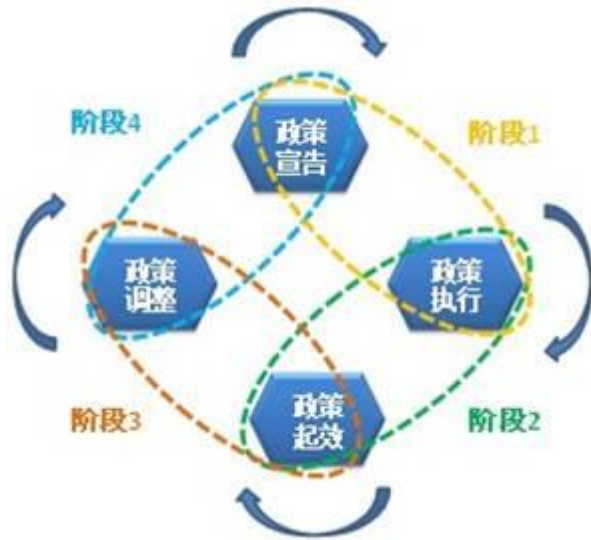


中国经济评论：“政策二重奏”理解政治局会议措辞变化（原文刊于财新）

图表 1：政策周期



4月19日，政治局召开会议分析研究当前经济形势和部署当前经济工作。会议提及一季度中国经济“好于预期、开局良好”并没有再次提及“六个稳”，引起市场广泛关注，认为这在某种程度上传递了政策调整的信号。我们认为对于政治局会议措辞变化的理解不能简单从字面理解，应该从政策制定和执行的全过程来进行阶段性分析。

通常而言，政策制定和执行的全过程可以分为“政策宣告、政策执行、政策起

效、政策调整”四个阶段，但四者之间不是跳跃式前进，而是更多地呈现出承前启后的关系。如果比作四种不同的演奏方式，那在过渡到下一演奏方式的过程中，上一演奏方式依然在延续，也就是说，在各个特定阶段的表现形式都是二重奏而非独奏。例如，去年下半年中央在国内经济下行压力加大叠加外部环境变差的情况下，“政策宣告”是以中央首次提出了“六个稳”作为标志，从而正式开启了本轮稳增长的序曲。之后，执行层面在货币财政政策以及产业政策等方面全方位跟进，“政策宣告”开始向“政策执行”过渡，但过程中我们注意到中央在各次重要会议上包括最近的两会总理政府工作报告中依然反复强调“六个稳”。因此我们在那个阶段，我们其实看到的是“政策宣告 + 政策执行”的协奏。

今年年初以来各项宏观领先指标开始改善，上周公布的一季度 GDP 增速与去年四季度持平于 6.4%，正式宣告经济已经开始企稳，下行压力开始有所缓解，这说明政策周期已经正式步入“政策起效”。在这个阶段会逐步脱离“政策宣告”进入“政策执行 + 政策起效”的协奏。从这个角度，我们能很好的理解，为何在最近这次政治局会议上没有再次浓墨重彩的强调“六个稳”。但考虑到目前经济在一季度刚刚显现企稳迹象，基础难言稳固，就像会议中提及的那样“经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力”。因此我们认为在政策见效过程中，政策执行层面不会有明显变化。例如会议强调“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”并要求保持“保持定力、增强耐力”。这种情形就类似战役初期，指挥员需要在战略层面做出抉择并通过强大

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

的舆论宣传来进行总动员来提升全体参战人员的士气。但一旦从上到下思想统一地开始行动之后，继续提升宣传可能会适得其反，过度的热血沸腾可能会在战术层面造成盲目冲动。此时，指挥员更多是希望大家能冷静分析敌情，步步为营、稳扎稳打地来赢得战役的胜利。

伴随着一季度财政政策提前发力和宽信用的货币政策的积极配合跟进，二季度经济企稳回升的势头将更加明显，如果二季度 GDP 增速回升至 6.5%或者之上，中央在综合分析上半年经济形势的基础上会在 7 月份的政治局会议上对宏观政策进行调整，例如适当降低稳增长政策的力度，向“政策调整”过度。过程中会脱离之前“政策执行”的轨道，但前期稳增长政策效应依旧继续惯性显现，因此政策周期阶段性进入“政策起效 + 政策调整”的协奏。当然此时的政策调整，除了对国内经济增长动能的复苏要有充分的评估之外，也需要外部有利环境的配合。例如全球经济增长没有明显失速的风险、中美经贸谈判成功达成协议并顺利进入实施阶段、美联储依然维持鸽派立场等。假设在各种有利条件叠加，且国内通胀受猪肉和原油价格影响而出现跳升，则中央可能会在政策立场和方向上做出改变，同时通过重要会议的措辞改变来传达。这时候，政策周期就会从“政策起效 + 政策调整”向“政策调整 + 政策宣告”过渡，之后进入新一轮的政策周期。

目前政策周期处在“政策宣告 + 政策执行”向“政策执行 + 政策起效”过渡的阶段，过程中脱离“政策宣告”表现为稳增长调门降低，但我们认为这不代表稳增长政策层面会有明显变化。我们认为二季度地方债发行速度不会明显放缓，

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

同时货币政策层面可能会有定向中期借贷便利和置换性降准来进一步打通和疏导货币政策传导机制。未来政策层面真正会出现变化的时间点可能会在三季度，而这需要基于对国内外经济和政策形式的充分评估和分析。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件及与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。