

2023年07月25日

# 战略定力与战术优化的平衡

## 定期报告

### 政治局会议政策解读

#### 投资要点

- ◆ 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，部署下半年经济工作。传递出战略定力和战术优化的平衡，具体来看我们有四点理解。
- ◆ **外部环境复杂严峻，大力推动现代化产业体系建设。**对上半年经济形势的总结中，提出高质量发展扎实推进的一些中长期结构优化表现，“三重压力”表述淡出，更强调“外部环境复杂严峻”，我们认为反映出二季度经济是一个短期风险释放的阶段，下半年经济供需两侧不确定性较二季度预计将有所缓解，经济政策更着重长期供需结构的优化升级。大力推动现代化产业体系建设是长期持续的供给侧政策导向，加快培育壮大战略性新兴产业，推动数字经济与先进制造业深度融合，先进制造业投资预计维持近几年以来的较高增长水平。
- ◆ **“房住不炒”淡出、仍需“因城施策”，加大盘活保障房等房产供给。**在房地产市场供求关系发生“重大变化”的新形势下，会议删除“房住不炒”，改为“适时调整优化房地产政策”的更为呵护供需的导向。但从需求侧来看，仍坚持“因城施策”、延续强调满足刚改需求，下半年放松一线城市非首套购房需求的概率仍然较低，城中村改造或对住宅需求形成合理幅度的有效支撑。相比刺激地产需求侧的市场期待，会议提出的“加大保障性住房建设和供给”、“盘活改造各类闲置房产”等增加供给的政策导向可能代表着房地产市场平稳健康发展的长期导向。而在供给环比改善趋势建立之前，开发商周转的需要可能意味着下半年地产竣工难以延续前5个月的改善趋势，可能出现二次下滑，本次会议也删去了“做好保交楼、保民生、保稳定工作”的要求。这意味着当前时点我们并不认为地产周期很快将整体逆转并迅速带动后地产周期大宗可选消费趋势向好。
- ◆ **基建投资稳定就业和大众消费，活跃资本市场提振投资者信心。**着力扩大内需的主要抓手是通过增加居民收入扩大消费，政府投资的带动作用对稳就业、稳收入具有重要作用，预计下半年基建投资增速仍将维持较高水平，这一需求侧主线思路有望贯穿全年。本次会议提出的提振大宗可选消费的要求，一方面与近期一些已经推出的政策形成呼应，另一方面也很大程度上系于活跃资本市场、提振投资者信心的政策导向。近期汽车、家居等领域集中出台了一系列促消费政策措施，我们认为有望尽快见效的主要是扩大充电桩布局所可能带来的汽车消费场景范围的扩展作用，而其他后地产周期领域的可选消费我们建议下半年保持一定的长期期待与耐心。
- ◆ **货币政策总量工具发挥更大的逆周期调节作用，降准降息可期。**财政政策空间有限，年内特别国债等额外赤字额度推出概率极低。货币政策总量工具发挥更大的逆周期调节作用，下半年降准和结构性降息均可期待。维持下半年降准75BP、实施向1Y LPR和MLF利率倾斜的降息的预测不变，预计1Y LPR/MLF利率下半年下调20BP，5Y LPR下调10BP左右，以此促进中长贷扩张、稳定基建制造业投资，同时持续修复银行净息差。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

- 华金宏观·双循环周报(第18期)-辨析“城中村改造”与“货币化棚改” 2023.7.23
- 23Q2/6月经济数据点评-基建制造业稳增长，最终消费恢复偏慢 2023.7.17
- 华金宏观·双循环周报(第17期)-美元跌破100人民币7.13，是趋势逆转么？ 2023.7.15
- 进出口数据点评(2023.6)-出口环比企稳同比见底，结构变化更加积极 2023.7.13
- 金融数据速评(2023.6)-货币投资热，财政步调稳 2023.7.11

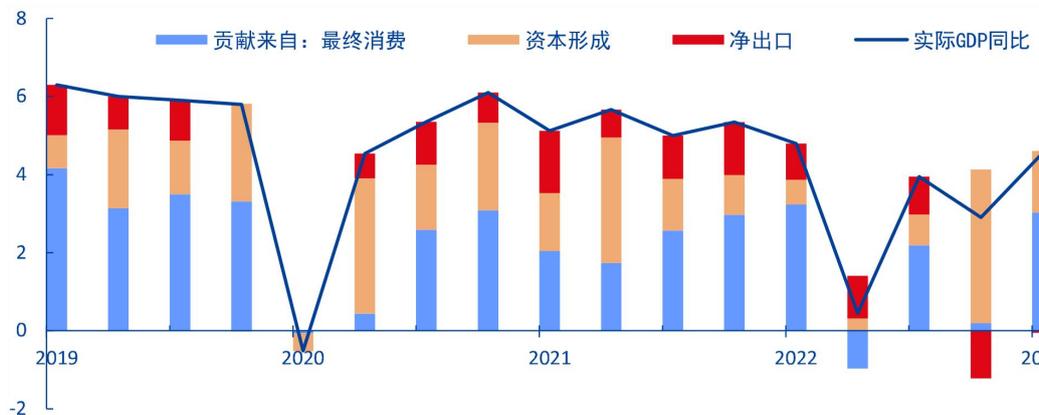


中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。传递出战略定力和战术优化的平衡，具体来看我们有四点理解：

## 外部环境复杂严峻，大力推动现代化产业体系建设

对上半年经济形势的总结中，提出高质量发展扎实推进的一些中长期结构优化表现，“三重压力”表述淡出，更强调“外部环境复杂严峻”，我们认为反映出二季度经济是一个短期风险释放的阶段，下半年经济供需两侧不确定性较二季度预计将有所缓解，经济政策更着重长期供需结构的优化升级。会议在对上半年经济运行情况进行总结时，删除了至 4 月会议仍保留的“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”的短期压力相关表述，显示在二季度需求和供给环比意义上的二次风险释放之后，对“三重压力”这一短期维度的关注度明显下降。同时，会议提出中长期视角下经济出现的一些积极变化，包括“产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障”，并总结为“高质量发展扎实推进”，显示在短期风险再度释放过后，经济政策更关注在中长期的供需结构优化目标上。在经济运行面临的困难挑战方面，一方面连续第二次强调了“国内需求不足”的需求侧问题，另一方面比 4 月增加了“外部环境复杂严峻”的风险关注。二季度以来，美国政府主导、拉拢一些美国的“盟友”经济对我国半导体电子产业链实施日益增加的额外行政性贸易限制措施，试图与我国进行一定程度上的“断链脱钩”，我们认为本次会议所提及的外部环境风险主要着眼点在于我国现代化产业体系建设过程中可能因美国等发达国家保护性产业政策的影响而遭遇一些供给侧的困难挑战，而并非短期内的出口外需下滑。

图 1：实际 GDP 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

大力推动现代化产业体系建设是长期持续的供给侧政策导向，加快培育壮大战略性新兴产业，推动数字经济与先进制造业深度融合，先进制造业投资预计维持近几年以来的较高增长水平。相应地，每当重要政策会议提到“外部环境复杂严峻”风险时，我们倾向于认为主要的应对政策还是在于强化现代化产业体系构建、加快补链强链等供给侧方面，高端制造业的持续投资和研发是中长期视角下经济政策久久为功的重要目标。本次会议进一步强调要“大力推动”现代化产业体系建设，并明确提出三大要求：“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”。我们预计随着要素领域（土地、人力、资本、数据）国内统一大市场建设的持续推进、以及既有鼓励制造业研发创新活动的财税制度的

坚持执行，制造业投资下半年可能维持近一年多以来相对较高的实际增长趋势。预计全年制造业投资同比增长 5.5% 左右，扣除工业品通胀的实际增速或将达到 2015 年以来高位。

## “房住不炒”淡出、仍需“因城施策”，加大盘活保障房等房产供给

在房地产市场供求关系发生“重大变化”的新形势下，会议删除“房住不炒”，改为“适时调整优化房地产政策”的更为呵护供需的导向。但从需求侧来看，仍坚持“因城施策”、延续强调满足刚改需求，下半年放松一线城市非首套购房需求的概率仍然较低，城中村改造或对住宅需求形成合理幅度的有效支撑。会议对房地产市场阐述的“三大支柱”中发生了一项明显的变化——2016 年底至今年 4 月会议中多次受到强调的“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”这个首要支柱表述本次会议上未再出现，而是转变为“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”这一全新的支柱。这透露出在 2022 年住宅销售面积同比大幅收缩 26.8%、今年上半年再度下降 2.3%、全年可能下降 5% 左右的基础上，当前全国房地产市场不再被认为是泡沫化程度较高、投机属性较强的资产市场领域。随着房地产市场价量关系的调整，与持续稳定增长的居民收入相比，当前房地产市场健康程度有所提升，居民地产需求可能进一步趋于见底，过去十几年间曾多次使用过的一些限制地产需求、以及限制开发商过度依赖杠杆快速扩张的高风险经营模式的政策可能已经不适应当前的房地产市场环境，后续可能见到进一步的修正。但房地产市场另外两大政策支柱在本次会议中仍然获得了强调：一是“因城施策”，会议指出要“因城施策用好政策工具箱”；二是支持刚改需求，会议延续指出要更好满足居民“刚性和改善性住房需求”，即不包括投资性购房需求。这两方面政策导向的延续，结合去年 9 月以来针对房价连续下跌的城市已经出台了首套房贷利率动态调整机制这一因城施策框架下重要的平衡性地产需求调节手段，我们预计今年下半年大幅放松一线非首套购房需求限制的概率仍然较低。此外在延续积极推动城中村改造的 4 月会议要求的的同时，并未强调“特大超大城市”的范围限制，可能意味着如果下半年全国地产需求仍然连续探底，扩大城中村改造的城市范围或可提供合理幅度的地产需求支撑作用。关于城中村改造政策，我们从多个方面将其与 2015 年的“货币化棚改”进行了详细对比之后认为，本轮城中村改造带来新一轮地产泡沫的概率较低，详细分析请参考《辨析“城中村改造”与“货币化棚改”——华金宏观·双循环周报（第 18 期）》（2023.7.23）。

相比刺激地产需求侧的市场期待，会议提出的“加大保障性住房建设和供给”、“盘活改造各类闲置房产”等增加供给的政策导向可能代表着房地产市场平稳健康发展的长期导向。我们在上文所属“城中村改造”政策分析报告中已经注意到，很多城中村现有住宅兴建年份较新，户籍村民已很少本村居住，而多对外来本市工作的人口提供租赁住房，“把城中村改造与保障性住房建设结合好”的要求下，目前已经出台城中村改造地方性政策的城市，也往往更多关注在城中村现有房屋改造后用于保证性租赁住房的方向，这实际上是通过保障性租赁住房供给的增加，一定程度上缓解特大超大城市人地矛盾突出的问题，从而给产业布局和人口流动的再平衡提供更多战略空间和时间。我们暂维持 2023 年房地产开发投资同比增速约 -9% 左右的预测，这一预测水平在 6 月经济数据公布后已经进行了小幅的下修。但同时我们倾向于小幅上调 2024 年房地产开发投资同比增速预测至 0-4% 的小幅正增长区间。

而在供给环比改善趋势建立之前，开发商周转的需要可能意味着下半年地产竣工难以延续前 5 个月的改善趋势，可能出现二次下滑，本次会议也删去了“做好保交楼、保民生、保稳定

工作”的要求。这意味着当前时点我们并不认为地产周期很快将整体逆转并迅速带动后地产周期大宗可选消费趋势向好。

图2：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资分项同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

## 基建投资稳定就业和大众消费，活跃资本市场提振投资者信心

着力扩大内需的主要抓手是通过增加居民收入扩大消费，政府投资的带动作用对稳就业、稳收入具有重要作用，预计下半年基建投资增速仍将维持较高水平，这一需求侧主线思路有望贯穿全年。会议提出要“着力扩大内需”，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。再度强调“通过增加居民收入扩大消费”。而从增收的角度来看，一季度已经浮出水面、二季度日益凸显的需求侧短期稳增长的政策主线就是通过基建投资的持续高增（特别是实际增速，已经超过去年下半年、创出资管新规以来的阶段性新高）有效拉动外来农业户籍就业增加，提升中低收入人群收入水平，最终对包括必需品和大众服务消费在内的大众消费形成稳定的促进作用。在增收扩消费的政策逻辑再度得到强调之后，我们预计下半年基建投资在高基数环境下仍有望保持相当高的增速水平，上半年基建投资累计同比达到 10.9%之后，我们小幅上修全年基建投资累计同比增速预测至 9.0%左右，对应全年实际基建投资同比约为 12%，较去年实际增速提升近 5 个百分点。必需品消费和大众服务消费预计也将维持相对常年更高的复苏增长趋势。

本次会议提出的提振大宗可选消费的要求，一方面与近期一些已经推出的政策形成呼应，另一方面也很大程度上系于活跃资本市场、提振投资者信心的政策导向。我们自年初以来即提出在地产周期尚未完全探知底部之前，中高收入人群财富效应预期偏弱，加之去年一度出现金融市场剧烈波动，加剧了居民部门超额存款的显著高增、消费意愿的下降、集中提前偿还房贷为三大代表性现象的一轮中高收入人群杠杆率调整过程。本次会议提到“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费”，但这些大宗可选消费品的需求主要恰恰集中在中高收入人群，地产趋近底部的过程中土地市场交易活跃度改善尚需时日，地产竣工仍有二次下滑的可能性，竣工链条本身的拉动作用偏弱尚难扭转，财富效应能否改善很大程度上就会取决于“活跃资本市场、提振投资者信心”的最新政策导向是否能够见到市场期待的效果。此外近期汽车、家居等领域集中出台了一系列促消费政策措施，其中我们认为有望尽快见效的主要是扩大充电桩布局所可能带来的汽车消费场景范围的扩展作用，而其他后地产周期领域的可选消费我们建议下半年保持一定的长期期待与耐心。

图 3: 限额以上商品零售同比及结构 (%)



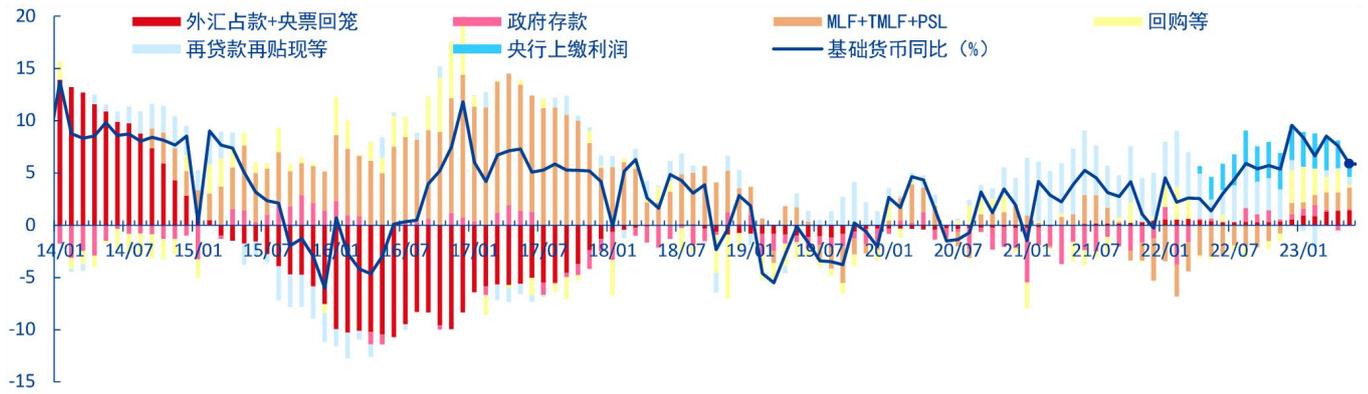
资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年, 2023 年 3-6 月为两年平均增速

## 货币政策总量工具发挥更大的逆周期调节作用，降准降息可期

财政政策空间有限，年内特别国债等额外赤字额度推出概率极低。会议提出“要及精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。在财政货币政策方面的阐述较 4 月有明显的扩充细化。其中财政政策部分删除了“加力提效”的要求，增加“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，显示既有的对制造业、研发活动、民营小微企业进行额外鼓励的税收优惠体系仍将保持而不会短期扭转，同时也暗示下半年尚不考虑新增供给或需求侧的减税降费类措施。此外，会议明确要求“加快地方政府专项债券发行和使用”，在敦促上半年发行进度缓慢的专项债加速发行的同时，也降低了下半年额外扩充专项债限额的可能性，而市场一度有所期待的特别国债等额外的政府加杠杆政策导向，并未出现在本次会议内容之中。我们在年初以来的报告中较早提出并持续强调，今年财政政策因地产周期探底限制土地出让金收入、大宗能源保障供给力度提升压低 PPI 和名义 GDP 增速、去年存量增值税留抵退税等措施透支财政存量资源等三大原因而在今年呈现较为明显的支出和债务融资约束。我们不建议对下半年财政突进式扩张保有期待，这也同时意味着基建和制造业投资仍在很大程度上需要企业中长贷的持续融资保障。

货币政策总量工具发挥更大的逆周期调节作用，下半年降准和结构性降息均可期待。本次会议对货币政策的阐述为“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”。自 2020 年以来，再贷款再贴现等结构性工具一度成为货币流动性投放的主要工具，货币政策操作数量透明度和传导效率不可避免地产生了一定的下降。去年两会以来，货币政策总量工具的重要性间隔性地在重要会议中获得重视，4 月底会议上对货币政策的阐述为“稳健的货币政策要精准有力”，本次以总量工具作用替换精准有力，我们认为与三季度之后基础货币基数走高、增速内生下滑压力加大，需要额外的总量工具投放以满足合理的货币流动性供给的现状是直接相对应的。下半年财政政策短期激进扩张的必要性和可行性都不高，稳增长仍系于两条主线：高质量基建投资稳定就业和大众消费、以及先进制造业投资加快现代产业体系建设。财政短期约束明显的背景下，货币政策合理的中性偏松操作责无旁贷。维持下半年降准 75BP、实施向 1Y LPR 和 MLF 利率倾斜的降息的预测不变，预计 1Y LPR/MLF 利率下半年下调 20BP，5Y LPR 下调 10BP 左右，以此促进中长贷扩张、稳定基建制造业投资，同时持续修复银行净息差。

图 4：基础货币投放同比及结构贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

**风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)