

# 稳中有进，所宜坚守

## ——7.28 中央政治局会议解读

### 摘要

- **关于经济运行的表述：巩固恢复态势，“稳”仍是关键。**本次政治局会议指出要“巩固经济回升向好趋势，保持经济运行在合理区间”。较4月政治局会议，本次会议将“努力实现全年经济社会发展预期目标”，变为“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”，更加突出调动各方面的积极性，鼓励经济大省勇挑大梁。目前内外部不确定因素较多，实现全年经济增长预期目标有挑战。本次政治局会议体现三大重点：第一，政策持续发力可期，宏观政策的着力点放在有效弥补社会需求不足上；第二，下半年将继续平衡疫情防控及经济增长；第三，流通领域的重视程度加强，打通产业链供应链的堵点卡点。
- **财政：有效弥补社会需求不足，用好用足专项债限额。**本次会议提出要“有效弥补社会需求不足”，与4月份政治局会议相比，积极财政的范围和效能进一步扩大。下半年公共财政对于社会总需求不足，及投资与消费短板领域的支持力度或将加力，且需要打通政策在推进过程中面临的堵点。“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”。专项债仍是下半年发力的主要工具之一，基建投资将是稳增长持续发力重点。后续地方政府将加快专项债项目落地，使用范围或继续扩展。提前下达明年专项债额度并在年内发行具有一定可能性，规模或在1万亿元左右。
- **面对两大制约因素，货币政策仍将注重结构性工具为主。**上半年，货币政策主动应对、充足发力、精准发力、靠前发力。目前，我国货币政策面临两大制约因素：下半年通胀或有所上行、海外货币政策紧缩加快。下半年预计货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具，将继续支持财政扩大内需。本次政治局会议指出“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建设投资基金”。从近期政策倾向来看，后续再贷款的结构性支持力度或将继续加大，主要向消费、基建、科技等领域倾斜；其次将继续推动LPR报价利率和社会综合融资成本进一步下行；再次，房地产政策或继续趋松；最后，将继续加强境外资本流动的监管。
- **重点关注领域：“促发展”与“保民生”。**梳理本次政治局会议，有四大重要关注点：其一，稳楼市重要性明显提升，下半年各省市将继续“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”，“保交楼、保民生、保稳定”将为下半年房地产市场监管的重点。其二，会议对于疫情防控表述仍较严格，防控疫情为经济发展保驾护航，要求继续做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。其三，基建投资仍是扩内需重要抓手，平台经济常态化监管设“绿灯”指引，此外继续实施国企改革三年行动方案。其四，保民生重点在就业及保供稳价，就业方面要“着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作”；保供稳价方面要“全方位守住安全底线，强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消化体系”。
- **风险提示：**疫情控制不及预期，国内复苏不及预期等。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦  
电话：010-57631299  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 加快构建“双循环”，海外焦点在欧洲 (2022-07-22)
2. 结构性调整下，细说房地产对经济的影响 (2022-07-18)
3. 半程交卷，基建、消费有亮点——二季度经济数据点评 (2022-07-16)
4. 国内基建布局深化，海外加息浪潮蔓延 (2022-07-15)
5. 三个关键词主导：疫情、价格、政策——二季度贸易数据点评 (2022-07-14)
6. 政策效果显现，结构逐渐向好——6月社融数据点评 (2022-07-12)
7. 需求回暖迹象现，后势如何看？——6月通胀数据点评 (2022-07-10)
8. 国内安全与开放并举，地缘政治风险仍有变数 (2022-07-08)
9. 黄金：三面之下何时闪光？ (2022-07-04)
10. 稳与进并举，绿色与数字化的机会 (2022-07-01)

## 目 录

1 关于经济运行的表述：巩固恢复态势，“稳”仍是关键 .....	1
2 财政：有效弥补社会需求不足，用好用足专项债限额 .....	3
3 面对两大制约因素，货币政策仍将注重结构性工具为主 .....	4
4 重点关注领域：“促发展”与“保民生” .....	6

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，并审议了《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。二季度初，经历了国内疫情多地散发、经济下行压力加大后，稳增长政策密集出台，近期疫情防控取得积极成效，经济生产有所恢复。本次中共中央政治局会议对于政策总基调的阐述和对经济形势的判断对后市有着重要的指导意义，我们为您梳理本次会议中的关键表述、详细解读后续政策方向，探寻潜在投资机会。

## 1 关于经济运行的表述：巩固恢复态势，“稳”仍是关键

上半年面对国内疫情散发，稳经济一揽子政策措施落地见效，经济企稳回升。上半年我国GDP同比增长2.5%，经济总体呈现稳定恢复态势，其中二季度，GDP同比增长0.4%，较上一季度回落4.4个百分点，居民人均收入增长趋缓，消费支出下滑明显，失业率有所好转但仍待进一步修复。**生产层面**，上半年全国规模以上工业增加值同比增长3.4%，略不及预期，其中第二季度同比增长0.7%，采矿业领跑三大工业门类增速，高技术产业的整体拉动效果显著，后续在疫情改善及政策支持下，工业生产将继续恢复。**投资层面**，专项债提前发行及多政策促进下，基建投资增速持续升高，上半年基建投资增速超过固定资产投资整体1个百分点，狭义基础设施投资同比增长7.1%，之后仍将维持较高增速；制造业投资表现较稳定，但房地产开发投资仍不及预期，近期有边际改善迹象，预计下半年房地产市场将有所恢复。**贸易层面**，在海外需求旺盛以及上半年人民币汇率整体贬值的作用下，出口表现较强，上半年我国进出口总值同比增长10.3%，出口同比上涨14.2%，贸易顺差处于高位，后续海外需求在加息浪潮的影响下或逐渐转弱，再加上商品价格变化或对出口产生影响，但国内生产稳步恢复，再加上与RCEP等贸易逐渐加深，仍将支持出口保持韧性；**消费层面**，上半年社消总额同比下降0.7%，全国网上零售额增长3.1%，其中实物商品网上零售额增长5.6%，占社消总额的比重有所升高，线上消费持续加深。近期升级类商品及汽车相关消费增长明显，后续消费有望继续回升。

本次政治局会议指出：“**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**”，并要“**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**”。与4月中共中央政治局会议相比，本次会议将之前的“努力实现全年经济社会发展预期目标”，转变为“**有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标**”，更加突出调动各方面的积极性，鼓励经济大省勇挑大梁。目前世界经济衰退风险上升，外部不稳定不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力犹存，实现全年经济增长预期目标有挑战。**对比近期的重要会议和高层表态，本次政治局会议对经济的表述体现三大重点：第一，政策持续发力可期，宏观政策的着力点放在有效弥补社会需求不足上，消费端和投资端的相关刺激政策也将继续发力。**今年上半年，面对国内疫情散点暴发，积极的财政在政策提前发力，基建投资恢复较快，宏观政策要在扩大需求上积极作为。此外多地也出台促消费政策，如加大汽车消费支持的政策等，后续稳投资促消费的政策将持续出台，继续支持相关领域复苏；**第二，下半年将继续平衡疫情防控及经济增长。**本次会议依然强调“疫情要防住，经济要稳住，发展要安全”的总体要求，统筹好疫情防控和经济社会发展，从表述上看，疫情防控仍较为严格，但我国经济韧性仍较强，宏观政策调节工具也较丰富，预计下半年经济复苏将较为稳健，生产需求将继续向好回暖。但需要注意，海外下半年风险因素有所增多，一方面全球收紧政策逐步加深，另一方面通胀仍在高位给海外主要经济体经济发展带来挑战；**第三，流通领域的重视程度加强，打通产业链堵点卡点，尤其支持中**

西部地区改善基础设施等。一方面，在上半年疫情及俄乌冲突的影响下，全球产业链、供应链“断链”的风险增加，在全球分工合作高度精细化的背景下，某一个环节出现的局部风险蔓延到整个产业链供应链的可能性增高；另一方面，疫情后各国更加重视产业链供应链安全问题，推动产业链供应链本土化、区域化、短链化，区域内贸易量有所上升。确保产业链、供应链安全稳定是发展的必然要求，也是接下来的发力重点之一。

**表 1：近期会议对经济形势的判断**

日期	会议	对经济形势的阐述
2022/7/28	中共中央政治局会议	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。做好下半年经济工作， <b>要坚持稳中求进工作总基调</b> ，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， <b>全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求</b> ，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。
2022/7/13	国务院常务会	<b>6月份就业形势较4、5月份好转。但稳就业任务依然繁重</b> ，要坚持就业优先，以发展促就业，以稳就业支撑经济加快恢复和平稳发展。
2022/7/12	经济形势专家和企业家座谈会	二季度我国经济发展极不寻常，超预期因素带来严重冲击，经济新的下行压力加大，4月主要指标深度下跌。5月主要经济指标跌幅收窄，6月经济企稳回升，这极为不易。要抓住经济恢复重要窗口期，坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键，稳市场主体稳就业稳物价，推进改革开放， <b>齐心协力在三季度巩固经济恢复向好基础，推动经济运行尽快回归正常轨道</b> 。保持经济运行在合理区间，要应对好 <b>两难多难问题</b> ，既稳增长，又防通胀、注意防输入性通胀。要保持宏观政策连续性，既要有力，尤其要加大稳经济一揽子政策等实施力度，又要合理适度，不预支未来。
2022/6/24	央行货币政策委员会第二季度例会	今年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策， <b>最大程度稳住经济社会发展基本盘</b> 。当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨， <b>经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力</b> 。
2022/6/8	国务院常务会	<b>经济下行压力依然突出</b> ，要高效统筹疫情防控和经济社会发展，确保二季度经济合理增长，稳住经济大盘。
2022/5/25	国务院全国稳住经济大盘电视电话会议	3月份尤其是4月份以来，就业、工业生产、用电货运等指标明显走低， <b>困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大</b> 。要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性， <b>努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间</b> 。
2022/5/23	国务院常务会	当前经济下行压力持续加大，许多市场主体十分困难。要按照总体思路和政策取向采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘。
2022/5/18	稳增长稳市场主体保就业座谈会	今年头两个月经济运行平稳，但受新一轮疫情、国际局势变化等超预期因素影响， <b>3月份以来特别是4月份部分经济指标明显转弱</b> ，一些重点地区更为突出，物流不畅，部分行业和企业困难加剧，经济新的下行压力进一步加大。各地区各部门要增强紧迫感，挖掘政策潜力，看得准的新举措能用尽用， <b>5月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间，努力使经济较快回归正常轨道</b> 。
2022/5/11	国务院常务会	受新一轮疫情、国际局势变化的超预期影响，4月份经济新的下行压力进一步加大。
2022/4/29	中共中央政治局会议	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。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。

资料来源：新华网、西南证券整理

## 2 财政：有效弥补社会需求不足，用好用足专项债限额

财政政策方面，本次会议提出要“有效弥补社会需求不足”，与4月份政治局会议提出的“实施好退税减税降费等政策”相比，积极财政的范围和效能进一步扩大。上半年，财政靠前发力稳增长，留抵退税超1.8万亿元，叠加二季度受到的疫情冲击，全国一般公共预算收入同比下降10.2%，但扣除留抵退税因素后增长3.3%，收入进度为预算的50.1%左右，扣除留抵退税因素后，中部、西部地区收入增长情况良好。一般公共预算支出同比增长5.9%，占全年预算的61.3%，支出进度明显快于收入，从支出领域上看，上半年财政支出继续向基建领域倾斜，农林水、科学技术、交通运输、卫生健康及债务付息投入占比较去年同期有所上升。下半年公共财政对于社会总需求不足，及投资与消费短板领域的支持力度或将加力。在推动财政政策落地方面，还需要打通政策在推进过程中面临的堵点，国务院于6月印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，进一步理顺政府间财政关系，7月国常会部署中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改工作。加强财政体制的管理，并充分运用财政资金直达机制，存量政策加快落地见效。

专项债方面，本次会议指出“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”。专项债仍是下半年发力的主要工具之一，基建投资将是稳增长的持续发力重点。1-6月新增地方政府债券约4.0万亿元，较去年同期大幅增长171.7%。其中，新增专项债发行占比较大，达3.4万亿元左右，完成下达限额的93.4%，其中6月单月发行接近1.4万亿元。上半年新增专项债共支持超过2.38万个项目，共安排超过2400亿元专项债资金用作重大项目资本金，起到扩大有效投资的重要作用。后续地方政府将加快专项债项目落地，在8月底前基本使用到位，形成实物工作量，拉动下半年的经济增长。使用范围上，财政部于去年明确2022年专项债主要用于交通、能源等九大领域，今年4月提出合理扩大专项债使用范围，包括加大惠民生、解民忧等领域投资、支持增后劲、上水平项目建设以及推动补短板、强弱项项目建设，5月国常会再次将支持范围拓展至新型基础设施等，后续专项债使用范围或继续扩展。由于上半年经济受到疫情、俄乌冲突等超预期冲击，二季度经济增速有所回落。今年财政发力明显前置，减税退税降费上半年大头已落地，专项债发行已接近全年限额，下半年财政发力仍需要资金支持。因此，提前下达明年专项债额度并在年内发行具有较大可能性。目前专项债发行已接近尾声，四季度的基建投资仍有赖于地方财政的支持，而今年地方财政状况较吃紧，需要专项债继续发力，提前下达并发行的专项债规模或在1万亿元左右。

表 2：今年5月以来重要会议对财政政策的表述及财政重要文件的发布

时间	重要会议&文件	内容
2022/7/28	中共中央政治局会议	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。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。
2022/7/14	2022年上半年财政收支情况新闻发布会	从后期走势看，随着国务院稳经济一揽子政策措施落地见效，高效统筹疫情防控和经济社会发展成效持续显现，下半年经济有望持续回升向好，在此基础上，预计财政收入将逐步回升。
2022/6/21	刘昆向十三届全国人大常委会第三十五次会议作2021年中央决算的报告	加快落实已经确定的政策，加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”、“六保”工作，有效管控重点风险，保持经济运行在合理区间。一是落实落细组合式税费支持政策，二是进一步加快财政支出进度，三是加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，四是加强重点风险防范和化解，五是切实保障和改善民生，六是深入整改审计查出问题。
2022/6/13	国务院办公厅印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	按照深化财税体制改革和建立现代财政制度的总体要求，进一步理顺省以下政府间财政关系，建立健全权责配置更为合理、收入划分更加规范、财力分布相对均衡、基层保障更加有力的省以下财政体制，促进加快建设全国统一大市场，推进基本公共服务均等化，推动高质量发展。

时间	重要会议&文件	内容
2022/5/30	全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议	从八方面作出部署：一是进一步加大增值税留抵退税政策力度；二是加快财政支出进度；三是加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围；四是全力以赴稳住市场主体，支持中小微企业纾困解难健康发展；五是有效扩大投资和消费；六是确保粮食能源安全；七是支持保产业链供应链稳定；八是完善政策措施，切实保障基本民生。
2022/5/23	国务院常务会议	决定实施6方面33项措施：财政及相关政策方面，着力稳市场主体稳就业。在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年退税总量2.64万亿元。将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业。对中小微企业吸纳高校毕业生的，加大扩岗补助等支持。各地要加大小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持。今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。
2022/5/11	国务院常务会议	要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资

资料来源：中国政府网、财政部，西南证券整理

### 3 面对两大制约因素，货币政策仍将注重结构性工具为主

上半年货币政策配合财政政策提前发力，流动性相对较充裕。上半年，面对三重压力，货币政策主动应对、充足发力、精准发力、靠前发力。一是流动性合理充裕，金融对实体经济支持力度加大。4月15日，央行宣布全面降准0.25个百分点，投放长期流动性约5300亿元，一季度通过中期借贷便利（MLF）操作净投放长期流动性4000亿元。另外，上半年央行靠前发力向中央财政上缴结存利润9000亿元。6月末，广义货币供应量（M2）同比增长11.4%，比上年同期高2.8个百分点；上半年，社会融资规模增量为21万亿元，同比多增3.2万亿元，人民币各项贷款增加13.68万亿元，比上年同期多增9192亿元。二是结构性货币政策工具直击重点领域，助力市场主体纾困。上半年央行推出多项结构性货币政策工具，加大普惠小微贷款的支持力度，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具，设立2000亿元科技创新再贷款和400亿元普惠养老专项再贷款，增加1000亿元再贷款额度支持煤炭开发利用和增强储能；6月，国常会提出调增政策性银行8000亿元信贷额度，加大对国家重大水利项目的支持力度；6月末国常会决定发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。6月末，投向制造业的中长期贷款余额同比增长29.7%，比各项贷款的增速高18.5个百分点；普惠小微贷款余额同比增长23.8%，比各项贷款增速高12.6个百分点。普惠小微授信户数为5239万户，同比增长36.8%。三是引导金融机构合理投放贷款，促进企业综合融资成本稳中有降，信贷结构有所优化。1月，1年期MLF和7天期公开市场操作利率均下降10个基点，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能，当月1年期和5年期以上LPR分别下行10个和5个基点，推动金融机构向实体经济让利。上半年，对实体经济发放的人民币贷款增加13.58万亿元，同比多增6329亿元。上半年人民币贷款增加13.68万亿元，同比多增9192亿元，其中住户贷款增加2.18万亿元，企（事）业单位贷款增加11.4万亿元，企业短期贷款增加2.99万亿元，企业中长期贷款增加6.22万亿元。6月末，广义货币（M2）余额258.15万亿元，同比增长11.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和2.8个百分点。

目前，我国货币政策面临两大制约因素：下半年通胀或有所上行、海外货币政策紧缩加快。国内通胀方面，下半年通胀压力将对宽松政策产生掣肘。上半年，消费领域价格温和上涨，CPI同比前低后高，上半年同比上涨1.7%。其中，上半年，食品价格降幅比一季度收窄2.7个百分点，生猪产能持续恢复，上半年猪肉价格降幅比一季度收窄8.6个

百分点；上半年，受国际能源价格上涨影响，国内能源价格上涨 14.0%；核心 CPI 涨幅略有回落。上半年，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.0%，涨幅比一季度回落 0.2 个百分点。目前猪肉产能去化继续体现，部分地区蔬菜供应进入夏淡季，再加上疫后消费需求恢复，食品价格将整体维持上行态势，疫情的好转及出行需求带动下也将拉动非食品价格继续回暖。上半年生产领域价格同比涨幅持续回落，我国 PPI 同比上涨 7.7%，其中一季度上涨 8.7%，二季度上涨 6.8%，生产资料价格涨幅高于生活资料，输入性因素推动石油、天然气和有色金属行业价格上涨。在基数作用下，PPI 涨幅将继续收敛，但国际能源市场供需仍紧张，叠加复工复产继续推进，PPI 同比增速或呈缓降态势。央行一季度《货币政策执行报告》强调了对下半年通胀问题的密切关注。综合来看，下半年通胀压力或有所加强，届时或对货币政策有所掣肘。海外政策方面，继美联储 3、5、6 月分别加息 25、50 和 75 个基点后，7 月又继续加息 75 个基点，加息幅度在发达国家经济体中处于前位，美联储政策对全球大类资产表现、资金流动、其他国家货币政策都有一定影响。除美联储外，欧央行也在 7 月开启加息，加息幅度超过原来预期的 25 个基点，实际加息 50 个基点，预计 9 月欧元区加息力度仍较大。疫后，我国复苏更快，所以在经济周期及货币政策上都与主要发达国家有明显的背离，2022 年上半年我国经济和政策以我为主，货币政策稳中偏松，与此同时，中美国债利差有所收窄，人民币汇率趋于贬值。下半年，整体发达市场收紧力度更大，此外主要新兴市场国家也加入紧缩行列，对我国货币政策或有一定间接影响，但整体程度较低。下半年，我国经济稳健复苏态势将延续，人民币大幅贬值的压力较小，对货币政策的影响也较有限。

**下半年，预计货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具，将继续支持财政扩大内需。**6 月 24 日，央行货币政策委员会举行二季度例会会议强调强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，深化金融供给侧结构性改革；会议认为依然要进一步促进稳就业、稳物价政策落地实施，要继续完善市场利率传导机制，加强金融风险防范能力。本次政治局会议指出“**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建设投资基金**”。目前，国内复苏基础仍需巩固，部分行业尚未从疫情中完全恢复，下半年仍需宽信用政策支持企业复苏，总量上仍维持稳中偏松基调。从近期政策倾向来看，4 月后，央行主要实行结构性货币政策，后续再贷款的结构支持力度或将加大，主要向消费、基建、科技等领域倾斜；其次，存款利率市场化调整机制的作用近期被多次强调，预计后续将继续推动 LPR 报价利率和社会综合融资成本进一步下行；再次，房地产政策或继续趋松，包括预售资金监管优化、房贷利率下调、限贷政策调节等；最后，下半年将继续加强境外资本流动的监管，减少游资对国内资产价格的冲击。

**表 3：2022 年以来货币政策梳理**

日期	类型	主要内容
2022/1/1	结构型	实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换
2022/1/17	数量+价格	央行超量续作 7000 亿元 MLF，实现净投放 2000 亿元。同时利率下调 10bp 至 2.85%
2022/1/17	价格型	SLF 隔夜利率从 3.05% 下调至 2.95%、7 天利率从 3.2% 下调至 3.1%、1 个月利率从 3.55% 下调至 3.45%。
2022/1/20	价格型	1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.6%，分别下调 10bp、5bp。
2022/2/15	数量型	开展 3000 亿元 MLF，利率维持 2.85% 不变，实现净投放 1000 亿元。
2022/3/8	数量型	2022 年依法向中央财政上缴结存利润，总额超过 1 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。
2022/3/15	数量型	央行开展 2000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率持平在 2.85%，实现净投放 1000 亿元。

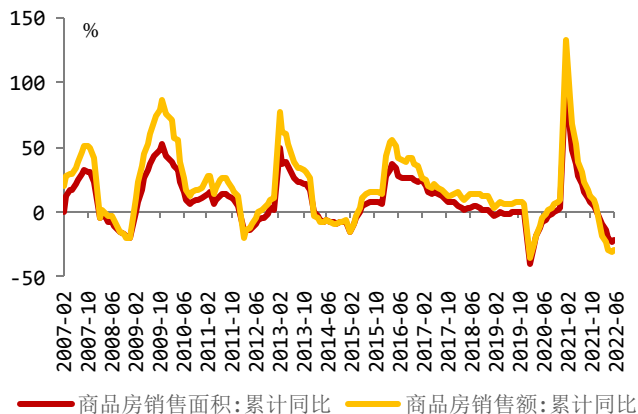
日期	类型	主要内容
2022/4/25	数量型	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，下调 0.5 个百分点
2022/5/15	数量型	下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%。
2022/4/28	结构型	科技创新再贷款额度为 2000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期两次，发放对象包括 21 家金融机构，按照金融机构发放符合要求的科技企业贷款本金 60% 提供资金支持。
2022/4/19	结构型	开展普惠养老专项再贷款试点，试点额度为 400 亿元，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的贷款本金等额提供资金支持。试点金融机构为 7 家全国性大型银行。试点地区为浙江、江苏、河南、河北、江西。
2022/5/4	结构型	增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备，以及煤电企业电煤保供。此次增加后，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到 3000 亿元
2022/5/15	结构型	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点
2022/6/1	结构型	调增政策性开发性银行 8000 亿元信贷额度，指导政策性开发性银行加快项目储备，抓好任务分解，强化考核激励，优化贷款流程，提高基础设施领域的贷款投放能力
2022/6/29	结构型	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥

资料来源：央行官网、西南证券整理

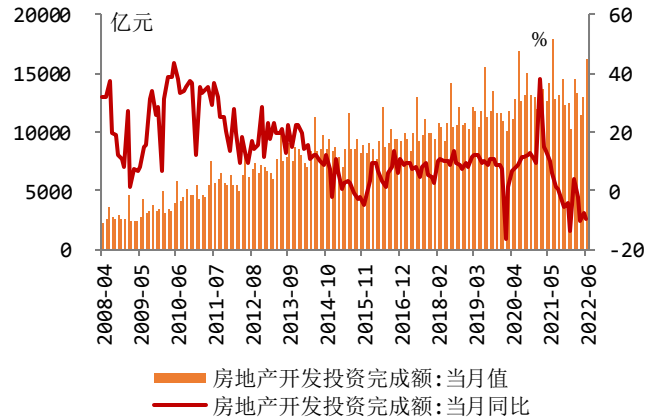
## 4 重点关注领域：“促发展”与“保民生”

**关注点一：稳楼市重要性明显提升，继续释放地方政策工具箱效能。** 本次会议继续强调“房住不炒”，但与 4 月政治局会议的表述相比，本次会议在“房住不炒”前加上了“稳定房地产市场”，下半年保持房地产市场的稳定是政策的基本要义。数据显示，上半年商品房销售面积同比下降 22.2%，增速较 1-5 月回升 1.4 个百分点，虽然需求端在疫情好转下边际有所改善，但仍相对疲软，消费者信心亟需改善。从供给端来看，上半年房地产开发投资同比下降 5.4%，房地产企业信心也仍有待提振。下半年各省市将继续**“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”**。年初以来，需求端政策放松力度持续加大，五年期以上 LPR 于下调 15 个基点至 4.45%，央行也将首套住房商业性个贷利率下限调整为不低于 LPR 减 20 个基点，各地陆续出台购房补贴、房贷利率下调、放松“三限”、放松公积金贷款等楼市松绑政策，后续需求端政策或继续加大力度；供给端政策边际也有所放松，年初央行和银保监会提出鼓励金融机构参与房地产项目并购，4 月中央政治局会议提出优化预售资金监管，证监会三部门也表态支持民营房企发债融资，土地供应方面，多地出台包括下调保证金比例、延迟缴款时间等针对土地市场的调整政策，优化土地出让条件，但在疫情的再度冲击下，房企现金流问题仍严峻，后续供给端或继续从土地和金融端发力，如集中供地规则优化、加强房企融资支持、优化预售资金监管等。此外，针对近期一些房企楼盘出现延期交付的问题，本次会议强调**“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”**，“保交楼、保民生、保稳定”，将成为下半年部分地方政府的重点关注领域之一，也是后续房地产市场监管的重点。



**图 1：2022 年来房地产销售面积同比持续回落，6 月边际回升**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 2：房地产开发投资当月值自今年 3 月以来持续负增长**


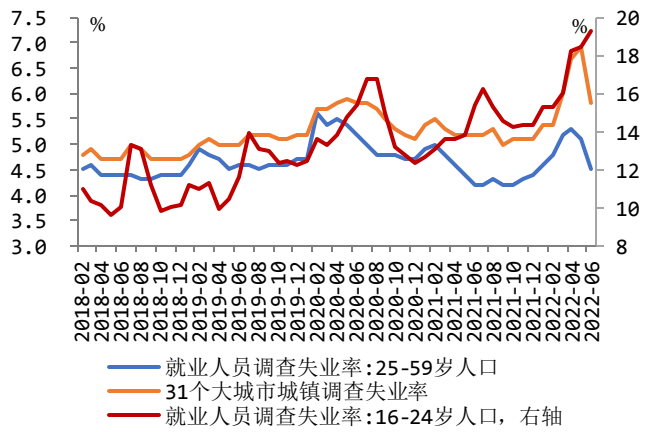
数据来源：wind、西南证券整理

**关注点二：对于疫情防控表述仍较严格，防控疫情为经济发展保驾护航，继续做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。** 本次会议在疫情防控方面指出“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。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。”从表述上看，对疫情防控仍较为严格。大基调上与 4 月政治局会议对于疫情防控的表述一致，同时增加了“算政治账”的说法。6 月 28 日，习近平到湖北省武汉市考察，对常态化疫情防控作出重要部署，本次政治局会议与之前的部署相承接，继续强调实施动态清零政策。今年 3 月和 4 月为国内新冠疫情爆发高峰，4 月新增确诊人数达到 6 万人以上，在有效的防疫政策下，新增确诊人数于 5、6 月份回落，疫情形势暂时得到有效控制，7 月，从新增确诊人数看较 6 月边际有所上升，同时本土确诊病例出现传播力更强的奥密克戎 BA5 变异株，仍需警惕疫情的反复。6 月 28 日，国务院发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，针对奥密克戎变异株的特点对防疫措施进行部分调整，其中包括将密接者、入境人员隔离时间从“14+7”调整为“7+3”、统一封管控区和中高风险区划定标准、完善疫情监测要求、优化区域核酸检测策略，总体上疫情管控措施更加精准规范。防控疫情在考虑国民健康优先的同时，也是为经济社会发展保持有序运转提供了基础，后续在绷紧疫情防控这根弦的同时，也将继续保障对疫情敏感度较高的领域，主要可通过以下几种途径：一是对易受到疫情影响的市场主体，加大扶持的力度。包括减税降费、普惠小微贷款、推广疫情防控保险等；二是做好保通保畅工作，切实保障国内物流供应的畅通，从而保证企业的正常生产经营活动，尤其是制造业；三是落实常态化疫情防控措施，包括加强重点场所常态化防控、强化日常监测和防控要求、提升疫情监测预警和应急反应能力等；四是继续做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。





图 7：青年就业压力相对较大



数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：3 月后，生猪期货价格逐渐走高



数据来源：Wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn