

固定收益研究/即时点评

2019年04月19日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：经济早对冲早见效，债市
逆风前行》2019.04

2《固定收益研究：理财在困境中寻找新生》
2019.04

3《固定收益研究：从秋林违约看黄金珠宝行
业信用风险》2019.03

不忘初心，政策重心的再平衡与回归

19年4月中央政治局会议点评

逆周期调节显效，政策重心再平衡

一季度GDP同比6.4%好于预期，逆周期调节与宽信用见效。经济企稳、风险隐患得到有效控制之后，政策重心在稳增长、防风险和调结构之间重新平衡，从逆周期调节刺激总需求重回供给侧结构性改革的思路。我们重申二季度经济有惯性，但在高质量发展和保持政策定力的背景下，经济向上的弹性有限。不忘初心，政策相机抉择特征明显。股市面临的业绩预期和政策预期抵消，结构性机会仍多。债市经过近期调整后赔率改善，胜率还不算高，短期是喘息期，历史中枢水平有望重现机会。

结构性与体制性矛盾决定供给侧改革仍是政策主线

对经济下行压力性质判断决定应对思路，经济下行更多是结构性、体制性的，对应的就是仍要坚持供给侧结构性改革思路。工作方针“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”，提法有变。主线无疑还是供给侧结构性改革，底线无疑是经济增长底线和不允许爆发系统性风险，无论金融防风险还是逆周期调节都要把握好度。

“六稳”未现，保稳定是新任务，稳需求靠供给侧改革发力

“六稳”提法未出现，但工作任务中多了“保稳定”。今年仍是内外充满复杂变局的一年，加上70周年大庆，稳定诉求仍强。但中美贸易谈判在进行中，国内经济企稳，股权质押、民企违约潮等风险点有所平息，稳定压力减轻。供给侧结构性改革稳需求是新提法。供给侧结构性改革有破有立，减税降费、新型城镇化、金融供给侧改革提升服务实体效率均有助于提振需求。单纯靠货币投放刺激总需求不可取，未来更多靠改革释放红利。

政策不忘初心，货币政策向偏中性水平回归

政策不忘初心，经济企稳下政策再平衡，坚决打好三大攻坚战、结构性去杠杆，扶贫着墨明显增多，结合近期领导人地方调研，未来将加速。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。加快金融供给侧结构性改革。减税降费在二季度落地，提效效果可期。在社融存量增速达到10.7%之后，货币政策要松紧适度的含义可能将明显不同，货币政策将告别“救急”模式而重新向偏中性水平回归。

稳增长不忘高质量，金融供给侧改革化解融资问题

重申制造业、科创板等具体举措。制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。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。

再提房地产长效机制，政策定力未动摇

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。去年底工作会议没有提及房地产，本次予以重申，表明对房地产的态度没有动摇。一季度靠房地产支撑经济无疑将带来杠杆压力，仅是权宜之计。当日住建部提到，一季度部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升，需引起高度关注。围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，夯实主体责任，保持政策的连续性和稳定性，防止出现大起大落，确保房地产市场平稳健康发展。

风险提示：楼市严调控加码。

图表1：政治局会议对比

	2019年4月19日	2018年12月13日	2018年10月31日
前期总结	<ul style="list-style-type: none"> 今年以来，面对复杂严峻的形势，各地区各部门认真贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想，按照党中央部署，贯彻新发展理念，坚定不移推动高质量发展，着力深化供给侧结构性改革，持续打好三大攻坚战，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时适度实施宏观政策逆周期调节。 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 今年以来，面对错综复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我们按照党的十九大作出的战略部署，坚持稳中求进工作总基调，落实高质量发展要求，有效应对外部环境深刻变化，迎难而上、扎实工作，改革开放继续深化，各项宏观调控目标可以较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，人民群众得到更多实惠，保持了经济持续健康发展和社会大局稳定，朝着实现第一个百年奋斗目标迈出新步伐。 	<ul style="list-style-type: none"> 今年以来，各地区各部门按照党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，贯彻新发展理念，落实高质量发展要求，以供给侧结构性改革为主线，着力打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，加快改革开放步伐，实现了经济社会持续健康发展。 前三季度，经济运行总体平稳，稳中有进，继续保持在合理区间。居民消费价格基本稳定，制造业投资回升到近年来较高水平，进出口较快增长，利用外资稳步扩大，秋粮获得丰收，居民收入增长与经济增长基本同步，城镇新增就业提前完成全年目标。经济结构持续优化。支持民营经济发展，实施促进金融市场健康发展的一系列措施，提振了市场信心。
当下形势判断	<ul style="list-style-type: none"> 在充分肯定成绩的同时，要清醒看到，经济运行仍然存在不少困难和问题，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。 	<ul style="list-style-type: none"> 要辩证看待国际环境和国内条件的变化，增强忧患意识，继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期，坚定信心，把握主动，坚定不移办好自己的事。要保持战略定力，注重稳扎稳打，加强协调配合，聚焦主要矛盾，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果。 	<ul style="list-style-type: none"> 经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。要高度重视，增强预见性，及时采取对策。 当前我国经济形势是长期和短期、内部和外部等因素共同作用的结果。我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段，外部环境也发生深刻变化，一些政策效应有待进一步释放。
政策定调	<ul style="list-style-type: none"> 紧紧围绕贯彻落实中央经济工作会议精神，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。 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。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，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。 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推进高质量发展，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，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，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，提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。 	<ul style="list-style-type: none"> 面对经济运行存在的突出矛盾和问题，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加大改革开放力度，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决。 要切实办好自己的事情，坚定不移推动高质量发展，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行。
财政货币政策	<ul style="list-style-type: none"> 积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。 	(无)	<ul style="list-style-type: none"> 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。
房地产	<ul style="list-style-type: none"> 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机制，调控机制。 	(无)	(无)
民企/制造业	<ul style="list-style-type: none"> 要把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。 要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。 	<ul style="list-style-type: none"> 推动制造业高质量发展，推进先进制造业与现代服务业深度融合。促进形成强大国内市场，提升国民经济整体性水平。 	<ul style="list-style-type: none"> 坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。
资本市场	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	(无)	<ul style="list-style-type: none"> 围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。
区域发展	(无)	<ul style="list-style-type: none"> 促进区域协调发展，发挥好各地区比较优势。 	(无)
改革开放	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 加快经济体制改革，推动全方位对外开放。 	<ul style="list-style-type: none"> 加大改革开放力度。庆祝改革开放40周年活动和举办首届中国国际进口博览会。 继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。
三农	(无)	<ul style="list-style-type: none"> 扎实推进乡村振兴战略，巩固发展“三农”持续向好形势。 	(无)
民生	<ul style="list-style-type: none"> 要做好重点群体就业工作，加强职业技能培训。 近期安全生产问题突出，要举一反三，有效防范，精准治理。 	<ul style="list-style-type: none"> 加强保障和改善民生，着力解决好群众反映强烈的突出问题。 做好岁末年初的民生保障、安全生产、社会稳定等各项工作，确保明年工作开好局、起好步。 	<ul style="list-style-type: none"> 做好冬季各项民生保障工作，特别要保障好群众温暖过冬，保障农民工工资及时足额发放，抓好安全生产，加强自然灾害防治，确保社会大局稳定。
三大攻坚战	<ul style="list-style-type: none"> 打赢脱贫攻坚战，是全面建成小康社会的底线任务和标志性指标，是必须完成的重大任务。 	<ul style="list-style-type: none"> 继续打好三大攻坚战，按照已确定的行动方案，针对突出问题，打好重点战役。 	(无)
共产党	<ul style="list-style-type: none"> 宣传工作是党的一项极端重要的工作，是中国共产党领导人民不断夺取革命、建设、改革胜利的优良传统和政治优势。 	<ul style="list-style-type: none"> 做好经济工作，必须提高党领导经济工作的能力和水平，加强党中央集中统一领导，激励干部担当作为，加强学习和调查研究，创造性贯彻落实党中央方针政策和决策部署。 反腐败斗争形势依然严峻复杂，全面从严治党依然任重道远，必须将“严”字长期坚持下去，不断推进党的自我革命，实现自我净化、自我完善、自我革新、自我提高。 	<ul style="list-style-type: none"> 改进作风，狠抓落实，使已出台政策尽快发挥作用。

资料来源：新华网，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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_12967

