



政策保持定力，继续以结构性导向为主

西南宏观观点

- **决策层对经济形势给出平稳的判断。**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。2季度经济数据下行，季度GDP增速下滑至6.2%水平，逼近完成小康社会目标底线，政策是要稳定经济增长，还是继续保持审慎，将直接决定未来经济和资本市场走势。在这个时间点召开政治局会议，对判断未来政策和经济走势具有重要指示作用。从会议表述来看，决策层对经济继续保持稳定的看法，本次会议认为“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”。显示决策层对经济前景并不悲观，而是认为经济继续在可以接受的范围内运行。对经济的增长更多的从更长期的视角来看待。
- **政策将继续保持定力，实体融资增速将放缓。**本次政治局会议并未如去年末和今年4月份政治局会议中，对经济下行的原因给出结构性或周期性的解释。虽然本次会议继续指出“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”，但同时认为要“把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事”。显示决策层倡导从更长期的角度来看待经济增长，显示对短期经济波动容忍度或有所上升。因而政策将继续保持定力。本次会议继续要求实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。在财政方面，落实落细减税降费。而在货币政策方面，继续要求保持流动性合理充裕。考虑到对房地产融资管控加强，以及对地方政府债务管控的持续，同时叠加中小银行资金来源受限，金融机构资金投放规模可能有所收缩，下半年信贷社融增速或持续放缓，实体资金面将趋紧，这将带动总需求放缓。
- **继续推进结构性政策。**本次政治局会议显示政策继续以结构性为主。在推进金融供给侧改革方面，本次会议要求“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。显示政策导向继续为引导资金支持制造业和民营企业。未来货币政策中将继续通过差别存款准备金、TMLF以及其它结构性工具，引导和鼓励金融机构增加对民营企业、小微企业以及制造业企业贷款。但考虑到基本面走弱情况下，这些企业获得融资微观激励不足，合格抵押物和资信状况往往成为约束，因而资金可能难以大规模投放。最后可能导致资金再度在银行间市场淤积。
- **政策加大对房地产调控力度，下半年房地产市场下行压力加大，但基本面决定无需对房地产过度悲观。**本次政治局会议再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，删除今年4月政治局会议中“一城一策、因城施策”的表述，而是强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。这实际上打消了短期房地产政策宽松的可能，同时下半年房地产调控可能持续加强。因而房地产市场下行压力将在下半年持续加大。但我们看到，目前的房地产市场基本面与16年之前有明显不同，表现在量价不再同向变化而是大幅背离，房价增速保持高位而销量持续低位，背后是房地产低库存和供给不足。供给不足环境下，即使调控力度加强，房地产市场也不会失速下滑，房地产投资将保持缓慢下行态势，我们预计下半年房地产投资将下滑至5%-7%水平。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟

执业证号：S1250517050001

电话：010-57631229

邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟

执业证号：S1250519060003

电话：010-57758579

邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)
2. 预测美股短期回报的可靠指标：情绪动量——全球央行追踪第11期 (2019-07-23)
3. 经济依然弱平稳，改革开放再加速 (2019-07-21)
4. CPI猪肉项权重真被调低了么？ (2019-07-19)
5. 不应将“老路”与“新路”对立 (2019-07-18)
6. MMT理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)
7. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)
8. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)
9. 内外需均走弱，经济或继续放缓 (2019-07-13)
10. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-13)



- **政策要求继续加快改革，重点发展领域将成为新的亮点。**本次政治局会议继续要求深化结构性改革，对部分重点产业和部门重点发展。要求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，加快推进新型网络等新型基础设施建设。这些行业的投资在未来有望成为新的亮点，未来有望获得快速增长，对相应的资产价格形成支撑。
- **金融供给侧改革继续推进，继续落实科创板试验田。**在金融供给侧改革方面，本次政治局会议除要求增加对制造业、民营企业中长期融资之外，对风险处置和监管同样提出了要求。在风险方面要求把握好处置的节奏和力度，显示包商银行事件后金融供给侧改革将继续推进，但在处理风险事件时将以更为稳妥的方式进行。而要求压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任，显示金融供给侧改革继续推进的方向不变，未来工作目标和任务将更为细化和具体。
- **政策保持定力环境下，经济或继续走弱。**2 季度经济总体呈现下行态势，政治局会议显示未来政策将继续保持定力，因而短期政策对经济下行对冲效果有限。随着外需持续放缓，以及对房地产调控强化带动内需继续下行，经济将继续走弱。
- **基本面走弱将继续对权益市场形成压制。**根据我们此前报告¹的分析方法，当前股市估值水平基本上和基本面状况相一致。然而随着经济继续走弱，基本面放缓将对股市形成抑制。因而股市在这种环境下难以明显反弹，或继续保持弱势。
- **流动性“堰塞湖”再度成形，债市继续获得配置机会。**结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。我们认为 10 年期国债利率水平将有望下降至 3.0% 以下。而实体经济面走弱环境下信用风险将继续上升，信用利差将继续拉大，因而不建议增配信用债。

¹ 《从宏观面寻找资本市场锚》2019 年 4 月 29 日

表 1：近期中央重要经济工作会议要点对比

内容	2019 年 7 月政治局会议	2019 年 4 月政治局会议	2018 年 12 月政治局会议
基调	- 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，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。	- 稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度。 - 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，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。	- 坚持稳中求进。 - 坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战。 保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心。
挑战	我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大。	- 经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力。 - 这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。	经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。
机遇	- 推动高质量发展的积极因素增多。 - 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。		- 我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。 - 世界面临百年未有之大变局，变局中危和机同生并存，这给中华民族伟大复兴带来重大机遇。
经济形势	- 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。	- 主要宏观经济指标保持在合理区间，市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进。 一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。	- 宏观调控目标较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，改革开放力度加大，稳妥应对中美经贸摩擦，人民生活持续改善。 - 保持了经济持续健康发展和社会大局稳定。
宏观调控	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。	宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。	- 宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求 - 积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模 - 稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题
防范化解金融风险	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。	注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。	要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。

内容	2019 年 7 月政治局会议	2019 年 4 月政治局会议	2018 年 12 月政治局会议
精准脱贫	- 精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高。 - 巩固拓展脱贫成果。	各地区各部门贯彻落实党中央决策部署，狠抓责任落实、政策落实、工作落实，脱贫攻坚取得显著成效，打赢脱贫攻坚战三年行动开局良好。	打好脱贫攻坚战，要一鼓作气，重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题，加大“三区三州”等深度贫困地区和特殊贫困群体脱贫攻坚力度，减少和防止贫困人口返贫，研究解决那些收入水平略高于建档立卡贫困户的群体缺乏政策支持等新问题。
补短板	- 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。		- 加大基础设施等领域补短板力度。 - 建立公平开放透明的市场规则和法治化营商环境。 - 培育和发展新的产业集群。 - 加快建设统一开放、竞争有序的现代市场体系，提高金融体系服务实体经济能力
房地产	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。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。
改革	- 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，……，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。	- 要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。 - 要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇。	- 要加快国资国企改革。 - 要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革。 - 推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。 - 推进财税体制改革，健全地方税体系，规范政府举债融资机制。

资料来源：中国政府网，西南证券整理

表 2：历年中央经济工作会议要点回顾

会议时间	关键词	下一年政策基调
2019 年 07 月 30 日	坚持稳中求进	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，……货币政策要松紧适度
2019 年 04 月 19 日	坚持稳中求进	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度
2018 年 12 月 21 日	坚持稳中求进	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018 年 7 月 31 日	坚持稳中求进	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018 年 4 月 23 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健中性的货币政策
2017 年 12 月 20 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策
2017 年 7 月 24 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策
2016 年 12 月 26 日	坚持稳中求进	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2016 年 7 月 26 日	稳中求进，坚持适度 扩大总需求	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2015 年 12 月 21 日	稳中求进，新常态	积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度
2015 年 7 月 30 日	稳中求进，新常态	坚持积极财政不变调，货币政策要松紧适度
2014 年 12 月 9-11 日	稳中求进、新常态	稳中求进,主动适应经济发展新常态，转方式、调结构 积极地财政政策要有力，（稳健的）货币政策要更加注重松紧适度
2013 年 12 月 10-13 日	稳中求进、改革创新	经济工作目标：稳增长、调结构、促改革
2012 年 12 月 15-16 日	稳增长、转方式，调结构	经济工作目标依次为“稳增长、转方式、调结构”
2011 年 12 月 12-14 日	稳增长,政策预调微调	经济工作目标依次为“稳增长、控物价、调结构”

资料来源：中国政府网，西南证券整理

附录:

中共中央政治局召开会议 习近平主持会议

http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-07/30/c_1124817133.htm

(其中的**黑色**着重号是我们所添加)

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,把握好国际外要

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_11122

