”，明确表示“全面做好‘六稳’工作”，“稳增长”的政策含义增强。另外，下半年将迎来建国70周年庆典，需要营造一个更加稳定的宏观政策环境。

2、如何稳增长？第一，货币政策边际宽松的概率上升。今年以来，全球央行货币转向宽松，有十几个国家选择降息应对。在经济下行压力加大的背景下，人民银行也可能通过降低利率的方式来进行应对，但货币政策工具可能更多通过结构性的方式来进行，例如，降低MLF或者OMO利率，或者在利率市场化推进背景下通过利率并轨定向降低企业贷款利率等方式。第二，财政政策加力提效。重点仍是“落实落细减税降费”，隐含的意思包括通过支持基建投资来对冲经济下行压力，包括“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”。整体来看，财政和货币的大基调没有发生改变，总体思路进一步确定不搞“大水漫灌”，货币政策边际宽松的大方向更加确定。

3、结构性的重点、亮点在哪里？第一，“坚持推进改革开放”。扩大开放、深化改革是应对当前国内国际政治经济形势的主要抓手。从国内看，“新发展理念”的实施、“高质量发展”的推进，都需要进一步深化改革开放，提高全要素生产率。从国际看，应对国际经贸摩擦，以加大对外开放、加紧落实一系列重大开放举措为手段。第二，将“扩大内需”作为“稳增长”的主要方向。内需的主要落脚点有两个：农村、改革的办法，前者确定目标群体，后者确定方式方法。第三，稳定制造业投资。从效率来看，制造业投资是市场化程度最高、民企相对集中、效率相对较高的领域。制造业投资的企稳回升，一方面服务于“高质量发展”，符合“基础产业能力”和“产业链水平”提升的大方向；另一方面，符合支持民营经济发展、提高经济活力、稳定就业的发展方向。第四，金融供给侧改革增加新内容。除了增加有效金融供给之外，本次会议明确提出“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，点出了下一阶段金融支持实体的具体领域和市场主体。第五，资本市场改革方向明确。两个方向，一个是通过科创板试点推进以信息披露为核心的注册制，另一个是提高上市公司质量（可能加大处罚力度，加快推进退出机制实施）。

4、地产政策调控力度加大。本次会议除了再次确认了“房住不炒”的主基调之外，明确表示“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。一方面，这意味着经济机构调整的决心；另一方面，这可能也是为未来货币的边际宽松创造空间，防止资金再度流入房地产领域推升资产泡沫（房价是货币政策宽松的主要约束）。同时，前期有关房地产融资收紧的信号，也再次确认了这方面的政策倾向，这可能会加快房地产行业的出清。但是，我们认为，房地产整体风险依然可控，系统性风险发生的概率不高。

5、市场含义是什么？第一，利率可能仍有小幅下行的空间。货币的边际宽松以及需求下滑导致的通胀下行，叠加地产收紧带来的约束减弱，将推动长端利率小幅下行。第二，A股结构性机会更加明确。政策明确支持的领域在中游制造业和科创型企业，但行业出清和产业集中度提升的逻辑同时并存，因此，中游制造业和科创企业的细分龙头可能是相对确定的标的。结构性机会能否演变为总量机会，需要观察总需求何时能够企稳。第三，外部风险相对可控。无论经贸摩擦如何反复，我们做好自身的改革开放的方向不会发生变化。而随着改革开放的深入，应对外部风险的能力在逐步上升，市场对此的定价也逐渐收敛。第四，内部风险在地产和金融监管力度两个层面。如果地产收紧程度过高，不排除短期风险偏好再次转向悲观；监管力度如果应对过紧，可能导致政策的宽松效果被抵消，信用收缩和信心下降导致需求下行压力加大。

附录 2019年7月30日中央政治局会议新闻稿
分析研究当前经济形势和经济工作
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

新华社北京7月30日电 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。

会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显增多的复杂局面，各地区各部门贯彻党中央决策部署，打好三大攻坚战，适时适度实施宏观政策逆周期调节，有力推动高质量发展。上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，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。

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。

会议强调，做好下半年经济工作意义重大。要坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，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，促进经济持续健康发展。要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。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。

会议要求，要紧紧围绕“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平。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。稳定制造业投资，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。深化体制机制改革，增添经济发展活力和动力，加快重大战略实施步伐，提升城市群功能。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。有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作。加大对外开放，加紧落实一系列重大开放举措。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，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。科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量。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。巩固拓展脱贫成果。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。保障市场供应和物价基本稳定。高度重视安全生产，加强自然灾害防治。各级党委和政府要坚决贯彻党中央决策部署，尽心尽责做好各项工作，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。

会议指出，为深入贯彻党的十九大精神，落实党中央党内法规制定工作五年规划，党中央对《中国共产党问责条例》进行修订。要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻新时代党的建设总要求，把“两个维护”作为根本原则和首要任务，督促各级党组织和党的领导干部牢记党的初心使命、负责守责尽责、忠诚干净担当，始终同党中央保持高度一致，保证党的路线方针政策 and 党中央重大决策部署贯彻执行。

会议强调，全面从严治党必须坚持严字当头，做到失责必问、问责必严，把制度的刚性立起来。各级党委（党组）要负起主体责任，纪委要履行好监督专责。党的工作机关要立足本职，敢于问责、善于问责，提高制度化、规范化水平。要坚持严管厚爱结合、激励约束并重，对受到问责、过后表现突出的干部，符合条件该使用的可继续使用，树立鲜明的干事导向。

会议指出，党的十九大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视巡视

工作，对深化政治巡视、建立巡视巡察上下联动的监督网作出明确部署。中央巡视工作领导小组深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，坚决落实党中央要求，已组织开展3轮巡视，完成了对中管企业的全覆盖，取得明显成效。

会议强调，从巡视情况看，中管企业管党治党意识和责任明显增强，改革发展取得明显成效，为推动经济社会发展、科技进步、国防建设、民生改善作出了重大贡献，但还存在一些突出问题。要抓好巡视整改和成果运用，强化整改主体责任和监督责任，把整改与“不忘初心、牢记使命”主题教育结合起来，督促党组（党委）提高政治站位，履行党和国家赋予的责任使命，紧密结合实际加强党的建设，贯彻落实新发展理念，推进供给侧结构性改革，实施创新驱动发展战略，有效防范化解各类风险。把整改与日常监督结合起来，依规依纪依法处置问题线索，保持惩治腐败的高压态势，锲而不舍纠治“四风”，举一反三、查找漏洞，健全监督制度，把全面从严治党要求落实到企业各层级各领域。把整改同深化改革结合起来，综合用好巡视成果，不断增强改革的系统性、整体性、协同性，推动中管企业高质量发展。

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加监管力度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；

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_11119



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn