

波浪式前行下的调控与部署

——7月中央政治局会议解读

摘要

- **经济韧性在潜力待释放，下半年扩内需是主线。**从上半年经济数据看，经济复苏的基础尚不稳定，二季度在多因素作用下，消费和投资增速都呈现下滑趋势。展望下半年，经济韧性在，潜力较大，扩内需仍是主线。本次政治局会议强调“扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用”，与之前同期政治局会议相比，更加强调“加大宏观政策调控力度”以及“着力扩大内需”，预计后续，消费端政策发力效果将持续显现。且会议继续强调“积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，后续相关基建将加快发展。
- **积极财政继续加力，稳健货币精准发力。**财政政策方面，本次会议提出“继续实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，“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”，财政积极定调延续，下半年，新增专项债加力可期，同时，今年地方债务压力较大，防风险仍是各地重中之重，对地方政府加杠杆空间形成约束。货币政策方面，会议定调仍是“稳健”，提出“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，上半年货币政策较为宽松，实施了逆周期调节，下半年仍将保持稳健宽松，有进一步降准降息的可能性；结构性货币政策工具将持续发力，继续加大对科技创新、实体经济和中小微企业发展等领域的支持力度。
- **关注四方面重点部署：其一，加快现代化产业体系，深化改革开放。**本次政治局会议强调要“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”，对创新的要求主要体现数字经济及促进人工智能安全发展。此外，深化改革开放涉及的两个方面也均与现代化产业体系息息相关，分别是：民营经济要优化发展环境，高质量开放要抓住“一带一路”的机遇。**其二，优化调整地产政策，保障性住房或迎机遇。**会议指出“适时调整优化房地产政策”，未提及“房住不炒”和“保交楼”，强调“加大保障性住房建设和供给”，随着政策助力和居民收入修复，地产供需有望边际改善。**其三，防风险与提振信心并举，活跃资本市场。**加强金融监管，尤其是推动高风险中小金融机构改革化险，金融监管将逐步实现“全覆盖、无例外”，会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，或包括引入更多投资者和更多元的资金参与、加快推动金融供给侧结构性改革等。**其四，增收入扩消费，稳就业提高至战略高度。**本次对消费的表述较多，要通过终端需求带动有效供给，结构上明确提振汽车、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。就业是消费的前提，提出“要把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，后续“保就业”与“稳经济”的协同性将进一步体现，就业吸纳能力较强的产业和中小企业有望获得更多的政策支持。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 反以观往，覆以验来——复盘日本经济泡沫破灭后的政策应对 (2023-07-12)
2. 他山之石：美国、日本财政政策对比 (2023-07-05)
3. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二 (2023-06-08)
4. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
5. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)
6. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)

目 录

1 经济韧性在潜力待释放，下半年扩内需是主线	1
2 积极财政继续加力，稳健货币精准发力	2
3 关注四方面重点部署	3
3.1 加快现代化产业体系建设，深化改革开放.....	3
3.2 优化调整地产政策，保障性住房迎新机遇.....	4
3.3 防风险与提振信心并举，活跃资本市场.....	4
3.4 增收入扩消费，稳就业提高至战略高度.....	5

7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。从召开日期来看，2020-2022年均于7月最后一周召开，今年的会议较此前三年有所提前。本次会议对当前经济走势的判断总体较为积极，既看到了疫情后恢复路径的曲折性，也肯定了发展韧性与潜力，在对下半年的部署中，强调扩内需、促消费和防风险，在房地产、资本市场、地方债等方面表述较4月政治局会议有所变化，在逆周期调控政策的提振下，下半年将继续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

1 经济韧性在潜力待释放，下半年扩内需是主线

本次政治局会议对当下经济的表述为“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。”从上半年经济数据看，复苏基础尚不稳定，二季度在多因素作用下，消费和投资增速都呈现下滑趋势。本次政治局会议强调“扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用”，与之前同期政治局会议相比，更加强调“加大宏观政策调控力度”以及“着力扩大内需”。广义内需包含消费与投资，下半年，**消费端政策发力效果将持续显现**，6月，商务部表示将推动出台支持恢复和扩大消费的系列政策措施，其中将围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量发展等出台针对性的配套举措；此外，7月财政部、税务总局、工信部发布公告，明确了2024年至2027年的新能源汽车车辆购置税减免政策，后续汽车、家电、住房等消费占比高、产业链长、带动力强的大宗消费潜力有待进一步释放。**投资端，制造业和基建投资韧性较强**，我们对下半年**制造业投资**依然保持较为乐观的预期，一方面，我国正处在产业升级快速发展阶段，新技术广泛渗透，另一方面，我国对制造业发展的支持力度持续加大，高新技术发展将继续加力，带动制造业投资增速回升。基建投资方面，继4月政治局会议后，本次会议继续强调“积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，且6月国务院办公厅出台《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》，后续新能源、储能、电网等相关基建将加快发展。

表 1：2020 年以来，7 月中央政治局会议对于下半年经济工作的表述

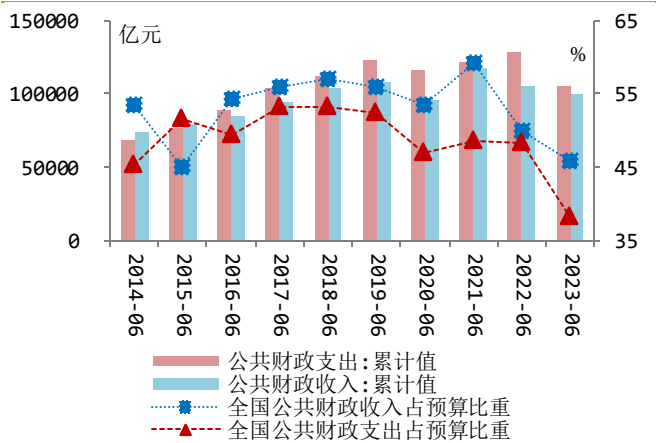
时间	会议	对经济表述
2023/7/24	中央政治局会议	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解， 推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2022/7/28	中央政治局会议	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价， 保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。
2021/7/30	中央政治局会议	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革， 加快构建新发展格局，推动高质量发展。
2020/7/30	中央政治局会议	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务， 推动经济高质量发展，维护社会稳定大局。

资料来源：中国政府网、西南证券整理。

2 积极财政继续加力，稳健货币精准发力

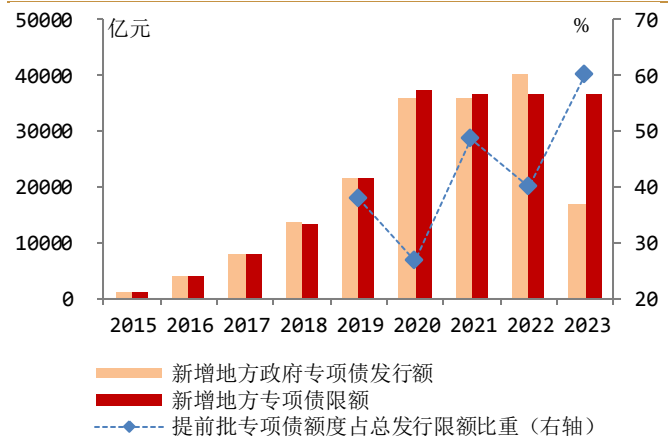
财政政策方面，下半年积极基调延续，新增专项债加力可期，但同时注意地方债务风险防控。本次会议对财政政策的表述为“继续实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”。“更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”。根据 Wind 数据，今年 1-6 月，新增专项债券累计发行 23008 亿元，其中用于项目建设的新增专项债发行规模达 21720 亿元，占全年预算安排新增专项债限额的 57.15%，虽然较 2022 年进度偏慢，但较 2021 年的进度更快。随着新一批新增地方债限额已于 5 月中下旬下达，各地下半年的发行“闸口”也已经放开，下半年，新增专项债方面加力可期。同时，今年地方债务压力较大，防风险仍是各地重中之重，“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。今年以来，中小银行专项债的发行总额有了较大幅度提升。Wind 数据显示，截至 6 月 28 日，各地已经发行相关债券总额 1288 亿元，相比于去年一整年的 630 亿元，已有大幅增长，陕西、新疆、辽宁、内蒙古、宁夏、黑龙江、河北等地都有中小银行专项债发行，后续仍将“稳步推动高风险中小金融机构改革化险”。

图 1：2023 年上半年财政收支进度偏慢



数据来源: wind、西南证券整理。注: 采用 1-16 累计公共财政收支数据

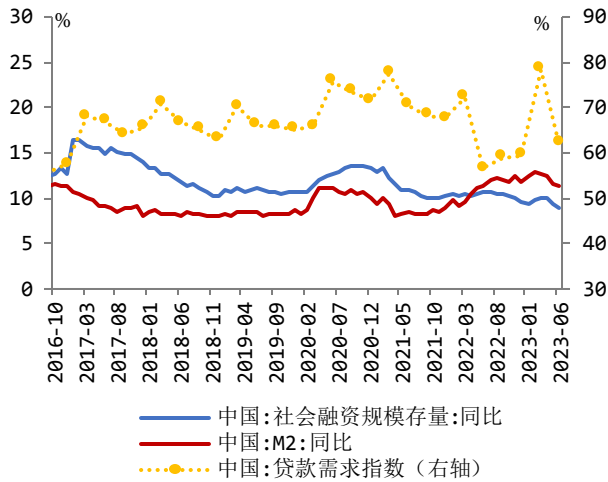
图 2：2023 年新增专项债下半年仍有空间



数据来源: wind、西南证券整理

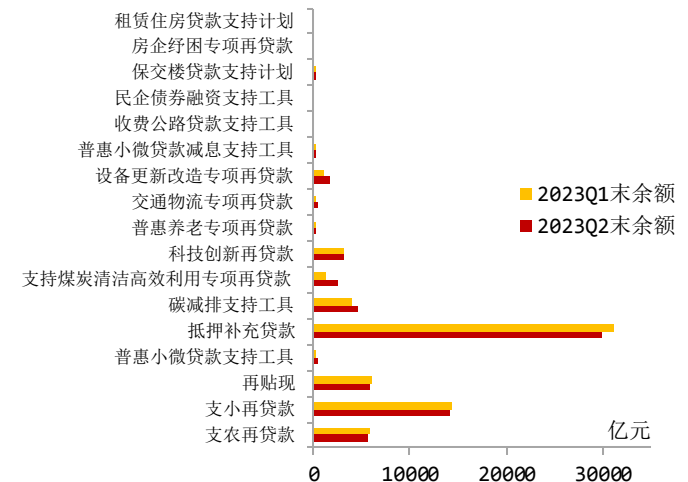
货币政策方面，总量和结构性货币政策工具均有发力空间。货币政策保持“稳健”，“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，预计下半年货币政策继续保持总量宽松的同时在结构上精准发力，后续存款利率市场化调整机制有望继续发挥作用，存款利率可能仍有下降空间，同时不排除降准的可能性。结构性政策方面，截至 2023 年二季度，已开启的政策工具共 17 种，包括 3 种长期性工具，14 种阶段性工具，余额达到 6.9 万亿元，较一季度新增 518 亿元。从领域上看，6 月，央行决定增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元；7 月，对开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期、专项借款配套融资这两项房地产企业支持政策延期至 2024 年年底。央行在二季度例会中也删除了结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”的表述，下半年增量结构性工具可期，重点加大对科技创新、实体经济和中小微企业发展等领域的支持力度。

图 3：2023 年二季度贷款融资需求有所回落



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：截至 2023 年 Q2 结构性货币政策工具余额变化

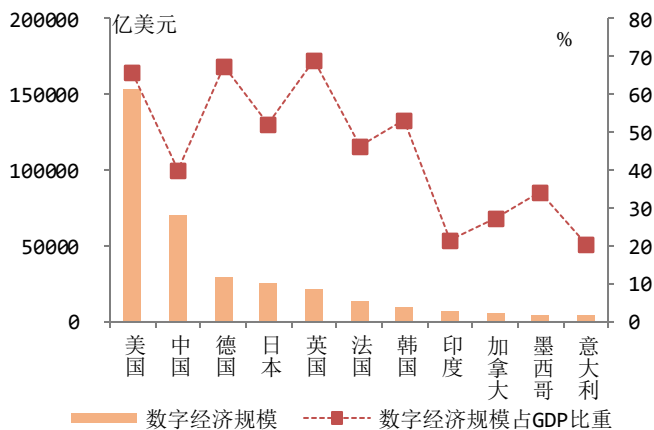


数据来源：中国人民银行、西南证券整理

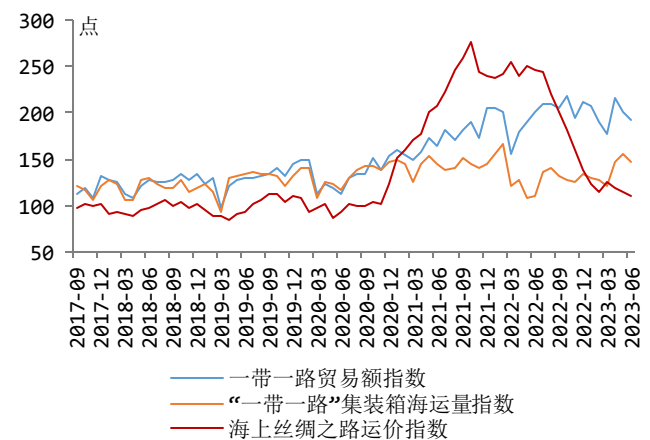
3 关注四方面重点部署

3.1 加快现代化产业体系建设，深化改革开放

本次政治局会议强调要“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”。目前，我国已经形成了全球门类最齐全、产业体系最为完整的制造业，但同时产业体系大而不强、全而不精的局面尚未得到根本改变。创新方向上，本次会议指出“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”，对于创新的要求主要体现在两方面：首先，数字经济继续加速发展，自去年 11 月数据二十条后，今年《数字中国建设整体布局规划》印发，组建国家数据局，部分地区如广东研究将数字要素纳入 GDP 核算，今年数字经济的发展速度明显加快，未来数字在赋能大零售、服务和出行等方面将更加深入，此外供应链数字化和工业物联网、数字城镇化也将加快推进；其次，本次会议强调“促进人工智能安全发展”，人工智能发展依赖大量的数据，在采集、使用和分析这些数据的过程中，存在数据泄漏、篡改和真实性难验证等安全隐患，因此有效加强人工智能安全治理十分必要。企业主体方面，本次会议强调“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”，今年上半年，民间固定资产投资 128570 亿元，同比下降 0.2%，占整体固定资产投资的 52.88%，民间投资增速和占整体投资比重都有所下降，目前发改委正在抓紧梳理准备推送给银行的民间投资项目清单，引导银行加大对民间投资的贷款支持力度，并会针对鼓励民营企业参与盘活存量资产。对外开放方面，2023 年是共建“一带一路”倡议提出 10 周年，截至 6 月，我国已同 152 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件。本次会议提出“要精心办好第三届‘一带一路’国际合作高峰论坛”，本次论坛将开启“一带一路”建设的新篇章，设施联通与对沿线国家和地区的进出口贸易有望迎来突破性增长。

图 5：我国数字经济的规模仅次于美国（2021 年）


数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：“一带一路”国家贸易及运价情况


数据来源：中国一带一路网、西南证券整理

3.2 优化调整地产政策，保障性住房迎新机遇

本次会议仍将涉及房地产的内容放在防范化解重点领域风险段落内，提出要“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”，与 4 月份政治局会议相比，此次未提及“房住不炒”和“保交楼”。会议提出“加大保障性住房建设和供给”、“盘活改造各类闲置房产”，继续强调“积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”。目前，我国住房保障体系主要包括公租房、保障性租赁住房、共有产权住房三类。今年年初，全国住房和城乡建设工作会议提出大力增加保障性租赁住房供给，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房和棚改安置住房 360 万套（间）。从近期的政策部署来看，7 月，住建部等七部门印发了《关于扎实推进 2023 年城镇老旧小区改造工作的通知》，指出靠前谋划 2024 年改造任务，鼓励具备条件的项目提前至 2023 年开工实施，并将改造范围扩大至 2005 年底前的住宅小区；7 月下旬，国常会相继审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》、《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》，2023 年 1-6 月全国新开工改造城镇老旧小区 4.26 万个，高于去年同期 3.89 万个，预计下半年老旧小区改造进程仍将有所加快，超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设有望加快建设。

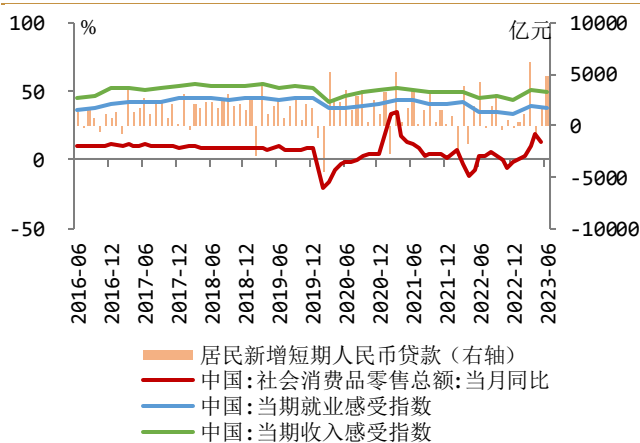
3.3 防风险与提振信心并举，活跃资本市场

本次会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，这一提法在 2020 年 4 月国务院金融稳定发展委员会会议上有提及，当时的背景是新冠肺炎疫情对实体经济和资本市场带来较大影响，金融委会议提出要“放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度”。提升资本市场活跃度包括引入更多投资者和更多元的资金参与、加快推动金融供给侧结构性改革等，2023 年 2 月，全面实行股票发行注册制，资本市场覆盖面扩大，从需求角度来看，近期，已有超多家公募机构宣布调降旗下基金产品费率，降低基金投资者持有成本，提高收益，未来将有更多活跃资本市场的举措出台，持续提振投资者信心。**防范风险方面**，会议提到“要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险”。今年新组建的国家金融监督管理总局将真正实现了监管“全覆盖、无例外”，未来金融行业将进一步增强服务实体经济的能力，加大对先进制造业、战略性新兴产业的中长期资金支持，并稳妥推进高水平开放。

3.4 增收入扩消费，稳就业提高至战略高度

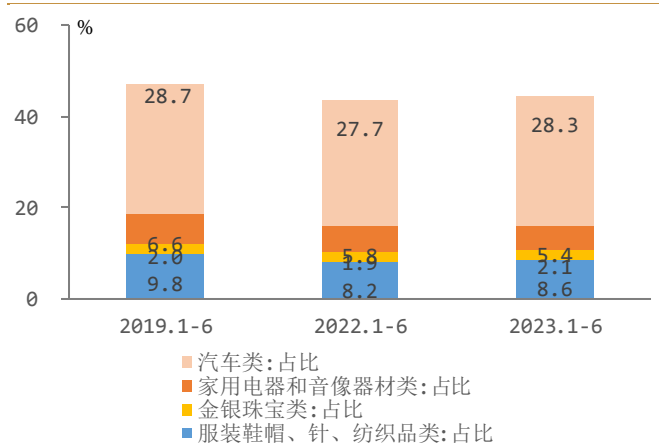
本次会议对消费的表述较多，提出“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给”，与4月份政治局会议的提法相比更加具体，从结构来看，本次会议提出“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”。近期已经出台了一系列的促消费政策，包括《关于促进家居消费的若干措施》、《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》、《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》等，从消费品类、消费场景等方面入手拉动消费。但消费改善的核心与持续性与居民就业和收入直接相关。本次会议提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，6月，全国城镇调查失业率5.2%与5月持平，其中16-24岁青年人的调查失业率高达21.3%，持续上行。央行2023年第二季度城镇储户问卷调查报告显示，二季度就业感受指数较一季度下降2.3个百分点至37.6%，收入感受指数录得49.7%，比一季度下降1.0个百分点，居民就业和收入有待继续提振，后续“保就业”与“稳经济”的协同性将进一步体现，就业吸纳能力较强的产业和中小企业有望获得更多的政策支持。

图7：二季度以来居民消费、就业和收入有所转弱



数据来源: Wind, 西南证券整理

图8：上半年部分限额以上企业商品零售额占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn