



建银国际证券 | 研究部

中国经济评论：政治局会议- 疫情防控持续，政策托底增长

China Economics Update: The Politburo Meeting - Aiming for steady recovery as pandemic control continues

政治局会议突出持续疫情防控，政策重视托底经济，务实提升增长：坚持“动态清零，出现了疫情必须立即严格防控”。下半年经济“力争最好结果”。会议未提年初制定的年度增长目标，体现疫情防控的环境下政策注重托底经济并管理风险，避免大幅刺激。稳物价的要求也将限制需求刺激的空间，政策取态与我们总体预期一致。

宏观政策将保持支持但重在有效，预计定向宽松为主：财政政策强调落实，包括充分利用已发的地方专项债资金等。会议并未提及增加新增发债或增加年度赤字。但由于今年财政发力前置而经济仍受疫情影响，下半年财政空间仍有扩大的需求。在稳物价的要求下预计流动性大幅宽松的空间有限，结构性信贷是支持经济的主要政策工具之一。

行业政策聚焦重点领域：政治局会议继续强调房住不炒，显示中期地产政策导向未变。预计地产政策继续保持有限宽松，因城施策，通过放松限购、推进复工复产、增加开发商流动性支持等政策，缓解开放商的流动性压力。平台经济的规范化仍在当中，下半年有可能推进“绿灯”投资案例。

The Politburo meeting held on July 28th stressed the need to maintain continuous pandemic controls and aim for steady economic recovery in 2H. It emphasized that "Covid must be strictly prevented and controlled immediately". The Politburo stressed that it will strive to achieve the "best outcome" for the economy in 2H, though it no longer highlighted the annual growth target. This suggests that policies will aim for steady economic recovery and risk management under the constraint of Covid controls in the near-term, without rolling out large stimulus. The rising inflation trend also limits the scope of macro policy stimulus, in our view. The policy stance is largely in-line with our expectation.

Macroeconomic policies will remain supportive, with a focus on the effectiveness of existing measures. On fiscal policy, the government emphasized the need for effective use of proceeds from local special debt issuance. There is no indication however of additional fiscal support or a larger deficit for the year. Still, in our view a larger annual fiscal deficit than envisaged at the start of the year is likely needed given the soft economy and fiscal shortfalls. With rising inflation, the scope of liquidity easing is likely limited, and we expect directed credit to targeted sectors to be a key policy instrument.

Sector policy focus: for property, "housing is for living not for speculation" guidance remains the key message, suggesting that medium-term policy orientation will remain unchanged. Local policies would vary, and we expect supportive policies to continue including relaxation of housing purchases, targeted policies to push for resumption in construction, and liquidity support for developers. Also, investment towards internet "platform" companies will be encouraged as the government pushes forward with regulatory reforms.

崔历 Li Cui

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

张莹 Ying Zhang

(852) 3911 8241
zhangying@ccbintl.com

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。会议提出下半年坚持防疫不放松，同时要扩大有效需求，力争经济目标实现最好结果。表一列出本次会议和去年底中央经济工作会议的主要对比。

具体来看，本次会议的重点在几方面：

- **防疫政策不放松：** 继续坚持“外防输入、内防反弹”并坚持“动态清零，出现了疫情必须立即严格防控”。同时要保证影响经济社会发展的重点功能有序运转。
- **宏观政策目标：** 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”。与去年底以来强调的“稳字当头、稳中求进”、“保持经济运行在合理区间”提法大体一致。未提年初制定的年度增长目标，而突出管理就业压力和稳定价格的需要。
- **宏观政策强调扩大有效需求，** 要求“财政货币政策有效弥补社会需求不足”。在防疫环境下，强调区域化差别，“有条件的省份力争完成经济社会发展预期目标”。
 - **财政政策**方面更强调落实，要求“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”。由于年初以来专项债加快发行，上半年新增额度达3.14万亿元人民币，是去年同期的两倍，财政重点将是提升财政资金的使用效率和项目落地。
 - **货币政策**则要求“保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持”，进一步延续去年以来“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”的说法。
- **地产政策关注近期风险：** 继续强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。与去年底经济工作会议关注“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”等长效机制相比，本次会议更多关注短期问题，着重强调“稳定房地产市场”，“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。
- **行业政策聚焦粮食、能源、金融风险、平台经济、物流等重点领域。**与去年底的会议中包括反垄断、共同富裕等纲领性要求相比，政策相对集中，具体包括：
 - 强化粮食安全和能源供应，同时“加大力度规划建设新能源供给消化体系”，与全球环境的变化和能源转型的要求一致。
 - 要求妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。
 - 推动平台经济规范健康持续发展。在去年底会议要求为资本设立“红绿灯”的基础上，本次会议提出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。行业监管有所推进。
 - 全球供应链受限下，本次会议提出要“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”，同时“支持中西部地区改善基础设施和营商环境”。

解读和预期

政治局会议突出显示中央对近期经济增长和风险点的关注。二季度经济增长受疫情影响不及预期。近期有所修复但并风险仍存。虽然全球环境较为复杂，流动性收紧，但总体中国对外贸易保持坚挺，跨境资金也保持韧性，主要的挑战在于内需特别是就业疲软。物价、地产、金融、能源等领域都面临风险点。

政策定位务实提升经济：疫情防控仍是首要任务。实现年初设立的 5.5% 的增长目标难度较大。政治局会议体现下半年在疫情防控的环境下务实提升经济，避免大幅刺激，“力争实现最好结果”。稳物价的要求也将限制需求刺激的空间。近期国内疫情再起，虽然目前看预计疫情和封控不会达到 4、5 月份的强度，但预计消费和服务业的反弹将受限。好的一面是，制造业则受益于产业升级和贸易相对较为坚挺，预计对经济继续有所支持。

政治局会议强调宏观政策将保持支持，但重点是有效：财政货币政策强调扩大有效需求。在疫情防控等多重约束下政策预计仍以定向宽松为主。财政政策强调落实，包括充分利用已发的地方专项债资金等。预计在预算内财政资金、专项债使用效率提升、加大央行再贷款等支持下，下半年基建投资同比增速温和提升达到 10% 左右。虽然政府并未提及扩大全年的财政空间。但今年财政发力前置而地方财政压力加大，下半年财政空间仍有扩大的需求，包括提前下发明年的专项债限额。由于消费者通胀已进入上行期，在稳物价的要求下预计流动性大幅宽松的空间有限，普惠基建等结构性信贷预计持续。

行业和地产政策：政治局会议继续强调房住不炒，显示中期地产政策导向未变。地方有政策空间继续支持刚性和改善性住房需求。6 月后地产销售有所复苏，但修复并不稳定。预计地产政策继续保持有限宽松，因城施策，通过放松限购、推进复工复产，增加开发商流动性支持等政策，缓解开放商的流动性压力。平台经济的规范化仍在当中，下半年有可能推进“绿灯”投资案例。

	2021年12月10日 中央经济工作会议	2022年7月28日 中共中央政治局会议
疫情防控	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准做好疫情防控工作。	坚持就是胜利。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。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。 <u>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。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。</u>
经济形势	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、 <u>预期转弱</u> 三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进， <u>外部环境更趋复杂严峻和不确定</u> 。	当前经济运行面临 <u>一些突出矛盾和问题</u> ，要保持战略定力，坚定做好自己的事。
宏观定调	<ul style="list-style-type: none"> 明年经济工作要<u>稳字当头、稳中求进</u>，各地区各部门要承担起稳定宏观经济责任，<u>各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前</u>。 要继续做好“六稳”、“六保”工作特别是保就业保民生保市场主体，围绕保持经济运行在合理区间，<u>加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性</u>。 	<ul style="list-style-type: none"> 坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。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，<u>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</u>。 保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，<u>该保的要坚决保住</u>。 <u>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。要发挥企业和企业家能动性，营造好的政策和制度环境，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投</u>。
财政政策	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证 <u>财政支出强度，加快支出进度</u> 。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， <u>适度超前开展基础设施投资。坚决遏制新增地方政府隐性债务</u> 。	财政货币政策要 <u>有效弥补社会需求不足</u> 。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府 <u>用足用好专项债务限额</u> 。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持， <u>用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金</u> 。
内需政策	财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。	宏观政策要在扩大需求上积极作为。
地产政策	<ul style="list-style-type: none"> 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，<u>因城施策促进房地产业良性循环和健康发展</u>。 	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， <u>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</u> 。
其他重点	<ul style="list-style-type: none"> 要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施，<u>加强反垄断和反不正当竞争</u>。 要深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。科技政策要扎实落地。 要正确认识和把握碳达峰碳中和。 改革开放政策要激活发展动力。要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革。 区域政策要增强发展的平衡性协调性。社会政策要兜住兜牢民生底线。<u>解决好高校毕业生等青年就业问题。推动新的生育政策落地见效，积极应对人口老龄化</u>。 要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径。要在推动高质量发展中强化就业优先导向，提高经济增长的就业带动力。 要正确认识和把握资本的特性和行为规律。<u>要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长</u>。 要正确认识和把握防范化解重大风险。 	<ul style="list-style-type: none"> 要保持金融市场总体稳定，<u>妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪</u>。要压实安全生产责任。 提升能源资源供应保障能力，<u>加大力度规划建设新能源供给消化体系</u>。 要扎实做好民生保障工作。要着力保障困难群众基本生活，<u>做好高校毕业生等重点群体就业工作</u>。 要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。 要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，<u>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</u>。 要积极促进进出口、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。

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征询独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公

众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2022。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097