

总量研究

财政平滑，货币放松，护航二十大

——20210730 政治局会议点评

要点

核心观点：

会议未提4月份政治局会议的“用好稳增长压力较小的窗口期”，强调经济恢复仍然不稳固、不均衡，说明全球疫情持续演变的大背景下，政治局对经济恢复节奏的态度趋于谨慎。下一步，推动结构性改革的步伐可能放缓，宏观政策维持“稳中求进”总基调，统筹做好今明两年宏观政策衔接，为二十大保驾护航。

货币：持续放松，四季度降息可期。

货币政策方面，会议着重强调了“做好宏观政策跨周期调节”，“增强宏观政策自主性”。在美联储在今年末明年初，可能开始收紧货币政策、启动缩减量化宽松规模的大背景下，政治局会议的这一表态，说明中国更倾向于根据自己的经济复苏节奏，调节宏观政策，尤其是货币政策。我们认为，四季度降息可期，不仅可以缓解经济下行压力，也可以为未来预留充裕的政策空间，更好的应对全球货币紧缩周期。

财政：更加积极发力，护航二十大。

十九大之前，两次政治局会议，一次中央经济工作会议，均提及稳定经济工作和社会大局，不发生系统性金融风险。本次政治局会议，提出统筹做好今明两年宏观政策衔接，政策目的就在于为明年二十大保驾护航。两年统筹，主要体现在财政方面，希望利用财政资金平滑经济节奏，通过“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，有效支撑下半年和明年上半年的总需求，达到“统筹做好今明两年宏观政策衔接”。

制造业：依然是经济工作重中之重。

本次政治局会议着重强调加大对制造业的支持力度，制造业依然是经济工作重中之重。针对制造业两手扶持，一手拉动高精尖，一手扶持中小微，不仅重点提及新能源汽车，引导加大技改投资，货币政策方面，也强调要助力中小企业和困难行业持续恢复。

消费：复苏势头尚好，高度受限。

会议间接提到“挖掘国内市场潜力”。一则，社零还处于复苏进程中，复苏势头尚好；二则，限制消费复苏的问题，比如收入恢复的不均衡性，疫情的反复，需要从经济恢复和防疫工作着力，通过发展解决问题。

结构性改革：步伐可能放缓。

去年12月中央经济工作会议提出，强化反垄断和防止资本无序扩张，今年4月政治局会议提出要加强和改进平台经济监管，7月政治局会议未提及相关内容，考虑到政治局对经济恢复节奏的态度趋于谨慎，针对于平台经济反垄断的重拳出击可能会告一段落。

会议明确了碳达峰的工作态度和节奏，要求纠正运动式“减碳”，尽快出台2030年前碳达峰行动方案。今年上半年，国内产能收缩的力度和需求恢复的节奏，均强于预期，供需错配导致国内大宗商品价格过快上涨。“统筹有序”做好碳达峰、碳中和工作，合理有序压降产能，通过增加供给稳定价格预期，对于经济整体平稳运行至关重要。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523780
liuxc@ebsecn.com

联系人：杨康

021-5252 3780
yangkang6@ebsecn.com

相关研报

美联储肯定经济恢复，Taper 时点仍需耐心等待——2021年7月美联储议息会议点评 (2021-07-29)

盈利增速放缓，结构分化加大——2021年6月企业盈利数据点评 (2021-07-27)

德尔塔快速蔓延会推缓全球复苏吗？——光大宏观周报 (2021-07-25)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

投资消费引领、经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评 (2021-07-18)

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评 (2021-07-14)

降准落地、社融企稳，经济低预期的可能性有多大？——光大宏观周报 (2021-07-11)

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评 (2021-07-10)

通胀压力减缓，PPI 进入下行通道——2021年6月价格数据点评 (2021-07-09)

目 录

一、核心观点：两年统筹，护航二十大	3
二、经济尚不稳固，结构性改革步伐或放缓	4
三、护航二十大，宏观政策“两年统筹”	5
四、货币政策兼顾“跨周期”与“自主性”，四季度降息可期	7
五、制造业依然是经济工作重中之重	9
5.1 两手扶持制造业，一手拉动高精尖，一手扶持中小微	9
5.2 加快技改投资，发展专精特新中小企业	10
六、“房住不炒”不变，再提“三稳”	11
七、消费：复苏势头尚好、高度受限	13
八、改革与发展：尽快出台碳达峰方案	14
8.1 反垄断工作从“重拳时代”进入“新常态”	14
8.2 尽快出台碳达峰行动方案，纠正运动式“减碳”	15

图目录

图 1： 本次政治局会议稳中求进总基调不变	3
图 2： 二季度的投资、消费、出口均相对一季度改善	4
图 3： 二季度，住宿餐饮和租赁服务的增加值，两年复合增速依然为负	4
图 4： 广义基建增速回升，主要受到电热燃气及水、铁路的提振	7
图 5： 2020 年以来专项债资金投向	7
图 6： 今年一般公共预算支出进度较慢	7
图 7： 今年新增专项债发行进度较慢	7
图 8： 6 月，制造业和基建反弹，房地产投资回落	9
图 9： 二季度，产能利用率超过了去年四季度	9
图 10： 6 月，高技术制造业链条加速修复，低技术链条低迷	10
图 11： 三四线城市销售降温，二线销售景气度维持高位	13
图 12： 开发商各类资金来源增速均在下滑	13
图 13： 除汽车外，其余各品类销售增速均有回升	14
图 14： 下游消费品涨价力度依然较弱	14

一、核心观点：两年统筹，护航二十大

事件：2021年7月，中共中央政治局召开会议。

核心观点：会议未提4月份政治局会议的“用好稳增长压力较小的窗口期”，强调经济恢复仍然不稳固、不均衡，说明全球疫情持续演变的大背景下，政治局对经济恢复节奏的态度趋于谨慎，下一步推动结构性改革的步伐可能放缓。

宏观政策维持“稳中求进”总基调，推动经济更加均衡：

货币政策持续放松。货币政策方面，会议着重强调了“做好宏观政策跨周期调节”，“增强宏观政策自主性”。在美联储在今年末明年初，可能开始收紧货币政策、启动缩减量化宽松规模的大背景下，政治局会议的这一表态，说明中国更倾向于根据自己的经济复苏节奏，调节宏观政策，尤其是货币政策。

财政更加积极发力。财政政策着墨较多，希望利用财政资金平滑经济节奏，通过“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，有效支撑下半年和明年上半年的总需求，达到“统筹做好今明两年宏观政策衔接”。

十九大之前，两次政治局会议，一次中央经济工作会议，均提及稳定经济工作和社会大局，不发生系统性金融风险，本次政治局会议提出统筹做好今明两年宏观政策衔接，政策目的就在于，为明年二十大保驾护航。

图1：本次政治局会议稳中求进总基调不变

	中性表述	2020年3月	2020年4月	2020年7月	2020年12月	2021年4月	2021年7月
宏观与防疫基调	适时适度逆周期	做好六稳、疫情防控常态化	加大六稳、提出六保、疫情防控常态化	做好六稳，落实六保、疫情防控常态化	做好六稳，落实六保，政策连续、稳定、可持续，精准有效，不急转弯	稳中求进，宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯	稳中求进，政策连续、稳定、可持续，统筹做好今明两年衔接
去杠杆	适度	适当提高财政赤字率	提高赤字率	完善宏观调控跨周期设计和调节，稳增长和防风险长期均衡	合理把握宏观调控节奏和力度，保持宏观杠杆率基本稳定	未提及	做好宏观政策跨周期调节，增强宏观政策自主性
货币政策	稳健	稳健、更加灵活适度、引导贷款市场利率下行	稳健、更加灵活适度、引导贷款市场利率下行	更加灵活适度、精准导向、推动综合融资成本明显下降	稳健，灵活精准、合理适度，社融增速同名义经济增速基本匹配	稳健，保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持	稳健，保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复
财政政策	积极	更加积极有为，特别国债，增加专项债	更加积极有为，特别国债，增加专项债	更加积极有为、注重实效	积极，提质增效、更可持续，保持适度支出强度、调节收入分配	积极，落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用	积极，提升政策效能，兜牢基层“三保”底线
实体经济	供给侧结构性改革	针对性	深化	以供给侧结构性改革为主线	以供给侧结构性改革为主线、双循环	双循环、扭住供给侧结构性改革，注重需求侧管理，做好碳达峰、碳中和工作	双循环、凝神聚力深化供给侧结构性改革，有序推动碳达峰、碳中和
	房地产	长效机制		房住不炒，平稳健康发展	房住不炒，平稳健康发展	房住不炒，防止以学区房等名义炒作房价	房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期；加快发展租赁住房
	制造业	优化升级	产业链协同复工复产达产	产业链协同复工复产达产	确保新增融资重点流向、提高产业链供应链稳定性和竞争力	强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，扩大设备更新和技改	促进制造业投资和民间投资尽快恢复
	基建	补短板	加紧做好重点项目前期准备	加强传统基建和新基建	加快新基建、加快重大战略项目	加大新型基础设施投资力度	做好国家重大项目用地等要素保障
	消费	基础作用	加快释放内需、合理增加公共消费	积极扩大内需、适当增加公共消费	扩大最终消费，为居民消费升级创造条件	有序取消行政性限制消费规定	以居民收入普遍增长支撑内需扩大
	就业	稳就业	帮助贫困劳动力返岗就业	抓好重点行业、重点人群就业工作	缓解疫情对青年人就业影响，强化外出农民工就业服务	完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业	强化就业优先，做好高校毕业生等重点群体就业
改革开放	全面开放	加强国际经贸合作	不失时机推动改革、坚定扩大对外开放	更大力度推进改革开放	全面推进，积极考虑加入CPTPP，强化反垄断，防止资本无序扩张	加快建设各类高水平开放平台；要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争	加大改革攻坚力度，坚持高水平开放，坚定不移推进共建“一带一路”高质量发展
资本市场	健康发展	提供精准金融服务	引导资金支持实体经济及中小微企业	推进资本市场基础制度建设、促进平稳健康发展	完善债券市场法制，打击逃废债、规范发展第三支柱养老保险	建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制	落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

二、经济尚不稳固，结构性改革步伐或放缓

经济恢复仍然不稳固、不均衡，“稳中求进”总基调不变。相对于4月30日政治局会议，本次政治局会议肯定了经济总体稳中向好，但未提“用好稳增长压力较小的窗口期”，强调经济恢复仍然不稳固、不均衡，说明目前经济恢复进程阻力仍在，政策总基调依然要“稳中求进”。全球疫情持续演变的大背景下，政治局对经济恢复节奏的态度趋于谨慎，下一步推动结构性改革的步伐可能放缓，经济工作重点落于对冲下半年和明年上半年经济压力上。

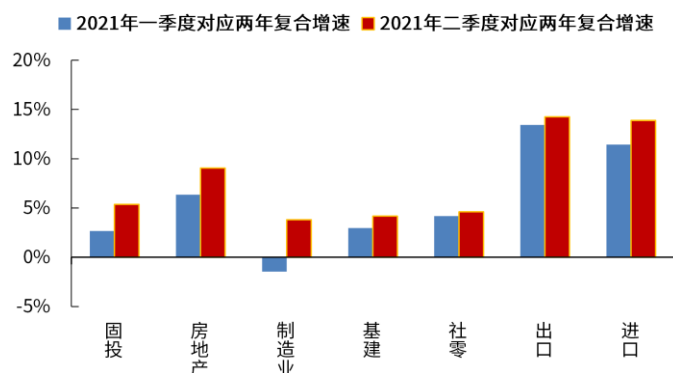
第一，政治局会议肯定了经济持续稳定恢复、稳中向好。2021年二季度，中国经济延续复苏进程，GDP同比增长7.9%，两年复合增速5.5%，相对一季度提升了0.5个百分点。其中，制造业和社零表现较好，制造业加速修复，社零也展现了超季节性的修复态势。

第二，政治局会议强调经济恢复仍然“不稳固、不均衡”，外部环境“更趋复杂严峻”。4月30日政治局会议以来，经济恢复不均衡、疫情点状散发、国内外环境错综复杂的问题，在二季度及7月底政治局会议召开时依然存在。一方面，二季度，疫情多次点状散发，影响线下服务业的修复。二季度，住宿餐饮和租赁服务的两年平均复合增速，依然为负，持续拖累经济。另一方面，海外疫情持续反复，我国防控工作也要慎终如始，会持续制约线下服务业的复苏。

两次政治局会议对“经济恢复不均衡、基础不稳固”的定位并未发生改变，但是7月政治局会议对外部环境的担忧明显上行，认为“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻”。

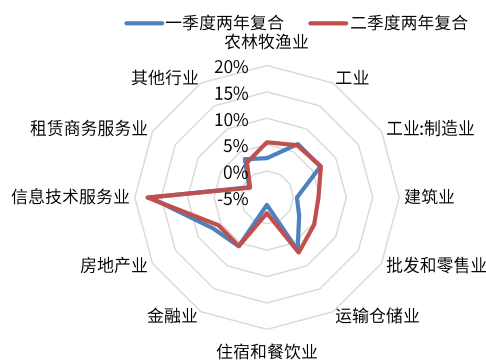
第三，政治局会议未提“用好稳增长压力较小的窗口期”。向前看，三季度，虽然经济内部动能复苏在持续，但经济压力也在逐步显现。一则，居民收入结构性分化、储蓄倾向较高，地方债务还本付息压力和专项债监管趋严，会限制下半年消费、基建复苏的高度；二则，欧美供需缺口逐步收敛，拉低出口，输入性通胀风险虽总体可控、但依然存在，两大因素会拖累制造业复苏的步伐。三则，地产销售增速回落，地产投资增速进入下行区间。

图2：二季度的投资、消费、出口均相对一季度改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：二季度，住宿餐饮和租赁服务的增加值，两年复合增速依然为负



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、护航二十大，宏观政策“两年统筹”

为什么要“统筹两年”？十九大之前，2016年12月和2017年7月的两次政治局会议，以及2016年12月的中央经济工作会议，均提及稳定经济工作和社会大局，不发生系统性金融风险。2022年，党的二十大即将召开。我们认为，本次政治局会议提出统筹做好今明两年宏观政策衔接，政策目的就在于，为明年二十大保驾护航。

表 1：十九大之前，两次政治局会议，一次中央经济工作会议，均提及稳定经济工作和社会大局

时间	会议	内容
2016 年 12 月	政治局会议	会议指出，2017 年要召开党的十九大，也是实施“十三五”规划的重要一年和推进供给侧结构性改革的深化之年，做好经济工作意义重大。
2016 年 12 月	中央经济工作会议	促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定，以优异成绩迎接党的十九大胜利召开。各方面要努力工作，保持社会大局稳定，尽职尽责为党的十九大召开创造良好环境。
2017 年 7 月	政治局会议	确保守住不发生系统性金融风险的底线。各方面要努力工作，保持社会大局稳定，尽职尽责为党的十九大召开创造良好环境。
2017 年 10 月	十九大会议召开	
2017 年 12 月	政治局会议	2018 年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放 40 周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。做好明年经济工作，要全面贯彻党的十九大精神。

数据来源：中国政府网，光大证券研究所

本次政治局会议提出，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；加快推进“十四五”规划重大工程项目建设。与 4 月份政治局会议的“发挥对优化经济结构的撬动作用……做好国家重大项目用地等要素保障”相比，本次会议对于财政政策的着墨较多，也首次强调了财政资金平滑今明两年经济节奏的重要作用。

后置的财政发力有望持续至明年，平滑经济波动，发挥稳增长效力。“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，表明中央在督促地方政府为后续财政发力储备项目，对冲四季度后国内经济面临的下行风险。“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，一方面，意味着今年 12 月可能提前下达 2022 年的专项债发行额度；另一方面，也说明今年下半年将提前准备明年的落地项目，积极发挥财政对经济的支撑作用。

具体而言，我们预计未来财政政策发力将体现在以下三方面：

一是，预计年内已下达的专项债额度将发行完毕，后续专项债发行有望提速，以完成今年底明年初形成实物工作量的要求。

二是，今年 12 月可能提前下达 2022 年的专项债发行额度，“统筹做好今明两年宏观政策衔接”。得益于低基数效应和持续向好的出口，今年上半年经济增速整体较快。在此背景下，通过后移财政政策的发力期，不仅能够避免上半年经济过热，而且能够有效支撑下半年的总需求。又因为今年上半年的高基数，会拖累明年上半年经济增速，因此，四季度之后财政也要持续加大对经济的支撑作用。因此，我们预判今年 12 月可能提前下达 2022 年的专项债发行额度。我们理解，这也是政治局会议提出“统筹做好今明两年宏观政策衔接”这一政策表态的要义。

所在。据《21 世纪经济报道》7 月 16 日报道，近期国家发改委向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。

三是，财政支出对基建的支持力度或将适度改善。一方面，下半年财政预留空间高于往年，今年上半年一般公共预算支出进度为 49%，低于正常年份的 53%；另一方面，上半年财政对基建支出的支持力度远低于预算目标。今年上半年，公共预算支出中投向基建支出的增速仅为-5.1%，明显低于 1.5%的年初预算目标，后续财政对基建的支持存在发力空间。

随着专项债发行的提速，预计下半年专项债投向基建比重也将高于去年同期，这两大因素将支持基建投资反弹。6 月份，基建增速已经开始回暖。以 2019 年为基数，6 月广义基建的单月增速较 5 月增速提升了 1.1 个百分点至 8%，电热燃气及水投资和铁路投资增速均出现回升。

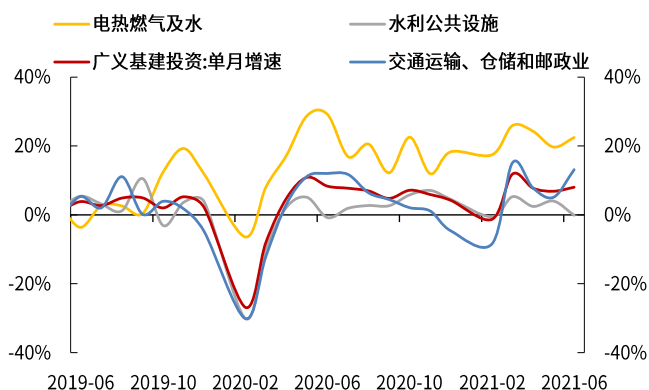
一是，下半年专项债发行规模远高于去年同期，尤其是四季度的增量贡献明显。根据 25 个省份披露的三季度地方债发行计划，三季度新增专项债发行规模达到 1.35 万亿。考虑到未披露的省份，我们预计三季度新增专项债发行规模在 1.5 万亿左右，剩余近 1 万亿额度将预留至四季度使用。而去年三、四季度新增专项债发行规模分别为 1.1 万亿、2300 亿元。这意味着，今年三、四季度新增专项债发行规模，预计将分别较去年同期多增 4000 亿元、7000 亿元左右。

二是，专项债投向基建项目的比重明显高于去年下半年水平。

一方面，随着棚改工作进入尾声，棚改对基建的分流效应逐步减弱。今年上半年专项债中大约 7 成流向基建领域，明显高于去年下半年同期水平（不足 50%）。据财政部披露，今年 1-6 月全国地方发行的新增专项债券，约一半投向交通基础设施、市政和产业园区领域；约 2 成投向农林水利、能源、城乡冷链物流等领域；约 3 成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等领域。

另一方面，随着“十四五”重大项目的陆续开工，也进一步支撑专项债流向基建领域。政治局会议提出，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设；7 月 12 日，李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会时表示，支持用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。

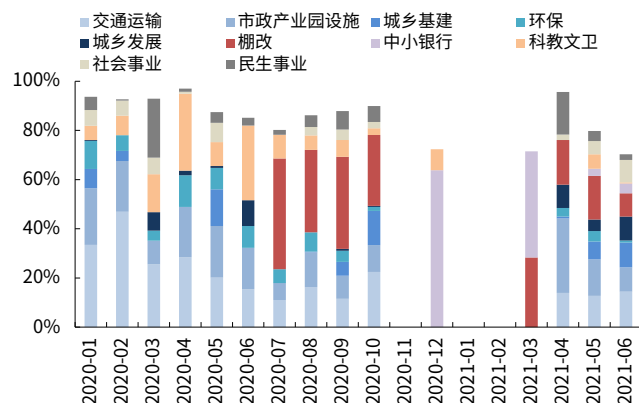
图 4：广义基建增速回升，主要受到电热燃气及水、铁路的提振



资料来源：Wind，光大证券研究所

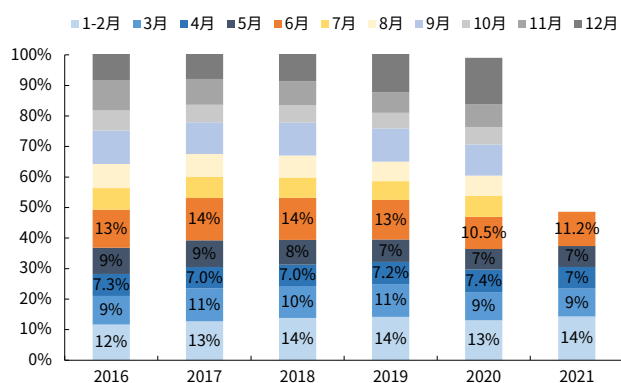
备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 5：2020 年以来专项债资金投向



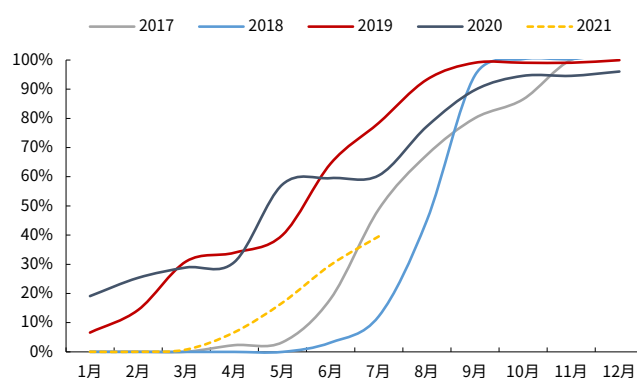
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：今年一般公共预算支出进度较慢



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：今年新增专项债发行进度较慢



资料来源：Wind，光大证券研究所

四、货币政策兼顾“跨周期”与“自主性”，四季度降息可期

7 月政治局会议，着重强调了“做好宏观政策跨周期调节”、“增强宏观政策自主性”。在美联储在今年末明年初，可能开始收紧货币政策、启动缩量量化宽松规模的大背景下，政治局会议的这一表态，说明中国更倾向于根据自己的经济复苏节奏，调节宏观政策，尤其是货币政策。

我们认为，四季度降息可期。我们在 4 月 30 日政治局会议点评中，即提出为了达到更高水平的均衡，货币政策将边际微松。7 月 9 日，市场迎来央行全面降准。随后，我们又提出今年四季度央行可能下调政策利率（详见 5 月 1 日的报告《不疾不徐，轻踩油门，乘势而上》，及 7 月 22 日发布的报告《为什么我们认为四季度可能会降息？》）。

一则，政治局会议对外部环境的担忧明显上行。两次政治局会议对“经济恢复不均衡、基础不稳固”的定位并未发生改变；但是 7 月政治局会议，一方面对外部环境的担忧明显上行，认为“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻”，另一方面去掉了“稳增长压力较小的窗口期”，对经济发展环境的判断及对经济的展望有所弱化。

二则，政策层面对经济增速趋缓压力的考量有所上行。总体来看，目前我国的经济基本面仍在复苏趋势之中，但复苏结构上存在着明显的不均衡现象。另一方面，我国当前经济复苏的失衡，不仅仅体现在消费的复苏滞后于净出口与投资，服务业的复苏滞后于农业与工业，在区域与就业层面同样存在较为严重的失衡现象。

三则，春节以来原材料成本的上行，确实对中下游企业，尤其是中下游小微企业的盈利修复与持续经营带来了比较大的压力。作为市场主体的小微企业占到了企业总数的 90% 以上，并且贡献了 80% 以上的就业，政策有继续发力对其进行帮扶的必要性。本次政治局会议也提到要“货币政策要……助力中小企业和困难行业持续恢复”。

对于中小企业和困难行业的政策扶持，我们认为主要会体现在两个方面：一方面，通过信贷窗口指导及定向再贷款等政策，引导商业银行对中小企业及困难行业给予更多的信贷支持；另一方面，通过降低商业银行负债端成本，进而引导实体融资利率下行，进而缓解中小企业及困难行业的成本压力。

货币政策如何兼顾跨周期与自主性？

一则，从跨周期调节的角度来看，实际上已经可以看到四季度以后经济增速将会面临一定程度的下行压力。因而，在“要做好宏观政策跨周期调节……统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间”的政策框架下，货币政策延续微松的必要性便得以体现。

二则，得益于美国超大规模的财政刺激政策和超宽松的货币政策，今年以来美国产出缺口不断修复，失业人数明显下行，与之伴随的是各项通胀指标的持续走高。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24718

