



4 月 19 日政治局会议点评

稳需求从“逆周期调节”到“供给侧结构性改革”

4 月 19 日政治局会议肯定了一季度经济开局良好，同时强调“以供给侧结构性改革的办法稳需求”，此前的逆周期调节政策转向以稳为主，政策重心转向强调经济增长质量和结构转型。

- 政治局会议指出，“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，乐观的判断基于良好的数据，良好的数据则来自积极的政策。
- 在肯定一季度经济增长的同时，会议强调“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”，政策重心发生微妙变化，在一季度数据表现良好的背景下，供给侧结构性改革再度被凸显，逆周期调节政策转向以稳为主。
- “以供给侧结构性改革的办法稳需求”，核心在于提升供给质量，促进经济转型。本次会议给出了推动制造业高质量发展，加强金融供给侧改革，坚持房地产长效调控机制，促进资本市场发展，扩大外资准入等具体方向。

相关研究报告

《行业景气跟踪 42》 20190418

《3 月和一季度经济数据点评》 20190417

《策略点评报告》 20190417

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

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。综合起来，我们认为本次会议以下几点值得关注：

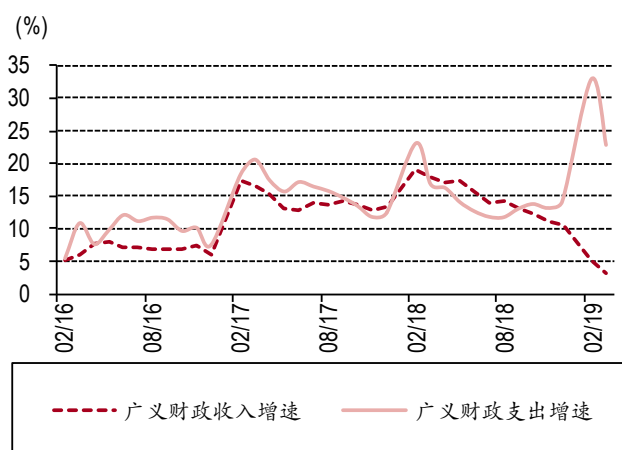
对经济形势的判断较此前更为乐观

会议指出，“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，而2018年底中央经济工作会议对2019年的判断是“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”，两者相比，本次会议明显更为乐观。

乐观的判断基于良好的数据。一季度，中国宏观经济数据表现亮眼，GDP同比增长6.4%，工业增加值同比增长6.5%，超出市场预期，正如会议所指出的，在良好的经济数据表现下，“市场信心明显提升”。

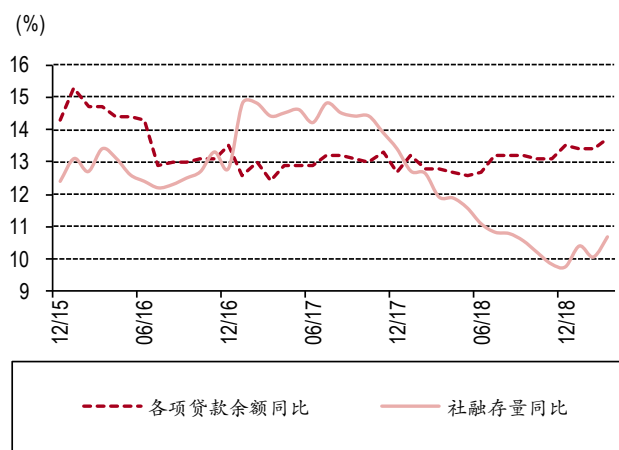
良好的数据则来自积极的政策。一季度，财政政策与货币政策积极的态势明显，一季度广义财政支出（预算内支出加政府性基金支出）增速达到22.8%，远超历年同期水平；社会融资规模也扩大到8.2万亿元，存量社融增速回升至10.7%。

图表 1. 一季度广义财政支出增速大幅提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 一季度社会融资规模存量增速回升



资料来源：万得，中银国际证券

近期，IMF再度下调2019年全球经济增长预期，同时下调美欧等主要经济体2019年经济增速预测，唯独将中国2019年经济增长预期自1月的6.2%上调至6.3%。体现出市场对中国积极的政策效果的认同。

关注总需求管理政策的微妙变化：注重以供给侧结构性改革的办法稳需求

在肯定一季度经济增长的同时，会议指出，“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”。更多强调结构性问题意味着政策重心发生微妙变化，从2018年底中央经济工作会议强调“宏观政策要强化逆周期调节”转向“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”。

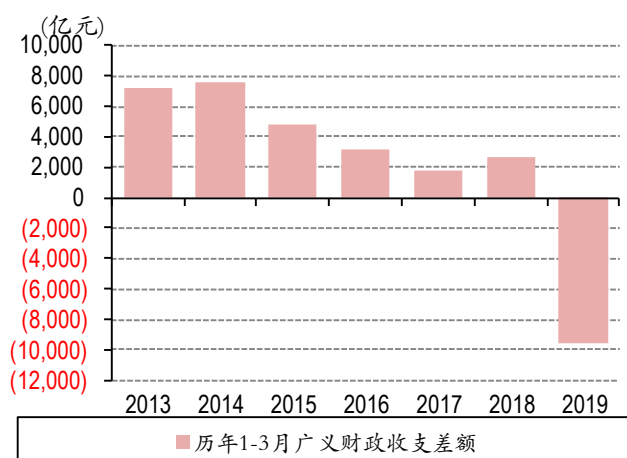
我们认为，上述政策方向的微妙变化并不突兀，只是政策在不同宏观背景下侧重点的区别。2018年底中央经济工作会议已经提出“我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的”，但当时需求端压力较为明显，因此政策更多放在逆周期调节方面。而今，在一季度数据表现良好的背景下，供给侧结构性改革自然再度被凸显。

逆周期调节政策转向以稳为主

会议延续了“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度”的提法。然而，就财政政策而言，一季度广义财政支出增长 22.8% 的同时，广义财政收入仅增长 3.3%，一季度广义财政出现历史同期首次大额赤字，因此后续财政政策很难维持一季度的力度。就货币政策而言，一季度的天量信贷同样难以维持如此力度。

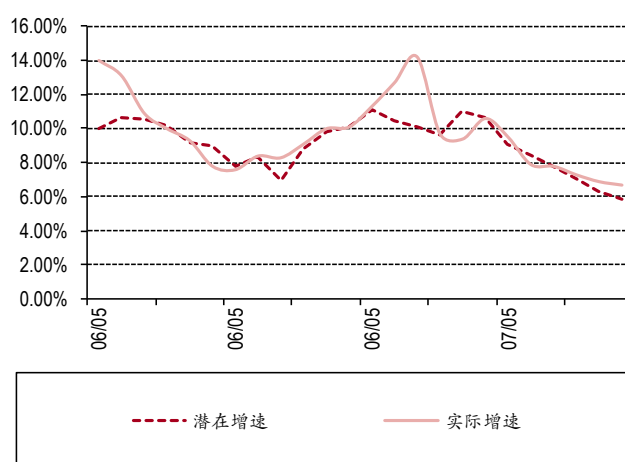
更为关键的是，如我们此前多次指出的，在潜在增速仍处下行的背景下，单纯依靠总需求管理政策提升经济增速仅能治标，不能治本。而根据我们的测算，2008 年以来，全要素生产率改善在潜在增速中的贡献为负，直接导致了中国经济潜在增速的下行，这也是中国经济实际增速从 2011 年以后长期处于下行通道的关键。

图表 3. 一季度广义财政支出大幅超过收入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2008 年以来潜在增速下行



资料来源：万得，中银国际证券

从这一角度看，“以供给侧结构性改革的办法稳需求”意味着此前的逆周期调节政策稳定经济增速的效果已经显现，经济重心再度转向结构调整。而在全球经济仍处下行周期的背景下，逆周期调节政策也不会退出，而是转向以稳为主，意为为后续的转型和改革创造空间。

继续强调经济增长质量和改革

所谓“以供给侧结构性改革的办法稳需求”，核心在于提升供给质量，促进经济转型。本次会议明确指出“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”，正如我们此前多次指出的，面对当前中国的结构性问题，除了总需求管理政策外，更应相对淡化对经济增长率的考量，而更多关注中长期经济增长质量。而从供给端看，全要素生产率的改善是提升经济增长动力的关键。回顾中国改革开放四十年的历史，全要素生产率的改善一方面来自改革开放过程中技术水平的提升，另一方面则来自制度变革所激发的微观主体活力。从这一角度看，从 2018 年底中央经济工作会议对“增强微观主体活力”的强调到本次政治局会议对经济增长质量的格外强调，意味着中国经济经历了十多年的经济增速下行，正走在重构中长期增长路径的关键环节。

就经济增长质量而言，本次会议给出了以下方向，这也是未来政策重心所在，具体包括：

(1) 延续中央经济工作会议对高质量制造业的强调，继续强调“把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托”，具体包括传统产业的转型升级和新兴产业的做大做强。

(2) 强调“加强金融供给侧改革”，我们认为，金融供给侧改革的核心是提升金融业服务实体经济的能力，除了包括银行业金融机构布局和业务方向调整，更多增加对中小企业服务之外；发展直接融资，改变以间接融资为主的融资体系，充分发挥非银行金融机构的风险定价能力，则是更为关键的方向；而利率市场化、疏通货币政策传导机制则是相关政策的必需背景。

(3) 坚持房地产长效调控机制。落实房住不炒，因城施策。正如我们此前所指出的，“房住不炒”的政策导向短期内不会改变，但为保证市场的平稳回落，部分地区的行政性限制措施有可能逐步退出，即房地产政策将保持一定的区域灵活性。考虑到土地市场增速明显放缓，我们预计 2019 年房地产投资仍以平稳回落为主。

(4) 促进资本市场发展，扩大外资准入等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_13014

