

财政货币双宽松格局不变，再度强调“房住不炒”

引言：近几个月以来，我国经济复苏形势明显，经济活动出现了多方面积极的变化。继4月政治局会议后，7月政治局会议将对当前经济环境，以及政策方向做出新的部署，对市场投资也具有很好的指引作用。我们在对宏观经济基本面分析的基础上，对政治局会议做出以下前瞻：

一、政策基调：经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变

当前与4月相比，我国经济复苏状况是很明显的。但在经济复苏过程中，确实还存在一些问题：包括基建、房地产投资复苏明显，制造业投资复苏相对偏弱，以及受到大学毕业生毕业影响，未来两月失业率可能会再度有所冲高，这也是当前经济面临的重要风险点。疫情冲击下，政策的应对组合与历史上1998-2001年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。

二、财政政策：继续发挥稳定经济的关键作用

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策已经由前期救助转向当前段内需反补外需的经济刺激。今年以来，在财政收入明显下降的同时，财政支出依然保持了相对较高水平，财政是非常积极的，预计财政政策将继续发挥稳定经济的关键作用。虽然今年预算赤字率相对较低，但实际赤字率将明显上升，特别广义财政扩张将非常明显，将对基建形成明显支撑，我们预计全年基建增速将达到13%左右。

三、货币政策：最宽松时期已过，但尚未到明显收紧阶段

当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。我们预计三季度货币政策将更加灵活适度，预计1年期MLF将再下调5-10bp左右，LPR利率也将相应下调，以支持实体经济降成本；为避免流动性过于宽松，进一步调降逆回购利率的可能性相对不大；可能仍有一次定向降准。货币量的宽松仍将非常明显，预计全年新增社融32-35万亿元。

四、房地产政策：部分城市房价升温，将再度强调“房住不炒”

随着国内经济形势逐步恢复正常化，房地产市场交易明显升温，个别热点城市明显升温，房价上涨较快。个别城市房地产市场的异常升温现象，很可能会带来溢出效应，波及其他城市，值得高度警惕。面对当前部分城市房价快速升温的状况，预计7月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。当前房地产政策将更多着眼于供给端，通过稳定房地产投资来实现稳就业、稳增长。

五、市场意义：人民币资产吸引力上升，看好权益资产

在广义财政、货币量的扩张支持下，我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力道，人民币汇率将温和升值，进一步提升人民币资产吸引力。具体资产方面，A股向上方向确定，债券相对空间有限。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

近几个月以来，我国经济复苏形势明显，经济活动出现了多方面积极的变化。继4月政治局会议后，7月政治局会议将对当前经济环境，以及政策方向做出新的部署，对市场投资也具有很好的指引作用。我们在对宏观经济基本面分析的基础上，对政治局会议做出以下前瞻：

一、政策基调：经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变

4月以来我国经济复苏明显，但增长动能依然偏弱。此前政治局对经济形势的分析会议是在4月17日，当前与4月相比，我国经济复苏状况是很明显的。从生产角度来看，5月工业增加值同比4.4%，正在逐步恢复至正常水平，服务业生产指数同比1.0%，为今年3月以来首次转正。从支出角度来看，各项数据降幅大幅收窄，显示经济正在逐步恢复正常化。5月固定资产投资累计同比-6.3%，其中房地产、基建投资修复明显，分别同比增长-0.3%、-3.3%，制造业投资修复相对较弱，累计同比为-14.8%；社会消费品零售同比增长-2.8%。虽然海外疫情尚未得到完全控制，部分地区疫情出现反复，外需仍存在不确定性。但在疫情应对更加精细化的背景下，回到此前经济大规模停滞的可能性相对不大，外需对于经济负面冲击最大的时候已经过去。报告撰写时间（7月15日）二季度经济数据尚未公布，我们预计二季度经济增长在2-3%之间，经济呈现弱复苏格局。

但在经济复苏过程中，确实还存在一些问题。其中投资中相对更市场化的部分，制造业投资恢复明显偏弱，一方面受到外需冲击影响，另一方面此前较高的库存被动积累，也对制造业投资造成了一定拖累。与此同时，消费复苏也相对偏弱，表现在社会消费品零售总额增速修复也相对较慢。特别是今年两会虽然没有设置经济增长目标，但设置了失业率目标“城镇调查失业率6%左右”，5月城镇调查失业率为5.9%，相对此前有所回落，但受到大学毕业生毕业影响，未来两月失业率可能会再度有所冲高，这也是当前经济面临的重要风险点。疫情冲击下，政策的应对组合与历史上1998-2001年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。

二、财政政策：继续发挥稳定经济的关键作用

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策已经由前期救助转向当前段内需反补外需的经济刺激。今年以来，在财政收入明显下降的同时，财政支出依然保持了相对较高水平，财政是非常积极的。今年前五个月，公共财政收入同比-13.6%，全国政府性基金收入同比-4.5%，但支出依然保持相对较高水平，其中公共财政支出累计同比-2.9%，全国政府性基金支出14.4%。截至7月14日，地方政府专项债共发行2.25万亿元，超过去年全年总量（2.20万亿元），扣除债券到期，净融资1.94万亿元。

我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是当前积极财政政策的特征。根据社科院数据，1Q2020我国政府部门杠杆率为40.5%，居民部门杠杆率为57.7%，非金融企业部门杠杆率为161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府

部门杠杆构成来看，1Q2020 中央政府杠杆率为 17.2%，地方政府杠杆率为 23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据 BIS 数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。虽然今年预算赤字率相对较低，但实际赤字率将明显上升，特别广义财政扩张将非常明显，将对基建形成明显支撑，我们预计全年基建增速将达到 13% 左右。今年政府预算赤字为 3.6% 以上，我们预计实际赤字率将达到 6.5%（去年为 4.9%），相对去年将明显上升。综合考虑地方政府专项债、抗疫特别国债、铁道债、PSL 和政策性金融债。我们预计今年广义赤字率将大幅提升至 13.4%（2019 年为 8.5%），如果考虑包含城投债的更广义赤字，相应数据会更高，广义财政扩张明显。

三、货币政策：最宽松时期已过，但尚未到明显收紧阶段

回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72% 下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本。与此前财政、货币扩张时期不同的是，当前政策引导下货币“量”的扩张非常明显。一季度新增社融达到 10.9 万亿元（去年同期为 8.2 万亿元），二季度新增社融 9.5 万亿元（去年同期为 5.8 万亿元）。

当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。遵循这一思路，我们预计三季度货币政策将更加灵活适度，预计 1 年期 MLF 将再下调 5-10bp 左右，LPR 利率也将相应下调，以支持实体经济降成本；为避免流动性过于宽松，进一步调降逆回购利率的可能性相对不大。准备金率的下调可能性存在，但更多将是定向降准，以支持中小银行支持小微企业。四季度货币政策可能进入观望期，今年货币政策不会出现主动收紧情况。另外需要关注的是，货币量的宽松仍将非常明显。今年上半年新增社融 20.5 万亿，我们预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速在当前水平仍将继续上升，此后小幅回落，预计全年增速 13% 左右。

四、房地产政策：部分城市房价升温，将再度强调“房住不炒”

预计 7 月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。随着国内经济形势逐步恢复正常化，房地产市场交易明显升温，今年前五个月商品房销售面积同比减幅收窄至 -12.3%，以 30 个大中城市商品房成交面积来看，6 月同比大幅转正至 9.4%，7 月中上旬商品房成交面积同比

8.7%。与此同时，个别热点城市明显升温，房价上涨较快，以深圳为例，今年以来深圳新建商品住宅成交价格指数同比维持在4%以上高位，其中5月同比为4.9%，相当于2017年年中时期增速，房价上升明显。个别城市房地产市场的异常升温现象，很可能会带来溢出效应，波及其他城市，值得高度警惕。此前4月政治局会议、5月政府工作报告均明确表示“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，面对当前部分城市房价快速升温的状况，预计7月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。

当前房地产政策将更多着眼于供给端，通过稳定房地产投资来实现稳就业、稳增长。与历史相比，本轮房地产严调控持续时间较长。2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这是政策严控房地产的重要原因。如果放任地产泡沫的进一步积聚，将对经济造成更严重负面影响，这一方面，90年代日本、2007年美国房地产泡沫的破灭都是很好的例子。实际上，在我国也有这样的例子，90年代初海南房地产泡沫的破灭，也对当地经济造成了严重的负面影响。疫情冲击下我国经济增速大幅下滑，但当前房地产价格依然处于较高位置，部分城市房地产泡沫依然很严重，房地产政策难以放松。如果贸然转向扩张，一方面会对居民消费、投资产生更严重挤出效应；另一方面，伴随着泡沫的积聚，大幅上涨的房价形成泡沫一旦破裂对经济危害极大。我们认为，房地产需求端的政策难以放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为3%左右。

五、市场意义：人民币资产吸引力上升，看好权益资产

在广义财政、货币量的扩张支持下，我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，进一步提升人民币资产吸引力。疫情发生以来，全球央行货币政策大幅宽松，主要央行资产负债表迅速扩张。美联储在迅速降息至零以后，启动一系列资产购买和贷款计划，资产负债表规模从4.2万亿美元扩张至7.2万亿美元，虽然近期规模下降至6.9万亿美元，主要受到中央银行互换、正回购工具规模下降影响，反映了全球美元流动性的恢复，美国货币政策依然是非常宽松的。欧央行资产负债表规模从4.7万亿欧元扩张至5.6万亿欧元，日本央行资产负债表规模从580万亿日元扩张至651万亿日元。预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，人民币资产吸引力提升。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，当前中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，我国经济相对其他国家改善明显，也将推升人民币汇率温和升值，提升人民币资产吸引力。

具体资产方面，A股向上方向确定，债券相对空间有限。A股向上方向确定。首先，流动性充裕使得市场结构性特征更加明显；其次，当前A股风险溢价处于相对高位，随着经济复苏预期逐步加强，风险溢价也将有所回落，支撑A股整体估值；最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也对A股形成支撑。利率债长端收益率上行风险加大。疫情对国内外经济、市场冲击最严重

的时候均已过去，叠加海外经济活动逐步开放，以及货币、财政大规模的刺激，经济复苏方向是明确的。近期受国内外风险偏好明显回升影响，10年期国债收益率已经大幅上行，未来看，利率债可能存在部分交易性机会，但趋势性机会难以看到。

风险提示：

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

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_3867

