从7月政治局会议观察下半年宏观政策方向

—“六稳”归位，房地产不再作为短期刺激经济手段

研发中心宏观团队

郭远爱，吴昕岚

2019年7月31日

信达期货
CINDA FUTURES

“730政治局会议”核心要点

- **对当前经济形势的预判更为谨慎，判断经济下行压力加大。**“419政治局会议”对经济形势的评估，认为一季度经济开局良好，各项数据好于预期，逆周期调节政策见效，市场信心明显提升。而“730政治局会议”认为当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识。
- **“六稳”重新归位，凸显出在经济下行压力加大的背景下，国家层面对稳增长的重视程度。**
- **货币政策和财政政策的取向未变，但明晰了财政政策的发力点。**货币政策在总量上将继续维持宽裕格局，但类似于2014、2015年流动性大放水、流动性漫灌的情形是不会有的。对于财政政策而言，除了延续加力提效的提法之外，还强调要继续落实落细减税降费政策。
- **相比于“419政治局会议”，本次政治局会议对稳增长、扩内需方面的措施更为具体化。**包括：深挖国内需求潜力，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费；稳定制造业投资，引导金融机构增加对制造业中长期融资等。
- **重申“房住不炒”定位，首次明确不将房地产作为短期刺激经济的手段。**对于房地产市场政策方面的定位，延续“419政治局会议”对“房住不炒”的定位，但新增了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策定位，体现了国家对房地产市场严调控的态度和确保房地产市场平稳发展的决心，也说明下半年各地房地产政策松绑的可能性较低。
- **房地产投资增速的拐点大概率已探明。**当前整个房企融资政策全面收紧，对房地产投资具有领先意义的房地产销售面积、土地购置、资金来源指标均出现共振性大幅下滑，我们认为房地产投资增速的拐点大概率已经出现。
- **推荐关注地产新开工与竣工“剪刀差修复”背后带来的投资机会。**未来房屋竣工回升的逻辑比较强，过去大量的新开工最终会传导到竣工这一块，可以房地产早周期相关的品种（如RB）作为空头配置，以房地产晚周期相关的品种（如玻璃、PVC、铜等）作为多头配置，对冲的思路配置头寸。

本周“全球超级宏观周”来袭，全球市场在静候各方消息落地

● 我们将本周定义为“超级宏观周”，国内定调下半年经济工作的“中央政治局会议”和第12轮“中美经贸高级别磋商”等重磅会议将召开，国外美联储、英国央行和日本央行也将迎来议息会议。此外，经济数据方面，不仅有中、美两国的制造业PMI数据，还有美国7月份非农就业报告等，都将对市场带来一定的影响。

本周重磅经济事件及经济数据公布一览

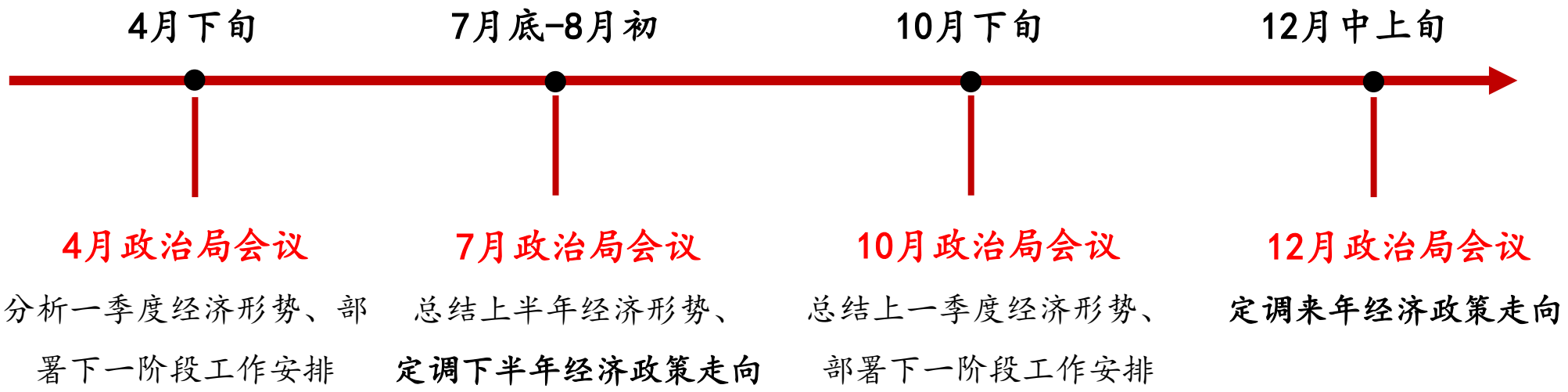
分类	时间	经济事件	备注	重要性
经济事件	7月底	中央政治局会议召开	定调下半年经济工作	☆☆☆☆☆
	7月30日-31日	第12轮中美经贸高级别磋商	在上海举行	☆☆☆☆☆
央行议息会议	7月30日	日本央行议息会议，	30日上午11:00公布利率决议	☆☆☆
	8月1日	英国央行议息会议	8月1日晚上19：00公布利率决议	☆☆☆
	7月30日-7月31日	美联储议息会议	8月1日凌晨2点公布利率决议	☆☆☆☆☆
经济数据	7月31日	中国制造业PMI数据	7月31日上午9:00公布	☆☆☆☆☆
	7月31日	美国ISM制造业PMI数据	7月31日晚上22:00公布	☆☆☆☆☆
	7月31日	美国小非农数据（ADP）公布	8月1日20:15公布	☆☆☆
	8月2日	美国非农数据公布	8月2日20:30公布	☆☆☆☆☆

资料来源：汇通网，信达期货研发中心

中央政治局会议是观察下一阶段宏观政策方向的最佳窗口

- 按照惯例，每年国家都会召开4次以经济为主题的政治局会议，而每一次的政治局会议也是我们观察中央定调下一阶段宏观经济政策走向的重要窗口。**本文将结合7月30日刚结束的中央政治局会议相关内容去观察下半年国家宏观政策的方向。**

图1：每次以经济为主题的中央政治局会议召开的时间及内容



资料来源：信达期货研发中心整理

信号一：再提“六稳”目标，凸显国家对稳增长的重视程度

- 去年7月中央政治局会议首次提出“六稳”，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，随后在当年的10月、12月两次政治局会议中均对进一步做好“六稳”工作做了进一步部署。
- 在今年一季度经济开局良好，市场信心明显提升的背景下，今年“430政治局会议”并未提及“六稳”，引发了市场对国家逆周期调节政策逐步退出的担忧。**针对5月之后中美贸易战再起波澜，本次政治局会议提出要“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”。“六稳”再次被提及，凸显出在经济下行压力加大的背景下，国家层面对稳增长的重视程度。**

表1：最近几次政治局会议对经济工作目标的表述对比

时间	经济工作目标
2018年12月政治局会议	保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心（强调“六稳”）
2019年4月政治局会议	做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。（相比于去年12月政治局会议，没有再提“六稳”）
2019年7月政治局会议	有效应对经贸摩擦，全面做好“六稳”工作（重提“六稳”）

资料来源：中国政府网，信达期货研发中心

信号二：货币政策和财政政策的取向未变，但明晰了财政政策的发力点

- 对比今年4月19日和7月30日两次中央政治局会议对财政货币政策的定调，总体大的政策取向未变，继续实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。
- 对于货币政策，在主张稳健的货币政策要松紧适度外，增加“保持流动性合理充裕”的表述，预示着货币政策在总量上将继续维持宽裕格局，**但类似于2014、2015年流动性大放水、流动性漫灌的情形是不会有的。**
- 对于财政政策而言，除了延续加力提效的提法之外，还强调要继续落实落细减税降费政策，**从细节上进一步明晰了财政政策发力的着力点，预计财政政策仍是下半年国家稳增长的重要发力点。**

表1：“419会议”和“730会议”关于货币财政政策表述对比

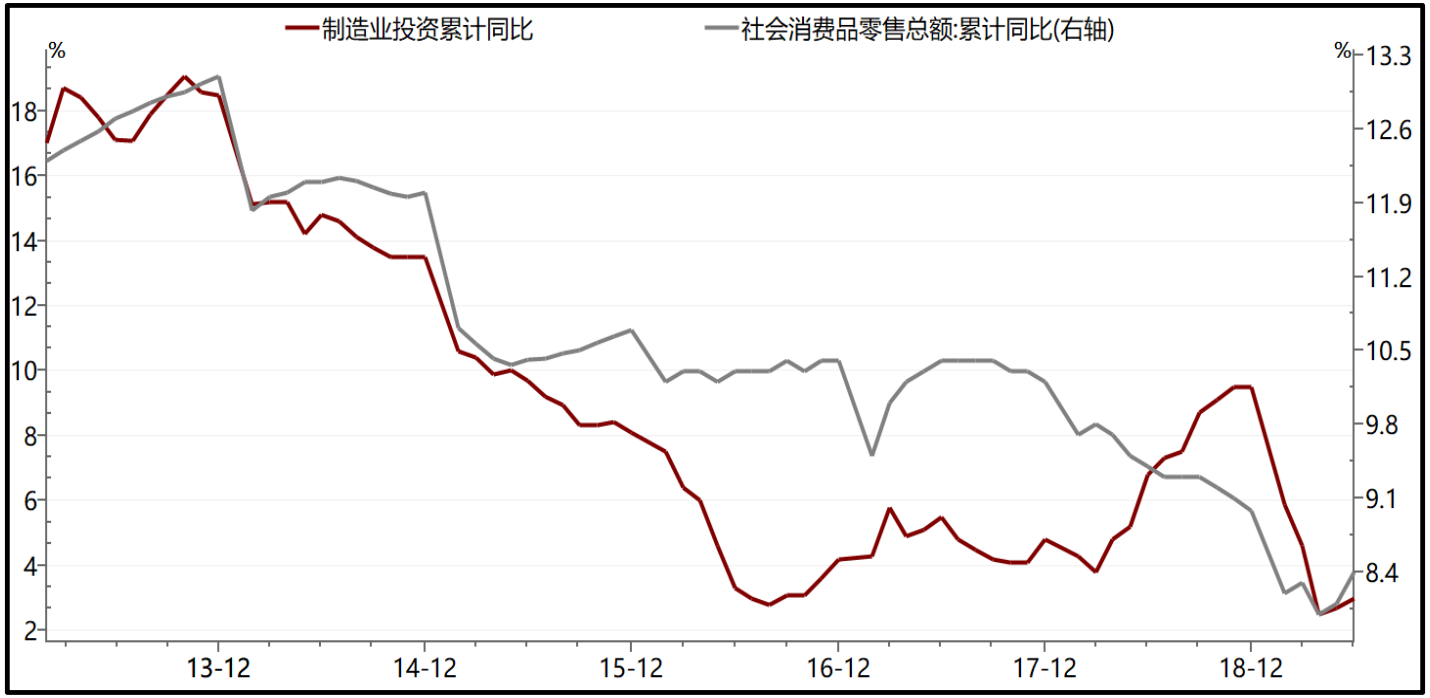
分类	4月19日政治局会议	7月30日政治局会议
财政政策	积极的财政政策要加力提效	财政政策要加力提效，**继续落实落细减税降费政策**
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度	实施稳健的货币政策，货币政策要松紧适度，**保持流动性合理充裕**

资料来源：中国政府网，信达期货研发中心

信号三：对稳增长、扩内需方面的政策更为具体化

- 从去年下半年开始，国内经济下行的压力加大，除了外部贸易战加剧的因素之外，国内消费、投资等内需的疲软也是导致经济承压下行一个非常重要的因素。
- 相比于“419政治局会议”，本次政治局会议在稳增长、扩内需方面的措施更为具体化，具体表现为：（1）深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求；（2）有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费；（3）稳定制造业投资，引导金融机构增加对制造业中长期融资；（4）采取具体措施支持民营企业发展，建立长效机制解决拖欠账款问题，引导金融机构增加对民营企业的中长期融资；（5）深化体制机制改革，增添经济发展活力和动力，加快重大战略实施步伐，提升城市群功能。

图2：制造业投资和消费增速走势图



资料来源：Wind，信达期货研发中心

信号四：对去杠杆的表述着墨不多，但结构性去杠杆的取向不会变

- 相比于今年4月19日中央政治局会议所提出的“坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战”，本次中央政治局会议对去杠杆方面的表述着墨不多，而只是强调“把握好风险处置节奏和力度，以及加快僵尸企业出清”等。**对于去杠杆方面表述的变化，我们认为这并不代表国家结构性去杠杆力度的缓和。**
- 结合7月29日发改委、人民银行、财政部、银保监会4部门共同印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》，文件提出四个去杠杆方法：一是市场化法治化债转股；二是综合运用各类降杠杆措施，包括鼓励兼并重组整合资源，加快“僵尸企业”债务处置，完善破产退出相关保障机制，发展股权融资等；三是完善企业债务风险防控机制；四是做好组织协调和服务监督。整体上延续了“419政治局会议”上所提出的结构性去杠杆的思路。

表1：近几次政治局会议对“去杠杆”表述对比

政治局会议	关于去杠杆的表述
2018年12月政治局会议	未提及
2019年4月政治局会议	坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险
2019年7月政治局会议	把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任；加快僵尸企业出清

资料来源：中国政府网，信达期货研发中心

信号五：重申“房住不炒”定位，首次明确不将房地产作为短期刺激经济的手段

- 对于房地产市场而言，本次中央政治局会议延续今年“419政治局会议”对“房住不炒”的定位不变，但也增加了新的内容，即首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。
- 在当前宏观经济面临一定下行压力的形势下，国家重申“房住不炒”的定位，又首次明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，体现了国家对房地产市场严调控的态度和确保房地产市场平稳发展的决心。据此也说明下半年各地房地产政策松绑的可能性较低。

表2：最近八次中央政治局会议6次提及房地产市场

2017年7月24日	**要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制**
2017年12月8日	**加快住房制度改革和长效机制建设**
2018年4月23日	要推动信贷、股市、汇市、**楼市健康发展**，及时跟进监督，消除隐患
2018年7月31日	**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
2018年10月31日	未提房地产
2018年12月13日	未提房地产
2019年4月19日	**坚持“房住不炒”定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制**
2019年7月30日	**重申“房住不炒”定位，首次明确不将房地产作为短期刺激经济的手段**

今年“419政治局会议”后国家对房地产市场调控的力度空前

- 4月份中央政治局会议定下楼市调控基调之后，房地产调控政策从4月中旬开始出现了明显收紧趋势。2019年上半年，全国房地产调控政策达251次，相比2018年上半年房地产调控192次，同比上涨了31%。近两个月房地产调控近百次，密度在历史看，处于最高阶段。
- 自“419政治局会议”重提“房住不炒”的定位后，5月份之后国家针对房企融资收紧方面的政策也在不断加码。相关部门明确要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资，防止房企融资过度挤占银行信贷资源，并对房企发行外债进行严格限制。

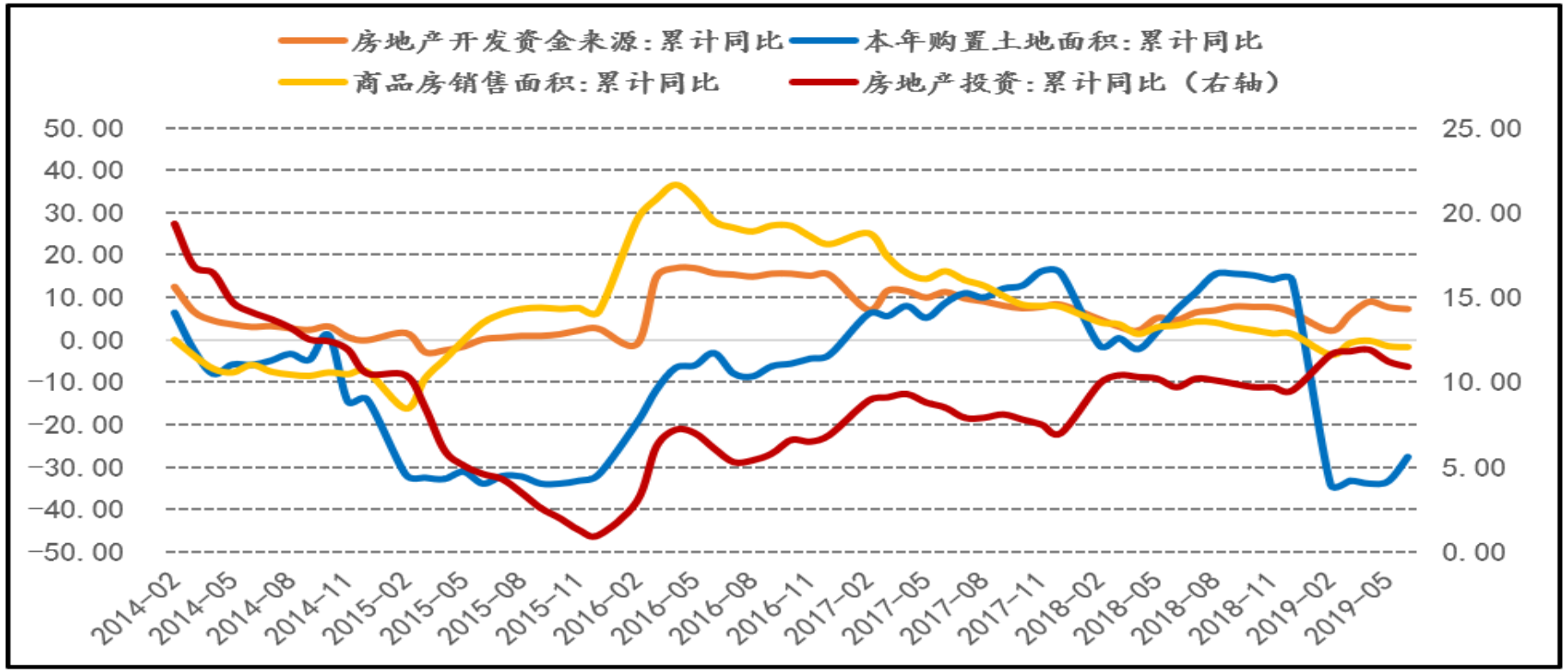
表3：5月份以来针对房企融资的政策全面收紧

时间	相关文件	主要内容
5月17日	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》	要求商业银行、信托、租赁等金融机构**不得违规进行房地产融资**、重点申明要对银行、信托等金融机构**对房地产行业的放款加强监管工作**
5月底	无	央行、证监会将联手**对此前拿地较为激进的“地王”房企在公开市场融资加以限制**
6月	无	银保监会主席郭树清在十一届陆家嘴论坛上表示，**要防止房企融资过度挤占银行信贷资源**
7月初	无	多家信托公司收到银保监会窗口指导，**要求控制房地产信托业务规模**
7月12日	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	要求房地产企业发行外债**只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务**

资料来源：新闻资料，信达期货研发中心整理

明确不将地产作为短期刺激经济的手段，领先指标共振下行，地产投资的拐点大概率已出现

- 最近几年，房地产投资增速保持着极高的韧性，并与房地产销售呈现明显的背离。但站在当前时点去看后续整个房地产投资的增速，我们认为前面地产投资这种高增速难以维持。从房地产市场来看，“730政治局会议”重申“房住不炒”的政策定位，并明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，预示着后续房地产调控政策易紧难松。
- **对房地产投资具有领先意义的房地产销售面积、土地购置、资金来源指标均出现共振性大幅下滑。我们认为房地产投资增速的拐点大概率已经出现。**

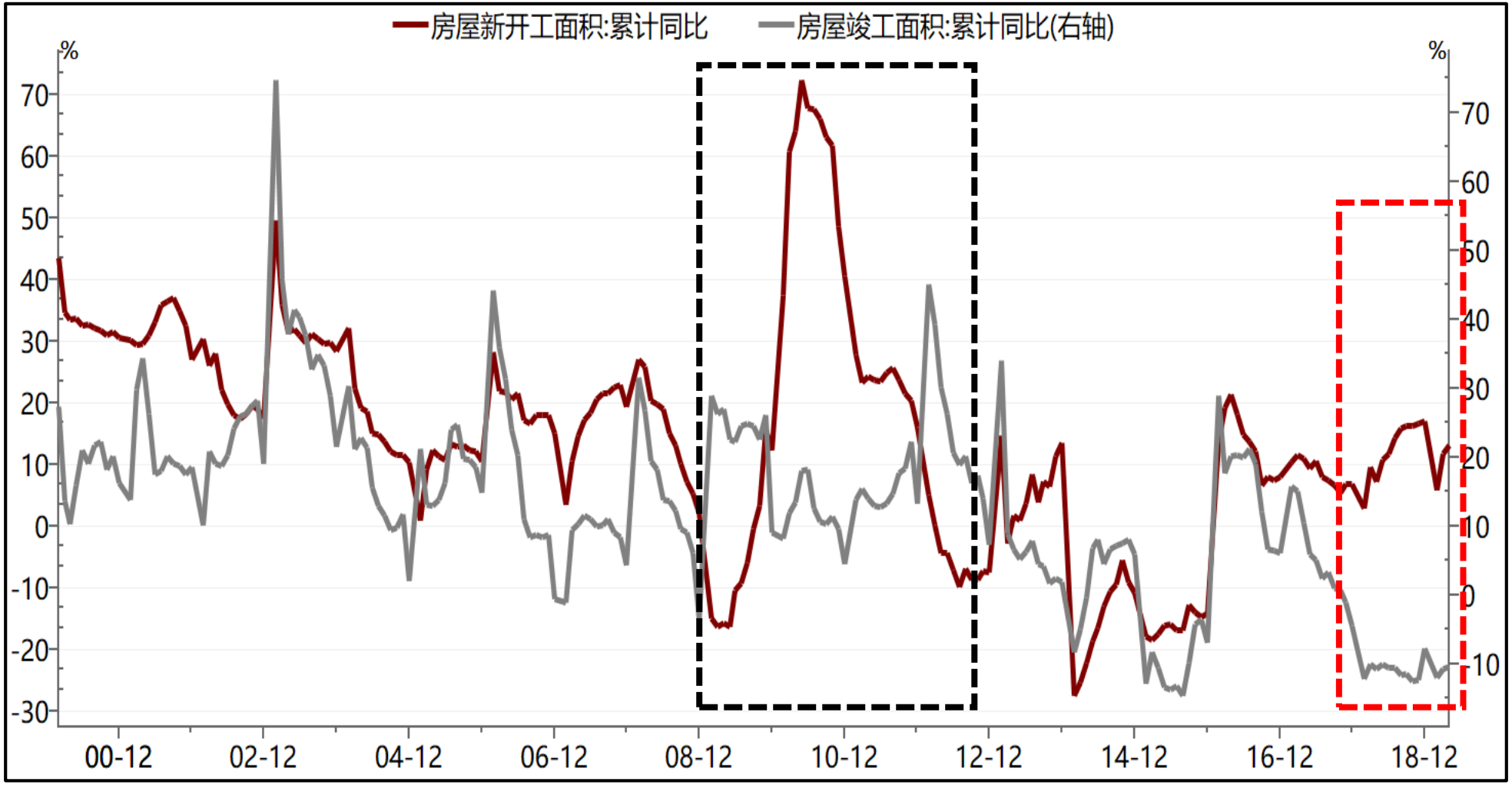


资料来源：Wind，信达期货研发中心

推荐关注地产新开工与竣工“剪刀差修复”背后带来的投资机会

- 房屋新开工、施工到竣工是房地产三个重要的环节。过去从新开工到施工，再到竣工间隔时间较短，但在2017之后，我们发现从新开工，到施工，再到竣工这个间隔周期被拉得很长，尤其是新开工和竣工之间在这2年出现明显的背离。
- 在当前整个房企融资政策全面收紧，房地产销售负增长带来销售回款放缓，房企资金链紧张甚至出现断裂的背景下，房企拿地将受到非常大的影响，并将逐步施压房屋新开工。
- **历史上新开工及竣工增速难以长期背离，分化一般在1-2年内都能得到回归，未来房屋竣工回升的逻辑是比较强的，现在问题的核心是“迟到”而并非“缺席”。过去大量的新开工最终会传导到竣工这一块，推荐关注地产新开工与竣工“剪刀差修复”背后带来的投资机会。**
- 钢材的消费主要集中在房地产早周期（新开工及施工阶段），玻璃、铜、PVC等品种消费主要集中在房地产晚周期（竣工阶段），下半年有望看到竣工端建材实际需求的改善。
- **对冲思路配置：做空房地产早周期相关的品种（如RB），做多房地产晚周期相关的品种（如玻璃、PVC、铜等）。**

推荐关注地产新开工与竣工“剪刀差修复”背后带来的投资机会



资料来源：Wind，信达期货研发中心

信达期货研发团队介绍

团队人员配备齐整，全部具备硕士及以上学历，研究覆盖国内外宏观，股指、国债等金融期货，黑色、能化、有色、农产品等大宗商品板块及商品期权。目前整个研发人员构造梯队鲜明，投研经验丰富。团队曾多次斩获大商所“十大投研团队”、期货日报“十大金牌研究所”等荣誉称号，多名研究员获得郑商所、大商所及期货日报“高级分析师”、“最佳宏观策略分析师”、“最佳工业品分析师”及“最佳金融期货分析师”等殊荣。

经过多年的沉淀与探索，信达研发已形成“立足大周期和产业链两大背景，基于驱动因素和安全边际两个维度，利用股票、债券、期货、期权四类金融工具，多维度实现研究落地与变现”的投研体系，致力于为客户提供专业化、个性化、精细化的研究服务。

【报告联系人】

研究，我们只提供最专业的！

宏观金融组

郭远爱（负责人）
投资咨询资格编号：Z0013488
电话：18758264396 （微信—>>
邮箱：guoyuanai@cindasc

吴昕岚（研究员）
执业编号：F3062655
电话：15700085884 （微信—>>
邮箱：wuxinlan@cindasc

欢迎公私募机构、产业及其他机构等咨询交流

重要声明

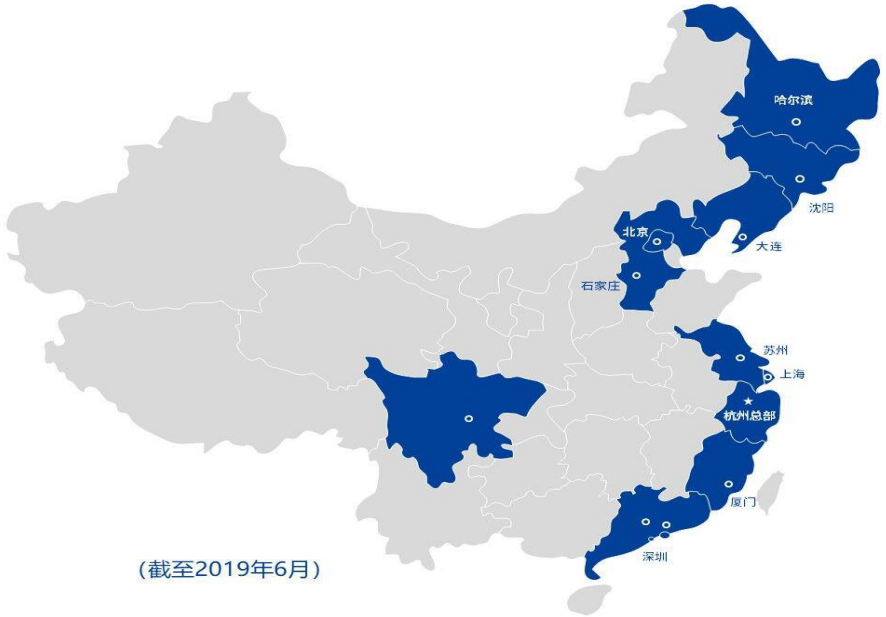
报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。

信达期货分支机构分布

CINDA FUTURES



(截至2019年6月)

信达期货 CINDA FUTURES

公司分支机构分布

6家分公司 14家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部、哈尔滨营业部、大连营业部

沈阳营业部、石家庄营业部、绍兴营业部、宁波营业部、乐清营业部

临安营业部、富阳营业部、萧山营业部、余杭营业部