

如何把握政策的变与不变？

证券研究报告

2019年07月31日

2019年7月政治局会议点评

本次政治局会议确认了经济下行压力，又延续了已有的政策定力，那么该如何把握政策的总体脉搏呢？其实和4月类似，政策在变与不变中，继续游走在稳增长底线和高质量转型之间，既要稳增长又要防风险，还要尽量不走老路，虽然侧重点有所偏移，但是诉求并没有改变，这注定是负重前行，在这个过程中，市场必须清醒的认识到政策的手是否充分有效？我们同时也要明确：部分市场出清是经济周期必然结果这一事实，所以建议抓住金融供给侧改革这一关键逻辑，紧信用与类流动性陷阱继续维持，流动性无需过多担忧，虽然慢一些，甚至会纠结，但是方向上可以继续看好利率的表现。

风险提示：经济增长超预期，稳增长政策超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 联系人
chenbaolin@tfzq.com

许锐翔 联系人
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：流动性分层下货基有何变化？-货币基金2019年半年报点评》
2019-07-29
- 2 《固定收益：中高评级下行，低评级上行-产业债行业利差动态跟踪（2019-07-28）》 2019-07-28
- 3 《固定收益：怎么看中小银行的困难和后续演化？-利率债市场周报（2019-07-28）》 2019-07-28



内容目录

1. 国内经济下行压力加大，大到什么程度呢？	3
2. 财政政策措辞不够积极？	4
3. 货币政策重提“保持流动性合理充裕”，能否预期更宽松？	7
4. 未提结构性去杠杆，防风险重心有所偏移？	8
5. 房住不炒，如何推动内需发力？	10
6. 小结	10

图表目录

图 1: GDP 增速创历史新低	4
图 2: 就业压力依然突出	4
图 3: 2019 年财政收支缺口明显提前	5
图 4: 上半年财政支出显著前移	5
图 5: 历史上出现过三次实际经济增速低于政府工作目标的情况:1989-1990 年、1998-1999 年、2015 年	5
图 6: 地方债净融资额	6
图 7: 地方专项债务限额、余额	7
图 8: 银行近几年对公信贷投放增量主要集中于基建和地产	7
图 9: 银行间流动性分层，R007 加权总体平稳	8
表 1: 政治局会议关于国内外经济形势判断的相关表述	3
表 2: 政治局会议关于货币政策的相关表述	7
表 3: 关于防范风险的表述	9
表 4: 关于扩大内需的相关表述	10
表 5: 政治局会议关于房地产相关的表述	10

2019年7月30日，中共中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

应该如何看待此次会议的内容及其影响呢？我们从五个问题入手，展开分析：

1. 国内经济下行压力加大，大到什么程度呢？

不同于4月份仅表述：“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”、“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，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力”，此次政治局会议对于国内经济形势的下行风险表述明显有所强化：“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。”

表 1：政治局会议关于国内外经济形势判断的相关表述

时间	关于国内外经济形势判断的相关表述
2019年7月	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。
2019年4月	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。
2018年12月	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。
2018年10月	1、当前经济运行稳中有变，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。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。 2、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。
2018年7月	当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化。要抓住主要矛盾，采取针对性强的措施加以解决。
2018年4月	我国经济周期性态势好转，但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂。要增强忧患意识、坚持问题导向，着力解决突出矛盾和问题。

资料来源：共产党员网（<http://www.12371.cn/special/zjhy/>），天风证券研究所

那么国内经济下行压力大到什么程度呢？

今年两会政府工作报告明确 2019 年经济增长目标区间为 6%-6.5%，上半年经济增速 6.3%，总体仍然处在区间内。

但是要知道 2016 年政府工作报告中曾明确提出：“到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番。”由于 2010-2018 年的数据已经公布，按照上述要求，可以计算出 2019 和 2020 年平均经济增速不应低于 6.2%。二季度 GDP 增速 6.2%，比一季度下行 0.2 个百分点，为 1992 年以来的单季增速最低值。如果照此推测，全年经济增速保证 6.2% 压力增大。

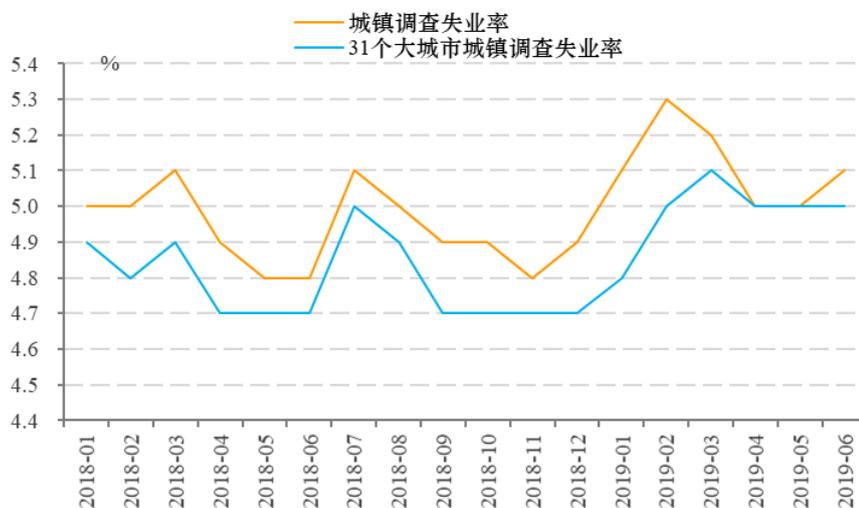
图 1：GDP 增速创历史新低



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时 2018 年政府工作报告曾指出：“6.5%左右的增速可以实现比较充分的就业”。这次政治局会议明确“就业比较充分”，从数量上看上半年 31 个大城市城镇调查失业率维持在 5.0%，勉强充分，但是从就业政策优先的相关措辞观察，本次政治局会议也进一步强调“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”。

图 2：就业压力依然突出



资料来源：Wind，天风证券研究所

所以，从政策逻辑和对应的经济数据观察，政策确认经济下行压力增大，但是勉强守住底线。这是二季度政治局会议总基调的大前提。

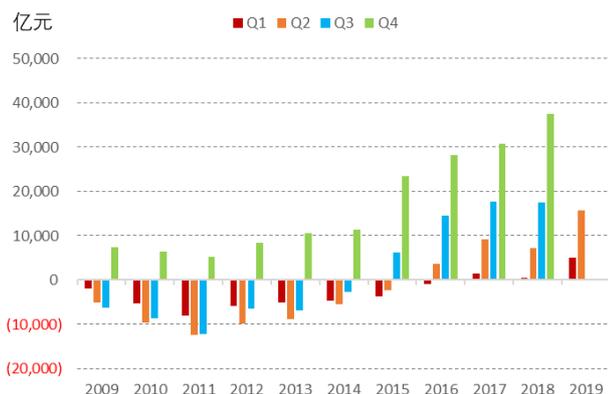
2. 财政政策措辞不够积极?

本次政治局会议的财政政策继续保持积极，延续了去年底以来“加力提效”的基调。但从具体措辞来看，似乎没有市场预期来得积极。

因为上半年减税降费的同时财政支出力度加大，整体财政支出显著前移，考虑到当前经济下行压力增大的背景，如果下半年没有更为积极的财政投放，可能会面临稳增长财政资金

不足的问题。

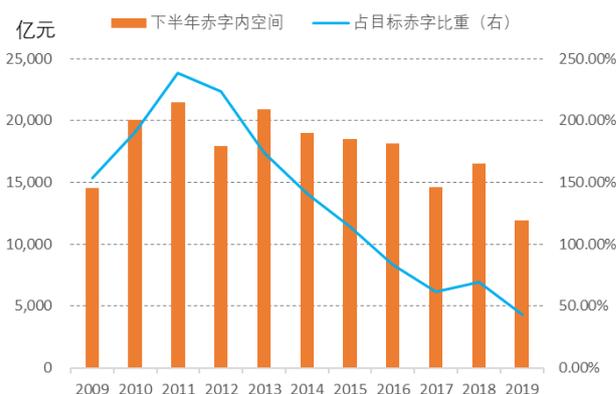
图 3：2019 年财政收支缺口明显提前



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收支缺口=一般公共预算支出-一般公共预算收入

图 4：上半年财政支出显著前移



资料来源：Wind，天风证券研究所

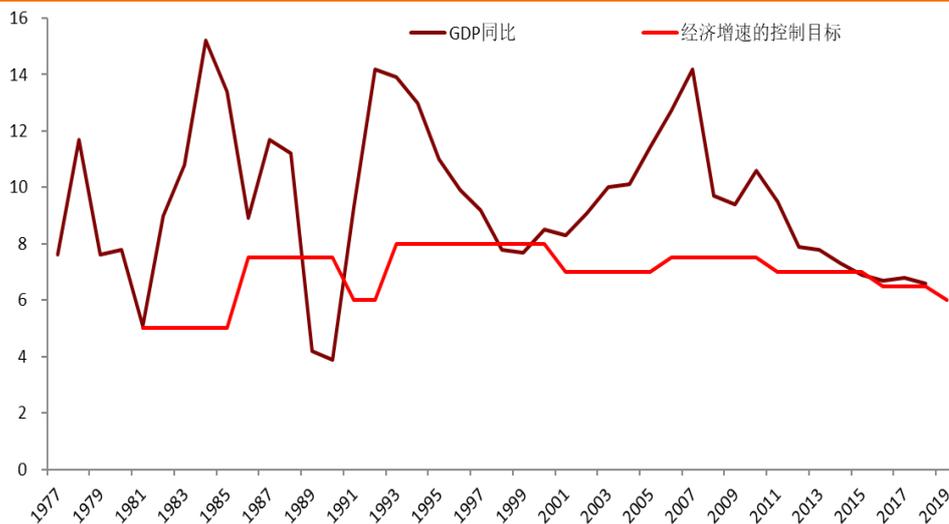
注：赤字内空间=年度目标赤字-上半年收支缺口

另外在措辞中，确实市场难以预期追加赤字、增发国债的可能性。

更为重要的是，这一问题还是要考虑经济下行压力这个基本前提。历史上，出现年中上调赤字的一共只有一个阶段，就是 1998-2000 年。1998 至 2000 年三次调整都是在 8 月，时点选择也比较好理解，因为决策依据是上半年的数据。调整的理由是 1998 年 GDP 增速跌破目标增速，对于本次是否调整，应该也需要一个重要前提——经济破位下行。

要知道 1978 年以来，当年度经济增速低于政府工作报告所设定经济目标一共出现过三次：1989-1990 年、1998-1999 年、2015 年。

图 5：历史上出现过三次实际经济增速低于政府工作目标的情况：1989-1990 年、1998-1999 年、2015 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

那么，从上半年的经济数据表现来看，经济是否会破 6%呢？

目前经济增长仍然处于目标区间内，大幅破位下行的可能性不大。一、二季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%，上半年同比增速 6.3%，虽然低于目标上限 6.5%，但落在年初 6.0%-6.5% 的目标区间之内。从 7 月 15 日国新办新闻发布会来看，GDP 增速只要稳在目标下限 6.0% 之上即可。

所以承接上文而言，6.2%是可选，6.0%是红线，目前看突破红线的可能性不大，所以财政政策表述并未大幅改变。

当然，如果把基建投资的措辞考虑为财政政策的范畴，本次政治局会议积极财政方面也不是没有亮点：

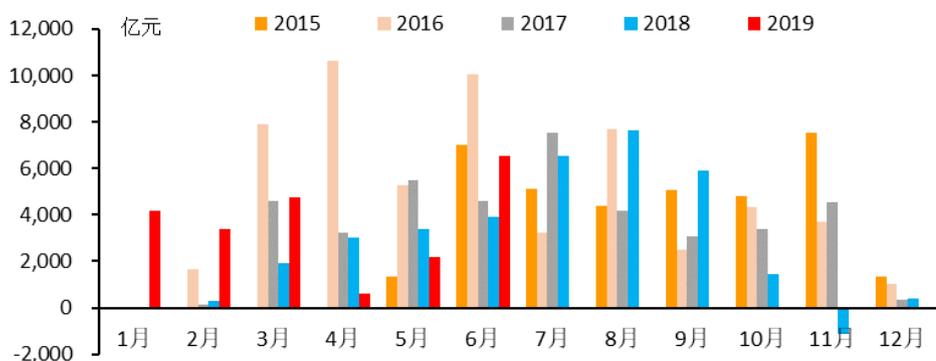
本次政治局会议少有地对投资，特别是基建投资提出了明确的要求，具体要求是：

“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。”

结构上，信息网络等新兴基建投资与今年《政府工作报告》中提到的5G、工业互联网、移动网络基站等相匹配。

为了配合基建发力，今年地方债发行明显前置，6月份也出台了地方专项债新政，允许地方专项债作为基建项目资本金（这实际上与今年《政府工作报告》中提到的“创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具”相匹配）。

图 6：地方债净融资额



资料来源：Wind，天风证券研究所

不过需要注意的是，今年《政府工作报告》中安排地方政府专项债券2.15万亿元，而1-6月份新增地方专项债规模已经达到1.37万亿元，已完成全年目标的64%，下半年仅剩7746亿元额度，月均大概1291亿，远低于去年下半年的月均发行情况。

怎么办呢？

预算赤字不作调整，又要考虑下半年财政支出压力，那是否会多发一些地方专项债呢？

毕竟我们的预算管理是以一般预算为主，专项债并没有直接列入赤字，这给了市场很大的想象空间。特别是按照财政部的数据披露，地方债限额高出实际余额，那么是否可以动用限额内剩余额度呢？

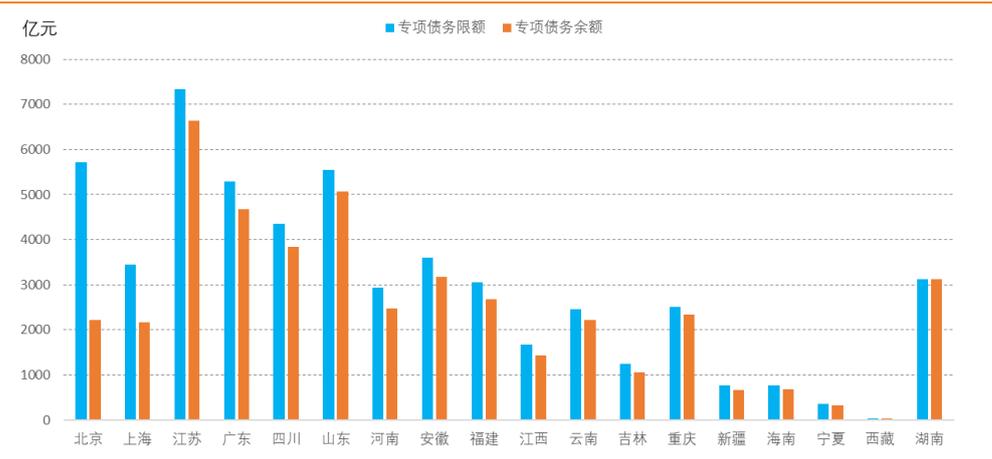
根据2018年3月财政部发布《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34号），鼓励各地区积极利用上年末专项债务未使用的限额。2018年全国专项债务限额86,185亿元、专项债务余额73,923亿元，理论上专项债往年剩余额度1.2万亿¹。

这里市场忽视了不管是一般债还是专项债，都需要人大审批这一条，虽然限额管理，但是对于当年发生额也是有所规范。

此外，从地区分布来看，专项债务额度剩余较多的主要是经济发达地区，考虑到债务规模与偿债能力相一致的原则，专项债剩余额度地方政府很难完全使用。

¹ 理论剩余额度=专项债务限额-专项债务余额，由于包含少量非债券形式的债务，因而可能存在一定的误差。

图 7：地方专项债务限额、余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 货币政策重提“保持流动性合理充裕”，能否预期更宽松？

货币政策延续之前央行的表述“稳健的货币政策要松紧适度”，并且相比之前加入了“保持流动性合理充裕”。虽然不意味着货币政策转为降准降息，但在边际上存在改善的可能性。

表 2：政治局会议关于货币政策的相关表述

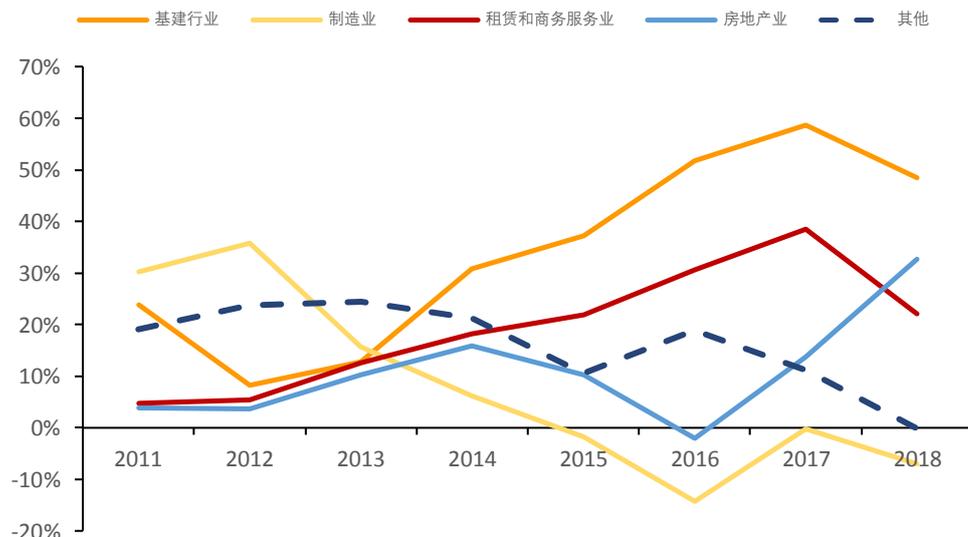
时间	与货币政策相关的表述
2019 年 7 月	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。 货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。
2019 年 4 月	宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。
2018 年 12 月	要保持战略定力，注重稳扎稳打，加强协调配合，聚焦主要矛盾，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果。
2018 年 10 月	要切实办好自己的事情，坚定不移推动高质量发展，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行。
2018 年 7 月	保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。
2018 年 4 月	首先要全力打好“三大攻坚战”，同时要 坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。

资料来源：共产党员网 (<http://www.12371.cn/special/zjhy/>)，天风证券研究所

几个角度来观察：

首先：本次政治局会议相比 4 月将“着力解决融资难、融资贵问题”，改为“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，说明当前经济问题不是简单的融资成本高低，而是信用投放有还是没有的问题。所以货币传导与信贷政策导向更为重要。

图 8：银行近几年对公信贷投放增量主要集中于基建和地产



资料来源: Wind, 天风证券研究所

其次，本次政治局会议提出要“保障市场供应和物价基本稳定”，这是近几年来比较少见的表述，说明高层在关注物价，一旦关注物价，那么货币政策的宽松幅度自然也有限。

第三，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，那么简单“降准降息”的副作用一定会纳入考虑。

从以上三点观察，虽然经济下行压力加大的背景下，货币政策总体稳健偏宽松不会改变，但是寄希望于更大力度的宽松刺激，可能也比较难。目前就是流动性总体平稳，至少从加权利率角度是如此。

图 9：银行间流动性分层，R007 加权总体平稳



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_11113



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn