



证券研究报告·宏观研究报告

2019年7月23日

首创宏观“茶”：

下半年货币政策大幅放松概率较低

——国务院金融稳定发展委员会第六次会议点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 7月19日，国务院金融稳定发展委员会召开第六次会议。我们点评如下：
- 1、关注近期的年中政治局会议；
- 2、切实解决金融领域存在的突出问题；
- 3、充分肯定当前金融系统所取得的成绩；
- 4、对目前经济形势的判断较为谨慎；
- 5、推动形成有效的最终需求和新的增长点；
- 6、货币政策大幅放松概率较低。

事件：7月19日，国务院金融稳定发展委员会召开第六次会议。

点评：

本次会议是国务院金融稳定发展委员会召开的第六次会议，主要任务是“研究分析当前经济金融形势”，在此基础上“部署金融领域重点工作”。在年中政治局会议即将召开的背景下，本次会议具有一定的“吹风”性质，其重要性不言而喻。我们对第六次会议的点评如下：

1、关注近期的年中政治局会议。本次会议明确指出，“要把思想认识统一到党中央关于经济金融形势的科学判断上来，不折不扣地落实好党中央、国务院对金融工作的各项部署”。按照惯例，年中的政治局会议将“分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作”，往往释放重要的政策信号，具有承上启下的重大意义。回顾2018年，在中美贸易摩擦升温的背景下，7月政治局会议提出“六稳”，以及“坚决遏制房价上涨”，对此后的社会经济与金融市场产生重要影响。2季度GDP同比录得6.2%，创万得资讯1992年有纪录以来新低，且接近6.0%-6.5%合理区间下限，在此背景下，年中政治局会议的政策导向尤为重要，将对下半年经济走势以及资本市场产生重要影响。另一方面，我们也要看到，公共政策的特征是前瞻性、连续性与稳定性，因此，可以从年中政治局会议召开前的其他会议中，找到可能存在的政策线索，如本次金稳委会议、李克强总理主持召开的经济形势专家和企业座谈会、央行货币政策委员会例会2季度例会，以及4月19日的政治局会议等。

2、切实解决金融领域存在的突出问题。实体第一性，金融第二性，金融是服务于实体经济的，但是金融对实体经济有很强的反作用，金融领域中的问题解决好了，将助力实体经济的发展。基于此，本次会议提出“坚持问题导向，切实解决金融领域存在的突出问题”。当下金融领域中的突出问题，我们认为主要有以下两个：一是小微企业融资难与融资贵问题。这是目前宏观经济的核心问题，居于“牵一发而动全身”的位置，涉及到就业、制造业投资、民间投资、消费的问题，也涉及到货币政策传导机制是否顺畅的问题，正如易纲行长所指出的，“解决好民营企业和小微企业信贷支持和直接融资问题，是我们现在最重要的任务”。预计后期对民营小微企业倾斜的优惠政策，如减税降费等还将持续出台；二是在金融监管趋严的背景下，部分中小银行蕴藏的风险逐步暴露，如近期的包商银行事件打破同业刚兑预期，引发市场对流动性风险与信用收缩风险的担忧。本次会议对此类事件高度重视，指出“把握好处置风险的力度和节奏”，强调“及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散”。

3、充分肯定当前金融系统所取得的成绩。会议认为，“金融系统按照中央经济工作会议和政府工作报告部署，做了大量富有成效的工作”，主要体现在三个方面：一是“防范化解金融风险攻坚战实现阶段性目标”，表现为“我国经济金融风险总体可控，重要金融机构运行稳健，居民储蓄率较高，处置风险能力较强”，如持续推进结构性去杠杆，妥善处置包商银行事件等；二是“金融服务实体经济特别是民营和小微企业力度不断加大”，体现在推出解决民营企业融资难的“三支箭”，以及政府工作报告提出的“国有大行小微贷款要增长30%以上”；三是“金融改革开放迈出了新的步伐”。本次会议充分肯定当前金融系统所取得的成绩，体现在“大量”与“富有成效”这两个词上，表明对金融系统工作的数量、质量以及取得的效果均很满意，这就意味着除非发生外部冲击等黑天鹅事件，目前的路线、方针与政策将大概率延续下来，短期之内不会发生太大的变化，一个例子是，7月20日国务

院金融稳定发展委员会办公室宣布，推出 11 条金融业对外开放措施，意味着金融改革开放再次迈出新步伐。

4、对目前经济形势的判断较为谨慎。会议指出，“国际国内形势错综复杂，影响国内经济金融稳定运行的风险和挑战较多”。国际方面，正如 2 季度货币政策委员会例会所指出的，“国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多”，参考 1 季度央行货币政策执行报告，国际风险因素主要指的是短期内全球经济增长动能偏弱，中美贸易摩擦，各经济体存在脆弱性，地缘政治冲突多点爆发等。其中，自 2018 年 1 季度以来，央行连续 4 个季度将贸易保护主义列为首要风险，但是 2019 年 1 季度报告则将贸易风险列为位列第二的风险，表明中美贸易摩擦经过多次反复之后，央行更加冷静与理性。国内方面的风险则是出口增速下行，民间投资动能不足，制造业投资上行乏力，综合体现为 2 季度 GDP 增速创 1992 年 1 季度以来新低。正如李克强总理在 7 月 15 日的经济形势专家和企业座谈会所指出的，“影响国内经济的因素和困难挑战很多，下行压力有所加大”。

5、推动形成有效的最终需求和新的增长点。会议指出，“采取短期和长期相结合、微观与宏观相结合的针对性措施，推动形成有效的最终需求和新的增长点”。在新旧动能转换的背景下，房地产投资作为传统的旧动能，不会有太高的增速，但是在新动能未形成规模之前，作为经济周期的原动力之一，房地产投资增速也不会过低。未来我国“有效的最终需求和新的增长点”可能有两个：一是以消费为代表的的内需，另一个是包括高端制造在内的战略性新兴产业。正如李克强总理所说的，“要以改善民生为导向培育新的消费热点和投资增长点”，预计养老、托幼、教育、健康等领域是重点发展方向，拓展“互联网+生活服务”。此外，“聚焦短板扩大有效投资，用好地方政府专项债，加快重大项目建设，消除民间投资隐性障碍，推进工业转型升级”。

6、货币政策大幅放松概率较低。会议指出，“要继续实施好稳健货币政策，适时适度进行逆周期调节，保持流动性合理充裕”。我们注意到，货币政策的主基调依旧是“稳健”，且逆周期调节仅是“适时适度”，而不是“强化”。目前宏观经济下行压力犹存，美联储大概率在 3 季度宣布降息，叠加人民币汇率已经企稳，我国货币政策面临的掣肘大为减少。但是我们认为，货币政策大幅放松概率较低：一是 6 月 27 日货币政策委员会 2 季度例会提到，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，表明后期大概率继续对宏观杠杆率进行遏制；二是前面所分析的金稳委充分肯定当前金融系统所取得的成绩，预示后期结构性去杠杆还将继续推进；三是本次会议提出“坚持在推动高质量发展中防范化解风险”，表明高质量发展在目标体系中位于较高位置。综合以上几方面，叠加考虑中小企业融资难融资贵是宏观经济的症结所在，我们认为针对民营小微企业的结构性宽松大概率是下半年货币政策的“主旋律”，定向降准与定向降息的概率不断加大，但是货币政策大幅宽松可能性依旧较低。相应地，即将召开的年中政治局会议，预计还将继续实施积极的财政政策，且不排除下半年财政政策进一步“加力提效”的可能。

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为

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_11227

