

宏观点评报告

2022年7月30日

## 政策以时间换空间 复杂形势下保持定力

7月28日政治局会议点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **政治局会议是对下半年经济政策的引导**也对近期的热点问题给与解答。我们从三个方面对政治局会议做出解读: (1) 经济增长不强调年初既定目标; (2) 动态清零防疫措施持续; (3) 下半年以存量政策为主。
- **经济增长不再强调完成年内工作目标**政策层对于经济面临的困难已经充分了解, 政策层在2季度口径发生变化, 1季度仍然对经济增长有一定的要求, 2季度后对经济增长增速目标有所放松, 对经济增长描述的是保持在合理的运行区间, 力争好的结果。我们对合理运行区间的理解即经济增长减速不会带来大规模的失业以及财政收入的快速下滑。鉴于2季度仍然有29.2万亿美元的GDP总量, 那么全年实现4%左右的增长仍然可以预期。另外, 虽然对全国的经济的增长需要力争好的结果, 但**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**。
- **财政政策和货币政策以存量政策为主**可以说3季度财政政策和货币政策仍然以存量为主, 货币市场仍然较为宽松: 第一、财政政策要弥补社会总需求不足, 用好地方政府专项债券资金。第二、货币政策保持合理充裕, 给与疫情受损企业贷款展期等服务。第三、与4.29政治会议相似, 投资被提到重中之重的位置, 全面加强基础设施建设, 强调以工代赈。
- **防疫措施坚持清零**2季度政治局会议删掉了最大限度的“减少疫情对经济社会发展的影响”。由于现阶段疫情防控以及成为各地地方政府主要的KPI, 同时直接关系到地方政府官员的职位任免, 所以防控措施不可避免的层层加码, 影响经济增长。现阶段来看疫情防控至少持续至2022年年末。
- **对重点行业的表述** (1) 房地产: 中央政策层支持各地从当地实际情况出发完善房地产政策, 因城施策调整房地产。对于房企面临的交房难问题, 需要压实地方政府责任, 保交楼、稳民生。(2) 平台经济: 支持平台经济规范健康发展, 集中推出一批“绿灯”投资案例。(3) 金融市场: 保持总体稳定, 对于近期出现的地方村镇银行风险妥善化解, 严厉打击金融犯罪; (4) 稳外贸稳外资基本盘。尤其是2季度政治局会议明确“做好技术、外资引进工作, 推动共建“一带一路”高质量发”。
- **7.28会议总结** 7月28日政治局会议与4月29日会议相比, 对于经济增长的困难已经明确, 不强求完成年内经济增长目标, 这样下半年更多的货币政策和财政政策需要等待。3季度是前期财政和货币政策落地期, 更积极的政策最快4季度到来。适当放宽了经济增长的要求, 同时直接强调了全面的基础设施建设, 并且力度达到以工代赈保障就业, 那么对于房地产放松的余地较为有限。可以说, 政策层仍然用时间换空间, 用政策的稳定性和托底性实现风险的缓慢暴露和化解, 同时等待全球央行收紧的结束。

## 目录

一、经济增长不再强调完成工作目标 .....	3
(一) 经济增长尽力而为 .....	3
(二) 财政政策和货币政策以存量政策为主 .....	4
二、防疫措施坚持清零 .....	5
三、对于重点行业的表态 .....	5
(一) 房地产：支持各地因城施策，坚持房住不炒 .....	5
(二) 平台经济：支持平台经济规范健康发展 .....	6
(三) 金融市场：保持总体稳定 .....	6
(四) 稳外贸稳外资基本盘 .....	6
四、7.28 会议的总结 .....	6

2022年7月28日，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。本次会议有助于引导下半年的经济政策，同时也对近期的热点问题给与解答。我们从三个方面对政治局会议做出解读：（1）经济增长不强调年初既定目标；（2）动态清零防疫措施持续；（3）下半年以存量政策为主。

## 一、经济增长不再强调完成工作目标

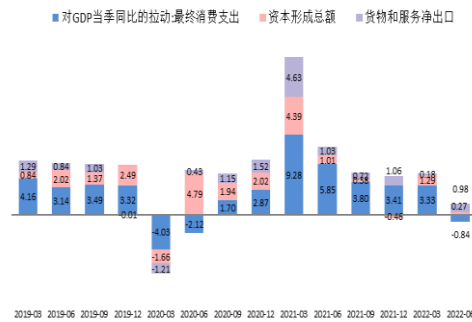
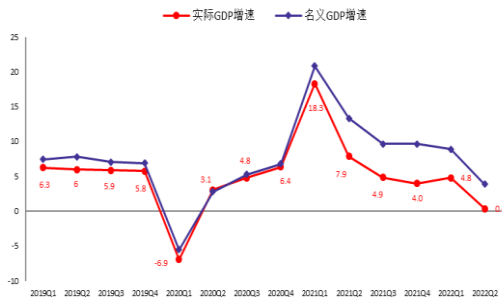
### （一）经济增长尽力而为

政治局会议对2季度经济的仍然给与了肯定，面临“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…有效统筹疫情防控和经济社会发展工作…全国上下付出了艰辛努力，成绩值得充分肯定”。2季度由于新冠疫情的严格防控，我国经济增长缓慢。

从2季度经济增速来看，总体增速微弱正增长，经济处于底部爬升状态。2季度GDP增速回升至0.4%，上半年GDP增速为2.5%。2季度GDP总量达到了29.2万亿，如果2季度GDP总量占到全年GDP总量24%左右，那么全年经济增长预计在4%以上。

图1：GDP增速（%）

图2：消费对GDP的贡献为负值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

经济增长在4-5月陷入困难，受到疫情防控的影响，经济增长在4、5月份近乎停滞。经济增长在4月份面临较大困难，封控下物流阻断成为严重的问题。2季度我国工业生产仅有0.6%的增长，社会消费零售总额下跌4.9个百分点，房地产投资下跌5.4%。2季度出口仍然保持强劲的增长，出口增速达到12.9%，侧面带动了工业生产回正。

政策层对于经济面临的困难已经充分了解，在此种情况下2季度提出“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”。政策层在2季度口径发生变化，1季度仍然对经济增长有一定的要求，2季度后对经济增长增速目标有所放松，对经济增长描述的是保持在合理的运行区间，力争好的结果。

我们对合理运行区间的理解即经济增长减速不会带来大规模的失业以及财政收入的快速下滑。鉴于2季度仍然有29.2万亿的GDP总量，那么全年实现4%左右的增长仍然可以预期。另外，虽然对全国的经济的增长需要力争好的结果，但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。

表1:7.28政治局会议目标

政治局会议比较			
	7.28政治局会议	4.29政治局会议	2021年12.6政治局会议
经济总体评价	全国上下付出了艰辛努力，成绩值得充分肯定	我国经济运行总体实现平稳开局，成绩来之不易	从容应对百年变局和世纪疫情，奋力完成改革发展艰巨任务，实现“十四五”良好开局
外部	复杂严峻的国际环境	百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面	
经济增长面临的困难	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。	
未来工作重点	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。经济大省要勇挑大梁， <b>有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。</b>	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	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。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
财政政策	有效弥补社会需求不足。 <b>用好地方政府专项债券资金</b> ，支持地方政府用足用好专项债务限额	要抓紧 <b>谋划增量政策工具，加大相机调控力度</b> ，把握好目标导向政策的提前量和冗余度。	财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续
货币政策	保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持， <b>用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金</b>		货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
对于重点问题看法			
新冠疫情： <b>坚持动态清零</b> ，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			
房地产：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</b> ，保交楼、稳民生			
安全：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			
一带一路：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 <b>“一带一路”高质量发展</b>			
平台公司：推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改， <b>对平台经济实施常态化监管</b> ，集中推出一批“绿灯”投资案例			
金融：要保持金融市场总体稳定， <b>妥善化解一些地方村镇银行风险</b> ，严厉打击金融犯罪			
与2022年4月份政治局会议相比，7月政治局会议			
没有增量政策工具，只监督存量工具使用；不再提及全年经济增长目标；坚持房地产基本政策；坚决疫情动态清零；重提“一带一路”规划			

中国银河证券研究院 许冬石

资料来源：中国银河证券研究院整理

## （二）财政政策和货币政策以存量政策为主

可以说3季度财政政策和货币政策仍然以存量为主，货币市场仍然较为宽松：

**第一、财政政策要弥补社会总需求不足，用好地方政府专项债券资金。**2022年度退税减税降费力度超过以往年度。2022年度政府工作报告中提出全年退税减税约2.5万亿，其中留抵退税1.5万亿，退税直达企业。5月份国务院常务会议提到留抵退税已经达到2.64万亿，同时发放各种行业支持债券，包括航空发展债券、铁路建设支持债券。

**第二、货币政策保持合理充裕，给与疫情受损企业贷款展期等服务。**虽然6月份没有更多的货币价格型工具推出，但货币政策保持持续宽松，银行间货币市场7天抵押式回购利率已经低至2020年3月份水平。同时信贷政策对于疫情受损企业、民营中小企业、制造业企业给与贷款展期服务。鼓励银行增加银行信贷，同时用好各种基金的信贷传导功能。

**第三、与4.29政治会议相似，投资被提到重中之重的位置，全面加强基础设施建设，强调以工代赈。**稳增长更直接的手段是加强基础设施建设<sup>1</sup>，这些基础设施建设需要财政资金撬动，未来的增量措施中作用与此领域。6月29日国务院常务会议增加3000亿金融债券，主要用于补充新型基建资本金。而本月政治局会议直接强调用好政策性银行新增贷款和基础设施建设投资基金。

<sup>1</sup> 4月26日中央财经委第十一次会议研究了全面加强基础设施建设的问题，发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本多方面作用，分层分类加强基础设施建设。基础设施主要集中在：（1）加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，这属于传统基础设施建设；（2）加强信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，包括新一代超算、云计算、人工智能、宽带网络、科技基础设施、综合交通枢纽及集散运输建设，这些属于新型基础设施建设；（3）加强城市基础设施建设，包括城市群交通一体化，建设便捷高效的城际铁路网、地下综合管廊、城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理、防灾减灾基础设施、公共卫生应急、智能交通等，这些属于城市升级建设；（4）农业农村基础设施建设，高标准农田建设、农村交通运输、城乡冷链物流、规模化供水工程、农村污水和垃圾收集处理，这些是农村建设；（5）加强国家安全基础设施建设，如原油、天然气储备等。

表 2:6 月份以来以财政政策为主

日期	会议	标题	内容
20220523	国务院进一步部署稳经济一揽子措施	6大项33条措施	1、增加退税1400多亿元，全年退税总量2.64万亿元。 2、优化复工复产政策，1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券 3、对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息 4、促消费和有效投资。放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。因城施策支持刚性和改善性住房需求。支持发行3000亿元铁路建设债券。加大以工代赈力度
20220615	国务院会议	支持民间投资、扩大有效投资	1、102项重大工程引入民间投资 2、提高民间投资手续办理效率，支持平台经济，支持民间资本 3、鼓励金融机构续贷、展期民间投资
20220629	国务院常务会议	加大重点工程以工代赈	1、发行金融债券筹资3000亿， <b>补充新型基金资本金</b> 2、 <b>重点工程要以工代赈</b> 3、重点工程配套项目中提供劳动报酬 4、年内开工一批铁路、公路、水路、港口建设
20220721	国务院常务会议	持续扩大有效需求	1、推进现有项目高效运转 2、加快专项金融资金投放 3、确保工地不停工 4、个人消费贷款采用更灵活的安排，支持合理住房改善需求，保障平台经济
20220728	中央政治局会议		1、继续动态清零新冠病毒 2、财政要弥补社会需求，用好专项债资金 3、货币合理充裕， <b>增量依靠政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金</b> 4、地方政府保证交房，化解地方村镇银行风险，平台经济常态化管理

资料来源：中国银河证券研究院整理

## 二、防疫措施坚持清零

对于新冠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、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。

2 季度政治局会议删掉了最大限度的“减少疫情对经济社会发展的影响”。由于现阶段疫情防控以及成为各地地方政府主要的 KPI，同时直接关系到地方政府官员的职位任免，所以防控措施不可避免的层层加码，影响经济增长。现阶段来看疫情防控至少持续至 2022 年年末。

## 三、对于重点行业的表态

除了对整体经济和疫情防控的表述外，中央政策层还对社会较为关注的行业问题给与指引。

### (一) 房地产：支持各地因城施策，坚持房住不炒

房地产的基本原则房子是用来住的，不是用来炒的定位没有改变，这是房地产未来十年的总体原则。也就意味着房地产市场的基本调控措施“345 规则”和“贷款集中制”不会发生变化，房地产的结构调整仍然会继续进行，这是房地产的长期原则。

短期来看对于房地产的限制措施已经逐步放开，以需求端为主。中央政策层也支持房地产刚性和改善型住房需求，保证房地产市场平稳健康发展。

更为重要的是，中央政策层支持各地从当地实际情况出发完善房地产政策，因城施策调整房地产。对于房企面临的交房难问题，需要压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

## **(二) 平台经济：支持平台经济规范健康发展**

平台经济也是政策层在 2021 年监管的重点，与 1 季度政治局会议相似：

(1) 促进平台经济健康发展。平台经济发展与国民经济增长同步，平台经济不是挤占了实体经济并带来国家安全问题的行业。

(2) 平台经济常态化监管，支持平台经济规范健康发展的具体措施。

(3) 集中推出一批“绿灯”投资案例。

## **(三) 金融市场：保持总体稳定**

对于金融市场保持一贯的定力，保证金融市场总体稳定，不出现系统性风险。同时对于近期出现的地方村镇银行风险妥善化解，严厉打击金融犯罪。

## **(四) 稳外贸稳外资基本盘**

政治局会议提及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。这可能与上海封控后，外资诉求较为强烈，同时我国外贸订单外流引起了关注。尤其是 2 季度政治局会议明确“做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发”。但要明确，全球产业链重构已经不可避免，东南亚国家、印度、墨西哥、东欧各国的生产能力快速上行，给我国各方面带来压力，我国在全球贸易中的地位未来可能会下降，在此过程中需要对于外贸企业给与更多的政策支持，也需要鼓励企业走出去参与全球生产。

## **四、7.28 会议的总结**

7 月 28 日政治局会议与 4 月 29 日会议相比，对于经济增长的困难已经明确，不强求完成年内经济增长目标，这样下半年更多的货币政策和财政政策需要等待。3 季度是前期财政和货币政策落地期，更积极的政策最快 4 季度到来。

适当放宽了经济增长的要求，同时直接强调了全面的基础设施建设，并且力度达到以工代赈保障就业，那么对于房地产放松的余地较为有限。可以说，政策层仍然用时间换空间，用政策的稳定性和托底性实现风险的缓慢暴露和化解，同时等待全球央行收紧的结束。

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)