

宏观点评 20230724

消失的“它” VS 初见的“它”：7月政治局会议有何深意？

2023年07月24日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 今年7月政治局会议召开的比往年要早了一些，而可能更重要的是会议的措辞确实出现了明显的变化。有的是首次出现，例如“**提振投资者信心**”；有的说法是时隔很久再次出现，比如“**加强逆周期调节**”；有的则是罕见地没有出现，比较突出的是“**房住不炒**”，我们认为在这“说”与“不说”之间，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了。

■ “**活跃资本市场，提振投资者信心**”的说法在政治局会议通稿中是首次出现。资本市场是经济和信心的重要“晴雨表”，我们认为这背后有两两层含义，一方面通过扭转交易的萎缩、稳定股市等资本市场，提高民间投资的活跃度、改善其融资环境；另一方面则是通过政策“定心丸”，稳住外资投资中国的基本盘。

■ “**加强逆周期调节**”时隔三年半再次出现。尽管在央行等部委机构的表述中并不少见，但是上一次在政治局会议通稿中出现“**逆周期调节**”的说法还要追溯到2019年12月。结合“**加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险**”的表述以及通稿中把宏观政策部分再次放到产业政策之前的调整，我们认为这是**稳增长诉求和宏观政策优先级上升的重要体现。**

■ “**房住不炒**”少见地在年中政治局会议上没有被提及。自从2018年以来，在年中（4、7月）的政治会议通稿上“房住不炒”几乎从不缺席，即使是2020年疫情冲击下也不例外。我们认为这是地产政策的重要信号：**在供需条件发生重大变化、投机需求被压制的情况下，以往在地产过热时期推出的行政性、限制性政策将逐步退出，尤其是部分高能级城市的限购等需求政策。**

■ **财政政策：政策基调不变背后的重点。**本次政治局会议再续积极财政政策的基调，延续优化减税降费政策的取向也未改变。不过**地方债方面有两条政策主线予以支撑：一是“加快地方政府专项债券发行和使用”。**在专项债发行进度明显不如去年以及无政策性开发性金融工具搭桥的背景下，专项债发行提速是当前积极财政政策发力的不二选择。二是“**有效防范化解地方债务风险**”。基于近几年土地出让收入大幅下滑的现状，地方债和城投债到期偿还压力却有增不减，地方政府对债务风险的化解是今年的一大重点。

■ **货币政策在“逆周期调节”的基调下，市场对下半年降准预期较强，关键在于时间点：**从必要性上来看，三季度MLF到期量增多（特别是9-11月），且届时自3月降准以来新累积的准备金也有一定规模，**维护流动性与降成本两方面均有降准诉求；**从政策表态上来看，历史上通常国常会与总理讲话提及后2-3天内央行即宣布降准，**我们认为国常会及央行的表态可作为下一次降准具体时间的锚点。**

■ **地产表述“一减一增”，定调变化显著。**“一减”是2018年7月以来经济主题的政治局中以来首次在房地产政策表述中未提及“房住不炒”（考虑到12月召开的政治局会议定调较为简略，我们不纳入统计）；“一增”是首提“**优化房地产政策**”，如果结合近期央行发布会中“**市场过热阶段出台的政策存在优化空间**”来看，或表明限购限售等地产调控政策近期有总体上松绑的可能性。

城中村改造 ≠ “棚改 2.0”？我们认为本轮城中村改造与2016年棚改从规划性质和体量上均有较大的不同，主要体现为：①**仅在超大特大型城市开展；**②**实施周期长（或需5年以上）；**③**部分城以“留、改”为主，不大拆大建；**④**土地交易或不参与其中，且货币安置比例可能不高。综合上特点可能反映城中村改造的推进对现今房地产的刺激程度有限。**

相关研究

《“研究提出一批政策”陆续落地，有何侧重与线索？》

2023-07-23

《美国房地产：软着陆到底是不是伪命题？》

2023-07-23

- **产业政策：平台经济重要性凸显。**不同于4月政治局会议，此次会议将产业政策的相关表述后置，但“科技”的含量依然很高：“数字经济”、“先进制造业”、“人工智能”等方面均与今年领导人的调研方向不谋而合。而“平台企业”的相关表述又与本次政治局会议活跃资本市场、提振投资者信心的议题相吻合。不过值得注意的是本次会议特别强调了人工智能的“安全”发展，这可能意味着之后对于AI面临的监管会有所加强。
- **外贸政策方面，稳住存量，提高增量。**我们在此前的报告强调过这一观点，今年外贸是稳经济不可或缺的支撑力量，而稳住外贸背后的主线有两条：一是稳住对于欧美等发达经济体的出口，二是继续开拓“一带一路”国家的空间，保障中欧班列稳定畅通，办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛均是重要的举措。
- **风险提示：**政策统计不完全；政策定力或刺激程度超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

图1: 近三次政治局会议表述对比

	2022年12月	2023年4月	2023年7月
经济形势	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,保持了经济社会大局稳定	三重压力得到缓解,经济增长好于预期,市场需求逐步恢复;但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	经济运行面临新的困难挑战,主要是国内需求不足,外部环境复杂严峻,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。
总量政策	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	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,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长	用好政策空间、找准发力方向,扎实推动经济高质量发展 精准有力实施宏观调控,加强逆周期调节和政策储备
货币政策	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要精准有力	继续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
财政政策	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要加力提效 要加强地方政府债务管理,严控新增隐性债务	继续实施积极的财政政策,延续、优化、完善并落实好减税降费政策 有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案
内需	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	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	发挥消费拉动经济增长的基础性作用 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 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 制定出台促进民间投资的政策措施
外贸外资	要推进高水平对外开放,更大力度吸引和利用外资	要全面深化改革、扩大高水平对外开放。 要把吸引外商投资放在更加重要的位置,稳住外贸外资基本盘	多措并举,稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班,保障中欧班列稳定畅通 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,推动改革开放先行先试
民营经济	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	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,帮助企业恢复元气。 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	切实优化民营企业发展环境 要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派,解决政府拖欠企业账款问题 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
产业政策	产业政策要发展和安全并举;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	大力推动现代化产业体系建设,加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业 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 推动平台企业规范健康持续发展
就业	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作	要切实保障和改善民生,强化就业优先导向,扩大高校毕业生就业渠道,稳定农民工等重点群体就业	稳就业提高到战略高度通盘考虑
地产	/	坚持“房住不炒”,支持刚性和改善性住房需求,保交楼、保民生、保稳定。 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	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 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

数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

图2：本次政治局会议在房地产政策中未提及“房住不炒”

	提及房地产	提及“房住不炒”
2023年7月	√	-
2023年4月	√	√
2022年12月	-	-
2022年7月	√	√
2022年4月	√	√
2021年12月	√	-
2021年7月	√	√
2021年4月	√	√
2020年12月	√	-
2020年7月	√	√
2020年4月	√	√
2019年12月	-	-
2019年7月	√	√
2019年4月	√	√
2018年12月	-	-
2018年7月	√	√*
2018年4月	-	-
2017年12月	√	-
2017年7月	√	-
2017年4月	√	-

注：2018年7月表述为“坚决遏制房价上涨”，我们认为与“房住不炒”定调类似。

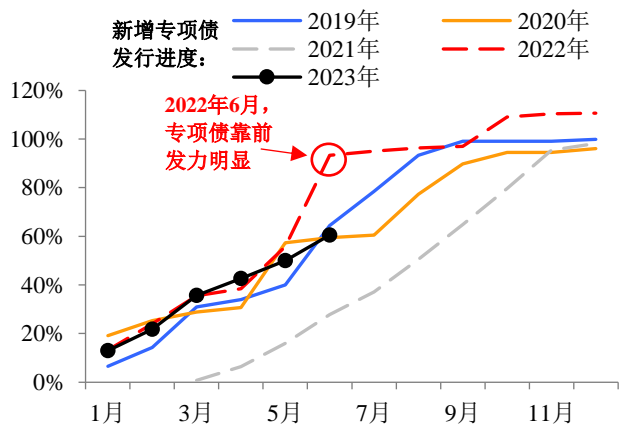
资料来源：新华社，东吴证券研究所

图3: 产业政策表述后置, 但科技与平台经济的重要性依旧

	宏观政策表述	产业政策表述	
2023年7月	第四段: 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。	第六段: 要大力推动现代化产业体系建设, 加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。	<p>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。</p> <p>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。</p>
2023年4月	第五段: 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。	第四段: 要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系, 既要逆势而上, 在短板领域加快突破, 也要顺势而为, 在优势领域做大做强。	
2022年12月	第三段前段: 要坚持稳字当头、稳中求进, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 加强各类政策协调配合。	第三段中段: 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。	
2022年4月	第四段: 要加大宏观政策调节力度, 扎实稳住经济, 努力实现全年经济社会发展预期目标, 保持经济运行在合理区间。	第六段: 要坚持办好自己的事, 加快构建新发展格局, 坚定不移深化供给侧结构性改革, 用改革的办法解决发展中的问题, 加快实现高水平科技自立自强。	

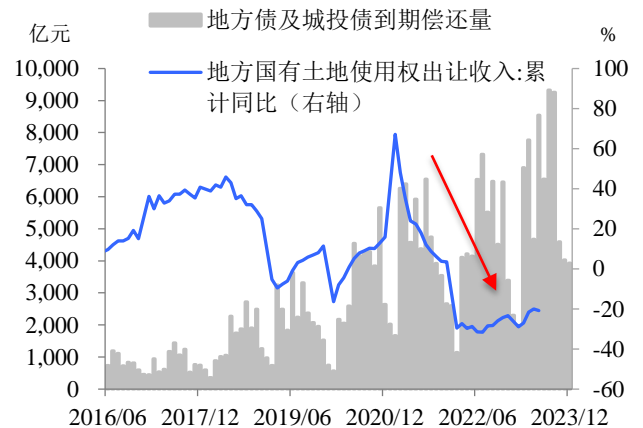
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图4: 6月专项债发行进度明显慢于去年同期



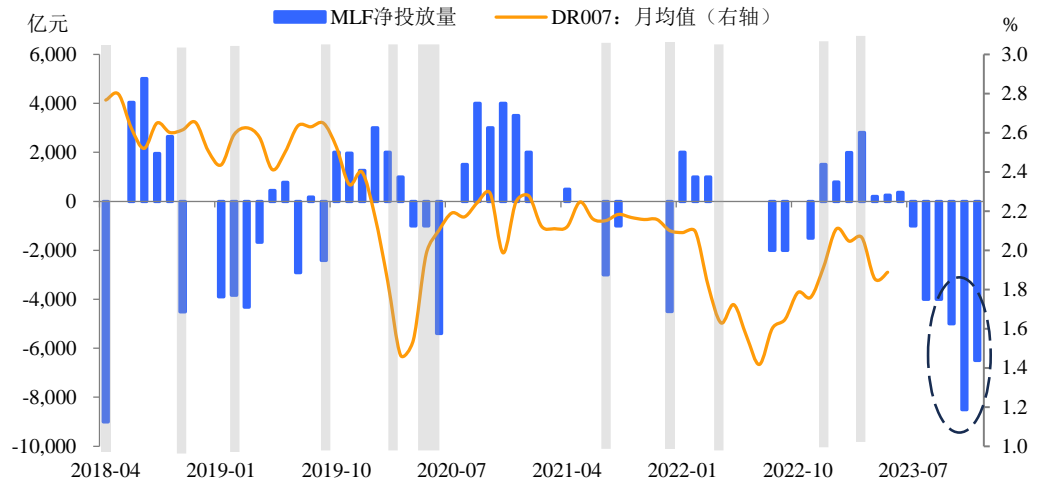
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 土地财政趋弱下, 地方政府偿债压力却不小



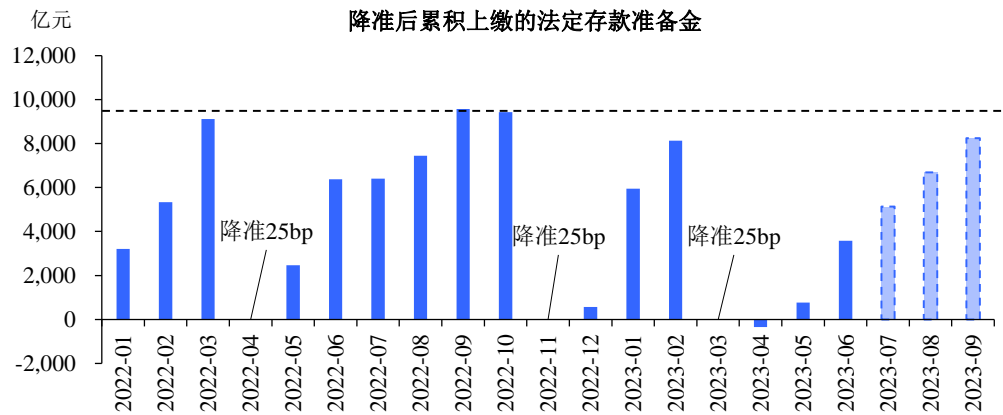
数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

图6: 三季度 MLF 到期量加大



注：灰色阴影为降准时期，2023年7月及以后的MLF净投放量值为预计回笼量
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 降准可能会锚定一定积累量的法定存款准备金



注：虚线边框部分为预计值。
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 国常会与总理讲话一般会“预告”降准

国常会提降准的日期	央行公布降准的日期	降准落地的日期	降准幅度	国常会(总理)提及降准到央行公布降准的时间(天)
(总理于2019年12月23日在成都考察时提及降准)	2020/1/1	2020/1/6	50bp	9
2020/3/31	2020/4/3	2020/4/15、 2020/5/15	50bp (每次、定向)	3
2021/7/7	2021/7/9	2021/7/15	50bp	2
(总理于2021年12月3日会见IMF总裁时提及降准)	2021/12/6	2021/12/15	50bp	3
2022/4/13	2022/4/15	2022/4/25	25bp	2
2022/11/22	2022/11/25	2022/12/5	25bp	3
/	2023/3/17	2023/3/27	25bp	/

数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

图9: 近期一线城市政策文件中对“城中村改造”的规划表述

城市	政府文件中有关城中村改造的表述
广州	<ul style="list-style-type: none"> ·前期工作周期长是城中村改造的一大痛点 ·目前广州已完工的全面改造城中村项目多为2010年左右批复, 批后实施周期平均5.5年 ·城中村改造的资金需求量大 ·支持分片分期实施的举措, 可以有序推进拆迁安置
北京	<ul style="list-style-type: none"> ·原则上拆除建筑面积不应大于现状总建筑的20% ·严控大拆大建, 是小规模、渐进式、可持续的更新
深圳	<ul style="list-style-type: none"> ·主要为原农村集体经济组织继受单位和原村民实际占有使用的土地, 不包括国有已出让用地 ·不急功近利, 不大拆大建 ·经政府统租后实施综合整治类更新的城中村居住用房纳入政策性住房保障体系
上海	<ul style="list-style-type: none"> ·坚持“留改拆”并举, 以保留、利用、提升为主

数据来源: 地方政府网站, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>