



张瑜八句话极简解读政治局会议：财政看明年，货币话不多，减碳被纠偏



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

报告目录

政治局会议解读	4
1、跨周期到底什么意思？就是当下省着用，预留空间给未来用	4
2、财政蓄力在年底，形成投资在明年年初；货币政策没有根本措辞的变化，且字数寥寥，不宜过度幻想和解读	4
3、到底怎么理解降准，降息宽松的押注能实现吗？比较难，市场认知逻辑需重构	4
4、增强自主性就是以内为主的意思，当下中美息差较高，我们有较强的以内为主的底气	4
5、运动式“减碳”遭到点名纠偏	5
6、制造业，制造业。制造业，重要的事情说三遍	5
7、不是主动“要”违约，是被动“解决”可能的违约	5
8、中美博弈之下，底线思维凸显	5

报告正文

一政治局会议解读

1、跨周期到底什么意思？就是当下省着用，预留空间给未来用

通稿中提及“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接”。“跨周期”和“统筹今明两年”显然是“题眼”。针对这两个词语的理解上，基本可以分为两种思路，第一种思路——理解为提前、预防，政策早点用，今年用。第二种思路——理解为预留、不急，政策留到明年用。“跨周期”提法的诞生就是基于政策空间逐渐有限的客观背景，因此我们认为第二种思路更能

贴近当下政策的真实取向。

2、财政蓄力在年底，形成投资在明年年初；货币政策没有根本措辞的变化，且字数寥寥，不宜过度幻想和解读

通稿中提及“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。那么到底什么样的发行进度可以保证年底年初形成实物工作量呢？大概率专项债发行要持续到四季度，这样才可以恰好保证在 2022 年年初形成投资。我们预估四季度专项债发行或近万亿规模，但由于四季度施工条件有限，预估大部分资金将在 2022 年年初形成投资额，助力 2022 年二十大开好年开好局。所以下半年的财政恐怕只有发债后倾，但基建投资难有大起色。根据 21 世纪经济报道 7 月 16 日的文章《监管要求储备 2022 年专项债项目，拟投向 9 大领域》，“近期国家发改委向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作”，基本可以佐证。

通稿中提及“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”。字数寥寥，且关键措辞相比四月政治局会议并无变化，不宜过度解读。对于市场上所谓“转向宽松”、“货币先行”的说法，其实从这仅有的通稿一句话是无法直接解读出来的，更多来自于研究者个人判断的勇气而已。后续需更多关注央行货币政策报告、季度例会等内容以用来获取更为详细的指引。

3、到底怎么理解降准，降息宽松的押注能实现吗？ 比较难，市场认知

逻辑需重构

我们认为，七月的降准依然应该放在流动性管理的中性框架中理解，三季度政策利率调降的概率依然不高，货币政策没有转向，当下债市曲线极度平坦化所代表的降息押注恐有落空。考虑到四季度专项债的万亿发行（去年同期发行仅有 2000 亿左右）、明年年初专项债大概率前倾发行及四季度 MLF 到期量仍大（2.45 万亿），年底仍或再降准一次，但大概率依然是对冲性质的流动性管理属性。债券的确已经不是熊市了，但顺畅的牛市仍未明确到来，类滞胀格局下的震荡或仍将持续一到两个季度。

央行在经济的绝对速度和相对速度中显然更加强调相对速度，也就是经济与潜在增速的匹配度问题，如果经济速度回落但潜在增速也在回落，只要二者匹配，其实央行能做的也不会太多。资本市场和社会对于经济增速回落必然等同宽松的认知逻辑需要重构。

4、增强自主性就是以内为主的意思，当下中美息差较高，我们有较强的以内为主的底气

中美息差目前有 160BP 左右，仍处于过去多年息差均值的高位水平，因此即便下半年美国明确 taper 带来美债利率有所回升，考虑到人民币汇率弹性大幅打开（当下汇率波动的战略纵深充足，CNY 汇率 6.4 到前期高位 7.2 仍有 12%左右空间），我国仍有较强底气保持货币政策独立性，因此在半年维度而言，我国跟随美国被动进行货币政策收紧的概率极小。

5、运动式“减碳”遭到点名纠偏

通告中提及“要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式‘减碳’，先立后破，坚决遏制‘两高’项目盲目发展。”这句话意味着如下几点——首先，当下各地的碳达峰行为并没有形成全国一盘棋，都还是各自为政，中央后续是要统筹的，地方现在做的不见得都对。其次，对于各地层层加码不顾实际的减碳行为，中央定调为运动式“减碳”，是持批评态度的。再次，立和破的关系是先立后破，在新能源没有“立”够之前不要过度“破”旧而造成价格飙升等宏观调控难题。最后，当然纠偏也不是矫枉过正，两高项目肯定是要遏制盲目发展的。

我们预估粗钢产量压降等政策，如下半年大宗供不应求的问题严重，有软化淡化处理的可能性。通稿中提及“做好大宗保供稳价工作”也可佐证。

6、制造业，制造业。制造业，重要的事情说三遍

通稿原本就很精简（总计仅 1100 字左右，制造业相关有 150 字），但仍大笔墨强调制造业——通稿提及“要挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决‘卡脖子’难题，发展专精特新中小企业。”

对 A 股而言，高端科技制造、国产替代制造、升级技改制造、新能源制造等都是具有十四五长逻辑支持的主题，无论风格如何切换、经济周期如何轮动，这些主题大概率都将被捧在政策的手掌心中，是可以做长久深耕的主题。

7、不是主动“要”违约，是被动“解决”可能的违约

通稿提及“要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，此处风险处置机制的措辞从四月政治局会议的“建立”改为当下的“落实”。相比市场最为担心的“政府主动违约+市场被动接受”这个组合，我们认为下半年更大概率是“市场可能违约+政府被动应对解决”。此处“落实”两字更多的体现的还是要应对为主的处置风险，而非主动捅破风险。

8、中美博弈之下，底线思维凸显

7 月政治局会议强调口粮安全并不是一个常规话术（比如 12 月政治局会议往往强调岁末年初落实安全生产，这就是常规话术），我国口粮自给

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_34040

