

证券研究报告 / 宏观专题报告

一样的“六稳”，不一样的抓手——7月政治局会议点评

报告摘要：

会议对经济整体形势的判断较4月会议更偏谨慎，强调“做好下半年经济工作意义重大”，重提“六稳”。今年是建国70周年，到明年我们将有经济总量翻两番的百年目标，保持经济平稳运行至关重要，我们注意到本次会议并未提及“坚决打好三大攻坚战”、“结构性去杠杆”等内容，同时要求把握好风险处置节奏和力度，整体基调偏求稳。

财政积极及货币政策稳定的总体基调不变，更强化结构作用，意图解决资源获得性问题。会议提到财政政策要加力提效，“继续落实落细减税降费政策”，货币政策松紧适度基础上增加“保持流动性合理充裕”，但流动性合理充裕在央行日常表述中是一贯的。总体上，我们判断稳定的基调下宏观政策不急于加力，而是在现有基础上细化政策作用，以期产生结构性影响。因此，我们认为下半年货币政策总体会松紧适度，难有全面降息或降准。货币政策的宽松仍将是结构性的，并且可能强化。

不将房地产作为短期刺激经济的手段。“房住不炒”的定位没有变化，符合市场预期，但会议又加上了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，打破市场对于“如果经济大幅走弱，会重启地产刺激”的预期。央行近期研究表明，房地产对消费的挤出效应明显。我们预计下半年房地产投资及销售仍将继续走弱。

本次会议明显增加了较多其他的抓手。消费方面，会议提出要“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”，对于消费的笔墨重于以往。会议强调“稳定制造业投资”，下半年制造业会成为政策扶持的重点之一。决策层对民企发展的支持依然重视，下半年预计会有进一步的配套政策。基建补短板、新型基础设施建设、加大对外开放等政策一以贯之。

总体来看，会议对于“六稳”的总基调没有变化，但对具体抓手表明了清晰的态度。宏观政策更强化结构性功能，更注重解决融资获得性问题。未来经济增长不会再依靠房地产刺激，而将以消费、制造业为核心动力，配合以基建补短板。我们预计下半年消费、制造业投资增速将回稳，基建投资增速有望继续提升，房地产投资、消费增速将下降，进出口仍然承压，经济增速较二季度相比有望企稳。



相关报告

《消费投资企稳，下半年不必过于悲观——6月经济数据点评》（20190715）

《“美联储之夜”再放鸽，预计7月降息25bp》（20190712）

《风雨兼程，砥砺前行——2019年国内宏观中期展望》（20190629）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 7月政治局会议对经济整体判断更谨慎	3
2. 政策总体基调不变，更强化结构作用	3
3. 不将房地产作为短期刺激经济的手段	3
4. 消费投资将为重要抓手	4
5. 下半年经济增速较二季度相比有望企稳	5

图 1: 房地产投资增速见顶	4
图 2: 社会消费品零售总额增速	4
图 3: 制造业投资增速超预期下滑	4
图 4: 民企相对融资改善	4
图 5: 下半年经济增速较二季度相比有望企稳	5

1. 7月政治局会议对经济整体判断更谨慎

7月30日，习主席主持召开政治局会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

会议对经济整体形势的判断较4月会议更偏谨慎，强调“做好下半年经济工作意义重大”，重提“六稳”。4月份会议认为一季度经济“好于预期”、经济面临下行压力的原因“更多是结构性、体制性的”；而本次会议认为“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”。5月份中美经贸摩擦升级，二季度GDP增速不及预期，本次会议上对于经济形势的表态也相对更谨慎。

今年是建国70周年，到明年我们将有经济总量翻两番的百年目标，保持经济平稳运行至关重要，我们注意到本次会议并未提及“坚决打好三大攻坚战”、“结构性去杠杆”等内容，同时要求把握好风险处置节奏和力度，整体基调偏求稳。

2. 政策总体基调不变，更强化结构作用

财政积极及货币政策稳定的总体基调不变，更强化结构作用，意图解决资源获得性问题。会议提到财政政策要加力提效，“继续落实落细减税降费政策”，货币政策松紧适度基础上增加“保持流动性合理充裕”，但流动性合理充裕在央行日常表述中是一贯的。总体上，我们判断稳定的基调下宏观政策不急于加力，而是在现有基础上细化政策作用，以期产生结构性影响。因此，我们认为下半年货币政策总体松紧适度，难有全面降息或降准。

目前全球主要经济体的货币政策都转向宽松，已有多家央行实施了降息。美联储7月份降息几无悬念，但我们认为中国目前尚无必要马上跟随。易纲近期也表示，现在利率水平接近黄金水平。在通胀高企的情况下，较快地全面降息或降准不大可能，公开市场操作利率调整并非不可能，但幅度也不会太大。货币政策的宽松仍将是结构性的，并且可能强化。

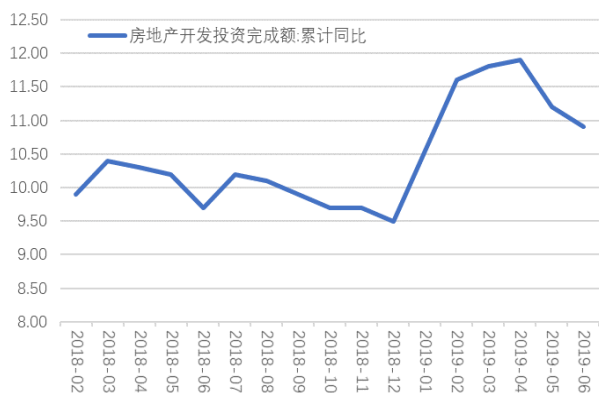
3. 不将房地产作为短期刺激经济的手段

“房住不炒”的定位没有变化，符合市场预期，但会议又加上了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这句表述超预期。我们认为这是对房地产管控的“时限”做出了表态，也即，房地产调控不止是阶段性的趋紧，而是未来即使经济下行压力加大，也不会重新刺激房地产来拉动经济。虽然市场普遍预期到房地产调控政策短期内不会有松动，但仍有很多人认为一旦经济出现明显下行压力，房地产仍会大放水以刺激经济增长。这个表述打破了市场的这一预期。

房地产的政策匹配经济高质量的要求：首先，房地产领域的吸金作用明显，每一次大幅度的货币刺激都产生了水 flowed 向了不该去的地方的影响，使得其他领域难以获得金融资源；再者，房地产过热会带动居民杠杆率上升。央行近期研究表明，居民杠杆率水平每上升1个百分点，社会零售品消费总额增速会下降0.3个百分点左右，

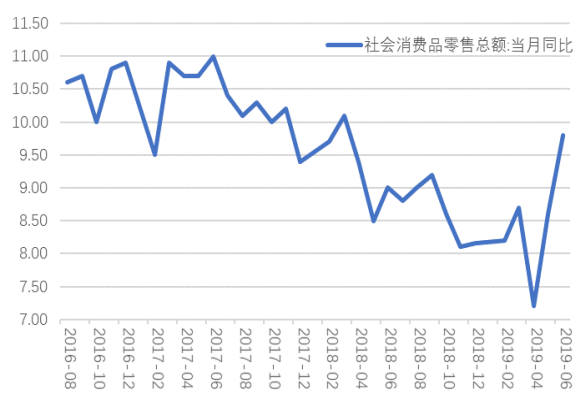
房地产对消费的挤出效应明显。在经济结构转型及政策导向的指引下，我们预计下半年房地产投资及销售仍将继续走弱。

图 1: 房地产投资增速见顶



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 社会消费品零售总额增速



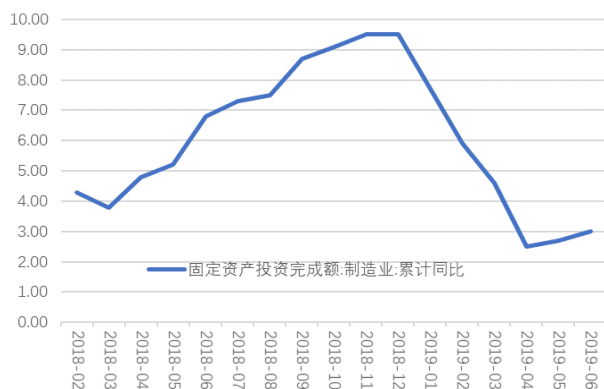
数据来源: 东北证券, Wind

4. 消费投资将为重要抓手

本次会议明显增加了较多其他的抓手。消费方面，会议提出要“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”，对于消费的笔墨重于以往。这也符合我们一直以来的判断，中国经济将转向以消费为主要动力的发展，预计后续会有相应刺激乡村消费的政策出台。

投资方面，会议强调“稳定制造业投资”。上半年受到贸易摩擦等因素的影响，中国制造业投资超预期下滑，下半年制造业会成为政策扶持的重点之一。决策层对民企发展的支持依然重视。会议提出“建立长效机制解决拖欠账款问题。加快‘僵尸企业’出清”，“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。我们的测算显示，近期民企融资相对成本已有明显改善，对民企融资的支持效果显现，下半年预计会有进一步的配套政策。基建补短板、新型基础设施建设、加大对外开放等政策一以贯之。

图 3: 制造业投资增速超预期下滑



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 民企相对融资改善



数据来源: 东北证券, Wind

5. 下半年经济增速较二季度相比有望企稳

总体来看，会议对于“六稳”的总基调没有变化，但对具体抓手表明了清晰的态度。宏观政策更强化结构性功能，更注重解决融资获得性问题。未来经济增长不会再依靠房地产刺激，而将以消费、制造业为核心动力，配合以基建补短板。

我们预计下半年消费、制造业投资增速将回稳，基建投资增速有望继续提升，房地产投资、消费增速将下降，进出口仍然承压，经济增速较二季度相比有望企稳。

图 5: 下半年经济增速较二季度相比有望企稳



数据来源：东北证券，Wind

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_11114

