

研究报告

专题研究

728 政治局会议如何定调？

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

事件：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》。

本次会议淡化 5.5%经济增长目标，政策定调没有太多增量信息，甚至于在地产、财政政策等方面略不及市场预期。国内政策下半年重心“更多是重落实，而非加码”，对于市场最为关注的房地产，会议定调“守底线”，后续风险发酵和政策兜底预期或将反复拉锯。

政策总基调，坚持稳中求进大方针，重落实，重需求。

1) 货币政策：以支持实体为中心，加大信贷支持，适当倾斜基建。考虑到国内通胀压力渐显、海外加息制约等因素，以结构性货币政策为主，降息降准有空间，但短期必要性不高，总量型政策的运用需要一定触发剂，需对三季度经济运行状态进行评估。

一方面，通过 LPR 调降的刺激私人部门的融资需求，尤其是 5 年 LPR 挂钩房贷利率有利于提振居民部分的购房意愿。另一方面，再贷款等结构性工具对实体企业起到“量”的支持。在整体流动性保持合理充裕的前提下，贷款结构可能会向基建项目倾斜，基建投资作为政府把控程度最优的项目，仍是下半年稳增长的主要抓手。

2) 财政政策：用足用好已有政策。首次提出“用足用好专项债务限额”，提示了后续解决财政缺口的方案：地方动用存量专项债额度（共计约 1.5 万亿），但各地存量专项债额度分布不太均衡，发达地区空间大、欠发达地区空间相对小。

3. 房地产政策：房住不炒不动摇，保交房是核心。因城施策原则不变，对于地产销售较为低迷的三四线城市可能还有进一步的宽松空间。针对各地频发的“停贷”事件，明确由地方政府主责解决，保交楼优先级高于保企业，竣工将领先新开工恢复。总的来说，本次会议对于房地产政策的表述仍相对克制，意味着房地产在下半年仅起到“企稳”作用。

4. 本次会议并未提及消费。

股指方面可关注逢低布局多 IM 或 IC 空 IH 的跨品种套利策略。但需谨防地产风险、海外经济体衰退共振风险、债务风险引发的全面回调风险。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

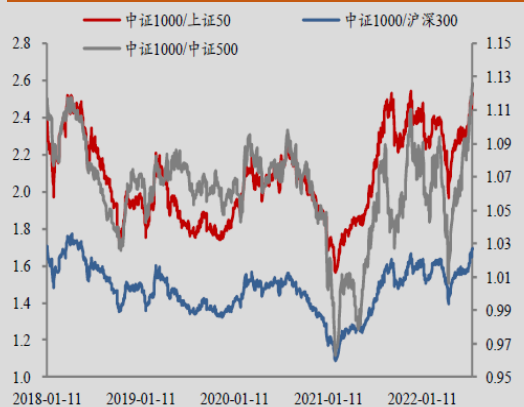
邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

相关图表



相关报告

《广州期货-专题报告-衰退周期内大类资产表现如何-20220709》

《广州期货-专题报告-宏观-4月金融数据：信用探底，政策还需加大力度-20220514》

《广州期货-专题报告-宏观-4月通胀数据：CPI温和抬升，PPI延续回落-20220513》

《广州期货-宏观-4.29政治局会议点评：目标不弃稳预期-20220430》

《广州期货-点评报告-外汇市场-央行调降金融机构外汇存款准备金率解读》

《广州期货-宏观-专题报告-“克制”的降准该如何理解？》

目录

一、事件点评.....	1
(一) 形势判断：肯定成绩，正视困难，坚定信念.....	1
(二) 增长目标：淡化 5.5%，锚定物价与就业.....	1
(三) 政策基调：重落实，需求端发力.....	2
(四) 其他方面.....	3
二、启示.....	3
免责声明.....	5
研究中心简介.....	5
广州期货业务单元一览.....	6

事件：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》。

一、事件点评

自今年4月底政治局会议以来，国内疫情逐渐趋于稳定，伴随稳增长政策的进一步加码，我国经济基本面走出一段疫后小复苏，在疫情影响下二季度GDP同比增长0.4%，依然实现了正增长。但不可否认的是，我国经济并未实质全面好转，内外部形势更甚严峻。

1. 复杂严峻的国际环境：高通胀+快加息+衰退预期。

俄乌冲突带来的大宗商品价格飙升，引发全球对于能源安全及粮食安全的担忧，也加剧了全球通胀压力及制造业成本压力。顽固通胀背景下，美联储开启罕见的“快且狠”的加息步调，至此，除日本继续维持超宽松货币基调外，主要发达国家经济体均已进入加息周期。一方面，加剧全球汇率波动风险，货币政策保持相对独立经济体的汇率压力将逐步显现，部分国家主权债务风险敞口跃升；另一方面，极易引发全球性的衰退风险，外需前景堪忧。

2. 国内经济内生动力不足：疫情+地产风险+需求疲软

国内疫情反复，产业链供应链存在停摆风险；与此同时，三年疫情冲击导致私人部门资产负债表受损，微观主体信心不振，需求端存在较大缺口。作为经济重要支柱的房地产行业可以说已处于过去20年行业繁荣的尾声，不少地产企业面临流动性风险及债务危机，国内金融体系面临一定冲击。

通常而言，每年4、7、10、12月底召开的季度政治局会议都是接下来政策的重要风向标，7月底的年中政治局会议则能起到承前启后的作用，其定调往往会延续到当年底，因此，本次会议如何定调备受瞩目。但鉴于今年下半年还将迎来二十大会议，政策基调可能会在四季度有所调整。

（一）形势判断：肯定成绩，正视困难，坚定信念

本次会议肯定了上半年在严峻形势下的努力与成绩，但亦正视当前经济运行所面临的突出矛盾和问题，会议要求保持战略定力，意味着政策在没有突发情况下，不会受到外部压力及短期经济增长目标的干扰，政策将着眼于中期，沿着既定的目标，坚定做好自己的事。

（二）增长目标：淡化 5.5%，锚定物价与就业

当局对于下半年经济稳增长仍是硬要求，但相较于4月底政治局会议提出的“努力实现全年经济社会发展预期目标”，本次会议要求“力争实现最好结果”，进一步淡化了5.5%的数字目标，同时突出“稳物价、稳就业”，是保持经济运行在合理区间的重要内涵。

从上半年经济运行情况来看，就业情况面临着一定的结构性压力，6月青年失业率（16-24岁）高达19.3%，数据背后的是供大于求的就业现实。供应端：2022年的高校毕业生人次高达1076万，其增量与规模皆为历史新高。需求端：在经济下行压力面前，作为用人方的各大企业“踟躇前行”。

下半年，如若“全球衰退-出口-制造业-就业”这一传导链条成立，就业压力仍不可小觑，目前来看我国政策思路是实行结构性的政策工具降低实体企业成本，刺激内需保市场主体，“扩大投资，以工代赈”+“灵活就

业”增加就业岗位/途径。

物价方面，6月CPI受猪价、油价拉动，线下服务消费阶段性复苏影响同比超预期上行，但核心CPI依旧低迷，显示内需不足，整体而言暂处于“温和通胀”区间。但后续在国内猪周期抬头及俄乌冲突带来的输入型通胀压力下，存在一定的“猪油共振”风险，对我国政策宽松形成一定约束。会议中亦提到“强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力”。

（三）政策基调：重落实，需求端发力

会议坚持稳中求进的工作总基调，并延续4月底政治局会议“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。

1.防疫政策：坚持动态清零，短期放松空间不大，但会优化，尽量将对经济运行的干扰降到最低。

本次会议对于防疫政策的描述，几乎没有太大改动，重申“动态清零”并上升至“四看”新高度：“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”。我们理解，“政治账”与“经济账”并不冲突，“政治账”相较于“经济账”，无论从横向的涉及面还是纵向的时间线，覆盖面都更广。“该管的要坚决管住，决不能松懈厌战”表明防疫政策的放松空间并不大。但此前过度防疫带来的经济损失对经济运行造成一定影响，因此会议提出“该保的要坚决保住”，并要求“要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发”。

目前，国内主要城市基本采取常态化核酸，是提高防疫效率的相对有效的措施，但也需看到这对地方财政支出造成较大压力。总的来说，在坚持“动态清零”原则下，适当微调、优化防疫政策是本次会议的取向。后续防疫核心关键还在于病毒变异及新药物研发上。

2.货币&财政政策：着眼于需求端发力，重落实，非加码

上半年突发疫情带来的供需双弱，一系列政策措施都落在“保市场主体”层面，大规模的财政留抵退税带来了M2的高增，经济数据上，生产端也出现明显修复。但在疫情逐渐趋于稳定的情况下，有效需求不足的问题愈发凸显，因此本次会议对于宏观政策的大方向定位为“在扩大需求上积极作为”。7月19日，李克强总理“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”也为本次会议的宏观政策定调做了一定的预期管理。

1) 货币政策：以支持实体为中心，加大信贷支持，适当倾斜基建。

考虑到国内通胀压力渐显、海外加息制约等因素，以结构性货币政策为主，降息降准有空间，但短期必要性不高，总量型政策的运用需要一定触发剂，需对三季度经济运行状态进行评估。

下半年货币政策仍以支持实体为中心，加大对企业的信贷支持。一方面，通过LPR调降的刺激私人部门的融资需求，尤其是5年LPR挂钩房贷利率有利于提振居民部分的购房意愿。另一方面，再贷款等结构性工具对实体企业起到“量”的支持。此外，会议着重提出“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，意味着在整体流动性保持合理充裕的前提下，贷款结构可能会向基建项目倾斜，基建投资作为政府把控程度最优的项目，仍是下半年稳增长的主要抓手。

2) 财政政策：用足用好已有政策。

关于财政政策的表述，对此前“调整赤字”、“增发特别国债”、“提前动用明年专项额度”等市场预期方案只字未提。首次提出“用足用好专

项债务限额”，提示了后续解决财政缺口的方案：

目前地方政府债务采取限额管理，包括一般债务限额和专项债务限额，余额不得突破限额，年度地方政府债务限额=上年地方政府债务限额+当年新增债务限额（或减去当年调减债务限额）。

根据财政部数据，截至2021年年底，我国地方政府债务限额与余额之间有2.8万亿空间，其中2021年末地方政府专项债务余额约为16.7万亿元，当年限额是18.2万亿元。这意味着截至去年底各地留存约1.5万亿元存量专项债额度，可以移至今年使用。此外，地方动用存量专项债额度仅需通过地方人大审议通过即可，流程制度相对简单。当然，各地存量专项债额度分布不太均衡，发达地区空间大、欠发达地区空间相对小。这与会议中“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”的要求有所呼应。

3. 房地产政策：房住不炒不动摇，保交房是核心。

关于房地产方面的表述，会议将其列为“全方位守住安全底线”行列。“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”的表述体现出，因城施策原则不变，对于地产销售较为低迷的三四线城市可能还有进一步的宽松空间。针对各地频发的“停贷”事件，明确由地方政府主责解决，保交楼优先级高于保企业，竣工将领先新开工恢复。总的来说，本次会议对于房地产政策的表述仍相对克制，意味着房地产在下半年仅起到“企稳”作用。

（四）其他方面

基建：1) 中西部地区改善基础设施和营商环境；2) 加大力度规划建设新能源供给消化体系。

制造业：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。

出口：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。

平台经济：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。

较为意外的是，本次会议并未提及消费。

二、启示

本次会议政策定调没有太多增量信息，甚至于在地产、财政政策等方面略不及市场预期。国内政策着眼于中期，充分考虑到Q4及明年上半年风险，下半年重心“更多是重落实，而非加码”，对于市场最为关注的房地产，会议定调“守底线”，地产风险解决难以一蹴而就，后续风险发酵和政策兜底预期或将反复拉锯。此外还需关注海外经济体衰退共振风险及债务风险。

股指方面可关注逢低布局多IM或IC空IH的跨品种套利策略。当下，长期赛道方向景气分化，交易较为拥挤，短期可能出现轮动。但中期层面，基于下半年经济呈现弱复苏的温和路径及宏观流动性合理充裕背景，顺周期板块盈利修复的不确定性较大，市场“资产荒”格局或再度重新强化，在产业和改革政策的催化下，景气集中或继续支撑成长风格取得相对收益，同时考虑到美国经济下半年处回落态势，美联储加息预期或阶段性到顶，外部制约或逐渐弱化，美债收益率对A股成长风格的影响将逐步减弱，整

体而言，中小盘成长风格相对占优。但需谨防上述风险事件发酵引发的全面回调风险。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山南海营业部	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层0225房、17层03房自编A	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	