

经济是首要目标

证券研究报告

2022 年 7 月 29 日

——7 月政治局会议的四个要点

作者

政策目标从“努力实现全年目标”到“争取达到较好水平”再到“力争实现最好结果”，基调在边际上更加积极，我们预计 3 季度经济将尽力实现 5.0%以上的增速水平。

稳增长依然强调落实存量政策，但对强省提出更具体要求。结合历史经验来看，一旦地方政府稳增长的积极性被激活，其能迸发的能量和效果可能会超预期。再次强调此前判断“存量政策将加速执行，三季度稳增长可能超预期”。

增量政策不多，“用足用好专项债务限额”有可能会动用未使用的专项债限额，使用这部分资金需要财政部调整性质和区域分布并要经过全国人大常委会，窗口期可能在 8 月底的全国人大常委会。货币政策方面，仍有稳增长诉求的情况下，狭义、广义流动性预计或均不存在主动收紧的空间。

地产交付问题暂无新提法，强调压实地方政府责任，后续关注资金来源安排。

风险提示： 出现致死率提升的新冠变种；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

相关报告

一、政策目标从“努力实现全年目标”到“争取达到较好水平”再到“力争实现最好结果”

关于政策目标的定位，本次会议给出了一个新的说法——“力争实现最好结果”。要理解本次会议对经济的定位，关键是要找准对比的参考系。

4月底政治局对应的表述是“努力实现全年经济社会发展预期目标”，仍然在对标3月两会确定的5.5%的全年GDP增速。如果以4月底政治局会议为参考系，那么本次会议对于经济增长的追求相对来说有所弱化，即“不透支未来”，在现有的框架下尽力而为。

但如果以6月底总书记在武汉考察时的讲话为坐标系，则政策基调在边际上更加积极。6月28日，总书记指出“争取今年我国经济发展达到较好水平”，从“较好水平”到“最好结果”，政策层面对经济增长的追求上了一个台阶。

我们预计3季度经济将尽力实现5.0%以上的增速水平。

二、稳增长依然强调落实存量政策，但对强省提出更具体要求

政治局会议罕见地用一整段来描述对地方政府、各个部门的施政要求。“充分调动各方面积极性。各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。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”。

一方面，抓落实是特殊年份背景下的必然要求。去年底中央经济工作会议要求地方和各部门加强落实中央政策——“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任”，5月25日全国稳住经济大盘电视电话会议再次强调落实稳大盘一揽子经济政策，并派出督导组赴地方督查执行情况。

另一方面，本次要求的力度较此前更高、更具体。本次主要的不同之处在于，给经济强省明确了相关的任务和目标，进一步压实了地方政策的稳增长责任。结合历史经验来看，一旦地方政府稳增长的积极性被激活，其迸发的能量和效果可能会超预期。

我们认为“有条件的省份”包含了两类：一类是经济大省，经济基础雄厚，财政发力空间充裕，比如东南沿海5省，此前总理也提出“东南沿海5省市经济占全国1/3以上，财政收入占近四成，在地方对中央财政净上缴中贡献近八成，有力支撑了国家财力和中央财政对中西部地区转移支付。”另一类是受疫情冲击相对较小的省份。上半年部分受疫情影响较小的省份经济增速依旧比较亮眼，比如宁夏、山西等省份上半年GDP同比依旧实现了5%以上的增速，这些省份在下半年实现年初制定的经济预期目标的可能性也更大。

结合对经济增长的定位来看，下一阶段宏观调控思路较为清晰：稳增长目标更加积极，但增量政策有限，重点是依靠地方政府，最大限度地发挥好存量政策效果。

因此，我们再次强调《3季度稳增长可能会超预期》中的判断，“存量政策将加速执行，3季度稳增长可能超预期”。

三、增量政策不多，关注未使用的专项债限额

本次会议直接提及的增量政策较为有限，主要在于财政政策。会议要求，“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”。

如何理解“用足用好专项债务限额”？我们认为有可能会动用“未使用的专项债限额”。根据财政部《2021年财政预算草案》和《2021年预算执行报告》，截至2021年末，地方政府专项债限额为18.2万亿元，实际余额为16.7万亿元，未使用的限额为1.5万亿元。

使用这部分资金有什么要求？一是需要财政部调整性质和区域分布。这部分未使用限额主要源自于2015-2018年末使用的置换债额度，其用途为置换2014年底审计认定的地方政府一类债务，另有一小部分源自于近几年到期未续作的地方债券。这部分限额的初始用途并不是发行新增地方债来支持项目建设，所以需要对其性质进行调整。此外，未使用专项债

限额分布极不均匀，可能需要财政部进行跨区域调整以更好地支持基建投资。**二是仍然要经过全国人大常委会。**尽管限额已经在过去年份得到全国人大的批准，但要在今年发行，实际上仍然增加了地方政府的举债规模，按照现行《预算法》，还需要调整全国、地方财政预算，并经过各级人大常委会的审批；窗口期可能在8月底的全国人大常委会。

货币政策方面，我们认为结合海外货币政策环境以及通胀趋势（本次会议在政策目标中强调了“稳物价”），总量层面发力的可能性较小，**但仍有稳增长诉求的情况下，狭义、广义流动性预计或均不存在主动收紧的空间。**

四、地产交付问题暂无新提法，强调压实地方政府责任，后续关注资金来源安排

本次会议针对房地产并没有给出太多新的提法，继续坚持“房住不炒”，并且继续“因城施策”支持刚需和改善性需求。而关键的变化在于，针对“保交付”，本次会议提出了“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。

由于各地政府面临的交付情况不同，因此从会议内容来看，解决当前房地产领域的问题仍然以城市为单位，强调“压实地方政府责任”，结合当地金融、财政资源，一城一方案来化解地产风险。**但不排除未来有专项再贷款等资金安排，支持地方政府与银行、房企、建筑企业等各方形成合力，共同解决期房交付等问题。**

近期也能看到部分城市已经出台了相关政策，比如郑州召开了相关会议，对部分项目给予了棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障房租赁等多种模式的退出方式支持。后续可以关注其他地方政府如何去化解项目交付难等问题，以及相关资金来源和偿还方案将如何安排。

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_44541

