

2019 年 04 月 21 日

宏观研究

研究所

证券分析师：樊磊 S0350517120001
021-60338120 fanl@ghzq.com.cn

政治局会议对市场关心问题的答案是什么？

——4 月 19 日政治局会议点评

事件：

政治局 4 月 19 日召开会议，分析当前经济形势，部署经济工作。我们认为会议传递了货币政策回归稳健的信号。但是历史经验显示政策转向之后信贷货币增速不见得立即会出现拐点；同时在财政政策和改革加速有望支撑经济的背景之下，我们更倾向于认为经济同比逐步企稳并略有反弹的态势仍将在至少在未来两个季度持续——较市场一致预期乐观。

投资要点：

■ **货币政策结束偏宽松、回归稳健。**从新华社对政治局会议报道的通稿来看，本次政治局会议对于当前经济的判断比此前乐观，因此在未来政策目标上也做了调整。与去年 12 月份会议的通稿相比，删去了“六个稳”的目标，而增加了“坚持结构性去杠杆”的要求，传递了非常明确的货币政策结束宽松、回归稳健、着眼防范长期金融风险的信号。目前看来，信号比我们此前的判断（不会更宽松）更加严厉一些，并可能短期冲击市场情绪。实际上，近期货币市场利率已经有所上行，已经反映出货币政策出现了微调。

■ **广义社融同比增速会马上出现下行拐点吗？**这可能是当前市场最关心的问题之一。原则上，从去杠杆或者退一步说稳杠杆的角度考虑，在当前广义社融增速和 M2 增速都已经高于了名义 GDP 增速的情况下，信用扩张增速的确存在一定下行的压力。然而，我们看到会议对去杠杆的表述是“结构性去杠杆”，这可能为政策执行提供了一定的灵活性。而且会议依然承认“国内经济存在下行压力”，而在政策目标中“稳增长”仍然排在首位——在促改革、调结构、防风险之前。我们因此更倾向于认为未来两三个月不会出现广义社融同比趋势性下行的严厉政策——在经济企稳基础尚不牢固的情况下，政府应该会从 2018 年的经济超预期下滑中吸取教训。

实际上，从 2009 年以来几轮刺激政策的终结来看，货币市场利率的上行通常是最领先的，而信贷指标同比拐点何时出现似乎取决于货币市场利率上行的程度。例如 2009 年 6 月货币市场利率就开始从底部回升，但比较温和，于是 M2 同比见顶出现在 2009 年 11 月，滞后 5 个月；但是在 2013 年 5 月和 2016 年 10 月货币政策调整中，货币市场利率上升的则比较剧烈，广义社融的同比见顶几乎同步出现。在当前的经济环境下，我们认为货币市场利率不具备大幅上行

相关报告

《2019 年 1 季度经济数据点评：上调 GDP 和 CPI 预测》——2019-04-18

《3 月贸易数据点评：对出口增速反弹不宜过度乐观》——2019-04-14

《《2019 年新型城镇化建设重点任务》点评：放宽落户会导致房价上涨吗？》——2019-04-13

《3 月 PMI 数据点评：工业生产短期或有企稳》——2019-03-31

《近期房地产税引发关注点评：关于房地产税你应该知道什么？》——2019-03-28

的基础。

- **经济怎么看？财政政策等其它刺激措施仍有望支撑经济。**对经济的拐点而言，我们认为可能更晚一些。一方面，如果信用扩张还没有立即进入下行拐点，就不能轻言经济下行的拐点；另一方面，4月减税、5月降费、以及包括发改委可能刺激汽车、家电等消费发展“循环经济”等其它政策刺激还有可能对于经济构成支撑。同时此前中国工业企业部门去杠杆和过剩产能领域的局部出清也在一定程度上提升了中国经济的韧性（《中国会陷入资产负债表型衰退吗？》）。我们认为经济同比逐步企稳并略有回升的趋势并没有结束，对于经济的下行拐点不宜过早做出判断。实际上，如果经济出现温和企稳回升，名义GDP增速上行，反而也会减少社融增速需要下行的程度，有利于去杠杆。
- **“体制性”改革能有多少进展？**会议关于“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”的表述中，“体制性”一词的出现极其引人注目。与此相承接，“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”的论述则体现出决策者以体制改革提振中国经济的决心——这是非常积极的信号。

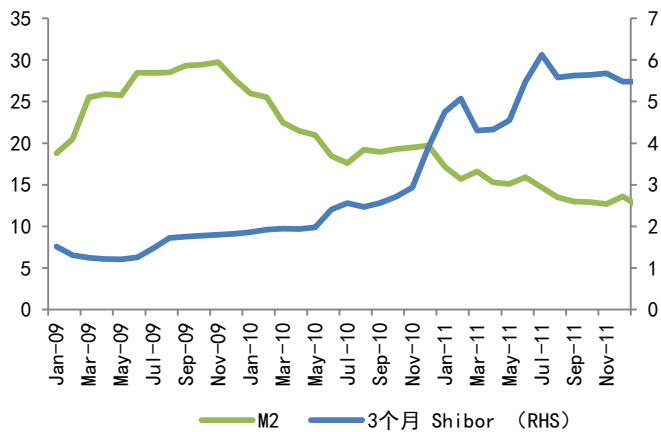
近期以来，诸多领域的改革有一些加速的迹象。多家外资券商拿到A股牌，大城市进一步开放落户，和以格力电器混改为代表的国企改革等都具有标志性的意义。如果格力电器国有股权能够顺利转让给非国有机构——已经获得国务院国资委的认可——确实是具有实质突破、能够带来全要素生产效率提升的“真改革”，也有助于提振市场信心和支撑经济增长。

然而我们也必须认识到，在比经济体制改革更深层次改革目前难以取得进展的情况下，通过改革全面释放社会生产力的空间仍然是有限的。以格力的混改为例，其主要依据的是“充分竞争领域的商业类企业，国资可以不谋求绝对和相对控股”。这当然意味着今天许多处于一般竞争性行业的国企仍有进一步改革的空间。然而，这个原则，并没有突破20年前朱镕基总理主导国企改革定下的“抓大放小”的框架。

- **继续密切关注房地产税的进展。**会议重提“房住不炒”无疑有利于稳定市场预期，防范近期部分城市出现的房地产过热的苗头。而“房地产要落实好一城一策、因城施策”也意味着房地产调控不会回到2018年下半年严厉调控的状态。比较平衡的政策安排应该说符合市场预期。但是“（落实）城市政府主体责任的长效调控机制”的表述或意味着推进房地产税的努力仍在进行之中（参见《关于房地产税，你应该知道什么？》）。

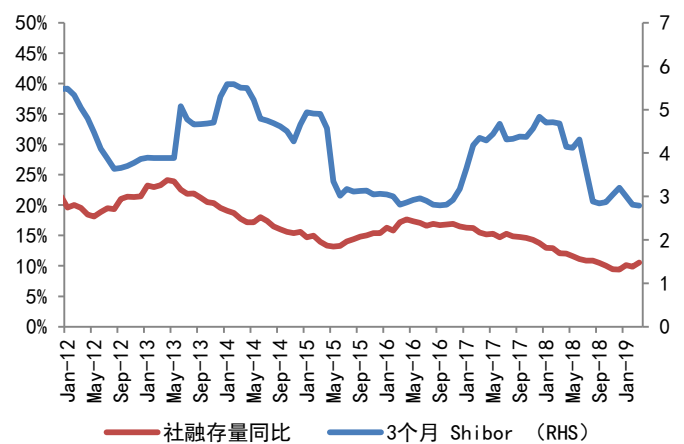
风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

图 1: 2009 年政策周期收缩开始于当年 6 月



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 2013 年 5 月及 2016 年 10 月的政策紧缩



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券并可能进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或安全融

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_13027

