

策略 · 快评

证券研究报告
2019年07月30日

政治局会议点评：定力极强，对市场有何指引意义？

7月30日，中共中央政治局会议召开并按照惯例作上半年经济形势分析。

随着二季度经济数据的回落，3月下旬开始部分投资者对于短周期企稳的预期得到纠偏，一致预期也逐步转为“经济和企业盈利面临二次探底风险”。

与此同时，从4月的政治局会议表态来看，政策面由此前的宽松转为观望，并受到通胀的制约。伴随着二季度末全球降息节奏加快，三季度宽松加码的可行性和必要性都在提高。因此对于7月的这次政治局会议，一部分投资者是期待看到进一步宽松信号的。

全文看下来，虽然相比于4月会议，对下行压力的担忧有所加大，但政策整体上保持了很强定力。这也符合我们此前的判断，即托底政策在经济企稳前不会退出，却也不宜过高期待。此次会议体现出了对于经济增长更高的包容度和更长远视角，传统的刺激手段有一定淡化，消费的托底作用凸显，改革的决心更加坚定。

风险提示：宏观经济下行压力超预期，政策落实不及预期等。

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

吴黎艳 联系人
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略：策略-专题-复盘过去3年科技股阶段占优的“四大相似点”》
2019-07-28
- 《投资策略：策略-上周股市流动性评级为C-央行重启逆回购操作，资金价格小幅上行-一周资金面及市场情绪监控（0715-0719）》
2019-07-23
- 《投资策略：策略联合行业-哪些科技细分领域景气度有望或正在走出底部？》
2019-07-23

内容目录

1. 应对式“稳增长，不宜低估政策定力	3
2. 当前两个担忧：制造业投资和贸易战	4
3. 托底的抓手：短看消费，长看改革转型	4
4. 对市场有何指引：指数维持震荡格局，把握两类结构性机会	4

图表目录

图 1：估值提升的力度和节奏也取决于信用扩张的力度和节奏	5
图 2：二季度申万一级行业盈利、估值对指数涨跌贡献程度拆分	5
图 3：ROE 理论定价模型的横向比较	6
图 4：18-19 具有定调作用会议主要内容比对	8

7月30日，中共中央政治局会议召开并按照惯例作上半年经济形势分析。

随着二季度经济数据的回落，3月下旬开始部分投资者对于短周期企稳的预期得到纠偏，一致预期也逐步转为“经济和企业盈利面临二次探底风险”。

与此同时，从4月的政治局会议表态来看，政策面由此前的宽松转为观望，并受到通胀的制约。伴随着二季度末全球降息节奏加快，三季度宽松加码的可行性和必要性都在提高。因此对于7月的这次政治局会议，一部分投资者是期待看到进一步宽松信号的。

全文看下来，虽然相比于4月会议，对下行压力的担忧有所加大，但政策整体上保持了很强的定力。这也符合我们此前的判断，即托底政策在经济企稳前不会退出，却也不宜过高期待。此次会议体现出了对于经济增长更高的包容度和更长远的视角，传统的刺激手段有一定淡化，消费的托底作用凸显，改革的决心更加坚定。

具体来看：

1. “应对式”稳增长，不宜低估政策定力

对上半年经济的整体判断上，会议认为是“总体平稳、稳中有进”——相比于4月政治局会议“好于预期”的表述，此次对下行压力的担忧有所增加，并且4月会议没有提的“六稳”这次也重新出现；不过相比于去年中央经济工作会议的“稳中有变，变中有忧”的表述，又更加缓和，处于合理且可控的范围之内（上一次政治局会议出现这个表述是去年10月）。

对于市场期待的宽松加码，我们认为这次会议体现了很强的政策定力。

第一，关于房地产政策，表述原文是：“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。”“房住不炒”和“长效机制”是政治局会议的高频词，但明确将不以地产作为短期刺激手段是此次新增。结合前期限制信托输血房地产企业的政策，可能一定程度上打击部分投资者对于房地产政策整体性放松的预期。

第二，关于去杠杆，这是继去年4月政治局会议以来，首次没有出现“去杠杆”或者“结构性去杠杆”字眼。但我们认为这并不能代表去杠杆工作的停滞。其一，会议虽未出现“去杠杆”，但依然强调了三大攻坚战，只不过在去年企业部门流动性风险爆发的经验下，要更加“把握好风险处置节奏和力度”。其二，政治局会议的前一天，发改委、人行、财政部、银保监会才刚刚颁布了《2019年降低企业杠杆率工作要点》，表明了对企业债务风险的重视，并有多条提到债转股工作。因此这与我们此前的认知是吻合的，即本轮去杠杆工作的重点已经从以处置非标为典型的金融去杠杆，转向以国企为重点的实体去杠杆。

2020年我们要面临GDP翻番的历史任务，今年保底需要6.2%-6.3%的增速，保增长的压力是存在的。目前来看，托底的政策无论是对内部的下行压力还是对外部的贸易战，更多是一种应对的、权衡的、相机的态度，这与14-16年有本质区别。改革与转型的意志坚定，政策视角更加长远。

第三，关于基建，本次强调两个方面，一是“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”，二是“信息网络等新型基础设施建设”。需要注意的是，本轮宽松中基建仍然是重要的托底手段，但会受制于地方债务问题的处置和财政的捉襟见肘。因此资金密集型的传统基建可能有所淡化，人工智能、信息网络等符合科创和转型方向的新兴基建是未来的大方向。

2. 当前两个担忧：制造业投资和贸易战

对于当前的“短板”和风险，我们认为此次会议有两点值得重视，一是对内的制造业投资，二是对外的贸易战。

第一，关于制造业投资。过去几次会议对于稳投资多集中于基建领域，但这次具体到了制造业投资上。今年以来制造业投资持续低迷，4月2.5%的累计增速更是创下新低，也是下一阶段政策发力的主要方向。**拉动制造业投资，本质是提高投资回报率，左手是降低融资成本，右手是提高企业效益。**此次会议提到的措施包括企业部门减税降费政策的落实、建立长效机制解决拖欠账款问题，以及通过金融供给侧改革引导金融资源向中小企业向中小民企倾斜。

下半年可以期待这方面的细项政策出台。但是从以往经验来看，企业ROE的改善领先于制造业投资大约半年左右，因此下半年制造业投资可能很难有太大起色。

第二，关于贸易战。过去几次会议多概括为“外部环境复杂”，本次直接点名要“有效应对经贸摩擦，全面做好六稳工作”。前期对贸易战预期的改善是从中美元首电话会、以及大阪G20会面达成的“协议”开始的。但是，近期新闻联播连续三天针对中美贸易战发表国际锐评，措辞严厉地指责美方出尔反尔、“怨妇心态”等等；特朗普昨日也在推特上指责中方违背协议。或给马上到来的上海谈判增加一层不确定性。

但是，事实上，通过对过去一年半贸易战谈判情况的跟踪，给我们最大的经验和教训或许就是——当贸易战谈判进展严重受挫的时候，对未来的情况就要乐观一些；当贸易战谈判的情况非常顺利的时候，反而要保持冷静、多一分警惕。因为，立足于谈，就会一直打下去；立足于打，才会有真正的妥协。

3. 托底的抓手：短看消费，长看改革转型

下一阶段的稳增长抓手，从会议表述来看，我们认为短期在于刺激内需（尤其是消费），中长期在于坚定推动改革。

关于刺激消费，一方面是“有效启动农村市场”，另一方面是“提升城市群功能”。在过去一年降低社保费率、降低个税等措施的基础上，重要工作还包括扫黑除恶（为乡村振兴铺路）、提高老百姓可支配收入（降低住房、教育、医疗等的刚性支出）。此外，目前来看，地产之于消费的挤出效应和财富效应似乎略微倾向于前者，或许也是政策面坚定楼市调控的原因之一。

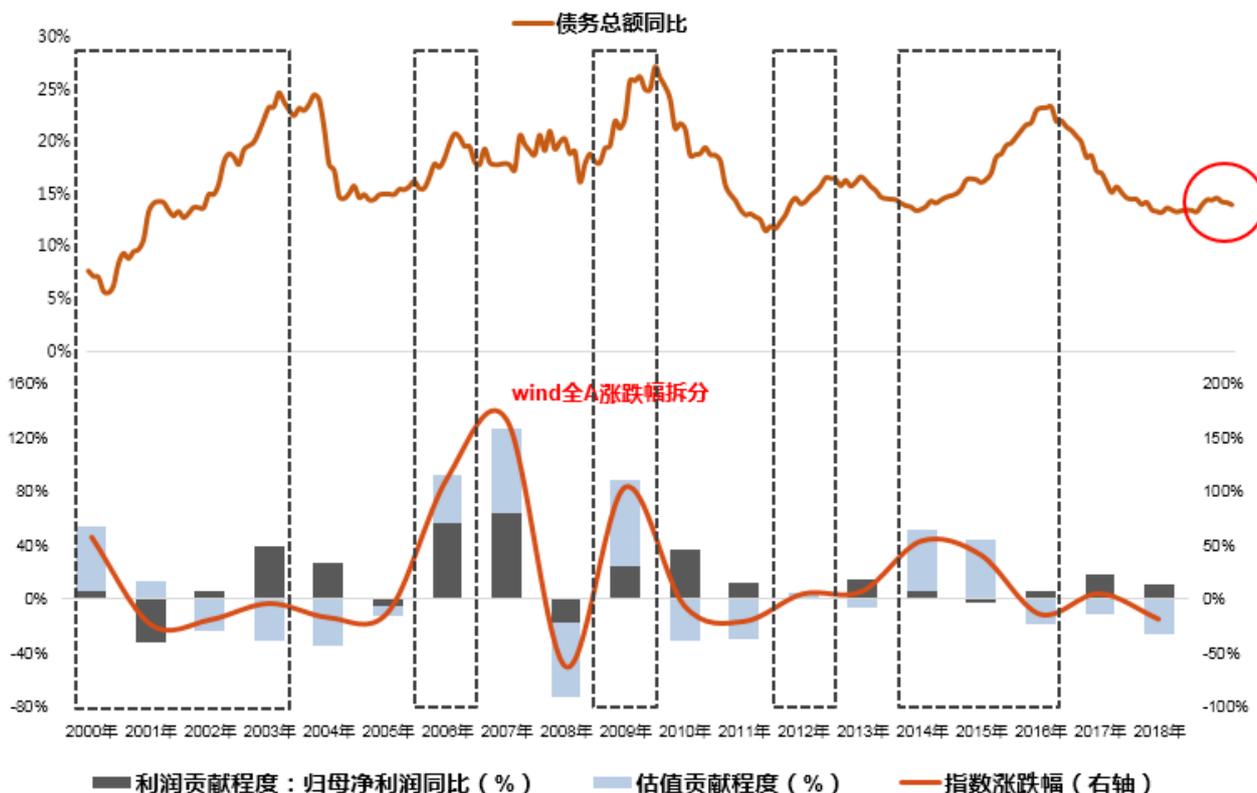
关于改革转型，科创板正式开板是一个重要的里程碑。4月的会议曾经提到以供给侧改革的办法稳需求——我们理解为：供给侧改革不仅在于清理无效供给，还在于增加有效供给，进而通过有效供给来扩大和满足有效需求。金融供给侧的内涵在于，一方面，在金融供给过剩的领域继续去产能（比如房地产、国企、地方政府）；另一方面，提高对中小微企业、科技创新企业的金融供给质量，最终为经济增长模式的转型提供动力。

4. 对市场有何指引：指数维持震荡格局，把握两类结构性机会

第一，我们维持前期观点，认为市场尚未走出震荡格局。

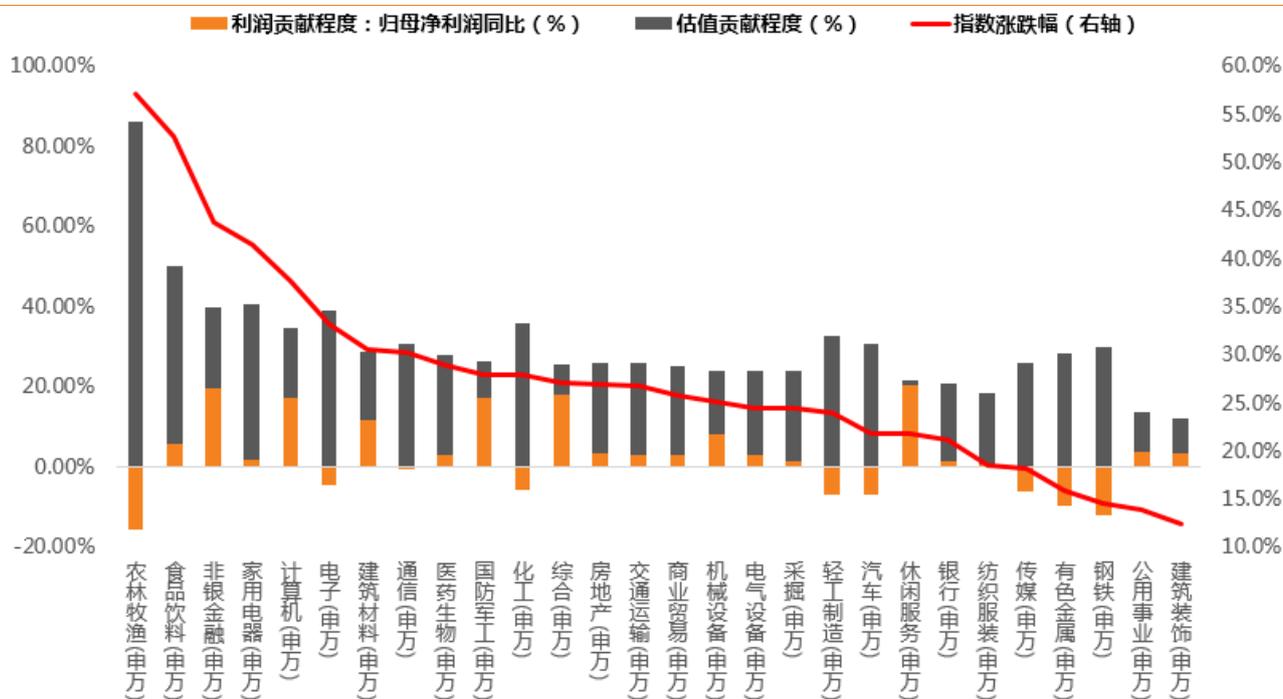
经过二季度的调整，经济和盈利不好的预期已经很大程度反映在股价中，进一步的下挫需要有增量信息。但是，此次政治局会议表现出的“政策定力”，意味着类似Q1的信用宽松难以复制，对应A股市场全面性的估值提升也较为困难。市场回到结构性的机会中。

图 1：估值提升的力度和节奏也取决于信用扩张的力度和节奏



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：二季度申万一级行业盈利、估值对指数涨跌幅贡献程度拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，结构性的机会分为两类：但都最终归于业绩和盈利

1、景气度有望或者正在改善的科技类板块：经过天风各行业首席梳理，具体板块包括：【5g

终端)、【半导体】、【5g 设备和材料】、【内容平台】、【游戏】、【血制品】、【锂电材料】、【军工材料和元器件】、【工程机械和油服】

以上细分领域中，推荐的核心公司的盈利预期欢迎参考我们此前的报告：《哪些科技细分领域景气度有望或正在走出底部？》

2、长期业绩稳定性提高且有望持续发生定价体系迁移的龙头公司：

过去，我们的视角集中在一个公司第一阶段的成长性，看谁“跑得快”，我们会给予短期增速 g 更高的估值权重，因此我们重点考核 PEG。未来，我们的视角集中在一个公司第二阶段的稳定性，看谁“活得久、活得稳”，我们会给予长期 ROE 维持较高位置的公司以更高的溢价。这是未来 A 股“定价体系”重塑的本质。而这一估值重塑的本质，来自于两个方面的因素：

其一，内部因素：中国从增量经济到存量经济的过渡，即盈利扁平化的过程

其二，外部因素：中国资本市场全球化的过程中，外资以不变的斜率持续流入。

图 3：ROE 理论定价模型的横向比较

情形	ROE 趋势	一阶段				二阶段				三阶段			贴现率	理论PE	理论PB
		ROE	分红率	增长率	年限	ROE	分红率	增长率	年限	ROE	分红率	增长率			
情形一	高ROE且长期稳定	25%	30%	22%	5	25%	50%	13%	10	20%	90%	2%	9%	44.2	11.1
情形二	高ROE但下台阶	25%	30%	22%	5	16%	50%	8%	10	12%	70%	4%	9%	32.0	8.0
情形三	高ROE但大幅下台阶	25%	30%	22%	5	12%	50%	6%	10	8%	70%	2%	9%	24.1	6.0
情形四	超高ROE且小幅回落	28%	30%	20%	5	25%	50%	13%	10	25%	90%	3%	9%	42.5	11.9
情形五	低ROE且长期稳定	10%	30%	7%	5	10%	50%	5%	10	10%	70%	3%	9%	12.7	1.3
情形六	低ROE且下台阶	10%	30%	7%	5	8%	50%	4%	10	6%	70%	2%	9%	10.6	1.1
情形七	低ROE但上台阶	10%	30%	7%	5	13%	50%	7%	10	16%	70%	5%	9%	18.1	1.8
情形八	低ROE但大幅上台阶	10%	30%	7%	5	16%	50%	8%	10	20%	90%	2%	9%	16.7	2.6
情形九	成长股ROE成功上台阶	6%	0%	30%	5	16%	50%	8%	10	20%	80%	4%	9%	48.1	2.9
情形十	成长股ROE未能上台阶	6%	0%	40%	5	6%	20%	5%	10	6%	70%	2%	9%	29.0	1.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

通过上表，可以观察到，在 A 股未来持续的“定价体系”重塑过程中，有几个结论值得重视：

第一，二个红色背景类型的公司理论估值相对其他类型公司显著更高，分别对应 情形一

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_11120

