

宏观报告

证券研究报告

2023 年 07 月 25 日

逐字逐句解读 7 月政治局会议

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

政策接下来仍然将针对“需求不足”、“信心不足”、“风险较多”三个问题具体展开，延续此前的政策思路，对应 4 月政治局会议提到的“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”。

风险提示：海外经济风险超预期，可能导致国内经济修复放缓；对具体政策形势的估计可能存在偏差。

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 7 月第 4 周》2023-07-23
- 2 《宏观报告：宏观-如何看待迎峰度夏用电压力？》2023-07-23
- 3 《宏观报告：信心触底回升的拐点-《关于促进民营经济发展壮大的意见》解读》2023-07-21

“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。”

——“需求不足”仍然延续了 4 月政治局会议对经济的判断，本次会议新的变化主要在于“重点领域风险隐患较多”。参考本次会议通稿“防范化解重点领域风险”的部分，我们认为，“重点领域风险”应该对应三个方面，一是**房地产**，二是**地方债务**，三是**中小金融机构**。

“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。”

——“波浪式发展”、“曲折式前进”实际上就是我们此前报告《中国经济不是二次探底》（2023.6.22）所提到的疫后“不对称的 N 字形”复苏的特征，也对应 7 月 6 日经济形势专家座谈会中李强总理提到的“对当前经济形势，要全面、辩证、长远地分析研判，既看一般性也看特殊性，既看增速也看结构和动能，既看国内也看世界，既看当下态势也看长远趋势”¹。我们认为，二季度经济相较于一季度有所回落、低于市场预期，只是疫后经济波动曲折中“N 字形”的短期底部，经济仍然处于复苏的通道之中。

“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。”

——我们认为，从本次会议来看，政策接下来仍将针对“需求不足”、“信心不足”、“风险较多”三个问题具体展开，延续此前的政策思路，对应 4 月政治局会议提到的“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”。

“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。”

——我们认为，此处主要针对“国内需求不足”的问题，逆周期调节的货币、财政政策仍然保持定力，并没有因为短期问题而进行“强刺激”，未突破现有框架。比如，本次会议提到的“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”等，并没有出台特别国债、中长期建设国债、PSL、大规模消费券等超常规政策工具。

“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。”

——我们认为，此处主要针对“一些企业经营困难”的问题。实际上，7 月 19 日中共中央、国务院发布的《关于促进民营经济发展壮大的意见》²就是在解决这方面的问题，针对民营经济的沟通、支持机制正在逐步构建，核心目的在于有效提振企业信心。

“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6890339.htm

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6893086.htm

“动高风险中小金融机构改革化险。”

——我们认为，此处主要针对“重点领域风险隐患较多”的问题。对于地方债务风险，我们认为可行的“一揽子化债方案”可能主要还是对存量债务进行展期、降息，对应今年3月政府工作报告提到的“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担”³。在对存量地方隐性债务进行展期置换以后，银行可能将面临两方面的冲击：一是贷款期限拉长以后对资本的占用会更多，银行面临“缺资本”的压力；二是贷款利息降低以后，银行将面临“净息差”被压缩的压力。从防止金融风险扩散的角度来看，可能还需要补充银行系统资本金、压低银行负债端成本，以维持银行正常的息差和资本水平，同时适度放松地方城投平台信贷条件，达到收敛地方债务风险的目的。

贵州遵义在通过展期、降息进行化债上已经进行了先行试点。2022年8月25日，财政部发布《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114号）⁴，“允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取**适当展期、债务重组**等方式维持资金周转，**降低债务利息成本**”。2022年12月30日，遵义道桥建设（集团）有限公司发布了《关于推进银行贷款重组事项的公告》，称对约156亿元贷款进行了重组，重组后期限调整为20年，利率调整为3.0%/年到4.5%/年，前10年仅付息不还本，后10年分期还本。我们预计，相关的化债尝试可能会随着“一揽子化债方案”的推出而进一步扩大。

“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

——继央行货币政策委员会2023年第二季度例会以后，本次会议再次重申了稳定人民币汇率的要求（详见报告《逐字逐句重点解读二季度货政委员会例会》，2023.7.1）。从政策诉求来看，我们预计人民币汇率在三季度或将结束贬值，呈现震荡偏强的趋势。

“要活跃资本市场，提振投资者信心。”

——回顾2012年以来的政治局会议，此前提及资本市场更多是“健康发展”、“平稳运行”，提及“活跃资本市场”较为罕见。我们认为，这意味着政策层面有诉求改变当前资本市场、尤其是股票市场较为疲弱的情况，**既有利于改善投融资环境，也有利于通过居民的财富效应提振消费意愿。**

“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。”

——会议仍然强调扩大内需的重要性，旨在解决“国内需求不足”的问题。但本次会议也在强调坚持做长期正确的事情，要求将“扩大内需”和“供给侧结构性改革”有机结合起来，意味着接下来的扩大内需并非一味刺激需求，而是兼顾长期的高质量发展和短期的稳增长。比如会议提到的汽车、电子产品、家居、体育休闲、文化旅游等消费品类，

³ <https://www.gov.cn/zhuanti/2023lhfgzbg/index.htm>

⁴ http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengwengao/wg2022/wg202211/202301/t20230111_3862828.htm

既能利长远、也能顾当下。

“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。”

——相比于 2019 年以来 4、7 月政治局会议，本次会议未提“房住不炒”，我们认为，这或许意味着房地产需求侧政策正在发生边际变化，但并不代表政策层面放松了对投机性购房需求的管控，关键仍然是会议提到的“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。我们在此前的报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》（2022.10.22）中曾进行过测算，中国新增商品房需求将呈现“L”型的回落趋势，因此过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间⁵。所以，本次会议虽然未提“房住不炒”，但更多是基于需求形势变化进行的政策调整，而非对地产需求的强刺激，本质上没有背离“房住不炒”的基本原则。

“把稳就业提高到战略高度通盘考虑。”

——本次会议将就业政策的地位提升至“战略高度”，说明政策对就业的重视程度有了更进一步提高，稳就业或将成为下一阶段经济工作更加重要的核心。而“通盘考虑”则意味着，下一步稳就业可能不仅仅会从就业政策本身出发，货币政策、财政政策、需求政策等或将围绕着提高就业的目标进行发力。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4990911/index.html>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com