

强调“改革”，弱化“刺激”

——中央政治局会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 着重强调经济问题是结构性的、体制性的

虽然前几次重要会议也强调过中国当前经济问题既是周期性的，也是结构性的，但是这次会议，着重强调了“国内经济存在下行压力……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”，同时强调，“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”。这实际上是在强调依靠供给管理来实现经济增长，强刺激的可能性下降。首先，需求管理只能熨平经济波动，不可能使经济增速偏离经济增长路径（潜在经济增速）太多，而经济增长的源泉则来自技术进步、资本积累和劳动力等，对于转型国家，制度改革也很重要。发达国家的制度比较成熟，对外开放水平较高，当经济周期处于衰退阶段，更偏重利用需求管理政策，熨平经济波动。但是中国作为转型国家，现代化经济体系有待完善，很多制度可以迅速改善，比如联产承包责任制，从而提升潜在经济增速，增加经济的供给能力。其次，随着我国科学技术逐渐接近发达国家，“后发优势”越来越弱，同时，资源方面的约束也越来越强，加大对外开放，不仅有利于扩大外需，实现需求扩张，还有利于中国学习国外的先进技术，利用国外资本、资源，实现供给扩张。

● 注重以供给侧结构性改革的办法稳需求

今年以来适时适度实施宏观政策逆周期调节，一季度GDP增速和去年四季度持平，经济失速的风险下降，利用高强度逆周期政策稳需求的必要性下降。在潜在经济增速下滑情况下，大规模逆周期刺激需求，最终将导致债务风险和严重的通货膨胀。会议强调未来将“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求”，这种提法是第一次，但是内涵在以前的会议中也有提及，这次是着重提出来，预计后期的货币政策、财政政策都将是适度的，避免“大水灌溉”“重走老路”。利用供给侧结构性改革的办法稳需求，包括制度、产品等方面的有效供给增加。中国不缺高质量需求，缺少的是高质量供给。供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法配合市场化改革，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。

● 以关键制度创新促进资本市场健康发展

会议指出，“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”。我国设立科创板并试行注册制，是当下资本市场发行制度的重大改革，也是未来我国资本市场改革的一个重要突破口。我们还注意到，4月19日中金所再次调整股指期货的手续费、单个合约上限以及中证500的保证金标准，股指期货向恢复常态化又迈进了一大步。短期来看，中金所股指期货的全面松绑政策有利于改善市场的流动性。长期来看，股指期货的全面松绑将会更好的发挥期指本身套期保值功能，吸引长线资金进入。整体来看，随着市场反弹，对股指期货的全面松绑有助于恢复股指期货常态化交易，股指期货的流动性有望获得显著提升，同时也有助于发挥股指期货对于现货价格的稳定功能，对于长线资金，可以通过空仓满足自身的风险管理要求、规避风险，也有助于吸引更多的中长线资金不断进入我国已经反弹起来的资本市场，增大资金的持仓信心，降低市场波动。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：松基建，紧地产；扩财政，强内需；促开放，推改革——中央政治局会议点评

2018-7-31

宏观报告：政策已现微调——兼论当前经济与市场形势

2018-7-4

宏观报告：政策微调下的流动性边际改善

2018-5-31

宏观报告：计划赶不上变化快——当前宏观经济形势分析

2018-5-3

宏观报告：流动性边际改善，风险偏好趋回升——2018年中国经济金融展望

2018-3-19

目 录

1、 政治局会议要点对比.....	3
2、 着重强调经济问题是结构性的、体制性的.....	4
3、 注重以供给侧结构性改革的办法稳需求.....	4
4、 以关键制度创新促进资本市场健康发展.....	4

图表目录

图 1: 2018 年 12 月和 2019 年 4 月政治局会议要点对比	3
图 2: 股指期货松绑时间表和路线图	5

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》。对此，我们有如下理解：

1、政治局会议要点对比

图1： 2018 年 12 月和 2019 年 4 月政治局会议要点对比

	2018 年 12 月政治局会议	2019 年 4 月政治局会议
经济形势判断	各项宏观调控目标可以较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，人民群众得到更多实惠，保持了经济持续健康发展和社会大局稳定，朝着实现第一个百年奋斗目标迈出新的步伐。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。	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。 但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
经济工作目标	统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，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	做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。（ 不再提“六稳目标” ）
政策思路	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。	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。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
三大攻坚战	继续打好三大攻坚战	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
供给侧改革	坚持以供给侧结构性改革为主线	注重以供给侧结构性改革的办法稳需求；加快金融供给侧结构性改革
货币财政政策	-	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度
产业政策	推动制造业高质量发展，推进先进制造业与现代服务业深度融合。	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。
资本市场	-	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

资料来源：新华社，新时代证券研究所

通过对比发现，本次会议内容和以前不一样的地方主要有以下几方面：第一，强调“**一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好**”。今年以来适时适度实施宏观政策逆周期调节，一季度 GDP 增速和去年四季度持平，经济失速的风险下降。第二，强调“**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**”。第三，强调“**注重以供给侧结构性改革的办法稳需求**”。第四，强调“**要以关键制度创新**

促进资本市场健康发展”。对于后三点，我们将着重解读。

2、着重强调经济问题是结构性的、体制性的

虽然前几次重要会议也强调过中国当前经济问题既是周期性的，也是结构性的，但是这次会议，着重强调了“国内经济存在下行压力……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”，同时强调，“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”。这实际上是在强调依靠供给管理来实现经济增长，强刺激的可能性下降。

首先，需求管理只能熨平经济波动，不可能使经济增速偏离经济增长路径（潜在经济增速）太多，而经济增长的源泉则来自技术进步、资本积累和劳动力等，对于转型国家，制度改革也很重要。发达国家的制度比较成熟，对外开放水平较高，当经济周期处于衰退阶段，更偏重利用需求管理政策，熨平经济波动。但是中国作为转型国家，现代化经济体系有待完善，很多制度可以迅速改善，比如联产承包责任制，从而提升潜在经济增速，增加经济的供给能力。

其次，随着我国科学技术逐渐接近发达国家，“后发优势”越来越弱，同时，资源方面的约束也越来越强，加大对外开放，不仅有利于扩大外需，实现需求扩张，还有利于中国学习国外的先进技术，利用国外资本、资源，实现供给扩张。

3、注重以供给侧结构性改革的办法稳增长

今年以来适时适度实施宏观政策逆周期调节，一季度 GDP 增速和去年四季度持平，经济失速的风险下降，利用高强度逆周期政策稳需求的必要性下降。在潜在经济增速下滑情况下，大规模逆周期刺激需求，最终将导致债务风险和严重的通货膨胀。会议强调未来将“注重以供给侧结构性改革的办法稳增长”，这种提法是第一次，但是内涵在以前的会议中也有提及，这次是着重提出来，预计后期的货币政策、财政政策都将是适度的，避免“大水灌溉”“重走老路”。

利用供给侧结构性改革的办法稳增长，包括制度、产品等方面的有效供给增加。中国不缺高质量需求，缺少的是高质量供给。在缺乏有效供给时，由于居民的消费边际效用递减、企业的资本边际报酬递减，需求管理的效果会越来越弱，而且还容易引发债务风险、通货膨胀、资产价格泡沫等。过去供给侧结构性改革方面的“三去”政策属于供给侧做减法，而现在去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法配合市场化改革，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。

4、以关键制度创新促进资本市场健康发展

会议指出，“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”。我国设立科创板并试行注册制，是当下资本市场发行制度的重大改革，也是未来我国资本市场改革的一个重要突破口。科创板试点注册制，有利于吸引更多创新型企业 and 科技公司上市，降低主板市场对其财务要求，加快其上市进程，提高资源配置效率，从而更好地服务实体经济发展。如果注册制运行良好，注册制有望推广到其他板块，从而完善资本市场制度，促进整个经济效率的提高。

金融供给侧改革再发力，股指期货迎全面“松绑”。会议明确加快金融供给侧

结构性改革，4月19日中金所宣布，自2019年4月22日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。这是自2017年2月16日股指期货首次出现松绑之后，股指期货的第四次松绑，无论是保证金、过度交易手数还是平仓收费标准都在逐步向2015年股灾前水平靠拢。

短期来看，中金所股指期货的全面松绑政策有利于改善市场的流动性。由于2015年针对股指期货在市场当中表现出的非理性助跌作用，中金所规定，股指期货的保证金提高至40%，平仓手续费用高达万分之二十三，非套期客户单日交易量超过10手将被视为异常交易行为，从此股指期货交易清淡。此次股指期货松绑将会吸引更多的资金参与股指期货交易，市场的流动性大大改善，流动性的增加会促进股指期货贴水的快速回归，对市场信心有一定提振作用，吸引量化投资者重新回归市场。

长期来看，股指期货的全面松绑将会更好的发挥期指本身套期保值功能，吸引长线资金进入。从国际市场经验来看，股指期货有助于实现价值发现和风险管理功能，利好量化投资策略中的阿尔法策略以及和股指期货相关的CTA策略和套期保值策略，对于吸引长线资金的入市起到至关重要的作用。随着我国资本市场对外开放，要想吸引更多海外长线资金，需要完善市场的风险对冲工具，因此实现股指期货松绑是我国实现制度创新促进资本市场健康发展的关键一步。

整体来看，随着市场反弹，对股指期货的全面松绑有助于恢复股指期货常态化交易，股指期货的流动性有望获得显著提升，同时也有助于发挥股指期货对于现货价格的稳定功能，对于长线资金，可以通过空仓满足自身的风险管理要求、规避风险，也有助于吸引更多的中长线资金不断进入我国已经反弹起来的资本市场，增大资金的持仓信心，降低市场波动。

图2： 股指期货松绑时间表和路线图

调整时间	保证金			过渡交易标准	平仓交易手续费标准
	中证 500	上证 50	沪深 300		
股灾前	10%			600 手	0.0023%
2015 年 9 月 7 日	40%			10 手	0.2300%
2017 年 2 月 16 日	30%	20%		20 手	0.0920%
2017 年 9 月 15 日	30%	15%		20 手	0.0690%

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_13017

