



报告日期：2022年8月1日

下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”

——728 政治局会议点评

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 7月28日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。我们点评如下：

➤ 一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”；

➤ 二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果；

➤ 三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账；

➤ 四、宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平；

➤ 五、基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定；

➤ 六、淡化GDP增速目标叠加外围因素令A股承压，但A股有韧性且不失结构性机会。

风险因素

1. 美联储货币政策收紧力度超预期；
2. 大宗商品价格上行幅度超预期；
3. 国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
2. 英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
3. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
4. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
5. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
6. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
7. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
8. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
9. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
10. 英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
11. 英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
13. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”	3
二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果	6
三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账	8
四、宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平	9
五、基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定	11
六、淡化 GDP 增速目标叠加外围因素令 A 股承压，但 A 股有韧性且不失结构性机会	12

事件：7月28日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

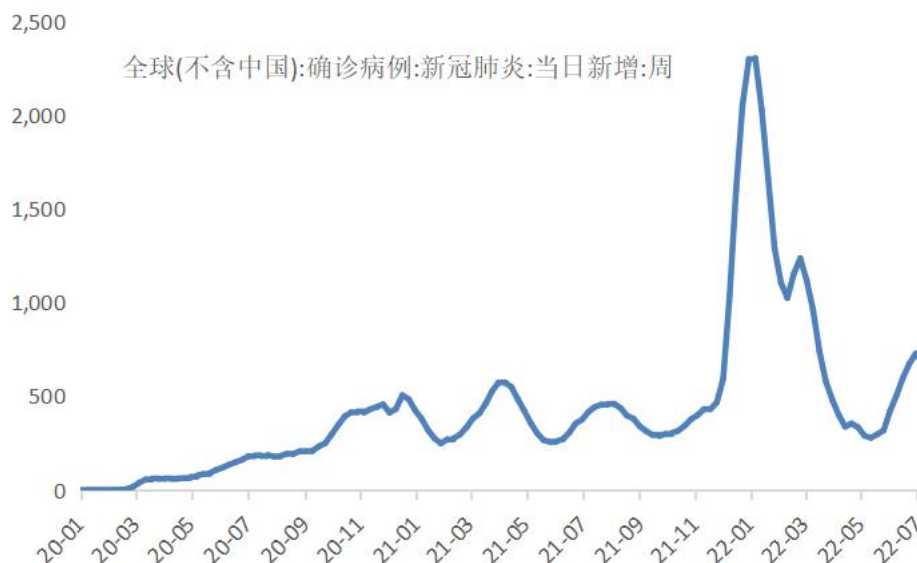
点评：

一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”

针对国际环境，728政治局会议的提法是“复杂严峻”。反观429政治局会议并未明确提及国际环境，但是有两个相关的表述：**一是**“面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面”；**二是**“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”。相比而言，728政治局会议对国际环境的提法言简意赅且十分鲜明。

我们认为当前国际环境的“复杂严峻”主要体现在以下四点。**第一**，地缘政治冲突持续。2月下旬爆发“俄乌冲突”，引起全球政治经济局势动荡。“俄乌冲突”的复杂性体现在，相对乌克兰，俄罗斯处于优势地位，但是相对于以美国为首的北约，俄罗斯处于弱势地位，这就导致“俄乌冲突”具有极强的博弈色彩。除此之外，“俄乌冲突”的复杂性还体现在以下三个方面：**军事方面**，美俄是全球军事强国与大国，且均是拥核国家；**经济方面**，欧洲是全球第二大经济体，且拥有欧元这一影响美元指数走势的国际货币；**大宗商品方面**，俄乌两国均是粮食生产大国，且俄罗斯是石油生产大国。至于市场所关心的“俄乌冲突”的时长，我们认为至少持续至拜登政府第一届任期结束时。**第二**，海外通胀高位运行。6月美国CPI当月同比录得9.10%，较前值上行0.50个百分点，创1981年12月以来新高，与此同时，6月欧元区调和CPI当月同比录得8.60%，较前值上行0.50个百分点，续创1997年1月有数据记录以来新高。美国与欧元区CPI当月同比创新高的直接原因是“俄乌冲突”持续存在，且冲突双方以能源制裁与反制裁作为武器，导致欧元区天然气价格暴涨。我们认为在全球经济进入下行周期的背景下，国际油价大概率下行，进而拉动海外通胀下行。基于此，我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中“发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度”的判断。**第三**，猴痘疫情与新冠肺炎疫情交织，导致全球疫情防控压力加大。7月23日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数为726.95万例，创4月16日当周以来新高，较前期6月4日当周阶段性低点多增448.56万例，增幅高达161.13%。此外，7月23日世界卫生组织宣布，在多个国家和地区发生的猴痘疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”。值得指出的是，“国际关注的突发公共卫生事件”是世卫组织发布的最高级别警报。

图 1：7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数创 4 月 16 日当周以来新高（万例）

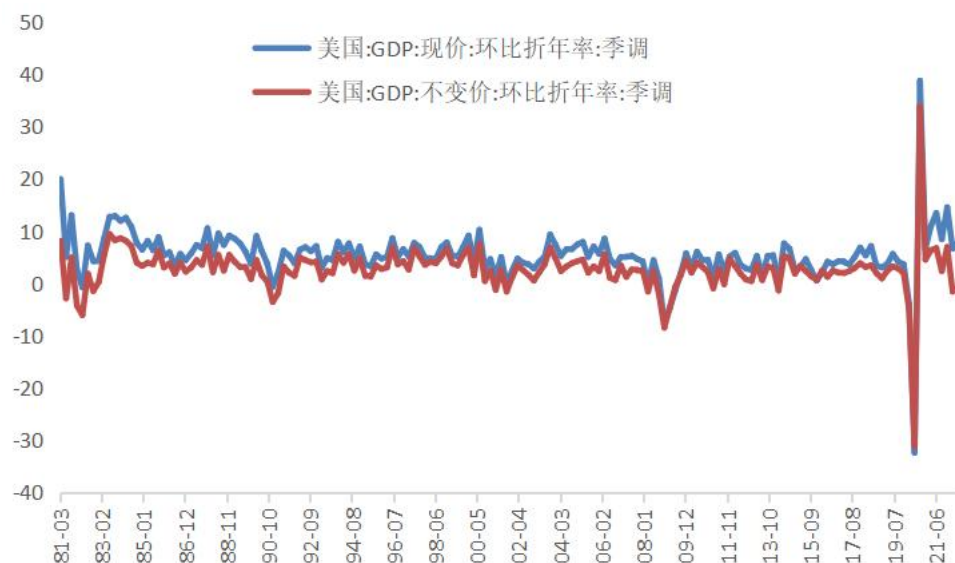


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第四，海外主要经济体大幅加息。7 月 28 日美联储决定再次加息 75 个基点，称高度关注通胀风险，并称持续加息是适当的，坚定致力于让通胀回落到 2.0% 的目标。考虑 6 月美国 CPI 当月同比录得 9.10%，预计短期之内美联储大概率还将继续加息。7 月 21 日欧洲央行 11 年来首次宣布加息 50 个基点，结束了长达 8 年之久的“负利率时代”。7 月 29 日欧洲央行副行长金多斯称，通胀将是引导欧洲央行决策的“主要因素”。预计短期之内欧洲央行大概率还将继续加息：**一是**6 月欧元区调和 CPI 当月同比创新高；**二是**加息一次就停下来的做法并不常见，如果有的话，可能的原因是经济形势变化得非常快。

目前市场争议的焦点是，全球经济以及美国与欧元区经济是否进入衰退阶段？我们认为在地缘冲突持续存在，海外通胀高位运行，海外新冠肺炎疫情卷土重来，猴痘病例持续攀升，最为重要的是，海外主要经济体大幅度加息的背景下，全球经济增长放缓是大概率事件，全球经济即将进入衰退的“前夜”。这一判断的依据有以下四点。**第一**，先行指标方面，6 月 OECD 综合领先指标录得 99.5867，较前值下行 0.1377，连续 3 个月位于 100 荣枯线之下且持续下探，创 2021 年 1 月以来新低，与此同时，6 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 52.20，较前值下行 0.10 个百分点，创 2020 年 9 月以来新低。主要经济体方面，7 月美国 Markit 服务业 PMI 录得 47.0，较前值大幅下行 5.70 个百分点，时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明美国服务业进入收缩状态，与此同时，7 月欧元区制造业 PMI 录得 49.60，较前值下行 2.50 个百分点，同样时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明欧元区制造业进入收缩状态。**第二**，1 季度、2 季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 -1.60%、-0.90%，连续二个季度录得环比负增长，根据定义，进入“技术性衰退”阶段。

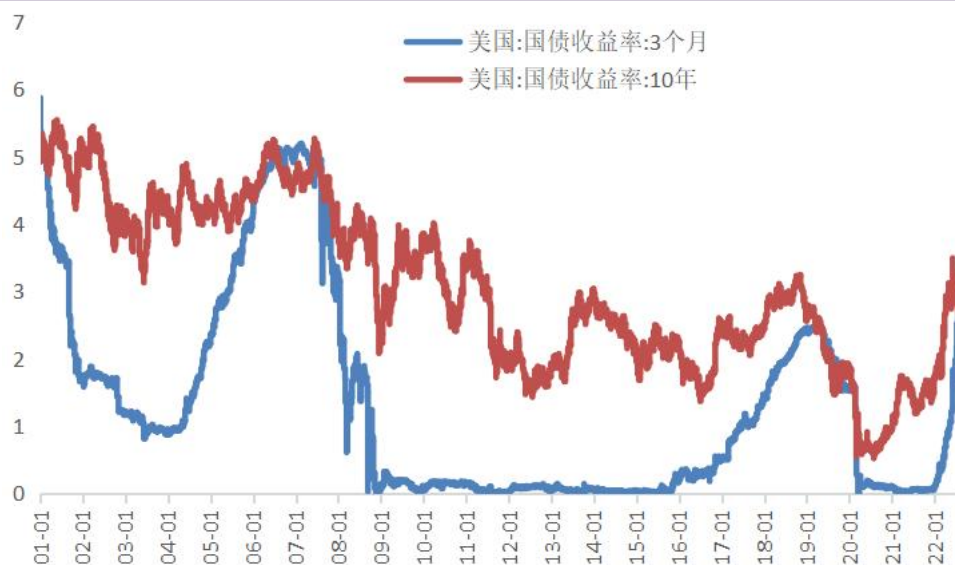
图 2：美国实际 GDP 环比折年率连续二个季度录得负增长，进入“技术性衰退”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，7 月 26 日 IMF 年内第三次下调 2022 年和 2023 年的全球经济增长预期，具体为：下调 2022 年全球经济增速 0.40 个百分点至 3.20%，下调 2023 年全球经济增速 0.70 个百分点至 2.90%。早在 6 月 9 日，世界银行将 2022 年全球经济增长预期从此前的 4.10% 下调至 2.90%，调降幅度高达 1.20 个百分点。第四，7 月 29 日 3 个月美债收益率为 2.41%，而 10 年期美债收益率为 2.67%，二者相差 26 个基点。美联储下一次加息不论是 50 个基点，还是 75 个基点，大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂。根据历史经验，在长短端利率倒挂后的 12 个月左右，美国宏观经济大概率承压，相应地美联储大概率降息。

图 3：美联储下一次加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果

针对国内经济，728 政治局会议有两个表述：一是“当前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”；二是“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”。

我们首先看第一个表述。728 政治局会议指出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”。总体而言，这些“突出矛盾和问题”可以继续用“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力来概括。**需求收缩方面**，“三驾马车”里收缩得最为严重的是房地产投资：6 月房地产开发投资完成额累计同比为-5.40%，较前值下行 1.40 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低；如果剔除掉 2020 年 2 月的-16.30%、3 月的-7.70%，6 月的读数为该指标 1999 年 2 月有数据记录以来最低点。在 6 月主要宏观经济指标中，房地产开发投资完成额累计同比是唯一一个较前值下行的指标，是当前宏观经济的主要拖累项。此外，受疫情冲击，消费也是宏观经济的拖累项之一：6 月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，较前值上行 0.80 个百分点，连续 3 个月位于负值区间。

图 4：房地产投资与消费录得负增长，是当前宏观经济的主要拖累项（%）

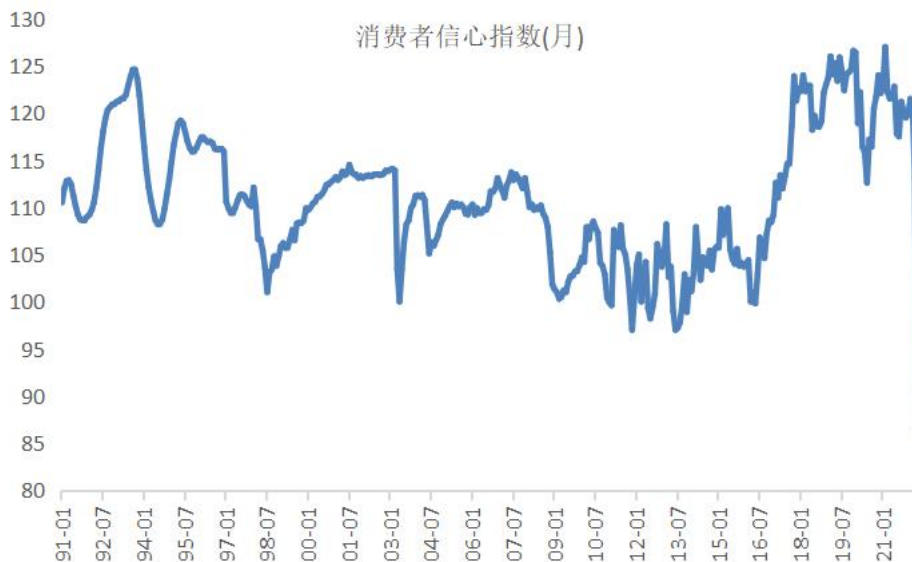


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

供给冲击方面，虽然 6 月工业增加值累计同比录得 3.40%，较前值上行 0.10 个百分点，但是并未修复至本轮疫情前水平，与此同时，6 月服务业生产指数累计同比录得-0.40%，虽然较前值上行 0.30 个百分点，但是连续 2 个月位于负值区间。**预期转弱方面**：一是 6 月国房景气指数为 95.40%，较前值下行 0.20 个百分点，连续 6 个月位于 100 荣枯线之下，创 2016 年 2 月以来新低；二是 4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间；三是从央行季度问卷调查看，2 季度银行家宏观经济热度指数录得 17.80%，较前值下行 16.60 个百分点，创 2020 年 3 季度以来新低，与此同时，2 季度企业家宏观经

济热度指数录得 26.50%，较前值下行 9.20 个百分点，同样创 2021 年 1 季度以来新低；四是 6 月民间固定资产投资完成额累计比重为 56.40%，较前值下行 0.47 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低，表明民间投资信心较弱。

图 5：4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在提出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”之后，728 政治局会议指出“要保持战略定力”。此外，我们还要注意到，在“要保持战略定力”之后，728 政治局会议紧接着指出，“坚定做好自己的事”。如何理解“要保持战略定力”这一表述？对此，我们的理解有以下两个层面。**第一个层面**，虽然“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”，但是“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”。也就是说，“保持战略定力”体现为不“大水漫灌”。**第二个层面**，虽然国际环境严峻复杂，尤其是美国与欧元区等主要经济体加息缩表，但是我们要“以我为主”，“坚定做好自己的事”，不跟随海外宏观政策收紧步伐，也就是说，“保持战略定力”体现为不收紧我国宏观政策。

我们再看第二个表述。在 728 政治局会议召开之前，市场最为关心的是，“5.50% 左右”GDP 增速预期目标是不是要被淡化？目前看答案是肯定的。这一判断的依据有以下两点。**第一**，728 政治局会议指出，“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”。反观 429 政治局会议的提法是，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。虽然两次会议均提及“保持经济运行在合理区间”，但是 429 政治局会议强调“努力实现全年经济社会发展预期目标”，而 728 政治局会议仅强调“力争实现最好结果”，此外，728 政治局会议强调“着力稳就业稳物价”，在这部分未明确提及“稳增长”。**第二**，728 政治局会议指出，“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”。其中，“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”表明部分省市完成经

济社会发展预期目标的概率较低。此外，“经济大省”的指向很明确，就是经济总量在全国排名靠前的省份，结合李克强总理在东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会上指出，“东南沿海 5 省市经济体量占全国 1/3 以上，财政收入占比近 4 成，在地方对中央财政净上缴中贡献近 8 成”，预计东南沿海 5 省市在“勇挑大梁”的名单之中。

三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账

728 政治局会议 6 次提及“疫情”，少于 429 政治局会议的 7 次，但是这也可以理解，毕竟 429 政治局会议召开时我国疫情十分严重。此外，728 政治局会议与 429 政治局会议的一个共同点是，均用一个自然段阐述疫情防控相关事宜，区别点是，728 政治局会议用了 210 个字，远高于 429 政治局会议的 137 个字。以上表明 728 政治局会议对“疫情防控”的重视程度有增无减。

在本轮上海疫情得到有效控制之后，社会层面部分人士对疫情防控的预期是，向海外部分国家全方位放开疫情管控的做法看齐，不需要再坚持“动态清零”，认为其损害了经济运行的效率。对此，我们并不认同。打个不是很恰当的比喻，“稳增长”相当于“砍柴”，而疫情防控相当于“磨刀”。诚然，放开疫情防控，在短期内有利于提高经济运行的效率，但是在海外新冠肺炎新增确诊病例不断攀升，以及新冠肺炎病毒时有变异的情况下，一旦完全放开疫情管控，则不排除国内疫情再次恶化的可能，届时可能对经济增长形成极大的冲击，摧毁短期由于放开疫情管控所带来的经济增长。可以这么说，只有防控好疫情，经济增长才能行稳致远，也就是“磨刀不误砍柴工”。以上分析的是疫情防控的“经济账”。

我们具体看 728 政治局会议对疫情防控的部署。**第一**，“我们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”。从“有效统筹”、“取得积极成效”以及“取得新成绩”等表述可以看出会议高度认可对“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第二**，在“取得积极成效”以及“取得新成绩”的基础上，会议旗帜鲜明地指出“坚持就是胜利”，以及“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”，也就是说，至少在年内还将坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第三**，会议提出“要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”。

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_44608

