

总量研究

宏观政策更重视跨周期调节和跨年度衔接

——2021 年 7 月 30 日政治局会议点评兼债市观点

要点

事件

2021 年 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，部署下半年经济工作。

点评

会议对外部风险有隐忧，对国内环境整体维持 4 月政治局会议判断，“防范化解重点领域风险”的提法指示地方政府隐性债务和房地产等领域监管仍将较严。会议使用了“外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的表述，显示会议对外部风险稍有隐忧，但对国内发展环境的认识整体并没有太大的变化。风险方面，经济金融风险方面多了“重点领域”的提法，后续地方政府隐性债务和房地产等领域将处于在“强监管”环境；物价提到了“做好大宗商品保供稳价工作”；针对中小企业提到了“助力中小企业和困难行业持续恢复”和“发展专精特新中小企业”，这是针对疫情对中小企业的冲击最大、恢复较慢以及中小企业是就业的蓄水池所提出。

宏观政策更重视跨周期调节和跨年度衔接，后续政府债券发行需提速，货币政策仍将是“以我为主”。政策实施需有一定的中长期视角，尤其是今明两年的政策衔接需要平稳，以防止出现政策“一松一紧”的情况。我们预计，除非经济出现重大变化，当前的政策基调在明年也将整体维持不变。财政政策方面，“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”均是新的提法，预示后续专项债发行会有所加速，打消市场对于专项债额度使用不完的担忧，但另一方面，也可能形成债券发行完但是资金没有使用的情况，需尽快组织项目实施，以尽快形成实物工作量。货币政策方面，本次会议中“助力中小企业和困难行业持续恢复”和“增强宏观政策自主性”是新的提法。尽管美联储 Taper 渐行渐近，但我国货币政策还是将如央行一直强调的“以我为主”，保持对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

债市观点

对于后续债券投资，我们建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。虽然近期 10Y 国债收益率在资金面和情绪的推动下低位运行，但从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力，10Y 国债收益率重回 3% 以上是大概率事件。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebcn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebcn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebcn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebcn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebcn.com

相关研报

宏观政策在恢复经济与防风险中寻平衡——

2021 年政府工作报告点评兼债市观点 (2021 年 3 月 5 日)

1、事件

2021年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，部署下半年经济工作。一般而言，每年4、7、10、12月召开的政治局会议，都是决定经济政策方向的关键会议。从过往看，7月下旬的会议承上启下，年中政治局会议所定基调，一般会持续到当年底。因此本次会议，市场广为关注。

图表 1：2021 年以来两次政治局会议相关表述对照

	7 月 30 日政治局会议	4 月 30 日政治局会议
经济形势总结	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。	经济运行开局良好。
形势认识与下阶段工作总体要求	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 。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。	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；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；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。
宏观政策总基调	做好宏观政策跨周期调节 ，保持宏观政策连续性、稳定性、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。	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，使经济在恢复中达到更高水平均衡。
财政政策	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 。	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。
货币政策	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。	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。
防范化解经济金融风险	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。	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。
物价	做好大宗商品保供稳价工作 。	
房地产	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。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策 。	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炒作房价。
内需	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。	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。
中小企业	助力中小企业和困难行业持续恢复；发展专精特新中小企业。	--
平台监管	完善企业境外上市监管制度 。	加强和改进平台经济监管，促进公平竞争
民生	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。	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。
农业生产	抓好秋粮生产，确保口粮安全，稳定生猪生产。	--
生育政策	推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套 。	--
碳达峰碳中和	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。	要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。
改革开放	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。	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。
疫情防控	要毫不松懈做好新冠肺炎疫情防控工作，持续推进疫苗接种工作。	要始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。

资料来源：新华社，光大证券研究所

2、点评

2.1、会议对外部风险有隐忧，对国内环境整体维持 4 月政治局会议判断，“防范化解重点领域风险”的提法指示地方政府隐性债务和房地产等领域监管仍将较严

本次会议，没有了“经济运行开局良好”及“用好稳增长压力较小的窗口期”字样，而是使用了“外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的表述（4 月为“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”），这样描述的调整，我们认为这是结合当前疫情蔓延有所加快，国内经济增速已经走过高点做出的。整体来说会议对外部风险稍有隐忧，但对国内发展环境的认识整体并没有太大的变化，反映到总体要求方面，并没有太大变化。

对国内相关领域风险方面，大致有以下几个方面：

- 1) 经济金融风险方面，多了“重点领域”的提法，结合当前地方政府隐性债务和房地产等领域趋严，我们认为后续这些领域仍将处于在“强监管”环境；
- 2) 物价方面，会议提到了“做好大宗商品保供稳价工作”，这是针对当前大宗商品价格挤占了中下游企业的利润所做出的，对整体通胀可能并不特别担心。
- 3) 针对中小企业，本次会议，提到了两点，一个是“助力中小企业和困难行业持续恢复”，另一个则是“发展专精特新中小企业”。我们在多篇报告中提到，疫情对中小企业的冲击最大、恢复较慢，中小企业的恢复情况决定了经济能够恢复的高度。另外，中小企业也是就业的蓄水池，而目前来看，就业整体压力不小，因此，需要继续助力中小企业恢复。

2.2、宏观政策更重视跨周期调节和跨年度衔接，后续政府债券发行需提速，货币政策仍将是“以我为主”

本次会议，对宏观政策，**强调了要“跨周期调节”和“做好今明两年宏观政策衔接”**。去年，在疫情冲击下，我国也推出了积极的应对政策，财政、货币政策的空间有所缩减，而今年除一些抗危机性政策有所退出外，宏观政策整体维持平稳。今年经济整体发展平稳，因此政策实施需有一定的中长期视角，尤其是今明两年的政策衔接需要平稳，以防止出现政策“一松一紧”的情况。从这个表述判断明年政策，我们认为，除非经济出现重大变化，当前的政策基调在明年也将整体维持不变，当然决策层也会根据经济形势的变化进行一些微调。

财政政策方面，这次会议的表述是“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”，其中**“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”**均是新的提法。对于这两个提法背后的逻辑，我们认为需要结合今年财政政策的实施情况进行解读。今年财政政策在实施过程中，最值得关注的一个特点是专项债发行偏慢，得其对投资的支撑力度减弱。这其中，有政策监管趋严的因素在，也和去年结转资金较多有关。这次会议中“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”的提法，显示：一方面，后续专项债发行会有所加速，打消了市场对于专项债额度使用不完的担忧；但另一方面，也可能形成债券发行完但是资金没有使用的情况，因此需要尽快组织项目实施，以尽快形成实物工作量。

货币政策方面，本次会议新的提法不多，主要为**“助力中小企业和困难行业持续恢复”和“增强宏观政策自主性”**。助力中小企业恢复方面，此前的全面降准已经有所体现；而对于增强宏观政策自主性的表述，我们认为，尽管美联储 Taper

渐行渐近，但我国货币政策还是将如央行一直强调的“以我为主”，保持对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

3、债市观点

7月以来，在资金面和情绪的推动下，10Y 国债收益率下降明显，当前也处于低位运行。**对于后续债券投资，我们仍建议继续保持均值回复的思维，对基本面、宏观政策要有理性的预期，10Y 国债收益率重回 3% 以上是大概率事件。**

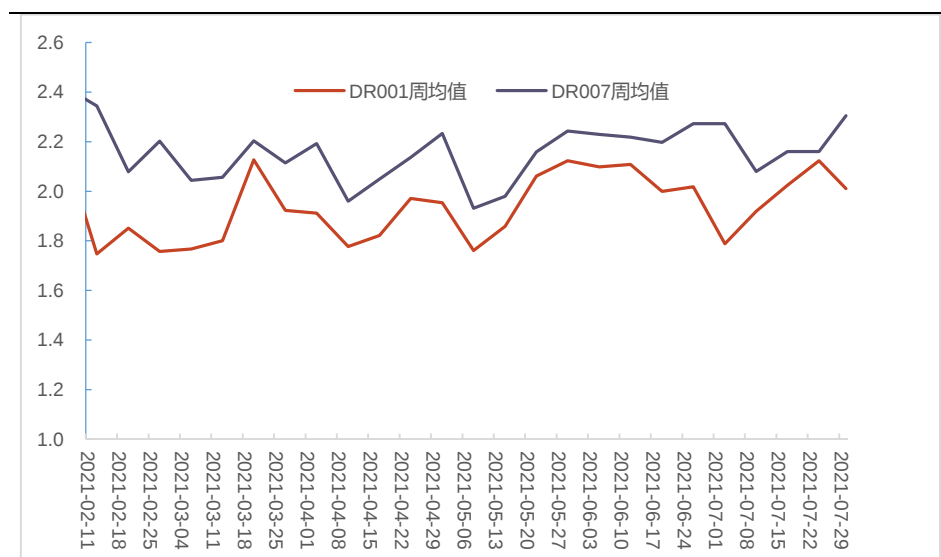
基本面方面，二季度 GDP 7.9% 的同比增速比市场预期稍低，但可能并不差，两年平均增速比一季度提高了 0.5 个百分点，环比增速比一季度提升 0.7 个百分点；名义 GDP 两年平均增速为 8%，从近 3 年表现来看也属于较高水平。需要注意的是，二季度 GDP 平减指数达到了 5.7%，为 2017 年以来最高水平，说明通胀仍有一定压力。尽管全年来看，通胀整体温和的概率较大，此次政治局会议强调了对大宗商品价格的管控。

宏观政策方面，本次政治局会议强调了“保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”。由于政府债券加快发行是大概率事件，政府债券发行不改变债市的趋势，但会在一定程度上对流动性形成干扰，投资者需要有此预期，做好流动性管理。

市场情绪方面，伴随降准信号的释放和落地，叠加流动性仍然较为宽裕，当前市场做多情绪蔓延。而从 4 月以来，银行间质押式回购日均量逐渐攀升，7 月均值已经接近 4.5 万亿，已是去年 6 月以来最高值。回溯去年 5、6 月，当时银行间质押式回购日均量分别在 4.5、4.7 万亿左右，债市过高的杠杆率引发了监管层的重视，随后出现了一波流动性持续收缩的情况。也需要看到，尽管当前流动性相对宽裕，但从 8 月到年底还将有 3.75 万亿元 MLF 到期，且有大量的政府债券在等待发行，下半年流动性未必宽松。

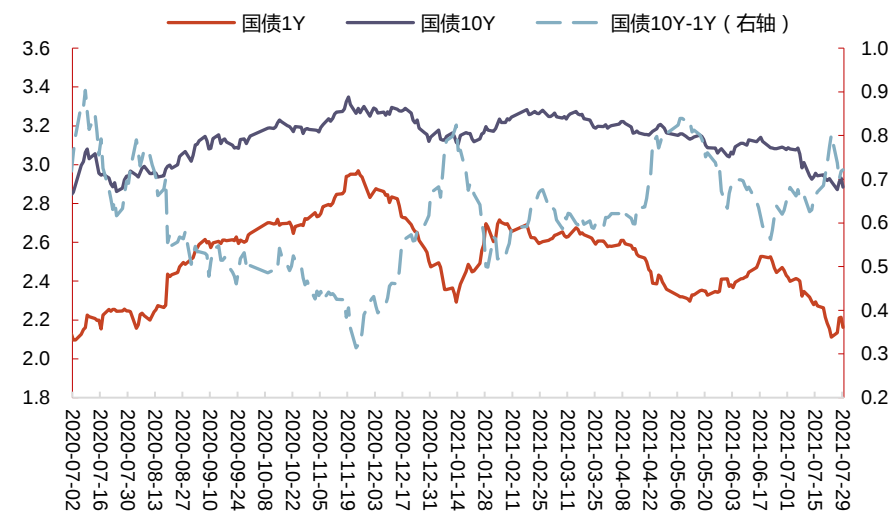
概括来看，我们建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。虽然近期 10Y 国债收益率在资金面和情绪的推动下低位运行，但从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力，**10Y 国债收益率重回 3% 以上是大概率事件。**

图表 2：2021 年 2 月以来资金市场利率整体在区间波动，近期 7 天利率持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至 2021 年 7 月 29 日

图表 3：当前长短端国债收益率均处在低位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至 2021 年 7 月 29 日

4、风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

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_24731

