形势判断更为积极　政策基调突出稳健

——7 月 30 日政治局会议要点解读

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年经济工作。我们对以下几个方面做重点解读：

形势判断：二季度经济增长明显好于预期；当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大。首先，此次形势判断更为积极。作为对比，4 月 17 日政治局会议强调两个“前所未有”，即疫情冲击前所未有，经济发展面临的挑战前所未有；而本次会议则提出“经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期”。一方面，二季度以来国内疫情虽小有反复，但总体已处于稳定控制状态；另一方面，二季度 GDP 同比达到 3.2%，高于市场普遍预期，在全球主要经济体中率先恢复正增长（根据刚刚公布的数据，二季度美国 GDP 环比下降 32.9%，同比下降 9.5%）。

二季度经济形势好于预期有两个主要原因：一是二季度尽管消费仍是负增，但投资及时顶了上来，对经济增长的拉动力达到 5 个百分点。二是在防疫物资出口大增等带动下，二季度出口意外强劲——二季度我国出口同比增长 0.1%，而同期全球整体出口降幅达到两位数。由此，净出口对二季度 GDP 增长形成 0.5 个百分点的正向拉动。

本次会议强调“经济形势依然复杂严峻，不稳定不确定性较大”。这主要是指当前境外疫情仍在加速蔓延，输入性病例很难完全杜绝，国内个别地区疫情还会不时出现反复。这一方面会带来外需下滑风险，另一方面也会制约下半年国内经济复苏进程。此外，当前中美关系波折不断，近期紧张态势有所升级。11 月美国大选之前，民调处于明显下风的特朗普有可能在中美关系上再启事端。值得一提的是，两国经贸官员将在 8 月通话，评估第一阶段中美经贸协议执行进展——受疫情影响，协议中关于扩大美国商品进口额部分存在序时进度滞后情况。

目标任务：扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，努力完成全年经济社会发展目标任务。今年目标任务有两个焦点:一是在收官之年全面建成小康社会，二是在疫情冲击下稳定就业市场。这意味着尽管今年未设定具体经济增

长目标，但 GDP 仍然要保持一定增速。考虑到二季度以来的经济修复进度，我们判断下半年 GDP 增速有望逐步向 6.0%的潜在增长水平靠拢，全年经济增速将达到 2.5%。这将能确保小康目标中“GDP 十年翻一番”目标基本完成，同时也能对完成全年就业目标提供基础支撑。

今年底线思维突出体现在“六保”之中，而稳就业则是“六稳”和“六保”的首要关注点。伴随毕业季来临，下半年就业压力会有所加大。预计下一步宏观政策会加大对稳就业的支持，各地财政有望增加稳岗招工补贴规模，引导信贷、社融重点流向就业密集型行业企业的定向政策也可能出台，以确保完成全年新增 900 万以上的就业岗位目标，缓解疫情对大学生、农民工就业的影响。

宏观政策：财政政策要更加积极有为、注重实效；货币政策要更加灵活适度、精准导向；房地产调控重申“房住不炒”。据测算，今年包括政府性基金、养老保险等在内的广义财政支持力度接近 11.6 万亿。其中上半年投放 4 万亿，下半年投放规模会增加至 7.6 万亿。资金规模上来后，接下来的重点就是要及时起到逆周期调节作用，形成实物工作量，其中一个观察点就是基建投资增速。我们判断，继二季度基建投资同比转正（6.0%）之后，下半年在资金更加充裕背景下，基建投资有望实现两位数以上的高增长。

关于“货币政策要更加灵活适度、精准导向”，意味着下半年 M2、社融增速会较为温和，将分别处于 12%和 14%以内的“合理增长”区间，从而显著低于 2009 年和 2015 年的两个货币扩张周期。另外，本次政治局会议未再提及降息降准，意味着下半年动用这两项政策工具的概率在下降；即使实施，降息降准幅度也会明显低于上半年，“推动综合融资成本明显下降”将主要由金融系统、特别是银行体系让利 1.5 万亿完成。

不过，我们同样认为，下半年货币政策转向的可能性也基本可以排除，这体现在本次会议强调“宏观政策加强协调配合”方面：考虑到下半年财政发力需要低成本融资支持，当前市场资金利率存在小幅下调空间；财政资金支持项目启动后，信贷、社融等配套资金也需要及时到位，才能充分发挥财政资金的逆周期调节作用。

最后，“精准导向”显示下半年信贷、社融将主要流向以制造业、小微企业为代表的实体经济部门，城投、房地产融资会受到一定控制。这也是“实现稳增

长和防风险长期均衡”的内在要求。预计下一步监管层会重点挖掘“直达工具”等结构性货币政策潜力，其中围绕央行再贷款，还可能推出新的政策工具，精准引导信贷资金流向。这也进一步降低了大水漫灌的必要性。

本次会议重申“房住不炒”，与 7 月 24 日房地产工作座谈会内容相衔接，表明在经历明显修复之后，下半年房地产调控风向趋紧，整个行业不会出现高歌猛进态势，其中一个重点就是要压住部分城市房价过快上涨势头。不过，今年稳增长仍需借重房地产投资，地方政府也需要增加土地出让金收入来缓解支出压力，因此下半年无论是房地产投资还是商品房销售，都会保持一定增幅度，全年主要房地产行业指标仍有望高于上年。

需求端：要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。在复工复产顺利推进过程中，二季度经济修复的一个不足是终端需求明显偏弱。在 GDP 同比转正的背景下，二季度社会消费品零售总额同比仍是负增（-3.8%），食品之外的普通商品价格持续走弱。本次政治局会议对此予以关注，提出“扩大最终消费”。这既符合提升内循环主体地位的中长期方向，也能缓解短期增长动力不均衡问题。我们认为，继上半年重点支持企业之后，下半年政策上有可能加大对居民收入和消费的支持力度，重点会向边际消费倾向更强的低收入阶层倾斜。具体政策可能包括加大财政定向补贴力度，鼓励各地更大规模发放消费券，以及在健全疫情防控机制过程中，逐步放开旅游、娱乐等服务消费限制等。

总体上看，本次政治局会议对当前形势判断更为积极，未来工作部署突出强调已有政策措施的具体落实，而非“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，体现了对完成全年经济社会发展目标的决心和信心。同时，考虑到“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大”，我们预测若下半年外部环境、特别是外需出现较为明显的不利走势，国内宏观政策还会保持高度灵活性，通过及时对冲确保完成全年任务目标。与其他主要经济体相比，当前我国无论是在货币政策还是在财政政策方面，都留有充分的发力空间。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。