



宏观研究

【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号

2023年07月24日

投资要点

分析师：罗志恒执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com**分析师：马家进**执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com**分析师：原野**

执业编号：S0300523070001

近期报告

《【粤开宏观】稳房地产，解决财政和城投风险》2023-07-07

《【粤开宏观】当前财政、城投问题的症结在房地产》2023-07-07

《【粤开宏观】资产负债表衰退：理论缺陷，不适用于当前的中国》2023-07-11

《【粤开宏观】疫后恢复的结构性特征明显，全年“保5”仍需加力》2023-07-18

《【粤开宏观】持续优化发展环境，促进民营经济更大作为》2023-07-20

事件

7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

政治局会议有诸多新的提法，强调疫后经济恢复过程中的曲折前进和结构性特征，强调根据新形势优化房地产政策，强调债务化解的系统性和统筹理念，高度关注稳就业，高度重视与微观主体企业家的沟通，着眼于扩大需求、提振信心与防范风险。

新提法集中在：“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”“要活跃资本市场，提振投资者信心”“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”“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”“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”。

风险提示：外部冲击超预期、经济下行压力超预期



目 录

一、总体形势判断：经济持续恢复、总体回升向好，但总需求仍不足，经济恢复有一个过程	3
二、加大宏观调控力度，扩大总需求：财政与货币发力，促进投资与消费	3
三、活跃资本市场，让资本市场成为居民财富保值增值的蓄水池	4
四、调整优化房地产政策以更好满足合理住房需求，保障性住房建设和城中村改造“增量提质”	5
五、有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，强调系统、统筹思维	5
六、把“稳就业”提到更高位置，兜牢兜实基层“三保”底线	6



一、总体形势判断：经济持续恢复、总体回升向好，但总需求仍不足，经济恢复有一个过程

会议总体上肯定了上半年取得的成绩，同时指出存在的需求不足的问题，分析了疫后经济恢复的特征，但从长期看向好趋势没有改变。

我们认为，要客观、理性分析当前形势，既看到机遇，也看到风险挑战；既看到宏观的恢复，也看到微观存在的困难；既从当年同比看亮点，也要剔除基数效应看差距，从而采取有针对性的举措、立足中国土地，发现问题、解决问题。

第一，一季度、二季度中国 GDP 同比增速分别为 4.5%和 6.3%，总体上反映经济逐步恢复，并且存在结构性亮点。其一，一季度的居民收入实际增速低于经济实际增速，但是上半年的居民收入实际增速为 5.8%(两年平均 4.4%)，高于 GDP 的 5.5%(两年平均 3.3%)。其二，从经济运行的月度节奏看，4 月和 5 月经济显著下行，6 月出现企稳迹象，6 月社零消费两年平均同比为 3.1%，高于 4-5 月的 2.6%和 2.5%，其中餐饮收入两年平均增速 5.6%，仅次于 2 月。其三，高技术产业投资增长 12.5%，高于总体增速。

第二，要看到两年平均增速从 4.6%下降到 3.3%，要实现全年目标下半年需要达到 4.5%，两年平均增速需达到 3.95%，各地区各部门仍需继续努力。还要看到逆全球化和脱钩断链风险延续、物价下行导致的实际利率上升、企业应收账款持续上行、民间投资负增长、地方债务风险凸显、青年失业率继续攀升、居民和企业家信心不振等问题。

第三，从长期看，通过进一步深化改革开放，中国的制度优势、政策空间优势、市场优势等仍将支持中国经济向好发展。

二、加大宏观调控力度，扩大总需求：财政与货币发力，促进投资与消费

会议提出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用”“要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”。

当前我国经济虽然持续恢复，但剔除基数后仍有一定下行压力，宏观上是总需求不足、微观上是信心不振，因此有必要加大政策调控力度，从宏观上采取更加积极的财政、货币政策扩大总需求，从微观上提振市场主体信心，从全局上防范风险。

第一，继续实施积极的财政政策，收入端主要是要延续、优化和完善前期推出的有针对性的减税降费政策，支出端则要加快地方专项债的发行和使用，稳定投资，促进基建投资企稳回升。收入端减税降费政策生效的前提是信心充分，否则减税降费推升债务和债务率，当前宜以支出端政策为主。上半年一般公共预算支出增速为 3.9%；受制于土地出让收入大幅下行以及专项债发行进度偏慢，政府性基金预算支出增速为-21.2%。当前要平衡好专项债项目的收益要求与加快发行使用的矛盾，核心是储备有一定收益的项目。未来平衡的难度较大，通过一般债规模和比例上升来解决项目收益不足的问题，实事求是反映债务投向和风险。

第二，实施稳健的货币政策，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。当前物价水平持续下行，PPI 已连续 9 个月为负，以名义利率-物价水平衡量的实际利率上升，因此货币政策有必要发挥作用降低企业负担。总量政策方面，当前商业银行的加权平均法定存款准备金率为 7.6%，1 年期 MLF 利率为 2.65%，都有进一步下调的空间，有助于保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏



平稳，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。结构性政策方面，当前仍有不少结构性货币政策工具使用规模偏低，例如截至 2023 年一季度，收费公路贷款支持工具、民企债券融资支持工具（第二期）、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划等的使用量均为 0。要建立和完善激励机制，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，促进金融机构继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

第三，消费和投资在经济运行中分别承担着“发挥消费拉动经济增长的基础性作用”和“发挥投资对优化供给结构的关键性作用”。但是要避免缺乏收入基础的消费刺激，要避免缺乏经济和社会效益的无效投资。因此会议强调要通过增加居民收入扩大消费，通过终端供给带动需求。我们认为，短期刺激消费能在一定程度上应急，但是要从根本上解决消费不足的问题，要靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等。

三、活跃资本市场，让资本市场成为居民财富保值增值的蓄水池

会议对资本市场的提法发生显著变化，从“维护资本市场平稳运行”变成“活跃资本市场”。我们认为，活跃资本市场，意味着下阶段资本市场改革的侧重点将包括强化财富管理功能，满足居民财富保值增值和优化资产配置的旺盛需求，进而加速居民资产负债表修复，以达到扩内需的效果。

首先，活跃资本市场，发挥其财富管理和资产配置功能具有必要性。海外经验显示，随着老龄人口占比扩大、市场均衡利率下行、资本市场发展程度提升，居民对金融资产的配置比例会不断上升。2021 年美国居民资产配置中，股票、债券、养老金权益的占比近 50%。而我国居民家庭的股票、债券和基金等金融资产的配置比重仍处于较低水平。《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，居民家庭资产仍以实物资产为主，占比约八成。此外，根据城乡居民调查数据，2021 至 2023 年二季度，居民收入中资本性收入占比的平均值仅为 8.9%。当前，我国宏观经济环境、人口年龄结构、市场均衡利率以及资本市场发展程度的也出现了新的变化，因此有必要活跃资本市场，发挥财富管理作用，进而丰富居民收入来源。

其次，活跃资本市场，发挥其财富管理和资产配置功能具有紧迫性，与监管层近期政策导向不谋而合。一方面，疫后居民资产负债表修复缓慢，迫切需要发挥资本市场的财富效应。另一方面，在资管新规过渡期结束、个人养老金制度落地等大背景下，居民迫切需要更多投资理财渠道来保证财富保值增值，资本市场的财富管理功能非常重要。证监会主席易会满曾多次强调，资本市场要“为居民资产配置创造相协调的市场环境和生态，更好满足居民财富管理需要。”近期证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见等举措，意味着活跃资本市场，将其打造为居民财富保值增值的蓄水池，将是下一阶段的政策重点。

最后，未来资本市场改革可能从投资端建设、产品体系完善等方面入手，出台更多改革措施，市场短期情绪将获得提振。一是强化投资端建设。进一步提升上市公司质量，加快注册制进程同时压实投行等中介机构责任；完善退市制度，加速市场出清，进而提高整体质量，奠定慢牛、长牛基础；全力维护股市、债市、期市平稳运行。二是丰富产品体系。丰富的风险管理工具，进一步增加股指期货产品；加大固收类标准化产品、公募基金产品、私募基金产品的供给；扩大互联互通的范围，发展跨境理财、互换等产品。三是加强投资者保护，优化基础制度。例如，全面优化公募基金费率模式，稳步降低行业综合费率水平等。



四、调整优化房地产政策以更好满足合理住房需求，保障性住房建设和城中村改造“增量提质”

本次会议没有提及“房住不炒”，并非政策定调的转向，而是当前形势下没有再提的必要。“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，当前房地产市场面临的主要矛盾不是投机炒作和房价上涨压力，而是居民购房需求仍较低迷、房地产销售和投資下滑对经济增长、财政收入、金融安全等的冲击。上半年商品房销售面积和房地产投资同比分别下降 5.3%和 7.9%。因此当务之急是提振房地产销售、稳定房地产投资、改善房企现金流，促进房地产市场平稳健康发展。

会议要求“更好满足居民刚性和改善性住房需求”，相比 428 政治局会议的“支持刚性和改善性住房需求”，基调更加积极、政策力度也更大。会议提出“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”。2023 年以来，一线城市房地产政策以微调为主，政策主要集中在优化公积金政策、推行带押过户、放松二手房指导价等方面。限购政策基本无松动，尤其是认房又认贷，部分合理的刚性和改善性需求仍受到严格限制。一线城市的商品住宅销售面积和销售额分别占全国的 3%和 18%左右，且对二三线城市具有示范和带动作用。因此一线城市的限购限贷政策仍具有较大的调整优化空间，例如：适度提高非普宅的认定标准、降低非普宅的首付比例和税费，降低合理购房需求的购房成本和购房门槛；按照“一区一策”原则，取消“认房又认贷”政策，同时结合生育政策，对多孩家庭的限购套数、首付比例、房贷利率等给予支持等。在坚持“房住不炒”定位的前提下，既能提振房地产市场，也能增进民生福祉。

除了需求端政策以外，会议还非常重视房地产市场供给端的“增量提质”。首先，随着城镇化进程加速和流动人口规模扩大，进城务工人员、新就业大学生等新市民、青年人的住房困难问题日益凸显，特别是在一些人口净流入、房价偏高的大城市，新市民、青年人“买不起房、租不好房”的问题较为突出，“加大保障性住房建设和供给”有助于解决这部分群体的住房困难问题。其次，要提高存量住房的居住质量，“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。”积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。“平急两用”公共基础设施则是集隔离、应急医疗和物资保障为一体的重要应急保障设施，“平时”可用作旅游、康养、休闲等，“急时”可转换为隔离场所，满足应急隔离、临时安置、物资保障等需求，要注重统筹新建增量与盘活存量，积极盘活城市低效和闲置资源，因地制宜、按需新建相关设施。

五、有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，强调系统、统筹思维

会议高度重视地方债务风险，总体思路延续中央经济工作会议和 428 政治局会议的基调，但是不仅仅从增量和存量的角度，更加强调一揽子化债方案，这是基于问题的复杂性以及债务和金融风险交织特征而提出的系统性、综合性解决方案，体现了中央一贯强调的系统思维和统筹理念。去年底中央经济工作会议提出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”；428 政治局会议提出“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”；724 政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。

我们认为，地方债务的形成原因复杂，包括体制性原因，又经过经年累月的积累，解决也非一朝一夕可以完成。尤其是当前地方债务风险、金融风险和社会风险交织，需要注意处置的力度和节奏。有效控制债务率要处理好几对关系：一是存量和增量关系，



确保存量债务逐步化解，严格控制增量，中央对地方提出党政干部负责的机制，省以下政府关系也应该建立起市县党政领导负责机制，解决道德风险问题。二是显性债务和隐性债务关系，隐性债务要逐步显性化，根据公共属性强弱划分为政府债务和企业债务，分别通过财政和市场化法治化方式解决。三是分子与分母的关系，即分子端的债务尽可能要有更大的分母端产出，必须提高债务资金的使用效率。

短期要应对好债务到期后的再融资问题，避免引发处置风险的风险，集中在拉长周期和压降成本。第一，安排财政资金偿还，通过财政资金使用效率的提升为偿还债务留出空间。第二，通过债务置换、债务展期、债务重组、借新还旧等方式优化债务结构，减轻地方政府债务负担。第三，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有资产权益偿还债务，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务。第四，存量隐性债务显性化、市场化，部分债务合规转化为企业经营性债务，利用项目结转资金、经营收入偿还。第五，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重整、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。

中长期要推动体制机制的联动改革。第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府，大量的事业单位要么回归非盈利机构，要么走向市场自负盈亏。对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员。第二，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度。第三，建立政策出台前评估和实施效果问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。第四，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。第五，尽快稳定宏观税负，减税降费要从数量规模型转向效率效果型，重在落实落细前期的政策，强化针对性和精准性。第六，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度。第七，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。第八，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政。

六、把“稳就业”提到更高位置，兜牢兜实基层“三保”底线

就业是最大的民生，会议提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，稳就业将是下阶段工作的重中之重。当前青年人群就业形势较差，既制约居民收入和消费增长，也是对人力资源的极大浪费。6月16-24岁劳动力调查失业率为21.3%，2019-2022年同期为11.6%、15.4%、15.4%、19.3%。稳就业的根本途径是稳经济增长，尤其是促进民营企业的发展，民营经济贡献了80%以上的城镇劳动就业。此外，也要促进劳动力市场的供需匹配，解决劳动力就业难与企业招工难并存的问题。当前高新企业亟需高技术人才，中低端制造业需要生产线工人，然而前者门槛较高，后者相对艰苦的工作条件又难以吸引年轻人，劳动力市场存在明显的供需错位。

会议更加强调“加大民生保障力度，兜牢兜实基层‘三保’底线”的重要性。支持基层政府保基本民生、保工资、保运转，是保障群众切身利益的基本要求，也是推动政府履职和各项政策实施的基础条件。截至6月底，2023年中央财政安排对地方转移支付已下达91.1%，具备条件的均已下达完毕，为地方做好基层“三保”工作提供了有力的财力保障。但三年来疫情冲击、经济下行压力和连续实施大规模减税降费等因素影响下，部分地方特别是基层财政收支矛盾较为突出，兜牢兜实基层“三保”底线仍不容忽视。中央政府应进一步发挥财政资金直达机制作用，增强直达资金分配的时效性、科学性和精准性，更大力度向基层倾斜，强化预算执行监控；地方政府应进一步盘活存量资产资金，严格控制和压减非必要支出，提高财政资金的使用效率。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com