

政策顶
——解读 419 政治局会议精神

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/4/21

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

事件：4月19日，中央政治局召开一季度会议，分析研究当前经济形势，部署经济工作。

解读：

1、总体判断：经济见底，政策见顶

政治局每个季度开一次会议（4月末、7月末、10月末、12月末），分析当前经济形势，定调宏观调控方向，布置下一步改革发展任务。

2018年的1031三季度政治局会议首次强调“经济下行压力有所加大”，强调六个“稳”，没有再提“去杠杆”，表明宏观调控政策转向，由紧变松，随后一系列宽松积极的财政货币政策出台。是“政策底”。

419的一季度政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期，开局良好”，不再提“六稳”，重提“结构性去杠杆”（此前4月12日央行一季度例会重提“把好货币供给总闸门”），表明短期稳增长政策将逐步让位于长期的改革开放，货币政策从宽松期步入观察期。是“政策顶”。

我们在4月17日《稳了！——全面解读3月经济金融数据》判断，当前形势可以概括为：经济初现企稳迹象，但基础还不牢固；政策还需发力，但不要用力过猛；利用好时间窗口，推出一系列具有长期性的改革开放措施。财政货币政策初显成效，内需回暖、价格回升、宽货币到宽信用传导逐步见效，由于不是大水漫灌，属温和回升；从经济周期运行看，主动去库存渐入尾声，转入被动去库存的周期复苏早期。2019年地产补库存、基建政策发力和制造业产能新周期，短期固定资产投资较强，猪价、油价上行推升通胀预期，我们预计货币政策开始进入观察期，进一步放松和收紧的概率都不大。

我们对今年“经济年中触底、市场否极泰来”的预测全部验证，对货币政策将从宽松期转向观察期进行了前瞻性预测，也开始验证。

2、政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期，开局良好”

2019年一季度政治局会议对当前经济运行的总体判断是：“总体平稳、好于预期，开局良好”。与之对比，2018年三季度政治局会议首次提出“经济下行压力有所加大”；2018年四季度政治局提出“要增强忧患意识”；2018年中央经济工作会议提出“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。”

从宏观数据看，社融、M2、生产、投资、消费等增速均触底回升，经济初现企稳迹象。一季度GDP同比6.4%，与去年四季度持平，止住下滑首次企稳。3月新增社会融资规模2.86万亿元，同比多增1.28万亿元；3月金融机构新增人民币贷款1.69万亿元，同比多增5700亿；M2同比增速8.6%，比2月环比上升0.6个百分点，社融和M2企稳回升，实体经济融资环境改善。3月工业增加值同比增长8.5%，较1-2月上升3.2个百分点，创四年半以来新高。1-3月固定资产投资同比增长6.3%，较1-2月加快0.2个百分点。3月以来，一二线城市地产销售回暖。3月社零售消费名义增速8.7%，较1-2月上升0.5个百分点。

从微观数据看，3月钢材、水泥生产同比大幅上升，挖掘机等工程机械产销及开工小时大幅回升，均佐证经济短期见底企稳。

今年一季度经济企稳主要源于：1）前期宽货币、宽信用政策逐步见效，积极的财政政策尤其是基建加大力度开始见效，但由于不是大水漫灌，属温和回升；2）总书记民营经济座谈会讲话、两会公布减税计划及务实的政策纠偏、科创板注册制改革等提振民营经济信心，纠正了去年“离场论”“消灭私有制”“洗洗睡”一些错误言论及相关做法；3）从经济周期运行看，主动去库存渐入尾声，转入被动去库存的周期复苏早期。

值得注意的是，当前经济企稳基础并不牢固：美国经济见顶回落、美国下半年大选引发中美关系可能再度趋紧、金融杠杆仍在高位、深层次问题仍未解决民营企业观望情绪仍浓、结构性体制性问题仍有待于新一轮改革开放化解等。

3、政治局会议强调“经济下行更多是结构性、体制性因素”

政治局会议强调：“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”。

2008 年以来中国经济持续下行，宏观界引发论战，主要是两派：一派认为经济下行主要是周期性和外部性因素，应加大货币刺激；另一派主要是结构性和体制性因素，应加大改革开放。

作者长期以来力主当前经济下行主要是结构性和体制性因素，呼吁新一轮改革开放：在 2010 年参与研究提出“增速换挡”，2014 年提出“新 5%比旧 8%好”，2015 年提出“经济 L 型”。

2015 年 4 月中央政治局会议首提“结构性矛盾”，其后，2015 年底提出“供给侧结构性改革”；今年首提“体制性”因素，预计后续的改革力度将更大。

4、政治局会议不再提“六稳”，短期稳增长政策将逐步让位于长期的改革开放

“六稳”自去年 731 政治局会议提出以来，连续三个季度被提及，419 政治局会议不再提及，反映中央对短期形势的担心下降，短期的稳增长让位于长期的改革开放。

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。”“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。”“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。”

一季度政治局会议提出“用供给侧改革的办法稳需求”，意味着不走大水漫灌的刺激老路，短期的逆周期调节政策边际上难以再加强。按照 3 月 5 日《政府工作报告》，财政政策落实减税降费，货币政策松紧适度。

5、政治局会议重提“结构性去杠杆”，央行一季度例会重提“把好货币供给总闸门”，均表明货币政策从宽松期步入观察期

我们此前判断，考虑到经济企稳、通胀预期上升、股市大涨、房市回暖，货币政策进入观察期，短期进一步放松和收紧的概率都不大。预计未来货币政策将从宽松回归实质性的松紧适度，即广义货币 M2 和社会融资规模的增速大体上和名义 GDP 的增速保持一致。

回顾这一轮货币政策周期，2016 年下半年-2018 年上半年，主要任务是金融去杠杆防风险，货币金融形势较紧；2018 年下半年受内外需双降影响经济下行压力加大，货币政策放松，下半年两次结构性降准每次释放 8000 亿左右基础货币（上半年两次结构性降准每次释放 4000 亿左右基础货币），2019 年 1 月全面降准释放 1.5 万亿基础货币，同时金融去

杠杆暂缓，宽货币宽信用政策持续推出，2019年一季度累计投放贷款5.8万亿，社融新增8.2万亿，融资环境大幅改善。

政治局会议重提结构性去杠杆，“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”，意味着要控制房地产、国企、地方政府等三大部门债务，重点支持民企、中小企业和高端制造。2018年4月2日，中央财经委员会召开第一次会议，提出金融去杠杆进入新阶段，在顶层设计层面首次提出了“结构性去杠杆”。2018年7月31日政治局会议提出“坚定做好去杠杆工作”，在连续两个政治局会议未提及去杠杆后重提结构性去杠杆。2018年我国整体杠杆率略有下降，实现了稳杠杆，但是地方政府、国企和房地产部门杠杆依然偏高，而民企、中小企业和高端制造业部门融资不足。

6、政治局会议强调供给侧改革升级版和金融供给侧结构性改革，大力发展资本市场，支持民企、中小企业和高端制造

政治局会议强调“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”。2018年底的中央经济工作会议和2019年的两会提出，供给侧改革更注重市场化、法治化，对去年的一些错误认识和做法予以纠偏，内涵升级为“巩固、增强、提升、畅通”，即巩固前期“三去一降一补”供给侧改革成果，增强微观主体活力，提升产业链水平，畅通国民经济循环，尤其是金融和实体经济对的良性循环。

2月习近平总书记提出的金融供给侧结构性改革强调要调整市场结构，大力发展多层次资本市场，提高直接融资比例；深化银行等金融机构改革，推动银行业混合所有制改革；要完善金融产品体系，开发差异化金融产品，更好服务于实体经济。

7、政治局会议强调“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”

一季度政治局会议延续了中央经济工作会议和《政府工作报告》对房地产调控的基本思路，即因城施策和夯实城市主体责任。中央多次强调，当前房地产政策重点是实施长效机制，实现稳地价、稳房价、稳预期的目标，促进房地产市场平稳健康发展。2018年12月，中央经济工作会议指出，“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，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。”2019年3月5日，《政府工作报告》中明确：“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。”“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法。”

长效机制是我国房地产调控思路的重大改革，是一种结果导向的政策设计。由地方政府确定适合本地房地产市场的调控目标和政策组合，中央加强对地方房地产市场的监测和考核，“稳地价、稳房价、稳预期”，促进市场平稳健康发展。

相比过去的房地产调控，长效机制在思路主要有两大转变：一是夯实城市主体责任，调控主体由中央变为地方，地方政府拥有更大的调控自主权，可从各地实际情况出发，在调控政策工具箱中自主地选择合适的调控政策组合，因地制宜、精准施策。中央则由调控主体转变为监督考核者，加强对各地房地产市场监测预警和考核评价。二是强调因城施策，从过去“一刀切”式的调控转变为一城一策。

房地产调控将从以行政措施为主向综合施策转变，包括金融、土地、财税、住房保障、市场管理等一揽子政策工具。

房地产税从2018年的“稳妥推进”到2019年的“稳步推进”，3月8日栗战书表示要集中力量落实好党中央确定的重大立法事项，其中包括房地产税法，要加快立法调研、起草，都要加紧工作，确保如期完成。3月12日全国人大财经委审议预算草案时表示：尽快提出房地产税法等提请全国人大常委会审议的时间安排，按时提交审议，确保完成党中央确定的2020年实现税收法定的任务。为健全地方税体系，使地方政府财政收入适应未来存量房时代新形势，房地产税改革势在必行。房地产税的立法和实施将通过影响预期和持有成本，进而改变房地产市场的供求关系。房地产税推进需要遵循“立法先行、充分授权、分步推进”的原则。

8、政治局会议强调“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。”

中央高度重视资本市场健康发展，不断提升其地位。2018年1031政治局会强调“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。”2018年中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场……推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。”今年419政治局会议强调“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。”

注册制对中国资本市场改革具有重大深远影响，是监管重心的后移和监管制度的升级，是一场触及灵魂深处的改革。一方面发行门槛降低、放权于市场，但另一方面，如果仅仅门槛降低，没有对公司治理的要求、没有对证券欺诈的重罚、没有严格的退市机制，将沦为“伪注册制”，会酿成危险后果。注册制改革一定涉及到一系列的制度变革、一系列的法律的修订，不是简单换个名字，是一场触及资本市场灵魂深处的系统性制度改革。好的注册制需要两大外部条件和三大内部支柱，外部条件为完善的法律法规环境、惩处与投资者保护环境，内部支柱包括事前公平的准入制度、事中完善的信披制度、事后严格的退市制度。

参考美国资本市场经验，我们建议要站在顶层设计高度审视注册制及配套制度。第一，构建规则清晰的法律法规环境。第二，发行制度放权于市场，让市场逐步选择真正具有价值的企业。第三，以信息披露为中心的监管体系，从事前监管转变为事中事后监管，注重发挥自律组织和社会舆论监督力量。第四，退市标准的重心从财务类转向交易类，简化退市流程。第五，加大处罚力度，完善民事赔偿责任追究制度。

9、政治局会议强调“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”，以中美贸易摩擦为契机，推进高水平对外开放

中美贸易摩擦已经历九轮高级别磋商，目前已达成大部分共识，双方同意设立“执行办公室”。自2018年7月6日中美贸易摩擦正式加征关税以来，美方对华加征关税的商品规模不断扩大，并逐步升级至投资限制、技术封锁、人才交流中断、孤立中国等方面。2018年以来，中美已进行了九轮经贸高级别磋商，双方已围绕协议文本开展谈判，在技术

转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等大部分问题上达成共识。近日双方已同意在中美两国就监督协议执行设立对等、公平的“执行办公室”。4月底美方代表将赴华参加第十轮、5月初中方代表将赴美举行第十一轮磋商，预计中美两国元首可能在6月底G20大阪峰会签署协议。

由于中美贸易摩擦和中国自身发展需要，近来中国对外开放进程加快。2018年4月总书记博鳌讲话，宣布金融、汽车等行业放开，大幅降低关税，保护知识产权。2019年3月总理博鳌讲话，宣布加快制定《外商投资法》相关配套法规，扩大增值电信业务、医疗机构、教育服务等现代服务业，以及交通运输、基础设施、能源资源等领域对外开放，继续扩大金融业对外开放。政治局再次强调“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。”

我们建议中方主动提出与美方积极推动建立中美自贸区，双方零关税、零非关税壁垒、零补贴。自由贸易有利于促进国际分工、发挥中美两国各自的要素禀赋、实现双赢，而且天然有利于制造业大国，这在欧元区、各自贸区以及全球化进程中均表现明显，中国是过去四十年全球化最大的受益者，德国是欧洲经济同盟的最大受益者。从理论上成立，中国劳动要素整体低于美国而且制造业产业链更完整，中美自贸区能够实现双赢而且中国将是最大受益者，也是中国自身发展的需要。因此，建立中美自贸区将有助于化解中美贸易摩擦，化干戈为玉帛。继80年代设立特区、2001年加入WTO之后，建立中美自贸区将开启中国新一轮改革开放高潮，助力中国从制造业大国走向制造业强国。

10、政策建议

第一，未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

第二，继续适度降准，置换MLF，稳定银行负债、降低成本。

第三，2019年货币政策重心应是从宽货币到宽信用，采取结构性货币政策，定向疏通货币政策传导机制，支持实体经济。我们从打通信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道以及预期渠道的角度出发提出以下建议：

1) 信贷渠道：货币政策总量适度放松，加大结构性货币政策实施力度，加大对中小、民营和实体经济支持力度；推进金融供给侧改革，匹配金融结构与经济结构，适度恢复表外融资；缓释银行不良债权风险，提升风险偏好；创新商业银行资本补充工具，提升银行信贷投放能力；完善融资增信机制，提升银行信贷投放意愿；2) 利率渠道：推动官定利率向市场利率并轨，尤其是贷款利率并轨，发挥利率渠道与信贷渠道的联动

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_13008

