

# 策略 · 政治局会议解读

证券研究报告

2022年07月29日

## 728 政治局会议：保持定力的基础上努力做到更好

7月28日，中共中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势。作为大会前最后一次经济定调会议，此次表态整体保持了与前期政策的连贯性，强调战略定力；同时对二季度以来直接关系到民生的经济问题作出部署（地方村镇银行风险、保交楼等）。宏观政策要求更加积极作为，从资金面、需求延后、维稳需求等方面考虑，三季度是稳增长的关键发力期，但实际需求（中长期贷款）何时迎来趋势性向上拐点仍有待观察。

**风险提示：**国内疫情长尾影响、海外衰退压力及对国内的冲击等

### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520090003  
wuliyanyan@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《投资策略：策略·周报-开辟新战场：5问5答“专精特新”》 2021-08-08
- 2 《投资策略：策略·周报-重要信号：中证500股债收益差已接近极值》 2021-08-01
- 3 《投资策略：策略·一周资金面及市场情绪监控（20210222-20210228）-节后市场大幅调整下，北上、南下资金转为流出，但基金发行仍然密集》 2021-03-02

## 内容目录

1. “保持战略定力”与“积极作为”不冲突 .....	3
2. 三季度基建和竣工链更具确定性 .....	3
3. 平台经济从“设置红绿灯”到阶段性侧重“绿灯” .....	4
4. 能源领域再强调“新能源供给消化体系” .....	5

## 图表目录

图 1：不同目标下，下半年增速要求 .....	3
图 2：第三产业从业人员情况 .....	4
图 3：地产、基建（建筑）相关行业从业人数 .....	4
图 4：专项债发行 .....	4
图 5：房企仍面临较大的资金瓶颈 .....	4
图 6：二季度以来大城市失业率攀升；年轻劳动力失业率攀升 .....	5
图 7：PMI 从业人员分项修复最弱 .....	5
图 8：1 月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署 .....	5
图 9：近一年定调会议比对 .....	6

7月28日，中共中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势。作为大会前最后一次经济定调会议，此次表态整体保持了与前期政策的连贯性，强调战略定力；同时对二季度以来直接关系到民生的经济问题作出部署（地方村镇银行风险、保交楼等）。宏观政策要求更加积极作为，从资金面、需求延后、维稳等方面考虑，三季度是稳增长的关键发力期，但实际需求（中长期贷款）何时迎来趋势性向上拐点仍有待观察。

## 1. “保持战略定力”与“积极作为”不冲突

会议定调仍是稳中求进，“保持战略定力，坚定做好自己的事”。近期与此相关的表态，是7月20日总理出席世界经济论坛全球企业家特别对话会时表示，“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，意味着大的战略方向（地方隐性债务、房住不炒）难发生实质性逆转。

与此同时宏观政策被要求积极作为，但仍是“托而不举”，兜底的意义要大过刺激。这里隐含当前经济环境的几点制约：**第一，5.5%目标可以淡化，但不允许经济失速。**世界银行最新预测（6月）中国2022年经济增速为4.3%；wind一致预测目前为4.26%。按照目前情况，要实现这一目标，下半年增速需达到5.88%，这在内生周期下行、且疫情和海外风险尚未消除的当前，难度不低。

**第二，稳增长才能稳民生。**二季度以来国内就业压力（尤其是年轻劳动力）进一步加剧；另一方面二季度以来出现的村镇银行暴雷、烂尾楼等问题，也要求相当的宏观力度加以兜底。

**第三，这次政治局首次提到要用“财政货币政策弥补社会需求不足”。**贯穿今年的一大问题就是企业和个人的融资需求不足（这还是在制造业投资、出口数据超预期的情况下），下半年如果海外环境转弱，需求端塌陷的压力只会更大，因此需要宏观加码发力。

正如我们对4月会议的解读《补全429政治局会议拼图：近两周高层会议全梳理》所提到的，今年具体的经济增速目标无需纠结，但底线在哪不影响对当前政策的理解。经历疫情冲击、以及7月以来高温天气的影响后，应对三季度后半段稳增长力度抱以乐观。

图1：不同目标下，下半年增速要求

	GDP单季(不变价:万亿)	对应下半年增速
21H1	51.24	
21H2	58.34	
22H2 (全年目标5%)	62.54	7.19%
22H2 (全年目标4.5%)	61.99	6.26%
22H2 (全年目标4.3%)	61.77	5.88%
22H2 (全年目标4%)	61.44	5.32%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 三季度基建和竣工链更具确定性

此次在有效需求方面，**重点部署了基建方向**。具体表述上，“财政货币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”；“货币政策要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”。**房地产领域则新增强调“保交楼”**。

必要性上，一方面，**疫情冲击之后，完成全年目标的时间窗口大幅缩短，因此三季度必须更重时效和确定性**。4月提了“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，这次则没有出现消费方向的描述。因为疫情长尾和失业率偏高的情况下，消费的修复需要过程，反过来更突出三季度基建加码的必要性。

另一方面，**当前保基建和保竣工，是大会前民生保障和维稳的客观需求**。近期各地地产

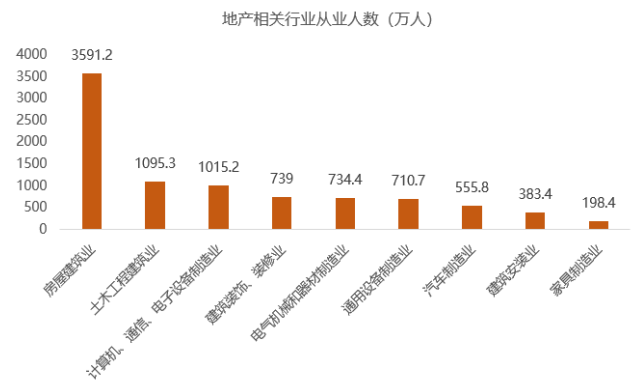
政策中，“保交付”已是首要目标（设立纾困基金、一对一帮扶等）。就业压力同样要求地产和基建（建筑）发力维稳。从 18 年第四次经济普查数据来看，地产直接从业人员超过 1260 万人，建筑业（房屋建筑、建筑安装等）从业人员超过 5800 万。

图 2：第三产业从业人员情况

第四次经济普查（2018年末）房地产业就业情况				
	企业法人单位（万个）	较2013年末增长	从业人员（万人）	较2013年末增长
房地产开发经营	20.6	55.6%	371.5	10.9%
物业管理	23.4	122.8%	636.9	54.8%
房地产中介服务	20.6	212.7%	158.3	103.9%
房地产租赁经营	8.2		85.9	
其他房地产业	1.4		10.9	
<b>合计</b>	<b>74.2</b>	<b>119.5%</b>	<b>1263.5</b>	<b>44.0%</b>

资料来源：第四次经济普查报告，天风证券研究所

图 3：地产、基建（建筑）相关行业从业人数

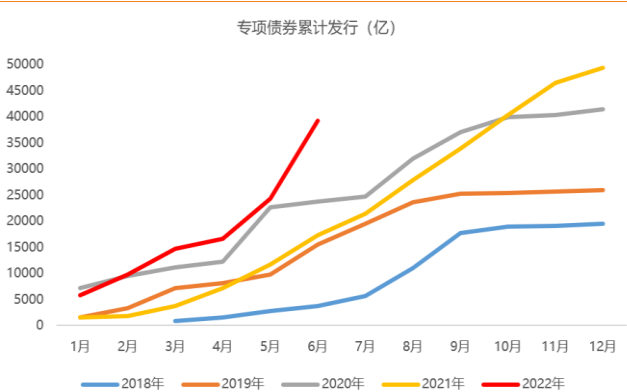


资料来源：第四次经济普查报告，天风证券研究所

可行性上，今年以来稳增长政策实质效果始终不理想，主要可能有三方面原因：一是需求受非经济因素冲击较大，包括散发疫情、极端天气等。二是资金问题，比如地产和地方融资受限，或资金到位但未进入实体而形成实物工作量。三是各地方换届，卸任前各方面工作可能相对保守。

如前所述，二季度政策效果不理想，意味着全年稳增长的窗口被大大压缩，将倒逼政策力度加码；那么如果需求端的制约因素稍有松动，二者叠加，改善的斜率就会比较可观。比如资金上，6 月份是地方专项债发行高峰，考虑到从发行到运用到形成实物工作量存在时滞，则三季度有望逐步看到成效。再比如地方换届，从去年 10 月开始持续到今年 6 月已经全部结束（今年二季度共有 17 个省/自治区/直辖市换届），新任到位后地方积极性也有望提高。

图 4：专项债发行



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：房企仍面临较大的资金瓶颈



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 平台经济从“设置红绿灯”到阶段性侧重“绿灯”

对于平台经济/反垄断，有几个比较重要的时间节点：

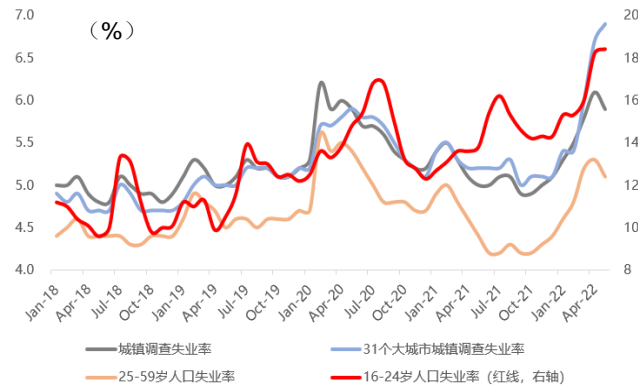
- 1) 2020 年，反垄断元年：1 月《反垄断法》迎来 2008 年以来首次修订；11 月发布了针对平台经济的反垄断指南。
- 2) 2020 年 12 月，中央经济工作会议：首次明确“强化反垄断和防止资本无序扩张”。
- 3) 2020 年底-2021 年（全面紧张的一年），标志性事件：包括阿里巴巴、美团在内的互联网巨头被实施“二选一”。

4) 2021 年 12 月，中央经济工作会议，政策态度缓和：设置“红绿灯”，一方面要发挥资本作为生产要素的积极作用，另一方面要防止资本野蛮生长。

5) 2022 年 4 月政治局会议和集体学习：维持设置“红绿灯”说法，同时定调“常态化监管”。

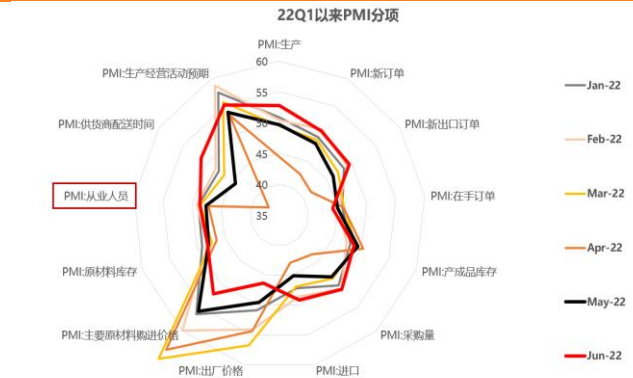
今次会议态度则更为缓和，暂时淡化了“红绿灯”的说法，而侧重强调“绿灯”。我们认为很大程度上也是基于当前就业压力的考虑。去年下半年以来，大厂“毕业”的消息屡次引发关注，且群体主要特征为“大城市、青中年、相对高薪”，这与去年下半年以来大城市、年轻人失业率提升的现象吻合。

图 6：二季度以来大城市失业率攀升；年轻劳动力失业率攀升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：PMI 从业人员分项修复最弱



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4. 能源领域再强调“新能源供给消化体系”

“新能源供给消化体系”概念首见于今年 1 月政治局会议第三十六次集体学习；此次则是首次出现在政治局会议上。根据 1 月会议，新能源供给消化体系包括三个部分：大型风光电基地、周边煤电及特高压输变电线路。从兼具稳增长角度出发，能源领域基建也是下一阶段发力方向。

图 8：1 月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署

1月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署	
立足我国能源资源禀赋	加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系。
坚决控制化石能源消费	大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。
夯实国内能源生产基础	保障煤炭供应安全，保持原油、天然气产能稳定增长，加强煤油气储备能力建设，推进先进储能技术规模化应用。
促进新能源和清洁能源	积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源。

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\\_44542](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44542)

