

面对现实：关于政治局会议的几点印象

报告要点：

● 政治局会议所给出的政策基调是低于市场预期的：

- 1) 在经济增长的表述上，已经由4月会议的“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”转变为“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”；
- 2) 抗疫政策、地产政策的定调依旧如初，市场原本对复苏抱有的高亢的信心和预期也随之有所回落。

● 这意味着，宏观政策上，经济增长即使回升，也仅仅属于修复性的，经济增长不会升破潜在增长率，这意味着我们很难把当前的经济复苏看作一个周期形态：

- 1) 财政政策上，上次起码提到了“加大”、“加快”、“扩大”等环比上努力扩张的字眼，这些在本次会议上不再提及；
- 2) 货币政策上，“确保”、“略高”的字眼也消失不见。

● 但现在的问题是，若动用偏弱的宏观托底政策，宏观层面也许还在下滑：

- 1) 上半年的财政状态已经抬高了财政基数，上半年的粗财政赤字率已为4.2%，这意味着今年下半年如果再执行如上半年般的财政力度的话，全年的赤字率应为3.2%左右，这已经高于全年的赤字率目标；
- 2) 地产短时还会往下，这已经不是周期的问题，毕竟周期是可逆的，而是地产行业潜在增长率的下降，这会对宏观的潜在增长率形成明显拖累。

● 最多是，这次会议又提到了托底，即稳就业稳物价，也就是说，后续我们即使看到政策宽松的话，边际上最困难的居民及企业才是政策扶持的重点：

- 1) 地产中，“房住不炒”的定位并没有改变过，只是“保交楼、稳民生”在重要高层会议中首次提及，这意味着稳定房地产的工作重点从“防风险、稳市场”转变为了“防风险、稳市场、稳民生”；
- 2) 物价稳定是五次会议上都被关注到的，这似乎表明了政策对通胀目标的坚持。

● 但如果按照政策只能影响通胀斜率，不能影响通胀方向的经验来看，后续中国与海外一样，也会呈现出类滞胀的特征，这坐实了未来全球资金总体还是 risk-off 的。

● 对于中国资产来说，影响最大的应该是利率债：

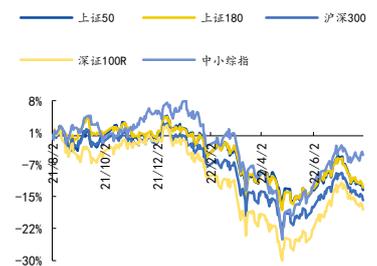
- 1) 在各个资产中，只有利率债隐含了过多的复苏预期，这些预期被打没后，利率债的交易价值是提升的，我们不用再担心长端利率债被低估或高估的问题，若趋势没变，利率债的估值问题只能被斜率消化；
- 2) 政策不折腾这一点，至少会让国内资产的波动率进一步下降，利率债会重新成为占优资产；
- 3) 但是当前社融和实体的裂口表明资金或许在下半年大量脱实就虚，各类资产也许会脱离实体定价而暂时被流动性所定价，包括股票资产在内的中高风险资产，可能会就基本面给予的价值有所上偏，但下半年股票市场仍然存在一些阶段性调整的可能性。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3253.24
深圳成指：	12266.92
沪深300：	4170.10
中小盘指：	4302.65
创业板指：	2670.45

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《当朦胧回归真实：利率债的预期支撑出现动摇》

2022.07.21

《脱轨的全球食品价格》2022.07.21

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_44737



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>