华安证券
HUAAN RESEARCH

华安策略
策略研究/点评报告

宽松基调不改，上行格局延续

——7 月 30 日政治局会议解读

报告日期：2020-07-30

分析师：邹坤
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com

研究助理：方晨
执业证书号：S0010120040043
邮箱：fangchen@hazq.com

研究助理：夏怡
执业证书号：S0010120020018
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告
1.《保持耐心，择机布局》
2020.07.24

事件：

7 月 30 日中共中央政治局会议召开，会议强调，要确保宏观政策落地见效。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。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。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。

核心观点：

政策延续友好基调，做好六稳落实六保

“确保宏观政策落地见效；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。”下半年政策进入财政主导、货币配合和产业（区域）政策支持的模式，财政在于特别国债的直达基层和尚未发行与支出的专项债到位；货币政策相机抉择，适度宽松；产业政策基调明确，新基建显著提升。“六保”“六稳”仍是今年主旋律，保就业、稳增长尤为重要。突出国内大循环为主体，以提升产业链现代化水平及科技创新为突破口继续扩大内需。房地产方面继续坚定“房住不炒”，“因城施策”精准调控。

增长面临较大压力，改革释放市场活力

疫情反复影响全球经济恢复，发达与发展中经济体的不确定性增加。美国疫情仍未能有效控制，外加全球贸易摩擦的加剧与总统大选临近，使得美国经济回升放缓不及预期。我国基本面不改复苏趋势领先全球，但居民收入的减少以及消费数据的反弹变得平缓仍将成为恢复过程中的隐忧。外贸出口好于预期，但海外疫情的反复使得未来出口仍有压力。社会消费比零售总额同比负增长的背后是受制于就业形势和下降的居民收入。“十四五”是第二个百年目标新征程，会议里指出必须坚定不移推进改革，继续扩大开放，释放市场活力。土地改革、资本市场改革、国企改革等红利效应有望显现。

震荡调整不改结构性牛市，顺周期业绩催化、低估值仍可期待

目前指数仍处于震荡调整阶段，短期市场反弹仍有调整需求但下行有限。震荡格局下结构性行情有望延续，建议关注：

1.近期周期股的行情可以从两个角度来看，一是估值分位仍低有待修复、二是业绩向好提升行业景气度，基建链条有望持续受益，建议关注工程机械、化工、有色等方向。

2.创新成长仍是贯穿全年的主旋律，5G 产业链和消费电子等机会持续看好。

3.受益于资本市场改革及估值洼地的大金融板块如券商等。

4.可选消费方面，地产竣工以及经济复苏周期相关的家电家具还有建材装饰。

风险提示

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向

正文目录

一、政策延续友好基调，做好六稳落实六保 4

确保宏观政策落地见效 4
财政政策要更加积极有为、注重实效 4
货币政策要更加灵活适度、精准导向 6

二、增长面临较大压力，改革释放市场活力 7

三、震荡调整不改结构性牛市，顺周期业绩催化、低估值仍可期待 11

风险提示： 11

图表目录

图表 1 近年来两会和政治局会议的“稳中求进”总基调保持不变 4
图表 2 特别国债 5
图表 3 地方政府项目收益专项债 5
图表 4 与去年同期的政治局会议对比 6
图表 5 宏观调控基调 7
图表 6 全球疫情现有确诊病例 8
图表 7 社会消费品零售总额反弹速度放缓 8
图表 8 产业、民生政策 9

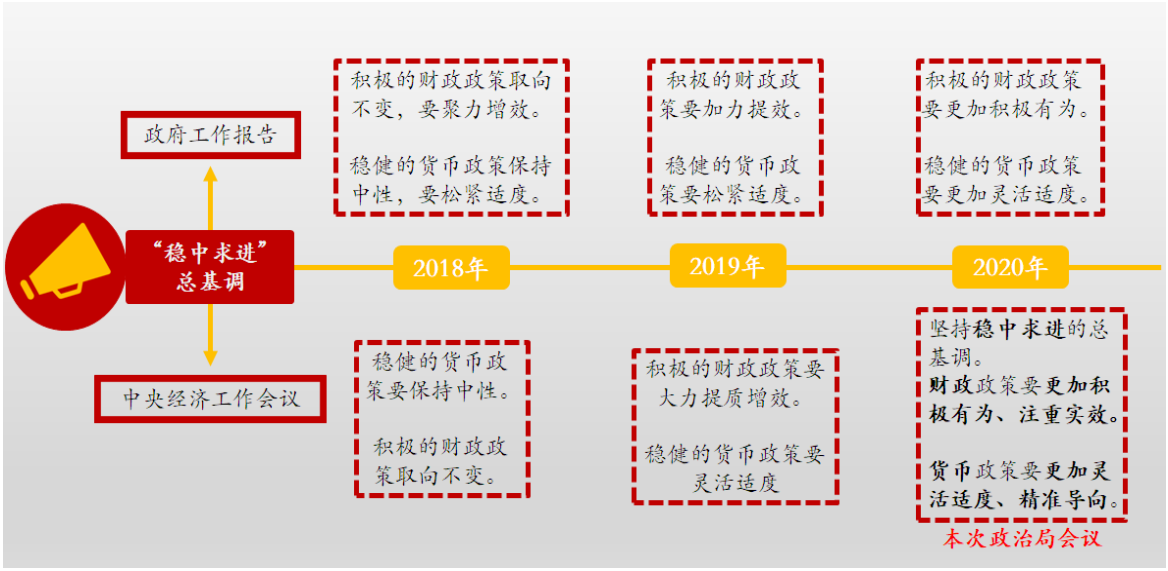
一、政策延续友好基调，做好六稳落实六保

事件摘要：中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，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，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。

确保宏观政策落地见效

下半年政策进入财政主导、货币配合和产业（区域）政策支持的模式，财政在于特别国债的直达基层和尚未发行与支出的专项债到位；货币政策相机抉择，适度宽松；产业政策基调明确，新基建显著提升。“六保”“六稳”仍是今年主旋律，保就业、稳增长尤为重要。突出国内大循环为主体，以提升产业链现代化水平及科技创新为突破口继续扩大内需。房地产方面继续坚定“房住不炒”，“因城施策”精准调控。

图表 1 近年来两会和政治局会议的“稳中求进”总基调保持不变



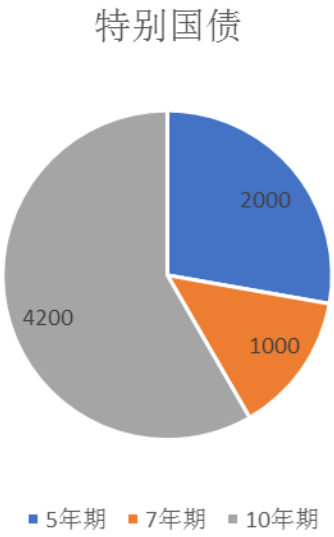
资料来源：华安证券研究所整理

财政政策要更加积极有为、注重实效

特别国债应运而生，基建建设持续受益

截止到 7 月 20 日抗疫特别国债共上市交易 12 次总计 7200 亿元，其中 5 年期 2000 亿元、7 年期 1000 亿元、10 年期 4200 亿元，剩余部分将于 7 月底前全部发放。本次特别国债不计入财政赤字，筹资全部转给地方用于公共卫生等基础设施和抗议支出还可自主分配，基建投资有望持续受益。

图表 2 特别国债（单位：亿元）

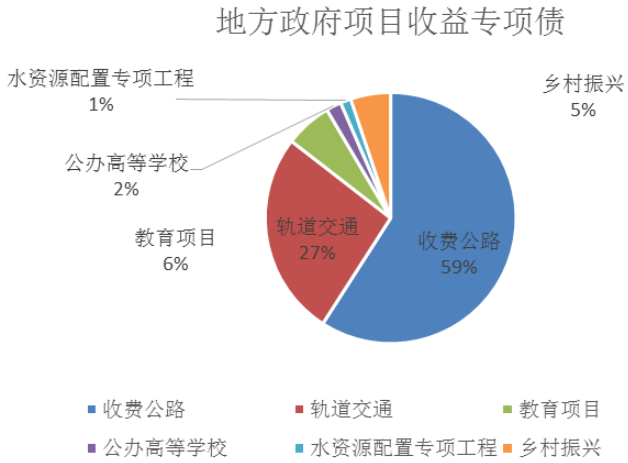


资料来源：Wind，华安证券研究所

专项债增幅明显，基建投资有望维持高增速

截止到 7 月中旬，地方政府新增专项债 2.25 万亿元，全年额度 3.75 万亿元已支出 1.9 万亿元，其中新增专项债用于交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务的占比超 8 成，新基建投向占比也显著提升已达近 10%。从项目收益专项债来看，收益专项债主要流向基建部门和乡村振兴部门占比超过 90%，而上半年基建占比总计超 80%较 19 年同期基建占比 21%有明显的提升。专项债聚焦基建明确了“两重一新”建设的总基调，进一步保障了“六保”“六稳”的政策目标。

图表 3 地方政府项目收益专项债



资料来源：Wind，华安证券研究所

减税降费让利显效，加大规模惠企利民

近年来减税降费政策力度持续加大，让利企业惠及民生使得经济形势向好。企业所得税、增值税、个人所得税已取得明显成效，近期进口环节免税的放开将进一步带动内需。18 年实际减税降费 1.3 万亿元、19 年 2.36 万亿元均超政府预期目标，截止到 20 年一季度，我国已实现 7428 亿元规模，全年目标 2.5 万亿有望继续超预期完成。

图表 4 与去年同期的政治局会议对比

时间	总基调	财政政策	货币政策	民生、产业政策
2019 年 7 月	稳中求进	实施积极向好的财政政策，财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策	实施稳健的货币政策，货币政策要松紧适度保持流动性合理充裕。	**提升产业基础能力和产业链水平**；**稳定制造业投资**加快推进信息网络等新型基础设施建设
2020 年 7 月	稳中求进	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。	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。	扩大最终消费，**为居民消费升级创造条件**；要**加快新型基础设施建设**，深入推进重大区域发展战略；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；提高**产业链供应链稳定性和竞争力**；**全力巩固农业基础地位**；**国企改革。**

资料来源：华安证券研究所整理

货币政策要更加灵活适度、精准导向

最宽松阶段已经过去，但尚未到显著收紧的时候

今年两会的货币政策基调显著高于去年同期水平，从“松紧适度”更新为“灵活适度”，对于 M2 和社融增速，也从“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义相匹配”到“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。资金面最宽松的阶段可能已经过去，结构性的货币政策会依旧维持适度宽松，利率长端、短端的合意水平。

在第 12 届陆家嘴论上，会议中表示稳健的货币政策要更加适度灵活，再次强调中国不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。上半年三次降准增加 1.8 万亿再贷款再贴现额度，同时加大对中小微企业的扶持力度。

支出普惠、小微层层推进，传导直达实体经济。2 月 10 日央行宣布设立 3000 亿元疫情防控专项再贷款，在此前提下同月 26 日增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现额度 1000 亿元。同年 7 月 1 日支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，金融稳定再贷款

(延期期间)利率为 3.77%。降准和再贷款都是央行的扩张性货币政策，前者表现为央行资产负债表的缩表，后者表现为扩表，规模与贷款的双增长也表现出货币政策传导效率的提高。

7 月债券供给压力加大，7100 亿元的特别国债发行叠加未来约 1.5 万亿元地方政府债以及未发行的国债，为了保持合理充裕的流动性以及社融增长，降准窗口期有望开启。

图表 5 宏观调控基调

时间	财政政策	货币政策
2019 年 2 月	积极的财政政策	稳健的货币政策
2019 年 4 月	积极的财政政策要**加力提效**	稳健的货币政策要**松紧适度**
2019 年 7 月	实施**积极向好**的财政政策，财政政策要加力提效，**继续落实落细减税降费政策**	实施稳健的货币政策，货币政策要松紧适度，保持**流动性合理充裕**
2020 年 2 月	积极的财政政策要更加积极有为，**发挥好政策性金融作用**	稳健的货币政策要**更加灵活适度**，缓解**融资难融资贵**，为疫情防控、**复工复产**和实体经济发展**提供精准金融服务**
2020 年 3 月	积极的财政政策要更加积极有为，**适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模**；落实好各项**减税降费**政策，加快**地方政府专项债**发行和使用	1.稳健的货币政策要更加灵活适度，**引导贷款市场利率下行**，保持流动性合理充裕；2.充分发挥**再贷款再贴现、贷款延期还本付息**等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务
2020 年 4 月	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	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
2020 年 5 月	积极的财政政策要更加积极有为	稳健的货币政策要更加灵活适度
2020 年 7 月	**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。	**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**。

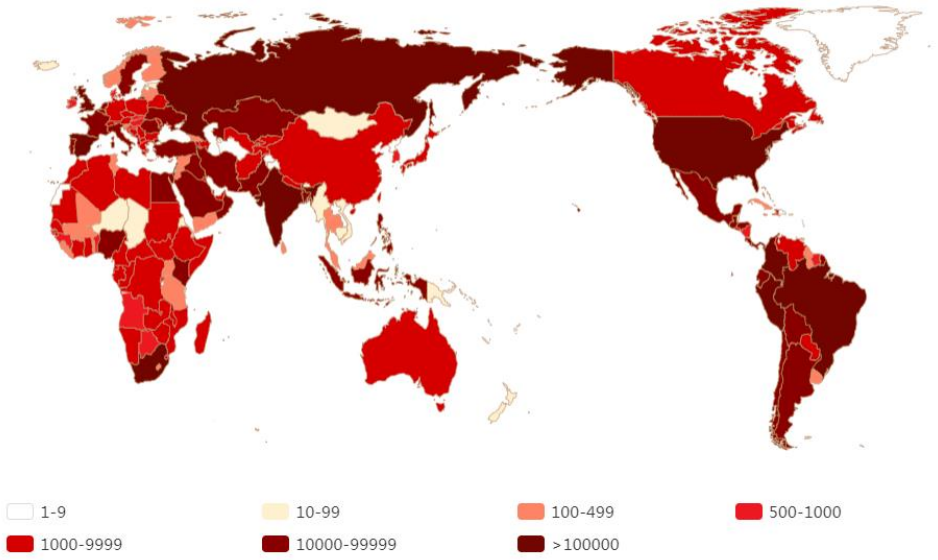
资料来源：华安证券研究所整理

二、增长面临较大压力，改革释放市场活力

疫情反复影响全球经济恢复，发达与发展中经济体的不确定性增加。美国疫

情仍未能有效控制，外加全球贸易摩擦的加剧与总统大选临近，使得美国经济回升放缓不及预期。日本经济数据恶化，5 月进出口同比均下降超 25%，制造与零售也双双持续下行。香港地区本土病例的爆发再次拖延经济复苏的节奏，而巴西以及印度等疫情重灾区新增病例见顶仍为时尚早。

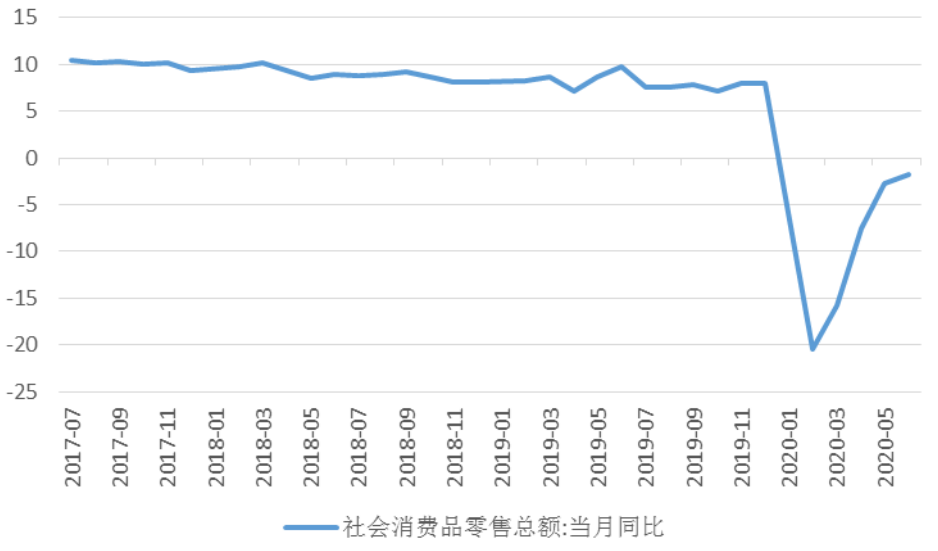
图表 6 全球疫情现有确诊病例



资料来源：Wind，华安证券研究所

我国 6 月经济数据出炉，基本面不改复苏趋势领先全球，但居民收入的减少以及消费数据的反弹变得平缓仍将成为恢复过程中的隐忧。外贸出口好于预期，但海外疫情的反复使得未来出口仍有压力。社会消费比零售总额同比负增长的背后是受制于就业形势和下降的居民收入。经济恢复仍在路上，改善外需、继续扩大内需将尤为重要。

图表 7 社会消费品零售总额反弹速度放缓（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

“十四五”是第二个百年目标新征程，会议里指出必须坚定不移推进改革，继续扩大开放，释放市场活力。土地改革、资本市场改革、国企改革等红利效应有望显现。

图表 8 产业、民生政策

时间	产业政策	民生政策
2019 年 2 月		1.统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作；2.进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心，增强人民群众获得感、幸福感、安全感； 3.就业优先政策； 4.推进脱贫攻坚和乡村振兴，推动全方位对外开放，更好保障和改善民生
2019 年 3 月	把推动**制造业高质量发展**作为稳增长的重要依托，**引导传统产业加快转型升级**，做强做大新兴产业	1.做好**稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定**各项工作； 2.要坚持**“房住不炒”**定位，落实好一城一策、因城施策； 3.做好重点群体**就业**工作，加强职业技能培训；4.继续实行最严格的考核评估，确保脱贫工作务实，脱贫过程扎实，脱贫结果真实
2019 年 6 月		以实施**乡村振兴战略**为总抓手…加快推进农业农村现代化，坚持把解决好**“三农”问题**作为全党工作重中之重，坚持农业农村优先发展，坚持多予少取放活，推动城乡融合发展，集中精力做好**脱贫攻坚**工作，走共同富裕道路
2019 年 7 月	1.紧围绕“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，**深化供给侧结构性改革**，提升产业基础能力和产业链水平； 2.稳定制造业投资，实施**城镇老旧小区改造**、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等**补短板工程**，加快**推进信息网络等新型基础设施建设**	1.统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作； 2.**有效启动农村市场**，多**用改革办法扩大消费**； 3.坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段； 4.巩固拓展脱贫成果； 5.实施好就业优先政策，做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作；6.**保障市场供应和物价基本稳定**
2019 年 12 月	**推动农业、制造业、服务业高质量发展**，加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力	1.全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定； 2.确保困难群众基本生活得到有效保障和改善
2020 年 2 月	1.要**帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业**。2.要做好**农产品稳产保供**工作，抓好春耕备耕和农业防灾减灾； 3.加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展	1.有序组织务工人员跨区返岗，努力保障已复工和准备复工企业日常防护物资需求； 2.确保脱贫攻坚任务如期全面完成，优先做好贫困地区农民工返岗就业工作； 3.打好污染防治攻坚战，推动生态环境质量持续好转，加快补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板； 4.要做好农产品稳产保供工作，抓好春耕备耕和农业防灾减灾； 5.要加大民生托底保障力度； 6.要实施好就业优先政策，鼓励灵活就业，做好重点群体就业工作； 7.要强化城镇困难群众基本生活保障，做好基本民生商品保供稳价工作； 8.做好疫情导致的无供养困难人群保障。

2020 年 3 月	对地方和企业反映的难点堵点问题，要抓紧梳理分析，及时加以解决，推动产业链协同复工复产达产	1.要完善社区防控措施，稳妥做好疫情善后工作，逐步恢复正常生产生活秩序； 2.加强对境外我国公民的关心关爱；3.全面做好“六稳”工作，动态优化完善复工复产疫情防控措施指南； 4.要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，**保持线上新型消费热度不减**； 5.要**抓好农业生产和重要副食品保供稳价**，抓紧组织好春管春播，加快把支农政策措施落实到田间地头，加强农作物病虫害防治和气象灾害防范； 6.要继续**抓好生猪产能恢复**，解决好畜牧水产养殖面临的困难； 7.加大脱贫攻坚项目开工复工进度，帮助贫困劳动力尽快返岗就业，对因疫情返贫致贫人员及时落实帮扶措施； 8.保持脱贫攻坚政策总体稳定，巩固脱贫成果
2020 年 4 月	1.**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；2.促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资	1.抓紧抓实抓细常态化疫情防控，；2.要加强对湖北省和武汉市经济社会发展和民生保障的政策支持； 3.要坚决守住守好口岸城市防线，优化医疗资源和救治力量布局，加强检疫检测能力建设； 4.加大“六稳”、“六保”工作力度；5.稳是大局，必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线；6.要切实做好民生保障工作，加大脱贫攻坚力度，复工复产中优先使用贫困地区劳动力，确保如期全面完成脱贫攻坚任务； 7.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； 8.要完善社会保障，做好低保工作，及时发放价格临时补贴，确保群众基本生活； 9.我国粮食安全有充分保障，要抓好农业生产和重要副食品保供稳价，夯实农业基础。要继续打好污染防治攻坚战； 10.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
2020 年 5 月		1。坚决打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务； 2.**就业优先政策要全面强化**； 3.要确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收； 4.要围绕保障和改善民生，推动社会事业改革发展
2020 年 7 月	**健全常态化疫情防控机制**，强化医疗卫生物资储备；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**；着眼长远，**积极扩大有效投资**，鼓励社会资本参与；**加快新型基础设施建设**，深入**推进重大区域发展战略**，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；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**。	全力**巩固农业基础地位**；用**深化改革的办法优化营商环境**，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放；推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展；坚持**“房住不炒”**定位；做好民生保障，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；加大脱贫攻坚力度；要继续打好污染防治攻坚战；要**有力组织防汛救灾**，统筹抓好南北方江河安全度汛，精心谋划实施灾后恢复重建，确保人民生命财产安全。

资料来源：华安证券研究所整理

三、震荡调整不改结构性牛市，顺周期业绩催化、低估值仍可期待

目前指数仍处于震荡调整阶段，短期市场反弹仍有调整需求但下行有限。在流动性合理充裕的环境下，控速是本轮调整关键词。资本市场改革的加速推进将优化市场结构提升投资者活跃度，而近期新成立偏股型基金、保险机构权益投资比例的提升以及未来进一步加大纳入全球重要指数的权重比例将会为 A 股市场迎来短中长期的全面增量资金。

顺周期业绩催化，低估值仍可期待

震荡格局下结构性行情有望延续，估值分化收敛及风格轮动值得关注：

1.近期周期股的行情可以从两个角度来看，一是估值分位仍低有待修复、二是业绩向好提升行业景气度，基建链条有望持续受益，建议关注工程机械、化工、有色等方向。

2.创新成长仍是贯穿全年的主旋律，5G 产业链和消费电子等机会持续看好。

3.受益于资本市场改革及估值洼地的大金融板块如券商等。

4.可选消费方面，地产竣工以及经济复苏周期相关的家电家具还有建材装饰。

风险提示：

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。