

今明两年宏观政策如何衔接？

——7 月中央政治局会议传递的信息

□ 今明两年政策衔接目的是避免四季度经济下滑，保持明年经济稳健运行

本次中央政治局会议对我国下半年经济形势的判断有重要变化，与二季度经济处于“稳增长压力较小的窗口期”不同，本次会议指出，“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”。我们认为，2021 年下半年我国出口存在下行压力，主要源自海外供给循序渐进的修复，同时国内消费、投资较难形成有效对冲，难以遏制经济下行趋势。总体看，我们预计今年三、四季度 GDP 实际同比增速分别回落至 6.1%、5.2%，延续下行走势，大概率于四季度突破年度目标值 6%。因此，我们认为，会议要求统筹做好今明两年政策衔接目的在于，一方面是避免四季度经济下滑，另一方面，注重宏观政策的跨周期调节能力以应对不确定性风险，确保明年经济稳健运行，保持经济运行在合理区间。

□ 专项债年内发完概率大，形成工作量后移，明年一季度带动信用扩张

我们认为下半年财政重点关注：其一，专项债年内大概率发完，Q3 显著提升发行速度，但较难在短期带动基建显著高增，由于压实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动，我们认为，年内财政资金形成实物工作量大概率后移，同时考虑发改委预先储备未来项目和货币政策稳信用节奏，财政或将配合货币政策带动明年一季度信用扩张。其次，下半年财政后置对经济增长影响有限，年内预算资金重点在于卫生健康和社保就业，前者指向巩固抗疫成果，后者紧紧兜牢“三保”，下半年预算内基建、科技等领域支出有望加速，但资金有限对增长支持有限。

□ 货币政策以我为主，外部扰动较小

会议强调，要“增强宏观政策自主性”，我们认为货币政策仍“以我为主”，受外部扰动较小，股债双牛格局不改。一方面，我国央行在疫情期间的转向节奏明显领先于美联储，目前中美 10 年期国债收益率利差大于 150BP，未来仍有较大的政策空间；另一方面，目前我国外汇储备规模稳定在 3 万亿美元以上，叠加疫情之后出口持续景气，商业银行中也积累可观的美元资金，因此国际收支平衡整体压力不大。此外，会议强调，“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”，我们认为，下半年货币政策逐渐走向放松，着重降低中小企业融资成本，无风险收益率将继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 纠正运动式减碳，先立后破，大宗商品保供稳价

会议提到“要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作……纠正运动式‘减碳’，先立后破……做好电力迎峰度夏保障工作”，我们认为“先立后破”含义是指推进碳达峰、碳中和的初期将以鼓励企业环保技改为主，不会轻易挤出污染企业，核心在于防止运动式“减碳”带来产能、产量大规模去化进一步加大大宗商品价格上行压力，呼应会议提到的“做好大宗商品保供稳价工作”，以电力企业为例，其中长期是向风电、水电转型，但初期不能直接关停煤电企业，这对于近期夏季来临，会议提出“做好电力迎峰度夏保障工作”也至关重要。预计后续政策仍注重稳定大宗商品价格，6 月中旬发改委新闻发布会上也表示今后一段时间，将会同有关方面视市场变化适时开展多批次商品储备投放。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《核心宏观分歧十问十答》

2021.07.12

2 《信用收缩之后股债双牛》

2021.05.09

3 《稳增长压力较小窗口期做什么？》

2021.04.30

□ 内循环的关键是制造业补链强链，补齐短板自主可控

会议强调“开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题”，我们认为内循环的重要方向是高端制造业补齐短板，增强自主可控能力。产业链主导企业是引领行业方向、决定行业发展水平的重要力量，补齐产业链供应链短板，即是要补上我国严重受制于人的产业环节和关键领域。目前，我国经济运行的主要矛盾仍在供给侧，发展高端制造业补短板是构建国内大循环的重要方向，其中基础零部件、基础工艺、关键基础材料等方面都将是发展重点。通过发展高端制造业补链强链，将有助于提高供给体系对国内需求的满足能力，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，打通国内大循环。

□ 房地产调控重在三稳，地方党政领导负责地方财政金融风险处置

本次政治局会议再提“稳地价、稳房价、稳预期”。2019年末中央经济工作会议也曾提出“三稳”要求，借鉴过往经验，我们认为这一措辞更多是在趋严的政策导向下发挥稳定预期的作用，即在贯彻“房住不炒”的前提下保持调控政策的连续性和稳定性，确保房地产市场平稳健康发展，政策出现大幅调整的概率较小。在此背景下，房地产长效机制预计将持续深化，三道红线、五档分类、集中供地以及各地方的调控政策将在保证市场平稳的前提下稳步推进。在地方财政金融风险领域，本次会议进一步明确责任到地方党政领导。这一精神有助于落实责任，加快地方对风险的反应速度。在风险初期便果断采取措施遏制风险传染，有效防范系统性区域性金融风险。

风险提示：政策落地不及预期；疫情超预期蔓延

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风

险。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何法律责任。未经授权，不得复制或传播本报告。

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_24714

