

强化“三个要”，引导下半年经济较快回升

——2022年7月28日政治局会议要点解读

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

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。我们对本次会议要点做以下解读：

一、形势判断方面，会议肯定上半年疫情防控和经济发展成效，强调“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”。这意味着下半年宏观政策将在稳增长方向保持较强连续性。

会议首先指出，“今年以来，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩。全国上下付出了艰辛努力，成绩值得充分肯定”。我们认为，这是指上半年国内疫情波动、国际地缘政治冲突等事件均超出预期，宏观经济运行出现一定波动；但政策应对坚持“两手抓”，实现了“疫情要防住、经济要稳住”的目标，安全发展的基础进一步夯实。

这也意味着，下半年政策面将延续“有效统筹疫情防控和经济社会发展工作”的总方针，宏观政策将保持连续性。这将有助于稳定市场及各方预期，为下半年引导经济较快修复营造有利的政策环境。

对于今年的经济社会发展目标，会议指出，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，力争实现最好结果。”我们理解，这意味着下半年政策面会引导三、四季度GDP增速逐步回归5.0%至5.5%的正常增长水平，重点是防止CPI同比涨幅显著超出3.0%的控制目标，同时将城镇调查失业率稳定控制在5.5%的目标线以下。

考虑到上半年疫情大幅超出预期，而全年“5.5%左右”的增长目标是在疫情前制定的，我们认为下半年不会为了实现全年“5.5%左右”的目标而出台超大规模刺激政策。事实上，只要今年全年GDP增速达到4.0%至4.5%左右，就能为稳就业提供坚实基础；横向对比，这一增速在全球主要经济体中依然处于明显领先水平。

针对下半年宏观经济运行环境，本次会议强调“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”。我们理解，这主要是指当前需求收缩、供给冲击及预期转弱三重压力依然存在；其中，下半年全球经济衰退阴影渐浓，我国出口增速有可能波动下滑，外需对经济增长的拉动力会有所下降，而国内房地产还将低位运行一段时间，消费修复势头也将较为温和。这意味着下半年宏观经济恢复常态化运行还将面临一定挑战，需要在稳

增长方向继续提供支持性的政策环境。这进一步表明下半年宏观政策将保持连续性，不会受全球金融环境收紧影响而出现转向或明显退坡。

二、政策部署方面，会议围绕“三个要”提出具体部署和要求，对当前经济金融领域的一些热点问题做出回应。

今年4月政治局会议提出“三个要”，本次会议则对此进一步强化，这是政策连续性的最重要体现。首先是“疫情要防住”。当前全球疫情仍处高发阶段，下半年疫情输入风险会持续存在，“动态清零”的防疫方针不能有任何动摇。同时，下半年将增强疫情防控的科学性、精准性，总的原则是“出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住……该保的要坚决保住。”

其次是“经济要稳住”。针对当前经济运行中面临的需求收缩问题，本次会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为”。我们理解扩大需求主要包括两个方面：一是通过稳就业扩消费，并实施适度的消费刺激政策。前期出台的600亿汽车购置税减免政策效果明显，下半年不排除在发放消费券、增加消费补贴方面有更大规模的政策举措。

二是保持基建投资提速势头。本次会议强调“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……用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”这些部署从财政和货币政策两个方向入手，都指向继续推动基建投资提速。我们预计，下半年基建投资增速将从上半年的7.1%进一步加快至13%左右，全年有望实现10%的累计增速，显著高于去年全年的0.4%，对GDP增长的拉动力将达到1个百分点左右。

在财政货币政策安排方面，本次会议未再提及“增量政策工具”，这意味着下半年的重点是抓好前期稳住经济大盘一揽子政策措施的落地执行。这包括继续推进退税减税及税费缓征缓缴，基建投资要尽快形成实物工作量等。但我们也认为，视下半年视经济修复状况而定，发行特别国债、适度上调财政赤字率等措施都在在政策工具箱内。

货币政策方面，本次会议要求“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持”。这意味着下半年市场流动性不会转向大幅收紧，三季度各项贷款余额增速将保持上扬势头，社融及M2增速也将阶段性保持较高水平，进而以宽信用巩固经济反弹势头。不过，考虑到下半年美联储将持续大幅收紧货币政策，国内通胀也会有所升温，加之经济已转入复苏过程，动用降息降准等“大招”的可能性较低，货币政策加大实施力度将主要体现在狠抓现有政策措施的落实上，包括充分发挥各类结构性政策工具潜力，引导政策性开发性银行落实好新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具等。

第三是“发展要安全”。当前宏观经济面临的一个主要风险点是地产下滑。房地产政策方面，本次会

议的基调更为积极，提出“因城施策用足用好政策工具箱”。我们理解，当前政策工具箱中最重要的工具就是房贷利率还有进一步下调的空间。根据央行公布的最新数据，3月个人住房贷款加权平均利率为5.49%，较去年12月的阶段高点下行14个基点，处于历史平均水平附近；而一般贷款利率已降至4.98%，频创历史新低，比历史平均水平要低136个基点。我们估计，5月房贷利率“双降”落地，二季度房贷利率会有30至40个基点的下行，但目前房贷利率依然处于偏高水平，还有较大下行空间。其中，下半年通过引导5年期LPR报价下行，能够有效降低全国房贷利率。这将是扭转楼市预期、推动房地产市场尽快止跌回温的最有效政策工具。

我们预计，若房贷利率下调等相关政策调整到位，楼市有望在三季度末前后企稳回温。更进一步讲，下半年在疫情防控的背景下，只要房地产下滑势头得到有效遏制，经济增速仍有可能取得超出市场普遍预期的表现。

针对近期个别楼盘项目的停供断贷事件，本次会议强调要“保交楼”。我们判断接下来各地将出台有针对性的措施解决这个问题，主要是防止此类事件进一步加剧房地产市场下行压力，避免房地产领域风险向金融体系扩散。此外，针对村镇银行风险、粮食能源安全等方面，本次会议公报都有着墨。我们判断，这意味着下半年这些领域的风险防控都将进一步强化，其中村镇银行风险外溢的可能性极小，下半年拉闸限电、粮食价格持续上涨等风险也会得到有效控制。

其他方面，本次会议提出“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。”我们认为，这意味着接下来针对平台经济将规范与发展并重，进一步激活当前这一宏观经济最有活力的领域，释放其增长潜能，特别是促进新基建较快发展。与此同时，会议要求“做好高校毕业生等重点群体就业工作”，而平台经济在吸纳高校毕业生方面具有较强优势，能够在降低当前明显偏高的青年失业率方面发挥突出作用。

最后，会议提出“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。”我们认为，这主要是指上半年受疫情冲击，上海、江苏、浙江、广东等经济大省、强省的GDP增速较低；伴随疫情得到稳定控制，下半年这些省市蕴含经济强劲反弹的潜力，能够对全国经济较快修复发挥引领作用。下一步，政策面将鼓励这些经济大省、强省充分释放增长潜能，其中部分省份要弥补上半年的增长缺口，力争完成此前设定的全年GDP增长目标。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。