

研究所
证券分析师：胡国鹏 S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn
证券分析师：袁稻雨 S0350521080002
yuandy@ghzq.com.cn

用好用足，重在落实 ——7月政治局会议解读

最近一年走势



相关报告

- 《——2022年6月工业企业利润数据点评：上下游利润分化缓解，制造业利润占比提升 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-27
- 《——二季度货政例会解读：政策天平或向稳增长倾斜 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-01
- 《——2022年5月工业企业利润数据点评：工业企业利润降幅收窄，中游制造盈利能力改善 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-06-28
- 《——策略点评报告：风险偏好提升，市场有望更进一步 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-05-31
- 《——2022年4月工业企业利润数据点评：工业企业利润承压下行，化工制品盈利能力回升 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-05-27

事件：

中共中央政治局7月28日召开会议，会议分析研究了当前经济形势，并对下半年经济工作进行部署。

投资要点：

- 核心观点：**1) 经济工作着力点由“三稳”转变为“两稳”，在淡化整体增速目标的同时提出经济大省要勇挑大梁，力争实现最好的结果。宏观政策更加关注企业端、居民端需求不足等经济发展的结构性问题。2) 财政政策方面，用足用好专项债限额是关键。截至2021年年底，全国地方政府债务余额仍有1.47万亿元未使用，山东、北京、上海的债务余额均超过1000亿元，相较于提前动用明年的专项债额度，用足之前的余额更符合“不预支未来”的政策思路。3) 货币政策方面，近期央行逆回购操作不改短期流动性合理充裕的局面。近期央行连续缩量逆回购，一是引导市场利率向正常区间回归，二是通过“高频小额”操作更趋灵活精准，凸显“价”重于“量”。4) 地产及平台经济表述有亮点。地产政策再提“因城施策用好用足政策工具箱”或意味着下阶段地方地产政策放松的区间范围有望进一步向一线非核心地区扩大；平台经济政策单独提及“绿灯”，具有明显的支持性色彩。5) 市场方面，本次会议聚焦经济发展的结构性问题，重申政策要在扩大需求上有所作为，突出强调“用好用足”政策工具，并定调下阶段流动性维持合理充裕，一定程度上缓释了近期市场对政策收紧的担忧。在此基调下，我们看好成长及消费两个板块，重点关注两个细分领域。一是受益于流动性宽松环境不改、景气度较高储能、光伏等行业；二是受益于疫情形势边际好转及政策扶持力度较大的汽车、家电等可选消费行业。
- 经济工作着力点由“三稳”转变为“两稳”，在淡化整体增速目标的同时提出经济大省要勇挑大梁，力争实现最好的结果。**从经济形势定调来看，相较于4月政治局会议表述，本次会议通稿缩减了当前经济运行所面临的矛盾及问题，指出“成绩值得充分肯定”，最终落脚点仍在于保持定力，以我为主。值得注意的是，本次会议通稿相较于4月政治局会议表述，明显淡化了整体经济增速目标，其一此前多次提及的“稳就业、稳物价、稳增长”，在本次通稿中删除了“稳增长”，经济工作着力点由“三稳”转变为“两稳”。其二，通稿明确“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，淡化了整体增速目标。但是通稿后续明确提到“经济大省要勇挑大梁，有条件的

省份要力争完成经济社会发展预期目标”，结合7月7日总理在福建主持召开东南沿海省份政府主要负责人座谈会中提及，当前正处于经济恢复的关键时间点，东南沿海5省市经济体量占全国1/3以上，要继续挑起国家发展、稳经济的大梁，意味着下半年全国经济发展以稳为主，经济增长目标下放至省。

- **政策天平在防疫情和稳增长上更趋平衡，疫情防控力度整体不松。** 二季度在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的基调上，政策天平向疫情防控倾斜，从本次会议表述来看，随着国内疫情形势趋向稳定，政策天平并未如市场预计的那样明显向稳增长倾斜，而是更趋平衡。会议通稿强调“坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战”，意味着疫情防控的思路基调和原则并没有发生变化。
- **宏观政策突出关切经济发展的薄弱环节。** 从宏观政策的整体基调来看，相比于4月政治局会议通稿中“加大宏观政策调节力度”“抓紧谋划增量政策工具”等表述，本次会议通稿政策基调更趋平稳。“宏观政策要在扩大需求上积极作为”“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，表明下阶段宏观政策更加关注企业端、居民端需求不足等经济发展的结构性问题。考虑到海外经济体已相继进入加息周期，下阶段财政政策仍然是发力的主角。
- **财政政策方面，用足用好专项债限额是关键。** 本次会议并未对此前市场上讨论较多的增量工具（如特别国债、调整预算赤字等）有所表示，反而又着重强调了政府专项债券的落实。值得注意的是，本次通稿提及“用足用好专项债务限额”，目前地方政府采取限额管理，专项债余额不得突破限额。截至2021年年底，全国地方政府债务余额仍有1.47万亿元未使用，山东、北京、上海的债务余额均超过1000亿元，相较于提前动用明年的专项债额度，用足之前的余额更符合“不预支未来”的政策思路，但具体的使用流程仍需关注后续人大常委会审议。
- **货币政策方面，近期央行逆回购操作不改短期流动性合理充裕的局面。** 本次会议通稿再次明确了“保持流动性合理充裕”的基调，并提及加大对企业的信贷支持。虽然相比于4月政治局会议中“用好各类货币政策工具”的表述趋向谨慎，但预计在需求端尚未出现连续好转前，货币政策环境不会出现明显收紧。7月以来央行连续进行缩量公开市场逆回购操作，引发市场对流动性环境收紧的担忧。我们认为近期央行的操作可以从短期及长期两个角度理解，短期来看，前期持续的宽货币+宽信用传到不畅，导致银行体系流动性淤积，银行间隔夜加权利率远低于政策利率，5月隔夜利率一律下行至1.3%，大幅偏离在正常区间，7月央行连续缩量操作也是为了引导市场利率逐步向合理区间回归。长期来看，此前央行多采用100亿或者100亿的整数倍的粗放式逆回购操作规模，此后央行可能会趋向于“高频小额”的操作规模，以实现更趋灵活精准的操作，也进一步凸显

“价”重于“量”。

- **下半年经济工作对稳定的诉求更大，地产政策再提“用足用好”。**本次会议通稿在“守住安全底线”提及粮食、能源、房地产、地方村镇银行风险四个方面。其中重点关注房地产相关表述。我们可以看到，本轮地产下行周期可分为两个阶段，一是去年7月至今年1月，部分民营企业流动性风险造成地产行业结构性供给冲击；二是今年2月以来，经济增长及疫情发展不确定导致居民收入预期快速回落，地产需求端受到冲击。本次会议通稿一改此前先强调房住不炒的总框架，后提稳定房地产市场的表达顺序，先明确稳定再提定位，表明当前高层给予了地产更高的关注力度。其中，通稿再次出现“用足用好”的表述，“因城施策用足用好政策工具箱”或意味着下一阶段地方地产政策放松的区间范围有望进一步向一线非核心地区扩大。此外，对于近期出现的烂尾楼事件，会议强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，意味着将进一步压实以省级作为地方的党政一把手负责的双组长制的地方财政金融风险的处置机制。
- **平台经济政策仅提“绿灯”，下一阶段有望引来更为积极的支持政策。**4月政治局会议提到“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，本次会议通稿对平台经济有了更为积极的表态，“健康发展”进一步表述为“健康持续发展”，意味着后续更注重平台经济政策的持续性。此外，随着前期平台经济专项整改取得了一定成果，对于平台经济的持续发展则更需出台一系列鼓励性、支持性和引导性的举措，会议提出要“集中推出一批‘绿灯’投资案例”，此前多次提及设定好资本市场“红绿灯”，本次单独提及“绿灯”，具有明显的支持性色彩，下半年有望进一步出台支持鼓励政策。
- **市场方面，**本次会议聚焦经济发展的结构性问题，重申政策要在扩大需求上有所作为，突出强调“用好用足”政策工具，并定调下一阶段流动性维持合理充裕，一定程度上缓释了近期市场对政策收紧的担忧。在此基调下，我们看好成长及消费两个板块，重点关注两个细分领域。一是受益于流动性宽松环境不改、景气度较高储能、光伏等行业；二是受益于疫情形势边际好转及政策扶持力度较大的汽车、家电等可选消费行业。
- **风险提示：俄乌局势再度恶化、中美关系恶化、美国货币政策超预期收紧、国内疫情大幅蔓延、外部市场大幅下跌等。**

表 1: 4 月及 7 月政治局会议内容比较

领域	7 月政治局会议	4 月政治局会议
形势判断	面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战
总体要求	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，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展；全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全
疫情防控	要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发	要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响
经济定调	有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩	经济运行总体实现平稳开局；成绩来之不易
财政政策	要有效弥补社会需求不足；用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额	实施好退税减税降费等政策
货币政策	保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金	用好各类货币政策工具
产业链供应链	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。	保证交通物流畅通；稳定产业供应链，抗疫保供企业；加大关键基础设施建设
保供稳价	要强化粮食安全保障；提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给体系	做好能源、资源保供稳价工作；跟进春耕备耕工作
就业&民生	要扎实做好民生保障工作；要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作	稳住市场主体；切实保障和改善民生，稳定和扩大就业
房地产	稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱；支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生	支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展

风险防范	要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪；要压实安全生产责任	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线
开放	要以改革开放为经济发展增动力；要积极促进进出口、扩大进口，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展	要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘
平台经济	要继续实施国企改革三年行动方案； 推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施

资料来源：中国政府网，国海证券研究所

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_44535



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>