



## 图解政治局会议

### 会议内容

- 分析研究当前经济形势和经济工作
- 审议通过《中国共产党统一战线工作条例(试行)》
- 审议通过《京津冀协同发展规划纲要》

### 经济形势

- 外部需求收缩
- 经济运行走势分化
- 内部多种矛盾聚合
- 下行压力仍然较大

### 应对思路

- 坚持稳中求进工作总基调
- 坚持以提高经济发展质量和效益为中心
- 坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路
- 保持宏观政策连续性和稳定性
- 加大定向调控力度,及时进行预调微调

### 应对措施

- |    |                          |
|----|--------------------------|
| 财政 | 积极的财政政策要增加公共支出,加大降税清费力度  |
| 金融 | 注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道       |
| 投资 | 注重发挥投资的关键作用,认真选择好投资项目    |
| 改革 | 整体推进财税、金融、投融资体制改革        |
| 消费 | 努力提高消费品质量和服务水平,培育新的消费增长点 |
| 楼市 | 建立房地产健康发展的长效机制           |

编者按:4月30日,在“五一”国际劳动节前一天,中共中央政治局召开了一次重要会议。此次会议由中共中央总书记习近平主持,主要包括3个方面:分析研究当前经济形势和经济工作,审议通过《中国共产党统一战线工作条例(试行)》和《京津冀协同发展规划纲要》。尽管刊发出来的新闻稿不足2000字,却颇有风向标志味。在中国经济增速放缓、一季度GDP增速仅有7%的大背景下,中央会如何评价中国经济?未来会否祭出“天量投放”的刺激大招?京津冀协同发展又将如何展开?梳理会议公告,民生证券研究院进行了如下解读:

# 万物生长——写在中央政治局会议之后

■ 民生证券研究院执行院长 管清友  
■ 民生证券研究院宏观研究员 朱振鑫

## · 核心观点 ·

- 1.从强调“高度重视经济下行压力”等信号来看,4月底的这次政治局会议可能成为宏观管理从“供给收缩”转向“需求扩张”的重要分水岭,经历两年的政治整顿之后,政策重心开始重回经济建设。地方政府将结束过去两年的“休眠”,重新迎来“万物生长”的季节。
- 2.现在说“克强经济学”已经不太准确,应该叫“习李经济学”,思路上中西医结合。所谓中医,就是结构性改革,改善总供给。所谓西医,就是中央货币宽松+地方大搞基建,改善总需求。
- 3.货币宽松远未结束,刚到下半场。上半场只解决了银行间利率,下半场关键是解决实体利率,“疏通货币政策向实体经济的传导渠道”,降息、再贷款可能成为重要工具。
- 4.中央已开始着力解决“积极财政不积极”的现象,强调“增加公共支出”,并加快投融资体制改革,但短期来看,地方上的PPP和城镇化基金等融资模式还不足以弥补资金缺口。
- 5.财政放不开步子,疏通货币传导渠道还得靠政策性银行的“货币财政化”,通过所谓的“中国版QE”支持基建。伯南克的QE

- 是坐着直升机撒钱,周小川的QE是坐着推土机种钱。
- 6.“一带一路”、京津冀和长江经济带先后完成顶层设计,地方可能掀起继1992年(南巡)、2003年(新政府上任区域振兴)、2009年(4万亿元刺激)之后的第四次基建投资热潮。现在的“三大区域战略+互联网”就类似上一轮的东北振兴、西部大开发、西电东送、南水北调等。
  - 7.对市场来说,牛市的三个宏观驱动力有一定的量变,但还没有发生质变,即房地产下滑背景下的居民资产重配、政府信用收缩背景下的银行资产重配和经济下行背景下的货币宽松,尤其是第一个和第三个因素较为确定。第二个因素正在变化,但扭转方向需要时间。
  - 8.如果看不到以下信号,牛市的音乐就不会停止,舞会仍可以继续。1)地产销售持续好转;2)基建增速超30%;3)大宗商品持续反弹,PPI转正;4)CPI上行到3%以上,货币被动紧缩;5)注册制,大规模IPO。
  - 9.市场可能短期休整,但中期来看,一个“熊”市倒下去,千万个“牛”市站起来。

## 一、政治局会议三大看点

往年在4月25日举行的二季度政治局会议今年因为习总书记参加万隆会议略有推迟,但内容更加有料。总的来看,有三大看点:

1.分析经济形势仍然是主要议题,但这次会议更具转折点意义。不到2000字的公告中,几个信号非常明确。第一,强调“高度重视经济下行压力”,而去年仅是提到“经济下行压力依然存在”;第二,大篇幅讲了稳增长的思路,强调“积极的财政政策要增加公共支出”、“发挥投资的关键作用”;第三,针对官员的消极怠工,特别强调“各级领导干部领导经济工作要摆脱旧的路径依赖”、“调动各方积极性”。正如民生证券研究院反复提示的,事情正在发生变化。简单来说,中央的宏观管理思路已经出现重大转折,摒弃过去两年的“总供给收缩”,转向“总需求扩张”,而总需求扩张的主要思路是中央货币宽松+地方基建托底。

回过头看,本轮牛市的起点恰好是去年7月底的政治局会议,那次会议标志着中央政治态度的转变,改革明显加速。而这次政治局会议可能标志着中央经济政策的转变,宽松将明显加速。经济建设将取代政治整顿,重新成为施政重心。地方将结束过去两年的“休眠”,万物重新生长。

2.京津冀协同发展规划千呼万唤始出来,为地方基建带来新的催化剂。此前京津冀规划迟迟未出台,估计一方面是因为各方利益协调难度较大,

另一方面也是考虑冬奥会的不确定性。但随着奥组委完成最后一次实地评估,北京和张家口已经无限接近2022年冬奥会,在此基础上推出规划已无障碍。京津冀是习总书记亲自推动的一号工程,而冬奥会可能是习总书记任内唯一的一场国际体育盛会。当冬奥会遇上京津冀,自然是今年资本市场不可忽视的主题。从政策面来看,依然会重点支持“京津冀交通一体化、生态环境保护 and 产业升级转移”。

3.重新为国企改革校准,核心仍是提高核心竞争力。国企改革是过去30年最核心的一项改革,但也是最具争议的一项改革。从思路上看,各个时期波动很大。目前,中央的思路是“提高国企的核心竞争力”。对市场来说,可以重点关注国有企业的整合重组,尤其是央企合并。高铁和核电领域的合并一定不是最后一个。下一步,国家可能重点鼓励“走出去”、具有一定国际竞争力、产品附加值较高、行业内存在同质化竞争、垄断后对民间市场影响不大的一些行业内的央企继续整合。

但必须清醒地认识到,央企整合是一项难度极高的系统性工程,以往“整而不合”的失败案例也屡见不鲜(典型的就是中外运长航)。所以从2011年开始,中央就放弃了李荣融时代的激进思路,一直保持“成熟一家,重组一家”的节奏,所以像市场传言的那种集中大范围合并不会出现。

## 二、关于货币政策

货币宽松周期远未结束,但将逐步进入下半场,上半场主要解决了银行间利率(七天国债回购利率已稳定在3%以下),下半场主要目标是解决实体利率,“疏通货币政策向实体经济的传导渠道”。

一方面是价格工具,降息的脚步不会太远,李克强总理说企业的平均利润率才5%,而央行统计的贷款平均利率却在6%以上(3月是6.83%),央行

拿着这个接近200个基点的缺口显然是无法和中央交差的。

另一方面是数量工具,但思路上不再是单纯地加“水”,而是要加“面汤”,主要是通过再贷款、PSL等方式、依托国开行等载体支持公共部门的投资,可以叫“货币财政化”,也可以叫“中国版QE”。只不过伯南克的QE是坐着直升机撒钱,而周小川的QE是坐着推土机种钱。

## 三、关于财政政策

中央已经关注到“积极财政不积极”的问题,强调“增加公共支出”,调动各方积极性。地方政府可能改变过去两年“消极怠工”的“休眠”状态,掀起继1992年南巡、2003年区域振兴、2009年4万亿元刺激计划之后的第四次基建投资热潮。

每一届政府上任后都会兴起一阵基建热,但这届政府打破了这一惯例,基建热来得更晚一些(因为这届政府换届时的政治环境更不稳固,所以过去两年的重心一直在反腐和制度建设)。从基建的思路上看,有和过去类似的地方,依然是搞“区域振兴”,核心的就是“一带一路”、京津冀和长江经济带,尤其是“一带一路”,内外联动。但也有新意,一是更加注重“互联网+”为代表的信息基础设施投资,二是融资方式上更加依赖社会资本,通

过PPP和城镇化基金弥补资金缺口。

民生证券研究院预计,2015年要完成7%的GDP目标,基建投资增速至少要达到25%,规模达到14万亿元,这意味着后三个季度的基建投资将较一季度明显回升。其中,“铁公基”和水利环保是主要增长点。预计2015年交通运输投资达5.6万亿元,增速为30%,其中铁路投资1.1万亿元、公路投资3.3万亿元。水利环保和公共设施投资5.7万亿元,增速约为25%,其中水利投资约为7500亿元至8000亿元,环保投资300亿元,相应的公共设施投资为4.6万亿元。电力、热力、燃气及水生产和供应投资约2.6万亿元,其中电力热力投资为1.9万亿元,燃气投资为3000亿元,水生产和供应投资为3400亿元。

## 四、关于经济基本面

对市场来说,不管是“禁伞”,还是IPO,都只会影响牛市的节奏,但不会扭转牛市的的方向。首先,打压股市绝对不是监管层的初衷。在中央坚守系统性金融风险底线的前提下,降低企业融资成本和资产负债率的唯一途径就是加大股权融资,提高直接融资比例,这必须以一个人气的资本市场作为前提。其次,监管政策的收紧只会改变牛市的节奏,从不会改变牛市的的方向,决定牛市方向的依然是宏观基本面。

从基本面来看,本轮牛市的驱动因素有3个:房地产下滑背景下的居民资产重配、政府信用收缩背景下的银行资产重配和经济下行背景下的货币宽松。目前这些因素的确发生了一些变化,但还不足以扭转牛市的的方向:

第一,房地产下滑背景下的居民资产重配是长期的,这个因素变化不大。连续的降息降准和信贷政策调整虽对地产有提振,但效果并不明显,一季度销售还在大幅下滑,4月的高频数据也不乐观。中期内的库存压力和长期内的人口压力很难靠短期政策扭转,房地产作为一种高收益无风险资产的赚钱效应已经消失,房产造富时代结束,股权造富时代开始。

第二,政府信用收缩背景下的银行资产重配有所放缓,但方向未变。除了房地产之外,政府过去通过显性或隐性的信用担保提供了大量无风险的高收益资产,分流了大量银行资金。但随着“43号文”规范地方举债机制、刚性兑付逐步打破,银行失去了这个重要的资产配置方向,大量资金转向股市。

近期这个因素有些变化,地方政府正在设法绕开“43号文”,通过PPP和城镇化基金等“明股实债”的模式为银行提供新的政府信用资产,银行参与越来越多,但由于机制尚不成熟,进展比较缓慢,这种资产的量级还无法与此前的城投相比。

第三,经济下行背景下的央行货币宽松不仅没有改变风向,而且力度越来越大。如前所述,只要前两个因素不变,就意味着经济下行的趋势不变。为了对冲经济下行压力、缓释债务风险,货币宽松一定不会停止。

民生证券研究院认为,只要看不到下面这些信号,音乐就不会停止,牛市的舞会仍可以继续。第一,全国的房地产销售持续好转,库存明显去化,地产投资反弹。第二,政府大规模刺激超预期,基建投资重现30%以上的高增长。第三,社融和M2持续反弹,货币宽松转化为信用扩张。第四,CPI超上行到3%以上,迫使央行收紧货币政策。第五,注册制推出,大规模IPO开始。

从逻辑上看,第三和第四个信号都是前两个信号的结果,而第五个信号的影响还存在不确定性,所以最核心的还是前两个信号,但目前看,房地产销售仅在一线城市有所好转,持续性还有待观察,全国整体数据还在探底。基建方面,地方投资热情回升虽是趋势,但短期内融资问题依然是翻不过的大山。

一句话,只要基本面未变、熊市的信号尚未出现,那么一个“熊”市倒下去,就会有千万个“牛”市站起来。

