



政治局会议点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

songxuetao@gjq.com.cn

zhaohonghe@gjq.com.cn

攘外且安内

基本内容

4 月政治局会议通稿的脉络非常清晰，充分展现了高层对当前形势的冷静判断和应对方略。首先，“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，意味着“攘外”和“安内”紧密联系，存量政策要用（兜住对内底线）、增量政策要等（取决于外交成果）；其次，“办好自己的事”永远不会错，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”；最后，针对外部环境的不利影响，会议既强调底线思维，也做了诸多部署，为下一阶段的政策方向给出指引。

风险提示

1) 外交活动的时间进度和实际成效存在不确定性；2) 存量政策的使用速度和增量政策的推出节奏存在不确定性



4月政治局会议通稿的脉络非常清晰，充分展现了高层对当前形势的冷静判断和应对方略。首先，“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，意味着“攘外”和“安内”紧密联系，存量政策要用（兜住对内底线）、增量政策要等（取决于外交成果）；其次，“办好自己的事”永远不会错，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”；最后，针对外部环境的不利影响，会议既强调底线思维，也做了诸多部署，为下一阶段的政策方向给出指引。

一、会议部署的核心脉络

按照逻辑脉络展开，二季度将是“外交密集期+存量加速期+经济观察期+增量储备期”。

外交密集期。外交是当前的头等大事，是降低外部风险、化不确定性为确定性的治本之策。会议强调“同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”，4月9日召开的首次中央周边工作会议明确要“聚焦构建周边命运共同体”。

对美外交，我们已经展现过诚意，外交部发言人近期表示“打，奉陪到底；谈，大门敞开”；对非美国国家外交，我们正在紧锣密鼓展开，以正义之师行正义之举，有利于加强全球合作，同时提升单边主义的成本。对市场来说，观察跟踪外交动态是下一阶段的重中之重。

存量加速期。为了应对外部风险、给外交活动创造有利条件，加快推出此前“留后手”的存量政策正是时候。会议强调“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，对宏观政策的定位没变，主要是前缀增加了“加紧实施”和“用好用足”。

当前还有相当空间的存量政策留待使用。财政政策方面，今年1-4月，地方新增专项债发行了全年额度的27.1%，国债净融资为全年额度的26.0%，相当于两会部署的政策空间的70%以上还未启用，因此二季度国债和地方债的发行进度有望加快。

货币政策方面，去年底中央经济工作会议提出“适时降准降息”后，央行在过去4个月并未急于行动，同时减少买断式逆回购、暂停国债净买入，也属于留有后手，同时兼顾稳汇率目标。随着二季度政府债券发行加快，预计央行将协同配合加大流动性供应力度，包括重启国债净买入和降准，降息（政策利率）则仍需要参考汇率走势和美联储动态。

经济观察期。一季度经济开门红，为冷静观察二季度经济，特别是出口的实际压力提供了窗口。由于一季度实际GDP同比增长5.4%，即便二季度经济增速回落0.8个百分点至4.6%，上半年仍然可以达成“5%左右”的全年经济增长目标进度。而且，如果存量政策空间在二季度加速释放，内需改善可以对冲外需压力，有利于稳定二季度经济。

增量储备期。由于外交活动正在展开、存量政策还有余量、经济形势需要观察，对增量政策“储备在先、落地在后”或是最佳选择。会议指出“根据形势变化及时推出增量储备政策”。

与非美国国家的外交成果，包括中美关系的动态演进，决定了外需压力的时间和强度；存量政策的释放速度和使用效率，决定了二季度内需走势的方向和斜率；二季度内需和外需的现实状态，又决定了下半年为达成全年经济目标、实现稳就业稳企业稳市场，所需增量政策的种类和力度。

可预见的是，外交活动越顺利、存量政策越有效、经济压力越缓解，则增量政策越谨慎，这是个动态的过程。反之亦然，“超常规逆周期调节”的表述重新出现和“强化底线思维，充分备足预案”的总体要求，可以让市场吃下“定心丸”。

二、增量政策的潜在方向

大规模增量政策的储备和推出需要观察和时间，或要等到年中附近，一些既定和有针对性的增量政策有望更早出现。

一是定向支持受外部风险直接冲击的外贸企业。会议强调“多措并举帮扶困难企业”，具体举措包括“加强融资支持”，与“创设新的结构性货币政策工具”相呼应；“加快推动内外贸一体化”，意在协助外贸企业出口转内销，后续或鼓励政府部门、国央企以及大型商贸零售企业加强与外贸企业合作；对受关税影响较大的企业，要求“提高失业保险基金稳岗返还比例”。

二是继续将提振消费作为扩大内需的主要着力点。会议指出“增强消费对经济增长的拉动作用”，一方面明确要“大力发展服务消费”，其优势在于劳动密集度高、有利于吸纳更多就业，同时透支效应小、拉动经济的持续性更好。另一方面是要求“扩围提质实施‘两新’政策”，后续可能提高部分商品以旧换新的补贴力度，以及扩大补贴范围、支持出口转内销商品，但提高额度暂时未有提及，或与增量财政政策一样，需要观察和时间，而且存在透支效应。

三是防范化解重点领域风险。会议提到的几个重点包括：1）加快解决地方政府拖欠企业账款问题，或与地方化债同步进行；2）城市更新、城中村和危旧房改造、存量商品房收储，关注是否有存量政策的优化和央行新设金融工具的支持；3）持续稳定和活跃资本市场，当前形势下，强大资本市场既是稳定预期的重要抓手，也是外交博弈的重要“战场”。



风险提示

- 1) 由于涉及到多个国家的动态行为，外交活动的时间进度和实际成效存在不确定性；
- 2) 由于外交成果和出口压力暂不明确，国内存量政策的使用速度和增量政策的推出节奏存在不确定性



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究