



稳定压倒一切

——2018年7月31日中央政治局会议点评

事件：中央政治局 7 月 31 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济研究工作。中共中央总书记习近平主持会议。

点评：总体来看，此次会议通稿反映出，在中美贸易摩擦持续升级的大背景下，外部风险已上升为我国经济运行中的主要矛盾，“稳增长”的重要性和紧迫性大幅上升。财政政策因而将更加积极，货币政策也存在结构性放松的空间，“补短板”和扩大开放将成为政策发力点。但政策宽松不会重回“大水漫灌”的老路，房地产市场的严控仍将持续，房地产投资将不会是“稳增长”的重点。

1. **对于经济形势的总体判断更为谨慎，外部矛盾重要性上升。**与 4 月会议通稿相比，经济“稳中向好”被更新为“总体平稳、稳中向好”，主要指标则由“总体稳定、协调性较好”变为“处在合理区间”。同时，此次通稿明确指出“当前经济运行稳中有变”、“外部环境发生明显变化”，而“三大攻坚战”出现的频率有所下降，指向中美贸易摩擦所带来的经济下行和国际政治经济秩序重构的压力已上升为我国经济运行中的主要矛盾。
2. **由此，尽管“稳中求进”的工作总基调不变，但政策重心更加向“稳”倾斜。**此次通稿中“稳”字共计出现 18 次，在下一阶段经济部署中“稳”字出现 14 次，并首次归纳出“六稳”——“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，指向在中美贸易摩擦的大背景下“稳增长”已成为首要政策目标。
3. **财政政策将更加积极。**与 4 月“同时要坚持积极的财政政策取向不变”的表述相比，7 月“坚持实施积极的财政政策”财政积极的方向更为明确。同时，对财政政策提出了具体的目标，即“要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，表明“稳增长”已成为当务之急。这与 7 月 23 日国务院常务会议要求“积极的财政政策要更加积极”的呼应，国务院常务会议上部署的减税降费、加快地方政府专项债发行和使用进度将在下半年成为财政政策更加积极的两大重点。
4. **货币政策存在结构性宽松空间。**货币政策基调由“稳健中性”变为“稳健”，而货币供给总闸门由“管住”调整为“把好”，并提到“保持流动性合理充裕”，货币政策立场有边际松动的迹象。但“闸门”仍在，意味着货币政策不会重复“大水漫灌”的老路，将以结构调整为主，致力于疏通货币政策传导机制、支持实体经济。在这一总基调下，国务院常务会议提出的“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”、支持小微企业融资等措施可望稳步推进。
5. **“补短板”和扩大开放将成为政策发力点。**此次会议提出“把补短板作为当前深化供给侧改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”，“补短板”在“三去一降一补”中的位次上升，目的仍然在于“稳增长”。会议提到的“短板”包括：基础设施、新动能和乡村振兴。此次会议的“补短板”的政策基调是对 7 月 23 日国务院常务会议提出“保障在建项目资金需求”的进一步确认。23 日后，市场结合国务院常务会议精神和央行释放 MLF 支持商业银行购买 AA/AA+ 信用债的政策，掀起了一波对城投债的投资潮，有效缓解了地方融资平台的资金紧张问题。此次政治局会议后，这一转向更加明朗，下一步可望对基建项目融资形成支撑。与此同时，扩大开放也将成为我国对冲中美贸易摩擦负面影响的重要举措。上海已于 7 月 20 日发布了“扩大开放 100 条”，北京则在 31 日出台了 117 条举措深化改革、扩大开放。两地带头，可望开启新一轮对外开放的浪潮。这些政策落地过程中，将形成新的投融资需求。

成亚曼 博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

6. **“去杠杆”将更加“柔性”。**在“防范化解金融风险取得初步成效”的基础上，会议提出“坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机”，一方面说明“去杠杆”的方向和目标不变，另一方面则表明“去杠杆”的方式将更加审慎灵活，实施“刚性去杠杆”政策的概率大幅降低。不过，会议提出“把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来”实施难度较大，仍然有待观察。
7. **房地产市场仍将严控。**会议指出要“整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，态度较 4 月更为坚决。这一方面是“去杠杆”和防范系统性风险的要求，另一方面也表明即便在外部重压之下，中央仍然希望实现经济增长新旧动能的切换，不希望重回依靠房地产拉动经济增长的旧模式。房地产投资将不会成为“稳增长”的重点。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。