

穩定壓倒一切

——2018年7月31日中央政治局會議點評

事件：中央政治局7月31日召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下半年經濟研究工作。中共中央總書記習近平主持會議。

點評：總體來看，此次會議通稿反映出，在中美貿易摩擦持續升級的大背景下，外部風險已上升為我國經濟運行中的主要矛盾，“穩增長”的重要性和緊迫性大幅上升。財政政策因而將更加積極，貨幣政策也存在結構性放鬆的空間，“補短板”和擴大開放將成為政策發力點。但政策寬鬆不會重回“大水漫灌”的老路，房地產市場的嚴控仍將持續，房地產投資將不會是“穩增長”的重點。

- 對於經濟形勢的總體判斷更為謹慎，外部矛盾重要性上升。**與4月會議通稿相比，經濟“穩中向好”被更新為“總體平穩、穩中向好”，主要指標則由“總體穩定、協調性較好”變為“處在合理區間”。同時，此次通稿明確指出“當前經濟運行穩中有變”、“外部環境發生明顯變化”，而“三大攻堅戰”出現的頻率有所下降，指向中美貿易摩擦所帶來的經濟下行和國際政治經濟秩序重構的壓力已上升為我國經濟運行中的主要矛盾。
- 由此，儘管“穩中求進”的工作總基調不變，但政策重心更加向“穩”傾斜。**此次通稿中“穩”字共計出現18次，在下一階段經濟部署中“穩”字出現14次，并首次歸納出“六穩”——“穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期”，指向在中美貿易摩擦的大背景下“穩增長”已成為首要政策目標。
- 財政政策將更加積極。**與4月“同時要堅持積極的財政政策取向不變”的表述相比，7月“堅持實施積極的財政政策”財政積極的方向更為明確。同時，對財政政策提出了具體的目標，即“要在擴大內需和結構調整上發揮更大作用”，表明“穩增長”已成為當務之急。這與7月23日國務院常務會議要求“積極的財政政策要更加積極”的呼應，國務院常務會議上部署的減稅降費、加快地方政府專項債發行和使用進度將在下半年成為財政政策更加積極的兩大重點。
- 貨幣政策存在結構性寬鬆空間。**貨幣政策基調由“穩健中性”變為“穩健”，而貨幣供給總閘門由“管住”調整為“把好”，并提到“保持流動性合理充裕”，貨幣政策立場有邊際鬆動的跡象。但“閘門”仍在，意味著貨幣政策不會重複“大水漫灌”的老路，將以結構調整為主，致力於疏通貨幣政策傳導機制、支持實體經濟。在這一總基調下，國務院常務會議提出的“保持適度的社會融資規模和流動性合理充裕”、支持小微企業融資等措施可望穩步推進。
- “補短板”和擴大開放將成為政策發力點。**此次會議提出“把補短板作為當前深化供給側改革的重點任務，加大基礎設施領域補短板的力度”，“補短板”在“三去一降一補”中的位次上升，目的仍然在於“穩增長”。會議提到的“短板”包括：基礎設施、新動能和鄉村振興。此次會議的“補短板”的政策基調是對7月23日國務院常務會議提出“保障在建項目資金需求”的進一步確認。23日後，市場結合國務院常務會議精神和央行釋放MLF支持商業銀行購買AA/AA+信用債的政策，掀起了一波對城投債的投資潮，有效緩解了地方融資平臺的資金緊張問題。此次政治局會議後，這一轉向更加明朗，下一步可望對基建項目融資形成支撐。與此同時，擴大開放也將成為我國對沖中美貿易摩擦負面影響的重要舉措。上海已于7月20日發布了“擴大開放100條”，北京則在31日出臺了117條舉措深化改革、擴大開放。兩地帶頭，可望開啓新一輪對外開放的浪潮。這些政策落地過程中，將形成新的投融資需求。

成亞曼 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

6. **“去杠杆”將更加“柔性”。**在“防範化解金融風險取得初步成效”的基礎上，會議提出“堅定做好去杠杆工作，把握好力度和節奏，協調好各項政策出臺時機”，一方面說明“去杠杆”的方向和目標不變，另一方面則表明“去杠杆”的方式將更加審慎靈活，實施“剛性去杠杆”政策的概率大幅降低。不過，會議提出“把防範化解金融風險和服務實體經濟更好結合起來”實施難度較大，仍然有待觀察。
7. **房地產市場仍將嚴控。**會議指出要“整治市場秩序，堅決遏制房價上漲”，態度較4月更為堅決。這一方面是“去杠杆”和防範系統性風險的要求，另一方面也表明即便在外部重壓之下，中央仍然希望實現經濟增長新舊動能的切換，不希望重回依靠房地產拉動經濟增長的舊模式。房地產投資將不會成為“穩增長”的重點。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。