

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



7月30日中央政治局会议点评

从正常化到稳增长

平安观点：

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。对比 4 月 30 日中央政治局会议的部署，本次会议释放出以下政策信号。

- 一是，更关注稳增长。本次会议立足中国经济从疫后复苏转向正常化运行，外部环境更趋复杂严峻的阶段，开始更加关注经济运行中的“不稳固”因素，应对之策强调在高质量发展的统领下，多方挖掘国内市场潜力。
- 二是，宏观政策的重点转向跨周期调节。下半年宏观政策的重心在于统筹今明两年的政策衔接，也就是从正常化逐渐转向更积极主动地发力。
- 三是，财政政策将在稳增长中担当主力。会议要求今年底明年初形成实物工作量，抓手是“十四五”规划重大工程项目。对货币政策则继续强调补短板，并明确增强自主性，倾向于更多释放人民币汇率弹性来平衡内外部压力。
- 四是，“双碳”政策落实迎来纠偏。本次会议对前期“双碳”政策落实进行纠偏，明确了“先立后破”的实施步骤，对于缓和大宗商品涨价压力、防范潜在金融风险具有重要意义。此外，会议还提出“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，是对过去政府部门违规融资、无视债务堆积问题的有力纠正。
- 五是，从促进内需恢复到挖掘国内市场潜力。会议提出了新能源汽车、电子商务和快递物流体系、企业技术改造、开展补链强链专项行动、发展专精特新中小企业等重点方向。会议对房地产的论述除“房住不炒”之外，加回了“稳地价、稳房价、稳预期”，也是与下半年面临的经济形势相匹配，防止房地产投资明显减速。
- 我们认为，更加积极的宏观政策将给股债市场带来机会。债市面临经济趋弱、融资需求减弱、货币偏宽松的有利环境，地方债供给可能形成一定扰动，但在“流动性合理充裕”的配合下预计不影响进一步下行的趋势。股市在新能源、科技创新、先进制造、国产替代等领域有明确政策利好，但可能受到包括中美关系、美联储政策、美股调整等外部因素冲击，重点在于把握结构性机会。人民币汇率承担平衡内外政策差异的功能，且近年来对中美关系的反应最为灵敏，需要警惕高波动。大宗商品在“双碳”政策纠偏后，价格或将得到一定平抑，机会仍在于把握不同品种供需缺口的演变节奏。
- 风险提示：1、国内疫情反复阻断消费复苏；2、中美冲突升级，人民币汇率急贬；3、地方政府债务链条风险暴露。

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。对比 4 月 30 日中央政治局会议的部署，本次会议释放出以下政策信号。

一、 更关注稳增长

本次会议对中国经济形势的判断，从 4 月会议的“经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好”，过度到“经济持续稳定恢复、稳中向好”，二季度生产、投资、消费等各项经济指标的两年平均增速均进一步恢复。会议同时肯定了在科技自立自强、改革开放、民生保障、社会稳定方面取得的进展。

本次会议指出中国经济运行的挑战，“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”。前两句指疫情反复和中美关系，第三句与 4 月会议有所区别，将“不稳固”放在“不均衡”前面。如果说二季度中国经济仍然处在稳定恢复之中，面临的主要是下游行业、中小企业、制造业投资、消费等薄弱领域的短板问题，那么下半年随着主要经济指标的两年平均增速基本回到疫情之前水平，经济增长面临的放缓压力或将加大。

具体地，往后看经济增速放缓的压力可能来自以下方面：一是，今年上半年中国工业生产和出口均超疫情前增速，随着出口的拉动作用减弱，工业生产面临回落压力。二是，制造业投资的两年平均增速已接近疫情前水平，面临的是制造业投资能否持续向好的问题。三是，由于大部分非耐用品和服务消费具有不可回补的特征，对社会消费品零售总额的增速不宜使用两年平均来衡量，6 月社零与 2019 年同期相比增速已达 10.9%，进一步回升的空间已经不大。四是，房地产调控升级情况下，房屋新开工面积等先行指标持续负增长，房地产投资增长面临不稳定因素。

二、 政策重点转向跨周期调节

本次会议对宏观政策的表述是“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”。4 月会议为“精准实施宏观政策”和“不急转弯”。跨周期调节的提法在去年 7 月的中央政治局会议上就已有之，但本次会议的“跨周期”与一年前的含义已不尽相同：一年前主要指的是政策从危机应对模式逐渐正常化，本次会议则指政策从正常化逐渐转向更积极主动发力，而不再提政策“转弯”。

尽管“十四五”规划没有设定具体经济增速目标，但要完成 2035 年达到中等发达国家收入水平的远景目标，仍然蕴含了一定的经济增速要求。疫情冲击正常化之后，“十四五”开局的经济增速水平较为关键。按照我们目前预测，今年四季度 GDP 同比增速可能在 5%、两年平均增速在 5.7%，这就比疫情之前（2019 年四季度是 5.8%）增速进一步放缓。在加快构建新发展格局的过程中，我们认为还是需要积极稳定经济增长。

三、 财政政策将在稳增长中担当主力

本次会议对财政政策的部署是：“积极的财政政策要提升政策效能”、“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”。而 4 月会议为“积极的财政政策要落实落细”、“发挥对优化经济结构的撬动作用”。可见，对今年下半年财政政策的要求是，要形成对今年底和明年初 GDP 的有效拉动。上半年财政支出偏向于就业、教育等民生领域，在形成投资方面明显不足。这既与中央主要强调优化经济结构的定调有关，也是受到地方政府债务严监管的约束。本次会议强

调“加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设”，将为下半年预算内投资和地方专项债加快发行提供支点。

本次会议对货币政策的部署是，“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”。而4月会议为“强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持”。事实上，上半年社会融资结构得到有效调整，房地产贷款占比持续下降，制造业、普惠小微、乡村振兴和绿色金融方面比例明显提升。下半年政策将更加着眼于补短板，这也是7月降准的主要考量（参见我们的报告《央行降准的真实含义》）。另外，会议在论及人民币汇率时，明确提出“增强宏观政策自主性”。这意味着，在下半年美联储货币政策面临转向之时，将会允许释放人民币汇率的弹性，发挥其调节内外平衡的作用，而国内货币政策将坚持“以我为主”。

本次会议未对通胀问题多着墨，仅在货币政策之后，提到“做好大宗商品保供稳价工作”；在重点工作中提到“做好电力迎峰度夏保障工作”、“抓好秋粮生产”、“稳定生猪生产”。这说明后续将主要从保供和调整“双碳”政策实施方式的角度，应对和环节PPI高增的压力，而没有意向于货币政策方面的应对。

总体而言，本次会议对货币政策的要求延续了7月全面降准以来偏向宽松、强调结构的方向，但对财政政策发力的要求明显提升。

四、“双碳”政策落实迎来纠偏

本次会议提出，“尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式‘减碳’，先立后破，坚决遏制‘两高’项目盲目发展”。这是对上半年不少地方和条线纷纷加码落实“双碳”政策，恰与国际大宗商品价格上涨、地缘政治等状况叠加，加剧部分上游原材料供应紧张问题的纠偏。

“双碳”政策落实需要“顶层设计”引导，因其涉及电力等关键领域的供给安全问题（如何兼顾中国火力发电的禀赋优势与碳中和目标、如何确保新能源发电的供给稳定性问题等），也涉及金融风险防范（需要逐步退出的高碳资产必然涉及潜在坏账的发生）。本次会议强调“先立后破”，确立了正确的政策落实步骤。

此外，本次会议还提出“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，而4月会议是“建立”。这意味着地方政府官员需要对区域内的债务风险、金融风险负责，这是对过去政府部门违规融资、无视债务堆积问题的有力纠正。

五、从促进内需恢复到挖掘国内市场潜力

本次会议指出“要挖掘国内市场潜力”，这与4月会议的“促进国内需求加快恢复”已大不相同，与本次会议可能隐含的中国经济见顶的判断吻合（我们之前也提出中国经济进入“见顶巩固”阶段）。

对于如何挖掘市场潜力，会议提出以下几个方向，是资本市场需要重点关注的：“支持新能源汽车加快发展”，“加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系”（乡村振兴的一环），“加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设”，“引导企业加大技术改造投资”（促进制造业投资持续恢复的抓手）。同时，聚焦高质量发展有两个新方向：“开展补链强链专项行动”和“发展专精特新中小企业”。可见，下半年对于科技创新还将有政策加码，且政策进一步覆盖到中小企业。

本次会议对房地产的论述，在“房住不炒”之外，比4月会议加回了“稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展”。房地产调控更加强调“稳”，也是与下半年面临的经济形势相匹配，防止房地产投资明显减速。

本次会议还强调“坚定不移推进共建‘一带一路’高质量发展”，在下半年外需面临回落、中美经贸谈判存在变数的情况下，稳定“一带一路”这个外贸基本盘更加重要。

此外，本次会议重申了近期几大重要政策方向，包括“完善企业境外上市监管制度”，“落实‘三孩’生育政策”，“推进基本养老保险全国统筹”，“做好北京冬奥会、冬残奥会筹办工作”等。

六、 小结

综上，7月30日中央政治局会议立足中国经济从疫后复苏转向正常化运行，外部环境更趋复杂严峻的阶段，开始更加关注经济运行中的“不稳固”因素，而应对之策强调在高质量发展的统领下，多方挖掘国内市场潜力。下半年宏观政策的重心在于统筹今明两年的政策衔接，也就是从正常化逐渐转向更积极主动地发力：财政政策方面，更加强调财政政策发力，要求今年底明年初形成实物工作量，抓手是“十四五”规划重大工程项目；货币政策方面，继续强调补短板，并明确增强自主性，倾向于更多释放人民币汇率弹性来平衡内外部压力；绿色转型方面，本次会议对前期“双碳”政策落实中失于统筹、失于磋商、失于论证进行纠偏，明确“先立后破”的实施步骤，对于缓和大宗商品涨价压力、防范潜在金融风险具有重要意义。

我们认为，更加积极的宏观政策将给股债市场带来机会。债市面临经济趋弱、融资需求减弱、货币偏宽松的有利环境，地方债供给可能形成一定扰动，但在“流动性合理充裕”的配合下预计不影响利率进一步下行的趋势；股市在新能源、科技创新、先进制造、国产替代等领域有明确政策利好，但可能受到包括中美关系、美联储政策、美股调整等外部因素冲击，重点在于把握结构性机会；人民币汇率承担平衡内外政策差异的功能，且近年来对中美经贸关系走向的反应最为灵敏，需要警惕高波动；大宗商品在“双碳”政策纠偏后，价格或将得到一定平抑，机会仍在于把握不同品种供需缺口的演变节奏。

图表1 会议通稿对比

	4月30日中央政治局会议	7月30日中央政治局会议
总结成绩	会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。	会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我们统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，经济持续稳定恢复、稳中向好，科技自立自强积极推进，改革开放力度加大，民生得到有效保障，高质量发展取得新成效，社会大局保持稳定。成功举办庆祝中国共产党成立100周年系列活动，正式宣布全面建成小康社会，踏上向第二个百年奋斗目标进军的新征程。
经济形势判断	会议指出，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，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。	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。
工作基调	会议要求，要坚持稳中求进工作总基调，准确把握新发展阶段，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，慎终如始抓好疫情防控。	做好下半年经济工作，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。
宏观政策	要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳

	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， 使经济在恢复中达到更高水平均衡 。	定性、可持续性， 统筹做好今明两年宏观政策衔接 ，保持经济运行在合理区间。
财政货币	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 。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	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 。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 。
产业升级	会议强调，要引领产业优化升级，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 。	要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，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业 。
双碳政策	要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。	要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作， 尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展 。
扩大内需	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，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。	要挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资 。
改革开放	要推进改革开放，深入实施国企改革三年行动方案，优化民营经济发展环境，加快建设各类高水平开放平台，推动共建“一带一路”高质量发展。	要加大改革攻坚力度，进一步激发市场主体活力。坚持高水平开放， 坚定不移推进共建“一带一路”高质量发展 。
风险防范	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。要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。	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， 完善企业境外上市监管制度 。
改善民生	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，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 。要坚持不懈抓好安全生产。	要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接， 强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。做好电力迎峰度夏保障工作 。要绷紧安全生产和公共安全这根弦，抓细抓实各项防汛救灾措施，确保人民群众生命财产安全。
房地产	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 and 共有产权住房供给， 防止以学区房等名义	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快

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_24725

