

证券研究报告 / 宏观数据

国内大循环与宽信用

——7月政治局会议点评

报告摘要：

会议背景：十四五将至，国内大循环为主体的新格局。对内，我国在全面建设小康社会目标达成之后将向第二个百年目标奋进，进入跨越中等收入陷阱的关键期，人口红利减少，对此我们需要制定一个高质量发展的规划。对外，过去中国通过改革开放、加入WTO组织，借助强大的人口红利融入全球化，获得飞速发展。这一格局正在面临逆全球化思潮的考验，外部环境逼迫着我们加快改革创新步伐。由此，国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局应运而生。“国内大循环为主体”意味着我们需要构建完整的内需体系，催生新供给和新需求，加快进口替代和出口转内销，发展内需为主的经济内循环模式。未来我们将看到，新一轮科技和产业革命兴起，同时伴随着区域协调发展、要素体制改革、收入分配调节、资本市场改革深化等多方面的配合。

经济形势判断：短期表态积极，中长期做好持久战准备。本次政治局会议对二季度经济工作的定调是增长明显好于预期，对经济的表态从4月的偏谨慎转为积极乐观。同时，首次提出做好持久战准备，强调经济面临的不稳定性不确定性较大，政策制定更加强调跨周期设计，着重解决中长期问题。

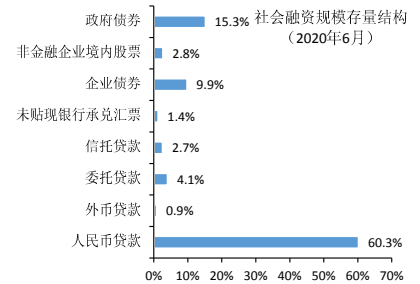
货币政策：我们认为下半年货币政策依然是宽信用稳货币的组合，并且注重精准导向，综合融资成本要明显下降。总体上，货币政策暂未到退出时，收敛而非收紧。具体操作上，央行可能采取自由裁量的方式进行灵活运用货币工具，这是不具体提“降准、降息、再贷款”等具体工具的最好理解方式。宽信用继续，但下半年信用扩张速度大概率边际趋缓，但更注重精准导向，引导资金重点流向制造业、中小微企业，把控房地产的总闸门，继续保持房住不炒的表态一致。

财政政策：口粮备足，下半年重点抓落地。财政政策继续保持“积极有为”的基调，但强调“注重实效”。考虑到上半年已经确定财政空间，而上半年投放速度较慢，下半年可用的财政资金较多，政策表态也更加注重项目落地，预计下半年基建投资增速可能将进一步加快。

年内经济着重扩内需保就业。会议明确提出“牢牢把握扩大内需这个战略基点”，强调了扩大内需的重要性。在国内大循环为主体的背景之下，最终落脚点在于扩大最终消费。我们预计在保就业稳增长扩内需的政策基调下，下半年国内消费市场的恢复有望加快。投资方面，本次删去了传统基建，强调了新基建的地位和重要性。我们预计，这可能与上半年资金大多流向传统基建用于拉动投资有关，预计下半年对新基建的倾斜力度或将有所加大，基建投资高增长的预期将有所降温，基建投资稳中有升。

风险提示：外部环境持续恶化，货币政策进一步收紧，国内疫情再次爆发。

相关数据



相关报告

《债市快速调整的压力已过——流动性周度观察 (2020年第29周)》

20200719

《Q2经济如期正增长，货币政策不宜过早退出——6月经济数据点评》

20200717

《如何理解央行最新政策信号？——流动性周度观察 (2020年第28周)》

20200712

《下半年信用投放将减缓，但同比表现趋稳》

20200712

《货币政策退出尚早，债市具备安全边际——流动性周度观察 (2020年第25周)》

20200621

《预计二季度经济转正，但边际放缓值得关注》

20200616

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nescn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nescn

1. 会议背景：十四五将至，国内大循环为主体的新格局

本次政治局会议除了常规部署下半年经济工作之外，正值制定十四五规划前夕，会议释放了更多中长期的发展信号，这对于我们领悟后续的政策取向具有一定的指引作用。

十四五规划孕育在新的时代背景之下，承担了更多使命，其重大意义不言而喻。会议提出，“当前和今后一个时期，我国发展仍然处于战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。当今世界正经历百年未有之大变局，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。”我们经济发展面临的时代背景已经发生了深刻而长远的变化。一方面，我国在全面建设小康社会目标达成之后将向第二个百年目标奋进，进入跨越中等收入陷阱的关键期，人口红利减少，对此我们需要制定一个高质量发展的规划。另一方面，过去中国通过改革开放、加入WTO组织，借助强大的人口红利融入全球化，获得飞速发展。这一格局正在面临逆全球化思潮的考验。当前全球化的大背景正在发生转变，世界正面临单边主义威胁，特朗普上台之后企图在多领域制造矛盾摩擦导致中美关系陷入紧张，外部环境也在逼迫着我们加快改革创新步伐。

会议提到，“必须把新发展理念贯穿发展全过程和各领域”。新发展理念对应着新发展格局，我们认为这就是最高决策层近期多次提到，政治局会议中也首次提及的“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。“国内大循环为主体”意味着我们需要构建完整的内需体系，催生新供给和新需求，加快进口替代和出口转内销，发展内需为主的经济内循环模式。一是要抓住新一轮科技和产业革命的机遇期，在推动新兴产业发展的同时，通过数字化技术为传统产业赋能。只有科技创新才能兼顾进口替代和匹配需求升级。也与会议提出的提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板 and 锻长板相呼应。二是加强区域协调发展，通过推动城市群、都市圈一体化发展加强资源的优化配置。三是，提高居民收入水平，推动居民充分就业，收入才是保障居民消费的基础。四是，深化体制改革，释放市场活力。如要素市场化配置改革、国企改革、产权制度改革等等。同时“国内国际双循环”意味着，我们依然要继续扩大开放，通过优化营商环境、放宽市场准入、推动多边合作等，实现国际经济的良性循环。

2. 经济形势判断：短期表态积极，中长期做好持久战准备

2.1. 二季度经济增长积极向好

会议指出，“经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期”。对比一季度工作总结，“在常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，复工复产正在逐步接近或达到正常水平”。显然党中央对二季度经济工作成果给予了积极肯定，表明经济修复速度超预期向好。实际上也透露出，相较于上半年而言，下半年政策应当是有所收敛的，这也与我国经济增长的节奏相匹配。

2.2. 宏观政策强调跨周期设计，着重解决中长期问题

值得注意的是，政治局会议首次提出持久战的说法，显示出经济中长期面临的复杂性和不确定性较大，宏观政策更加强调跨周期设计，着重于中长期问题的解决。一方面，人类可能要与病毒长期共存，我们要客观的看待这一问题，“建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制”。另一方面，外部环境的不稳定性不确定性较大，疫情也加速了逆全球化的进程，倒逼中国加快内部改革，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

3. 货币政策：自由裁量，宽信用注重精准性

下一阶段货币政策继续保持“更加灵活适度”的基调，但增加了“精准导向”，删除“运用降准、降息、再贷款等手段”，同时强调“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“推动综合融资成本明显下降”。整体来看，我们认为下半年货币政策依然是宽信用稳货币的组合，并且注重精准导向，综合融资成本要明显下降，因此总的来说货币政策暂未到退出时，收敛而非收紧。

我们认为货币工具使用方式将更注重自由裁量。我们必须认识到下半年整体货币政策空间将较上半年明显收敛，尤其是传统型工具的使用频率可能将降低，但新工具或定向工具的使用还将会陆续出现，实现精准导向目的。尽管本次会议没有提及降准、降息、再贷款等货币政策工具，但依然给出了货币政策的终极目标，即“推动综合融资成本明显下降”。此前一行一会发布会上也有相应说法，为了配合国常会提出的让利 1.5 万亿目标，融资成本仍需要继续下降。我国现有的社会融资结构中，间接融资占比达 60%，直接融资占比达 28%（债券融资占比 25%），也即信贷与债券融资占绝对比重。如果从融资方式来看，综合融资成本明显下降可以理解为贷款或者债券利率中枢水平仍然应该稳中有降。如果从融资主体的角度来看，今年以来央行着重支持中小微企业融资，创新货币工具将信贷资源引流至中小微企业，会议也强调新增融资要重点流向制造业、中小微企业。从这个角度来说，如果全社会中小微企业获得比过去更低成本的融资，也可以理解为综合融资成本下降。不论哪一种理解方式，都代表着银行需要让利，那么必然银行对流动性或者政策也需要更多支持。综上，我们认为央行可能采取自由裁量的方式进行灵活运用货币工具，这是不具体提“降准、降息、再贷款”等具体工具的最好理解方式。货币政策整体收敛但并未收紧，货币工具使用主要看效果，并非简单理解为下一步一定有什么工具使用或者一定没有什么工具使用。

宽信用继续，但下半年信用扩张速度大概率边际趋缓，引导资金重点流向制造业、中小微企业，把控房地产的总闸门。本次会议提到，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，也与易纲行长此前提出的今年新增信贷 20 万亿、社融超 30 万亿的目标相一致，符合我们前期的判断。考虑到上半年新增社融 20.8 万亿、人民币贷款 12 万亿，下半年信用投放的空间将有所收敛，二季度社融增速将为年内高点。但具体投向来看，更注重精准导向，引导融资重点流向制造业、中小微企业等薄弱环节。此次房住不炒的表态保持一致，意味着未来房地产调控政策将继续从严。二季度房地产销售回暖带动部分城市房价上涨加快，同时信贷资金也大规模流入房市。6 月份房企开发资金来源中，国内信贷资金增速高达 20%。7 月以来，部分核心一二线

城市陆续收紧房地产限购政策，防止资金违规流入房市，预计下半年房地产整体表现相对平稳。

4. 财政政策：口粮备足，下半年重点抓落地

财政政策继续保持“积极有为”的基调，但本次会议增加了“注重实效、注重质量和效益”。考虑到上半年已经确定财政政策的空间，**下半年可用的财政资金较多，重点落在执行层面**。从政府债券发行情况来看，上半年政府债券发行6万亿左右，下半年剩余空间约为6.7万亿。由于为特别国债腾挪空间，7月地方债发行速度明显放缓，根据财政部通知，要求专项债力争在10月底前发行完毕，我们预计8月将迎来下半年债券供给的高峰。同时，从财政资金运用的角度来看，上半年投放速度较慢，相应的下半年投放比重高于往年同期水平，政策表态也更加注重项目落地，预计下半年基建投资增速可能将进一步加快，尤其是新型基础设施建设。同时，“注重实效、注重质量和效益”也表明基建支持经济不会像过去激进，防止产生地方债务风险或者项目烂尾等。

5. 年内经济着重扩内需保就业

本次会议明确提出“牢牢把握扩大内需这个战略基点”，强调了扩大内需的重要性。一方面，符合当前需求侧修复弱于供给侧的特征，需求侧仍是拖累当前经济修复的主要矛盾，尤其是消费的复苏较为缓慢。另一方面，在国内大循环为主体的背景之下，**最终落脚点在于扩大最终消费**。通过培育新兴消费、保障居民收入、推动居民消费升级来扩大国内消费市场。本次会议也重点强调了“缓解疫情对青年人就业影响，强化外出农民工就业服务，引导返乡农民工就近就业”。我们预计在保就业稳增长扩内需的政策基调下，下半年国内消费市场的恢复有望加快。

投资方面，本次删去了传统基建，强调了新基建的地位和重要性。我们预计，这可能与上半年资金大多流向传统基建用于拉动投资有关，预计下半年对新基建的倾斜力度或将有所加大，基建投资高增长的预期将有所降温，预计基建投资保持稳中有升趋势。

此次会议还较罕见提到要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。表明决策层对资本市场仍然是史无前例地重视，资本市场制度改进如果加上经济转型、国内大循环顺利启动，未来慢牛可期。

风险提示：外部环境持续恶化，货币政策进一步收紧，国内疫情再次爆发。

分析师简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野: 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究助理。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

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_3551

