



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 疫情防控不松懈，增长目标弱化

——7月政治局会议点评

日期：2022年07月29日

分析师：胡月晓  
Tel: 021-53686171  
E-mail: huyuexiao@shzq.com  
SAC 编号: S0870510120021  
分析师：陈彦利  
Tel: 021-53686170  
E-mail: chenyanli@shzq.com  
SAC 编号: S0870517070002

**相关报告：**

- 《政策应出尽出，降息降准或提前》  
——2022年05月26日
- 《提振需求，应对下行压力》  
——2022年05月22日
- 《加大支持，主动应对》  
——2022年05月11日

### ■ 主要观点

#### 疫情防控不松懈，增长目标弱化

整体来看，此次政治局会议较此前的一些重磅会议，如4月政治局会议、稳住经济大盘会议并未释放出更多的增量政策信号，对于稳增长的目标要求有所弱化，也说明当前阶段更加注重巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。对于疫情防控政策的态度反而有所加强，要求该管的坚决管住，绝不松懈，坚持动态清零。政策方面，未再提“加大宏观政策调节力度”，不再过度强调增量新政，而是要在扩大需求上发力。财政政策主要聚焦专项债，用好专项债新政资金；货币政策继续要求保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，要求落实好此前发布的政策。值得关注的是，无论是专项债还是货币政策支持方向均是加强基础设施建设，也反映了扩大需求发力的方向，有望进一步支撑基建投资的后续增长。

#### 政策齐出后更要巩固

本轮疫情冲击以来，政策层面也开足马力，各项政策应出尽出，努力推动经济重回正常轨道，稳住经济大盘。疫情趋稳后，各项数据全面改善，2季度录得正增长，但距离全年5.5%的增长目标仍有差距。此次政治局会议弱化了这一目标，也相应减轻了下半年稳增长的压力，当前的重点也要进一步落实前期政策措施，巩固经济恢复向好的势头。我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁，尤其是基建的持续发力，配合后续制造业投资改善，经济增长仍有支撑。

### ■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

## 目 录

<b>1 事件：7月政治局会议召开</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>5</b>
2.1 经济形势判断：存在一些突出矛盾和问题.....	5
2.2 总体要求：力争最好结果，淡化经济增长目标.....	5
2.3 疫情防控：该管的管住，绝不松懈.....	6
2.4 宏观政策：立足基建，扩大需求.....	6
2.5 继续推进稳物价稳就业工作.....	7
2.6 地产政策向好.....	8
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>8</b>
3.1 疫情防控不松懈，增长目标弱化.....	8
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>9</b>
4.1 政策齐出后更要巩固.....	9
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>9</b>

### 图

图 1 投资各分项同比变化（月，%）.....	7
图 2 失业率（月，%）.....	8

### 表

表 1 政治局会议对比.....	3
------------------	---

## 1 事件：7月政治局会议召开

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》。

表 1 政治局会议对比

时间 内容	2022年7月政治局会议	2022年4月政治局会议	2021年12月政治局会议
成绩	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，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， <b>经济社会发展取得新成绩。</b>	面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，我国经济运行总体实现 <b>平稳开局</b>	实现“十四五”良好开局。我国经济发展保持全球领先地位，国家战略科技力量加快发展，产业链韧性和优势得到提升，改革开放向纵深推进，民生保障有力有效，生态文明建设持续推进。
经济形势判断	当前经济运行面临一些 <b>突出矛盾和问题</b> ，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， <b>稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战</b>	
总体要求	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</b>	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全	明年经济工作要稳字当头、稳中求进
疫情防控	出现了疫情必须立即 <b>严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战</b> 。保证影响经济社会发展的重点功能有序运转， <b>该保的要坚决保住</b> 。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发	坚持外防输入、内防反弹， <b>坚持动态清零</b> ，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
宏观政策	宏观政策要在 <b>扩大需求上积极作为</b>	加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济， <b>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</b>	宏观政策要 <b>稳健有效</b> ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
财政政策	有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持	要加快落实已经确定的政策，实施好 <b>退税减税降费</b> 等政策。	积极的财政政策要提升效能，更加 <b>注重精准、可持续</b>

	地方政府用足用好专项债务限额	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	
<b>货币政策</b>	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	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要 <b>灵活适度</b> ，保持流动性合理充裕
<b>扩大内需</b>		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， <b>全面加强基础设施建设。</b> 要发挥消费对经济循环的牵引带动作用	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力
<b>稳市场主体</b>		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	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
<b>保供稳价</b>	要强化粮食安全保障，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纳体系	做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作	
<b>稳就业保民生</b>	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	要切实保障和改善民生，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	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
<b>产业链供应链</b>	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。	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	
<b>房地产</b>	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， <b>因城施策用足用好政策工具箱</b> ，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，支持各地从当地实际出发完善房地产政策， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ， <b>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 <b>保障性住房建设</b> ， <b>支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求</b> ，促进房地产业健康发展和良性循环。

<b>金融市场、资本市场</b>	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	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。	
<b>平台经济</b>	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。	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。	
<b>改革开放</b>	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。	用改革的办法解决发展中的问题， <b>加快实现高水平科技自立自强</b> ，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。 要坚持扩大高水平对外开放，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。	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
<b>科技政策</b>			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

资料来源：新华社，中国政府网，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 经济形势判断：存在一些突出矛盾和问题

对于经济形势的判断，本次会议提及较少，仅以一句“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”概括，对此的理解我们认为还是可以沿用4月政治局会议的判断，当前经济仍处在疫情后的恢复中，且乌克兰危机影响仍存，因此仍面临稳增长、稳就业以及稳物价方面要求，并且在后文中也提出了相应的政策措施。

### 2.2 总体要求：力争最好结果，淡化经济增长目标

对于下半年经济工作的总体要求，在4月政治局会议“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的基础上，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。其中也暗含了稳增长、稳就业、稳物价的要

求，并且相较于4月“努力实现全年经济社会发展预期目标”，“力争实现最好结果”实际上也淡化了对经济增长目标的要求，但对各省市间的要求分化，尤其是一些经济大省、有条件的省份，还是“要力争完成经济社会发展预期目标”。增长目标的弱化其实也相应减轻了下半年稳增长压力。

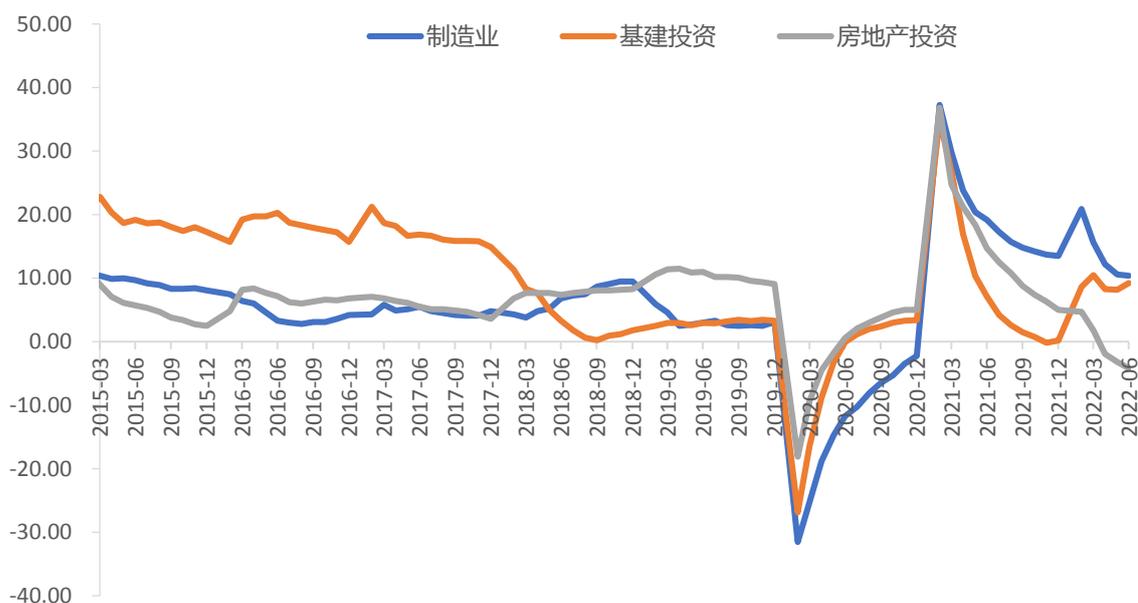
### 2.3 疫情防控：该管的管住，绝不松懈

虽然4月的政治局会议已经强调了坚持动态清零的总方针，但此次会议上对于疫情防控的基调更加严格，强调“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”，在坚持动态清零的基础上，“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”，回应了未来的疫情防控趋势，同时也要该保的保，“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转”。对于疫情防控还需要进一步做好“病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发”。

### 2.4 宏观政策：立足基建，扩大需求

相较于4月份“加大宏观政策调节力度”的要求，本次会议更多强调宏观政策要立足于扩大需求。财政政策方面，要有效弥补社会需求不足，发力方向在于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。截至6月，全年新增专项债额度已基本发行完毕，根据财政部此前的要求，专项债资金须在8月底前基本使用到位，专项债资金的使用有望进一步支撑基建投资的后续增长。在本轮疫情冲击下，各项数据纷纷下滑，而基建一枝独秀，起到了托底经济的重要作用，后续也将继续承担起稳增长抓手的重任。而根据财政部的数据显示，今年经批准的专项债务限额为218185.08亿元，而截至6月，专项债务余额为202645亿元，这中间1.5万亿的差额或有望成为后续增量财政发力的空间。

图1 投资各分项同比变化（月，%）



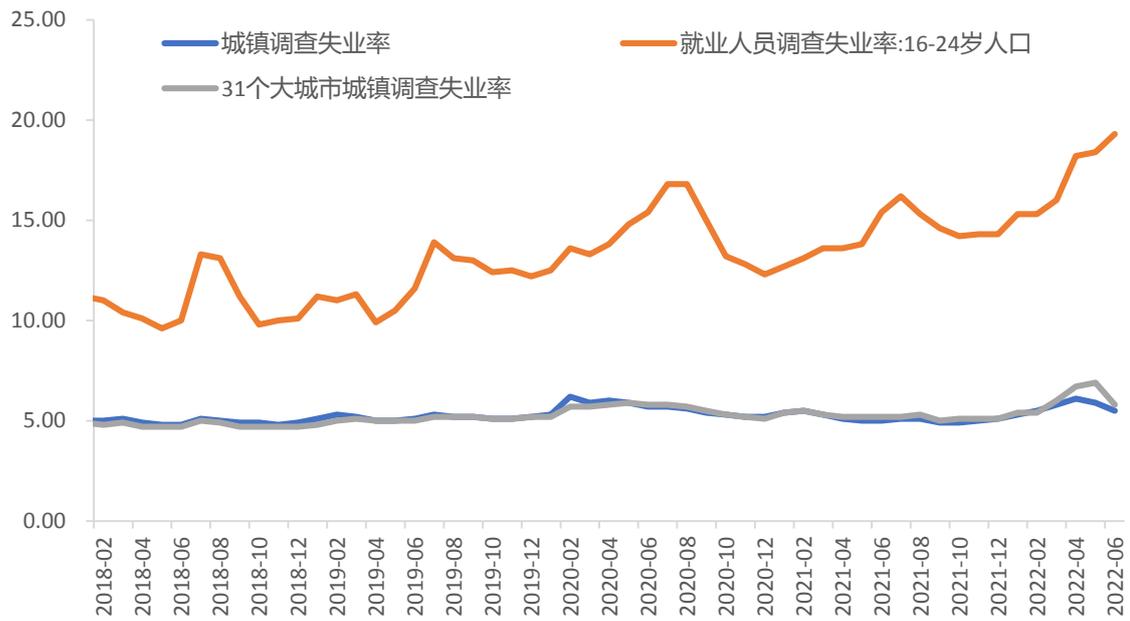
资料来源: Wind, 上海证券研究所

货币政策方面，保持流动性合理充裕，宽信用方向不变，“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”主要指的是前期已发布的一些政策，如调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，加强金融支持基础设施建设。而这些政策支持方向均是加强基础设施建设，也反映了扩大需求发力的方向。

## 2.5 继续推进稳物价稳就业工作

对于稳物价方面，仍然强调能源安全以及粮食安全。稳就业方面，也特别提到了做好高校毕业生等重点群体就业工作。从当前失业率表现来看，虽然疫情形势趋稳后，整体的失业率已有所回落，但 16-24 岁区间的失业率仍在上行，已达到 19.3% 的历史高位，也说明了当前这一群体的就业压力相对较大，这也是未来稳就业工作重点对象。供应链产业链方面，当前交通物流运转已大为改善，本轮疫情后，产业链的稳定以及国内布局优化的重要性更加突出，支持中西部地区改善基础设施和营商环境，有助于提高产业链稳定性以及国际竞争力。

图2 失业率（月，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.6 地产政策向好

对于房地产政策，坚持在“房住不炒”的背景下，因城施政，增加“用足用好政策工具箱”“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。房地产政策继续释放维稳信号，并且针对近期出现的问题，强调要保交楼、稳民生。地产政策的向好，也将有助于房地产投资回稳。

## 3 事件影响：对经济和市场

### 3.1 疫情防控不松懈，增长目标弱化

整体来看，此次政治局会议较此前的一些重磅会议，如4月政治局会议、稳住经济大盘会议并未释放出更多的增量政策信号，对于稳增长的目标要求有所弱化，也说明当前阶段更加注重巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。对于疫情防控政策的态度反而有所加强，要求该管的坚决管住，绝不松懈，坚持动态清零。政策方面，未再提“加大宏观政策调节力度”，不再过度强调增量新政，而是要在扩大需求上发力。财政政策主要聚焦专项债，用好专项债新政资金；货币政策继续要求保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，要求落实好此前发布的政策。值得关注的是，无论是专项债还是货币政策支持方向均是加强基础设施建设，也反映了扩大需求发力的方向，有望进一步支撑基建投资的后续增长。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 政策齐出后更要巩固

本轮疫情冲击以来，政策层面也开足马力，各项政策应出尽出，努力推动经济重回正常轨道，稳住经济大盘。疫情趋稳后，各项数据全面改善，2 季度录得正增长，但距离全年 5.5% 的增长目标仍有差距。此次政治局会议弱化了这一目标，也相应减轻了下半年稳增长的压力，当前的重点也要进一步落实前期政策措施，巩固经济恢复向好的势头。我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁，尤其是基建的持续发力，配合后续制造业投资改善，经济增长仍有支撑。

## 5 风险提示：

**通胀继续上行：**疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

**疫情反复变化再度超出预期：**对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

**政策超预期改变：**大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。