

# 研究报告

## 专题研究

### 728 政治局会议如何定调？

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

**事件：**中共中央政治局7月28日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。

本次会议淡化 5.5%经济增长目标，政策定调没有太多增量信息，甚至于在地产、财政政策等方面略不及市场预期。国内政策下半年重心“更多是重落实，而非加码”，对于市场最为关注的房地产，会议定调“守底线”，后续风险发酵和政策兜底预期或将反复拉锯。

**政策总基调，坚持稳中求进大方针，重落实，重需求。**

**1) 货币政策：以支持实体为中心，加大信贷支持，适当倾斜基建。**考虑到国内通胀压力渐显、海外加息制约等因素，以结构性货币政策为主，降息降准有空间，但短期必要性不高，总量型政策的运用需要一定触发剂，需对三季度经济运行状态进行评估。

一方面，通过 LPR 调降的刺激私人部门的融资需求，尤其是 5 年 LPR 挂钩房贷利率有利于提振居民部分的购房意愿。另一方面，再贷款等结构性工具对实体企业起到“量”的支持。在整体流动性保持合理充裕的前提下，贷款结构可能会向基建项目倾斜，基建投资作为政府把控程度最优的项目，仍是下半年稳增长的主要抓手。

**2) 财政政策：用足用好已有政策。首次提出“用足用好专项债务限额”，提示了后续解决财政缺口的方案：地方动用存量专项债额度（共计约 1.5 万亿），但各地存量专项债额度分布不太均衡，发达地区空间大、欠发达地区空间相对小。**

**3. 房地产政策：房住不炒不动摇，保交房是核心。**因城施策原则不变，对于地产销售较为低迷的三四线城市可能还有进一步的宽松空间。针对各地频发的“停贷”事件，明确由地方政府主责解决，保交楼优先级高于保企业，竣工将领先新开工恢复。总的来说，本次会议对于房地产政策的表述仍相对克制，意味着房地产在下半年仅起到“企稳”作用。

**4. 本次会议并未提及消费。**

股指方面可关注逢低布局多 IM 或 IC 空 IH 的跨品种套利策略。但需谨防地产风险、海外经济体衰退共振风险、债务风险引发的全面回调风险。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

## 联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

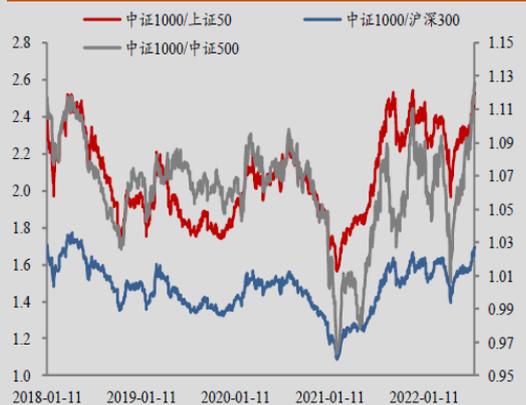
邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

## 相关图表



## 相关报告

《广州期货-专题报告-衰退周期内大类资产表现如何-20220709》

《广州期货-专题报告-宏观-4月金融数据：信用探底，政策还需加大力度-20220514》

《广州期货-专题报告-宏观-4月通胀数据：CPI温和抬升，PPI延续回落-20220513》

《广州期货-宏观-4.29政治局会议点评：目标不弃稳预期-20220430》

《广州期货-点评报告-外汇市场-央行调降金融机构外汇存款准备金率解读》

《广州期货-宏观-专题报告-“克制”的降准该如何理解？》

## 目录

一、事件点评.....	1
(一) 形势判断：肯定成绩，正视困难，坚定信念.....	1
(二) 增长目标：淡化 5.5%，锚定物价与就业.....	1
(三) 政策基调：重落实，需求端发力.....	2
(四) 其他方面.....	3
二、启示.....	3
免责声明.....	5
研究中心简介.....	5
广州期货业务单元一览.....	6

**事件：**中共中央政治局7月28日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。

## 一、事件点评

自今年4月底政治局会议以来，国内疫情逐渐趋于稳定，伴随稳增长政策的进一步加码，我国经济基本面走出一段疫后小复苏，在疫情影响下二季度GDP同比增长0.4%，依然实现了正增长。但不可否认的是，我国经济并未实质全面好转，内外部形势更甚严峻。

### 1. 复杂严峻的国际环境：高通胀+快加息+衰退预期。

俄乌冲突带来的大宗商品价格飙升，引发全球对于能源安全及粮食安全的担忧，也加剧了全球通胀压力及制造业成本压力。顽固通胀背景下，美联储开启罕见的“快且狠”的加息步调，至此，除日本继续维持超宽松货币基调外，主要发达国家经济体均已进入加息周期。一方面，加剧全球汇率波动风险，货币政策保持相对独立经济体的汇率压力将逐步显现，部分国家主权债务风险敞口跃升；另一方面，极易引发全球性的衰退风险，外需前景堪忧。

### 2. 国内经济内生动力不足：疫情+地产风险+需求疲软

国内疫情反复，产业链供应链存在停摆风险；与此同时，三年疫情冲击导致私人部门资产负债表受损，微观主体信心不振，需求端存在较大缺口。作为经济重要支柱的房地产行业可以说已处于过去20年行业繁荣的尾声，不少地产企业面临流动性风险及债务危机，国内金融体系面临一定冲击。

通常而言，每年4、7、10、12月底召开的季度政治局会议都是接下来政策的重要风向标，7月底的年中政治局会议则能起到承前启后的作用，其定调往往会延续到当年底，因此，本次会议如何定调备受瞩目。但鉴于今年下半年还将迎来二十大会议，政策基调可能会在四季度有所调整。

## （一）形势判断：肯定成绩，正视困难，坚定信念

本次会议肯定了上半年在严峻形势下的努力与成绩，但亦正视当前经济运行所面临的突出矛盾和问题，会议要求保持战略定力，意味着政策在没有突发情况下，不会受到外部压力及短期经济增长目标的干扰，政策将着眼于中期，沿着既定的目标，坚定做好自己的事。

## （二）增长目标：淡化 5.5%，锚定物价与就业

当局对于下半年经济稳增长仍是硬要求，但相较于4月底政治局会议提出的“努力实现全年经济社会发展预期目标”，本次会议要求“力争实现最好结果”，进一步淡化了5.5%的数字目标，同时突出“稳物价、稳就业”，是保持经济运行在合理区间的重要内涵。

从上半年经济运行情况来看，就业情况面临着一定的结构性压力，6月青年失业率（16-24岁）高达19.3%，数据背后的是供大于求的就业现实。供应端：2022年的高校毕业生人次高达1076万，其增量与规模皆为历史新高。需求端：在经济下行压力面前，作为用人方的各大企业“龇龇前行”。

下半年，如若“全球衰退-出口-制造业-就业”这一传导链条成立，就业压力仍不可小觑，目前来看我国政策思路是实行结构性的政策工具降低实体企业成本，刺激内需保市场主体，“扩大投资，以工代赈”+“灵活就

业”增加就业岗位/途径。

物价方面，6月CPI受猪价、油价拉动，线下服务消费阶段性复苏影响同比超预期上行，但核心CPI依旧低迷，显示内需不足，整体而言暂处于“温和通胀”区间。但后续在国内猪周期抬头及俄乌冲突带来的输入型通胀压力下，存在一定的“猪油共振”风险，对我国政策宽松形成一定约束。会议中亦提到“强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力”。

### （三）政策基调：重落实，需求端发力

会议坚持稳中求进的工作总基调，并延续4月底政治局会议“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。

**1.防疫政策：坚持动态清零，短期放松空间不大，但会优化，尽量将对经济运行的干扰降到最低。**

本次会议对于防疫政策的描述，几乎没有太大改动，重申“动态清零”并上升至“四看”新高度：“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上、算政治账”。我们理解，“政治账”与“经济账”并不冲突，“政治账”相较于“经济账”，无论从横向的涉及面还是纵向的时间线，覆盖面都更广。“该管的要坚决管住，决不能松懈厌战”表明防疫政策的放松空间并不大。但此前过度防疫带来的经济损失对经济运行造成一定影响，因此会议提出“该保的要坚决保住”，并要求“要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发”。

目前，国内主要城市基本采取常态化核酸，是提高防疫效率的相对有效的措施，但也需看到这对地方财政支出造成较大压力。总的来说，在坚持“动态清零”原则下，适当微调、优化防疫政策是本次会议的取向。后续防疫核心关键还在于病毒变异及新药物研发上。

#### **2.货币&财政政策：着眼于需求端发力，重落实，非加码**

上半年突发疫情带来的供需双弱，一系列政策措施都落在“保市场主体”层面，大规模的财政留抵退税带来了M2的高增，经济数据上，生产端也出现明显修复。但在疫情逐渐趋于稳定的情况下，有效需求不足的问题愈发凸显，因此本次会议对于宏观政策的大方向定位为“在扩大需求上积极作为”。7月19日，李克强总理“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”也为本次会议的宏观政策定调做了一定的预期管理。

##### **1) 货币政策：以支持实体为中心，加大信贷支持，适当倾斜基建。**

考虑到国内通胀压力渐显、海外加息制约等因素，以结构性货币政策为主，降息降准有空间，但短期必要性不高，总量型政策的运用需要一定触发剂，需对三季度经济运行状态进行评估。

下半年货币政策仍以支持实体为中心，加大对企业的信贷支持。一方面，通过LPR调降的刺激私人部门的融资需求，尤其是5年LPR挂钩房贷利率有利于提振居民部分的购房意愿。另一方面，再贷款等结构性工具对实体企业起到“量”的支持。此外，会议着重提出“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，意味着在整体流动性保持合理充裕的前提下，贷款结构可能会向基建项目倾斜，基建投资作为政府把控程度最优的项目，仍是下半年稳增长的主要抓手。

##### **2) 财政政策：用足用好已有政策。**

关于财政政策的表述，对此前“调整赤字”、“增发特别国债”、“提前动用明年专项额度”等市场预期方案只字未提。首次提出“用足用好专

项债务限额”，提示了后续解决财政缺口的方案：

目前地方政府债务采取限额管理，包括一般债务限额和专项债务限额，余额不得突破限额，年度地方政府债务限额=上年地方政府债务限额+当年新增债务限额（或减去当年调减债务限额）。

根据财政部数据，截至2021年年底，我国地方政府债务限额与余额之间有2.8万亿空间，其中2021年末地方政府专项债务余额约为16.7万亿元，当年限额是18.2万亿元。这意味着截至去年底各地留存约1.5万亿元存量专项债额度，可以移至今年使用。此外，地方动用存量专项债额度仅需通过地方人大审议通过即可，流程制度相对简单。当然，各地存量专项债额度分布不太均衡，发达地区空间大、欠发达地区空间相对小。这或与会议中“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”的要求有所呼应。

### 3.房地产政策：房住不炒不动摇，保交房是核心。

关于房地产方面的表述，会议将其列为“全方位守住安全底线”行列。“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”的表述体现出，因城施策原则不变，对于地产销售较为低迷的三四线城市可能还有进一步的宽松空间。针对各地频发的“停贷”事件，明确由地方政府主责解决，保交楼优先级高于保企业，竣工将领先新开工恢复。总的来说，本次会议对于房地产政策的表述仍相对克制，意味着房地产在下半年仅起到“企稳”作用。

## （四）其他方面

**基建：**1) 中西部地区改善基础设施和营商环境；2) 加大力度规划建设新能源供给消化体系。

**制造业：**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。

**出口：**积极促进出口、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。

**平台经济：**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。

较为意外的是，本次会议并未提及消费。

## 二、启示

本次会议政策定调没有太多增量信息，甚至于在地产、财政政策等方

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\\_44960](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44960)

