



报告日期：2022年8月1日

下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”

——728 政治局会议点评

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.美联储货币政策收紧力度超预期；
- 2.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 3.国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 2.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 3.英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 4.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
- 5.英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 6.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 7.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 8.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 9.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 10.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 11.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 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。我们点评如下：
- 一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”；
- 二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果；
- 三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账；
- 四、宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平；
- 五、基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定；
- 六、淡化GDP增速目标叠加外围因素令A股承压，但A股有韧性且不失结构性机会。



目录

一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”	3
二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果	6
三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账	8
四、宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平	9
五、基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定	11
六、淡化 GDP 增速目标叠加外围因素令 A 股承压，但 A 股有韧性且不失结构性机会	12



事件：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。

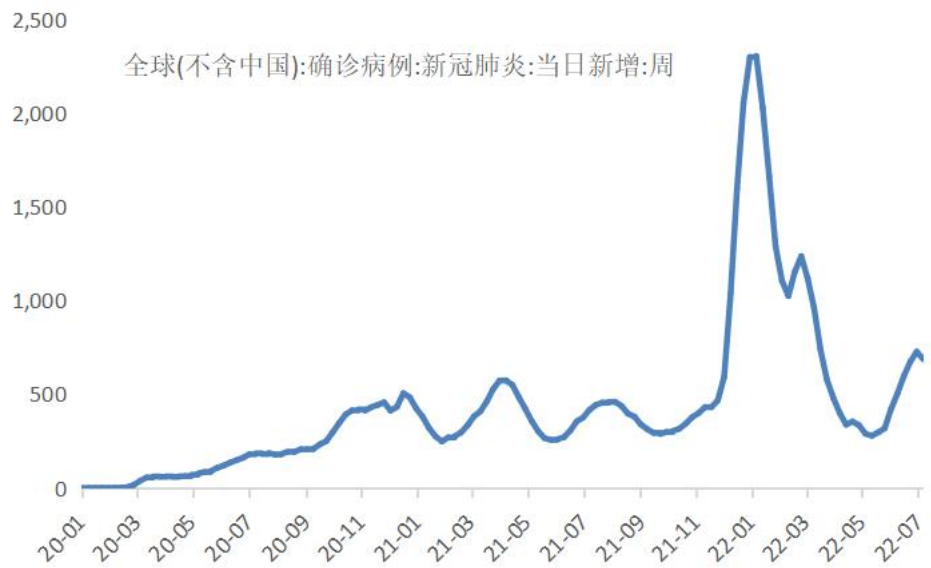
点评：

一、国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”

针对国际环境，728政治局会议的提法是“复杂严峻”。反观429政治局会议并未明确提及国际环境，但是有两个相关的表述：**一是**“面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面”；**二是**“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”。相比而言，728政治局会议对国际环境的提法言简意赅且十分鲜明。

我们认为当前国际环境的“复杂严峻”主要体现在以下四点。**第一**，地缘政治冲突持续。2月下旬爆发“俄乌冲突”，引起全球政治经济局势动荡。“俄乌冲突”的复杂性体现在，相对乌克兰，俄罗斯处于优势地位，但是相对于以美国为首的北约，俄罗斯处于弱势地位，这就导致“俄乌冲突”具有极强的博弈色彩。除此之外，“俄乌冲突”的复杂性还体现在以下三个方面：**军事方面**，美俄是全球军事强国与大国，且均是拥核国家；**经济方面**，欧洲是全球第二大经济体，且拥有欧元这一影响美元指数走势的国际货币；**大宗商品方面**，俄乌两国均是粮食生产大国，且俄罗斯是石油生产大国。至于市场所关心的“俄乌冲突”的时长，我们认为至少持续至拜登政府第一届任期结束时。**第二**，海外通胀高位运行。6月美国CPI当月同比录得9.10%，较前值上行0.50个百分点，创1981年12月以来新高，与此同时，6月欧元区调和CPI当月同比录得8.60%，较前值上行0.50个百分点，续创1997年1月有数据记录以来新高。美国与欧元区CPI当月同比创新高的直接原因是“俄乌冲突”持续存在，且冲突双方以能源制裁与反制裁作为武器，导致欧元区天然气价格暴涨。我们认为在全球经济进入下行周期的背景下，国际油价大概率下行，进而拉动海外通胀下行。基于此，我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中“发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度”的判断。**第三**，猴痘疫情与新冠肺炎疫情交织，导致全球疫情防控压力加大。7月23日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数为726.95万例，创4月16日当周以来新高，较前期6月4日当周的阶段性低点多增448.56万例，增幅高达161.13%。此外，7月23日世界卫生组织宣布，在多个国家和地区发生的猴痘疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”。值得指出的是，“国际关注的突发公共卫生事件”是世卫组织发布的最高级别警报。

图 1：7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数创 4 月 16 日当周以来新高（万例）

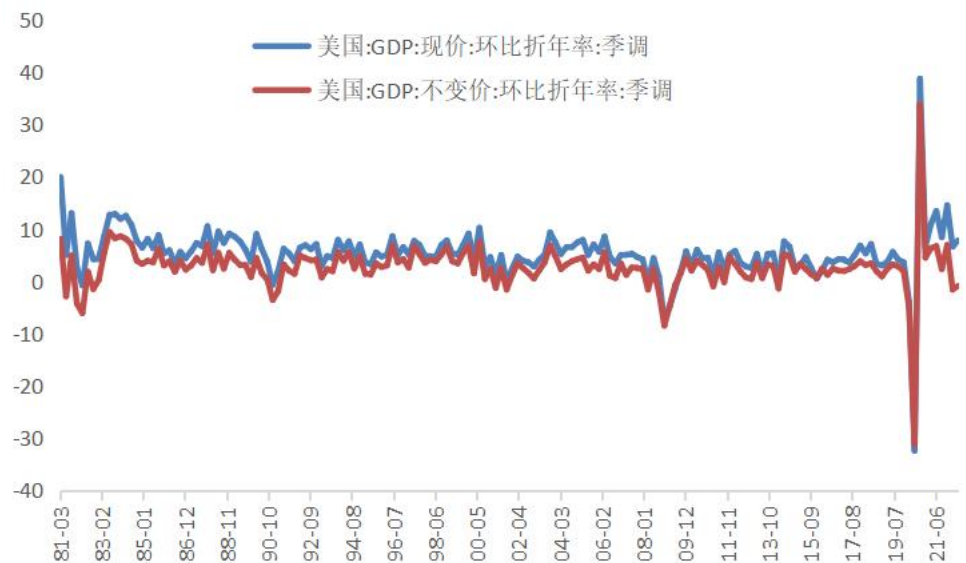


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第四，海外主要经济体大幅加息。7 月 28 日美联储决定再次加息 75 个基点，称高度关注通胀风险，并称持续加息是适当的，坚定致力于让通胀回落到 2.0% 的目标。考虑 6 月美国 CPI 当月同比录得 9.10%，预计短期之内美联储大概率还将继续加息。7 月 21 日欧洲央行 11 年来首次宣布加息 50 个基点，结束了长达 8 年之久的“负利率时代”。7 月 29 日欧洲央行副行长金多斯称，通胀将是引导欧洲央行决策的“主要因素”。预计短期之内欧洲央行大概率还将继续加息：**一是**6 月欧元区调和 CPI 当月同比创新高；**二是**加息一次就停下来的做法并不常见，如果有的话，可能的原因是经济形势变化得非常快。

目前市场争议的焦点是，全球经济以及美国与欧元区经济是否进入衰退阶段？我们认为在地缘冲突持续存在，海外通胀高位运行，海外新冠肺炎疫情卷土重来，猴痘病例持续攀升，最为重要的是，海外主要经济体大幅度加息的背景下，全球经济增长放缓是大概率事件，全球经济即将进入衰退的“前夜”。这一判断的依据有以下四点。**第一**，先行指标方面，6 月 OECD 综合领先指标录得 99.5867，较前值下行 0.1377，连续 3 个月位于 100 荣枯线之下且持续下探，创 2021 年 1 月以来新低，与此同时，6 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 52.20，较前值下行 0.10 个百分点，创 2020 年 9 月以来新低。主要经济体方面，7 月美国 Markit 服务业 PMI 录得 47.0，较前值大幅下行 5.70 个百分点，时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明美国服务业进入收缩状态，与此同时，7 月欧元区制造业 PMI 录得 49.60，较前值下行 2.50 个百分点，同样时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明欧元区制造业进入收缩状态。**第二**，1 季度、2 季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 -1.60%、-0.90%，连续二个季度录得环比负增长，根据定义，进入“技术性衰退”阶段。

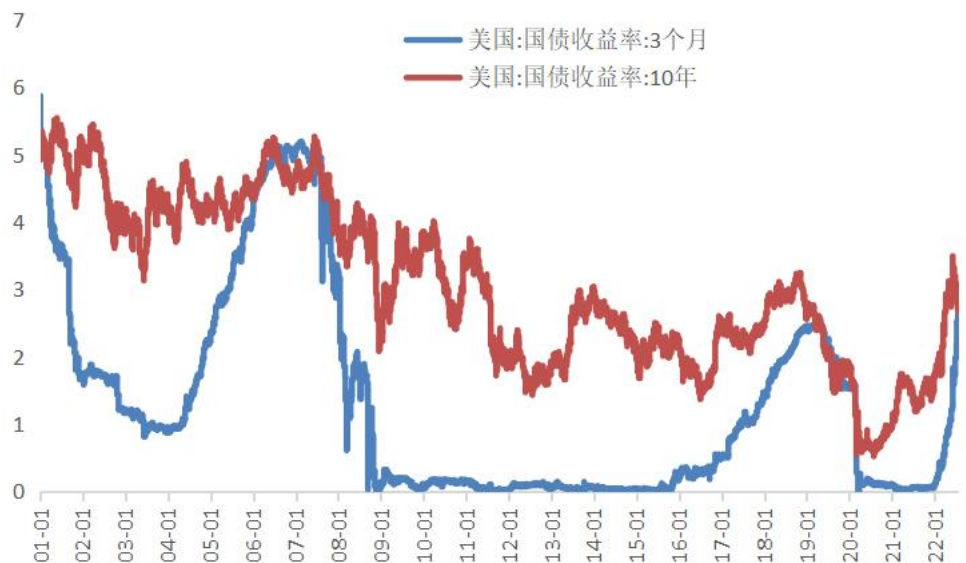
图 2：美国实际 GDP 环比折年率连续二个季度录得负增长，进入“技术性衰退”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，7月26日IMF年内第三次下调2022年和2023年的全球经济增长预期，具体为：下调2022年全球经济增速0.40个百分点至3.20%，下调2023年全球经济增速0.70个百分点至2.90%。早在6月9日，世界银行将2022年全球经济增长预期从此前的4.10%下调至2.90%，调降幅度高达1.20个百分点。第四，7月29日3个月美债收益率为2.41%，而10年期美债收益率为2.67%，二者相差26个基点。美联储下一次加息不论是50个基点，还是75个基点，大概率导致3个月与10年期美债收益率倒挂。根据历史经验，在长短端利率倒挂后的12个月左右，美国宏观经济大概率承压，相应地美联储大概率降息。

图 3：美联储下一次加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果

针对国内经济，728 政治局会议有两个表述：一是“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”；二是“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”。

我们首先看第一个表述。728 政治局会议指出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”。总体而言，这些“突出矛盾和问题”可以继续用“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力来概括。**需求收缩方面**，“三驾马车”里收缩得最为严重的是房地产投资：6 月房地产开发投资完成额累计同比为-5.40%，较前值下行 1.40 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低；如果剔除掉 2020 年 2 月的-16.30%、3 月的-7.70%，6 月的读数为该指标 1999 年 2 月有数据记录以来最低点。在 6 月主要宏观经济指标中，房地产开发投资完成额累计同比是唯一一个较前值下行的指标，是当前宏观经济的主要拖累项。此外，受疫情冲击，消费也是宏观经济的拖累项之一：6 月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，较前值上行 0.80 个百分点，连续 3 个月位于负值区间。

图 4：房地产投资与消费录得负增长，是当前宏观经济的主要拖累项（%）

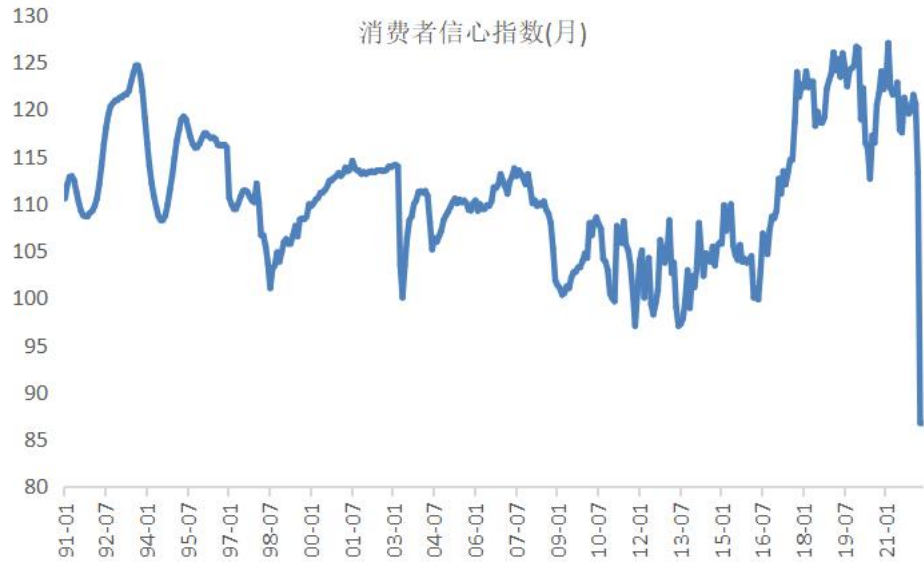


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

供给冲击方面，虽然 6 月工业增加值累计同比录得 3.40%，较前值上行 0.10 个百分点，但是并未修复至本轮疫情前水平，与此同时，6 月服务业生产指数累计同比录得-0.40%，虽然较前值上行 0.30 个百分点，但是连续 2 个月位于负值区间。**预期转弱方面**：一是 6 月国房景气指数为 95.40%，较前值下行 0.20 个百分点，连续 6 个月位于 100 荣枯线之下，创 2016 年 2 月以来新低；二是 4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间；三是从央行季度问卷调查看，2 季度银行家宏观经济热度指数录得 17.80%，较前值下行 16.60 个百分点，创 2020 年 3 季度以来新低，与此同时，2 季度企业家宏观经

济热度指数录得 26.50%，较前值下行 9.20 个百分点，同样创 2021 年 1 季度以来新低；四是 6 月民间固定资产投资完成额累计比重为 56.40%，较前值下行 0.47 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低，表明民间投资信心较弱。

图 5：4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在提出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”之后，728 政治局会议指出“要保持战略定力”。此外，我们还要注意到，在“要保持战略定力”之后，728 政治局会议紧接着指出，“坚定做好自己的事”。如何理解“要保持战略定力”这一表述？对此，我们的理解有以下两个层面。**第一个层面**，虽然“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”，但是“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。也就是说，“保持战略定力”体现为不“大水漫灌”。**第二个层面**，虽然国际环境严峻复杂，尤其是美国与欧元区等主要经济体加息缩表，但是我们要“以我为主”，“坚定做好自己的事”，不跟随海外宏观政策收紧步伐，也就是说，“保持战略定力”体现为不收紧我国宏观政策。

我们再看第二个表述。在 728 政治局会议召开之前，市场最为关心的是，“5.50% 左右”GDP 增速预期目标是不是要被淡化？目前看答案是肯定的。这一判断的依据有以下两点。**第一**，728 政治局会议指出，“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”。反观 429 政治局会议的提法是，“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”。虽然两次会议均提及“保持经济运行在合理区间”，但是 429 政治局会议强调“努力实现全年经济社会发展预期目标”，而 728 政治局会议仅强调“力争实现最好结果”，此外，728 政治局会议强调“着力稳就业稳物价”，在这部分未明确提及“稳增长”。**第二**，728 政治局会议指出，“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”。其中，“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”表明部分省市完成经



经济社会发展预期目标的概率较低。此外，“经济大省”的指向很明确，就是经济总量在全国排名靠前的省份，结合李克强总理在东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会上指出，“东南沿海5省市经济体量占全国1/3以上，财政收入占比近4成，在地方对中央财政净上缴中贡献近8成”，预计东南沿海5省市在“勇挑大梁”的名单之中。

三、坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账

728政治局会议6次提及“疫情”，少于429政治局会议的7次，但是这也可以理解，毕竟429政治局会议召开时我国疫情十分严重。此外，728政治局会议与429政治局会议的一个共同点是，均用一个自然段阐述疫情防控相关事宜，区别点是，728政治局会议用了210个字，远高于429政治局会议的137个字。以上表明728政治局会议对“疫情防控”的重视程度有增无减。

在本轮上海疫情得到有效控制之后，社会层面部分人士对疫情防控的预期是，向海外部分国家全方位放开疫情管控的做法看齐，不需要再坚持“动态清零”，认为其损害了经济运行的效率。对此，我们并不认同。打个不是很恰当的比喻，“稳增长”相当于“砍柴”，而疫情防控相当于“磨刀”。诚然，放开疫情防控，在短期内有利于提高经济运行的效率，但是在海外新冠肺炎新增确诊病例不断攀升，以及新冠肺炎病毒时有变异的情况下，一旦完全放开疫情管控，则不排除国内疫情再次恶化的可能，届时可能对经济增长形成极大的冲击，摧毁短期由于放开疫情管控所带来的经济增长。可以这么说，只有防控好疫情，经济增长才能行稳致远，也就是“磨刀不误砍柴工”。以上分析的是疫情防控的“经济账”。

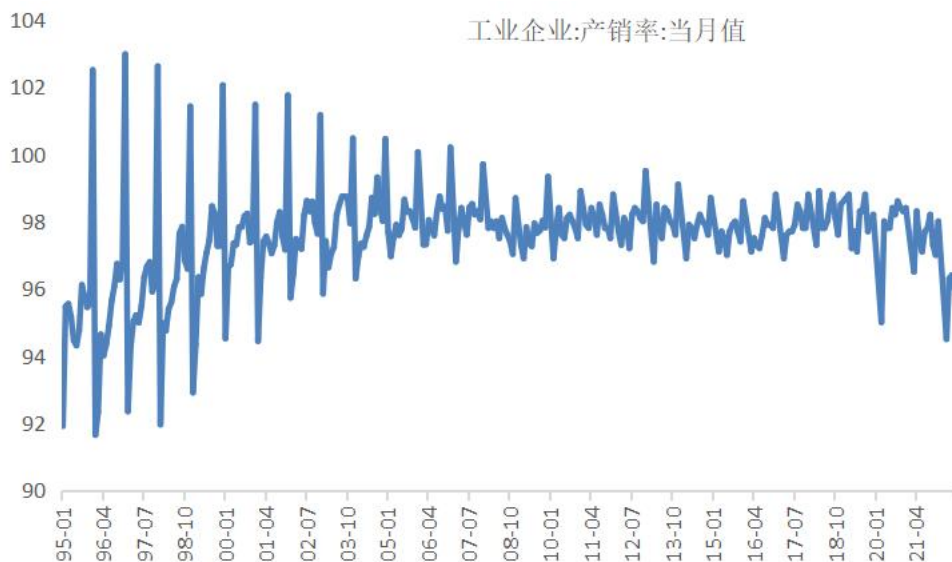
我们具体看728政治局会议对疫情防控的部署。**第一**，“我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩”。从“有效统筹”、“取得积极成效”以及“取得新成绩”等表述可以看出会议高度认可对“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第二**，在“取得积极成效”以及“取得新成绩”的基础上，会议旗帜鲜明地指出“坚持就是胜利”，以及“出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战”，也就是说，至少在年内还将坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第三**，会议指出“要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”，“要坚决认真贯彻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”。**第四**，针对市场认为应该放开疫情防控的观点，会议阐释了“疫情防控和经济社会发展的关系”，提出“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”。所谓的“综合看、系统看、长远看”，其内涵与我们在上文提到的“磨刀不误砍柴工”，也就是疫情防控的“经济账”应该有较强关联。所谓的“从政治上看、算政治账”有三方面含义：**一是**“高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”体现了我国高水平的政府治理能力；**二是**成功的疫情防控，与海外疫情的再度失控形成鲜明的对比，展现了社会主义制度集中力量办大事的优越性；**三是**“动态清零”虽然耗费一定的财政资源，但是能够及时发现疫情的苗头，避免疫情严重化，体现了浓浓

的“人文关怀”。**第五**，会议指出三个“坚持”，分别是“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”。其中，“坚持人民至上、生命至上”体现了“人本思想”，是“政治账”的组成部分，而“坚持外防输入、内防反弹”与“坚持动态清零”分别是总策略与总方针。**第六**，会议指出，“要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发”。在病毒时有变异的情况下，要想完全控制住疫情，研发出有效的新冠疫苗新药物是必要条件之一。

四、宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平

在宏观政策的主基调方面，728 政治局会议的“宽松”力度低于 429 政治局会议。这一判断的依据有以下四点。**第一**，728 政治局会议提出“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，而 429 政治局会议的主基调是，“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”。728 政治局会议关于主基调的表述只有 15 个字，明显少于 429 政治局会议的 47 个字。具体看，429 政治局会议提出“要加大宏观政策调节力度”，“加大”一词具有很强的指向性，而 728 政治局会议的“要在扩大需求上积极作为”，并没有很明显的边际意义上宽松力度的指向性。此外，429 政治局会议明确指出宏观调控要达到的结果，即“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”，但是 728 政治局会议并没有指出要达到的结果。

图 6：6 月工业企业产销率为近 3 个月新低，且处于历史低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，728 政治局会议着力扩大需求，体现在两点：一是“宏观政策要在扩大需求上积极作为”；二是财政货币政策要有效弥补社会需求不足。确实，需求疲弱是当前我国宏观经济的主要矛盾，并且在产需这一对矛盾中，需求是矛盾的主要方面，一个例证是 6 月工业企业产销率为 96.0%，较前值下行 0.40 个百分点，为近 3 个月新低，且处于历史低位区间，主因需求绝对或者相对弱于生产。但是相比而言，429 政治局会议“扩需求”的力度更

大，体现为“要全力扩大国内需求”，“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标向下政策的提前量和冗余度”。**第三**，财政政策方面，728 政治局会议指出，“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”，而 429 政治局会议的提法则是“实施好退税减税降费等政策”。对比可以看出，专项债是下半年扩内需的重要抓手，这就意味着基建投资是扩内需的主要抓手之一。**第四**，货币政策方面，728 政治局会议指出，“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”。2 季度贷款需求指数为 56.60%，较前值大幅下行 15.70 个百分点，创 2016 年 10 月以来新低。如果剔除掉 2016 年 9 月的 55.70，则为 2004 年 1 月有数据记录以来最低值。此外，728 政治局会议指出，“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，可见基础设施是货币政策的主要支持方向，但是 2 季度基础设施贷款需求指数为 58.50%，较前值下行 8.80 个百分点，创 2016 年 1 季度以来新低。其中，3-4 月疫情冲击是基础设施贷款需求指数下行的主因，但是 2 季度 58.50% 的读数，低于 2020 年 1 季度的 62.30%，彼时疫情严重程度不亚于今年 3-4 月。这一现象表明 2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷，除了疫情的影响之外，还有其他原因，可能是对宏观经济的预期较为疲弱。

图 7：2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

728 政治局会议通稿中表述的宏观政策“主基调”的力度低于 429 政治局会议，根本原因是 429 政治局会议召开时，新冠肺炎疫情还十分严重，与此同时，国内宏观经济大幅承压，如 4 月工业增加值当月同比仅为-2.90%。728 政治局会议召开时，国内新冠肺炎疫情已经得到有效控制，且主要经济指标处于修复回升状态，因此宏观政策“主基调”的力度相对 429 政治局会议减弱亦属正常。此外，即使“大水漫灌”，在疫情不时反弹，叠加海外经济承压的背景下，全年实现 5.50% 左右的 GDP 增速预期目标还面临很大困难，姑且不论“大



水漫灌”大概率造成中长期不良影响。因此，728 政治局会议宏观政策主基调的力度低于 429 政治局会议符合常理。

值得提醒的是，决定我国宏观政策力度的最根本因素是国内宏观经济走势。在美联储与欧洲央行加息缩表的背景下，叠加美国 Markit 服务业 PMI 跌破荣枯线，以及欧元区制造业 PMI 跌破荣枯线，预计下半年我国外需大概率承压。在此背景下，内需的重要性就凸显出来。但是在新冠肺炎疫情反弹压力下，叠加房地产投资增速在中短期难言反转，预计我国内需还将承受一定压力，一个例证是，最新公布的 7 月我国制造业 PMI 录得 49.0%，较前值下行 1.20 个百分点，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下。综合以上两个方面，虽然在宏观政策的主基调方面，728 政治局会议的力度低于 429 政治局会议，但是在“着力稳就业稳物价”的背景下，考虑到外需承压，必须有效提振内需，但是目前内需疲弱，因此在内外压力共同作用下，下半年我国宏观政策的力度还将维持在较高水平。

五、基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定

三驾马车方面，728 政治局会议两处提及基建投资，一处提及房地产，一处提及出口，未提及消费与制造业。反观 429 政治局会议，一处提及基建投资，一处提及房地产，一处提及消费，未提及出口以及制造业。我们具体分析如下。

基建方面，728 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”，以及“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”。反观 429 政治局会议指出，“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”。对比而言，429 政治局会议虽然只提及一次基建，但是“全面加强”这一表述的力度非常大，而 728 政治局会议两次提及基建，主要从资金来源以及投资区域来谈。鉴于 728 政治局会议两次明确提及基建投资，此外财政政策部分的专项债与基建投资高度相关，叠加考虑 7 月交通运输部召开全国交通运输 2022 年半年工作视频会，要求下半年积极扩大交通有效投资，加快建设国家综合立体交通网，主动服务国家重大战略实施，预计基建投资还是下半年“稳增长”的重要抓手，依旧是扩内需的“主力军”。

房地产方面，728 政治局会议指出，“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，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。对比 429 政治局会议的提法，“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，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，除了“支持刚性和改善性住房需求”这一表述完全一致之外，两次政治局会议对房地产市场表述的区别主要体现在以下四点。**第一**，429 政治局会议“促进房地产市场平稳健康发展”的提法被“要稳定房地产



市场”所代替，并从最后一位提至第一位。与“促进房地产市场平稳健康发展”提法相比，“要稳定房地产市场”强调“稳定”二字，具有较强的解决问题导向，被放在第一位，表明需要尽快解决相关问题。**第二**，2016年被首次提出，并且长期以来居于第一位的“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”被移至第二位。一方面表明中央坚持“房住不炒”的决心，另一方面表明当前房地产市场所面临的问题较为紧迫。**第三**，728 政治局会议用“因城施策用足用好政策工具箱”代替 429 政治局会议的“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”。客观而言，“因城施策”与“支持各地从当地实际出发”表述基本一致，差异在于“用足用好政策工具箱”与“完善房地产政策”。相比而言，“用足用好”的用语强于“完善”，“政策工具箱”与“房地产政策”相比，具有更强的实操意味。可以这么说，在前期“完善房地产政策”的基础上，目前进入“用足用好政策工具箱”阶段。**第四**，728 政治局会议用“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”代替 429 政治局会议“优化商品房预售资金监管”。其中，“保交楼”第一次出现在政治局会议通稿之中。近期房地产市场相关事件在两个角度利空房地产投资增速：**一**是对房地产市场的信心产生一定冲击，压制国房景气指数；**二**是提高居民对房地产市场的观望程度，利空商品房销售面积累计同比，而商品房销售面积累计同比则是房地产投资增速的领先指标。压实地方政府责任以实现“保交楼”在提振市场信心的同时，利多商品房销售面积累计同比，二者均有助于房地产投资增速企稳。

消费方面，728 政治局会议并未明确提及消费，反观 429 政治局会议则明确指出“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”。728 政治局会议未明确提及消费，是不是意味着不发挥消费对经济的拉动作用呢？其实不然。7 月 30 日李克强总理主持召开国务院常务会议，部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费等，明确指出“推动消费继续成为经济主拉动力”，并提出 8 条举措，主要聚焦汽车消费、住房消费、家电与绿色建材等房地产后周期消费、数字消费等领域。其中，在限额以上消费中占比第一的汽车消费“引人注目”，相关举措有 3 条，分别是：“除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制”；“打通二手车流通堵点”；“延续免征新能源汽车购置税政策”。

六、淡化 GDP 增速目标叠加外围因素令 A 股承压，但 A 股有韧性且不失结构性机会

在 7 月 25 日党外人士座谈会上，习近平总书记提出，“要落实国家总体安全观，强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，保持金融市场总体稳定”。单就“保持金融市场总体稳定”这一表述而言，容易让人联想到 A 股市场。728 政治局会议指出，“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”。至此，应该看到“保持金融市场总体稳定”，更倾向于处理“地方村镇银行风险”，以及打击相应的“金融犯罪”。

毫无疑问，A 股市场是最重要的金融市场之一。429 政治局会议指出，“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”，

彼时 A 股市场处于低位，因此通稿对资本市场着墨甚多。在 429 政治局会议之后，上证综合指数自 3000 点之下的低位反弹至 3400 点附近。在当前 A 股市场处于 3000 点之上的背景下，市场关注的焦点是，728 政治局会议对 A 股市场影响如何？总体而言，728 政治局会议对 A 股市场形成一定利空：**一是**淡化“5.50%左右”的 GDP 增速目标，利空 A 股市场分子端；**二是**宏观政策的力度弱于预期，尤其是未提及降息降准，利空 A 股市场分母端；**三是**降低 A 股市场的风险偏好。此外，全球经济增速放缓将在一定程度上影响我国出口增速，难免对传导至 A 股市场。跳出经济学的范畴，近期美国众议长佩洛西计划访台事件也在一定程度上影响 A 股市场情绪。以上均对 A 股市场形成一定压力。

即便如此，A 股市场依旧面临支撑。**第一**，经济增速方面，728 政治局会议指出，“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”。这一描述具有一定的“稳增长”色彩：**一是要**继续维持“经济回升向好趋势”；**二是要**“稳就业”本身就隐含“稳增长”的基因；**三是**明确提出“保持经济运行在合理区间”；**四是**“力争实现最好结果”，也就是说，即使“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标无法实现，也要尽全力缩小与预期目标之间的差距。**第二**，宏观政策方面，“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”，表明扩内需还是下半年的重点工作。**第三**，“要保持金融市场总体稳定”。一旦上证综合指数跌破 3000 点，则在“要保持金融市场总体稳定”的要求以及回应“市场关切”背景下，不排除出台相关举措。**第四**，在“加大对企业的信贷支持”的背景下，我们认为 M2 同比与社会融资规模存量同比大概率分别在 6 月 11.40%、10.80 的基础上维持在较高位置。从历史经验看，在 M2 同比位于高位的背景下，上证综合指数大幅下跌概率较低。

图 8：在 M2 同比位于高位的背景下，上证综合指数大幅下跌概率较低（点；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



728 政治局会议给 A 股市场带来的结构性机会有两个。**第一**，“要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”。在“双碳”这一战略目标的指引下，能源生产、能源输送与能源使用已成为资本市场关注的焦点，其中，储能设备在新能源供给消纳体系具有重要地位，在系统调节和支撑方面具有广大的潜力空间。**第二**，“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”。这一表述与 429 政治局会议基本一致。在此次疫情中，“平台经济”发挥了积极作用，如足不出户采购日常生活用品，解决了民生问题，并对物价上涨起到一定抑制作用。因此，应该客观、辩证看待“平台经济”在社会生活中的作用。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
