



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《迎接政策脉冲发力窗口——7月政治局会议解读 20230724》 - 2023.07.24

宏观研究

积极的信号后可能会有哪些政策跟进 ——点评中共中央政治局会议

● 核心观点

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。学习研读会议通稿，我们有以下几点理解：第一，重点领域风险隐患较多，国内外多点需要关注；第二，加大宏观政策调控力度的同时用好政策空间，储备、成熟、适时地推出政策；第三，“新形势”下房地产政策调整可能较为有限，“一揽子化债方案”重心还在地方政府；第四，活跃资本市场有助于提振市场信心。

本次会议在部署加大宏观政策调控力度的同时，强调用好政策空间，做好政策储备，预计下半年逆周期调节的政策将视宏观经济形势的动态演变进行相机出台，其中，降准的概率大于其他。对于房地产市场、地方政府债务风险的化解措施，可能仍以地方政府为主，房地产需求端政策增量有限。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

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。学习研读会议通稿，我们有以下几点理解：

第一，重点领域风险隐患较多，国内外多点需要关注。会议对上半年经济的评价总体回升向好，为实现全年目标打下良好基础。并以平常心看待经济的波动，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。但是，也存在“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”的困难挑战。我们认为，重点领域风险隐患是多重的，当前来看主要是房地产市场偏离平稳健康发展风险，以及由房地产市场风险衍生而来的，金融体系资产质量受侵蚀的风险；同时，房地产市场风险体现在土地市场的明显降温，也加剧了地方政府隐性债务的风险；另外，在连续加息后，海外经济下行，外需存在弱化风险。针对多重风险，会议提出了明确的政策应对。

第二，加大宏观政策调控力度的同时用好政策空间，储备、成熟、适时地推出政策。会议强调，“做好下半年经济工作，……加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。加大宏观政策调控力度的表述，指向逆周期调节政策有多重储备，等待时机推出。类似的表述出现在 2014 年 4 月、2015 年 4 月、2018 年 7 月、2019 年 7 月、2020 年 3 月、2022 年 7 月的中共中央政治局会议。回顾历史，有助于为当前的政策储备项提出参考。

最近的类似表述是，2022 年 7 月 28 日召开的中共中央政治局会议提到，“做好下半年经济工作，……巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。”2022 年 7 月，中采制造业 PMI 降至 49%，在两个月的短暂上行后再度回落至收缩区间。7 月会议上提到“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”，对于经济目标的要求由 4 月会议“努力实现全年经济社会发展预期目标”调整为“力争实现最好结果”，均指向面对上半年的突发状况，政策调控力度需要加大以争取最好结果。

——8 月 15 日，央行将 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率分别下调 10bp 至 2.75%、2.0%。新一轮稳增长政策发力。8 月 20 日，1 年期 LPR 下调 5bp，5 年期 LPR 下调 15bp。

——8月24日，国常会部署，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施19项接续政策，主要包括增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额，出台措施支持民营企业、平台经济发展，允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求等。

——9月30日，央行公告下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

——11月23日，公布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

——11月25日，中国人民银行公告，决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。

——11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。

另外，不考虑为应对外部冲击做出政策部署的2020年，2014年-2015年、2018-2019年在中共中央政治局会议做出部署后，财政政策、货币政策均呈现更大力度宽松的组合。当然这与彼时政策空间相对较大也有一定关系。例如，2014年4月25日召开的中共中央政治局会议提到“要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的基本思路，根据形势变化适时调整其内涵，努力实现全年经济社会发展各项预期目标”。2014年2月，中采制造业PMI由2013年11月51.4%的高点连续3个月下降至50.2%，经济景气明显弱化，中共中央政治局会议“根据形势变化适时调整其内涵”就指向了加强逆周期调节。

——当月22日，央行宣布从4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。

——4月25日，人民银行创设抵押补充贷款(PSL)为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。

——6月9日，中国人民银行决定从6月16日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行(不含4月25日已下调过准备金率的机构)下调人民币存款准备金率0.5个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点。

——7月9日召开的国常会决定，自2014年9月1日至2017年底，对获得许可在中国境内销售(包括进口)的纯电动以及符合条件的插电式(含增程式)混合动力、燃料电池三类新能源汽车，免征车辆购置税。

——9月30日，《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》发布，通知规定二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷或认房”，首套利率下限为基准利率0.7倍。

——11月21日，央行宣布自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。

——2015年2月4日，央行公布自2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。

——2月28日，央行宣布自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

——4月19日，央行表示，将自2015年4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。在此基础上，对农信社、村镇银行等农村金融机构、农村合作银行、中国农业发展银行等机构定向降准。

整体来看，在中共中央政治局会议部署后，财政政策落实包括减税降费、加快发行使用地方政府专项债，货币政策落实包括降准、降息以及再贷款和政策性开发性金融工具等等。具体政策出台的时点和力度，则与政策空间有关。2013年、2014年、2017年、2018年、2021年一般公共预算收入同比增速分别为10.2%、8.6%、8.1%、6.2%、10.7%，前一年度财政收入增长较快为财政政策发力打下了基础。对比来看，2022年一般公共预算收入同比仅增0.57%，2022-2023年上半年一般公共预算收入两年平均增速仅0.9%，当前财政政策空间相对有限。同时，我国宏观税负已从2012年的18.7%降至2021年的15.1%。

——对于货币政策，政策空间同样重要。今年3月，易纲行长提到，“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。至于降准，2018年以来我们14次降准，这14次降准大概是把平均的法定存款准备金率从近15%降到了不到8%，降了7个多百分点的法定准备金率。过去五年，通过14次降准，不到8%的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上。”另外，从一般贷款加权平均利率来看，今年一季度末为4.53%，持续创出2009年以来新低。因此，存款准备金率的下调空间相对存贷款利率来说，可能较宽一些。结合本次会议的部署，“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”，下半年，逆周期调节的政策储备可能在总量层面包括下调存款准备金率，针对小微以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠，以及加快地方政府专项债券发行和使用。

会议对《关于促进民营经济发展壮大的意见》的落实也给出了线索。提到，解决政府拖欠企业账款问题、要建立健全与企业的常态化沟通交流机制。在2018年习总书记召开民营企业座谈会后，国务院减轻企业负担部际联席会议研究制定了《清理拖欠民营企业中小企业账款工作方案》。2018年11月29日，国务院办公厅向各省转发了《关于减轻企业负担部际联席会议清理拖欠民营企业中小企业账款工作方案的通知》（国办发明电〔2018〕14号）。因此，下半年解决拖欠民营企业账款问题预计将再次加速。

第三，“新形势”下房地产政策调整可能较为有限，“一揽子化债方案”重心还在地方政府。在房地产方面，会议措辞出现较大幅度调整，新增“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”，并未提及“房住不炒”。要理解会议措辞的变化，需要先理解“新形势”这个前提。2022年我国商品房销售面积在2021年达到17.94亿平以后快速下降至13.58亿平，这种下降既可以看做是周期性的减少，也可以认为是趋势性的下台阶，从我国的人口老龄化程度、城镇化进程，以及本次会议做出“新形势”的判断来看，后者的概率更大一些。因此，我国房地产市场供求关系的“新形势”包括房地产市场供需下台阶的组合。那么，在此基础上，面对近两年商品房销售面积的供需低位平衡，可能不需要政策进行较大力度的刺激，“适时调整优化”、“因城施策”的表述同样也指向需求端政策调整的适度性。相对于近日出台的《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议提到“盘活改造各类闲置房产”，也指向盘活存量，对于房地产需求增量的拉动相应的较为有限。

未提及“房住不炒”如何理解？实际上，今年《政府工作报告》在今年的工作建议中亦未提及“房住不炒”，而此后的政策基调并未发生较大调整。一个理解是“房住不炒”政策在2016年提出后已获得数年实实在在的执行，同时政策理念已深入人心，字面强调的必要性下降。

对于地方政府债务风险，会议新增“制定实施一揽子化债方案”，当前时点化解地方政府债务风险的关键点可能仍然在于地方政府。中国财政学会会长、财政部原部长楼继伟在参加“全球财经论坛”期间接受《中国日报》独家专访时指出，通过债务置换化解地方政府债务风险会引发道德风险，导致地方债务规模越来越大，要守住中央“坚决不救”的底线，通过债务展期、出售资产等方式逐步化解风险。因此，化债一揽子方案可能涉及出售资产、债务展期，以及借新还旧等。

第四，活跃资本市场有助于提振市场信心。会议特别强调活跃资本市场，时隔五个季度再次提及资本市场。回顾十九大以来历次中共中央政治局会议，2018

年 10 月提到“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”；2019 年 4 月提到“要以关键制度创新促进资本市场健康发展”；2020 年 7 月提到“要推进资本市场基础制度建设，依法严厉打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展”；2022 年 4 月提到“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。”与本次会议表述更加接近的是 2018 年 10 月，强调“激发市场活力”，其他时间点主要强调制度建设、资本市场平稳运行。在 2018 年 10 月会议后，上证综指在 2019 年 4 月 8 日达到 3288.45 点，反映在政策正面支持、经济复苏等因素影响下，市场信心获得较大的提振。而本次会议直接强调“活跃资本市场”，有望对市场信心形成提振作用。

综上，本次会议在部署加大宏观政策调控力度的同时，强调用好政策空间，做好政策储备，预计下半年逆周期调节的政策将视宏观经济形势的动态演变进行相机出台，其中，降准的概率大于其他。对于房地产市场、地方政府债务风险的化解措施，可能仍以地方政府为主，房地产需求端政策增量有限。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048