

2019年07月31日

宏观类●证券研究报告

财政政策和货币政策适度宽松——中央政治局会议解读

事件点评

◆ **事件：**中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。

◆ **点评：**

今年以来经济形势方面，本次会议认为“上半年经济运行延续了稳中有进的发展态势，……就业比较充分，……推动高质量发展的积极因素增多”，虽然表述较 4 月的“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”略转弱，但对上半年经济运行状况认为运行良好。

今年后续经济形势判断方面，本次会议认为“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大……”，表述较 4 月的“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”更为严峻，本次不再重点强调“结构性、体制性的”，一定程度是因为经济下行压力加大的情形下，调结构和改体制节奏或保持快慢适度，稳增长和稳就业或更加紧迫。

经济工作基调方面，本次会议较 4 月突出强调“坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放”，明确了经济工作的路径，7 月会议较 4 月的“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”，本次会议强调新发展和高质量发展，一定程度是 4 月强调结构调整的延续。

财政和货币政策方面，本次会议与 4 月基本相同，都强调“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度”，本次会议财政政策强调“继续落实落细减税降费政策”，预计短期减税降费目标不会再度提升，货币政策强调“保持流动性合理充裕”，表述较中性。我们认为财政政策没有如市场预期的加大减税降费的力度，是因为一季度实体经济杠杆率上升较快，财政收支缺口较迅速拉大，财政支出与收入累计同比之差快速走高，制约财政政策宽松空间。货币政策表述较 4 月变化不大，或与近期通胀处于高位和信用分层有关，在此背景下，流动性疏导或较货币大幅宽松更有效。

制造业和民营经济政策方面，本次会议强调“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，……稳定制造业投资”，4 月表述为“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”和“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”，表明当前降低制造业和民营企业中长期融资难度、稳定民营企业和制造业投资以稳经济和稳就业更为迫切。

扩内需方面，本次会议新增强调“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”，我们认为，当前投资受房地产、制造业投资增速下行压力较大影响易下难上，进出口增速受中美贸易摩擦反复和全球经济下行影响或较快速下行，扩内需成为稳增长的重要抓手，尤其近年农村居民收入增速快于城镇居民收入增速，盘活农村消费市场对扩内需大有裨益，有利于稳定经济增速。

房地产政策方面，本次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，明确将房地产排除在短期刺激经济手段之外，在我国人口快速老龄化和少子化的阶段，房地产

分析师

杨谱

SAC 执业证书编号：S0910519070003

yangpu@huajinsec.cn

021-20377063

相关报告

财政收支累计同比均降速，赤字压力较大
2019-07-17

经济仍有下行压力，或倒逼财政政策边际积极
2019-07-15

新涨价因素走弱使 CPI 同比不加速，7 月或走强
2019-07-11

价升为外储上行的主因
2019-07-09

经济复苏放缓，就业压力加大
2019-05-31

投资对经济的拉动作用有限且带来的商品房库存上升的副作用明显，易导致房价较大幅度波动。

总体来看，本次会议认为上半年经济运行良好，下半年经济增速下行压力较大，中美贸易谈判不明朗，强调做好自己的事。财政政策受财政收支增速不平衡和实体经济杠杆率上升较快影响宽松空间有限，货币政策受通胀较高和信用分层影响宜保持松紧适度，不会大幅宽松。会议表述的财政政策和货币政策宽松程度不及市场预期。

◆ 风险提示：经济超预期下行，贸易环境恶化超预期。

事件：中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

点评：

今年以来经济形势方面，本次会议认为“上半年经济运行延续了稳中有进的发展态势，……就业比较充分，……推动高质量发展的积极因素增多”，虽然表述较 4 月的“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”略转弱，但对上半年经济运行状况认为运行良好。

今年后续经济形势判断方面，本次会议认为“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大……”，表述较 4 月的“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”更为严峻，本次不再重点强调“结构性、体制性的”，一定程度是因为经济下行压力加大的情形下，调结构和改体制节奏或保持快慢适度，稳增长和稳就业或更加紧迫。

经济工作基调方面，本次会议较 4 月突出强调“坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放”，明确了经济工作的路径，7 月会议较 4 月的“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”，本次会议强调新发展和高质量发展，一定程度是 4 月强调结构调整的延续。

财政和货币政策方面，本次会议与 4 月基本相同，都强调“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度”，本次会议财政政策强调“继续落实落细减税降费政策”，预计短期减税降费目标不会再度提升，货币政策强调“保持流动性合理充裕”，表述较中性。我们认为财政政策没有如市场预期的加大减税降费的力度，是因为一季度实体经济杠杆率上升较快，财政收支缺口较迅速拉大，财政支出与收入累计同比之差快速走高，制约财政政策宽松空间。货币政策表述较 4 月变化不大，或与近期通胀处于高位和信用分层有关，在此背景下，流动性疏导或较货币大幅宽松更有效。

制造业和民营经济政策方面，本次会议强调“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，……稳定制造业投资”，4 月表述为“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”和“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”，表明当前降低制造业和民营企业中长期融资难度、稳定民营企业制造业投资以稳经济和稳就业更为迫切。

扩内需方面，本次会议新增强调“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”，我们认为，当前投资受房地产、制造业投资增速下行压力较大影响易下难上，进出口增速受中美贸易摩擦反复和全球经济下行影响或较快速下行，扩内需成为稳增长的重要抓手，尤其近年农村居民收入增速快于城镇居民收入增速，盘活农村消费市场扩内需大有裨益，有利于稳定经济增速。

房地产政策方面，本次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，明确将房地产排除在短期刺激经济手段之外，在我国人口快速老龄化和少子化的阶段，房地产投资对经济的拉动作用有限且带来的商品房库存上升的副作用明显，易导致房价较大幅度波动。

总体来看，本次会议认为上半年经济运行良好，下半年经济增速下行压力较大，中美贸易谈判不明朗，强调做好自己的事。财政政策受财政收支增速不平衡和实体经济杠杆率上升较快影响

宽松空间有限，货币政策受通胀较高和信用分层影响宜保持松紧适度，不会大幅宽松。会议表述的财政政策和货币政策宽松程度不及市场预期。

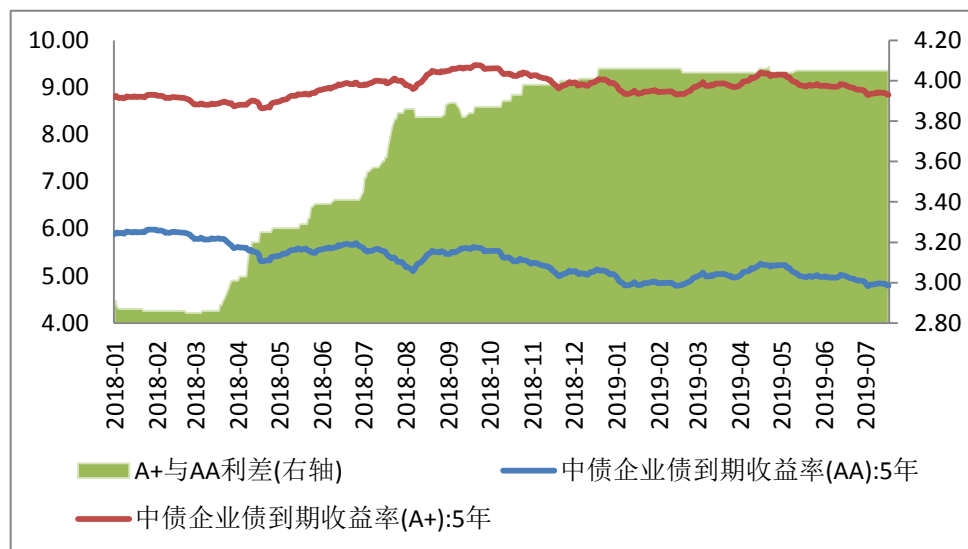
表 1：中央政治局会议内容对比

时间	2019 年 4 月中央政治局会议	2019 年 7 月中央政治局会议
今年以来经济形势	会议认为，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 。	上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，主要宏观经济指标保持在合理区间，供给侧结构性改革持续推进，改革开放继续深化， 就业比较充分 ，精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高， 推动高质量发展的积极因素增多 。
今年后续经济形势	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 ，必须保持定力、增强耐力， 勇于攻坚克难 。	当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大 ，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。
经济工作基调	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 。	要坚持稳中求进工作总基调， 坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放，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，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作，促进经济持续健康发展。
财政和货币政策	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。	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。 财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕 。
去杠杆	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。	
民营经济	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	推进金融供给侧结构性改革， 引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资 ，把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。
对外开放	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	加大对外开放，加紧落实一系列重大开放举措
制造业	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 。	稳定制造业投资 ，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设
科创板	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 。	科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制， 提高上市公司质量 。
房地产	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 。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。
就业	要做好重点群体就业工作，加强职业技能培训	实施好就业优先政策，做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作。

资料来源：华金证券研究所根据公开新闻整理

2018 年至今，企业债信用利差逐步拉大，货币政策进一步宽松难有效降低企业融资成本，疏导流动性使实体企业融资成本下降至关重要，目前信用分层一定程度使货币政策宽松效果受限

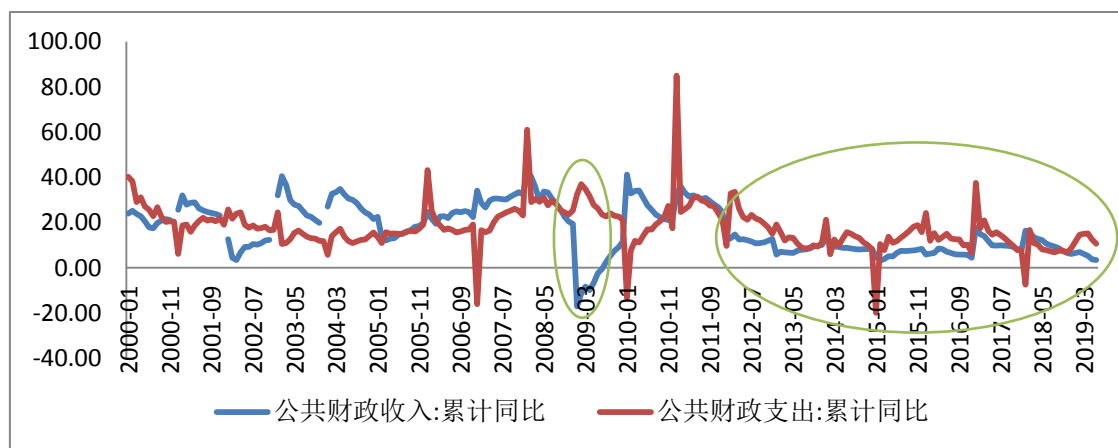
图 1: 2018 年 3 月以来信用分层明显



资料来源: Wind, 华金证券研究所

自 2011 年以来我国实际赤字率快速提升，财政支出增速长期高于财政收入增速，在经济调结构阶段，投资拉动经济增长的效应渐弱，中长期减税降费将成为我国财政政策的主要手段

图 2: 2012 年年初以来我国财政支出累计同比大部分月份快于财政收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

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_11047

