总量研究中心

7 月政治局经济会议前瞻

宏观经济报告

财政货币双宽松格局不变，再度强调“房住不炒”

引言：近几个月以来，我国经济复苏形势明显，经济活动出现了多方面积极的变化。继 4 月政治局会议后，7 月政治局会议将对当前经济环境，以及政策方向做出新的部署，对市场投资也具有很好的指引作用。我们在对宏观经济基本面分析的基础上，对政治局会议做出以下前瞻：

一、政策基调：经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变

当前与 4 月相比，我国经济复苏状况是很明显的。但在经济复苏过程中，确实还存在一些问题：包括基建、房地产投资复苏明显，制造业投资复苏相对偏弱，以及受到大学毕业生毕业影响，未来两月失业率可能会再度有所冲高，这也是当前经济面临的重要风险点。疫情冲击下，政策的应对组合与历史上 1998-2001 年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。

二、财政政策：继续发挥稳定经济的关键作用

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策已经由前期救助转向当前段内需反补外需的经济刺激。今年以来，在财政收入明显下降的同时，财政支出依然保持了相对较高水平，财政是非常积极的，预计财政政策将继续发挥稳定经济的关键作用。虽然今年预算赤字率相对较低，但实际赤字率将明显上升，特别广义财政扩张将非常明显，将对基建形成明显支撑，我们预计全年基建增速将达到 13%左右。

三、货币政策：最宽松时期已过，但尚未到明显收紧阶段

当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。我们预计三季度货币政策将更加灵活适度，预计 1 年期 MLF 将再下调 5-10bp 左右，LPR 利率也将相应下调，以支持实体经济降成本；为避免流动性过于宽松，进一步调降逆回购利率的可能性相对不大；可能仍有一次定向降准。货币量的宽松仍将非常明显，预计全年新增社融 32-35 万亿元。

四、房地产政策：部分城市房价升温，将再度强调“房住不炒”

随着国内经济形势逐步恢复正常化，房地产市场交易明显升温，个别热点城市明显升温，房价上涨较快。个别城市房地产市场的异常升温现象，很可能会带来溢出效应，波及其他城市，值得高度警惕。面对当前部分城市房价快速升温的状况，预计 7 月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。当前房地产政策将更多着眼于供给端，通过稳定房地产投资来实现稳就业、稳增长。

五、市场意义：人民币资产吸引力上升，看好权益资产

在广义财政、货币量的扩张支持下，我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，进一步提升人民币资产吸引力。具体资产方面，A 股向上方向确定，债券相对空间有限。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

近几个月以来，我国经济复苏形势明显，经济活动出现了多方面积极的变化。继 4 月政治局会议后，7 月政治局会议将对当前经济环境，以及政策方向做出新的部署，对市场投资也具有很好的指引作用。我们在对宏观经济基本面分析的基础上，对政治局会议做出以下前瞻：

一、政策基调：经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变

4 月以来我国经济复苏明显，但增长动能依然偏弱。此前政治局对经济形势的分析会议是在 4 月 17 日，当前与 4 月相比，我国经济复苏状况是很明显的。从生产角度来看，5 月工业增加同比 4.4%，正在逐步恢复至正常水平，服务业生产指数同比 1.0%，为今年 3 月以来首次转正。从支出角度来看，各项数据降幅大幅收窄，显示经济正在逐步恢复正常化。5 月固定资产投资累计同比-6.3%，其中房地产、基建投资修复明显，分别同比增长-0.3%、-3.3%，制造业投资修复相对较弱，累计同比为-14.8%；社会消费品零售同比增长-2.8%。虽然海外疫情尚未得到完全控制，部分地区疫情出现反复，外需仍存在不确定性。但在疫情应对更加精细化的背景下，回到此前经济大规模停滞的可能性相对不大，外需对于经济负面冲击最大的时候已经过去。报告撰写时间（7 月 15 日）二季度经济数据尚未公布，我们预计二季度经济增长在 2-3%之间，经济呈现弱复苏格局。

但在经济复苏过程中，确实还存在一些问题。其中投资中相对更市场化的部分，制造业投资恢复明显偏弱，一方面受到外需冲击影响，另一方面此前较高的库存被动积累，也对制造业投资造成了一定拖累。与此同时，消费复苏也相对偏弱，表现在社会消费品零售总额增速修复也相对较慢。特别是今年两会虽然没有设置经济增长目标，但设置了失业率目标“城镇调查失业率 6%左右”，5 月城镇调查失业率为 5.9%，相对此前有所回落，但受到大学毕业生毕业影响，未来两月失业率可能会再度有所冲高，这也是当前经济面临的重要风险点。**疫情冲击下，政策的应对组合与历史上 1998-2001 年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。**

二、财政政策：继续发挥稳定经济的关键作用

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策已经由前期救助转向当前段内需反补外需的经济刺激。今年以来，在财政收入明显下降的同时，财政支出依然保持了相对较高水平，财政是非常积极的。今年前五个月，公共财政收入同比-13.6%，全国政府性基金收入同比-4.5%，但支出依然保持相对较高水平，其中公共财政支出累计同比-2.9%，全国政府性基金支出 14.4%。截至 7 月 14 日，地方政府专项债共发行 2.25 万亿元，超过去年全年总量（2.20 万亿元），扣除债券到期，净融资 1.94 万亿元。

我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是当前积极财政政策的特征。根据社科院数据，1Q2020 我国政府部门杠杆率为 40.5%，居民部门杠杆率为 57.7%，非金融企业部门杠杆率为 161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府

部门杠杆构成来看，1Q2020 中央政府杠杆率为 17.2%，地方政府杠杆率为 23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据 BIS 数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。**虽然今年预算赤字率相对较低，但实际赤字率将明显上升，特别广义财政扩张将非常明显，将对基建形成明显支撑，我们预计全年基建增速将达到 13%左右。**今年政府预算赤字为 3.6%以上，我们预计实际赤字率将达到 6.5%（去年为 4.9%），相对去年将明显上升。综合考虑地方政府专项债、抗疫特别国债、铁道债、PSL 和政策性金融债。我们预计今年广义赤字率将大幅提升至 13.4%（2019 年为 8.5%），如果考虑包含城投债的更广义赤字，相应数据会更高，广义财政扩张明显。

三、货币政策：最宽松时期已过，但尚未到明显收紧阶段

回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72%下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本。与此前财政、货币扩张时期不同的是，当前政策引导下货币“量”的扩张非常明显。一季度新增社融达到 10.9 万亿元（去年同期为 8.2 万亿元），二季度新增社融 9.5 万亿元（去年同期为 5.8 万亿元）。

当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。遵循这一思路，我们预计三季度货币政策将更加灵活适度，预计 1 年期 MLF 将再下调 5-10bp 左右，LPR 利率也将相应下调，以支持实体经济降成本；为避免流动性过于宽松，进一步调降逆回购利率的可能性相对不大。准备金率的下调可能性存在，但更多将是定向降准，以支持中小银行支持小微企业。四季度货币政策可能进入观望期，今年货币政策不会出现主动收紧情况。另外需要关注的是，货币量的宽松仍将非常明显。今年上半年新增社融 20.5 万亿，我们预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速在当前水平仍将继续上升，此后小幅回落，预计全年增速 13%左右。

四、房地产政策：部分城市房价升温，将再度强调“房住不炒”

预计 7 月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。随着国内经济形势逐步恢复正常化，房地产市场交易明显升温，今年前五月商品房销售面积同比减幅收窄至-12.3%，以 30 个大中城市商品房成交面积来看，6 月同比大幅转正至 9.4%，7 月中上旬商品房成交面积同比

8.7%。与此同时，个别热点城市明显升温，房价上涨较快，以深圳为例，今年以来深圳新建商品住宅成交价格指数同比维持在4%以上高位，其中5月同比为4.9%，相当于2017年年中时期增速，房价上升明显。个别城市房地产市场的异常升温现象，很可能会带来溢出效应，波及其他城市，值得高度警惕。此前4月政治局会议、5月政府工作报告均明确表示“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，面对当前部分城市房价快速升温的状况，预计7月政治局会议将再度强调“坚持房住不炒”，再度发出房地产严调控的信号，稳定市场预期。

当前房地产政策将更多着眼于供给端，通过稳定房地产投资来实现稳就业、稳增长。与历史相比，本轮房地产严调控持续时间较长。2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这是政策严控房地产的重要原因。如果放任地产泡沫的进一步积聚，将对经济造成更严重负面影响，这一方面，90年代日本、2007年美国房地产泡沫的破灭都是很好的例子。实际上，在我国也有这样的例子，90年代初海南房地产泡沫的破灭，也对当地经济造成了严重的负面影响。疫情冲击下我国经济增速大幅下滑，但当前房地产价格依然处于较高位置，部分城市房地产泡沫依然很严重，房地产政策难以放松。如果贸然转向扩张，一方面会对居民消费、投资产生更严重挤出效应；另一方面，伴随着泡沫的积聚，大幅上涨的房价形成泡沫一旦破裂对经济危害极大。我们认为，房地产需求端的政策难以放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为3%左右。

五、市场意义：人民币资产吸引力上升，看好权益资产

在广义财政、货币量的扩张支持下，我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，进一步提升人民币资产吸引力。疫情发生以来，全球央行货币政策大幅宽松，主要央行资产负债表迅速扩张。美联储在迅速降息至零以后，启动一系列资产购买和贷款计划，资产负债表规模从4.2万亿美元扩张至7.2万亿美元，虽然近期规模下降至6.9万亿美元，主要受到中央银行互换、正回购工具规模下降影响，反映了全球美元流动性的恢复，美国货币政策依然是非常宽松的。欧央行资产负债表规模从4.7万亿欧元扩张至5.6万亿欧元，日本央行资产负债表规模从580万亿日元扩张至651万亿日元。预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，人民币资产吸引力提升。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，当前中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，我国经济相对其他国家改善明显，也将推升人民币汇率温和升值，提升人民币资产吸引力。

具体资产方面，A股向上方向确定，债券相对空间有限。A股向上方向确定。首先，流动性充裕使得市场结构性特征更加明显；其次，当前A股风险溢价处于相对高位，随着经济复苏预期逐步加强，风险溢价也将有所回落，支撑A股整体估值；最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也对A股形成支撑。利率债长端收益率上行风险加大。疫情对国内外经济、市场冲击最严重

的时候均已过去，叠加海外经济活动逐步开放，以及货币、财政大规模的刺激，经济复苏方向是明确的。近期受国内外风险偏好明显回升影响，10 年期国债收益率已经大幅上行，未来看，利率债可能存在部分交易性机会，但趋势性机会难以看到。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH