

2023年07月25日

## 迎接战略反攻——7月政治局会议点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

**1. 本次会议内容总体超市场预期，基调积极，预计稳增长政策将陆续出台。**

(1) 肯定经济恢复的成绩，但认为经济恢复是曲折前进的过程。会议指出“经济总体回升向好”，未提4月的“经济增长好于预期”，认为“面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，经济恢复是一个曲折式前进的过程”。此外，会议内容隐含了对民营经济（“一些企业经营困难”），房地产、地方债务、中小银行等风险（“重点领域风险隐患较多”）的关切。

(2) 延续“稳中求进”工作总基调，加大宏观政策调控力度，延续四个“持续”，指向稳增长和扩内需政策有望陆续出台。会议指出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心”，“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”（4月为“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力”），指向本次会议更加重视稳增长。会议延续四个“持续”，即“经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。

**2. 回应市场关切，延续宽财政稳货币，资本市场、地产、化债等表述亮点众多。**

(1) 宽财政+稳货币，相关政策也有望进一步加码。会议指出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用”，我们认为后续可关注是否有对个人和企业的进一步减税降费政策；判断后续可能继续降准降息，特别是降房贷利率。

(2) 强调提振投资者信心，关注股票市场可能的财富效应。本次在政治局会议层面首提“要活跃资本市场，提振投资者信心”。回顾过往，2018年10月、2020年4月、2022年3月金融委会议提到“研究有利于资本市场的政策”、“提升资本市场活跃度”的表述，随后资本市场迎来制度利好，例如2018年的上交所设立科创板、2020年创业板注册制改革、2022年的全面实行股票发行注册制改革等。市场表现来看，积极表述后1-3个月，上证综指普遍上涨，2018、2020年金融委会议后三个月涨幅较为显著。我们认为，本次表述意味着资本市场有望成为居民财富新的蓄水池，后续也需密切关注相关政策进展。

(3) 扩大内需方面，关注消费、基建的增量政策。消费方面，会议指出“发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费”，关注后续是否会提升居民可支配收入的相关政策。此外会议指出“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”，目前已落地一部分，未来消费或将有更多结构性支持，但中央消费券概率仍旧很低。基建方面，会议强调“发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债发行和使用，促进民间投资”。我们测算截至7月15日专项债发行进度仅为53.7%，后续或将加快发行使用，且仍需特别国债、新增政策性金融工具规模来进一步支撑基建增速。

(4) 产业政策方面，继续关注现代化产业体系建设、战略性新兴产业。结合会议内容，重点关注数字经济、人工智能等领域。我们认为资金支持类政策仍大概率落在短期目标与长期目标相结合的领域，以促进高质量发展。

(5) 民企东风将至。会议强调“坚持‘两个毫不动摇’，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境”，“建立健全与企业的常态化沟通交流机制”（发改委已建立），“推动平台企业规范健康持续发展”，结合前期召开平台经济座谈会、发布促进民营经济发展的意见等，我们认为民企东风将至，沿海和华中区域，以及平台经济互联网、数字经济、战略导向产业等有望受益。

(6) 房地产表述偏积极，未提“房住不炒”，旨在适应房地产供需新情况，并呵护市场信心，我们预计房地产供需端将进一步宽松，但实质性放开一线城市仍较难。与4月“房住不炒”作为开篇对比，本次是2018年以后首次4月7月政治局会议未提“房住不炒”，取而代之的是“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，表述偏积极。关注保障性住房、城中村改造和“平急两用”基础设施。

(7) 重视地方债务风险，预计城投暴雷风险不大，后续可能出台地方化债的相关财政与金融措施。会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，指向后续地方隐性债务化解有望进入实质性落地阶段。

(8) 其他：保持人民币汇率稳定；稳住外贸外资，增加国际航班，推动改革开放，办好“一带一路”峰会；稳步推动中小金融机构改革化险；把稳就业提到战略高度；激发党员干部干事创业的积极性等。

**3. 总体看，7月政治局会议基调更加积极，稳增长政策在路上。叠加基本面方面，7月新一轮修复开启，基建、黑色、化工、暑期消费等高频指标边际好转；三季度可能迎来库存周期切换，即从主动去库到被动去库。因此，积极因素正在积累，可以“迎接战略反攻”，我们对经济和权益边际上趋于乐观。**

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《积极因素正在积累——宏观周报》

-2023.7.23

《从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势——宏观经济专题》

-2023.7.22

《民企东风将至——兼评《关于促进民营经济发展壮大的意见》——宏观经济点评》

-2023.7.20

**附表 1：政治局会议表述对比**

对比	2023年7月政治局会议	2023年4月政治局会议	2022年12月政治局会议
总结回顾	国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障。当前经济运行面临的困难挑战：国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。	今年以来，我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需克服不少困难挑战。	会议认为，今年是党和国家历史上极为重要的一年。面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民迎难而上，加大宏观调控力度，发展质量稳步提升，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，就业物价基本平稳，粮食安全、能源安全和人民生活得到有效保障，保持了经济社会大局稳定。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需，提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。
财政&货币政策	总体：用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。继续实施积极财政政策和稳健货币政策。财政：继续、优化、完善并落实好减税降费政策，加快地方政府专项债券发行和使用；货币：发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心。	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。	要坚持稳字当头、稳中求进，加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力。财政：继续实施积极的财政政策，积极的财政政策要加力提效；货币：继续实施稳健的货币政策，稳健的货币政策要精准有力。
重点政策举措	(1) 消费：发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。 (2) 投资：更好发挥政府投资带动作用。要制定出台促进民间投资的政策措施。 (3) 产业：加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展。 (4) 企业主体：切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。 (5) 地产：切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。 (6) 防风险：有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。稳步推动高风险中小金融机构改革化险。 (7) 民生：把稳就业提高到战略高度通盘考虑，扩大中等收入群体。	(1) 产业：加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。 (2) 消费、投资：恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。 (3) 企业主体：坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。 (4) 改革开放：认真落实党和国家机构改革方案。要把吸引外商投资放在更加重要的位置。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试。 (5) 地产：坚持房住不炒定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。 (6) 防风险：有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。 (7) 民生：就业优先。	(1) 产业：产业政策要发展和安全并举； (2) 科技：科技政策要聚焦自立自强； (3) 社会政策要兜牢民生底线。 (4) 要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。 (5) 产业链供应链：要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。要切实落实“两个毫不动摇”，增强我国社会主义现代化建设动力和活力。 (6) 对外开放：要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。 (7) 金融风险：要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。 (8) 要坚持真抓实干，激发全社会干事创业活力，让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创。 (9) 岁末工作重点：要统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应，关心困难群众生产生活，保障农民工工资发放，抓紧抓实安全生产和防灾减灾工作，维护社会和谐稳定。

资料来源：中国政府网、新华网、开源证券研究所

**附表 2：重要会议提及资本市场相关积极表述后大多利好股市**

会议/时间	表述	具体措施跟进	上证综指涨跌幅 (%)		
			后一周	后一个月	后三个月
2022.3.16 金融委会议	“保持资本市场平稳运行”，“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”、“对市场关注的热点问题要及时回应”。	会议后证监会表态：进一步完善资本市场内生稳定机制，全面落实支持振作工业经济运行和中小微企业发展的相关措施；扎实推进全面实行股票发行注册制改革，完善民营企业债券融资支持机制。	2.51	1.28	3.73
2022.4.29 政治局会议	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。	2022Q2，中央推出一系列稳住经济大盘的措施，包括33条、增发3000亿元金融债补充重大项目资本金、6月底前发行完全年地方专项债等。	-1.49	4.57	7.73
2020.4.7 金融委会议	发挥好资本市场的枢纽作用，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。	2020年4月27日，审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。2020年6月12日，证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》。创业板注册制改革落地；10月，印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，加强资本市场基础制度建设，健全退出机制。	0.23	1.80	18.16
2018.10.20 金融委专题会议	发挥好资本市场枢纽功能。资本市场关联度高，对市场预期影响大，资本市场对稳经济、稳金融、稳预期发挥着关键作用。要深入研究有利于资本市场长期健康发展的重大改革举措，成熟一项，推出一项。	2018年11月，习近平总书记宣布将在上交所设立科创板并试点注册制。证监会规定从9月15日开始，符合条件的外国自然人投资者可以开立A股证券账户。7月，证监会出台修改退市制度的决定；11月沪深交易所落地重大违法强制退市规则，被称为“史上最严退市新规”。	-4.25	-0.13	30.20

资料来源：中国政府网、Wind、开源证券研究所

**附表 3：历史上大多数 4 月、7 月政治局会议提及“房住不炒”**

年份	4月政治局会议	7月政治局会议	10月政治局会议	12月政治局会议	12月中央经济工作会议
2017年	未提	未提；“要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。”		未提	未提；“完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。”
2018年	未提；“要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展”	提到“房住不炒”	未提	未提	提到“房住不炒”
2019年	提到“房住不炒”	提到“房住不炒”	未提	未提	提到“房住不炒”
2020年	提到“房住不炒”	提到“房住不炒”	未提	未提	提到“房住不炒”
2021年	提到“房住不炒”	提到“房住不炒”	未提	未提	提到“房住不炒”
2022年	提到“房住不炒”	提到“房住不炒”	未提	未提	提到“房住不炒”
2023年	提到“房住不炒”	未提；“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”			

资料来源：中国政府网、新华网、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn