

宏观动态报告

2023 年 07 月 25 日

从“战略高度”理解政治局会议精神和政策方向

核心内容:

我们认为这次政治局会议中有一个重大表述被市场分析人士和投资者所忽略，即中央首次提出“稳就业提高到战略高度通盘考虑”。即便部分市场分析人士和投资者注意到这个重大的变化，对其背后深层的含义和影响也缺乏深入理解。

我们认为这次“稳就业提高到战略高度通盘考虑”的表述是正式从顶层战略层面确认了中国宏观政策调控的“锚”从此前单纯的关注经济增速转向了就业，而 GDP 目标未来更多发挥预期管理的作用。

通常意义上经济增长中枢上行过程中，经济增长与就业改善是同步的，但在经济增长中枢下行过程中，两者未必一致。因此当社会矛盾在供给端从落后生产力变为不平衡不充分的时候，宏观政策自然就会向就业或者进一步说向高质量增长倾斜。

我们理解中央在制定年初经济增长目标应该是充分考虑上半年中国经济的“非典型复苏”，以及由此对增长和就业的影响，所以制定了 5% 左右的经济增长目标。而市场投资者依然是从传统的 GDP 目标框架出发，因此给出了太过乐观的预测，从而与中央的目标形成预期差。

要理解今年下半年的宏观政策走向，也要从就业出发。虽然 7 月政治局会议上在诸多方面提及稳增长政策加力，我们认为政策层面只是在边际上力度有所增强，并加快现有政策的落地，不会出现强刺激，除非就业层面出现较大的问题。

我们认为 3 季度经济增长内生动能在消费和生产层面会进一步增强，加上逆周期宏观政策力度在边际上有所增强之后，3/4 季度的 GDP 环比增速可以回升至 1.5% 以上，全年经济增速有望达到 5.3%。经济增长动能增强有望拉动就业持续改善。因此宏观政策层面出现强刺激的概率不大，不会大搞基建和全面放松房地产限购。货币财政政策在高质量增长前提下，更加聚焦产业升级和改善民生。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

风险提示:

1. 政策落实速度偏缓的风险
2. 就业大幅下滑的风险

一、稳就业提高到战略高度

投资者高度关注7月政治局会议上的各项政策表述，这一方面是2季度GDP数据略低于市场预期，令市场对下半年稳增长政策有较高的期待；另一方面更为重要的是二十届三中全会召开在即，希望在三中全会召开之前的最后一次重要会议上能看到一些未来深化结构性改革的信号。根据昨天发布的会议内容来看，在两个方面都有所涉及，市场分析人士和投资者对此都有深入分析和解读。

我们认为这次政治局会议中有一个重大表述被市场分析人士和投资者所忽略，即中央首次提出“稳就业提高到战略高度通盘考虑”。即便部分市场分析人士和投资者注意到这个重大的变化，对其背后深层次的含义和影响也缺乏深入理解。

就业长期以来是中央政策的核心，在此前提出的“六稳”和“六保”中，就业都是排在首位。此外，中央在2018年底的中央经济工作会议上首次提出了“就业优先”政策。在此前的4月政治局会议上，中央再次强调了“强化就业优先导向”。我们认为中央这次把稳就业提升到“战略高度”释放了重要政策信号。如果无法理解其背后的重大意义和影响，则对其他政策的理解和解读都可能都只是雾里看花或者一厢情愿。

图1：历次会议对于就业的表述

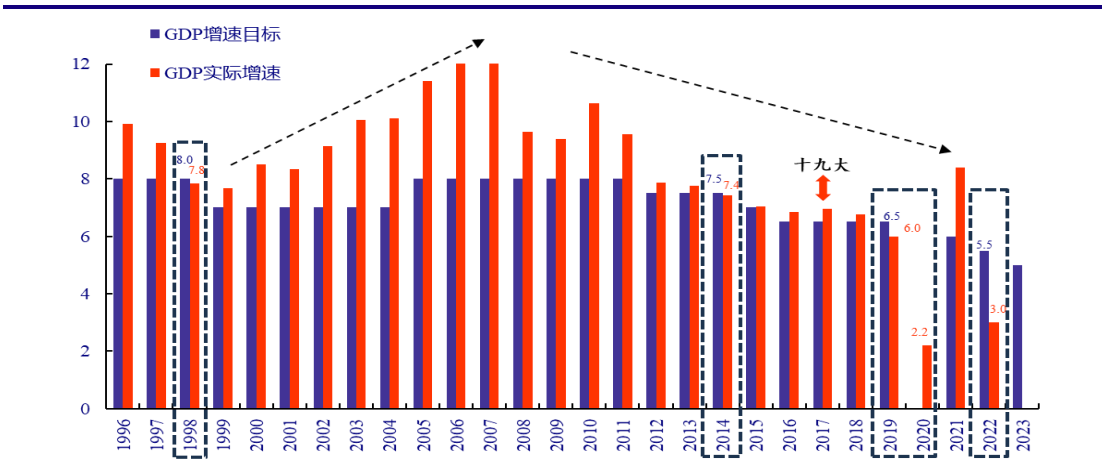
就业政策表述		
2018年7月31日	政治局会议	把稳定就业放在更加突出位置
2018年10月31日	政治局	做好稳就业工作
2018年12月19日	中央经济工作会议	进一步稳就业, 实施就业优先政策
2018年12月31日	政治局	进一步稳就业
2019年4月19日	政治局	帮助贫困劳动力尽快返岗就业
2019年7月30日	政治局	实施好就业优先政策
2019年12月10日	中央经济工作会议	稳定就业总量, 改善就业结构, 提升就业质量
2020年2月21日	政治局	突出做好稳就业
2020年4月17日	政治局	保居民就业, 把高校毕业生就业作为重中之重
2020年7月30日	政治局	缓解疫情对青年人就业影响
2020年12月11日	政治局	继续做好“六稳”工作
2020年12月16日	中央经济工作会议	促进重点群体多渠道就业
2021年2月26日	政治局	就业优先政策 要继续强化、聚力增效
2021年4月30日	政治局	强化就业优先政策
2021年7月30日	中央经济工作会议	强化高校毕业生就业服务, 畅通农民工外出就业渠道
2021年12月6日	政治局	落实好就业优先政策
2021年12月8日	中央经济工作会议	解决青年就业问题, 抓好重点群体就业
2022年4月29日	政治局	稳定和扩大就业
2022年7月28日	政治局	稳就业
2022年12月16日	政治局	突出做好稳就业
2022年12月16日	中央经济工作会议	支持平台企业在引领发展、创造就业
2023年4月28日	政治局	强化就业优先导向
2023年7月24日	政治局	把稳就业提高到战略高度通盘考虑

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

简单来说，我们认为这次把“稳就业提高到战略高度通盘考虑”的表述是正式从顶层战略层面确认了中国宏观政策调控的“锚”从此前单纯的关注经济增速转向了就业。

从历史上看，任何重大政策的调整并不是在宣布那一刻才开始正式实施，很多情况下回溯历史会发现在实际层面发生变化的时间点要早的多。这是因为重大政策的调整在中央层面需要有一个逐步试水的过程，从实体经济层面需要有一个逐步理解和适应的过程。其实中国宏观政策调控的“锚”转向就业在十八大之后就初露端倪。从数据上可以发现，中国在2012年之后的经济增长中枢下行过程中，出现多次经济增长低于中央设定的目标。我们认为除了经济本身的原因之外，在某种程度上反映了长期以来的唯经济增速或者唯GDP论已经开始出现变化。更为重要的是在2017年的十九大上，中央对中国社会面临的主要矛盾做出了重大调整，认为现在的主要矛盾是“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。此前，中国社会的主要矛盾是“人民日益增长的物质文化需求与落后生产力之间的矛盾”，既然是落后的生产力，那经济增长就是硬约束。但社会矛盾在供给端从“落后生产力”到“不平衡不充分”的变化，意味着中国宏观政策的锚也会相应发生变化。

图2：GDP增速目标和实际增速偏差（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

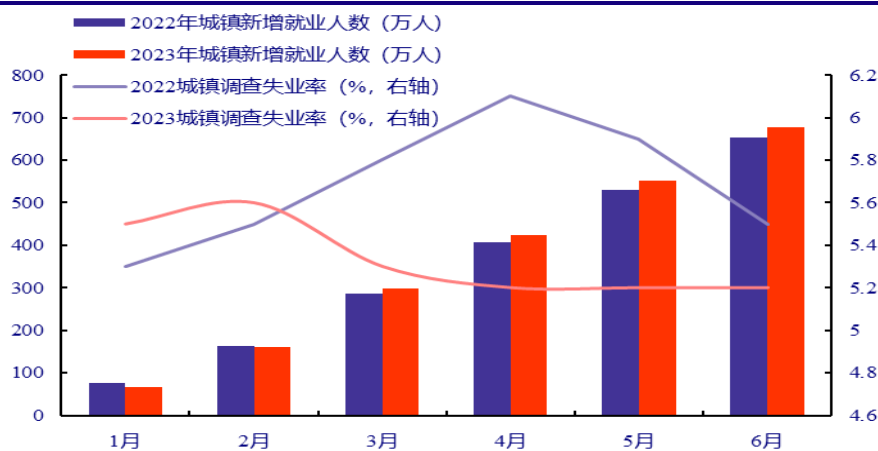
二、就业成为宏观政策的“锚”

如果宏观政策的锚在社会矛盾的变化下已经不再是单纯的经济增速，那是什么呢？很简单，变成了就业。通常意义上经济增长中枢上行过程中，经济增长与就业改善是同步的。因此宏观经济政策只要锚定经济增速就可以间接带动就业。但在经济增长中枢下行过程中，两者未必一致，因此当社会矛盾在供给端从落后生产力变为不平衡不充分的时候，宏观政策自然会向就业或者进一步说是向高质量增长倾斜。所以我们可以发现，从十八大以来，虽然GDP目标增速经常出现不达标的时候，但城镇新增就业每年毫无悬念的顺利完成。即便是在2022年中国经济承受疫情防控、美联储加息和俄乌军事冲突内外三重压力下，经济增速只有3%，大幅低于5.5%左右的年初设定目标，但城镇新增就业依然超越了1100万的目标达到了1206万。

因此总体来看，稳就业在本次 7 月政治局会议上被提升到战略高度，但问题本身和解决问题的思路已经在十八大之后就已经开始出现端倪。首先在十八大之后的操作层面就已经开始发生变化，其次在十九大上提出的社会矛盾变化中更是确认了就业地位的变化。这就不难理解，为何之后中央在 2018 年出的“六稳”和 2020 年提出的“六保”中都把就业放在首位，并在期间提出了“就业优先”的政策。

伴随着中央把稳就业提升到战略高度，我们认为这意味着就业已经正式取代 GDP 增速成为宏观政策的锚，而 GDP 目标未来更多发挥预期管理的作用，引导实体经济和资本市场通过 GDP 目标来理解宏观政策的方向和力度。

图 3：城镇新增就业人数保持增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、就业成为宏观政策的锚，“预期差”的再解读

如果我们用就业为锚的宏观政策框架来重新审视今年市场对经济增长的“预期差”，我们可以得到一个非常清晰的解释。去年底到今年 1 季度，大部分分析人士都对今年的中国经济保有非常乐观的预测，但在进入 2 季度特别近期 2 季度经济数据发布之后，纷纷下调了今年的经济增长预测，中枢从年初的 5.7% 下降至 5.3%。经济增长低于预期是中国经济增长出现问题？我们的答案是：不是。而是大部分分析人士的预测框架出现了问题和偏差，没有从就业角度出发来做今年的经济预测和政策判断。

具体来看，今年 1158 万新增大学生就业，加上疫情防控政策调整之后，农民工回城务工需求增加。有鉴于此，今年新增就业目标从去年的 1100 万上调至 1200 万，从而成为今年宏观政策的“锚”和经济增长的硬约束。根据历史经验来看，大概 1 个百分点 GDP 对应 220 万新增就业，以此推算 5.5% 左右的经济增长大概率就能实现今年的就业目标。但实际上 GDP 增速可能会略低于 5.5%，这是因为疫情防控政策调整之后，上半年中国经济呈现出以消费和服务业驱动的“非典型复苏”，这与以往投资和生产驱动的“典型复苏”有很大不同。例如上半年，服务业 PMI 比制造业 PMI 平均高出了 5 个百分点以上，服务业和消费对 GDP 增长的贡献分别达到了 63.8% 和 77.2%。考虑到服务业是劳动密集型行

业，因此服务业改善带动就业改善较为明显。但复苏集中餐饮、旅游、文化娱乐等消费性服务行业，制造业和劳动生产率较高的生产性服务业相对低迷。所以在创造同样就业的基础上，GDP 增速可能会略低。同样，消费相对投资对经济的拉动较低，而且上半年消费复苏也主要集中在服务消费和中低端的必选消费。我们理解中央在制定年初经济增长目标应该是充分考虑到以上两方面的因素，所以制定了 5% 左右的经济增长目标，而市场投资者依然是从传统的 GDP 目标框架内预测，因此给出了太过乐观的预测，从而与中央的目标形成预期差

四、新的锚定和新的政策框架

要理解今年下半年的宏观政策走向，也要从就业出发。虽然 7 月政治局会议上在诸多方面提及稳增长政策加力，例如“精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，但我们认为政策层面只是在边际上力度有所增强，并加快现有政策的落地，不会出现强刺激，除非就业层面出现较大的问题。目前来看上半年城镇新增就业 678 万，比去年同期多增了 24 万。鉴于去年实际城镇新增就业 1206 万，因此按照目前经济复苏的态势完成今年 1200 万的目标问题应该不大。虽然当下 16-24 岁人群的失业率持续攀升，但这里面存在很大程度上的结构性因素。整体失业率依然相对平稳，去年上半年平均城镇调查失业率是 5.7%，而今年同期是 5.3%，整体处于 5.5% 的目标失业率区间内。

我们认为 3 季度中国经济增长内生动能在消费和生产层面会进一步有所增强，加上逆周期宏观政策力度在边际上有所增强之后，3/4 季度的环比增速预计会回升至 1.5%，全年经济增速达到 5.3%，就业会持续改善。因此宏观政策层面出现强刺激的概率不大，不会大搞基建和全面放松房地产限购。货币财政政策在高质量增长前提下，更加聚焦产业升级和改善民生。

图表目录

图 1: 历次会议对于就业的表述.....2

图 2: GDP 增速目标和实际增速偏差 (%)3

图 3: 城镇新增就业人数保持增长.....4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn