

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观利率

报告原因：政策跟踪

## 增速目标淡化，增量政策有限

——2022.7.28 中央政治局会议解读

2022年7月28日

宏观利率/政策解读

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：[zhangzhi@sxzq.com](mailto:zhangzhi@sxzq.com)

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座  
28 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

**核心观点：增速目标淡化，增量政策有限，收益率延续震荡**

➤ **政治局会议淡化经济增速目标，稳就业稳物价就是稳经济。**6月工业企业库存增速高位，7月经济再度受到疫情和楼市停贷扰动。会议提出“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”。相较于4月政治局会议“努力实现全年经济社会发展预期目标”，经济目标更加务实，“稳就业”坚定不移，合理增速依然必要，尤其提出“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”。

➤ **“动态清零”疫情防控政策不动摇，尽力将疫情对经济影响降至最低。**当前我国局部地区疫情有所反弹，全球疫情持续发酵，对疫情防控和经济社会发展的关系，会议提出“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上、算政治账”“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”等，对当前的疫情防控工作给出了重要指示。但严格的疫情防控和经济发展在短期视角下毕竟是冲突的，如何协调？首先是保住重点功能有序运转，会议提出“该保的要坚决保住”。其次是持续探索优化疫情防控效率，不断降低疫情对经济影响。

➤ **下半年宏观政策增量预计有限，重在扩大需求。**财政货币政策方面并未布局超预期增量政策，以用好前期出台政策为主，发挥政策在支持总需求方面的效用。财政政策方面，提出“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”。根据2021年全国地方政府专项债限额和余额情况，截止2021年末，剩余地方专项债限额约1.47万亿元，后续关注是否使用地方专项债剩余额度。货币政策整体上由“货币端”向“信用端”倾斜，提出“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”。

➤ **房地产以稳为主，总基调不变，“保交楼”工作要压实地方责任。**坚持“房住不炒”总基调不动摇。楼市停贷问题由地方党委政府牵头“保交楼”工作，银保监会和银行相配合，会议提出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。当前部分城市已对“保交楼”进行积极探索，预计楼市问题将以时间换空间。会议提出“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”，以稳为主的政策导向下，市场担忧的房地产销售大幅下降、房企现金流恶化、停工、投资大幅下滑的恶性循环概率不大，但也不可能走向以房地产投资刺激经济的老路。

➤ **市场启示：增量政策有限，收益率延续震荡。**7月以来国内疫情反复，楼市出现停贷风波。政治局会议强调疫情严格防控，经济增速目标淡化，宏观增量政策有限，以落实前期出台的一揽子稳增长政策为主。三季度看，基建支撑较强，出口、制造业投资韧性，断贷对房地产链条影响还需观察，海外经济不会快速衰退，基本面并不支持债市走出单边行情。货币政策以稳为主，资金面宽松以对冲疫情和楼市停贷负面影响，欠配情况仍支撑债市，收益率窄幅震荡是大概率事件。下半年看，财政政策有调度空间、房地产因城施策用好工具箱、金融支持实体经济梗阻进一步打通、就业情况改善等有利于遏制经济负向反馈。货币政策重在推动宽信用，收益率向上概率大于向下概率。疫情仍是最大扰动。

➤ **风险提示：**疫情大幅恶化；稳楼市政策力度不及预期。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





表 1：近四次中央政治局会议主要内容比较

	2022. 7. 28	2022. 4. 29	2021. 12. 6	2021. 7. 30
发展环境	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。	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	--	当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。
经济目标	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，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。	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。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。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。明年经济工作要稳字当头、稳中求进。	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调。
疫情防控	坚持就是胜利。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，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。要坚决认真贯彻党中央确定的新冠肺炎防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。	要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准扎实做好疫情防控工作。	要毫不松懈做好新冠肺炎疫情防控，持续推进疫苗接种工作。
政策布局	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。	要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。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。要加快落实已经确定的政策。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。	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，保持经济运行在合理区间。
财政政策	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。	实施好退税减税降费等政策。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，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。
货币政策	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投资基金。	用好各类货币政策工具。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
内需-产业链供应链	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，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。	要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。	--	--
内需-投资	--	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。	积极扩大有效投资，	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。



内需-消费	--	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	促进消费持续恢复	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。	
房地产政策		要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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， <b>压实地方政府责任，保交楼、稳民生。</b>	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
微观政策	--	--	--	微观政策要激发市场主体活力。要强化知识产权保护。	--
结构政策	--	--	--	结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。	--
改革开放政策		要继续实施国企改革三年行动方案。要积极促进出口、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。	要坚持扩大高水平对外开放， <b>积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。</b>	改革开放政策要增强发展动力，有效推进区域重大战略和区域协调发展战略，抓好要素市场化配置综合改革试点，扩大高水平对外开放。	要加大改革攻坚力度，进一步激发市场主体活力。坚持高水平开放，坚定不移推进共建“一带一路”高质量发展。
科技政策	--	--	--	科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环。	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。
社会政策		要扎实做好民生保障工作。要着力保障困难群众基本生活， <b>做好高校毕业生等重点群体就业工作。</b>	要切实保障和改善民生， <b>稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。</b>	社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度。	要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。
资本市场	--	--	--	要及时回应市场关切， <b>稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者</b> ，保持资本市场平稳运行。	--
绿色低碳	--	--	--	--	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。
保供稳价		要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力， <b>加大力度规划建设新能源供给消化体系。</b>	要做好能源资源保供稳价工作， <b>抓好春耕备耕工作。</b>	统筹安排煤电油气运保障供应。	做好大宗商品保供稳价工作。做好电力迎峰度夏保障工作。抓好秋粮生产，确保口粮安全，稳定生猪生产。



风险化解	要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线	--	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，完善企业境外上市监管制度。
助企纾困	--	要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。	--	助力中小企业和困难行业持续恢复。
平台经济	要推动平台经济规范健康持续发展，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。	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	--	--

资料来源：中国政府网

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：**

**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

