分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

7 月政治局会议精神理解：持久战和双循环

1.事件

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，对我国下半年经济工作和政策框架做出部署和指引。

2.点评

会议确认经济复苏超预期，但尚未完全修复。应对疫情对资本市场和实体经济的冲击，上半年宏观政策采取了货币财政双宽松的逆周期调控政策，托底宏观经济。政治局会议首先肯定了宏观政策的效果，“二季度经济增长明显好于预期”，同时也表明“当前经济形势仍然复杂严峻”，基本面尚未完全修复，政策不至于转向。

逆周期改“跨周期”，政策或迎二阶拐点。会议对疫情短期影响表述较少，而是特别指出要从持久战的角度认识当前的问题，完善宏观调控跨周期设计和调节，兼顾稳增长和防风险。此前央行行长易纲在陆家嘴论坛的发言中提出“提前考虑政策工具的适时退出”，以及近期货币政策的边际收紧都让市场陷入对货币政策转向的悲观预期中，此次中央重拾防风险议题，也是在上半年货币信用双宽的背景下导致杠杆率抬升、资产价格上涨的必然选择，基本确认了下半年政策力度难再加码。

财政重实效，货币偏结构，社融或放缓。相比 4 月“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”的表述，会议对宏观政策的要求是“落地见效”。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”。政策隐含的框架是“宽财政+稳货币”。货币从价量齐宽到精准导向，结构化特征明显，下半年的政策重点主要在提高财政资金的使用效率，做实盈利和增长。会议强调“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，根据中国人民银行行长易纲在陆家嘴论坛的表述，全年社会融资规模增量将超过 30 万亿元，对应社融增速保守估计在 12%左右，按照 GDP1%的增速（IMF6 月预测）和 3%的温和通胀估计，社融-名义 GDP 增速的缺口大概率扩大到 8%，与通常的合理区间相去较远，下半年社融和信贷投放料将收缩。

“双循环+科创”迎接持久战。对于外部环境，会议指明当今世界正经历百年未有之大变局，我国发展仍然处于战略机遇期，面对日趋复杂的国际环境，我们必须从持久战的角度加以认识。如何应对持久战？会议指出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。我们认为，国内大循环立足于内需，重点在于新基建、制造业、消费需求等，对传统基建和房地产拉动经济的依赖减弱。国内国际双循环则更多依赖科技创新，推动产业链升级和完善，提升产业附加值，同

时在空间上拓展贸易链的广度，深化与东盟、日韩等周边经济体的贸易往来，实现产业链“补短板和锻长板”。

总结：政治局会议对于下半年宏观政策框架的定调颇具定力，着眼于打“持久战”而不是熨平疫情对经济的短期冲击，中央重拾“防风险”议题意味着下半年加力空间有限，“稳货币+宽财政”的格局基本确立。货币政策方面没有要求降准降息，淡化总量，强调结构，意味货币政策回归常态，不过从央行近期的公开市场操作来看，资金面已经出现了收紧，后续进一步收紧的概率不大，并且不排除再度降息降准的可能，但货币的影响整体偏中性。财政方面，主要是提高财政资金的使用效率，对已发行的专项债要加快使用，形成有效投资。会议强调要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，上半年宽信用效果显著，下半年在货币边际收紧的背景下，信贷投放和社融增速预计将放缓，此外，会议强调的“双循环”重点在于新基建、制造业、消费和科技产业，传统基建和房地产对经济的拉动作用料将减弱，经济修复预计将较为平坦。对债市而言，阶段性机会仍存，但难度显然加大；对股市而言，慢牛格局逐渐打开，长期投资性价比仍高。

图表 1　2020 年 7 月与 4 月政治局会议表述对比

	2020 年第一季度	2019 第四季度
基本面	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，三大攻坚战扎实推进，经济结构持续优化。 当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大。	今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。 我国经济展现出巨大韧性，复工复产正在逐步接近或达到正常水平。 当前经济发展面临的挑战前所未有
总部署	我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。 确保宏观政策落地见效	坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。 在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序。必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。 要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。
财政政策	财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

货币政策	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

资料来源：新华社、万和证券研究所

3.风险提示：政策落地不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn