政策加快落地见效，支持力度不减

——0730 政治局会议解读

重要会议点评

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 胡文艳 李沫

事件：中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作（见表 1）。针对本次会议透露出经济和政策变化，我们的解读如下：

一、经济形势：中长期问题复杂严峻，需做好持久战准备

对于国内经济形势，7 月 30 日中共中央政治局会议（下文简称“0730 会议”）提出“二季度经济增长明显好于预期”，肯定了上半年国内疫情防控与经济发展取得的积极成果，也反映出国内经济韧性较为强劲。但世界经济发展已发生新变化，会议强调“我们遇到的很多问题是中长期，必须从持久战的角度加以认识”，并提出“当前经济形势仍然复杂严峻”，表明高层对未来经济发展环境面临的困难挑战有充足的预期和准备。

对于中长期问题的理解，我们认为主要体现为中国经济发展正处于两个转换期：**一是当今世界正经历百年未有之大变局，全球治理体系处于新旧转换期，**期间中美大国竞争与博弈难以避免，且会长期存在，会议提到要“发扬斗争精神”，疫情导致逆全球化根源性动因得到进一步强化、多边合作和全球治理体系中的已有“裂缝”可能加大加深，全球不稳定性不确定性明显增强；**二是国内经济处于新旧动能转换期，**会议提出“我国已进入高质量发展阶段”，但“发展不平衡不充分问题仍然突出”，未来坚持结构调整成为推动经济可持续增长的关键性选择。

二、下半年经济工作思路：牢牢把握扩大内需战略基点

面对依旧严峻复杂的中长期问题，对于下半年经济工作思路，“0730 会议”开出的药方是“牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力”，同时从中长期发展战略角度出发，要“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”。

坚持扩大内需的背后，**一方面**源于在海外疫情蔓延峰值未到、保护主义上升、全球市场萎缩的外部环境下，正如总书记在 7 月 21 日企业家座谈会上所言，“我们必须集中力量办好自己的事，充分发挥国内超大规模市场优势”，以顺利实现“六稳”、“六保”目标。**另一方面**上半年国内经济呈恢复性增长态势，但供给端修复速度明显快于需求端，

供需缺口有所扩大，去库存压力增加，导致经济修复动能减弱，需加大对需求侧的刺激。如 6 月工业增加值同比增长 4.8%，已基本恢复至疫情前水平，但需求端尤其是消费和制造业投资持续负增长，6 月份消费和制造业分别同比下降 1.8%和 3.5%，恢复依然偏慢。

此外，会议强调要“大力保护和激发市场主体活力”，这与总书记在企业座谈会上“市场主体是经济的力量载体，保市场主体就是保社会生产力”的表述一脉相承。预计下一阶段，保护支持市场主体的政策支持力度仍会加大，以帮助广大市场主体实现更大发展。同时，这也是落实“六稳”、“六保”任务，努力完成全年经济社会发展目标任务重要举措，因为市场主体是我国经济活动的主要参与者、就业机会的主要提供者、技术进步的主要推动者。

三、宏观政策：加快落地见效，支持力度不减

与 4 月份政治局会议“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”的表述不同，本次会议更加强调“要确保宏观政策落地见效”，反映出宏观政策已由疫情期间的危机对冲模式回归常态化，但这并不意味政策支持力度会减小，相反在前期财政货币政策储备充分、政策效用提高的基础上，宏观政策支持力度不减。总书记在企业家座谈会上甚至提到“要加大政策支持力度”。

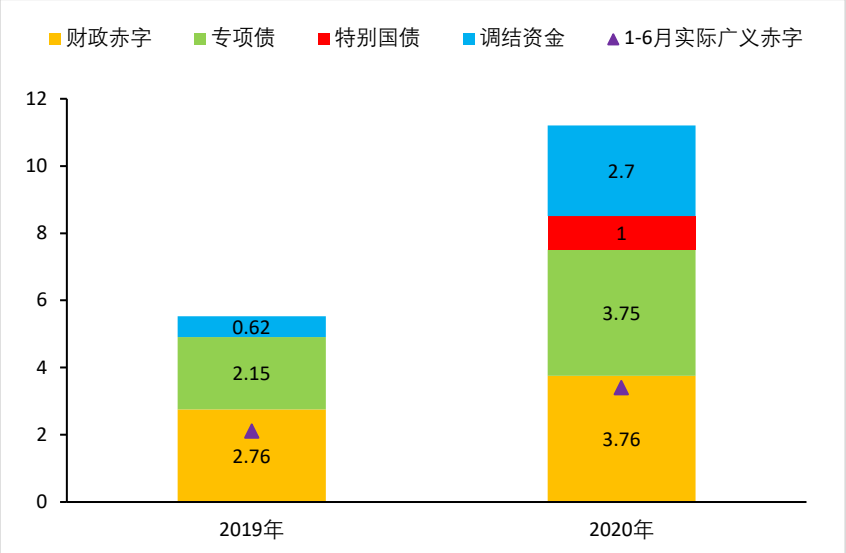
（一）财政政策：注重实效，扩大有效投资是政策重点

本次会议在积极财政政策后面增加了“注重实效”，但未提及财政赤字率、特别国债、专项债等具体财政政策，表明下半年财政政策发力空间较为充足，未来财政工作的重点在落实层面。同时“要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”，表明扩大有效投资是下半年财政政策的发力重点，基建投资有望继续引领经济复苏。

一是下半年财政发力空间充足。为对冲疫情冲击，2020 年积极的财政政策发力空间明显增加，如我们将一般公共预算和政府性基金预算合并看，今年包括一般公共财政赤字、专项债、特别国债和调转结余资金（剔除政府性基金调入一般公共财政部分）的广义财政赤字规模合计达 11.2 万亿元，较 2019 年提高 5.68 万亿元。且 1-6 月份广义财政赤字差额为 3.4 万亿元，占全年额度的三成左右，预示着下半年广义财政支出可以高出广义财政收入 7.8 万亿元，财政发力空间较大（见图 1）。

二是财政更侧重“扩投资”，注重质量和效益。一方面要加快债券资金的发行与使用。截止 7 月 30 日，政府债券净融资额约 4.45 万亿元，意味着年内还有超 4 万亿的政府债券等待发行，而债券发行与资金拨付使用存在时滞，因此要加快债券资金的发行与使用，尽快形成实物投资量，提高债券资金“扩投资”效率。另一方面，要优化财政资金投向，重点支持“两新一重”建设，确保财政投资项目质量。如本次会议明确积极扩大有效投资要“着眼长远”，新型基础设施建设、国家重大战略项目建设、新型城镇化建设等既促消费惠民生又调结构增后劲的投资领域，将成为财政“扩内需”的重要抓手

图 1：2020 年广义财政赤字大幅扩张（亿元）



资料来源：WIND，财政部，财信研究院

三是下半年公共消费支出力度有望增加。虽然财政政策侧重于“扩大有效投资”，但会议也明确提出“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”。最终消费不仅包括居民消费，还包括政府消费。提高政府公共消费尤其是教育、医疗等社会性消费支出，有利于减少居民的预防性储蓄，对居民消费产生正向“挤入效应”，有助于释放居民长期消费潜力，为居民消费升级创造条件。

（二）货币政策：精准导向，金融继续让利

会议强调货币政策要“精准导向”，与“0417 政治局会议”直接点名“降准、降息”相比，表明阶段对冲性货币政策将继续退出，未来结构性政策将担当重任，在“量”和“价”上同时向制造业、中小微企业倾斜；但货币政策亦不存在大幅收紧的基础，因为经济形势仍然复杂严峻，为配合财政发力、落实好结构性政策、应对外部不确定性冲击，货币政策需继续更加灵活适度。

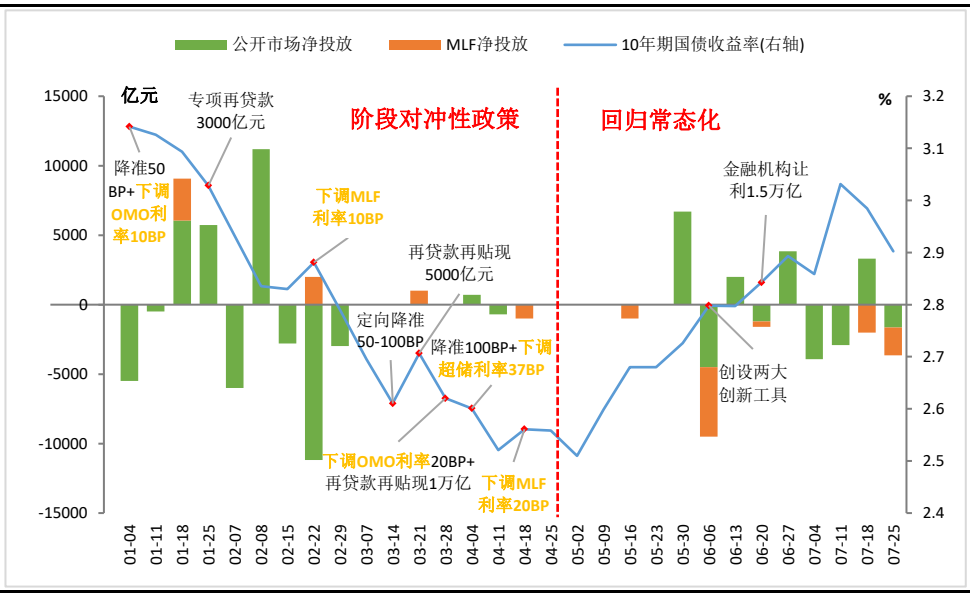
一是量的方面，维持总量适度，新增融资重点流向制造业、中小微企业。4 月份底以来，国内货币政策已经在陆续退出（见图 2），央行二季度例会也提出要“坚持总量政策适度”。背后的原因：一是国内经济修复超预期；二是上半年国内信贷和社融的投放规模均为巨量，为防范资金空转，央行对防风险目标的考量明显增加；三是年内创新直达实体经济政策储备充裕，如目前普惠小微企业信用贷款和贷款延期支持工具额度均剩余一半以上。因此，本次会议也提出“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，预计下半年 M2、社融增速升势将趋缓甚至高位小幅回落。

二是价的方面，预计降息政策更趋谨慎，概率偏低，推动综合融资成本明显下降的抓手在于金融机构让利。一方面，根据社科院的统计数据，年内宏观杠杆率出现快速提升，由 2019 年末的 245.4%提升至 2020 年 2 季度的 266.4%，提升约 21 个百分点，为守住不发生系统性金融风险底线、稳住房地产市场，下半年动用利率工具的概率不大，本

次会议也提到“实现稳增长和防风险长期均衡”；**另一方面**，上半年金融统计数据新闻发布会上，央行明确银行对企业让利 1.5 万亿元中，利率下行和银行减少收费可分别让利 9300 和 3200 亿元，将成为推动企业综合融资成本下降的抓手。

三是货币政策不存在大幅收紧的基础。核心在于，**一方面**经济形势仍然复杂严峻，外部不稳定不确定因素较多，下半年维持经济乘势而上和就业大局稳定仍面临一定压力；**另一方面**政府债券大规模发行，可能会导致利率上升，对私人投资产生“挤出效应”，也不利于后续债券的发行，会议指出“宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应”，这要求货币政策也不宜过紧，需及时释放流动性配合财政发力，以避免资金面大起大落

图 2：货币政策由阶段对冲性模式回归常态化



资料来源：WIND，财信研究院

四、产业链供应链：首提“锻长板”

“0417 政治局会议”将“保产业链供应链稳定”纳入“六保”范围，本次会议在此基础上，新增“更加注重补短板和锻长板”表述。其中“锻长板”为首次在国内重要会议提及，反映出国家对于产业链的重视程度提高，对其内涵外延的理解也更深刻。出现上述变化，**一方面**源于抗疫封锁下人流、物流受限，导致企业产业链供应链出现断裂风险，政府和企业在降低成本与保证产业链安全、稳定两者中，对后者的重视程度提升，且我国工业品部门虽最为齐全，但短板也很突出，在关键技术领域，面临“卡脖子风险”，需要扬长避短。**另一方面**总书记在企业家座谈会上也提到，“逐步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，”要“提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势”，实现更加强劲可持续的发展。

五、房地产：延续“房住不炒”定位

此次政治局会议关于房地产市场的表述，与 0417 政治局会议无异，再次强调“房住不炒”定位，促进房地产市场平稳健康发展。

疫后经济修复过程中房地产销售和房地产投资表现强劲，是上半年经济修复的主要贡献力量。与此同时，房地产市场出现了一些新情况新问题，即少部分城市房价和地价出现过热现象；部分资金违规流入楼市等。因此 7 月份以来，房地产调控边际收紧信号频现，如 7 月 20 日银保监会提出要“坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来”；7 月 24 日房地产工作座谈会指出“要时刻绷紧房地产调控这根弦”，坚定不移推进落实好长效机，坚持差异化调控与精准调控相结合。此次会议再次强调“房住不炒”，表明下半年经济修复对房地产的依赖将明显下降，但在“三稳”政策和行业自身周期力量的作用下，房地产投资仍将维持较高水平的增长，全年增速低于去年水平。

表 1：2020 年 7 月 30 日与 4 月 17 日政治局会议内容对比

		4 月 17 日政治局会议	7 月 30 日政治局会议
经济形势		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；当前经济发展面临的挑战前所未有	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** 当前和今后一个时期，**我国发展仍然处于战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化**当今世界正经历百年未有之大变局，**和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强**。我国已进入高质量发展阶段，发展具有多方面优势和条件，**同时发展不平衡不充分问题仍然突出** 当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，**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**
下半年经济工作思路		稳是大局，稳住经济基本盘，兜住民生底线 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 紧扣全面建成小康社会目标任务；确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会	**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** **牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，**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
“十四五”时期经济社会发展		——	必须加强前瞻性思考、全局性谋划、战略性布局、整体性推进，**实现发展规模、速度、质量、结构、效益、安全相统一**
宏观政策	总体思路	要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响	**要确保宏观政策落地见效，**宏观经济政策要加强协调配合 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**
	货币政策	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	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
	财政政策	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	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**

重点工作	扩内需	积极扩大国内需求 扩大居民消费，适当增加公共消费；积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资，要调动民间投资积极性	**持续**扩大国内需求 扩大最终消费，**为居民消费升级创造条件；**积极扩大有效投资，**鼓励社会资本参与；**要加快新型基础设施建设，**加快国家重大战略项目实施步伐；要以新型城镇化带动投资和消费需求，**推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新
	稳企业	支持企业出口转内销；着力帮扶中小企业渡过难关；保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产	要**提高**产业链供应链稳定性和竞争力，**更加注重补短板和锻长板** 要更大力度推进改革开放，实施好国有企业改革三年行动方案
	保就业	要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重	采取有效措施缓解疫情对**青年人就业**影响，强化外出**农民工就业**服务，**引导返乡农民工就近就业**
	房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：国务院网站，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。