

# 提振信心，扩大需求！

## ——7月中央政治局会议解读报告

平安银行投研团队



秦红旭  
策略分析师

### ■ 事项

中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

### ■ 核心观点

7月历来是观察政策方向的关键窗口期，而在信心偏弱需求不足的当下，资本市场对于政策预期更是高度关注。

**在高质量发展的前提下，本次会议的稳增长意味较为浓厚，宏观经济增长重要性较4月政治局会议得到提升，稳增长的信号非常明确，五个新提法则有助于大幅提升市场信心，扭转悲观预期。**

我国体制的优点之一就在于政策的执行时滞极短，本次会议后，预计更多政策细则将陆续出台并逐渐落地，从而助力宏观经济二次复苏和资本市场迸发活力。

本次会议最值得关注的**五个关键词**是：**积极扩大内需、稳就业、活跃资本市场、现代化产业体系、防范化解风险**，具有重要指向性意义。

目前，政治局会议定调已经超出市场预期，资本市场信心得到显著提振，后续将有更多利好政策活跃资本市场。**A股市场已受到政策层面的触发，A股市场有望迎来较为可观的上行期。**

具体A股行业配置方面，**仍需沿着建设现代化产业体系的政策指引**，可重点关注：**一是可以顺应宏观政策，强贝塔的煤炭金融等周期板块受其带动作用较强；二是人工智能等数字经济发展方兴未艾，尤其是人工智能领域的国产替代方向值得高度重视；三是业绩确定性较强的行业，中报披露期业绩为王，商贸零售传媒、汽车、煤炭、通用设备等行业利润增速较高，业绩或将超预期；四是价值重估与新一轮国企改革还在途中，后续并购重组等资本重组预计将重新活跃，央国企价值存在提升空间。**

银川分行产品经理张珂铭、实习生林紫妍此文亦有贡献

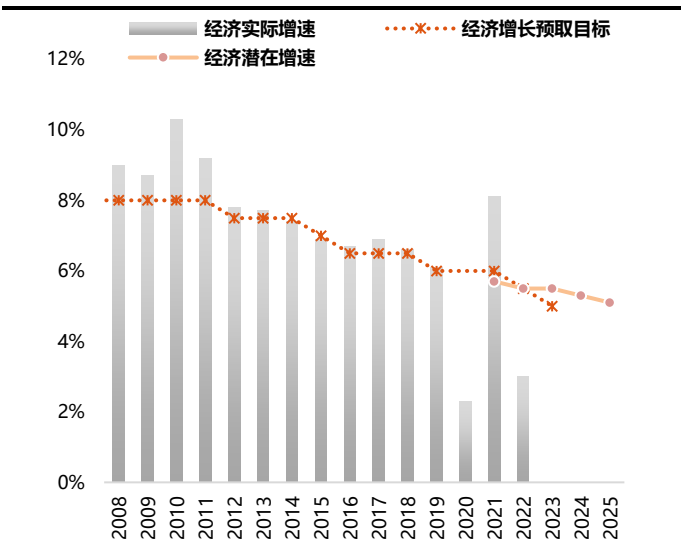
平安银行投顾中心出品

## ■ 会议定调重在稳增长，政策超出市场预期

7月历来是观察政策方向的关键窗口期，而在信心偏弱需求不足的当下，资本市场对于政策预期更是高度关注。7月24日，中央政治局召开会议（以下简称“会议”），分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

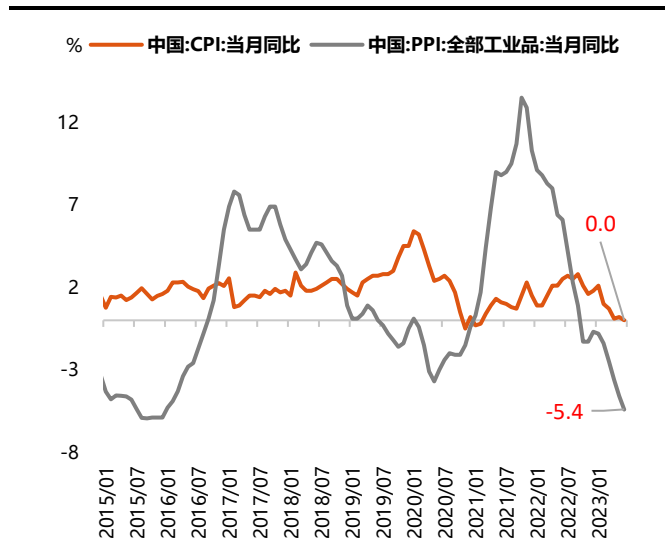
2023年以来，我国顺利过渡到后疫情时代，然而三年疫情留给社会的“疤痕效应”尚未完全消退。二季度，我国GDP环比增速为0.8%，显著低于一季度的2.5%和疫情前的平均水平，而以同比来看，二季度两年平均的GDP增速为3.3%，比一季度的两年平均增速4.5%下降1.2个百分点。当前的经济增速也显著低于潜在经济增速，经营运行的效率较低。物价方面，当前我国通胀水平偏低：6月全国居民消费价格（CPI）环比连续5个月低于零线，同比持平；6月份工业生产者出厂价格（PPI）环比下降0.8%，同比降幅则高达5.4%。需求恢复速度弱于供给，物价持续处于低位，引发了对未来发生通货紧缩的担忧。

图 1：近两年我国经济增长持续低于潜在经济增速



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 2：物价水平低迷，市场有通缩担忧



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

因此，会议认为我国上半年经济工作取得了诸多成效，国民经济在疫情防控平稳转段后持续恢复，总体是在向好的，但明显不及一季度的“经济增长好于预期”。因为在波浪式发展过程中，我国经济当前面临一些突出问题，而国内需求不足为首要矛盾，需求不足又会产生一系列挑战，包括部分企业经营困难，部分领域风险较多，外部环境对国内扰动的影响容易放大等。

针对这些问题，会议推出了一系列有针对性的举措，其中有五个提法具有鲜明的指向意义，包括扩内需、稳就业、活跃资本市场、现代化产业体系、防范化解风险等。**在高质量发展的前提下，本次会议的稳增长意味较为浓厚，宏观经济增长重要性较4月政治局会议得到提升，稳增长的信号非常明确，五个新提法则有助于大幅提升市场信心，扭转悲观预期。**我国体制的优点之一就在于政策的执行时滞极短，本次会议后，预计更多政策细则将陆续出台并逐渐落地，从而助力宏观经济二次复苏和资本市场迸发活力。

## ■ 五个提法及其隐含意义

本次会议最值得关注的**五个关键词**是：**积极扩大内需、稳就业、活跃资本市场、现代化产业体系、防范化解风险**，具有重要指向性意义。

### 1、积极扩大内需

内需不足是当前我国经济的主要矛盾。本次会议重申要加大宏观政策的调控力度，着力扩大内需。具体政策可能主要从四个方面来进行：

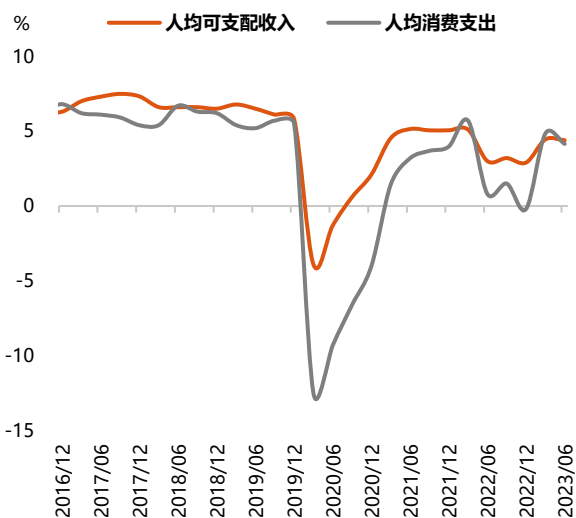
(1) 通过增加居民收入来扩大消费等终端需求。消费对我国 GDP 的贡献约达到 60%，也是我国与发达国家国家在经济结构中的重要差异，而扩大消费对于畅通国内大循环、促进产业结构转型升级、维护国家经济安全具有重要作用。增加居民收入的题中之义就是要稳就业。

(2) 政府投资加快节奏。上半年城投债发行节奏放缓，主要原因或在于地方政府财力不足，部分地方政府非标债务存在违约风险。后续随着化债方案的出台，以及中央要求地方加快专项债的发行和使用，新基建、城乡水利工程、重大公共设施等领域投资增速或仍有一定上行空间。

(3) 促进民间投资。民间投资不足的原因既有信心不足的问题，又有疫情导致企业利润大幅下滑的作用。促进民间投资的政策措施可能包括鼓励制造业产业改造，开放基建领域增加民企参与机会，以及对于民营房地产企业的疏困和支持。不过，国企提质增效与优化民营营商环境并不冲突，会议要求二者需齐头并进。

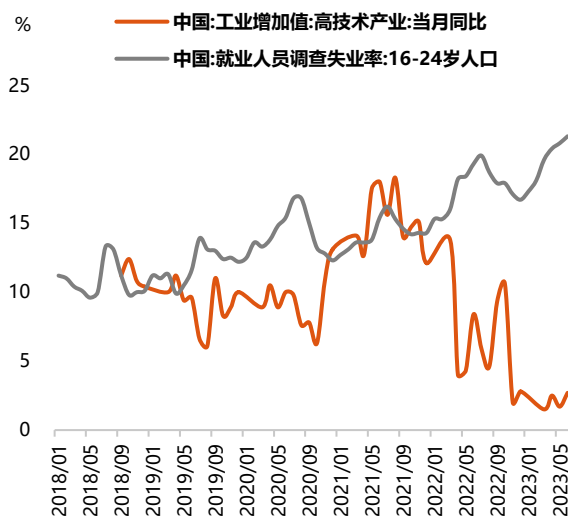
(4) 稳外贸外资。今年我国出口面临较大下行压力，受全球地缘政治影响，“脱钩断链”、“去风险”等西方叙事盛行，部分出口导向型产业已有向东南亚、美洲及发达国家流出的倾向。稳定外贸基本盘同样有利于扩大国内需求。在此背景下，我国预计将继续鼓励企业开拓“一带一路”、东盟和欧洲市场业务，致力摆脱对单一出口国过度依赖的问题。

图 3：消费是收入的函数，二季度居民消费再次转弱



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队 \*2021、2023 为两年平均增速

图 4：青年群体就业已影响到我国高质量发展大局



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

### 2、稳就业提高到战略高度通盘考虑

近两年我国经济持续低于潜在经济增速，结果之一就是我国当前的就业环境不容乐观，6月16-24岁青年群体失业率已达21.3%。而据国家统计局新闻发言人的预测，由于7月青年毕业生和年轻人集中进入劳动力市场，青年群体的失业率有可能还会有所提高。青年群体是我国高质量发展的重要力量来源之一，青年的高失业率不仅会影响居民收入水平、影响社会和谐稳定，还会形成对宝贵人力资源的低效配置，成为我国高质量发展的掣肘因素。

政策层近期多次提及消费是收入的函数，就业则是居民收入提高的保障。宏观经济增速对就业的总体贡献不容忽视，稳就业必然要求稳经济，尤其是稳定对于新增就业贡献达90%的民营经济。此外，就业还与社保、教育、户籍、营商环境、产业升级等息息相关，也要求对于稳就业的重要性需要放在更高维度进行战略决策。因此，就业问题也受到本次会议的高度重视，会议提出要“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”。

### 3、活跃资本市场，提振市场信心

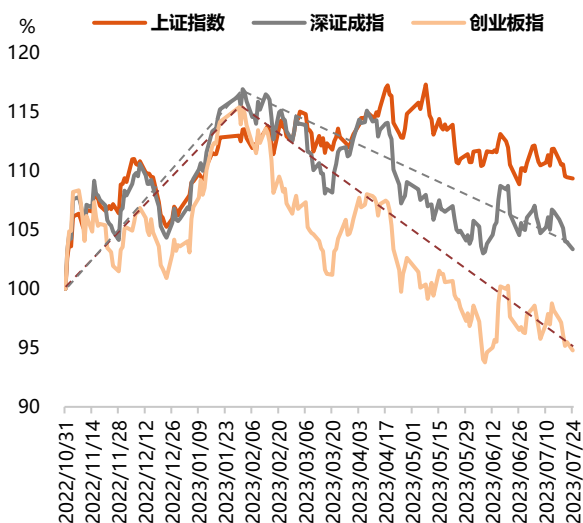
政治局会议中“活跃资本市场”的提法较为罕见，因此受到投资者的普遍关注。

今年以来，我国A股市场先扬后抑，成交量持续低迷，海内外市场不同温差对比为显著，投资者悲观情绪浓厚。这种悲观情绪的蔓延对于金融系统整体稳定具有不利影响，甚至可能外溢至其他领域，亟需得到扭转。

会议要求“要活跃资本市场，提振投资者信心”，而近期资本市场已有若干利好政策出台。7月9日《私募投资基金监督管理条例》发布，7月21日证监会发布《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》，放宽外资的交易限制。后续可能还将继续推出完善资本市场建设的措施，逐步扩大金融领域开放，引导更多资金来源入市等。

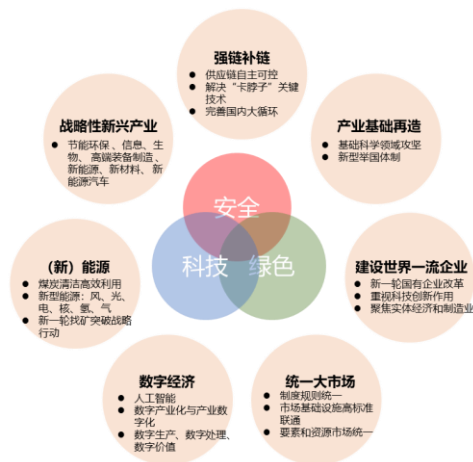
本次会议对于资本市场的提法已经起到了大幅提振市场信心的作用，会后首个交易日，上证综指、深证成指及创业板指数均录得2%以上涨幅，市场受到较大鼓舞。

图 5：资本市场信心不足，成交低迷



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队 \*2022/10/31 为基期

图 6：构建现代化产业体系的基本要求和重点任务



数据来源：公开资料，平安银行投顾中心投研团队整理

#### 4、构建现代化产业体系

“二十大”报告明确提出要以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。全面建设社会主义现代化国家，必须加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。今年中央财经委员会第一次会议明确“推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”。5月份，中央财经委员会办公室副主任韩文秀在《人民日报》撰文，提出了加快建设现代化产业体系的基本要求和重点任务。本次中央政治局会议再次强调要“大力推动现代化产业体系建设”，可以预计，在2035年前，现代化产业体系将成为我国产业政策的明确主线。

如果将现代化产业体系的发展方向浓缩为三个关键词，就是安全、科技和绿色。中国现代化产业体系就是以实体经济为重，一二三产业齐头并进，传统产业和新兴产业共同向安全、科技、绿色的方向发展。战略性新兴产业、数字经济、先进制造和现代服务业均为现代化产业体系的重点方向。

值得注意的是，本次会议提到要“促进人工智能安全发展”，人工智能堪称信息时代的蒸汽机，是各国科技竞争的焦点之一，我国也已发布了不少支持政策。不过我国人工智能发展还受制于基础设施的不足，技术“卡脖子”风险仍在，本次会议明确其发展需要兼顾安全，**人工智能产业链中的国产替代方向预计将被重点强化。**

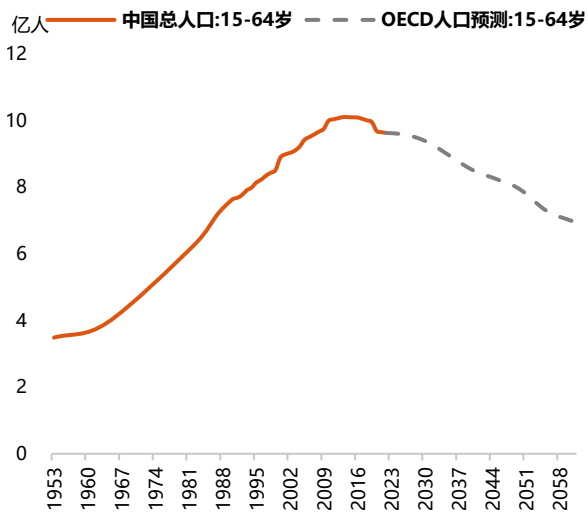
#### 5、切实防范化解重点领域风险

底线思维是本届政府的一贯要求，对于影响全局的系统性风险的防范治理一直都是政策重点。从政治局会议的文本来看，中央判断当前我国经济有两个重要风险源，一是房地产问题，二是地方债务问题。

我国的房地产的主要问题可以总结为两对矛盾：总体供给过剩与局域供给不足的矛盾，房价超出居民承受范围与泡沫破灭房价失速下跌可能引发系统性风险的矛盾。本次会议对房地产领域提法发生了两项显著的重大变化：(1) 新形势，即“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，近年出生率低迷，而我国城镇化水平和人均居住面积已经达到较高水平，**房地产市场供过于求得到确认**；(2) **删除“房住不炒”，更加着眼于房地产市场的平稳健康发展，防止过度悲观预期的自我实现。**

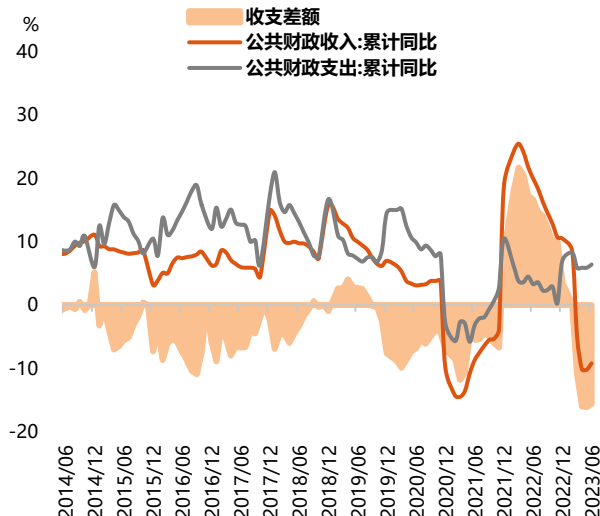
地方债方面，会议要求“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。目前各地探索的已有的化债方案包括：(1) 债务置换，开前门堵后门，高息债务置换为低息债务；(2) 债务重组，与债权方进行谈判债务展期或制定新的偿债条件；(3) 资产注入，盘活存量资产，国有资产注入融资平台或进行担保抵质押；(4) 增加财政收入和预算约束，作为管长远的制度要求。预计未来的一揽子政策将围绕这几个方向展开，而且预计这些改革措施将对。

图 7：劳动年龄人口下滑，住房需求重大变化已经发生



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队 \*OECD 预测数据略有调整

图 8：地方政府收支压力加大

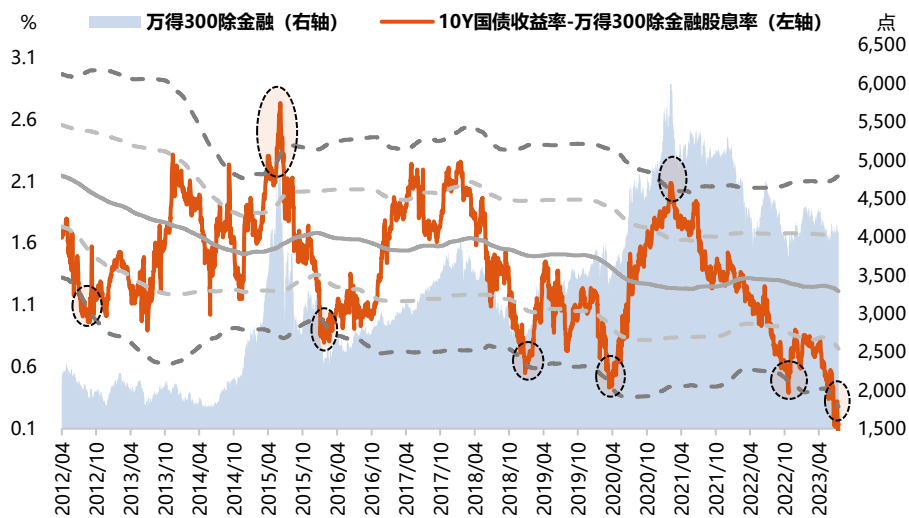


数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

## ■ A 股市场将迎来较为可观的上行期

在高质量发展的前提下，本次会议的稳增长意味较为浓厚，宏观经济增长重要性较 4 月政治局会议得到提升，稳增长的信号非常明确，五个新提法则有助于大幅提升市场信心，扭转悲观预期。我国体制的优点之一就在于政策的执行时滞极短，本次会议后，预计更多政策细则将陆续出台并逐渐落地，从而助力宏观经济二次复苏和资本市场迸发活力。

图 9：A 股市场估值水平已计入较多悲观预期，只待触发



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

此前我们已经提到，前期 A 股市场估值水平已计入较多悲观预期，胜率已经较高，而市场最终的反弹还需三种时机触发：

- (1) 后续若政策预期继续强化或超预期稳增长政策重磅出台，则有望彻底扭转投资者的悲观情绪。
- (2) 海内外经济差如果出现逆转，则人民币较美元或走强，A 股吸引力将得到提升。
- (3) 我国经济的增长势头存在自发的二次复苏的可能性。经济的实质性回暖将

推升企业的盈利和估值水平。

目前，政治局会议定调已经超出市场预期，资本市场信心得到显著提振，后续将有更多利好政策活跃资本市场。**A股市场已受到政策层面的触发，A股市场有望迎来较为可观的上行期。**

行业配置线方面，**仍需沿着建设现代化产业体系的政策指引**，可重点关注：一是可以顺应宏观政策，强贝塔的煤炭金融等周期板块受其带动作用较强；二是人工智能等数字经济发展方兴未艾，尤其是人工智能领域的国产替代方向值得高度重视；三是业绩确定性较强的行业，中报披露期业绩为王，商贸零售传媒、汽车、煤炭、通用设备等行业利润增速较高，业绩或将超预期；四是价值重估与新一轮国企改革还在途中，后续并购重组等资本重组预计将重新活跃，央国企价值存在提升空间。

免责声明：报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料、数据的客观与公正，但不对其准确性和完整性作出保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。本文仅供一般参考，并不构成对任何证券或其他金融工具的任何交易或采用任何对冲、交易和投资的要约、推荐或建议。本报告版权归本公司所有，未经许可，不得以任何形式复制和发布。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安银行的立场。