

“4.17”政治局会议解读

淡化经济增速，更大政策对冲，释放改革红利

■ 核心观点

第一，首提“六保”，更加突出底线思维。“六稳”和“六保”唯一的重合就是就业，且都放在首位，可见就业形势的重要性。我们认为保就业需要财政纾困和经济刺激共同发力。对受损较大的个体和企业进行直接的补贴纾困，短期有助于防止大量的企业破产和居民的收入过快下滑。当然，中长期就业问题的缓解仍需要经济增长的拉动。

第二，淡化经济增速，更加强调脱贫攻坚。本次政治局会议提及“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，这与3.27政治局会议提法“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”存在显著不同，在一季度GDP大幅负增长的背景下，不必过于追求小康任务中GDP翻番的目标。不过，我们认为设置温和的全年经济增长目标，如2-3%，仍然非常必要：其一，一定的经济增速是保就业的重要前提；其二，合理的经济增速是确保不发生系统性金融风险的基础；其三，设置经济增长目标有助于调动地方政府的积极性。

第三，逆周期调控政策将继续加码。本次会议提及“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，3.27政治局会议是加大，从加大到更大，表明后续力度会进一步加码。积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，这与3.27政治局会议的表述一致。预计财政政策在两会之后会显著发力。

第四，投资方面，传统基础设施和新型基础设施投资两手抓，“房住不炒”再次被提及。不管老基建还是新基建，都要求是有效投资，避免产生2008年国际金融危机后“四万亿”刺激留下的后遗症。

第五，以要素市场化改革为抓手，推动高水平的区域经济一体化。回顾中国改革开放的历史，可以发现每当经济陷入低谷时，都会出台重大的结构性改革举措来重振经济。未来将通过促进要素市场自由化流动和价格市场化形成机制，推动高水平的区域经济一体化，释放我国跨区域经济活力，提振中长期经济潜在增速。

本周市场重点

4月17日，在一季度经济数据公布之后，中共中央政治局召开会议。面对新冠疫情对经济发展带来前所未有的冲击，本次会议的部署至关重要。具体来看，本次政治局会议释放了如下信号：

第一，首提“六保”，更加突出底线思维。会议强调，当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳预期）转为“六保”（保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转）是中央面对疫情冲击基于底线思维提出的要求。“六稳”和“六保”唯一的重合就是就业，而且都放在首位，可见就业形势的重要性。

3月份城镇调查失业率为5.9%，较2月份下降0.3个百分点，但依然处于高位。如果考虑到大量农民工尚未返城置业、部分小零售商店小餐饮饭店仍在关门以及今年的870万高校毕业生，我国的就业形势非常严峻。疫情对城市低收入群体、农民

工以及中小微企业冲击最大，我们认为保就业需要财政纾困和经济刺激共同发力。对受损较大的个体和企业进行直接的补贴纾困，短期有助于防止大量的企业破产和居民的收入过快下滑。当然，中长期就业问题的缓解仍需要经济增长的拉动。

第二，淡化经济增速，更加强调脱贫攻坚。本次政治局会议提及“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，这与3.27政治局会议提法“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”存在两点不同：其一是脱贫攻坚目标任务提前，重要性凸显；其二，确保实现小康社会目标任务有所松动。这意味着在一季度GDP大幅负增长的背景下，不必过于追求小康任务中GDP翻番的目标，淡化经济增速。

虽然不必过于追求GDP翻番的目标，但我们认为设置温和的全年经济增长目标，如2-3%，仍然非常必要：其一，一定的经济增速是保就业的重要前提；其二，合理的经济增速是确保不发生系统性金融风险的基础，经济失速下滑会加快金融风险的暴露，如地方政府债务风险、中小银行不良资产风险等；其三，设置经济增长目标有助于调动地方政府的积极性，“六保”的要求难以量化，无法对地方政府形成约束。

第三，逆周期调控政策将继续加码。本次会议提及“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，3.27政治局会议是加大，从加大到更大，表明后续力度会进一步加码。积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，这与3.27政治局会议的表述一致。财政“三支箭”仍为提高财政赤字率、扩大专项债的规模以及发行特别国债。预计赤字率达到3.5%、地方政府专项债规模在3.5万亿以上，特别国债规模在2万亿左右，财政政策在两会之后会显著发力。货币政策宽松的手段进一步明确，运用降准、降息、再贷款等手段，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。预计全年仍会有2-3次降准，OMO-MLF层面降息15-20BP，存款基准利率作为潜在的政策工具，调整的顺序滞后于降准和OMO-MLF层面的降息。

第四，投资方面，传统基础设施和新型基础设施投资两手抓，“房住不炒”再次被提及。固定资产投资是托底经济增长的重要抓手，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资是重要方向。新基建短期有助于稳增长，长期也符合经济转型的方向，但由于体量相对较小，短期难以完全承担稳增长的重任。这要求老基建和新基建要两手抓，不管老基建还是新基建，都要求是有效投资，避免产生2008年国际金融危机后“四万亿”刺激留下的后遗症。此外，本次会议再次提及“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”（3.27政治局会议未提），这意味着房地产调控不会大幅放松，仍将继续落实因城施策。

第五，以要素市场化改革为抓手，推动高水平的区域经济一体化。本次会议提及“善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制”，这与4月9日出台的《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》一致。回顾中国改革开放的历史，可以发现每当经济陷入低谷时，都会出台重大的结构性改革举措来重振经济，如80年代初农村的联产承包责任制和城市的放权让利改革、90年代初小平南巡讲话和14届三中全会后确立社会主义市场经济道路、90年代末2000初国企下岗分流、住房商品化改革和中国加入WTO。《意见》分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向，通过促进要素市场自由化流动和价格市场化形成机制，推动高水平的区域经济一体化，释放我国跨区域经济活力，提振中长期经济潜在增速。

上周市场动态

■ 海关总署公布3月份外贸数据：进出口增速双双边际改善

事件：4月14日，海关总署公布了2020年3月份外贸数据：3月份，我国出口同比增速-6.6%（前值-17.2%）；进口同比-0.9%（前值-4.0%）；贸易差额199亿美元（前值-80亿美元）。

点评：针对3月份外贸数据，我们有以下观点：1）导致3月份出口增速边际改善的主要原因在于随着我国复工复产的推进，前期因延期复工积压的出口订单陆续交付。导致进口改善的原因是随着国内工业生产和居民生活逐步恢复，国内市场潜力逐步释放，内需回暖支撑进口增速改善。此外，随着中美第一阶段经贸协议的逐步落地，大豆、猪肉、棉花等商品自美进口增长迅速，也对我国进口形成一定支撑。2）受英国脱欧以及欧盟经济不景气的影响，东盟取代

欧盟成为我国第一大贸易伙伴。3) 考虑到我国部分外贸行业处于“两头在外”，海外疫情的发展程度不一，海外不同国家经济体的经济停摆程度存在差异，这会对我国的部分行业的进口产生扰动，进口增速难以持续改善。4) 整体来看，进口增速的表现好于出口增速，这意味着我国的贸易顺差难以持续回升，不排除再次出现贸易逆差，外贸对经济的拉动减弱，经济下行压力增大。

■ 央行开展 1000 亿元 1 年期 MLF

事件：4月15日，央行开展1000亿元1年期MLF，中标利率下调至2.95%。

点评：本次MLF操作下调20BP，表明政策体系联动调整，货币逆周期调节力度有所加大：1) 此次MLF利率下调是2019年11月以来的第三次下调，同时也是疫情期间的第二次下调，上个月30日，7天逆回购利率下降了20BP。2) 从过去几个月的经验看，央行形成了“逆回购-MLF-LPR”引导资金成本下行的操作模式，这表明4月份调降LPR利率已成大概率事件。3) 本周开展1000亿元1年期MLF操作对冲了流动性到期给市场资金面带来的压力，同时也达到了降低负债成本的作用。4) 当前我国疫情防控取得了阶段性成果，然而海外疫情仍在持续，未来外需面临较大冲击，逆周期的货币宽松还在持续，市场还在关注后续是否存在基准利率下调以及全面降准对信心予以提振。

■ 一季度经济数据发布：经济低谷已过，后续缓慢修复

事件：4月17日，国家统计局发布了今年一季度GDP数据。一季度国内生产总值206504亿元，按可比价格计算，同比下降6.8%；3月份，全国规模以上工业增加值同比-1.1%，前值为-25.9%；1月份至3月份，全国固定资产投资累计同比-16.1%，1月份至2月份为-24.5%；3月份，社会消费品零售总额同比-15.8%，前值为-20.5%。

点评：3月份统筹疫情防控和经济社会发展成效显著，主要经济指标降幅呈现不同程度收窄，其中投资回升相对较快，尤其是房地产投资和基建投资，消费回升相对较慢。一季度GDP实际增速为-6.8%，经济低谷已过。展望后市，经济将会缓慢修复，难以出现大幅的V型反转，预计二季度GDP增速将会小幅转正，至于全年的经济增长目标仍待两会明确。后续经济修复的挑战主要来源于外贸和消费。海外疫情仍在蔓延，不排除跨年的可能，外需的大幅走弱将会体现在二季度的外贸数据。外贸持续的大幅下降不仅仅只影响作为“三驾马车”的净出口，还会影响消费和制造业投资。消费的挑战来源于居民收入增速的下滑、消费信心的低迷以及消费习惯的可能改变，消费占GDP的比重超过60%，稳消费对于稳经济至关重要。当前逆周期调控方面，货币政策稳健较为宽松，积极的财政政策落地较为缓慢，赤字率、专项债、特别国债的规模都尚未明确，后续需要关注财政发力的幅度。此外，应当关注结构性改革落实，快速推动高质量的区域经济一体化建设，落实土地制度、户籍制度等改革。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.04.17)	最新值分位	本周均值 (2020.04.13-04.17)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.46	71.6%	1.81	74.5%	21.64	-0.96
R007	2.09	67.4%	2.21	69.4%	2.87	-16.69
SHIBOR:3M	2.20	75.9%	2.22	75.9%	-11.02	-32.37
1年期国债收益率	1.92	70.5%	1.91	70.1%	-2.79	-5.19
10年期国债收益率	2.68	64.1%	2.61	63.8%	-8.39	-17.75
1年期国开债收益率	2.09	68.1%	2.03	67.2%	-7.11	-1.10

10年期国开债收益率	3.06	64.8%	3.06	64.3%	-11.31	-13.28
美元兑人民币:中间价	7.00	72.2%	6.96	71.5%	0.10%	-0.30%
美元指数	98.49	65.4%	96.83	56.8%	-0.50%	-7.00%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_5719

