

2023年07月25日

证券研究报告 | 事件点评报告

# 预期改善，着眼长远

2023年7月政治局会议点评

**分析师：蔡梦苑**

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

**研究助理：郝一凡**

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

**销售服务电话：**

021-20515355

**相关研究报告**

## 投资要点

⊕政治局会议在宏观经济形势判断及政策方面明确了当前的问题和经济复苏特征、回应了市场关切，整体基调较此前市场预期更偏积极。与以往有所变化的是，政策在注重短期稳增长的同时也更加着眼长远。

⊕会议对地产领域表述有明显的变化，下半年托底地产的力度有望增加，通过调控政策优化、城中村改造、保障房建设等对冲地产销售端及投资端下行压力，但总体仍然以防范系统性风险的“底线思维”为主要基调。

⊕此次政治局会议的积极定调，对于改善市场预期，扭转市场悲观情绪起到积极的效果，有助于市场摆脱“弱预期”困扰。不过也要注意，虽然政策基调好于预期，但并非强刺激信号，并且许多基调变化及措施已经在推进，此次也没有提及明显的财政增量政策，对于市场关切的居民就业、收入，民营企业投资等领域更着眼于长期改善而非短期立竿见影，因此经济虽稳中向好但短期难以转向强复苏，在政策见效、经济基本面明显改善前，A股市场短期转向积极，后续能否形成“强预期”及新一轮大牛市还有待观察。债市面临短期冲击风险，但转入熊市的可能性不高，后续大概率偏震荡运行，票息策略相对占优。

⊕风险提示：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

事件：

2023年7月24日，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。

## 1. 经济形势判断——新的困难挑战与经济恢复形态

图 1：经济形势判断对比

	2023. 07	2023. 04
形势判断	<p>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。</p> <p>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。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。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。</p>	<p>我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，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。</p> <p>当前我国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，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。</p>

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

此次会议在肯定上半年经济恢复成果的同时，也明确的指出当前面临的新的困难挑战——“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”，未来工作重点也将围绕内需、企业经营、防范化解风险逐步展开。

“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”表明了要对经济复苏中的波折有清晰的认知和准备，稳定信心，扎实推进复苏，政策不仅要关注短期稳增长，还要着眼长期改善。

## 2. 政策基调——加大宏观政策调控力度，为未来预留空间

图 2：政策基调对比

	2023. 07	2023. 04
政策基调	<p>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。</p>	<p>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，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，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、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。</p>
宏观政策	<p>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。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。</p>

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

此次会议再度提出加大宏观政策调控力度，围绕当前经济的挑战，着力扩大内需、提振信心、防范风险。

整体发展目标仍然是推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。表明政策依然围绕高质量发展目标，政策更加积极的同时仍然要注重质的提升。

宏观政策再次提及逆周期调节，确认了6月央行重提逆周期调节的基调。“加强政策储备”

的表述仍然体现出政策具有一定的战略定力，为明年、甚至更长期经济的复苏储备政策空间。

从财政货币政策，财政政策重提延续、优化、完善并落实减税降费，并无显著增量；“发挥总量和结构性货币政策工具作用”意味着货币政策仍有降准降息空间。

人民币汇率适时调控维持汇率稳定而非单边波动，目前央行已在采取措施，起到了稳定汇率的作用。

### 3. 扩大内需——消费、政府投资、民间投资、外贸协同发力

图 3：扩内需对比

	2023.07	2023.04
扩大内需	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。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。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。	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

“发挥消费拉动经济增长的基础性作用”肯定了消费在经济增长中的定位，针对当前供给增加、需求不足的环境，聚焦通过改善收入、终端需求带动供给恢复的针对性解决路径。

“加快地方政府专项债券发行和使用”意味着专项债或在三季度加大力度发行，尽快发挥政府投资带动作用，对冲地产投资下行压力。

对于上半年民间投资负增长的情况，已经出台且并将继续出台一系列措施，支持鼓励民营经济，提振民营企业信心。

同时继续稳外贸外资基本盘，形成消费、政府投资、民间投资、外贸协同发力扩大内需的合力。

### 4. 产业政策——推动现代化产业体系建设

图 4：产业政策对比

	2023.07	2023.04
产业政策	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。	要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

现代化产业体系建设仍是高质量发展的重要环节，重视和促进数字经济与人工智能发展。继续关注相关产业的投资发展机遇。

未提及“新能源”并不意味着不再重视，或是因为新能源领域已成为优势发展产业，并转向正常发展阶段，已不需要专门强调。

## 5. “两个毫不动摇”——优化民营企业发展环境

图 5：改革开放与“两个毫不动摇”

	2023. 07	2023. 04
改革开放	要持续深化改革开放，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。	要全面深化改革、扩大高水平对外开放。认真落实党和国家机构改革方案，推进国家治理体系和治理能力现代化。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。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，开展改革开放先行先试。
两个毫不动摇	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。 <b>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。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。</b>	要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

继续深化改革开放，重视一带一路合作机会，在欧美需求走弱的环境下，积极探索新的外需增长点。

针对当前民营企业信心偏弱，上半年民间投资增速下滑的问题，会议进一步明确了优化民营企业发展环境的大趋势，与 4 月相比更细节的提出，“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”。同时，建立健全常态化沟通机制，及时沟通和探索解决企业遇到的问题，营造良好营商环境。

近期相关政策措施已经逐步出台，7 月 19 日发布的《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》就促进民营经济发展出台了 31 条具体措施，释放了强烈信号，有助于有效提振民营企业信心。

## 6. 防风险——地产“新形势”下政策的积极变化与地方化债的推进

图 6：地产、地方政府债务等防风险领域对比

	2023. 07	2023. 04
房地产	<b>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</b> ，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。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业新发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
防风险	要切实防范化解重点领域风险，要有效防范化解地方债务风险， <b>制定实施一揽子化债方案</b> 。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

地产的基调转向偏积极，下半年托底地产的力度有望增加，通过调控政策优化、城中村改造、保障房建设等对冲地产销售端及投资端下行压力，但总体仍然以防范系统性风险的“底线思维”为主要基调。

关于“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”的定调，其实在 7 月 14 日国新办举行的发布会上，央行对房地产表态就已经调整，提出“我国房地产市场供求关系已发生深刻变化，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”

未提“房住不炒”的两层理解。一、“房住不炒”已是默认条件，不需要持续强调；二、在房地产市场供求发生了重大变化的新形势之下，对部分调控政策的优化是顺应当前形势的，与“房住不炒”并不矛盾。

市场对于一些前期房地产市场过热阶段出台的政策优化寄予厚望，包括对于一二线城市的“认房认贷”、二套房首付比例调整等。

不过考虑到政策描述的变化仍然以合理释放需求、“托底地产不发生系统性风险”为底线，而非需求刺激信号，仍然需要继续观察后续地产政策优化措施的具体落地情况及其政策优化的效果。

城中村改造等问题4月会议已有所提及，国常会最新文件进一步推动超大特大城市有序开展城中村改造，从“成熟一个推进一个，实施一项做成一项；多渠道筹措改造资金，鼓励和支持民间资本参与”等措辞来看，并非大干快上式的棚改，或类似于基建投入，主要起到冲地产投资下行压力。

地方政府债务方面。“制定实施一揽子化债方案”或意味着对于部分化债存在困难的地区将出台新的化解方案，风险进一步暴露的可能性或将明显降低。关注后续具体处置方式，可能的方式包括特殊再融资债进行债务置换、展期降息等。

## 7. 保民生——稳就业定位再度提高，着眼长远

图 7：保民生领域对比

	2023. 07	2023. 04
保民生	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。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。	要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要以“时时放心不下”的责任感，持续抓好安全生产。要做好迎峰度夏电力供应保障。各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业和基层解决困难。

资料来源：中国政府网，华宝证券研究创新部

此次会议把稳就业从优先导向提高到了战略高度通盘考虑，即稳就业不仅聚焦于短期经济的复苏，还注重长期问题的改善。符合前期经济形势专家座谈会中提出的“要全面、辩证、长远地研判当前经济形势”的导向。稳就业对于向居民收入、消费的传导可能见效偏慢，但更有助于从中长期角度改善内生动能。

## 8. 资本市场——要活跃资本市场，提振投资者信心

新提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，对于当前表现低迷的A股市场有明显的信心提振作用。除已在落地的公募基金降费之外，后续有望推出新的增量政策，改善投资者投资体验、推动长期资金入市，促进市场活跃、健康发展。

## 9. 政治局积极定调对于股债的影响简析

前期市场对于政治局会议的预期偏低，导致股市情绪持续低迷，A股表现偏弱，债市相对强势。

此次政治局会议的积极定调，对于改善市场预期，扭转市场悲观情绪起到积极的效果，有助于市场摆脱“弱预期”困扰。不过也要注意，虽然政策基调好于预期，但并非强刺激信号，

并且许多基调变化及措施已经在逐步推进，此次也没有提及明显的财政增量政策，对于市场关切的居民就业、收入，民营企业投资等领域更侧重于长期改善而非短期立竿见影，因此经济短期或难以转向强复苏，在政策见效、经济基本面明显改善前，A股市场能否转向“强预期”并形成一轮大牛市还有待财富效应的积累。

短期来看，在悲观预期推动的弱势下行之后，A股进一步下行风险显著降低，情绪扭转后转向积极乐观，中长期布局的性价比也在凸显，但对于短期反弹空间预期不宜过高。从风格上看，上半年表现较弱的大消费、地产链等顺周期行业有望在情绪反转行情中相对占优。

对于债市，由于前期整体获利较多，债市进一步走牛空间有限，短期止盈意愿上升，市场对于利空较为敏感，市场情绪的反转会令债市面临一定短期冲击，甚至可能出现“小踩踏”风险。不过，若后续经济“弱复苏”的状态并未明显改善，降准降息仍有空间，债市转入熊市的可能性不高，后续大概率偏震荡运行，利率债博弈空间降低，票息策略相对占优。

## 10. 风险提示

国际形势演变超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期；地产修复不及预期；海外衰退风险；地缘政治风险。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。