

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683548

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

市场期待政策放松，连续两个月都在博弈政策。市场期待已久的7月政治局会议终于落地。会议总体定调宽松，符合之前市场预期。这次会有共有四个亮点，值得关注。

### ➤ 亮点之一，经济所涉领域都有不同程度放松信号。

我们之前强调当下宏观基本面类似2014-2015年，当时关键矛盾有二，实体供需偏弱，地产下行推高债务偿付压力。2014-2015年政策从多维度进行宽松，这些政策看似纷繁复杂，但大体可归为两类：分子端政策，提振经济增长；分母端政策，旨在稳金融稳负债。

**对照2014-2015年的政策二分法，我们发现本次7月政治局会议政策信号较为多元：**

**分子端**，提振消费、促进民间投资、稳定外贸、培育新兴和战略产业、推动先进制造业、推动平台经济健康发展、积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

**分母端**，有效化债、中小金融机构化险、总量和机构并用的货币宽松。

甚至在“保障中欧班列稳定畅通”、“解决政府拖欠企业账款问题”、“对接国际高标准经贸规则”、“国际合作高峰论坛”等细节领域，也有相关政策表述，政策框架比较立体。

### ➤ 亮点之二，未提“房住不炒”，本次地产表述有新变化。

2016年定调“房住不炒”以来，鲜少会议提及地产调控政策时未提“房住不炒”。尤其2018年以后，历年4月和7月政治局会议基本都保留“房住不炒”表述。本次7月政治局会议“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”，是近年少见的地产政策友好表述。

叠加上周五国常会对超大和特大城市细化城中村改造计划，市场对后续地产宽松政策预期被点燃。7月以来一线城市房地产销售量持续负增，**市场开始期待未来一线城市需求政策放松。后续地产政策力度及效果，我们保持观察。**

### ➤ 亮点之三，制定实施一揽子化债方案。

今年两会政府工作报告明确提到“优化债务期限结构、降低利息负担”，这为年内地方隐性债务处理提供启示。

我们曾经测算，债务总量、负债率、债务偿付比等多重指标显示，今年地方隐性债务偿付压力高于历史往年<sup>1</sup>。土地出让金持续下行，地方隐性债务偿付压力化解或已成为未来无法绕开的政策落脚点。**市场对化债方向较为明确，只不过本轮化**

### 相关研究

1.宏观点评：城中村改造政策，影响几何？-2023/07/23

2.全球大类资产跟踪周报：等待指引-2023/07/23

3.宏观专题研究：未来十年，中国地产销售中枢-2023/07/21

4.2023年6月财政数据点评：财政定力的解释-2023/07/20

5.宏观专题研究：黄金定价：老框架和新变量-2023/07/18

<sup>1</sup> 指代自2014年后有地方债务统计数据以来

债采用何种具体方式，市场一直以来都存有期待。

本次政治局会议明确提到“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。下半年可期待更加明朗的化债框架。

➤ **亮点之四，“要活跃资本市场，提振投资者信心”。**

我们必须承认，这是一份改善预期的政治局会议。政策总体能动性、地产积极取向、一揽子化债方案以及“提振资本市场”，这些表述略超市场预期。预计股、债、汇等大类资产将对此做出情绪反应。但需注意，后续细节政策兑现节奏和力度，我们保持观察。

➤ **风险提示：**地产政策变化超预期；国内经济走向超预期。

图1：2022年末至今中央高层会议政策措辞对比

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调	财政政策	货币政策
中央经济工作会议	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱 <b>三重压力仍然较大，外部环境动荡不安</b> ，给我国经济带来的影响加深。	·更好统筹发展和安全，全面深化改革开放， <b>大力提振市场信心</b> ，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， <b>有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转</b> ，实现质的有效提升和量的合理增长。  ·继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策， <b>加大宏观政策调控力度</b> ，加强各类政策协调配合，形成共促 <b>高质量发展合力</b> 。	积极的财政政策要加力提效	稳健的货币政策要精准有力
两会	面对战略机遇和风险挑战并存、 <b>不确定难预料因素增多</b>	·更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放， <b>大力提振市场信心</b> ，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， <b>有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转</b> ·保持政策 <b>连续性稳定性针对性</b> ，加强各类政策协调配合，形成 <b>共促高质量发展合力</b> 。	财政政策要加力提效	稳健的货币政策要精准有力
4月政治局会议	宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱 <b>三重压力得到缓解，经济增长好于预期</b> ，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 <b>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</b> ，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	·把 <b>发挥政策效力和激发经营主体活力</b> 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、 <b>内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解</b> ，乘势而上。 ·积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力， <b>形成扩大需求的合力</b> 。	财政政策要加力提效	稳健的货币政策要精准有力
7月政治局会议	当前经济运行 <b>面临新的困难挑战</b> ，主要是 <b>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</b> 。 疫情防控平稳转段后， <b>经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程</b> 。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。	·要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， <b>加大宏观政策调控力度</b> ，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。 ·要精准有力实施宏观调控， <b>加强逆周期调节和政策储备</b> 。 ·要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 <b>要活跃资本市场，提振投资者信心</b> 。	完善并落实好减税降费政策	发挥总量和 <b>结构性货币政策工具</b> 作用
边际变化	<b>面临新的困难挑战</b>	<b>加大宏观调控力度</b>		<b>加码</b>

资料来源：政府官网，民生证券研究院整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026