信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

经济企稳政策布局长远 政策已落地将观察见效

——7 月政治局会议点评

2020 年 7 月 31 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固收研究

点评报告

经济企稳政策布局长远 政策已落地将观察见效——7 月政治局会议点评

2020 年 7 月 31 日

李一爽 分析师

执业编号：S1500520050002

联系电话：+86 18817583889

邮 箱：liyishuang@cindasc.com

本期内容提要

- **事件。**7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，并对下半年经济工作进行了部署。我们认为有以下信息值得关注。
- 在经历了二季度 GDP 企稳反弹后，政策整体更加重视防风险和稳增长的平衡，开始对长远的问题进行布局，尤其对于外部风险要做好打持久战的准备，并将推进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，作为十四五规划的重要指导思想。
- 扩大内需在本次会议上被提升到了战略支点的高度，是国内大循环的进行先决条件，同时还要坚持结构调整的战略方向，不走过去的老路，“更多依靠科技创新”，提高产业链供应链稳定性和竞争力。稳定性对应产业链补短板，避免在复杂的国际形势下受制于人，这也是国内大循环的需求；锻长板是新提到的概念，也是希望在国内国际双循环相互促进的过程中，发挥我国的竞争优势。
- 在这样的背景下，三大攻坚战也会持续推进。为抑制金融与债务风险，未来政策不会转向强刺激，财政政策和货币政策将进入落地观察期，但考虑到下半年政府债券发行与财政支出仍存在较大的空间，而货币政策更加重视信贷过快扩张带来的风险，在推动综合融资成本明显下降的要求下，整体仍将保持平稳，因此宽财政稳货币的格局仍将维持。控制信贷流入地产以及控制房价上涨是地产政策的主要导向，政策边际收紧可能给下半年楼市带来一定压力，但在差异化调控下，地产销售年内失速下滑的可能性并不高。因此，经济弱复苏、稳货币、宽信用的局面在短期可能仍将维持。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

目 录

1.事件.....1
2.会议肯定了经济短期取得的成绩，但外部风险带来中长期的不稳定性不确定性，要做好持久战准备 6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元.....1
3. 推进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，将成为十四五规划的重点.....1
4. 扩大内需提升至战略支点高度，产业链补短板和锻长板.....1
5.前期政策进入落地期，观察实效期不会加码，但宽财政稳货币的格局有望维持.....2
6. 地产政策坚持房住不炒，限制信贷资金流入楼市，下半年仍将进行差别化调控.....2
风险因素.....**错误!未定义书签。**

1.事件

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，并对下半年经济工作进行了部署。我们认为有以下信息值得关注。

2.会议肯定了经济短期取得的成绩，但外部风险带来中长期的不稳定性不确定性，要做好持久战准备 6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元

在一季度提出经济面临的挑战前所未有后，经过政策的不断推进，经济在疫情的高峰期过后稳步恢复，复工复产逐月好转，因此会议也肯定了二季度经济增长明显好于预期。但是，会议仍然强调整体经济形势复杂严峻，不稳定性不确定性较大，面临很多中长期的问题，要从持久战的角度加以认识。这些中长期的问题在很大程度上是针对外部风险的。

3. 推进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，将成为十四五规划的重点

在 5 月 14 日政治局常委会上，首次提出了构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。两会上再次提出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，此后双循环的表述就在各种场合不断被监管机构提及。其中，国内大循环为主体，就要充分发挥我国超大规模的市场优势和内需潜力，并且维护我国产业链与供应链安全的要求。而国内国际双循环相促进，实际上也是在强调不能因严峻的外部形势就减缓了开放的进程，在新形势下仍然要培育我国参与国际合作和竞争新优势。而这一整体思路也将贯穿于“十四五”时期。

4. 扩大内需提升至战略支点高度，产业链补短板和锻长板

在以国内大循环为主体的背景下，扩大内需在本次会议上被提升到了战略支点的高度，是国内大循环的进行先决条件。具体来看，首先就要扩大最终消费，为居民消费升级创造条件；其次要鼓励社会资本参与，积极扩大有效投资，重点方向仍是两新一重。此外，本次会议上还提出要坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，提高产业链供应链稳定性和竞争力。稳定性对应产业链补短板，避免在复杂的国际形势下受制于人，这也是国内大循环的需求；锻长板是新提到的概念，也是希望在国内国际双循环相互促进的过程中，发挥我国的竞争优势。

5.前期政策进入落地期，观察实效期不会加码，但宽财政稳货币的格局有望维持

在经过了前期的财政扩张与货币宽松后，目前政策已进入落地观察期，短期来看将维持平稳，并不会进一步加码。因此，会议特别指出，要确保宏观政策落地见效。财政政策方面，考虑今年扩张的规模达到了 8.5 万亿，远高于 2019 年的 4.9 万亿，但是目前发行的规模刚刚过半，进度慢于 2019 年同期。而且在公共财政支出方面，上半年也出现了-5.8%的负增长，远低于预算的 3.8%，这意味着下半年财政扩张仍有空间。在这样的背景下，宽财政仍有空间，下半年财政支出要更加重视质量和效益。

而货币政策在强调灵活适度的同时还特别提到了精准导向，要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，而央行在 6 月以来的整体思路，包括打击资金空转，创新直达实体的货币政策工具等等，与政治局会议也是一致的。对于 M2 与社融增速的表述，从 5 月政府工作报告中的，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，到 6 月 17 日的国务院常务会议上，表述为全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年，再到本次会议上，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，整体力度显著减弱。这主要也是在稳增长和防风险的平衡下，监管对信用过度扩张可能带来的不良贷款提高、资产价格泡沫有了警惕，因此下半年信用扩张的速度可能会放缓。但是根据我们的测算，下半年社融增速整体上仍将保持平稳，在推动综合融资成本明显下降的背景下，货币政策虽然放松的空间有限，但收紧的时间窗口仍然未至。此外，本次会议还特别强调了，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，在 8-10 月政府债券发行压力仍大的背景下，可能仍将看到央行以降准作为对冲手段。

6. 地产政策坚持房住不炒，限制信贷资金流入楼市，下半年仍将进行差别化调控

地产政策方面，本次会议的基调与 4 月会议相一致，提出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。但 7 月 24 日房地产座谈会上关于坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，并没有在政治会会议中出现，或显示地产政策当前并非是全面性的收紧。在 5-6 月的政策静默期后，尽管宁波、深圳、东莞、杭州等地在 7 月之后都推出了更加严格的限购措施，但这些政策主要还是针对前期涨幅过快的地区。政策整体的思路仍然是一控信贷流入房地产、二控房价上涨的前提下，仍然给予地方政府一定的空间。因此，我们认为随着地产政策边际收紧，上半年恢复速度较快的地产销售在下半年会存在一定的压力，但在差异化调控的背景下，地产销售出现失速下滑的可能性并不高。

综上所述，在经历了二季度 GDP 企稳反弹后，政策整体更加重视防风险和稳增长的平衡，开始对长远的问题进行布局，尤其

对于外部风险要做好打持久战的准备，并将推进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，作为十四五规划的重要指导思想。扩大内需在本次会议上被提升到了战略支点的高度，是国内大循环的进行先决条件，同时还要坚持结构调整的战略方向，不走过去的老路，“更多依靠科技创新”，提高产业链供应链稳定性和竞争力。稳定性对应产业链补短板，避免在复杂的国际形势下受制于人，这也是国内大循环的需求；锻长板是新提到的概念，也是希望在国内国际双循环相互促进的过程中，发挥我国的竞争优势。在这样的背景下，三大攻坚战也会持续推进。为抑制金融与债务风险，未来政策不会转向强刺激，财政政策和货币政策将进入落地观察期，但考虑到下半年政府债券发行与财政支出仍存在较大的空间，而货币政策更加重视信贷过快扩张带来的风险，在推动综合融资成本明显下降的要求下，整体仍将保持平稳，因此宽财政稳货币的格局仍将维持。控制信贷流入地产以及控制房价上涨是地产政策的主要导向，政策边际收紧可能给下半年楼市带来一定压力，但在差异化调控下，地产销售年内失速下滑的可能性并不高。因此，经济弱复苏、稳货币、宽信用的局面在短期可能仍将维持。

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。