

# 研究报告

2018年第70期

2018.08.02

课题组组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：樊志刚 王小娥 杨苒  
朱妮 刘新

执笔人：朱妮

zhuni\_csjr@icbc.com.cn

## “稳”字当头 基建先行 ——7.31 中共中央政治局会议内容解读

### 要点

- 7月31日，中共中央政治局召开会议，对当前中国经济运行情况进行总结判断，对关键领域的改革进行下一步安排和部署。从会议内容看，目前中央对经济的总体判断更趋谨慎，“稳”字成为下半年主旋律，排在调结构之前。政策搭配上，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，强调财政政策要在扩大内需和调结构上发挥更大作用，预计下半年减税降费力度将进一步加大。货币政策表述有所放松，实际操作上也表现出定向宽松的特点，预计三季度还有一次定向降准，以提供“合理充裕”的流动性。逆周期调节主要工具中，房地产调控方向不变，基建投资被确认为下半年经济增长的主动力，焦点是补基建投资的区域短板和行业短板。会议首次提出“稳金融”，预示着在去杠杆大方向不变的前提下，节奏和力度将出现调整，防范化解金融风险将更好地与服务实体经济相结合。考虑到下半年基建投资的重要性，“信托业管理细则”可能延迟推出，以保证基建投资资金来源充足。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## “稳”字当头 基建先行

7月31日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。该会议对当前经济所处的复杂形势做出重要判断，对下半年经济增长的主动动力进行了确认，并对目前经济金融关键领域的改革做出了进一步部署。

**“经济运行稳中有变，外部环境发生明显变化”**。这是本次政治局会议对当前经济局势的总体判断。“稳中有变”是新提法，与过去两年“稳中向好”、“总体稳定”的表述有所不同，更多地强调当期经济运行中出现的新问题新挑战，中央对经济运行状况的评价更趋谨慎。我们认为，目前经济运行中的“变”主要体现在：一是中美贸易战演变升级的速度超过预期，中国经济面临的外部环境明显恶化。二是投资增速持续下行，消费增速跌破10%。三是下半年将迎来企业债券和非标债务到期高峰，民营企业债务违约风险进一步上升。四是市场对楼市调控放松的预期有所升温，投机力量蠢蠢欲动。

**“保持经济社会大局稳定”**排在**“深入推进供给侧结构性改革”**之前，首提**“六稳”**。面临新变化新挑战，会议提出**“要保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革”**。相比调结构，更加突出稳增长，以稳定增长避免出现系统性风险。并首次提炼出**“六稳”**：**“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”**。言下之意，只要做到了这**“六稳”**，经济就有望实现平稳健康发展，同时也暗含了在这六大领域存在**“不稳”**的因素和风险。具体来看，**“稳就业”**一直是经济发展中需要高度关切的社会问题，同时也是提振消费的不二选择。**“稳金融”**的提法首次出现，可以从三个方面理解：一是流动性总量层面，要通过适度调节货币闸门和去杠杆节奏，保持流动性**“合理充裕”**，保证社融和M2的适度增长。二是微观层面，要疏通流动性从金融体系流到实体经济薄弱环节的传导机制，避免资金违规流向房地产、僵尸企业等限制性领域，催生新的风险。三是金融市场层面，中美贸易摩擦直接冲击中国的汇率市场和股票市场，在非常时期，中央可能出手干预，缓解金融市场风险，防范金融系统性风险。**“稳**



外贸”和“稳外资”主要针对的是中美贸易战。改革开放40年，我国全要素生产率对经济增长的贡献达到33%，其中，贸易和利用投资的技术外溢效应占全要素生产率的30%。一旦贸易和投资中断，技术进步对经济增长的贡献将大大减少，对我国经济未来发展造成重大打击。因此，本次会议专门提出“保护在华外资企业合法权益”、“要落实扩大开放、大幅放宽市场准入的重大举措，推动共建‘一带一路’向纵深发展”，“精心办好首届中国国际进口博览会”。“稳投资”反映了中央对于下一阶段经济增长动力的判断。扩大内需是下半年经济的主要依托，但消费短期内进一步上升的空间不大，且单月消费增速已经打破了2004年以来连续两位数的增长态势，跌至10%以下。因此，扩大内需主要依靠固定资产投资。逆周期调控工具中，房地产调控方向不变，基建投资自然成为稳增长为抓手。“稳预期”一是稳定贸易战下市场对中国经济增长的预期，增强市场信心，二是稳定房地产市场调控预期，引导资金流向，防止经济重新走上房地产拉动的老路子。

**财政政策要发挥更大作用，聚焦减税降费。**为实现“六稳”，政策搭配上，会议维持了“坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策”的定调，并提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，这是对前期国常会定调财政政策要“更加积极”的确认。当前，中美两国经济周期、货币周期出现分化，国内经济下行压力依然较大，货币政策调整空间受限。若放松过度，将加大资本外流和货币贬值风险；若不当收紧，又会加大经济下行压力。因此，2018年以来，货币政策一直在谨慎微调，通过续作MLF及定向降准等措施实施边际放松，以在各经济目标之间取得平衡。本次会议对于流动性延续了7.23国常会“合理充裕”的表述，对于货币总闸门，从“管住”变为“把好”，预示下一步货币政策还有进一步边际放松的空间，但不会“大水漫灌”。在这种情况下，经济托底还依赖于财政政策发挥更大效力。

7.23国常会提出，积极财政政策要更加积极，聚焦减税降费，在确保全年减轻市场主体税费负担1.1万亿元以上的基础上，将企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业；对已确定的先进制造

业、现代服务业等增值税留抵退税返还的 1130 亿元在 9 月底前要基本完成；加快 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，保障在建项目资金需求。此次政治局会议虽未明确财政政策的具体内涵，但对财政政策在扩大内需和结构调整中的作用无疑做了进一步强调，预计在国常会提出的要求基础之上，增值税三档变两档和降低个税也有望提速。从财政支出规模看，粗略估算，下半年财政赤字和地方政府债可提供的增量资金在 2 万亿元左右<sup>1</sup>。如果加大盘活存量财政资金，增加结转结余资金调用，可动用资金可能超过 2 万亿元。

从财政支出领域看，本次政治局会议强调“加大基础设施领域补短板的力度”，**基建投资将成逆周期调节的主要工具**，也将是财政支出的主要方向，预计下半年基建投资将有所反弹。但基建投资不是搞重复建设，而是与供给侧结构性改革中的“补短板”相结合，主要体现在两个方面：一是补基础设施的区域短板，“切实实施好乡村振兴战略”，基建向中西部、农村倾斜；二是补基础设施的行业短板，主要集中在交通运输（城市群内部的轻轨和地铁港口、码头），信息服务相关的技术设施，以及水利、环境和公共设施管理业等项目上。

**实施稳健的货币政策，货币闸门边际放松。**会议指出，实施“稳健”的货币政策，“把好货币总闸门，保持流动性合理充裕”。关于货币政策，近来高层的表述有了微妙的变化：央行在 2017 年三、四季度货币政策报告中曾警示，“一旦货币政策收紧过快，导致长期利率抬升，可能对宏观经济和资产价格产生较大影响，阻碍复苏进程并引发金融风险”；2018 年以来，流动性表述从“基本稳定”到“合理稳定”，再到“合理充裕”；货币供给总闸门从“管住”到“管好”，再到“把好”。与之相应地，货币政策操作也在微调中实现了定向放松：2018 年以来，央行共进行三次定向降准<sup>2</sup>；7 月 23 日央行开展 5020 亿元 1 年期 MLF 操作，为有史以来单次最大规模的 MLF 操作；扩大 MLF 担保品范围，等等。从

<sup>1</sup> 首先，上半年财政赤字同比少增 2000 亿元，由于今年财政赤字预算和去年相同，因而下半年财政赤字可同比多增 2000 亿元；其次，按预算下半年新增地方债还可以发行 1.28 万亿元；再次，按预算下半年地方政府置换债还可发行 7000 亿元左右。三者合计在 2 万亿元左右。

<sup>2</sup> 第一次是 1 月 25 日开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放流动性约 4500 亿元；第二次是 4 月 25 日实施的用以置换 9000 亿元 MLF 的定向降准，释放增量资金约 4000 亿元；第三次是 7 月 5 日开始实施的支持债转股和小微金融的定向降准，释放资金约 7000 亿元。



高层表态到实际操作，都传递出货币政策边际放松的信号。预计三季度有可能再次定向降准。

**补短板成供给侧结构性改革的重点任务，重点是加大基建领域补短板力度。**

“一补”在供给侧结构性改革中被提到更高位置，高于“三去一降”。这跟去年底中央经济工作会议定调明显不同。去年底中央经济工作会议提出三大攻坚战，其中去杠杆是供给侧改革的重中之重。目前，“三去”取得阶段性成果——主要工业品去产能节奏快于预期，房地产库存降至低位，杠杆率快速上升的态势得到遏制，供给侧改革重心逐步由“破”转向“立”，即转向补短板和降成本，支持经济薄弱环节和新动能发展，其中，补短板又被提到最重要的位置，与“六稳”中的“稳投资”一脉相承。预计下半年基建投资增速将出现反弹。

**去杠杆方向不变，但节奏和力度边际调整。**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，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”。之所以坚持继续去杠杆的大方向不变，是因为中国经济高杠杆的局面并未改变，只是上升速度有所放缓。2018年一季度末，实体经济杠杆率仍高达243.7%，较2017年上升1.6个百分点，高杠杆带来的风险依然存在。从近期的政策实践看，无论是资管新规还是理财业务监督管理办法，打破刚兑、期限匹配、全穿透、杠杆限制、投向限制等基本原则均未改变，依然坚持了去杠杆的大方向。不过，在政策力度、节奏以及监管协调方面会有所调整，一切以经济平稳健康发展为中心，杜绝运动式、竞赛式监管，充分考虑政策的滞后效应与叠加效应。主要原因，一是在去年以来密集的去杠杆“排雷”过程中，表外融资快速收缩，而银行表内信贷难以满足实体经济资金需求，实体经济信用条件出现收紧，融资压力上升，引发民营企业违约，由政策调控带来的次生风险明显上升；二是近来中美贸易战迅速升级，推进“去杠杆”所需要的稳定的外部环境已经发生超预期重大变化，对既定的宏观政策进行相应调整势在必行。预计“信托业管理细则”可能延后出台，因为基建投资资金来源中非标是一主要来源，实际操作中又以信托贷款为主，为了更好地发挥基建投资的逆周期调节作用，对信托贷款的监管和约束很可能推迟。

**继续扩大开放。**会议强调“要落实扩大开放、大幅放宽市场准入的重大举措”，这与4月政治局会议一脉相承，意味着在强调扩大内需的同时，扩大开放的政策导向延续。也从侧面表明，对经济的短期维稳并未改变整体政策方向。扩大开放不仅仅是由于中美贸易摩擦的倒逼，也是中长期转型升级、提升潜在增速的必要途径。预计下半年在金融服务业开放、制造业开放、自由贸易港的探索发展以及区域经济政策开放等领域将加快步伐。

**房地产调控措辞更为严厉，但近期房产税草案推出的可能性不大。**会议强调，“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”。当前房地产市场正处于向长效机制完善落地的过渡关键期，更需严格把握“房住不炒”原则。从“坚决遏制房价过快上涨”到“坚决遏制房价上涨”，反映出监管当局决心阻断过去多年形成的“政策放松-房价暴涨”的反射弧，地产调控不会放松。事实上，据中原地产统计，7月已经有超过40个城市发布了各类房地产调控升级政策。针对三四线城市的房价快速上涨，棚改货币化安置措施或会逐步收缩。“加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”从短期来看，应该主要是指加快住房租赁市场发展、完善住房和土地供应机制等，房产税草案可能加快制定，但在外围环境不确定性因素加大的背景下，近期推出的可能性不大，否则会为下行中的经济又增添风险。