

政治局会议召开频次较高，其中三次会议最值得关注，分别在每年4月、7月和12月召开，均会分析研究当前经济形势和经济工作。本文系统性梳理2013-2022年十年间4月政治局会议内容，尝试回答以下三个问题：4月政治局会议是否会调整政策定调；历年政治局会议政策重心落在哪里；4月政治局会议之后细节政策如何布局。

➤ 根据政策，可将4月政治局会议分为三种范式。

年度政策定调最关键的两个会议分别为中央经济工作会议和两会。中央经济工作会议在上一年底召开，两会通常在3月初召开。4月末政治局会议召开之时，政策层面根据一季度经济表现，重估全年经济形势，并制定相应政策。

当年4月政治局会议能否发生政策定调转变？

中央经济工作会议和两会框定全年经济发展的政策主基调，但若年初经济运行超过了之前预期，4月政治局会议可以发生政策定调转向，2018年和2019年便是最好例证。

回溯2013-2022年十年政治局会议，4月政治局会议定调不外乎三类。

(1) 2014、2015、2018、2020、2022年，年初经济超预期走弱（或后续经济发展不确定性加大），政治局会议决定出台增量稳增长政策。

(2) 2017、2019、2021年，年初经济韧性超预期，政治局会议决定加码调结构政策（或稳增长政策力度收敛）。

(3) 2013、2016年，年初经济运行符合预期，政治局会议定调延续既定政策主线。

➤ 范式一，稳增长政策加码年份，政策重心更多偏向扩基建、放地产、松金融。

2014、2015、2018、2020和2022这五年，4月政治局会议定调都明显向稳增长倾斜。无一例外，这五年都有明显的货币宽松、财政加码以及地产放松。只不过不同年份扩张方式存异，扩张效果不同，扩张重心各有倚靠。

2014年开年出口超预期下行，稳增长加码体现在宽货币、稳地产，4月以后进行两轮降准，棚改在PSL加持下加快推进。2015年年初出口走弱，稳增长政策反映在宽货币、扩基建，4月以后展开三轮降息，一轮定向降准，同时通过推广PPP、启动专项建设债扩基建，推动棚改货币化安置拉动地产销售。2018年年初中美贸易摩擦升温，稳增长反映在宽货币、提振制造业，4月后进行两轮降准，批复建设多个国家级制造业示范区。

2020年受疫情冲击，政府杠杆大幅提高，新增债务规模达3.6万亿（包含1万亿抗疫特别国债），同时迎来两轮降准降息，稳增长重心放在新基建，同时放松地产调控，放松金融风险监管。2022年华东疫情冲击，增量政策工具加速落地，政策性金融工具重启，新设结构性货币工具，而稳增长重心则在全面加强基础设施建设。

➤ 范式二，调结构政策加码年份，政策重心往往在缩财政、控房价、防风险。

2017年、2021年本身就为调结构大年，开年经济超预期向好，调结构政策节奏加快。2017年调结构加码主要落在三个方面，防控金融风险、管控地方隐债、去产能节奏加快。2021年调结构重心落在三个方面，控房价、化隐债、反垄断。2019年本身为稳增长年份，但因年初经济表现好于预期，4月政治局会议定调稳增长政策边际收敛，财政力度小幅收缩，地产调控政策边际趋紧。

➤ 范式三，政策主线延续，政策重心更多落在执行层面，或拟定长期计划。

2013年本身为稳增长调结构并重年份，经济平稳开局，政策基调延续。对于稳增长，接连制定长期发展规划，制定环保、去产能的长期政策。同时为了实现调结构，防止经济粗放增长，全年货币政策保持克制，隔夜利率上行至高位后货币政策仍然未有宽松。2016年本身为调结构年份，后续则继续深化落实供给侧改革，强调差异化地产政策调控、行政去产能。

风险提示：政策执行力度超预期，通稿未覆盖领域政策力度超预期，政策整理存在遗漏。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：又到“十字路口”-2023/04/23

2.流动性跟踪周报：国债多头开始出现分歧-2023/04/22

3.2023年3月财政数据点评：财政数据的三个“彩蛋”-2023/04/20

4.2023年3月经济数据点评：一季度之后的方向抉择-2023/04/19

5.宏观调研总结：出口大起大落的真相-2023/04/18

目录

引言	4
1 2013 年：政策基调不变，加快创新与环境保护	5
1.1 政策定调：“加快转变经济发展方式”	5
1.2 政策重心：“环境保护”&“坚决遏制产能过剩”	6
1.3 具体政策：促进信息消费 & 大气污染防治行动&货币收紧	7
2 2014 年：明确困难不容低估，加快棚改扩消费	8
2.1 政策定调：“根据形势变化调整其（政策）内涵”	8
2.2 政策重心：“开发性金融支持棚改”&“扩大居民消费”	9
2.3 具体政策：两轮降准&PSL 助力棚改 &43 号文	10
3 2015 年：定调经济压力加大，全力稳增长	11
3.1 政策定调：“高度重视应对经济下行压力”	11
3.2 政策重心：“发挥投资关键作用”&“解决重大项目资金循环不畅”	12
3.3 具体政策：降准降息& PPP&专项建设基金&“一带一路”&棚改货币化安置	13
4 2016 年：延续政策基调，着力供给侧改革	14
4.1 政策定调：“坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线”	15
4.2 政策重心：“（地产）实行差别化的调控政策”&“深化国企改革”	15
4.3 具体政策：地产因城施策&行政去产能	16
5 2017 年：开年经济超预期，高度防控金融风险	17
5.1 政策定调：“确保供给侧改革得到深化”	17
5.2 政策重心：“高度重视防控金融风险，加强监管协调”	18
5.3 具体政策：隐债倒查责任终身&金融监管补位	20
6 2018 年：外部环境严峻，防风险同时扩内需	21
6.1 政策定调：“调整结构和扩内需结合”	21
6.2 政策重心：“加强关键技术攻关”&“及时跟进监督，消除隐患”	22
6.3 具体政策：降准&资管新规落地&新一轮隐债化解	23
7 2019 年：开年经济好于预期，推动制造业金融改革	25
7.1 政策定调：“供给侧改革的方法稳需求”	25
7.2 政策重心：“推动制造业高质量发展”&“加快金融供给侧结构性改革”	26
7.3 具体政策：金融定价机制改革&科创板开板	27
8 2020 年：开年疫情冲击，宏观调控力度加码	28
8.1 政策定调：“更大的政策力度对冲疫情影响”	28
8.2 政策重心：“新基建”&淡化金融风险防控	29
8.3 具体政策：专项债扩容&特别国债&地产政策放松	30
9 2021 年：开年经济恢复明显，调结构节奏加快	31
9.1 政策定调：“凝神聚力深化供给侧改革”	31
9.2 政策重心：控房价、化隐债、强化平台经济监管	32
9.3 具体政策：地产“三道红线”&15 号文&反垄断审查	34

10 2022 年：疫情、俄乌冲突暴发，政策加码全力对冲	36
10.1 政策定调：“抓紧谋划增量政策工具”	36
10.2 政策重心：“全面加强基础设施建设” & “支持平台经济健康发展” & “支持刚改住房需求”	37
10.3 具体政策：政策性金融工具重启&结构性货币工具&设立资本“红绿灯”	39
11 风险提示	41
表格目录	42

引言

政治局会议是党内频次较高的领导人会议，每年召开10-12次。其中4、7、12月的召开时间相对固定，会议内容也最受市场关注。这三次政治局会议往往对当前经济形势进行判断，部署下一阶段经济工作，分别预示上半年、下半年以及来年政策工作重心。

本文系统性梳理 2013-2022 年十年间 4 月政治局会议内容，将其与中央经济工作会议、两会表述对比，同时跟进后续政策落地力度。由此我们得到跟踪 4 月政治局会议的分析框架：首先判断政策定调，再次判断政策重心，最后跟踪政治局会议召开之后的落地政策，最终得到一个完整的政治局会议解读框架。

通过复盘过去十年以来历年 4 月政治局会议内容，我们可以更加清晰的把握政策演绎脉络，并为理解马上要到来的 4 月政治局会议提供启发。

1 2013 年：政策基调不变，加快创新与环境保护

1.1 政策定调：“加快转变经济发展方式”

明确经济形势：与中央经济工作会议、两会判断一致。

政治局会议认为一季度经济“保持平稳增长”。对后续经济形势判断，与两会、中央经济工作会议判断一致，即“经济运行仍面临一些困难和挑战”。

定调宏观政策基调：强调创新驱动经济发展。

政治局会议认为当前经济存在问题之处为创新不足、金融有潜在风险、环境污染问题突出。

面对上述问题要“加快转变经济发展方式”，要“强化创新驱动”、“使质量和效益、就业和收入、环境保护和资源节约协调推进”，意味着宏观政策将围绕创新、环境保护展开，追求增长质量、严防粗放式增长。

表1：2013 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	·经济增长下行压力和产能相对过剩的矛盾有所加剧 ·企业生产经营成本上升和创新能力不足的问题并存，金融领域存在潜在风险，经济发展和资源环境的矛盾仍然突出。	·必须 加快调整经济结构、转变经济发展方式	积极的财政政策	稳健的货币政策，要注意把握好度，增强操作的灵活性
两会	·经济社会发展具备很多有利条件和积极因素，也 面临不少风险和挑战 。	·保持政策连续性和稳定性，增强前瞻性、针对性和灵活性	继续实施积极的财政政策	继续实施稳健的货币政策
政治局会议	· 经济运行仍面临一些困难和挑战 。 ·经济增长动力仍需增强，影响农业稳定生产因素仍然较多，金融领域潜在风险需要加强防范，环境污染和食品药品安全问题突出。	·增强政策针对性，统筹考虑稳增长、控通胀、防风险 · 深化改革开放、强化创新驱动 · 加快转变经济发展方式，使质量和效益、就业和收入、环境保护和资源节约协调推进	继续实施和用好积极的财政政策和稳健的货币政策	
边际变化	延续	强调加快转变经济发展方式		延续

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

1.2 政策重心：“环境保护” & “坚决遏制产能过剩”

会议提示后续政策着力点：大力发展绿色服务消费、环境保护，同时防风险，遏制重复建设。

对于引导创新，在消费领域，提出“大力发展绿色消费和服务消费”，绿色与服务消费为新的内需增长点，可以引导对应企业创新；

对于环境保护，提出“把环境保护放到更加突出的位置”；

为了防止粗放式经济增长，强调防风险与调结构，“抓紧建立规范的地方政府举债融资机制”、“坚决遏制产能过剩和重复建设”。

表2：2013 年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4 月政治局会议	边际变化
扩大内需	消费	·要牢牢把握扩大内需这一战略基点、培育一批拉动力强的消费增长点，增强消费对经济增长的基础作用		要着力释放内需潜力，大力发展绿色消费和服务消费	延续
	投资	·要增加并引导好民间投资，同时在打基础、利长远、惠民生、又不会造成重复建设的基础设施领域加大公共投资力度。	政府投资对社会投资具有十分重要的引导作用，但占全社会投资的比重越来越小， 必须进一步放宽民间投资市场准入，激发民间投资活力。 ·中央预算内投资主要投向保障性安居工程，农业、水利、城市管网等基础设施，社会事业等民生工程，节能减排和生态环境等领域。	先行取消下放一批投资项目审批事项，抓紧清理、取消、调整行政审批项目	加码
	城镇化、住房	·【商品房】要继续坚持房地产市场调控政策不动摇 ·要继续加强保障性住房建设和管理，加快棚户区改造 ·积极稳妥推进城镇化：有序推进农业转移人口市民化作为重要任务抓实抓好	·【商品房】 坚决抑制投机、投资性需求。 ·【保障房】城镇保障性住房基本建成 470 万套、新开工 630 万套，继续推进农村危房改造。	·抓好房地产市场调控和住房保障工作 ·扎实推进城镇化和区域协调发展，推进实施区域发展总体战略，大力实施集中连片特困地区区域发展与扶贫攻坚规划。	延续
产业	传统产业、新兴产业		以扩大国内市场应用、重要关键技术攻关为重点，推动战略性新兴产业健康发展。积极推动信息化和工业化融合， 加快建设新一代信息基础设施，促进信息网络技术广泛应用。	推动战略性新兴产业发展，支持服务业新型业态和新型产业发展	延续
民生	生态环境			切实加强环境保护和资源节约，把环境保护放到更加突出的位置， 抓紧研究大气污染防治行动计划 ，强化重点流域和地下水污染防治。	加码
防风险政策					

金融风险	重视财政金融领域存在的风险隐患，坚决守住不发生系统性区域性金融风险的底线	继续加强地方政府性债务管理。妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题，积极推进地方政府性债务管理制度建设，合理控制地方政府性债务水平。	抓紧建立规范的地方政府举债融资机制	加码
调结构政策				
去产能	<ul style="list-style-type: none"> ·【把化解产能过剩矛盾作为工作重点】 ·要充分利用国际金融危机形成的倒逼机制，把化解产能过剩矛盾作为工作重点 ·加强对各个产能过剩行业发展趋势的预测，制定有针对性的调整和化解方案 	解决产能过剩、核心技术缺乏、产品附加值低的问题，解决低水平重复建设和地区产业结构趋同的问题	<ul style="list-style-type: none"> ·严格控制“两高”行业盲目扩张 ·扎实推进产业转型升级，积极推进产能过剩行业调整，坚决遏制产能过剩和重复建设 	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

1.3 具体政策：促进信息消费 & 大气污染防治行动&货币收紧

宏观政策方面，为了防范粗放式经济增长，货币政策全年保持克制。2013年后续4、5月份的工业增加值、固定资产投资、出口增速等较一季度有所回落，市场开始预判后续货币政策将有宽松，然而直至6月上旬即便隔夜利率上升至历史较高水平，央行仍未有宽松操作，且6月国常会总理明确“货币信贷增速偏高”，坚持稳健货币政策。

消费领域，出台《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，明确至2015年信息消费规模超过3.2万亿；

生态环保领域，出台《大气污染防治行动计划》，明确到2017年的空气质量提升水平——全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上。

对于风险防控，2013年年中对地方政府债务进行全面审计，为2014年地方债务管理化解做好准备。

对于去产能，出台《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，同样明确去产能的长期目标，2015年底前再淘汰炼铁1500万吨、炼钢1500万吨、水泥（熟料及粉磨能力）1亿吨、平板玻璃2000万重量箱。

表3：2013年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	货币	<ul style="list-style-type: none"> ·2013年6月19日李强主持召开国务院常务会议，研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施 明确指出“现在货币信贷增速偏高”、“6月上旬还有激增趋势”，会议强调要把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量。为更好地支持我国的实体经济发展，必须把增量货币运用好，把存量货币盘活好。
内需	消费	<ul style="list-style-type: none"> ·2013年8月14日，工信部牵头推动国务院首先出台了《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》 意见提出，到2015年，信息消费规模超过3.2万亿元，年均增长20%以上，带动相关行业新增产出超过1.2万亿元，其中基于互联网的新型信息消费规模达到2.4万亿元，年均增长30%以上。基于电子商务、云计算等信息平台的消费快速增长，电子商务交易额超过18万亿元，网络零售交易额突破3万亿元。

产业	生态环保	<p>·9月《大气污染防治行动计划》</p> <p>经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转。力争再用五年或更长时间，逐步消除重污染天气，全国空气质量明显改善。</p> <p>具体指标是：到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右。</p>
防风险	地方政府融资管理	<p>·2013年开始，政府开始清理存量政府性债务，并且准备将政府负有偿还义务的存量债务纳入预算管理。（其中政府有偿还责任的有超过10万亿，银行贷款形势存在的超过5万亿）</p> <p>·非标则从2013年8号文（《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》银监会2013年“8号文”）开始，至2018年资管新规经历多年严监管</p>
调结构	去产能	<p>·10月《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》国发〔2013〕41号</p> <p>坚决淘汰落后产能。分解落实年度目标，在提前一年完成“十二五”钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等重点行业淘汰落后产能目标任务基础上，通过提高财政奖励标准，落实等量或减量置换方案等措施，鼓励地方提高淘汰落后产能标准，2015年底前再淘汰炼铁1500万吨、炼钢1500万吨、水泥（熟料及粉磨能力）1亿吨、平板玻璃2000万重量箱。</p>

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

2 2014年：明确困难不容低估，加快棚改扩消费

2.1 政策定调：“根据形势变化调整其（政策）内涵”

明确经济形势：外部环境存在不确定性，一些困难不容低估。

对于经济形势判断，政治局会议强调“外部环境仍然存在较大不确定性”，表明对一季度出口走弱对拖累经济的担忧，提出“一些困难不容低估，潜在风险需要高度关注”，对经济平稳运行担忧较中央经济工作会议、两会更重。

定调宏观政策基调：明确宏观政策的相机调控。

由于对后续经济下行压力加大判断，宏观政策一方面强调要稳，另一方面提出“根据形势变化适时调整其内涵”，意味着后续将根据经济形势变化，宏观政策将有加码。

表4：2014年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	经济运行存在下行压力 部分行业产能过剩问题严重 ，保障粮食安全难度加大， 宏观债务水平持续上升 ，结构性就业矛盾突出，生态环境恶化、食品药品质量堪忧、社会治安状况不佳等突出问题仍没有缓解	·要坚持稳中求进、 改革创新 ·要全面认识持续健康发展和生产总值增长的关系， 不能把发展简单化为增加生产总值 ，抓住机遇保持国内生产总值合理增长、推进经济结构调整， 努力实现经济发展质量和效益得到提高又不会带来后遗症的速度	积极的财政政策	稳健的货币政策
两会	·深层次矛盾凸显，正处于结构调整阵痛期、增长速度换挡期，到了爬坡过坎的紧要关口， 经济下行压力依然较大 。	·完善宏观调控政策框架，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限。 ·加强财政、货币和产业、投资等政策协同配合， 做好政策储备 。	继续实施积极的财政政策	货币政策要保持松紧适度
4月政治局会议	·当前经济工作面临不少困难和压力，我国经济发展 外部环境仍然存在较大不确定性 ，经济增长下行压力依然存在 ·一些 困难不容低估，潜在风险需要高度关注 。	·要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的基本思路， 根据形势变化适时调整其内涵 ，努力实现全年经济社会发展各项预期目标。	财政政策和货币政策都要坚持现有政策基调	
边际变化	更加困难，不确定性更大	加码，适时调整政策内涵	延续	

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

2.2 政策重心：“开发性金融支持棚改” & “扩大居民消费”

会议提示后续政策着力点：**加快棚改进程、提振居民消费**。

对于城镇化，提出“更好运用开发性金融支持棚户区改造”，旨在加快推进棚改节奏。

对于消费，提出要“促进居民扩大消费”，明确在信息、旅游、体育服务领域出台针对性政策。

对于经济体制改革，提出“继续推进财税、金融、价格、科技管理体制等方面改革”。

表5：2014年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
扩大内需	消费		·要促进 信息消费 ，实施“宽带中国”战略，加快发展第四代移动通信，推进城市百兆光纤工程和宽带乡村工程，大幅提高互联网网速	出台促进信息、旅游、体育、养老、健康服务业以及职业教育等领域发展的若干政策， 促进居民扩大消费 。	加码

	城镇化、住房	加大廉租住房、公共租赁住房等保障性住房建设和供给,做好棚户区改造	·【商品房】针对不同城市情况分类调控,抑制投机投资性需求。 ·【保障房-棚改】加大保障性安居工程建设力度,今年新开工700万套以上,其中各类棚户区470万套以上,加强配套设施建设。以国家新型城镇化规划为指导,做好相关规划的统筹衔接。	更好运用开发性金融支持棚户区改造、抓紧落实国家新型城镇化规划	加码
	区域协调	要继续深入实施区域发展总体战略。	优先推进西部大开发,全面振兴东北地区等老工业基地。推进长三角地区经济一体化,深化泛珠三角区域经济合作,加强环渤海及京津冀地区协同发展。	要继续支持西部大开发、东北地区等老工业基地全面振兴,推动京津冀协同发展和长江经济带发展。	延续
产业	创新	化解产能过剩的根本出路是 创新 ,包括技术创新、产品创新、组织创新、商业模式创新、市场创新	要把创新摆在国家发展全局的核心位置,全面落实 企业研发费用加计扣除等普惠性措施 。	要加快调整优化经济结构,推动提质增效升级,加快发展生产性服务业,促进制造业结构调整和产业升级	延续
	传统产业、新兴产业		【传统产业】促进信息化与工业化深度融合,推动企业加快技术改造、提升精准管理水平,完善 设备加速折旧等政策,增强传统产业竞争力 【新兴产业】设立新兴产业创业创新平台,在 新一代移动通信、集成电路、大数据、先进制造、新能源、新材料 等方面赶超先进,引领未来产业发展。		
	环保产业		【环保】加快开发应用节能环保技术和产品,把节能环保产业打造成生机勃勃的朝阳产业。		
调结构政策					
经济体制改革	财税改革	2014年是全面贯彻落实党的十八届三中全会精神、全面深化改革的第一年,改革任务重大而艰巨	着力把所有政府性收入纳入预算 推进税收制度改革,把“营改增”试点扩大,推动 消费税、资源税改革,做好房产税、环境保护税立法 相关工作。	继续推进 财税、金融、价格、科技管理体制 等方面改革	延续
	国企改革		推进国有资本投资运营公司试点。		
	金融体制改革		深化金融体制改革。继续推进利率市场化,扩大金融机构利率自主定价权。		

资料来源:国务院网站,民生证券研究院整理

2.3 具体政策: 两轮降准&PSL助力棚改 &43号文

宏观政策方面,2014年政治局会议召开当天进行定向降准,6月中旬再迎定向降准,货币宽松助力稳增长。

为实现新型城镇化,政策明确要超额完成2014棚改目标。

2014 年 4 月初，国常会继续强调在年内加快棚改进程，明确开发性金融应向棚改项目提供稳定的融资渠道。央行随后创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL），支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度。为尽快落实棚改进程，7 月国务院印发文件，提出力争超额完成 2014 年棚改任务目标，谋划 2015-2017 年棚改工作。

消费领域，出台新能源车、服务消费刺激政策。

7 月国常会明确三季度开始免征新能源车购置税，10 月国常会明确鼓励扩大信息消费、绿色消费、文旅消费。

表6：2014 年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	货币政策	4 月 25 日定向降准 6 月 16 日定向降准
内需	地产	2014 年 4 月，国常会继续强调在年内加快棚改进程，明确开发性金融应向棚改项目提供稳定的融资渠道。央行随后创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL），支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度。 · 2014 年 7 月 国务院办公厅印发《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》 《通知》强调，各地区、各有关部门要紧紧围绕推进新型城镇化的重大战略部署，进一步加大棚户区改造工作力度， 力争超额完成 2014 年目标任务 ，并提前谋划 2015-2017 年棚户区改造工作。
	消费	· 2014 年 10 月国常会 2014 年 1-10 月目前已经出台了 13 项刺激消费的政策。本次国务院常务会要求重点推进 6 大领域消费，包括扩大移动互联网以及物联网等信息消费、促进绿色消费，稳定住房消费、升级旅游休闲消费、提升教育文体消费、鼓励养老健康家政消费。

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

3 2015 年：定调经济压力加大，全力稳增长

3.1 政策定调：“高度重视应对经济下行压力”

明确经济形势变化：外部需求收缩明显。

对经济下行压力与两会、中央经济工作会议判断相一致即“下行压力仍然较大”。而下行压力较大的主要原因在于“外部需求收缩，内部多种矛盾聚合”，相较此前更加强调整了外部需求走弱对经济的拖累。

定调宏观政策基调：高度重视经济下行压力，再次强调稳增长。

政治局会议对经济下行压力更加重视，中央经济工作会议、两会虽然明确经济下行压力大，但政策重心更多放在调结构上，当时表述为“要切实把经济工作的着力点放到转方式调结构上来”，政治局会议再次重视稳增长政策，提出“保持稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险综合平衡”。

对于财政政策，政治局会议表述也有明显加码，提出财政要“增加公共支出，加大降税清费力度”，货币政策要“注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道”。

表7：2015年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	经济下行压力较大，结构调整阵痛显现，企业生产经营困难增多，部分经济风险显现。	把 转方式调结构 放到更加重要位置（要切实把经济工作的着力点放到转方式调结构上来） · 狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控	·积极的财政政策要有力度	·货币政策要更加注重松紧适度
两会	我国经济下行压力还在加大，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大	·更加注重 预调微调 ，更加注重定向调控，用好增量，盘活存量，重点支持薄弱环节	积极的财政政策要加力增效。	稳健的货币政策要松紧适度。
4月政治局会议	·外部需求收缩，内部多种矛盾聚合，经济运行走势分化，下行压力仍然较大。	·保持宏观政策连续性和稳定性， 加大定向调控力度 ，及时进行预调微调， 高度重视应对经济下行压力 ，加快改革开放步伐， 保持稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险综合平衡 。	积极的财政政策要 增加公共支出 ，加大降税清费力度	稳健的货币政策要把握好度， 注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道
边际变化	外部需求收缩	更加强调稳增长	加码	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

3.2 政策重心：“发挥投资关键作用” & “解决重大项目资金循环不畅”

提示后续政策着力点：多维度扩投资。

在投资领域政策表述明显增多，提出要“发挥投资的关键作用”，“通过体制改革，促进重大基础设施项目资金不畅的问题”。

表8：2015年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型	中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
消费		鼓励大众消费，控制“三公”消费。促进养老家政健康消费， 壮大信息消费 ，提升旅游休闲消费，推动绿色消费，稳定住房消费，扩大教育文化体育消费。	· 要注重扩大消费需求 ，有针对性地挖掘消费潜力，努力提高消费品质量和服务水平，培育新的消费增长点。	延续
扩大内需 投资		· 铁路投资 要保持在8000亿元以上，在建 重大水利工程 投资规模超过8000亿元。 · 发挥好开发性金融、政策性金融在增加公共产品供给中的作用 。	· 要注重发挥投资的关键作用，认真选择好投资项目 ，做到有市场，有长期回报。 · 要整体推进财税、金融、投融资体制改革，解决好重大基础设施项目、市政项目、实体产业部分资金循环不畅问题 。	加码

	城镇化、住房		·【商品房】坚持分类指导，因地施策。 ·【保障房-棚改】今年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套。住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房。	建立房地产健康发展的长效机制	延续
产业	创新	必须让创新成为驱动发展新引擎	加快实施创新驱动发展战略，改造传统引擎，打造新引擎。	要把创新驱动发展作为我国经济实现动力转换的关键，推进企业技术改造	延续
	传统产业、新兴产业	现在传统产业供给能力大幅超出需求，产业结构必须优化升级	【传统产业】要实施“ 中国制造 2025 ”。采取 财政贴息、加速折旧等措施，推动传统产业技术改造 。 【新兴产业】把一批新兴产业培育成主导产业。 国家已设立 400 亿元新兴产业创业投资引导基金		
防风险政策					
	金融风险、地方债务风险	风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间	创新金融监管，防范和化解金融风险	要注意防范和化解各类风险。	延续

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

3.3 具体政策：降准降息& PPP&专项建设基金& “一带一路” &棚改货币化安置

货币政策方面，在 4 月、6 月、8 月迎来降息，于 6 月末迎来定向降准。

基建投资方面，一则大力推广 PPP 模式。在多项政策支持下，PPP 模式在 2015 年迎来爆发式增长。2015 年 9 月 29 日，财政部公布了第二批 PPP 示范项目名单——此番公布的项目共计有 206 个，总投资金额 6588.64 亿元，项目总量为 2014 年 11 月 30 日财政部所公布的第一批 PPP 示范项目的 7 倍，投资额总数是第一批示范项目的 4 倍。¹

二则启用专项建设债，成为投资项目新资金来源。2015 年下半年政策行开始发行专项建设债券，支持政府项目建设。2015 年 8 月初各地申报，9 月初首批专项建设债发行完毕，当年共投放四批次，共计 8,000 亿元，成为 2015 年基建投资的重要资金来源。

地产方面，推进棚户区改造的货币化安置。2015 年货币化安置比重达棚改安置的 29%，居民可以拿到货币补偿后加杠杆购房，当年地产销售热度回升明显。

对于防范风险，2015 年开始正式实施预算法，同时进行首批地方债务置换。

对于去产能，大力推进“一带一路”。2015 年，我国企业共对“一带一路”

¹ [2015 年 PPP 项目签约大盘点 \(cebpublishing.com\)](http://cebpublishing.com)

相关的 49 个国家进行了直接投资，投资额合计 148.2 亿美元，同比增长 18.2%。

表9：2015 政治局会议后续政策跟进

宏观政策	货币政策	·4 月、6 月、8 月降息。 ·6 月末定向降准。
内需	投资	<p>一则大力推广 PPP 模式。</p> <p>在多项政策支持下，PPP 模式在 2015 年迎来爆发式增长。2015 年 9 月 29 日，财政部公布了第二批 PPP 示范项目名单——此番公布的项目共计有 206 个，总投资金额 6588.64 亿元，项目总量为 2014 年 11 月 30 日财政部所公布的第一批 PPP 示范项目的 7 倍，投资额总数是第一批示范项目的 4 倍。</p> <p>二则创设开发性金融工具、政策性金融工具，成为投资项目新资金来源。</p> <p>2015 年下半年政策行开始发行专项建设债券，支持政府项目建设。2015 年 8 月初各地申报，9 月初首批专项建设债发行完毕，当年共投放四批次，共计 8,000 亿元，成为 2015 年基建投资的重要资金来源</p>
	地产	<p>·国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》国发〔2015〕37 号要积极推进棚改货币化安置。缩短安置周期，节省过渡费用，让群众尽快住上新房，享有更好的居住环境和物业服务，满足群众多样化居住需求。</p> <p>各省（区、市）要因地制宜，抓紧摸清存量商品住房底数，制定推进棚改货币化安置的指导意见和具体安置目标，完善相关政策措施，督促市、县抓好落实，加快安置棚户区居民。</p>
防风险	债务置换	<p>2015 年 12 月，时任财政部长楼继伟在接受全国人大常委会委员询问时表示：</p> <p>“今年 8 月份全国人大常委会批准的限额中含有 15.4 万亿存量债务，这 15.4 万亿中含 1.06 亿是过去批准发行债券的，除去这部分之外，剩余的那些通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务，国务院准备用三年左右的时间进行置换。”</p> <p>“三年置换”始于 2015 年下半年，并在 2018 年底基本结束。《2018 年国民经济和社会发展统计公报》披露，2015-2018 年，置换债券累计发行 12.2 万亿元，基本完成既定的存量政府债务置换目标。</p>
调结构去产能	一带一路	把“一带一路”建设与区域开发开放结合起来，加强新亚欧大陆桥、陆海口岸支点建设。推进京津冀协同发展，在交通一体化、生态环保、产业升级转移等方面率先取得实质性突破。
		<p>·国务院《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》国发〔2015〕69 号积极推进“一带一路”沿线自由贸易区。结合周边自由贸易区建设和推进国际产能合作，积极同“一带一路”沿线国家商建自由贸易区，形成“一带一路”大市场，将“一带一路”打造成畅通之路、商贸之路、开放之路。</p> <p>对外直接投资方面，2015 年，我国企业共对“一带一路”相关的 49 个国家进行了直接投资，投资额合计 148.2 亿美元，同比增长 18.2%，投资主要流向新加坡、哈萨克斯坦、老挝、印尼、俄罗斯和泰国等。</p> <p>对外承包工程方面，2015 年，我国企业在“一带一路”相关的 60 个国家新签对外承包工程项目合同 3987 份，新签合同额 926.4 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 44.1%，同比增长 7.4%；完成营业额 692.6 亿美元，占同期总额的 45%，同比增长 7.6%。</p>

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

4 2016 年：延续政策基调，着力供给侧改革

4.1 政策定调：“坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线”

明确经济形势：与中央经济工作会议、两会判断一致。

政治局会议认为一季度经济“经济指标符合预期目标”，没有超预期也没有低于预期，因此对后续经济形势判断也与两会相一致，即“经济下行压力仍然较大”。

定调宏观政策基调：坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线。

政治局会议明确后续政策主线仍为调结构，要“坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线”、“全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务”。

表10：2016年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	· 结构性产能过剩比较严重 。这是绕不过去的历史关口，加快改革创新，抓紧做好工作，就能顺利过关	·明年经济社会发展特别是结构性改革任务十分繁重， 主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务	积极的财政政策要加大力度	稳健的货币政策要灵活适度
两会	·长期积累的矛盾和风险进一步显现， 经济增速换挡、结构调整阵痛、新旧动能转换相互交织 ，经济下行压力加大	·创新宏观调控方式，加强 区间调控、定向调控、相机调控 。 ·适度扩大需求总量，积极调整改革需求结构。 ·把握好稳增长与调结构的平衡，保持经济运行在合理区间。	积极的财政政策要加大力度。	稳健的货币政策要灵活适度。
4月政治局会议	·经济下行压力仍然较大， 一些实体经济生产经营仍然困难 ，市场风险点增多。	· 坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线 ·全面落实“ 去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板 ”五大重点任务。 ·要确保党中央确定的政策 不走样、不变形 ，确保各项政策落实到位。	积极的财政政策	稳健的货币政策
边际变化	无	无	无	无

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

4.2 政策重心：“(地产) 实行差别化的调控政策” & “深化国企改革”

提示后续政策着力点：实行差别化政策调控、深化国有企业改革。

2016年宏观政策仍然延续稳增长、调结构两手抓，且重点提示地产、国企改革领域的调结构政策。

对于地产，提出“实行差别化的调控政策”，及去库存要和控房价同步进行。

对于国企改革，提出要“深化国有企业改革”，延续了两会“坚决打好国有企业提质增效攻坚战”，旨在通过央企国企的兼并重组实现去产能。

表11：2016年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
内需	城镇化、住房	【地产——化解房地产库存】 要落实户籍制度改革方案， 加快农民工市民化 ，允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存。 取消过时的限制性措施、适当降低商品住房价格 ，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。	· 【商品房】 完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。 · 【棚改】今年棚户区住房改造600万套，提高棚改货币化安置比例。 · 【租购并举】 建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题， 实行差别化的调控政策。	加码
		调结构政策			
经济体制改革	国企改革	· 【全面深化改革】 推进结构性改革，必须依靠全面深化改革	今明两年，要以改革促发展， 坚决打好国有企业提质增效攻坚战 。推动国有企业特别是中央企业结构调整，创新发展一批，重组整合一批，清理退出一批。 大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入，消除各种隐性壁垒，鼓励民营企业扩大投资、参与国有企业改革。	要坚持基本经济制度， 深化国有企业改革，促进非公有制经济健康发展。	延续

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

4.3 具体政策：地产因城施策&行政去产能

对于地产政策，较好反映了政治局会议平衡稳增长与调结构的思路。

按照政治局会议提及“实行差别化的调控政策”，高能级城市为遏制房价过快上涨，3月-5月陆续收紧需求端政策，上海、北京、苏州、南京政策均有收紧；而库存较高的三四线城市，仍在通过棚改货币化方式去库存。

对于国央企去产能，2016年8月，国资委决定中央企业要用两年时间压减10%左右的过剩产能，用三年时间基本完成345户大中型僵尸企业的市场出清，围绕央企的供给侧改革提速，同时多个产能过剩行业央企国企兼并重组，最终2016年国央企超额完成去产能任务。

表12: 2016 政治局会议后续政策跟进

<p style="text-align: center;">地产</p>	<p style="text-align: center;">实行差别化的调控政策</p>	<p>2016 年初, 地方积极出台各类措施推动库存去化, 随着近两年房地产去库存工作的稳步推进, 不同城市市场表现分化加剧, 热点城市受前期政策利好、自身需求以及外来资金推动影响, 市场持续回升, 房价地价上涨较快。</p> <p>·为控制房价涨幅, 稳定市场预期, 一线城市率先出台调控收紧措施, 3 月沪深限购加码, 5 月北京通州商住限购, 且调控收紧趋势逐步向热点二三线城市蔓延, 苏州、南京等地通过限价、限贷、加强监管等措施稳楼市。</p> <p>三四线城市库存压力依然严峻, 去库存促消费政策范围不断扩大。2016 年全国大部分省市开始落实去库存措施, 通过调节供需两端改善市场环境, 供应端实施差别化的供地政策、优化供应规模和结构、推进货币化安置、推动房地产功能转型等措施; 需求端通过加大信贷财税优惠力度、鼓励农民工购房等措施进行刺激。</p>
<p style="text-align: center;">调结构</p>	<p style="text-align: center;">行政去产能</p>	<p>6 月 29 日, 国资委曾召开中央企业化解钢铁煤炭过剩产能工作会议 组织推进有关中央企业化解钢铁煤炭过剩产能、处置“僵尸企业”和开展特困企业专项治理工作。 国务院召开常务会议部署建立法治化市场化去产能机制。 会议同时提出要多措并举, 确保完成今年化解过剩粗钢产能 4500 万吨左右、煤炭产能 2.5 亿吨以上的硬目标。</p> <p>7 月 26 日召开的全国煤炭行业化解过剩产能和脱困发展会上要求 各地要倒排任务量、倒排时间表, 确保 11 月底基本完成任务, 中央企业和地方大型国有企业要发挥表率作用, 与此同时召开的钢铁行业化解过剩产能现场经验交流会也提出, 将落后产能、僵尸企业以及环保、能耗、质量、安全等方面不达标的产能作为退出重点。</p> <p>2016 年中央企业化解钢铁过剩产能 1019 万吨, 化解煤炭过剩产能 3497 万吨, 提前超额完成任务; 国有企业改革顶层设计搭建完成。“十项改革试点”梯次展开, 各项改革措施逐层落地</p>

资料来源: 国务院网站, 中指研究院, 民生证券研究院整理

5 2017 年: 开年经济超预期, 高度防控金融风险

5.1 政策定调: “确保供给侧改革得到深化”

明确经济形势: 经济结构调整任重道远。

政治局会议认为一季度经济“增长和效益回升, 市场预期改善”、“内需对经济增长的贡献加大”, 相较中央经济工作的判断“经济增长内生动力不足”, 政治局会议对年内经济增长更见乐观。

经济向好背景下, 会议指出后续经济工作重心在供给端, 指出“经济结构调整任重道远, 面临不少挑战”, 后续应“坚定不移推进经济结构战略性调整”。

定调宏观政策基调: 从“深化供给侧改革”到“确保供给侧改革得到深化”。

中央经济工作会议和两会实际已经定调 2017 年为调节结构年份, 中央经济工作会议就明确要深化供给侧改革。而政治局会议, 这一提法更加强化, 表述调整为“确保供给侧改革得到深化”、“坚定不移推进‘三去一降一补’”, 从语气反映出当前调结构的紧迫性, 同时强调“确保不发生系统性金融风险。”

表13：2017年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	我国经济运行面临的突出矛盾和问题， 必须从供给侧、结构性改革上想办法 ，努力实现供求关系新的动态均衡 ·产能过剩和需求结构升级矛盾突出 ，经济增长内生动力不足， 金融风险有所积聚，部分地区困难增多 等	·要继续深化供给侧结构性改革	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革	适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定
两会	我国发展处在爬坡过坎的关键阶段，经济运行存在不少突出矛盾和问题。	·在区间调控基础上加强定向调控、相机调控，提高预见性、精准性和有效性， 注重消费、投资、区域、产业、环保等政策的协调配合。	财政政策要更加积极有效。	货币政策要保持稳健中性。
4月政治局会议	·当前经济向好有周期性等因素， 经济结构调整任重道远 ，面临不少挑战， 必须坚持用新常态的大逻辑研判经济形势，坚定不移推进经济结构战略性调整。	· 确保供给侧结构性改革得到深化，确保不发生系统性金融风险。 ·要保持宏观政策连续性和稳定性， 深化供给侧结构性改革，坚定不移推进“三去一降一补”。	积极的财政政策	稳健的货币政策
边际变化	延续乐观	强化供给侧改革	无	无

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

5.2 政策重心：“高度重视防控金融风险，加强监管协调”

对于金融风险防控，政治局会议明确强化监管、加大处罚力度。

中央经济工作会议表述是“把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点”；两会表述是“系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕”。

而政治局会议升级为“高度重视防控金融风险，加强监管协调，加大惩处违法违规工作力度”。

表14：2017 年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4 月政治局会议	边际变化
扩大内需	城镇化、住房	·【房住不炒】 要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落 【深入推进“三去一降一补”】 ·去库存方面，要坚持分类调控，因城因地施策， 重点解决三四线城市房地产库存过多 问题	·【商品房】 加强房地产市场分类调控，遏制热点城市房价过快上涨。 ·【三四线商品房去库存】因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。 ·【棚改】再完成棚户区住房改造 600 万套，多种方式提高货币化安置比例。	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。	延续
产业	创新		持续推进大众创业、万众创新。新建一批“双创”示范基地，鼓励大企业和科研院所、高校设立专业化众创空间，加强对创新型中小微企业支持	改造提升传统动能，大力培育发展新动能，振兴实体经济，实现转型升级	延续
	传统产业、新兴产业		【传统产业】 深入实施《中国制造 2025》，加快大数据、云计算、物联网应用，以新技术新业态新模式，推动传统产业生产、管理和营销模式变革。 【新产业】 加快新材料、新能源、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群。今年网络提速降费要迈出更大步伐。		
民生	就业		大力促进就业创业	扎实做好重点民生工作，让人民群众有更多获得感；要营造良好市场环境，加强制度建设，扩大开放领域，改善投资者预期。	延续
	医疗（医改）		·城乡居民医保财政补助由每人每年 420 元提高到 450 元		
	社保（养老改革）		·继续提高退休人员基本养老金，确保按时足额发放。 ·稳步推动养老保险制度改革， 划转部分国有资本充实社保基金。		
	脱贫	要 更有力、更扎实推进脱贫攻坚各项工作 ，推动精准扶贫、精准脱贫各项政策措施落地生根	今年再减少农村贫困人口 1000 万以上，完成易地扶贫搬迁 340 万人。		
防风险政策					
金融风险		【三去一降一补】 ·去杠杆方面，要在控制总杠杆率的前提下， 把降低企业杠杆率作为重中之重 ，规范政府举债行为 ·要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。	当前系统性风险 总体可控 ，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要 高度警惕 。	要 高度重视防控金融风险，加强监管协调 ，加强金融服务实体经济， 加大惩处违法违规行为工作力度 。 确保不发生系统性金融风险	加码
调结构政策					

供给侧改革	过剩产能	【深入推进“三去一降一补”】 去产能方面，要继续推动 钢铁、煤炭行业 化解过剩产能	今年要再压减钢铁产能 5000万吨左右 ， 退出煤炭产能1.5亿吨以上 。同时，要淘汰、停建、缓建煤电产能5000万千瓦以上，以 防范化解煤电产能过剩风险 ，提高煤电行业效率，优化能源结构，为清洁能源发展腾空间。	深化供给侧结构性改革， 坚定不移推进“三去一降一补”	加码
-------	------	---	---	-----------------------------------	----

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

5.3 具体政策：隐债倒查责任终身&金融监管补位

对于金融风险，针对地方债务问题，在7月金融工作会议上首次明确了违规举债的问责机制，并且在7月的政治局会议上，首次提出“倒查责任终身”，由此进入第二轮隐债严监管阶段。

强化对同业杠杆、表外理财业务监管。2017年年初，央行将表外理财纳入广义信贷考核，从总量上控制表外规模无序扩张。4月初银监会开启监管风暴，对银行进行地毯式排查。2017年11月出台的资管新规征求意见稿拉开了新一轮监管的序幕，其对资管行业现存问题提出一系列监管方向，要点围绕资管行业四大风险点，即监管套利、多层嵌套、刚性兑付以及资金池业务四个方向。

对于调结构政策，政治局会议后，发改委、国常会密集下发相关去产能、去库存、降成本的年度计划安排，加快相关结构调整工作的进度节奏，确保供给侧改革任务能在年内完成目标。

表15：2017 政治局会议后续政策跟进

金融风险	地方债务风险	<ul style="list-style-type: none"> • 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号文） • 《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号） <p>2017年财政部相继发布的50号文和87号文进一步划定了十条红线或需注意的事项如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、地方政府不得将学校、医院、公园、城市基础设施道路、管网等公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目。 2、坚持谁借谁用、谁借谁还的原则，不得承诺将储备土地预期出让收入作为平台公司偿债来源。 3、不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。 4、2015年1月1日起，融资平台新增债务不属于地方债务。 <p>7月全国金融工作会议</p> <ul style="list-style-type: none"> • 首次明确了违规举债的问责机制
-------------	---------------	---

	监管补位 (理财、同业杠杆)	<p>央行：将表外理财纳入广义信贷考核，从总量上控制表外规模无序扩张。MPA 考核从 2016 年开始试行，通过 7 大体系 16 项指标对于银行信贷规模扩张进行监管。其中最为重要的宏观审慎资本充足率一旦不达标则一票否决，而宏观审慎资本充足率直接与广义信贷增速挂钩。2016 年底将表外理财纳入广义信贷考核后，央行首先从总量上控制中小银行表外规模无序扩张，切断银行通过表内外腾挪资产躲避监管指标的路径。</p> <p>证监会及保监会：配套落实相应去杠杆及去通道文件。2016 年 7 月证监会公布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，限制结构化资管产品杠杆水平。保监会出台《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，要求保险资管不得发行具有嵌套交易结构的产品，配套落实去杠杆及去通道初步监管。</p> <p>银监会：2017 年 4 月初开启监管风暴，对银行进行地毯式排查。从 2017 年 3 月 23 日到 4 月 10 日，银监会连续下发 8 项文件，矛头直指金融风险防控。2017 年 11 月出台的资管新规征求意见稿拉开了新一轮监管的序幕，其对资管行业现存问题提出一系列监管方向，要点围绕资管行业四大风险点，即监管套利、多层嵌套、刚性兑付以及资金池业务四个方向。</p>
供给侧改革	三去一降一补	<ul style="list-style-type: none"> •去产能 5 月 12 日 国家发展改革委等部门 12 日发布 2017 年钢铁煤炭去产能实施方案，2017 年全国将退出粗钢产能 5000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨以上。 •去库存 5 月国常会 去库存方面，加快棚改进程 •在商品住房库存量大、市场房源充足的市县，进一步提高货币化安置比例，确保完成今年再开工改造 600 万套的棚改任务。 •对于今年的棚户区改造任务，住建部部长陈政高在全国棚户区改造工作电视电话会议上说，2017 年要加快棚改进度，新开工项目进度要快于去年，续建项目也要力争早日竣工和入住。“只能提前、不能落后，只能做好、不能出问题。” •降成本 6 月 关于做好 2017 年降成本重点工作的通知 发改运行〔2017〕1139 号 •今年降成本的主要目标是进一步减税降费，继续适当降低“五险一金”等人工成本；进一步深化改革，完善政策，降低制度性交易成本，降低用能、物流成本。 <p>(再减少企业税负 3500 亿元左右、涉企收费约 2000 亿元)</p>

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

6 2018 年：外部环境严峻，防风险同时扩内需

6.1 政策定调：“调整结构和扩内需结合”

明确经济形势：世界经济政治形势更加错综复杂。

政治局会议认为一季度经济“经济周期性态势好转”，但当前中美贸易摩擦升温，“世界经济政治形势更加错综复杂”、“但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出”。

而中央经济工作会议对经济形势的判断是“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，鲜有提及外部风险。可见政治局会议对经济下行压力判断有所调整，认为当前压力超预期。

定调宏观政策基调：从“深化供给侧改革”到“调整结构和扩内需结合”。

中央经济工作会议和两会，对于宏观政策方向更多强调供给侧改革和三大攻坚战，4月政治局会议则明确要“加快调整结构与持续扩大内需结合起来”，反映后续政策不能单纯调结构，同样需要稳增长。

货币政策有松绑，中央经济工作会议与两会均提出要管住货币供给总闸门，而在政治局会议时，则弱化了“关住闸门”的相关表述。

表16：2018年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段	·今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的 防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战 。 ·深化供给侧结构性改革	坚持积极的财政政策取向不变	稳健的货币政策要保持中性， 管住货币供给总闸门
两会	综合分析国内外形势，我国发展面临的机遇和挑战并存	·继续创新和完善宏观调控，把握好宏观调控的度， 保持宏观政策连续性稳定性 ，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。 管好货币供给总闸门
4月政治局会议	·我国经济周期性态势好转，但 制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出 ，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克， 世界经济政治形势更加错综复杂 。	·首先要全力打好“ 三大攻坚战 ” ·注重引导预期，把 加快调整结构与持续扩大内需 结合起来，保持宏观经济平稳运行	坚持积极的财政政策取向不变	保持货币政策稳健中性
边际变化	强调外部环境趋于复杂	调结构→调结构+扩内需	无	不再提管好货币闸门

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

6.2 政策重心：“加强关键技术攻关” & “及时跟进监督，消除隐患”

会议提示后续政策着力点：强调制造业升级，防风险政策不放松。

对于制造业，首次提出要“加强关键技术攻关”，是延续中央经济工作会议“大力培育新动能”的政策方针，旨在摆脱出口走弱对制造业的拖累。

另外延续了防风险政策，没有边际放松，而是明确“信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患”，指向后续金融去杠杆、抑制地产泡沫方针不会转向。

表17：2018年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
产业	传统产业、新兴产业	·【 深化供给侧结构性改革，破、立、降 】 大力培育新动能	【 制造业升级 】推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，推进智能制造，发展工业互联网平台， 创建“中国制造2025”示范区	加强关键核心技术攻关 ，积极支持新产业、新模式、新业态发展	加码

三农	乡村振兴战略	在十九大报告的基础上进一步明确 乡村振兴战略	1、推进农业供给侧结构性改革。 2、全面深化农村改革。落实第二轮土地承包到期后再延长 30 年的政策。 探索宅基地所有权、资格权、使用权分置改革。	实施好乡村振兴战略	延续
防风险政策					
金融风险、地方债务风险		防范重大风险攻坚战： 重点是防控金融风险 ，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设	· 强化金融监管统筹协调， 健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管 ，进一步完善金融监管、提升监管效能。 · 防范化解地方政府债务风险。严禁各类违法违规举债、担保等行为。 省级政府对本辖区债务负总责，省级以下各级地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务。	· 全力打好“三大攻坚战” · 要推动 信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。	延续
调结构政策					
供给侧改革	过剩产能	· 【深化供给侧结构性改革，破、立、降】 · 大力破除无效供给	· 今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。	· 要深化供给侧结构性改革，更多运用市场化法治化手段化解过剩产能	延续
经济体制改革	财税改革		健全地方税体系，稳妥 推进房地产税法。改革个人所得税。	深化国企国资、财税金融等改革。	延续
	国企改革		推进国资国企改革、支持民营企业发展、完善产权制度和要素市场化配置机制 深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权。继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革，		
	金融体制改革		加快金融体制改革。		
	改革开放			· 要更加积极主动推进改革开放。 · 博鳌亚洲论坛 2018 年年会成功举办，我国宣布扩大开放新的重大举措。党中央决定支持海南建设自由贸易试验区、逐步建设中国特色自由贸易港，释放深化改革开放强烈信号。	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

6.3 具体政策：降准&资管新规落地&新一轮隐债化解

后续货币政策宽松，分别于 4 月末、7 月初进行两轮降准。

对于制造业，批复多个“中国制造 2025”城市示范区，同时设立制造业创新重心考核办法，鼓励企业创新。

对于地产、金融风险，严监管态势未有改变。

对于地产，5 月中下旬住建部在多场合表示地产政策调控方针不动摇，全年 22 个城市出台或升级了限购政策，海南更是于 4 月出台全岛限购限售政策，整体

地产收紧力度较 2017 年有增无减。

对于金融风险，一方面于政治局会后出台资管新规，打击理财产品刚性兑付、各类嵌套、通道业务；另一方面于 8 月针对地方隐债出台规范化解文件，旨在推进地方隐债化解节奏。

表18：2018 年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	财政政策	<p>·5 月 调降增值税税率</p> <p>自 2018 年 5 月 1 日起，纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 17%、11% 税率的，税率分别调整为 16%、10%。纳税人购进原适用 11%、16% 扣除率的农产品，扣除率调整为 10%、12%。</p>
	货币政策	<p>4 月 25 日存款准备金率下调 1%、</p> <p>7 月 5 日存款准备金率下调 0.5%</p>
内需政策	制造业	<p>·批复建设超过 12 个“中国制造 2025”城市示范区</p> <p>批复宁波、泉州、沈阳、长春、武汉、吴忠、青岛、成都、赣州、广州、合肥、湖州等 12 个城市和苏南五市、珠江西岸六市一区、长株潭衡、郑洛新等 4 个城市群。对这些区域制造业企业提供财税金融支持与土地供应保障。</p> <p>·2018 年 6 月 6 日，工业和信息化部印发《国家制造业创新中心考核评估办法(暂行)》</p> <p>对国家制造业创新中心考评内容、材料、程序、结果等作了明确规定。该《评估办法》自 2018 年 7 月 1 日起施行。对考评结果为优秀的创新中心，工业和信息化部将予以奖励。这对推动我国制造业智能化发展进程具有重要作用。</p>
	地产	<p>·全年约有 30 个城市出台或升级了限售政策，约 22 个城市出台或升级了限购政策，海南全岛限购限售。2018 年热点城市限购限售政策相较 2017 年有所减少但力度不减。</p> <p>·五一前后，住建部约谈了西安、海口、三亚、长春、哈尔滨、昆明、大连、贵阳、徐州、佛山等 10 个城市政府负责同志。</p> <p>·5 月 9 日，住建部负责人就房地产市场调控问题约谈了成都、太原两市政府负责同志</p> <p>强调要坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松，认真落实稳房价、稳租金的调控目标。</p> <p>·5 月 19 日，住建部印发《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》</p> <p>再度重申坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松。</p>
防风险政策	金融去杠杆	<p>·4 月 27 日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106 号)</p> <p>打击理财产品刚性兑付、各类嵌套、通道业务，非标融资规模大幅下行。</p>
	地方隐债管理	<p>·8 月，中央非公开发布《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27 号)</p> <p>要求地方政府通过“统筹资金、偿还一批；债务置换、展期一批；项目运营、消化一批；引入资本、转换一批”等方式在 5-10 年内化解地方政府隐性债务。抑制地方政府再度通过 PPP 模式、产业投资基金方式加杠杆。非标与隐性债务资金本身较大比例流向基建，在去杠杆政策下，2018 年基建资金来源断崖下降，全年基建投资增速仅达 1.8% (2017, 14.9%)。</p>

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

7 2019 年：开年经济好于预期，推动制造业金融改革

7.1 政策定调：“供给侧改革的方法稳需求”

明确经济形势：当前经济下行压力缓释。

政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期，开局良好”，也因此对后续经济形势判断从两会的“经济下行压力加大”调整为“存在下行压力”，语气上有所减弱。

另外，会议认为当前经济下行压力“但更多是结构性、体制性的”，均指向后续逆周期调节的力度走弱，旨在提升经济效能的结构性改革措施将发力。

定调宏观政策基调：从“强化逆周期调节”到“注重质的提升”。

中央经济工作会议、两会对宏观政策力度表述为“强化逆周期调节”、防风险调节构政策要“防止紧缩效应叠加”，稳增长倾向明确。

会议提到宏观政策要“立足于推动高质量发展”、“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求”，体现在经济超预期修复背景下，宏观总量调控不再追求“大干快上”，宏观调控基调有所转向。

表19：2019 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	外部环境复杂严峻，经济面临下行压力	·宏观政策要 强化逆周期调节 ，适时预调微调，稳定总需求。	加力提效	松紧适度
两会	当前经济下行压力 加大	·防控风险要把握好节奏和力度，防止紧缩效应叠加放大， 决不能让经济运行滑出合理区间 。	加力提效	松紧适度
4 月政治局会议	·一季度经济运行总体平稳、 好于预期 ，开局良好； ·外部经济环境总体趋紧，国内经济 存在 下行压力，这其中既有周期性因素， 但更多是结构性、体制性的 。	·宏观政策要 立足于推动高质量发展 ，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力。 ·注重以 供给侧结构性改革的办法稳需求 。 ·要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。	加力提效	松紧适度
边际变化	<i>好于预期</i>	<i>力度减弱</i>	无	无

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

7.2 政策重心：“推动制造业高质量发展” & “加快金融供给侧结构性改革”

会议提示后续政策着力点：收地产，推动制造业高质量发展，金融体制改革。

地产方面，再提“房住不炒”，2019年两会淡化了地产“房住不炒”的表述，地产销售表现较好，本次政治局会议重提“房住不炒”。

制造业方面，首次提出“推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托”，提升了制造业转型升级的战略高度。

金融体制改革，首先提出要加快科创板建设，同时推进金融供给侧改革。

表20：2019年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
扩大内需	城镇化、住房	·要推动城镇化发展，督促落实2020年1亿人落户目标 ·要构建房地产市场健康发展长效机制， 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系	·继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。	·要 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，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。	收紧
产业	传统产业、新兴产业	加大制造业技术改造和设备更新	【新兴产业发展】深化大数据、人工智能等研发应用，培育新兴产业集群，壮大数字经济；加快在各行各业各领域推进“互联网+”。 持续推动网络提速降费。 【传统产业升级】 支持企业加快技术改造和设备更新，将固定资产加速折旧优惠政策扩大至全部制造业领域	·要把 推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托 ，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。	加码
民生	就业		·实施职业技能提升行动，从失业保险基金结余中拿出1000亿元，用于1500万人次以上的职工技能提升和转岗转业培训。	·要做好重点群体就业工作，加强职业技能培训。	延续
其他重要议题					
经济体制改革	金融体制改革	·推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地		·要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要 真正落实 以信息披露为核心的证券发行注册制。 ·要有效支持民营经济和中小企业发展， 加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题 ，引导优势民营企业加快转型升级。	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

7.3 具体政策：金融定价机制改革&科创板开板

宏观调控力度收敛，财政二季度支出力度明显走弱。

一季度财政前置发力，支出进度达历史高值，而在二季度支出增速边际放缓，财政后续政策重在落实前期减税降费政策而非扩支。

对于地产，二季度后收紧类政策明显增多。

2019 年地方房地产市场调控仍以稳为主，但各城市间、城市内部各板块之间的政策分化更加明显，地方因城、因区、因时综合施策保持房地产市场稳定。与一季度相比，二季度、三季度政策明显趋紧，紧缩程度自 4 月以来明显加强，政策数量前低后高、前稳后严。

对于制造业，财政、金融多项政策支持制造业发展。

财政政策上，从 2019 年 4 月开始，单独对现金制造业给予增量留抵退税政策支持，制造业贷款纳入银行 MPA 考核。

金融制度上，加快推进创业板开板，推进 LPR 改革。

大力推进科创板注册制，并于 6 月开板，7 月第一批企业上市，更多小型科创企业得到资金支持，体现政策支持科创制造业做大做强。8 月 LPR 改革，利率朝市场化方向推进。

表21：2019 年政治局会议后续政策跟进

扩内需政策	制造业	<p>·8 月 关于明确部分先进制造业增值税期末留抵退税政策的公告。</p> <p>·自 2019 年 6 月 1 日起,部分先进制造业纳税人,可以自 2019 年 7 月及以后纳税申报期向主管税务机关申请退还增量留抵税额。</p> <p>·央行发布《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》显示，要加大对制造业的支持力度。</p> <p>与一季度发布的《报告》相比，本次《报告》重点强调要加大金融对制造业的支持力度，表示要在宏观审慎评估中增设制造业中长期贷款和信用贷款等指标，调整小微和民营企业贷款指标，引导金融机构加大对实体经济的信贷支持力度。</p> <p>·出台推动制造业高质量发展政策措施，发布产业结构调整指导目录（2019 年本）。</p> <p>·实施新一轮技术改造工程，推动中国标准地铁 A 型车等一批国产首台（套）技术装备示范应用。</p>
	地产	<p>·4 月，银保监会官网发文指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长。</p> <p>·5 月，央行金融市场司副司长在媒体吹风会上表示，房地产调控和房地产金融政策的取向没有改变，坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。</p> <p>【严控房价】</p> <p>·5 月，住建部在此前对六个城市进行预警提示的基础上，又对新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁四个城市进行预警提示。</p> <p>【地方政策二季度后明显收紧】</p> <p>·2019 年地方房地产市场调控仍以稳为主，但各城市间、城市内部各板块之间的政策分化更加明显，地方因城、因区、因时综合施策保持房地产市场稳定。与一季度相比，二季度、三季度政策明显趋紧，紧缩程度自 4 月以来明显加强，政策数量前低后高、前稳后严。</p>

金融体制 改革	推进科创板试 点注册制	2019年1月30日证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 3月1日发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》。 历经半年筹备，科创板于2019年6月13日正式开板，7月22日首批25家公司成功上市。
	LPR改革	8月16日，中国人民银行（“央行”）发布公告（〔2019〕第15号，以下简称为“15号令”），决定改革完善 贷款市场报价利率（即 Loan Prime Rate，以下简称为“LPR”）形成机制。根据15号令，各银行应在新发放的贷 款中主要参考贷款市场报价利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。并且，报价 行应于每月20日9时前向全国银行间同业拆借中心报价。

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

8 2020年：开年疫情冲击，宏观调控力度加码

8.1 政策定调：“更大的政策力度对冲疫情影响”

明确经济形势：当前经济发展面临的挑战前所未有。

2020年初新冠疫情暴发，面对疫情对经济的冲击，会议对当前经济形势的判断明显转向。2019年末中央经济工作会议判断我国正处于“转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力”时期，政治局会议则明确当前“经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性”。

定调宏观政策基调：更大的宏观政策力度对冲疫情影响。

经济运行面临挑战，政治局会议明确后续应“更大的宏观政策力度对冲疫情影响”。

2020年政治局会议在两会前召开，也因此对财政、货币政策有更为详尽的描述。财政政策提出要“更加积极有为”、“提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券”；货币政策要“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”。

表22：2020年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	当前世界经济增长持续放缓，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大	坚持稳中求进工作总基调，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作 在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升	积极的财政政策要大力提质增效	稳健的货币政策要灵活适度

4月政治局会议	·今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来 前所未有的冲击 。 ·当前 经济发展面临的挑战前所未有的 ，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作	·坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战， 加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转 。 ·要以 更大的宏观政策力度对冲疫情影响	积极的财政政策要 更加积极有为 提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券	·稳健的货币政策要更加灵活适度， 运用降准、降息、再贷款等手段 ，保持流动性合理充裕。
边际变化	疫情对经济影响前所未有	加大力度六稳六保、加大宏观调控力度	加码	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

8.2 政策重心：“新基建” & 淡化金融风险防控

扩内需主要重在扩消费，投资重心在新基建。

对于消费，政治局会议提出要“积极扩大国内需求。要释放消费潜力”。对于基建投资，会议提出要“加强传统基础设施和新型基础设施投资”，

对于金融风险，政治局会议表述有所淡化。

对于金融风险，中央经济工作会议表述为“保持宏观杠杆率基本稳定”。对于地产，中央经济工作会议提出要“稳地价、稳房价、稳预期”，上述两项在政治局会议均有所淡化。

表23：2020年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	4月政治局会议	边际变化
内需	消费		· 要积极扩大国内需求。要释放消费潜力 ，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要支持企业出口转内销	加码
	投资	·加强战略性、网络型基础设施建设，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。	· 要积极扩大有效投资，加强传统基础设施和新型基础设施投资	首次提出新基建
	城镇化、住房	·要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房 · 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，全面落实因城施策， 稳地价、稳房价、稳预期 的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展	·实施老旧小区改造 · 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，促进房地产市场平稳健康发展。	延续

产业	制造业	·支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级	·促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性。 ·要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。	延续
民生	就业	·要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量	要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重	延续
	保市场主体		要着力帮扶中小企业渡过难关， 加快落实各项政策，推进减税降费 ，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。	加码
	脱贫	·要确保脱贫攻坚任务如期全面完成	加大脱贫攻坚力度，复工复产中优先使用贫困地区劳动力，确保如期全面完成脱贫攻坚任务	延续
防风险政策				
金融风险	要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。		——	淡化

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

8.3 具体政策：专项债扩容&特别国债&地产政策放松

政治局会议召开后一个月，两会明确当年财政货币政策双宽松。

财政政策方面，2020 年目标赤字率定在 3.6%以上，赤字规模较 2019 年多增 1 万亿，新增 3.75 万亿专项债限额与 1 万亿抗疫特别国债，政府新增债务规模合计较 2019 年多增 3.6 万亿。减税降费规模达到 2.5 万亿，创历史新高。

货币政策方面，进行两轮降息降准，同时设立多项结构性货币工具，其中支农支小再贷款新增万亿规模。

内需政策重在刺激消费、加大专项债投向基建比重、松绑地产政策、

对于消费领域，出台多项消费券、新能源车补贴政策，消费券政策额度大，且使用门槛低。

对于基建，明确专项债可投向基建领域，保证基建投资资金来源。

对于地产，上半年多省市出台政策刺激供需两端，缓释房企资金压力，同时通过发放人才购房补贴、调整公积金限贷政策提振需求。

防风险政策进一步淡化。

中央经济工作会议明确 2020 年要进一步“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，而政府工作报告对风险防范表述弱化为“重大金融风险有效防控。”这也使得 2020 年城投平台有息债务增速保持在较高增速。

表24：2020年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	宏观政策基调	加大宏观政策实施力度
	财政政策	<ul style="list-style-type: none"> ·【两会——积极的财政政策要更加积极有为】 ·赤字率设在 3.6%以上 ·特别国债发行 1 万亿 ·新增减税降费 2.5 万亿 ·3.75 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例
扩内需政策	货币政策	<ul style="list-style-type: none"> ·【两会——稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段。】 ·两轮降息：OMO、MLF、1 年期 LPR、5 年期 LPR 分别调降 30BP、30BP、30BP、15BP ·两轮定向降准：第一次实施普惠金融定向降准 50BP-100BP。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元；第二次对中小银行降准 100BP，释放长期资金约 4000 亿元。 ·超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。
	消费	<ul style="list-style-type: none"> ·【多地发放消费券】 ·3 月疫情趋缓后，杭州等地首先发放电子消费券；截至 5 月初，据商务部数据，28 省累计发放 190 多亿元消费券。·行业广泛，参与门槛较低 ·【新能源汽车】 ·新能源汽车国补：2020 年纯电动汽车补贴 1.62-2.25 万元，插电混动汽车补贴 0.85 万元。 ·佛山（2 月）、广州、宁波、杭州、南昌（3 月）、山西、上海、合肥、四川、重庆（4 月）、漳州（6 月）宣布特定时间范围内购车给予 1000-8000 元补贴。 ·购置新能源车免征车辆购置税 ·二手车经销纳税人减按 0.5%征收增值税。
	地产	<p>在“房住不炒”基调指导下，地方政府因城施策更加灵活。</p> <ul style="list-style-type: none"> ·【融资端】 ·2020 年 2 月开始后，部分城市的自然资源和规划局明确发布土地可延期签订土地出让合同，允许延期缴纳土地出让金，并放松对交地、动工、竣工的时间约束。同时对于房地产企业的资金监管有所放松，针对符合条件的房地产项目，适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例。 ·【需求端】 ·衡阳、钦州、抚州、益阳、江门、上海、深圳、南京、武汉、成都、福州、厦门、常州、包头、无锡、杭州、广州、苏州、青岛、天津、沈阳、南昌、济南、佛山等城市在供需两端出台扶持政策，促进房地产市场平稳发展；龙岩、绍兴、合肥等城市的政策调整侧重于分期缴纳出让金、竣工延期等供给侧方面；大连、郑州等城市从公积金额度提升、人才引进力度加大、发放购房补贴等需求端出台扶持政策。

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

9 2021 年：开年经济恢复明显，调结构节奏加快

9.1 政策定调：“凝神聚力深化供给侧改革”

明确经济形势：当前是稳增长压力较小的窗口期。

政治局会议总结 2021 年开年以来“我国经济恢复取得明显成效”。经济平稳运行背景下，会议对当前经济形势的判断与此前一致，即“经济恢复不均衡、基础不稳固”，但是减少了对风险相关的表述，明确当前时点是“稳增长压力较小的窗口期”。

定调宏观政策基调：固本培元，凝神聚力深化供给侧结构性改革。

稳增长压力不大，政治局会议明确后续应“**凝神聚力深化供给侧结构性改革**”。宏观政策基调上，除了延续中央经济工作会议、两会政策“不急转弯”的表述，提出“**固本培元，稳定预期**”，表明后续稳增长政策力度难有加码。

对于财政政策表述也有收敛，从两会的“**提质增效、更可持续**”变更为“**落实落细**”，更加强调政策的落地而非出台增量政策。

表25：2021年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	·明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的 各类衍生风险不容忽视 ·我国经济恢复基础尚不牢固	·明年 宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性 。 ·要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的 必要支持力度 ，政策操作上要更加 精准有效，不急转弯，把握好政策时度效 。	积极的财政政策要提质增效、更可持续	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度
两会	我国发展仍 面临不少风险挑战 ，但经济长期向好的基本面没有改变	·保持 宏观政策连续性、稳定性、可持续性 ·在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。 ·宏观政策要继续为市场主体纾困， 保持必要支持力度，不急转弯 ，根据形势变化适时调整完善	积极的财政政策要提质增效、更可持续。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
4月政治局会议	·要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。 · 要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好 。	· 凝神聚力深化供给侧结构性改革 。 ·要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效。 · 固本培元，稳定预期 ，保持经济运行在合理区间。	积极的财政政策 要落实落细 ，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。
边际变化	稳增长压力较小的窗口期	凝神聚力深化供给侧改革	财政力度收敛	——

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

9.2 政策重心：控房价、化隐债、强化平台经济监管

会议提示后续政策着力点：控房价、化金融风险、强化平台经济监管。

地产政策收紧信号较强。

两会地产表述为“房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。”政治局会议进一步明确“**防止以学区房等名义炒作房价**”，体现当局对控房价工作的重视程度再上台阶。

对于地方财政金融风险，深度压实地方党政责任。

政治局会议首次提出“**建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制**”，是两会、中央经济工作会议所提“压实各方责任”方针的政策跟进，意味

后续地方隐债监管只严不松。

对于平台经济，监管力度进一步强化。

两会对于资本的表述停留在“强化反垄断和防止资本无序扩张”，政治局会议直接点名平台经济，明确“加强和改进平台经济监管，促进公平竞争”，意味后续互联网平台企业展业环境更为严苛。

表26：2021年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
扩大内需	消费	扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进 共同富裕 。	· 稳定增加汽车、家电等大宗消费 ，取消对二手车交易不合理限制	制定促进共同富裕行动纲要 ，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大	加码
	投资	·加大 新型基础设施投资力度	继续支持促进区域协调发展的重大工程， 推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目 ，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。	要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，	延续
	城镇化、住房	·【商品房】 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ； ·【租购并举】因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展	·【商品房】 房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。 ·【租购并举】切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；增加保障性租赁住房和共有产权住房供给， 防止以学区房等名义炒作房价。	收紧
产业	创新	·实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题	·延续执行企业研发费用 加计扣除75%政策，将制造业企业加计扣除比例提高到100%	引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。	延续
	传统产业、新兴产业	·要扩大制造业设备更新和技术改造投资	·【新兴产业】发展工业互联网、加大5G网络和千兆光网建设力度 ·【传统产业】对 先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额 提高制造业贷款比重， 扩大制造业设备更新和技术改造投资		延续
民生	就业	·实现更加充分更高质量就业	·继续 降低失业和工伤保险费率，扩大失业保险返还等阶段性稳岗政策惠及范围 ，延长以工代训政策实施期限。	要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业	延续
三农	乡村振兴战略		稳慎推进农村宅基地制度改革试点。	巩固拓展脱贫攻坚成果，在乡村振兴中持续改善脱贫人口生活，做好重要民生商品保供稳价。	延续
防风险政策					
金融风险			完善金融风险处置工作机制，压实各方责任 ，坚决守住不发生系统性风险的底线。	要防范化解经济金融风险， 建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。	加码
调结构政策					

双碳		·要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。	·扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。 制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。 ·实施 金融支持绿色低碳发展专项政策 ，设立碳减排支持工具。 ·推动煤炭清洁高效利用， 大力发展新能源 ，在确保安全的前提下积极有序发展核电。	要有序 推进碳达峰、碳中和工作 ，积极发展新能源。	延续
	经济体制改革	· 深入实施 国企改革三年行动	· 完成 国企改革三年行动任务	· 深入实施 国企改革三年行动方案	延续
	资本无序扩张	·要加强规制，提升监管能力， 坚决反对垄断和不正当竞争行为 。金融创新必须在审慎监管的前提下进行	· 强化反垄断和防止资本无序扩张 ，坚决维护公平竞争市场环境。	要 加强和改进平台经济监管，促进公平竞争 。	加码

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

9.3 具体政策：地产“三道红线”&15号文&反垄断审查

二季度后宏观调控力度收缩，债务发行节奏仍然缓慢，财政支出力度持续走弱。

国债以及专项债发行进度明显低于 2019、2020 年水平。上半年地方债务发行进度为 33% (2020, 59%; 2019,71%)，国债发行进度为 20% (2020,29%; 28%) 上半年广义财政赤字达 2019 年后新低 7181 亿元，财政扩张意愿极弱。

地产方面，金融严审查，地方完善地产调控工具箱。

供给端方面，严查资金违规流入房地产市场，坚决查处经营贷、消费贷、信用贷违规用于购房。严格执行企业端“三道红线”和银行端“两条红线”的同时，亦在完善房地产企业三线四档融资管理规则，企业商票、拿地销售比等指标先后纳入监管 (6 月)。

需求端方面，前三季度，房地产市场调控政策不断完善升级，热点城市持续加码房地产调控政策，调控方式、力度及精细度均出现了显著升级，调控“工具箱”不断扩充，核心城市从限购、限贷、限价、限售等方面补充房地产市场管控政策。

双碳方面，多个省份出现“运动式”减碳，关停优质煤矿，间接促成上半年煤炭价格上扬。

金融防风险方面，8 月出台 15 号文，隐债监管力度再上台阶。

8 月出台《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发[2021]15 号)，要求强化银行保险机构的风险管理和监管机

构的监管检测工作，对新增或虚假化解的银行保险机构和负有责任的个人依法从严处罚。隐债严监管下，三季度基建投资开始大幅走弱。

平台经济方面，二季度市场监管局审查多项互联网平台不正当收购案。

市场监管总局对多个并购行为开展反垄断审查，陆续叫停、处罚多个合并收购案件，打击不正当竞争行为，涉及医疗、传媒、科技等诸多领域，如阿里巴巴收购优酷土豆股权、由腾讯推动的虎牙和斗鱼战略合并等。

表27：2021年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	财政政策	<ul style="list-style-type: none"> ·【政府债务发行节奏缓慢、支出节奏缓慢】 ·国债以及专项债发行进度明显低于 2019、2020 年水平。 ·上半年地方债务发行进度为 33% (2020, 59%; 2019,71%)，国债发行进度为 20% (2020,29%; 28%) ·上半年广义财政赤字达 2019 年后新低 7181 亿元，财政扩张意愿极弱。
扩内需政策	地产	<ul style="list-style-type: none"> ·供给端：房地产金融监管力度趋严 ·严查资金违规流入房地产市场，坚决查处经营贷、消费贷、信用贷违规用于购房。 ·严格执行企业端“三道红线”和银行端“两条红线”的同时，亦在完善房地产企业三线四档融资管理规则，企业商票、拿地销售比等指标先后纳入监管（6 月）。 ·需求端：地方政府持续完善市场调控“工具箱” ·前三季度，房地产市场调控政策不断完善升级，热点城市持续加码房地产调控政策，调控方式、力度及精度均出现了显著升级，调控“工具箱”不断扩充，核心城市从限购、限贷、限价、限售等方面补充房地产市场管控政策
防风险政策	隐性债务	<ul style="list-style-type: none"> ·【4月《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》】 ·防范化解地方政府隐性债务风险。把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。 ·清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。 ·【8月《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号）】 ·要求强化银行保险机构的风险管理和监管机构的监管检测工作，对新增或虚假化解的银行保险机构和负有责任的个人依法从严处罚。 ·隐债严监管下，7月基建投资开始大幅走弱。
产业政策	平台经济	<ul style="list-style-type: none"> ·【9月网信办等九部门联合发布的《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》】 ·【10月市场监管总局组织起草的《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》】 ·市场监管总局对多个并购行为开展反垄断审查，陆续叫停、处罚多个合并收购案件，打击不正当竞争行为，涉及医疗、传媒、科技等诸多领域，如阿里巴巴收购优酷土豆股权、由腾讯推动的虎牙和斗鱼战略合并等。2021年，反垄断执法机构共查办互联网行业滥用市场支配地位案件3件，滥用行政权力排除、限制竞争案件2件；审结平台经济领域经营者集中28件，对98件平台经济领域未依法申报违法实施经营者集中案件作出行政处罚。以上案件罚没金额共计217.4亿元。
	双碳	<ul style="list-style-type: none"> ·【地方出现“运动式”减碳】 ·2021年上半年，有些省份关停了一些处在壮年期的优质煤矿，间接促成年初开始的大面积煤炭供应紧张和煤炭价格大幅上涨。

资料来源：国务院网站，中指研究院，民生证券研究院整理

10 2022 年：疫情、俄乌冲突暴发，政策加码全力对冲

10.1 政策定调：“抓紧谋划增量政策工具”

定调经济：外部环境更复杂，稳增长面临新挑战。

政治局会议定调 2022 年开年“经济运行总体实现平稳开局”，但是新冠疫情、俄乌冲突使得我国经济发展不确定性上升，会议对经济形势的判断从两会的“今年我国发展面临的风险挑战明显增多”变更为“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”。

定调宏观政策基调：政策力度加大，落实节奏加快。

政治局会议明确后续应“加大宏观政策调节力度”，同时“抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。”

对于两会确定的财政货币政策，提出要“加快落实”。

后续财政货币双双宽松。

财政政策方面，减税降费力度加大，节奏加快，专项债发行节奏提前。

一方面提出将专项债提前至 8 月发行完毕，将原计划全年完成的留抵退税提前至 6 月前完成。

另一方面设立多项增量政策工具，面向受疫情影响较大的企业新增新的减税降费、缓税缓费政策，新增减税降费及退税缓税缓费超过 4.2 万亿元，远超年初两会计划的 2.5 万亿。

货币政策方面，降准降息一先一后，政策性金融工具、结构性货币工具扩容。

货币政策同样也有加码，4 月末迎来 22 年首次降准，5 月则迎来年内第二次降息。

5、6 月国常会分别新增设立 3000 亿开发性政策性金融工具、8000 亿新增政策行信贷支持基建。

表28：2022 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力	<ul style="list-style-type: none"> 着力稳定宏观经济大盘，迎接党的二十大胜利召开。 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。 加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。 	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕

两会	今年我国发展面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎	·政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。 ·宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。 加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的 总量和结构 双重功能，为实体经济提供更有力的支持。 加强金融对实体经济的有效支持， 发挥好政策性、开发性金融作用。
4月政治局会议	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	·要 加大宏观政策调节力度 ，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间 ·要 抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度 ，把握好目标导向下政策的 提前量和冗余度 。	·要 加快落实 已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。	
边际变化	经济环境不确定性上升	加大宏观调控力度	加快既有政策落地	

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

10.2 政策重心：“全面加强基础设施建设” & “支持平台经济健康发展” & “支持刚改住房需求”

内需政策加码主要体现在基建投资上，地产调控政策也有边际放松。

两会对基建表述为“适度超前开展基础设施投资”，而在政治局会议上则明确“全面加强基础设施建设。”

对于地产，政治局会议一方面延续“房住不炒”表述，另一方面则提出“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。

对于平台经济，政策态度持续走向温和。

两会对于资本的表述停留在“支持和引导资本规范健康发展”，政治局会议表述则为“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，较平台经济态度进一步放松。

对于防风险政策，仍维持严监管状态。

对于可能存在的金融风险，会议明确“要有效管控重点风险”。说明本次政策加码不代表放松 2021 年以来的隐债严监管。

表29：2022 年政治局会议的政策边际变化一览

政策类型		中央经济工作会议	政府工作报告	4月政治局会议	边际变化
扩大内需	消费		继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	加码

	投资（基建）	·适度超前开展基础设施投资	·围绕国家重大战略部署和“十四五”规划， 适度超前开展基础设施投资 ； ·建设重点 水利工程 、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障， 全面加强基础设施建设 。	加码
	城镇化、住房	· 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，加强预期引导，探索新的发展模式， ·坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设， 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展	·【商品房】 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 稳地价、稳房价、稳预期 ，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。 ·【租购并举】坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管 ，促进房地产市场平稳健康发展。	地产政策边际松绑
民生	就业	·健全灵活就业劳动用工和社会保障政策	·落实落细稳就业举措。 · 继续执行降低失业和工伤保险费率 等阶段性稳就业政策。	要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策	加码
	社保（养老改革）	·推进基本养老保险全国统筹	· 稳步实施企业职工基本养老保险全国统筹 ，规范发展第三支柱养老保险	要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应。 要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。	
防风险政策					
	金融风险	·压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任。	·压实地方属地责任、部门监管责任和企业主体责任。	·要有效管控重点风险	·延续
调结构政策					
经济体制改革	民营经济、市场资本	· 要为资本设置“红绿灯” ，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。	· 抓好要素市场化配置综合改革试点，加快建设全国统一大市场 。 ·要正确认识和把握资本的特性和行为规律，支持和引导资本规范健康发展。	·要促进 平台经济健康发展 ，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	加码
	金融体制改革	· 全面实行股票发行注册制	· 全面实行股票发行注册制 ，促进资本市场平稳健康发展。	·要及时回应市场关切， 稳步推进股票发行注册制改革 ，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。	·延续

资料来源：国务院，民生证券研究院整理

10.3 具体政策：政策性金融工具重启&结构性货币工具&设立资本“红绿灯”

基建方面，政策布局最多，融资渠道扩张，节奏加快。

6月、8月、10月合计发行的7399亿政策性金融工具全部用向基建，全年基建投资增速久违的超过10%。

地产方面，地方因城施策密切布局，但仍局限于需求端。

从政策优化节奏来看，4月以来政策进入实质性宽松期，政策节奏加快和力度明显加大，且城市不断向热点二线城市扩围；

5月，部分地区开始加快放松地产限购贷政策；而2月收紧的预售资金监管政策，部分地区也在会议后边际放松。（4月，南京宣布放松商品房预售款监管，最高可拨付60%监管资金，意味着优质房企可以通过保函的形式把监管资金提出，以缓解资金紧张。这是自2月份全国性商品房预售资金监督管理办法出台以来，首次有城市明确放松预售资金监管。）

平台经济方面，强调出台促进发展政策。

5月31日，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》明确，在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序，以公平竞争促进平台经济规范健康发展。

政策支持下，2022年平台企业受罚数量大幅减少。截至7月5日，市场监管总局开出涉及经营者集中案件的罚单仅13份与平台企业有关，且均发生在2022年1月。

表30：2022年政治局会议后续政策跟进

宏观政策	财政政 策	<ul style="list-style-type: none"> • 【5月-6月 国常会 部署稳经济一揽子措施】 • 留抵退税范围扩大：在更多行业实施存量 and 增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年退减税总量2.64万亿元，7月份前基本退税完成。 • 减税降费规模增扩：将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业。对中小微企业吸纳高校毕业生的，加大扩岗补助等支持。各地要加大小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持。 • 专项债发行提速，投向范围扩大：今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。

扩内需政策	货币政策	<ul style="list-style-type: none"> • 4 月末迎来 22 年首次降准 • 5 月则迎来年内第二次降息 • 【5 月-6 月 国常会 部署稳经济一揽子措施】 将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍。 对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息； 汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。 将商业汇票承兑期限由 1 年缩短至 6 个月。 对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。 • 【6 月-11 月 确定政策性开发性金融工具支持重大项目建设】 启用 7399 亿开发性政策性金融工具 • 【结构性货币工具扩容】 • 9-11 月 PSL 新增额度逾 0.3 万亿，创设设备更新再贷款等结构性货币工具
	消费	<ul style="list-style-type: none"> • 【5 月 23 日 国常会 部署稳经济一揽子措施】 放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。
	基建	<ul style="list-style-type: none"> • 【5 月 23 日 国常会 部署稳经济一揽子措施】 优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。启动新一轮农村公路建设改造。支持发行 3000 亿元铁路建设债券。 • 【6 月 1 日 国常会 部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效】 对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。 • 【6 月 30 日 国常会 确定政策性开发性金融工具支持重大项目建设】 通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。 年内再开工一批国家高速公路联通、省际公路瓶颈路段畅通、内河水运通道建设、港口功能提升等工程。 • 【7 月 22 日 国常会 部署持续扩大有效需求的政策举措】 政策性开发性金融工具、专项债等政策效能释放还有相当大空间 加快项目审批：由国家相关部门联合办公、并联审批，连续高效运转。 加快资金投放：成熟项目越多的地方得到的支持越大。加快专项债资金使用。引导商业银行相应提供配套融资，政策性银行新增信贷额度要及时投放。 加快形成实物工作量：各地按质量要求加快项目进度，创造条件确保建设工地不停工、相关产业链供应链不间断，在三季度形成更多实物工作量。
地产	<ul style="list-style-type: none"> • 【5 月 23 日 国常会 部署稳经济一揽子措施】 因城施策支持刚性和改善性住房需求。 • 4 月央行、外汇局要求金融机构要及时优化信贷政策，对受疫情影响的个人住房等贷款灵活采取措施予以支持。 在贷款利率方面，央行于 1 月、5 月、8 月三次降息，5 年期以上 LPR 累计下调 35 个基点，为 2019 年房贷利率换锚 LPR 之后降息力度最大的一年。 • 5 月央行、银保监会明确首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。 • 从政策优化节奏来看，4 月以来政策进入实质性宽松期，5-6 月政策节奏加快和力度明显加大，且城市不断向热点二线城市扩围。 	
产业政策	平台经济	<ul style="list-style-type: none"> • 【5 月 23 日 国常会 部署稳经济一揽子措施】 推进平台企业合法合规境内外上市 • 【5 月 31 日，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》】 在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序，以公平竞争促进平台经济规范健康发展。

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

11 风险提示

1) **政策执行力度超预期。** 近年政治局会议更加强调相机调控。政治局会议部署政策可能在后续月份加码执行、或执行力度不及预期。

2) **通稿未覆盖领域政策力度超预期。** 政治局会议可能有选择性展开政策细节，因此通稿中表述较少领域，后续仍有可能有密集政策布局，政策力度或超预期。

3) **政策整理存在遗漏。** 本文政策根据公开资料梳理，或存在部分遗漏。

表格目录

表 1: 2013 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化.....	5
表 2: 2013 年政治局会议的政策边际变化一览	6
表 3: 2013 年政治局会议后续政策跟进	7
表 4: 2014 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化.....	9
表 5: 2014 年政治局会议的政策边际变化一览	9
表 6: 2014 年政治局会议后续政策跟进	11
表 7: 2015 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化.....	12
表 8: 2015 年政治局会议的政策边际变化一览	12
表 9: 2015 年政治局会议后续政策跟进	14
表 10: 2016 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	15
表 11: 2016 年政治局会议的政策边际变化一览.....	16
表 12: 2016 年政治局会议后续政策跟进.....	17
表 13: 2017 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	18
表 14: 2017 年政治局会议的政策边际变化一览.....	19
表 15: 2017 年政治局会议后续政策跟进.....	20
表 16: 2018 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	22
表 17: 2018 年政治局会议的政策边际变化一览.....	22
表 18: 2018 年政治局会议后续政策跟进	24
表 19: 2019 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	25
表 20: 2019 年政治局会议的政策边际变化一览.....	26
表 21: 2019 年政治局会议后续政策跟进	27
表 22: 2020 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	28
表 23: 2020 年政治局会议的政策边际变化一览.....	29
表 24: 2020 年政治局会议后续政策跟进	31
表 25: 2021 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	32
表 26: 2021 年政治局会议的政策边际变化一览.....	33
表 27: 2021 年政治局会议后续政策跟进	35
表 28: 2022 年政治局经济形势、宏观调控表述及边际变化	36
表 29: 2022 年政治局会议的政策边际变化一览.....	37
表 30: 2022 年政治局会议后续政策跟进	39

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026