

供给侧改革和逆周期调节两条腿走路才是王道

——评中央财经委第四次会议

宏观数据点评

2019年04月23日

报告摘要：

● 供给侧改革和逆周期调节两条腿走路才是王道。

针对2018年“稳中有变、变中有忧”的经济形势，2018年12月中央经济工作会议提出两大解决思路，分别是供给侧改革八字方针和逆周期调节，前者是出发点，后者是为了给前者营造良好环境。

按照中央既定思路，供给侧改革和逆周期调节两条腿走路才是王道，前脚迈快了，后脚要跟上，后脚跟上了，前脚继续迈。一季度在全面降准和宽信用发力下，逆周期调节走在了前面，因此接下来供给侧改革要发力，但并不意味着逆周期调节结束，那样就违背了两条腿走路的部署。

● 政治局会议和财经委会议都在中央经济工作会议既定的框架之内。

中央经济工作会议定下了全年经济工作的基调，近期的两场会议主要是落实和部署。

政治局会议强调要细化八字方针落实举措，为此，重提坚持结构性去杠杆、推动高质量发展、房住不炒自然是题中之义。财经委会议则强调了补短板 and 逆周期调节。

● 逆周期调节下一步的看点主要在于减税降费落地。

财经委会议对货币政策的“松紧适度”，增加了“及时预调微调”和“加大对实体经济的金融支持”的具体要求，表明大水漫灌不是方向，支持实体经济才是目的。

财政政策要加力提效，更要将“减税降费要尽快落实到位”，防止“口号震天响，落实轻飘飘”。社保降费和行政事业性收费下降合计降费为6000亿元，我们测算可拉动GDP增速0.27个百分点。

● 再次重申市场进入震荡调整期判断。

在上周经济数据发布之时，我们曾提示市场，尽管一季度经济数据超预期，但根据我们的情景分析，短期内股市将进入窄幅震荡，后续可能有调整风险。本周一的市场表现已经初步验证了我们的判断。在供给侧改革和逆周期调节两条腿走路下，下一步迈出的仍将是供给侧改革，我们维持股市震荡调整判断不变。

● 风险提示：逆周期调节不及预期、改革落地攻坚遭遇阻力。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

4月22日，在政治局会议分析研究当前经济形势三天后，中央财经委员会第四次会议召开，研究全面建成小康社会补短板问题和中央经济工作会议精神落实情况。

我们有四点评论如下：

一、供给侧改革和逆周期调节两条腿走路才是王道

针对2018年“稳中有变、变中有忧”的经济形势，2018年12月中央经济工作会议提出两大解决思路，分别是供给侧结构性改革的“巩固、增强、提升、畅通”八字方针和宏观逆周期调节政策。供给侧结构性改革是出发点，宏观逆周期调节政策是为了给供给侧结构性改革营造良好环境。

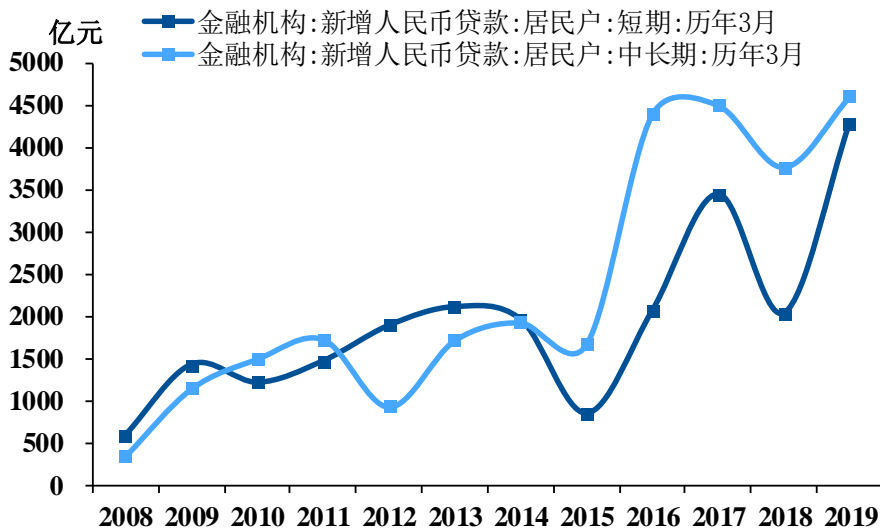
按照中央既定思路，供给侧改革和逆周期调节两条腿走路才是王道。前脚迈快了，后脚要跟上，后脚跟上了，前脚继续迈。一季度高强度的逆周期调节政策密集出台，财政和货币齐出力（图1-2），在全面降准、宽信用和减税降费推进下，逆周期调节走在前面，因此接下来供给侧改革要发力，但并不意味着逆周期调节结束，那样就违背了两条腿走路的部署。

图1：积极财政政策发力，公共财政收入增速放缓、支出增速快速上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：3 月份居民短期贷款和中长期贷款均创历年同期新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、政治局会议和财经委会议是中央经济工作会议框架内的政策调整

政治局会议和财经委会议都在中央经济工作会议既定的框架之内。中央经济工作会议定下了全年经济工作的基调，近期的两场会议主要内容分别是落实和部署以及听取各部门前阶段的工作汇报。

4月19日政治局会议强调“要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局”。具体而言，短期的政策重心——改革开放和结构调整，涵盖了两个方面：一方面是供给侧结构性改革，要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，而坚持结构性去杠杆、金融供给侧改革、房住不炒等自然是题中之义。另一方面是宏观政策，将从逆周期调节转向更加强调推动高质量发展，“更加注重质的提升，更加注重激发市场活力”。

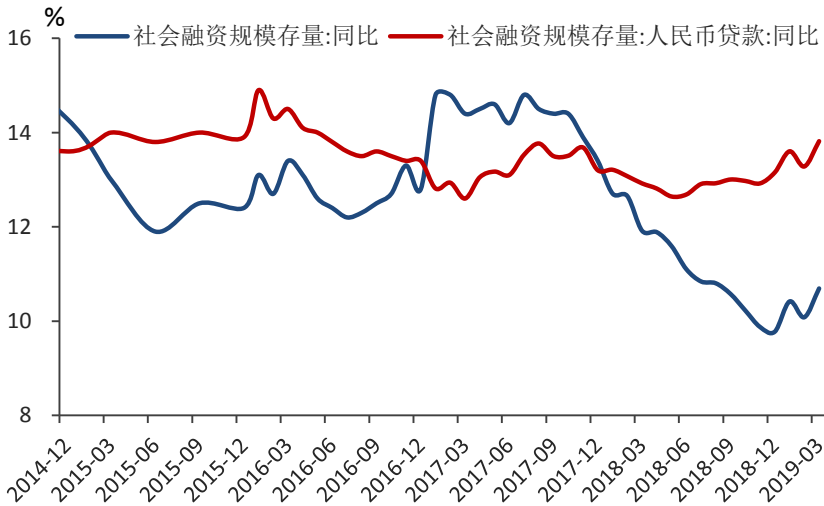
本次财经委会议强调了补短板问题和逆周期调节，强化中央经济工作会议的政治地位。针对全面建成小康社会所存在的一些短板，要在科学评估进展状况的基础上，要切实加大工作力度。此外，继去年四季度政治局会议首次提出“必须提高党领导经济工作的能力和水平”后，本次财经委会议还进一步提出，中央经济工作会议是党中央领导经济工作的重要方式，贯彻落实中央经济工作会议精神，既是做好经济工作的要求，也是重大政治责任。

三、逆周期调节下一步的看点主要在于减税降费落地

货币政策大水漫灌不是方向，支持实体经济才是目的。一季度宽信用成效显著，社

融存量增速回升（图 3）。本次财经委会议沿用了政治局会议“货币政策要松紧适度”的表述，但增加了针对经济增长和价格形势变化的“及时预调微调”和“加大对实体经济的金融支持”的具体要求，表明货币政策更加有针对性，未出现方向性转变。

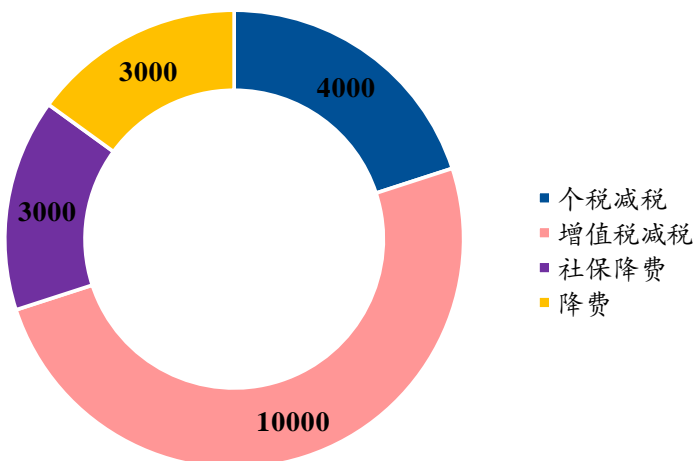
图 3：宽信用成效显著，社融增速回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

财政政策要加力提效，减税降费要尽快落实到位。2019 年减税降费包括个人所得税减税、增值税减税、社保费率下降、行政事业性收费下降四块，规模总计 2 万亿元（图 4）。本次财经委会议再次强调“防止口号喊得震天响，落实起来轻飘飘；防止弄虚作假、投机取巧”，就是要将前期政策落到实处。2019 年减税降费规模总计 2 万亿元，5 月 1 日起社保费率下降将落地实施，7 月 1 日起大量行政事业性收费下降也将落地实施，据财政部披露数据，二者合计降费 6000 亿元，我们测算可拉动 GDP 增速 0.27 个百分点。

图 4：2019 年减税降费规模为 2 万亿元



资料来源：两会，国常会，财政部，民生证券研究院

四、再次重申市场进入震荡调整期判断

在上周经济数据发布之时，我们曾提示市场，尽管一季度经济数据超预期，但经济暂稳不等于内生企稳，新旧动能能否平稳接力是经济能否真正企稳的关键。根据我们的情景分析，短期内股市将进入窄幅震荡，后续可能有调整风险。本周一（4月22日）的市场表现已经初步验证了我们的判断。在供给侧改革和逆周期调节两条腿走路下，下一步迈出的仍将是供给侧改革，我们维持股市震荡调整判断不变。

风险提示

逆周期调节不及预期、改革落地攻坚遭遇阻力。

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_12956

