

2019年04月19日

证券研究报告·宏观报告

咬文嚼字看政策——评中央政治局会议



## 逆周期宽松回撤，结构性调整登台

### 西南宏观观点

- **决策层对经济形势判断趋于乐观。**4月19日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。1季度稳增长政策明显加码，而经济数据呈现出企稳迹象，在这个时点政策是继续发力，还是有所回撤，将直接决定未来经济和资本市场走势。因而本次政治局会议对判断短期政策走势具有重要指示意义。从会议表述来看，决策层对经济形势判断明显改观。相较于去年末经济工作会议“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”的表述，本次会议认为：“主要宏观指标保持在合理区间，市场信心明显提升……一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”。显示1季度经济数据超预期表现明显改观了决策层对经济前景的判断，这将直接影响到决策层的政策选择。
- **政策将向结构性调整方向倾斜，逆周期调节政策将回撤。**本次政治局会议指出经济运行仍然存在不少困难和问题，国内经济存在下行压力。但在总结下行原因的时候，与去年末经济工作会议则存在差别。去年末经济工作会议指出下行既有周期性原因，也有结构性原因，但并未指出两者的主次，这意味着当时稳定经济增长政策是逆周期调节政策和结构性政策会并进。而这次政治局会议则指强调“有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”，因而必须保持定力、增强耐力，用于攻坚克难。这意味对经济下行压力的应对主要使用结构性政策，而逆周期调节政策将会减弱。因而，财政和货币等传统的宏观逆周期调节力度均可能有所放缓。
- **货币宽松或将有所回撤，而财政发力节奏也将有所放缓。**本次会议虽然继续要求稳健的货币政策要松紧适度，但并未进行保持流动性合理充裕的表述。松紧适度的货币政策要求社融要与名义GDP大体一致。1季度名义GDP为7.8%，显著低于同期社融10.7%的水平。央行可能无意继续推动社融显著回升。结合1季度信贷社融激增后，央行近期缩量续作MLF，在集中缴税期来临时公开市场投放资金规模偏小，以及短期降准可能性有限的情况，宽松货币政策发力的节奏或有所放缓，因而政策或将有所回撤。财政方面，虽然本次会议要求积极的财政政策要加力提效，但考虑到1季度财政政策明显发力透支了未来的空间，因而财政发力节奏也将放缓。1季度财政赤字同比多增4522亿元，而今年2.76万亿的预算赤字仅较去年增加3800亿元，即使用预算数据推算的实际赤字，也仅比去年增加5190亿元。1季度财政赤字大幅多增基本上透支了未来几个季度空间。同时，1季度地方政府债集中发行，地方政府债累计净融资1.2万亿元左右，占到了全年地方政府债新增计划的近四成。货币和财政等逆周期调节政策都将出现回撤。
- **房地产市场走强环境下调控存在加强可能，特别是对一二线城市。**本次政治局会议再度强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。虽然依然是要求落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制，地方政府依然具有一定自主性。但考虑到年初以来一二线城市房地产市场持续走强，房价出现再度抬头迹象。因而房地产调控存在加强可能。特别是如果未来一二线

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250513090001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？ (2019-04-18)
2. 联储 VS 市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第8期 (2019-04-17)
3. 如何分析预测季度GDP：生产法的角度——数据挖掘系列（二） (2019-04-16)
4. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能 (2019-04-14)
5. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示 (2019-04-14)
6. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱 (2019-04-14)
7. 通胀如期回升，但无需过度担忧 (2019-04-12)
8. 全球流动性分析框架 (2019-04-09)
9. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
10. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)

城市房地产市场继续走强，房价上涨压力持续上升，则会面临较大的房地产调控压力。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

- **高端制造将继续成为政策重点支持方向。**本次政治局会议继续将推动制造业高质量发展作为首条任务。要求要把“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”。配合高端制造业发展的是先进服务业和强大的国内市场。因而以 5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的高端制造和先进服务产业链将继续成为政策重点支持方向和经济中的亮点。
- **逆周期调节政策回撤之后经济将延续弱平稳，预期存在再度走弱可能。**虽然 1 季度经济数据超预期，但背后主要是增值税减税带来的提前备货以及前期稳增长政策发力的影响。现在随着逆周期调节政策回撤，以及短期冲击因素的退出，经济难以延续企稳回升态势，将再度回到弱平稳或小幅下行态势。而此前由于经济企稳回升形成的对经济乐观预期则可能在未来面临再度调整的可能。
- **逆周期调节政策回撤将对资本市场带来调整压力。**年初以来政策转变、汇率升值以及中美贸易战缓和推动下，股市悲观预期持续改善。但股市上升至当前水平，预期修复的空间已经基本走完。而逆周期调节政策回撤显示未来经济难以持续回升，将进入弱平稳或小幅下行阶段。这意味着基本面难以成为股市继续上升的动力。而随着逆周期政策回撤，权益市场可能会因政策调整而出现短期调整压力。
- **逆周期政策回撤短期将继续压制债市，但债市继续调整空间有限，大幅调整后则是较好的买入机会。**4 月初以来随着经济数据持续改善，债市出现明显调整，10 年期国债收益率从 3.1% 左右持续攀升至 3.4% 左右。背后是经济基本面改善，以及对政策调整预期的上升。由于宽松货币政策回撤在短期将持续，这将继续对债市形成压力，因而利率水平短期难以回落。但另一方面，经过 4 月初以来的显著调整，债市已经基本上反应了经济企稳和政策调整预期。我们用 CPI、工业增加值、R007 月均值和波动率构建的 10 年期国债利率拟合模型显示，当前经济基本面和短端利率对应的 10 年期国债利率中枢水平为 3.4%，与当前水平比较一致，显示债市已经反映了经济企稳预期。而未来经济显著走强可能性有限，央行宽松政策虽然会有所回撤，但经济企稳并不稳固，因而短端利率中枢很难大幅上行，长端利率继续上升空间因此也比较有限。如果 10 年期国债利率再度明显上行，在基本面并非十分强劲，政策难以方向性趋紧环境下，则是较好的债券买入机会。

表 1：近期中央重要经济工作会议要点对比

| 内容       | 2019 年 4 月政治局会议                                                                                                                                               | 2018 年 12 月政治局会议                                                                                                                                                                                                            | 2018 年 7 月政治局会议                                                                                                                                      |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基调       | <ul style="list-style-type: none"> <li>稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>坚持稳中求进</li> <li>坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化市场化改革、扩大高水平开放,加快建设现代化经济体系,继续打好三大攻坚战</li> <li>保持经济运行在合理区间,进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,提振市场信心</li> </ul>                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>坚持稳中求进</li> <li>保持经济运行在合理区间,加强统筹协调,形成政策合力,精准施策,扎实细致工作</li> <li>要保持经济社会大局稳定,深入推进供给侧结构性改革,打好“三大攻坚战”</li> </ul>  |
| 挑战       | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>经济运行稳中有变、变中有忧,外部环境复杂严峻,经济面临下行压力</li> </ul>                                                                                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>                                                                   |
| 机遇       |                                                                                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期</li> <li>世界面临百年未有之大变局,变局中危和机同生并存,这给中华民族伟大复兴带来重大机遇</li> </ul>                                                                                                    |                                                                                                                                                      |
| 经济形势     | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>一季度经济运行总体平稳、好于预期,开局良好</li> </ul>                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观调控目标较好完成,三大攻坚战开局良好,供给侧结构性改革深入推进,改革开放力度加大,稳妥应对中美经贸摩擦,人民生活持续改善</li> <li>保持了经济持续健康发展和社会大局稳定</li> </ul>                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>上半年经济保持了总体平稳、稳中向好态势</li> <li>主要宏观调控指标处在合理区间,经济结构持续优化,防范化解金融风险取得初步成效</li> </ul>                                |
| 宏观调控     | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观政策要强化逆周期调节,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,适时预调微调,稳定总需求</li> <li>积极的财政政策要加力提效,实施更大规模的减税降费,较大幅度增加地方政府专项债券规模</li> <li>稳健的货币政策要松紧适度,保持流动性合理充裕,改善货币政策传导机制,提高直接融资比重,解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用</li> <li>要把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕</li> </ul> |
| 防范化解金融风险 | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>要坚持结构性去杠杆的基本思路,防范金融市场异常波动和共振,稳妥处理地方政府债务风险,做到坚定、可控、有序、适度</li> </ul>                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来,坚定做好去杠杆工作,把握好力度和节奏,协调好各项政策出台时机</li> </ul>                                              |

| 内容   | 2019 年 4 月政治局会议                                                                                                                         | 2018 年 12 月政治局会议                                                                                                                                                   | 2018 年 7 月政治局会议                                                                                                            |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 精准脱贫 | <ul style="list-style-type: none"> <li>各地区各部门贯彻落实党中央决策部署,狠抓责任落实、政策落实、工作落实,脱贫攻坚取得显著成效,打赢脱贫攻坚战三年行动开局良好</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>打好脱贫攻坚战,要一鼓作气,重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题,加大“三区三州”等深度贫困地区和特殊贫困群体脱贫攻坚力度,减少和防止贫困人口返贫,研究解决那些收入水平略高于建档立卡贫困户的群体缺乏政策支持等新问题</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>强化深度贫困地区脱贫攻坚工作,做实做细做深社会稳定工作</li> </ul>                                              |
| 污染防治 |                                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>要坚守阵地、巩固成果,聚焦做好打赢蓝天保卫战等工作,加大工作和投入力度,同时要统筹兼顾,避免处置措施简单粗暴</li> </ul>                                                           |                                                                                                                            |
| 去产能  |                                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>推动更多产能过剩行业加快出</li> </ul>                                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>打通去产能的制度梗阻</li> </ul>                                                               |
| 去杠杆  | <ul style="list-style-type: none"> <li>坚持结构性去杠杆</li> </ul>                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>要坚持结构性去杠杆的基本思路</li> </ul>                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>坚定做好去杠杆工作,把握好力度和节奏,协调好各项政策出台时机</li> </ul>                                           |
| 降成本  |                                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>降低全社会各类营商成本。</li> </ul>                                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>降低企业成本。</li> </ul>                                                                  |
| 补短板  |                                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>加大基础设施等领域补短板力度。</li> <li>建立公平开放透明的市场规则和法治化营商环境</li> <li>培育和发展新的产业集群</li> <li>加快建设统一开放、竞争有序的现代市场体系,提高金融体系服务实体经济能力</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,加大基础设施领域补短板的力度,增强创新力、发展新动能</li> </ul>                       |
| 房地产  | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>要构建房地产市场健康发展长效机制,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策、分类指导,夯实城市政府主体责任,完善住房市场体系和住房保障体系</li> </ul>                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>下决心解决好房地产市场问题,坚持因城施策,促进供求平衡,合理引导预期,整治市场秩序,坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制</li> </ul> |
| 汇率   |                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                    |                                                                                                                            |
| 物价   |                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                    |                                                                                                                            |
| 改革   | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>要加快国资国企改革</li> <li>要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革</li> <li>推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地</li> <li>推进财税体制改革,健全地方税体系,规范政府举债融资机制</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>推进改革开放,继续研究推出一批管用见效的重大改革举措。要落实扩大开放、大幅放宽市场准入的重大举措</li> </ul>                         |

资料来源: 中国政府网, 西南证券整理

表 2：历年中央经济工作会议要点回顾

| 会议时间                | 关键词            | 下一年政策基调                                                       |
|---------------------|----------------|---------------------------------------------------------------|
| 2019 年 04 月 19 日    | 坚持稳中求进         | 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 21 日    | 坚持稳中求进         | 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策                                           |
| 2018 年 7 月 31 日     | 坚持稳中求进         | 坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策                                           |
| 2018 年 4 月 23 日     | 坚持稳中求进         | 实施好积极的财政政策和稳健中性的货币政策                                          |
| 2017 年 12 月 20 日    | 坚持稳中求进         | 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策                                            |
| 2017 年 7 月 24 日     | 坚持稳中求进         | 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策                                            |
| 2016 年 12 月 26 日    | 坚持稳中求进         | 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策                                           |
| 2016 年 7 月 26 日     | 稳中求进，坚持适度扩大总需求 | 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策                                           |
| 2015 年 12 月 21 日    | 稳中求进，新常态       | 积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度                                     |
| 2015 年 7 月 30 日     | 稳中求进，新常态       | 坚持积极财政不变调 货币政策要松紧适度                                           |
| 2014 年 12 月 9-11 日  | 稳中求进、新常态       | 稳中求进，主动适应经济发展新常态，转方式、调结构<br>积极地财政政策要有力度，（稳健的）货币政策要更加注重松紧适度    |
| 2013 年 12 月 10-13 日 | 稳中求进、改革创新      | 经济工作目标：稳增长、调结构、促改革                                            |
| 2012 年 12 月 15-16 日 | 稳增长、转方式，调结构    | 经济工作目标依次为“稳增长、转方式、调结构”                                        |
| 2011 年 12 月 12-14 日 | 稳增长,政策预调微调     | 经济工作目标依次为“稳增长、控物价、调结构”                                        |
| 2010 年 12 月 10-12 日 | 控通胀，调结构        | 保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期，把稳定物价总水平放在更加突出的位置；切实把重点放到加快转变经济发展方式上 |

资料来源：中国政府网，西南证券整理



## 附录：中共中央政治局召开会议 中共中央总书记习近平主持会议

[http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-04/19/c\\_1124390391.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-04/19/c_1124390391.htm)

（其中的黑色着重号是我们所添加）

新华社北京4月19日电 中共中央政治局4月19日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作；听取2018年脱贫攻坚成效考核等情况汇报，对打好脱贫攻坚战提出要求；审议《中国共产党宣传工作条例》。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年以来，面对复杂严峻的形势，各地区各部门认真贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，按照党中央部署，贯彻新发展理念，坚定不移推动高质量发展，着力深化供给侧结构性改革，持续打好三大攻坚战，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时适度实施宏观政策逆周期调节，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。

会议指出，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，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。

会议强调，做好全年经济工作，要紧紧围绕贯彻落实中央经济工作会议精神，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。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，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。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。

会议要求，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。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。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。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

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\\_12976](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12976)

