政治局会议看点：政策着眼点由短及长

2020 年 07 月 30 日

观点

- **疫后经济修复超预期，更关注中长期问题。**随着二季度以来中国经济率先走出疫情冲击，7 月政治局会议在部署疫情后经济工作的同时，也给了市场一个研判下半年经济和政策走向提供了一个窗口。正如总书记此前企业家座谈会所言“经济发展呈现稳定转好态势，在疫情防控和经济恢复上都走在世界前列”（图 1）。政治局会议对短期经济也给出了将“二季度经济增长明显好于预期”的判断。但对中国经济增长中长期“不稳定性不确定性”和“结构调整”问题关注和担忧更甚。

- **短期经济超预期修复，意味着短期财政刺激和货币宽松在力度上都将更有定力：**

- **财政尚有“余粮”，强调落实是下半年积极财政工作重点。**“财政政策要更加积极有为、注重实效”与 2 月份和 4 月份会议几无变化，但更加强调“实效”、“质量和效益”，意味着下半年财政政策更强调落实，尤其是积极财政对重大项目投资的支撑。此前 5 月政府工作报告明确了全年 8.5 万亿（财政赤字 3.76 万亿+专项债 3.75 万亿+特别国债 1 万亿）的财政刺激规模，相较去年增加了 3.6 万亿。而从前 7 个月发行规模来看，为了配合抗疫特别国债的发行，地方债和普通国债的发行进度均滞后去年同期（图 2），财政尚有“余粮”，用好已有专项债和特别国债、继续实施减税降费等积极财政是下半年财政政策的重点。

- **货币政策：宽松平波缓进。**自 5 月以来货币政策未有再释放宽松的信号，但这并不意味着宽松的结束。从此次会议来看，对货币政策的要求在延用“更加灵活适度”的同时，也强调了“精准导向”,以及“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”。可见随着国内经济走出疫情，货币政策在调控的节奏上将与经济复苏的步伐保持一致。因此下半年货币政策的主要任务是引导实际利率下行，推动宽信用向实体经济的传导（图 3，图 4），同时实现金融金融系统向实体经济让利 1.5 万亿的全年目标。因此，货币宽松的大方向并未改变，但节奏上将有所趋缓以珍惜正常的货币空间，这也是应对不断加大的外部不确定性环境下的稳妥之举。

- **房地产：调控边际收紧。**二季度以来地产销售和投资均韧性回升，并且成为疫情以来修复最强的行业。除了一波被压抑的需求释放之外，各地在政策上的松绑亦功不可没。但在大幅降低土地保证金比例和预售条件放宽预售条件后，一些二三线城市的房价出现过快上涨，从而引发 7 月以来当地地产调控政策的收紧（表 2）。从最新召开的房地产工作座谈会来看，中央对于当前的问题已经有所警惕，尤其是提到了“时刻绷紧房地产调控这根弦”，因此，此次会议继续强调了“坚持房住不炒，促进房地产市场平稳健康发展”。而在近期房价加速上涨的背景下，地产调控将以“遏制市场过热”为重点。

- **同时，为了应对中国经济增长中长期“不稳定性不确定性”和“结构调整”问题，“双循环”是战略方向：**

- 今年 5 月份以来多次提及的“双循环”是应对中长期问题的战略方向，而“牢牢把握扩大内需这个战略基点”是“双循环”的关键。从长期来看，我国出口在全球占比在 2015 年达到峰值（图 5），标志着我国改革开放以来出口导向型经济增长模式的维持已经相当困难；同时，逆全球化、中美经贸摩擦、疫情对全球产业链的冲击等又为中国增长模式的转型提出了更加迫切的需要。同时，本次政治局会议对于“双循环”战略的实施还指出了战术重点：消费升级、新基建、新型城镇化、产业链、营商环境、对外开放。

- **风险提示：**国内外疫情演化超预期，国内外政策刺激超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观专题报告 20200724：桥水为什么看好中国资产？——从 PMPT 到全天候》2020-07-24
2、《宏观点评 20200723：以史为鉴，美国要求他国关闭领事馆的来龙去脉》2020-07-23
3、《宏观点评 20200719：三季度出口还会超预期吗？—来自全球供需缺口的线索》2020-07-19
4、《3.2%的经济增长靠什么？：--6 月经济数据点评》2020-07-16
5、《宏观点评 20200714：6 月进出口双增是对疫情“免疫”吗？》2020-07-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：本次政治局会议主要内容与今年 4 月、2 月，及去年 12 月对比

	2020 年 7 月 30 日	2020 年 4 月 17 日	2020 年 2 月 21 日	2019 年 12 月 6 日
当前经济形势	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	当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作	新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响，但我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变	面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变
当前重点任务	坚持稳中求进工作总基调，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	坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，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，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局	统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，深化供给侧结构性改革，全面做好“六稳”工作，发挥各方面积极性、主动性、创造性，把疫情影响降到最低，努力实现全年经济社会发展目标任务	坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，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，保持经济运行在合理区间
三大宏观调控	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。 **财政：**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：**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。 **就业：**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	**财政：**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：**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 **就业：**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	**财政：**积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用 **货币：**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 **就业：**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	提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具
房地产市场	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	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		

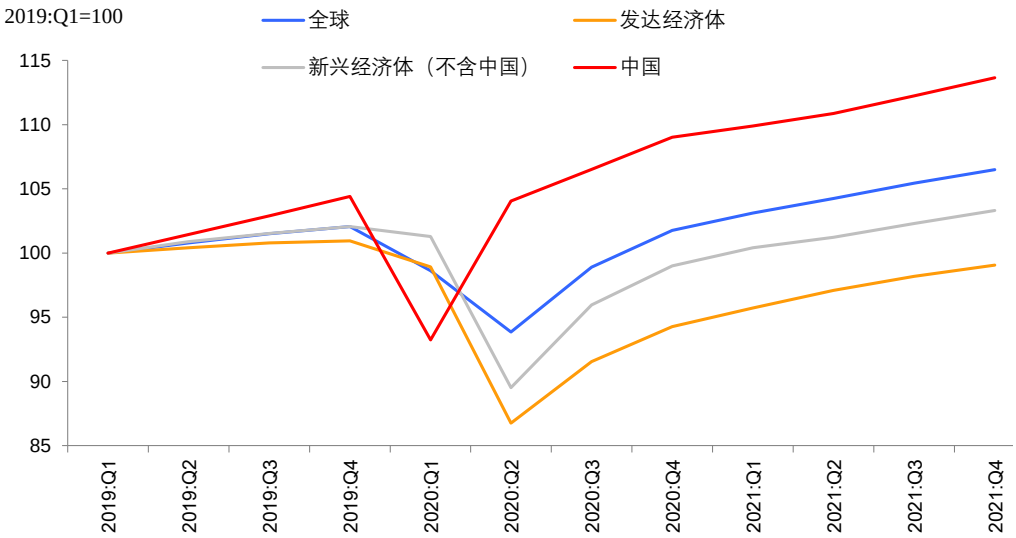
请务必阅读正文之后的免责声明部分

结构性改革	要更大力度推进改革开放，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。 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。	坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展。 完善要素市场化配置体制机制。 坚定扩大对外开放，保障国际物流畅通，推动共建“一带一路”高质量发展	深化供给侧结构性改革，深化对外开放和国际合作。加强同经贸伙伴的沟通协调，优先保障在全球供应链中有重要影响的龙头企业和关键环节恢复生产供应，维护全球供应链稳定。	以供给侧结构性改革为主线，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。 加快现代化经济体系建设，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
内需	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。 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。 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	释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，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。调动民间投资积极性。 支持企业出口转内销	促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。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	
复工复产		着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。 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。	建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环。 加大对重点行业和中小企业帮扶力度，救助政策要精准落地。 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。 支持出口重点企业尽快复工复产，发挥好出口信用保险作用	
资本市场	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			

数据来源：新华网，东吴证券研究所

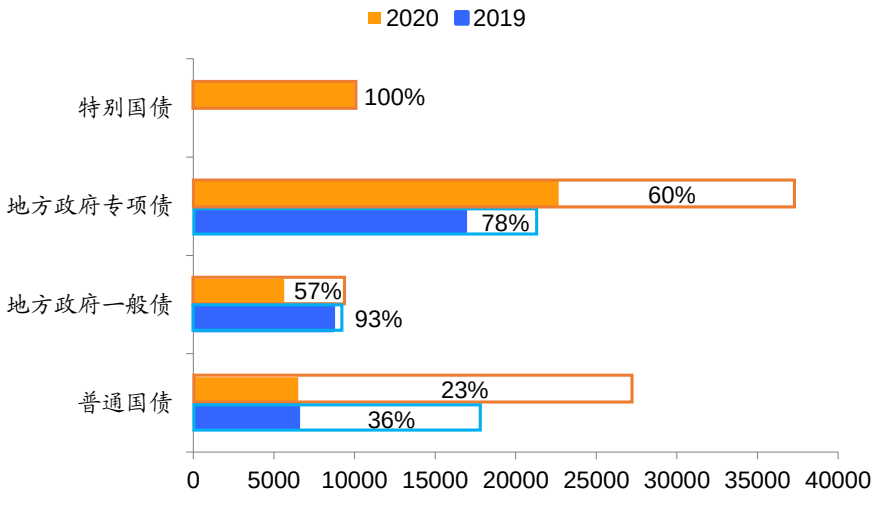
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：中国经济在疫情后复苏的路径上领先于全球其他经济体



数据来源：IMF，东吴证券研究所

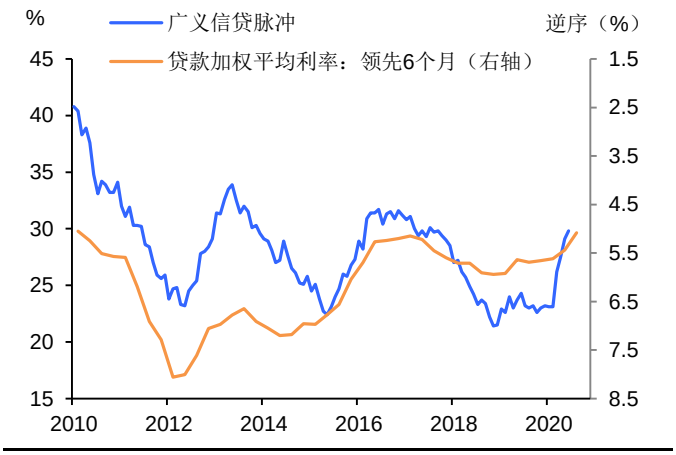
图 2：2020 年普通国债和地方债 1-7 月发行进度整体滞后于 2019 年



数据来源：Wind，东吴证券研究所（空心柱体为全年额度；实心柱体为 1-7 月实际发行规模）

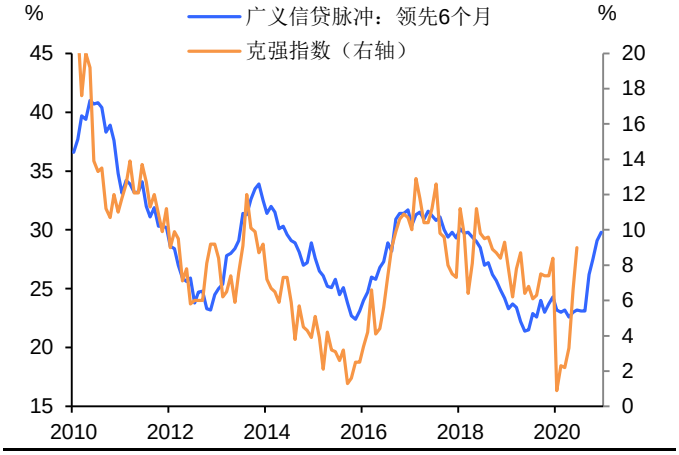
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：贷款加权平均利率是信贷脉冲的领先指标



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：广义信贷脉冲是经济增长的领先指标



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

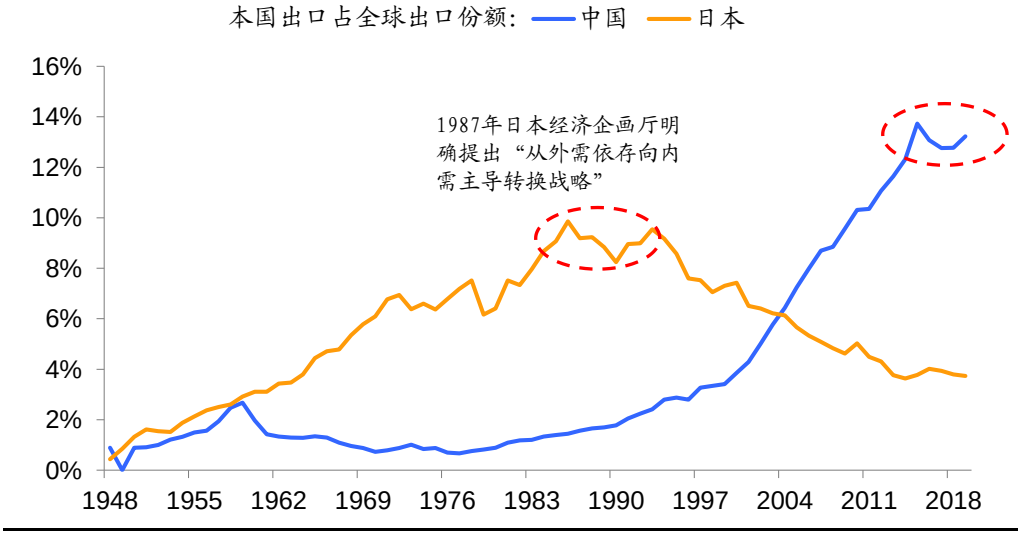
表 2：7 月以来多个城市房地产调控政策收紧

日期	城市	房地产调控政策收紧
2020/7/2	杭州	高层次人才家庭只能享受一次优先购房资格，自房屋网签日起 5 年内不得上市交易。 均价 35000 元/平方米以下新建商品住房项目对“无房家庭”的房源保障比例不低于 50%。 提高对“无房家庭”的认定条件：限购范围内无自有住房，非杭户家庭在其户籍所在地无自有住房。
2020/7/6	宁波	重点保障居民自住需求，向符合条件的无房家庭倾斜。 市六区范围内符合销售条件的商品住宅项目或批次，房地产开发企业应在公证机构监督下随机抽取不少于 50%的可销售住宅房源（按套数计）供无房家庭优先认购。
2020/7/13	郑州	在全市开展房地产市场秩序专项检查工作，主要对房开企业检查捂盘惜售或变相囤积房源、不及时办理预售许可证等违法违规行为。
2020/7/15	深圳	调整商品住房限购年限，在深圳落户满 3 年且连续缴纳 36 个月个税或社保才能购买商品住房。 个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年。
2020/7/22	南京	优先保障本市户籍无房家庭的刚性购房需求，商品住宅项目向本市户籍无房家庭提供每批次不低于 30%比例的房源。 夫妻离异的，任何一方自离异之日起 2 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。

数据来源：各市住建部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：中国出口导向型驱动的经济模式面临调整



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn