

迟来的会议，没来的转向

李奇霖

联讯证券董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室特聘研究员

张德礼

联讯证券研究院宏观组

钟林楠

联讯证券研究院宏观组

按照惯例，7月份的政治局会议在25号左右。今年由于领导人出访等原因，稍晚了几天。二季度，尤其是6月以来，部委之间、市场人士之间围绕经济和政策有不少争论，迟来的政治局会议如何定调，让大家更为期待。**整体来看，政策只是微调，远非转向。**

第一，对经济下行的担忧有所上升。针对经济形势，延续了4月23日政治局会议上“总体平稳，稳中向好”的说法，有点超预期，因为中观数据显示经济从一季度的“生产强需求弱”变为“供需两弱”。但总体平稳之下，增加了“稳中有变”，贸易战、地产投资回落都给经济施加了压力。中央对经济下行的容忍度高于市场预期，但也在最高层面对市场争论了很久的政策微调，做了确认。

第二，扩大内需置于调结构之前。前期央行、财政领导之间的政策之争，引发了广泛关注。这次会议强调“加强统筹协调，形成政策合力”。积极的财政政策没变，但是政策目标从一季度的“加快调整结构与持续扩大内需”，变成“扩大内需和结构调整”，扩内需的重要性置于调结构之上了。货币政策删掉中性，增加了“保持流动性合理充裕”。

我们认为，下半年财政政策的空间更大一些，如结构性减税，以及加快专项债发行(截至目前 1.35 万亿的额度只发了 11.7%)。货币政策集中在落实，包括引导定向降准资金流向小微企业、市场化债转股等。

第三，高度重视稳就业和稳经济。“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作”的提法，应该是第一次出现，核心其实还是稳就业和稳经济。

稳金融处于第二位，多少感到意外，因为去年以来针对金融整体是高压监管的。今年金融数据大幅收缩，并在二季度向实体经济形成负反馈。我们已经看到 7 月 20 日一行两会发文，在边际上有所放松，下一阶段针对金融业的监管将放缓。

稳投资位于倒数第二，意味着难以看到大规模的基建投资出台，基建投资增速个位是常态。针对城投融资的监管，也要满足 50 号文和 23 号的要求，符合“市场化原则”和“必要的在建项目”。

第四，去杠杆节奏放缓。之前传言去杠杆将转向稳杠杆，这次会上重申坚定做好去杠杆工作，但要把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。去杠杆的重点是地方政府和国企，但显然高压去杠杆中，民企和中小企业更受伤。目前来看，地方政府和国企去杠杆成效并不明显，这一块难以放松，未来任重道远。为了减少对民企和中小企业的误伤，节奏上要平稳，并通过机制创新，如 MLF 抵押品扩容等方式引导广义信贷流向这些企业，更好服务实体。

第五，落实对外开放。博鳌论坛上最高领导人将对外开放提升到更高层次，随后出台了不少措施，如降低汽车关税、放宽金融业限制等等。这次要求继续研究推出“管用见效”的重大举措，在降低关税、扩大市场准入方面，值得我们期待。稳外资是“六稳之一”，也单独提到了保护在华外资企业合法权益，预计将会在制度层面，如知识产权保护方面，出台一些措施。

第六，继续收紧地产政策。惯性思维下，经济下行信号出现时，放松地产总是被很多人提起，这次一样。相比于 423 政治局会议，此次会议对于房地产给出了明确的信号，要下决心解决好房地产市场问题，坚决遏制房价上涨，这有助于缓解了公众的压力。房地产问题是防风险和去杠杆的重要环节，不要挑战中央的底线。

针对开发商的融资监管难以放松，地产投资也将逐步回落。对地方政府而言，土地是最重要的抵押品，遏制房价上涨，意味着土地的抵押价值降低，地方政府要逐步摆脱对土地财政模式的依赖。

资料来源：Wind，联讯证券



第七，扩大民生支出应对去杠杆。去杠杆和去产能，可以看做是一枚硬币的两面。地方政府和国企去杠杆的方向没有变，而去产能要打通制度的梗阻，比如地方政府出于稳定税收和就业而延缓去产能的进程。去产能、去杠杆越深入，对就业的冲击会越来越明显。确保工资、教育、社保等基本民生支出，做好社会稳定工作，我们可能会看到长期的去杠杆和去产能。

整体来看，我们认为政策只是微调，远非转向。财政政策是下一阶段扩大内需的主力，监管方向未变，只是节奏上有所放缓，宽货币能否到宽信用还有待观察。在地方政府和平台公司融资继续受限的情况下，实体可能会延续低迷，不排除后续有更多的逆周期政策出台。

落实到资产配置，贸易战和经济下行预期下，股票市场缺少趋势性的机会。为保障债券市场的融资功能，降低企业债务偿还压力，我们可以相对确定的是，央行货币收紧的可能性较小，流动性会相对充裕。在资管新规细则明确老产品在过渡期内可以投资新资产的辅助下，短久期高票息是目前更好的策略选择。货币

政策没有大的放松，人民币汇率对美元指数变动已迅速调整，加之离岸人民币存款规模、结售汇数据等多个指标都显示贬值预期并不强，人民币并没有大的贬值压力。去产能、环保支撑大宗，但终端需求放缓，我们认为大宗价格下行的概率更大。