

## 从两次政治局会议对比看政策方向

### 西南宏观观点

2月21日，中共中央政治局再次召开会议，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。这是时隔一周之后央行再度召开相关会议。近一周疫情形势与全国经济情况都发生了变化，那么面对新的形势，政策会有什么调整。我们通过对比2月19日和2月12日中央政治局会议的表述，来判断未来政策的方向。

- **决策层对疫情总体判断为已经在改善。**在2月21日会议中，决策层对当前疫情状况定调为“目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效”，这与2月12日“疫情形势出现积极变化，防控工作取得积极成效”的定调相比，决策层对疫情的判断是改善的。这与实际疫情发展状况一致，我们看到全国新增确诊数量持续下降，特别是全国非湖北地区新增确诊连续下降半个月，2月21日全国非湖北新增确诊下降至31例，有18个省市新增确诊为0，疫情明显改善。
- **既然疫情明显改善，如何理解决策层“拐点尚未到来”的表述。**虽然疫情在明显改善，政治局会议也有新增确诊下降，治愈人数显著增加的表述，但同时决策层强调“要清醒看到，全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻复杂”。我们理解，这一方面是从战术的角度，需要继续保持防控，巩固目前疫情防控取得的成果；另一方面，确实湖北和武汉依然面临着较大的疫情防控压力，武汉存在的现有确诊人员依然有4.8万人。决策层强调拐点是止是为了督促各级政府继续坚持疫情防控，直至取得疫情防控的全面胜利。
- **疫情防控的重点地区为湖北和北京，其它地区随着疫情状况改善需要加快复工复产。**本次政治局会议继续强调要打好湖北保卫战、武汉保卫战，作为重点疫情区域，湖北与武汉需要继续以疫情防控为第一要务，这与上次政治局会议表述一致。同时，本次会议强调要全力做好北京疫情防控工作。这并非因为北京疫情较其他地区更为严峻，事实上，北京目前现有在诊217人，近三日日均新增确诊病例仅为2人，在全国并不突出。全力做好北京疫情防控工作是因为北京是首都，特别是在两会临近情况下，可能面临较大的人员流动，需要提前确保疫情得到稳定的有效控制，这样才能避免疫情再度加剧。
- **本次会议继续强调全年经济目标，未来政策将加大宽松以促成目标实现。**沿继上次政治局会议表述，本次会议继续强调完全全面建成小康社会和“十三五规划”目标。同时，本次会议决策层强调“六稳”和三大攻坚战，这意味着之前确定的经济目标并未因这次疫情而有所改善。按建成小康社会要求计算今年经济增速需要保持在5.6%以上。而考虑到疫情冲击下，2月经济活动大幅放缓，结合高频数据我们估计，如果未来一两周逐步复产，1季度经济增速可能回落至4.0%附近，这意味着2-4季度GDP平均增速需要在6.1%以上，也就是说未来经济增速需要明显回升。
- **重病用猛药，两个“更加”宏观政策可能更为有力。**本次政治局会议对宏观政策的定调为：“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。”相较于上次政治局会议表述，本次会议添加了两个更加。这意味着宽

### 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. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)
2. 降低成本，定向宽松——2019年4季度《货币政策执行报告》解读 (2020-02-21)
3. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)
4. 基于调研全面评估疫情对1季度信贷影响——2020年1季度银行信贷经理调研 (2020-02-17)
5. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读 (2020-02-13)
6. 通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情 (2020-02-11)
7. 从高频数据看疫情对经济的冲击 (2020-02-09)
8. 如何理解利润增速与量价走势背离 (2020-02-03)
9. 疫情冲击下的月度经济展望 (2020-02-02)
10. 英国脱欧与联储会议之外，春节海外还有哪些需要关注？ (2020-02-02)



松的宏观政策将更为有力。事实上，面对当前疫情冲击下经济下行压力明显上升的环境，将经济拉回到正常轨道确实需要更为有力的宏观政策，重病用猛药，而在实施过程中，这种调整难以精确，往往会出现回升高度高于冲击之前水平的情况，这也是经济周期产生的重要原因之一。因而更为有力的政策会推动需求在疫情改善后更为明显的回升。

- **如何理解发挥好政策性金融作用？**在本次政治局会议对财政政策的表述中，除了要求积极财政政策更加有力之外，还提出发挥好政策性金融作用的新的表述。我们认为这儿的政策性金融可能有两个所指。一是可能加大地方政府债规模或者发行特别国债，随之可能的是提高赤字率，相比之下，考虑到过去几年实际赤字率均显著高于预算赤字率，例如 19 年实际赤字率 4.9% 显著高于预算赤字率 2.8%，因而预算赤字约束或有限，更为重要的是专项债扩围的规模；另一个可能的所指是国开行等政策性银行的作用，在疫情蔓延至全国后，我们看到国开行通过提供融资支持参与了多个地方的疫情防控和之后的经济恢复，目前已经有报道的就有国开行为浙江和河北提供各 500 亿元的融资支持。
- **货币政策将更为宽松，但方式以定向宽信用和降成本为主。**政治局会议要求货币政策要解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。解决融资贵则意味着降低实体经济融资成本，而提供精准金融服务则意味着货币政策要定向发力。因而，我们认为央行将继续以定向宽信用和降成本的方式来实施宽松货币政策。包括以再贷款的方式定向疫情冲击较大的实体投放信用，对疫情冲击较大的地区和行业加大融资支持或引导金融机构加大融资支持等。
- **降低融资成本意味着央行将持续降息，方式为贷款端调 LPR 利率存款端调基准利率。**政治局会议要求解决融资难融资贵，这意味着央行需要通过调降利率的方式继续降低实体经济融资成本。对与贷款端来说，在央行改变定价机制之后，LPR 成为基准利率，未来央行将继续通过调降 LPR 利率来引导贷款利率下行，而这在去年下半年也取得明显效果。但 LPR 调降将增加银行压力，如果存款端成本降幅有限，那么利差难以收缩也将抑制贷款端利率下行空间，因而降低实体经济融资成本，存款端利率也需要下降。而目前存款端利率基准依然是基准利率，因而央行存在调降基准利率可能。央行副行长刘国强今日也表示存款基准利率将长期保留，未来将适时适度调整，也一定程度上体现了未来可能存在降息的预期。
- **“货币是蜜也是水”，定向宽松后的货币也会是包括房地产在内的行业受益。**货币定向管控的同时，央行继续表示这对房地产管控的态度。央行副行长刘国强表示：“房住不炒仍然是当前房地产调控政策的主导方向，……要坚决贯彻落实‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位和房地产市场长效管理机制，确保差异化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率水平基本稳定”。可以按到货币当局并无自上而下放松房地产调控的意愿。但借用周其仁教授曾经引用过哈耶克的名言，货币是蜜也是水，定向宽松投放出的货币虽然刚开始在特定领域，但经过多次货币创造之后，整体经济都会受益，房地产的资金面也将随之改善，因而房地产依然可以受益于资金面宽松。
- **流动性驱动的资本市场行情短期存在持续可能，政策调整和实体融资回升或成为打破运行逻辑的关键。**近期股市和债市均保持强势，在经济依然偏弱的情况下，以成长股为代表的资本市场强劲表现主要是受宽松的流动性驱动。可以看到融资余额等资金快速增长，而债市层面短久期债券发行利率也普遍接近下限，这反应资本市场资金供给充沛。这一方面由于政策宽松释放大量流动性，另一方面 2 月信贷投放一定程度上受阻，导致资金堆积在金融市场。这在短期难以看到变化，因而流动性驱动行情在短期会持续。但需要密切关注政策变化对流动性影响，以及实体融资恢复对流动性可能的冲击。
- **风险提示：疫情发展超预期。**

## 两次政治局会议文本对比

以下为2月21日政治局会议与2月12日政治局会议新华社新闻稿文本对比。我们通过对比两次政治局会议新闻稿的文字差异，来寻找政策的新动向。正体部分为2月12日政治局会议已有的语句；**黑体**部分为新增语句；~~加下删除线~~的部分为2月12日政治局会议中有，但在2月21日政治局会议中删除的语句。

### 一、对疫情的看法

会议指出，新冠肺炎疫情发生后，党中央高度重视，习近平总书记时刻关注疫情形势，把疫情防控作为头等大事来抓，亲自指挥、亲自部署，提出坚定信心、同舟共济、科学防治、精准施策的总要求。党中央及时制定疫情防控方针政策，确保疫情防控有力有序推进，坚决遏制疫情扩散蔓延。加强对湖北和武汉疫情防控工作的指导，举全国之力予以支援。统筹抓好其他地区防控工作。加强医用物资和生活必需品应急保供，全力保障疫情防控需要。维护经济社会正常秩序，保持社会稳定。**我国疫情防控工作得到国际社会普遍支持，展现负责任大国形象。**

会议强调，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，经过全党全军全国各族人民团结奋战，**目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效**，全国新增确诊病例数和疑似病例数总体呈下降趋势，治愈出院人数较快增长，尤其是湖北以外省份新增病例大幅减少。疫情防控工作到了最吃劲的关键阶段，~~要毫不放松做好疫情防控重点工作，加强疫情特别严重或风险较大的地区防控。~~同时，**要清醒看到，全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻复杂。**各级党委和政府要贯彻党中央关于疫情防控各项决策部署，毫不放松抓好疫情防控工作，及时完善防控策略和措施，不断巩固成果、扩大战果，全面打赢疫情防控人民战争、总体战、阻击战。

### 二、防控措施

会议指出，~~要针对不同区域情况，完善差异化防控策略。~~会议指出，~~要围绕提高收治率和治愈率、降低感染率和死亡率，抓好疫情防控的重点环节。要全面增强收治能力，发热病人多的城市要抓紧增加定点医院、治疗床位和隔离点，加快疑似病例检测速度，坚决做到应收尽收、应治尽治，提高收治率。要严格落实早发现、早报告、早隔离、早治疗措施，加强社区防控，切断疾病传播途径，降低感染率。要提高患者特别是重症患者救治水平，集中优势医疗资源和技术力量救治患者，及时总结推广行之有效的诊疗方案，加大药物和疫苗科研攻关力度。要坚决打好湖北保卫战、武汉保卫战，坚决遏制疫情扩散蔓延势头，继续加大救治力度，根据需要继续加大医务人员和医用物资支持力度，加强力量薄弱地区防控。要全力做好北京疫情防控工作。要落实非疫情防控重点地区分区分级精准防控策略。要关心关爱一线医务人员，科学调配医疗力量和重要物资，加强防护物资、生活物资保障和防护措施落实。要继续抓好医用物资和生活必需品生产供应，优先保障重点地区需要。19个省份对口支援湖北省武汉以外地市要责任包干、落细落实。人口流入大省大市要按照联防联控、群防群控的要求，加强对近程人员的健康监测，做好交通工具场站消毒通风等工作，切实做好防控工作。~~

### 三、经济目标

会议强调，新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响，**但我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变。**要统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，坚定不移贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，打好三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，发挥各方面

积极性、主动性、创造性，把疫情影响降到最低，努力实现全年经济社会发展目标任务，实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，完成“十三五”规划。

会议指出，要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，**有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环。**要强化医疗物资等的供应保障，充分调动口罩、医用防护服生产企业的积极性，加快推动企业复工达产，鼓励有条件的企业扩大产能或转产，帮助解决缺员工、缺设备、缺原材料和资金紧张等问题。要制定明确的疫情分区分级标准。复工复产，交通运输是“先行官”，必须打通“大动脉”，畅通“微循环”。**各级党委和政府要主动服务，有序组织务工人员跨区返岗，努力保障已复工和准备复工企业日常防护物资需求，对偏颇和极端做法要及时纠正，不搞简单化一关了之、一停了之，尽可能减少疫情防控对群众生产生活的影响。**

会议强调，**要坚定不移打好三大攻坚战。确保脱贫攻坚任务如期全面完成，优先做好贫困地区农民工返岗就业工作，做好因疫情致贫、返贫农户的帮扶工作。打好污染防治攻坚战，推动生态环境质量持续好转，加快补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板。打好防范化解重大风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。**

会议强调，~~要强化医疗物资等的供应保障，充分调动口罩、医用防护服生产企业的积极性，加快推动企业复工达产，鼓励有条件的企业扩大产能或转产，帮助解决缺员工、缺设备、缺原材料和资金紧张等问题。紧缺物资要进行统一调拨，优先保障重点地区需要。同时，要做好生活必需品生产供应工作，严格落实“米袋子”省长责任制和“菜篮子”市长负责制，切实抓好主副食品生产、流通、供应组织。当前正值春耕备耕关键时节，各地要抓紧组织好种子、化肥、饲料等农资供应，落实好春管春耕措施，夯实农业生产基础。~~

#### 四、宏观政策

会议指出，~~要加大宏观政策调节力度，针对疫情带来的影响，研究制定相应政策措施。积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。要更好发挥积极的财政政策作用，加大资金投入，保障好各地疫情防控资金需要。要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。要加大对重点行业和中小企业帮扶力度，救助政策要精准落地，政策要跑在受困企业前面。要帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业。要做好农产品稳产保供工作，抓好春耕备耕和农业防灾减灾。~~

会议强调，**要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。**加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展。

会议指出，**要深化对外开放和国际合作。要加强同经贸伙伴的沟通协调，优先保障在全球供应链中有重要影响的龙头企业和关键环节恢复生产供应，维护全球供应链稳定。**要支持出口重点企业尽快复工复产，发挥好出口信用保险作用。要从构建人类命运共同体高度，积极开展疫情防控国际合作。

会议强调，**要加大民生托底保障力度。要实施好就业优先政策，鼓励灵活就业，做好重点群体就业工作。**要强化城镇困难群众基本生活保障，做好基本民生商品保供稳价工作。做好疫情导致的无供养困难人群保障。及时抚恤疫情防控中因公殉职的医务人员、干部职工、社区工作者等，妥善照顾他们的家属。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可

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\\_7088](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7088)

