

2021年07月30日

证券研究报告·宏观专题报告

宏观评论



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 如何下好下半年的“经济棋”？

## ——7.30 中央政治局会议解读

### 摘要

- **基调：对当前经济形势判断偏谨慎，政策“稳中求进”。**近期 Delta 毒株影响之下，对当前经济形势判断较为谨慎。下半年政策的总基调是“稳中求进”，在疫情还存在不确定性的情况下，政策依然延续偏宽格局，以保持经济运行在合理区间。本次半年会与一季度会议相比，更关注中长期及外部风险。需关注三个表述上变化：一，本次会议关注了外部风险；二，未提一季度政治局会议的“稳增长压力比较小的窗口期”，保留了“深化供给侧结构性改革”；三，强调“要做好宏观政策跨周期调节”，“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，政策的连续性和持续性延长，下半年的经济运行保持在合理区间是接下来的政策目标之一。
- **货币：保持稳健与合理充裕，助力中小企业恢复。**本次货币政策表述简练，基调和侧重点与近期实施的政策一脉相承，助力中小企业和困难行业持续恢复是下半年重点。本次新增了“增强宏观政策自主性”的表述，体现出货币政策“以我为主”的定位。下一阶段，货币政策仍将是稳字当头，兼顾内外均衡。总量上，保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配；结构上，支持中小企业、绿色经济、科技创新；价格上，巩固贷款实际利率下降成果，促进社会综合融资成本稳中有降。同时，在目前经济恢复并不平衡的情况下，个别领域的风险有所累积，为防范再次爆发与去年下半年“永煤事件”类似的风险，责任到人，重点盯防可能会成为后续防控风险的重要措施。
- **财政：提升政策效能，预算内投资和地方债发行将加速。**本次会议积极财政的定调不变，表述上更加细化，执行指导性更强。下半年积极财政政策的基本要求是：“提升政策效能”，具体执行中“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”。此次会议对预算内投资和债券发行等财政政策成效也给出了时间进度，“今年底明年初形成实物工作量”，这也意味着今年下半年财政发力后的成效可能会在四季度左右明显体现。总体来看，考虑到政策的跨周期性和今明两年的统筹，下半年财政将持续温和发力。
- **四大重点关注。关注点一：坚持“房住不炒”基调，加快发展租赁住房，**调控的基本要求是“稳”，在“不炒”的目标取得阶段性成效后，政策向“房住”发力。**关注点二：支持中小企业创新发展，强化制造业产业链韧性，**本次会议提出“保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”，延续了7月降准时的政策目标，同时还提出“发展专精特新中小企业”，中小企业在主板、科创板、新三板等上市的支持力度有望加大，此外提出了“强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动”。**关注点三：支持新能源车与遏制“两高”并举，有序推进碳达峰、碳中和，**碳达峰行动方案近期可能就会推出，从生产、交易、消费三个层面进行推进，挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展。**关注点四：鼓励三孩政策推进加快，全方位减轻生育、养育、教育成本。**
- **风险提示：经济复苏不及预期，疫情传播超预期。**

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 钢铁限产或将趋严，全球复苏分化加剧 (2021-07-30)
2. 海外宽松难改，国内汛情影响几何？ (2021-07-23)
3. 行至过半，地方债务何去何从？ (2021-07-21)
4. 全球规模最大碳市场开启，美国通胀高温暂难消退 (2021-07-16)
5. “稳稳”的幸福——二季度经济数据点评 (2021-07-15)
6. 强劲的数据中，品类分化——6月贸易数据点评 (2021-07-13)
7. 全面降准≠全面宽松——6月社融数据点评 (2021-07-10)
8. 国内宽松预期骤起，联储仍称保持耐心 (2021-07-09)
9. 不出所料，PPI下行开始——6月通胀数据点评 (2021-07-09)
10. 风华正茂，稳住大局 (2021-07-02)

## 目 录

1 基调：对当前经济形势判断偏谨慎，政策“稳中求进” .....	1
2 财政：提升政策效能，预算内投资和地方债发行将加速 .....	3
3 货币：保持稳健与合理充裕，助力中小企业恢复 .....	4
4 四大重点关注：房地产、中小企业、碳达峰、三孩 .....	5

7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。在公布上半年经济数据之后，本次中共中央政治局会议对于政策总基调的阐述和对经济形势的判断对后市有着重要的指导意义，我们为您梳理本次会议中对于经济形势的关键表述、详细解读后续的财政、货币政策方向以及需要关注的四大重点内容。

## 1 基调：对当前经济形势判断偏谨慎，政策“稳中求进”

中共中央政治局会议对上半年经济恢复情况基本满意，对当前形势判断偏谨慎。本次会议对于上半年实施的宏观调控成效较为满意，认为“今年以来，有效实施宏观政策，经济持续稳定恢复、稳中向好”，这与此前统计局公布的数据表征出的趋势一致：2021年上半年GDP同比增长12.7%，较2019年同期两年平均增长5.3%，此数值比一季度加快0.3个百分点。其中，二季度增长7.9%，两年平均增长5.5%，较一季度时增速加快0.5个百分点。但对于当前的形势判断，与近期的中央层面会议相比，表述偏谨慎，认为在疫情影响之下，“外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。基于这样的形势判断，下半年政策的总基调是“稳中求进”，在疫情还存在不确定性的情况下，政策依然延续偏宽格局，以保持经济运行在合理区间。

中央政治局会议半年会与一季度会议相比，更关注中长期及外部风险。通过对比2015-2021年中央政治局一季度会议和半年度会议的表述，我们发现经济形势表述上，一季度更多基于经济开局运行状况，侧重国内经济结构性问题，而半年度会议则多关注中长期趋势以及面临的外部风险。今年一季度政治局会议对我国经济形势的表述为，虽然我国经济运行开局良好，高质量发展取得新成效，但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。对比一季度的表述，本次更需关注三个变化：一，本次会议提出“当前全球疫情仍在持续演变”，外部环境更趋复杂严峻，与历年的半年度政治局会议类似，本次也关注了外部风险，近期Delta毒株给全球疫情防控带来变数，国内近期多个城市出现新增病例，这也是下半年影响国内经济的不确定性因素之一；二，本次会议未提一季度政治局会议的“稳增长压力比较小的窗口期”以及“打通国内大循环、国内国际双循环堵点”表述，保留“深化供给侧结构性改革”；三，本次会议强调“要做好宏观政策跨周期调节”，“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，政策的连续性和持续性延长，下半年的经济运行保持在合理区间是接下来的政策目标之一。

表 1：2015-2021 年一季度及上半年中央政治局会议重点表述对比

年份	一季度会：经济形势及政策定调	半年会：经济形势及政策定调	半年会：下半年货币政策	半年会：下半年财政政策
2021	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，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。	当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。
2020	在常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复。	经济稳步恢复，二季度经济增长明显好于预期。当前经济形势仍复杂严峻，不稳定性不确定性较大，很多问题是中长期的。	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要推动综合融资成本明显下降，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。	财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。

年份	一季度会：经济形势及政策定调	半年会：经济形势及政策定调	半年会：下半年货币政策	半年会：下半年财政政策
2019	一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。经济运行仍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。	上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势。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。	要实施好稳健的货币政策，要松紧适度，保持流动性合理充裕。推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构加大对制造业、民营企业的中长期融资，把握好风险处置节奏和力度。	要实施好积极的财政政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。
2018	经济运行内在稳定性有效提升，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。	上半年经济保持了总体平稳、稳中向好态势。当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化。	坚持实施稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来。	坚持实施积极的财政政策，要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。
2017	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。	上半年经济运行在合理区间，主要指标好于预期。经济运行中还存在不少矛盾和问题，坚定不移抓好供给侧结构性改革，妥善化解重大风险隐患，促进经济社会持续健康发展。	实施好稳健的货币政策，确保守住不发生系统性金融风险的底线；要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平。	实施好积极的财政政策，坚持以供给侧结构性改革为主线；要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量。
2016	各地区各部门对供给侧结构性改革的认识不断提高，主动开展工作，成效逐步显现。经济下行压力仍然较大，一些实体企业生产经营仍然困难，市场风险点增多。	上半年经济运行总体平稳，转方式、调结构稳步推进，企业效益有所回升。经济下行压力依然较大，存在一些必须高度重视的风险隐患。	继续实施稳健的货币政策，引导货币信贷和社会融资合理增长，着力疏通货币政策传导渠道，优化信贷结构。要有效防范和化解金融风险隐患，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	继续实施积极的财政政策，要落实各项减税降费措施，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。
2015	新的增长动力正在形成之中，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。	上半年经济增长与预期目标相符，主要经济指标有所回升，结构调整继续推进，经济下行压力依然较大，经济增长新动力不足和旧动力减弱的结构性矛盾依然突出。	稳健的货币政策要松紧适度，保持合理的流动性，提高服务实体经济能力和水平。	坚持积极的财政政策不变调，保持公共支出力度，继续减轻企业负担，引导和撬动更多民间资金增加投入。

资料来源：中国政府网、西南证券整理

## 2 财政：提升政策效能，预算内投资和地方债发行将加速

本次会议积极财政的定调不变，与4月末的政治局会议相比，表述上更加细化，执行指导性更强，对政策成效也提出了具体的时间要求。下半年积极财政政策的基本要求是：“提升政策效能”，具体实施中，要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”，今年上半年全国一般公共预算收入同比增长21.8%；一般公共预算支出同比增长4.5%，上半年收入预算完成进度为59.3%，是近四年的同期最高水平，而支出预算完成进度却只有48.6%。“超收节支”，一方面拓展了财政政策的空间、增强了其可持续性，有利于政府职能顺利履行与化解财政风险，另一方面也使得财政支出呈现出偏紧的特征。

上半年新增地方政府债券累计发行14799.81亿元，同比减少46.89%，再融资债券发行同比增加166.03%，新增地方债仅为财政部调整后下达限额的34.68%。根据各省披露的三季度新增地方债发行计划，已公布21535.45亿元发行计划，7、8、9月的计划发行占比分别为32.59%、44.75%和22.75%，地方发行新增专项债的高峰将在三季度。四季度地方债发行额较往年也将有所提高，从本次会议的表述来看，验证了我们此前的判断，预计今年新增地方债额度发行远不及限额的可能性不高，发行额度占比或与之前年份差别不大。（详见报告：《行至过半，地方债务何去何从？》）。

此次会议对预算内投资和债券发行等财政政策成效也给出了时间进度，“今年底明年初形成实物工作量”，这也意味着今年下半年财政发力后的成效可能会在四季度左右明显体现。总体来看，考虑到政策的跨周期性和今明两年的统筹，下半年财政将温和发力，体现在三个方面：一，全年财政预算中仍有约8万亿元的广义预算内赤字空间，规模远高于前两年同期的实际赤字，积极财政有保障；二，下半年预算内的支出进度将提速，支出项目将向“三农”和水利、重大基础设施、国家重大战略、社会事业、生态文明建设等重点领域倾斜；三，下半年地方债发行和使用都将加速，市政及产业园区基础设施、交通基础设施以及医疗卫生、教育等社会事业将是重点投向。

图 1：近期重要会议&文件对财政政策的表述



资料来源：中国政府网、财政部，西南证券整理

### 3 货币：保持稳健与合理充裕，助力中小企业恢复

货币政策定调未变，向中小企业倾斜。本次政治局会议对于货币政策的表述较为简练，基调和侧重点与近期实施的政策一脉相承：“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”。数据显示目前市场流动性较充裕，金融机构对于实体经济的支持力度不减，截至6月末，社会融资规模存量同比增长11%，上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，较2019年同期多3.12万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.94万亿元，较2019年同期多2.92万亿元，增幅较大。6月央行二季度例会、7月李克强主持召开的经济形势专家和企业家座谈会以及央行国新办发布会都提到，要支持实体经济，尤其是中小微企业，7月15日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。从去年5月以后，货币政策力度逐渐转为常态，今年上半年，已经基本回到疫情前的常态，降准未改变稳健货币政策取向。下一阶段，货币政策仍将是稳字当头，兼顾内外均衡。总量上，保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配；结构上，支持中小企业、绿色经济、科技创新；价格上，巩固贷款实际利率下降成果，促进社会综合融资成本稳中有降。

本次会议在重申稳健货币和保持人民币汇率合理均衡的同时，新增了“增强宏观政策自主性”的表述。中国的经济先于全球其他国家恢复，货币政策正常化的节奏较美欧更为提前，今年四季度后，全球的货币政策可能进入调整期，“增强宏观政策自主性”体现出货币政策“以我为主”的定位，根据国内经济情况进行适时调整。此外，本次会议还提到“要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，这里的重点领域风险需要财政与货币协同配合，在目前经济恢复并不平衡的情况下，个别领域的风险有所累积，为防范再次爆发与去年下半年“永煤事件”类似的风险，责任到人，重点盯防可能会成为后续防控风险的重要措施。

图2：近期货币政策表述



资料来源：中国政府网、中国人民银行，西南证券整理

## 4 四大重点关注：房地产、中小企业、碳达峰、三孩

本次会议除强调科技创新、推进碳达峰碳中和工作、坚持房住不炒外，还重点提出支持新能源车发展、发展专精特新中小企业以及三孩政策，我们详解以下四个关注点：

**关注点一：坚持“房住不炒”基调，加快发展租赁住房。**本次会议对房地产调控的基本要求是“稳”，在房住不炒的基调下，强调“稳地价、稳房价、稳预期”。今年实施的“两集中、三批次”供地，对控制房企杠杆率和遏制地方政府隐性债务有直接效用，同时也有助于稳定地价预期，为房地产税和地方财政改革打下了一定基础。“稳地价”后，房地产政策进一步落实落细，发布二手房指导价，严禁炒作“学区房”，8部委联合发文整治规范房地产市场秩序，部分银行上海房贷利率上调等举措，对于“房价”和“预期”起到了有效的稳定作用。目前房地产调控进入了长效机制阶段，在“不炒”的目标取得阶段性成效后，政策向“房住”发力。解决好大城市住房突出问题，尽最大努力帮助新市民、青年人解决住房问题，成为下一阶段房地产调控的目标之一。在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例有望到30%以上，并用税收手段支持住房租赁企业运营，近期财政部税务总局、住房和城乡建设部发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，住房租赁企业中的增值税一般纳税人向个人出租住房取得的全部出租收入，按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税；住房租赁企业中的增值税小规模纳税人向个人出租住房，按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税。企业事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房的，减按4%的税率征收房产税。通过税收优惠，调动市场主体参与保障性租赁住房运营的积极性。

**关注点二：支持中小企业创新发展，强化制造业产业链韧性。**本次会议提出“保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”，延续了7月降准时的政策目标；同时，本次会议还提出“发展专精特新中小企业”，中小企业作为国民经济中最为活跃的部分，有着较强的创新动力，“专精特新”的灵魂是创新；坚持市场化、法治化、国际化方向，创造良好营商环境，鼓励中小企业向专业化、精细化、特色化方向发展，是未来的政策导向。中小企业在主板、科创板、新三板等上市的支持力度有望加大，未来3-5年，从国家层面将培育1万多家“专精特新”小巨人企业。2019年，中央就提出“‘卡脖子’问题的根子在于基础研究薄弱”，今年7月李克强总理再次强调“我们到了要大声疾呼加强基础研究的关键时刻”。本次会议又一次提出了“强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动”，2020年，我国财政在科技研究领域的支出约占总支出的1.2%左右，但其中基础研究支出仅为应用研究支出的43%左右，基础研究是解决“卡脖子”问题的起点。后续的财政投入将持续增加。同时，通过关键领域提高创新能力来增强制造业

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_24713](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24713)

