

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

关注政策态度的一系列积极变化 —— 逐句 解读 7. 24 政治局会议通稿

2023年7月25日

摘要:

- **此次政治局会议或是“政策底”的再确认。**6月16日国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施,首次明确政策态度的改变。从近期一系列动作看,国常会先后审议通过了在超大特大城市推进平急两用设施和城中村改造的指导意见,中共中央、国务院联合发布了“民营经济31条”,国务院和各部委民营企业座谈会紧锣密鼓地召开,发改委即将印发恢复和扩大消费的政策文件。一系列动作展开,和这次政治局会议一起,表明政策已经开始发力。
- **从会议时间看: 这次会议是近几年同期召开时间最早的一次。**每年7月的政治局会议,总结上半年经济工作,部署下半年,一般是在7月底召开(十八大以来的10次会议中,有8次是在7月的最后三天内召开)。而这次会议却是在7月24日周一就召开了,我们认为,其彰显了中央尽快明确经济工作基调、驱散社会各界担忧和疑虑的用心。
- **从会议定调看:**
 - 1) **对问题定性比较充分。**会议指出当前经济运行主要面临国内需求不足,一些企业经营困难,重点领域风险隐患较多,外部环境复杂严峻等四大困难挑战。而且专门指出,疫情防控平稳转段后,经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。相比4月份会议和去年底中央经济工作会议,对问题的描述明显增多。
 - 2) **用了多种表述要求政策发力。**例如,强调“加大宏观政策调控力度”“着力扩大内需、提振信心、防范风险”、“用好政策空间、找准发力方向”、“加强逆周期调节和政策储备”。
 - 3) **未提保持战略定力。**过去几年常提的一个表述就是保持战略定力,比如去年7月政治局会议就提出要保持战略定力,坚定做好自己的事。但本次会议未提战略定力,说明中央对经济中的困难有清醒的认识,政策不再强调定力,而是强调发力。
- **这次会议提到的具体措施,也有不少亮点。**

一是会议对房地产的表述超出预期,房地产政策出现重大变化,调控放松的口子已经打开。会议没有提“房住不炒”,而是提出“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”。我们理解,不提“房住不炒”不代表中央对于“稳房价”态度发生了改变。中央对房地产市场做出的重大判断是“供求关系发生重大变化”。过去房地产市场长时间处于供不应求局面,投机情绪高,房价上涨压力大,对策是

“房住不炒”。而 5 月以来全国 70 大中城市房价再次转为下跌，反映出当前已经从供不应求转化为供大于求。所以需要适时调整优化房地产政策，就像疫情形势变化后，调整优化疫情防控政策一样。具体怎样调整？会议要求“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”，我们认为，这代表了允许各地可以根据自身情况自行解除或放松限制性政策，首套和二套都在可调整范围内。

- **二是会议对消费的表达超出预期。**大的政策方向上，要求“积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费”。具体消费领域上，要求提振汽车、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。3 月以来消费复苏疲弱，市场对消费普遍感到悲观。但从近两个月边际变化看，消费复苏动能正在增强。截至 6 月，全国居民人均消费支出累计增长 8.4%，一是其高于收入增速，说明居民的边际消费倾向正在改善；二是高于社零增速，居民的消费要好于社会集团消费。市场对消费可能已经过度悲观，加上这次消费政策定调积极，我们认为，消费板块的投资机会或已经到来。
- **三是专门提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。**在政治局会议的高度提出活跃资本市场，多年以来还是第一次。这表明当前资本市场的低迷已经引起了中央关切。上一次政治局会议出现类似表述要追溯到 2018 年 10 月，会议提出“围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”，其中“激发市场活力”的提法与本次有共通之处。随后 A 股在 2018 年末企稳上行。在本次政治局会议积极精神指引下，A 股将迎来宝贵的配置窗口期。
- **风险因素：**政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

逐句解读

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。中共中央总书记习近平主持会议。*(这次会议是近几年同期召开时间最早的一次，彰显了中央尽快明确经济工作基调、驱散社会各界担忧和疑虑的用心。)*

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门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，国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础。

会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，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。*(一是疫情三年部分企业资产负债表受到冲击，尤其是民营企业面临亏损扩大、资金链断裂的困局，导致企业家对未来信心普遍不足；二是发达经济体外需降温，叠加欧美国家贸易保护色彩浓重，我国出口受到总量和份额的双重压制。)*疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。*(从今年以来的月度经济节奏来看，1-3月经济整体稳健复苏，4-5月内生动能明显转弱，6月份出现企稳迹象。但整体来看，二季度GDP两年平均增速3.3%，处于偏弱水平，需要政策加大调控力度。)*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。

会议强调，做好下半年经济工作，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，加大宏观政策调控力度，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。*(本次会议未提战略定力，说明中央对经济中的困难有清醒的认识，政策不再强调定力，而是强调发力。)*

会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，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。*(财政政策方面，由于上半年专项债发行相对偏慢，会议提出加快地方政府专项债券发行和使用，但并未提及市场呼声较高的特别国债和政策性金融工具，可能是为未来的潜在风险留出政策空间。货币政策方面，从逆周期调节的角度，下半年降准的概率较大，降息也存在空间；6月底央行增加了支农支小再贷款、再贴现额度，后续可能增加科技创新再贷款额度。)*要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定*(近年来政治局会议少有提及汇率，本次提出要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，表明高层对汇率的重视程度有所增加。)*要活跃资本市场，提振投资者信心。

会议强调，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，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，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。要提振汽车、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。*(上半年最终消费支出拉动GDP4.3个百分点，对经济增长的贡献率达到77.2%，较去年明显提升，这意味着消费是经济增长的重要力量，其增速决定了下半年经济增长的上限。会议认为保持消费活力的关键在于扩大收入。上半年人均可支配收入增速高于2022年全年水平，但和疫情前仍有差距，后续需要进一步提高居民收入的增长，畅通“就业-收入-消费”的循环。)*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。要制定出台促进民间投资的政策措施。*(上半年民间固定资产投资完成额同比为-0.2%，是投资中的薄弱环节。)*要多措并举，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。

会议指出，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。要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。

会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，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。*(中共中央、国务院《关于促进民营经济发展壮大的意见》已从31条举措对于支持民营企业的发展做出规划。本次政治局会议着重强调整治“乱收费、乱罚款、乱摊派”，解决政府拖欠企业账款问题。未来帮助恢复民营企业信心的举措有望继续加码。)*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。要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。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。*(十月即将举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。)*

会议指出，要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，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，促进房地产市场平稳健康发展。要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。*(与7月21日国常会“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”的政策保持一致，对改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展具有重要意义。本次会议没有特定“超大特大城市”，可能是进行了省略，后续需继续观察相关文件和细则的落地。)*要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。*(“严控新增隐性债务”转变为“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，有助于缓解市场对于地方政策债务风险的担忧，关注后续具体实施方案。)*要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。

会议强调，要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。*(上半年城镇调查失业率均值为5.3%，低于全年目标水平(5.5%左右)以下，但16-24岁青年调查失业率6月升至21.3%，续创近年来新高。)*要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。要坚决防范重特大安全事故发生，保障迎峰度夏能源电力供应。

会议指出，要以学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育为契机，教育引导广大党员干部牢固树立正确政绩观，更好激发干事创业的积极性，让勇于担当作为、善于攻坚克难的优秀干部脱颖而出、多作贡献，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。

会议还研究了其他事项。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。