

政策信号的松与紧

证券研究报告
2019 年 07 月 31 日

政治局会议的 6 个方向和 1 个指引

作者

会议确定的政策基调偏积极，政策目标重新向稳增长倾斜，预计后续逆周期政策将重新加码。政策层面继续利好科技成长板块，叠加金融供给侧改革推进力度短期料将趋于温和，利好券商。此外，部分本质属于新兴产业/高技术产业的新型基建也在科技成长范畴，同样有望享受政策利好。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

重申年中报告中的判断：“下半年，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，部分行业景气度接近触底并有望步入上行期。投资时钟将从衰退象限末尾逐渐进入弱复苏象限，配置风格偏积极，A 股市场更加以基本面为主线，风格倾向于进攻，重点跟踪景气度见底或持续向上的行业，关注科技成长、早周期、基建和贵金属的阶段性机会。随着行业基本面见底或改善的预期带动估值修复，预计 N 字形的第三笔将在下半年展开。”

相关报告

风险提示：逆周期政策力度不及预期；房地产政策超预期持续收紧；中美摩擦再度反复



1. 政策基调：短期底线思维明确，整体偏积极

4月会议虽然指出“经济存在下行压力”，但强调“更多是结构性、体制性的，必须保持定力”，表述偏紧。相比之下，7月会议直指“当前我国经济发展面临新的风险挑战，经济下行压力加大”，强调“必须增强忧患意识”，表明高层对短期经济走势的判断较此前更加谨慎。

“增强忧患意识”和“保持战略定力”的说法来自于总书记年初在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班上的讲话。从语境理解，“保持战略定力”更加注重中长期政策目标，聚焦高质量发展；“增强忧患意识”更加兼顾短期稳增长、稳就业等政策目标，重点在稳。此次会议强调忧患意识、未提及战略定力，表明短期求稳是经济政策的重要考量，整体政策基调偏积极。

相应的，4月会议强调“坚持结构性去杠杆”，未提“六稳”；7月会议刚好相反，全文未提及“去杠杆”，但强调“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”，短期底线思维明确。

“打好三大攻坚战”的表述每次都有，本次不涉及增量信息，且其仅作为上半年工作回顾被提及，下半年工作部署中并未再次强调。

2. 货币：降准或定向降准可期，但宽信用需要协调配合

货币方面，重提“保持流动性合理充裕”，但未提及“总闸门”表述，意味着货币政策在“松紧适度”之间可能更倾向于“松”，与全球主要经济体货币政策趋势相契合。后续可以期待降准或定向降准等宽货币政策，预计货币市场宽松程度介于1季度和2季度之间。

虽然宽货币得以确认，但现阶段宽信用（社融增速提升）面临一些不利因素：一是以制造业为代表的实体经济的新增融资需求不足；二是下半年中小银行面临缩表压力，将对信贷增速产生拖累；三是房地产长效机制下，近期房企融资政策再度收紧，居民房贷需求也被抑制。

因此，要实现宽信用以稳增长，仍需要其他政策的协调配合，例如进一步强化对小微企业、制造业、科创企业的信贷支持等结构性政策。此次会议强调“稳定制造业投资”“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，后续可能在利率并轨过程中引导LPR下行，实现对企业的贷款降息效果。

3. 财政：减税降费是积极财政的主要抓手，下半年支出空间一般但可做延展

财政方面，强调“继续落实落细减税降费政策”，减税降费仍是下半年积极财政主抓手。根据税务总局的数据，上半年全国累计新增减税降费11709亿元，其中个税减税3077亿元，增值税减税4369亿元，在提高居民可支配收入和工业企业营收利润率等方面效果明显。从全年降税降费2万亿的政策目标来看，下半年减税降费空间还有8000-9000亿。考虑到近5年上/下半年税收占比为55%/45%，下半年减税降费还可进一步发挥积极效应。

不过，减税降费也使今年财政收入增速加速下滑。上半年全国税收收入同比增长仅0.9%，显著低于8.1%的名义GDP增速。因此，假设年初确定的财政支出预算不进行调整，预计今年广义财政支出增速（10.8%）将低于去年（12.7%），下半年广义财政支出增速可能进一步回落至7.8%，低于去年同期的10.1%。

虽然会议没有释放相关信息，如果后续经济下行压力较大，仍然不排除财政空间适当延展的可能，比如经人大批准的地方专项债务限额较余额仍有约1.23万亿的空间。如果下半年专项债扩容2500/5000亿，则下半年广义财政支出增速可从7.8%提升至9.2%/10.7%，且增量资金可用作基建项目资本金。

表 1：广义财政支出占比和增速估算（不考虑财政扩容）

支出/融资额 (亿元)	公共 预算	政府性 基金	城投债	政金债	铁道债	PSL	总计	占全年 比重	同比 增速
2018H1	111592	28130	2014	5299	1400	4976	153411	47.1%	15.8%
2019H1	123538	37150	5789	7491	-250	1336	175054	48.5%	14.1%
2018H2	109314	52432	4160	4604	-250	1943	172203	52.9%	10.1%
2019H2 (E)	111706	62652	6211	5009	-1220	1264	185622	51.5%	7.8%
2018	220906	80562	6174	9903	1150	6919	325615	100.0%	12.7%
2019 (E)	235244	99802	12000	12500	-1470	2600	360676	100.0%	10.8%

资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 基建：传统基建没有特别利好，新型基建的结构性机遇

从本次会议的表述来看，并没有针对传统基建的特别利好，而是聚焦于补短板 and 新型基建：“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”。

专项债可做资本金后，“财政-基建”的腾挪空间已有所储备。预计在稳增长的目标下，下半年基建增速继续重新回升，但基建的内涵正在发生重要转变，由过去的“铁公基”为主逐渐向新型基建倾斜，涉及人工智能、工业互联网、物联网、5G 等，本质上部分属于高技术产业。

5. 房地产：政策态度转变，短期易紧难松，中长期是区间调控，以稳为主

本次会议历史性的指出：“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，确认不再以刺激房地产的方式谋求短期的稳增长，意味着短期房地产政策易紧难松。

但同时也需要注意，本次会议并没有表达去年 7 月政治局会议“坚决遏制房价上涨”的态度，因此“房住不炒”和“长效机制”可能也并不代表对房地产的持续单向打压。当前的情况是，如果政策持续打压房地产，则房地产投资增速在未来一年的加速回落将是对稳增长和宽信用的明显拖累。因此，预计后续的房地产政策取向是区间调控，以稳为主，过热和过冷都会引发政策的相机抉择变化。

6. 金融：风险处置更注重节奏，直接融资和间接融资都有新提法

“推进金融供给侧结构性改革”的要求没有变化，但强调“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”，态度上边际缓和，预计后续这一中长期政策的推进将更多考虑短期冲击的负面影响，金融同业间的债务风险料将有所缓和。

直接融资方面，会议指出“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”，决策层将科创板作为科创产业的孵化器和资本市场改革的试验田的期望没有变化，资本市场的重要性被提到前所未有的地位。提高上市公司质量，加快优胜劣汰，强化退市制度，上市公司财务造假的处罚上限将进一步提高。

间接融资方面，会议指出要“加快‘僵尸企业’出清”，对应近日发改委等四部委联合发布《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，在“综合运用各类降杠杆措施”部分提到“对已列入处置名单的‘僵尸企业’，积极推动银企双方按照相关政策加快债务清理和处置；符合破产等退出条件的，各相关方不得以任何方式阻碍其退出，相关企业不得通过转移资产等方式恶意逃废债务。”僵尸企业的加速出清有助于降低宏观杠杆率，但过程中将产生一定不良贷款和相应的不良核销压力，商业银行的潮水正在褪去。

7. 市场：利好科技成长、新型基建和券商

总的来说，本次会议确定的政策基调偏积极，政策目标重新向稳增长倾斜，预计后续逆周期政策将重新加码。政策层面继续利好科技成长板块，叠加金融供给侧改革推进力度短期料将趋于温和，利好券商。此外，部分本质属于新兴产业/高技术产业的新型基建也在科技成长范畴，同样有望享受政策利好。

重申年中报告《秋收冬藏：2019年下半年中国经济和投资展望》中的判断：“下半年，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在3季度中后期阶段性企稳，部分行业景气度接近触底并有望步入上行期。投资时钟将从衰退象限末尾逐渐进入弱复苏象限，配置风格偏积极，A股市场更加以基本面为主线，风格倾向于进攻，重点跟踪景气度见底或持续向上的行业，关注科技成长、早周期、基建和贵金属的阶段性机会。随着行业基本面见底或改善的预期带动估值修复，预计N字形的第三笔将在下半年展开。”

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_11090

