

逆周期渐进发力

——2023 年 7 月政治局会议解读

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议（下文简称“会议”），分析研究当前经济形势和经济工作，习总书记主持会议。

总体上看，会议认为我国经济尽管面临新的困难挑战，但仍将曲折式前进，长期向好的基本面没有改变。会议的政策基调更加积极，逆周期政策的排序升至结构性政策之前，强调要加大宏观政策调控力度，并指出了消费、房地产等产业政策的发力方向。考虑到会议对宏观政策的定调“精准”仍被置于“有力”之前，并强调要将加强政策储备，未来逆周期调节力度或相对温和，相机抉择、渐进发力。

一、形势判断：“波浪式发展，曲折式前进”

此次政治局会议对于经济形势的研判相较 4 月总体趋于审慎，对经济增长的总体定调由 4 月的“好于预期”调整为“总体回升向好”。

会议首先直面当前经济所面临的困难挑战。在内部，一是国内需求不足，二季度房地产投资延续大幅收缩，消费修复动能有所放缓。二是一些企业经营困难，受需求不足、价格低迷拖累，工业企业盈利持续收缩，行业与行业之间、企业与企业之间经营表现显著分化；三是重点领域风险隐患较多，包括房地产市场、地方债务，以及中小金融机构等方面。外部环境复杂严峻。主要经济体货币紧缩仍在持续，经济景气度下行，地缘政治局势紧张，全球化逆风强劲。

面对逆境，会议对中国经济复苏仍然充满耐心与信心。一方面，会议对疫后经济复苏抱持耐心，指出“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，即上半年我国经济动能由强转弱是波动而非趋势。央行近日指出，国际上疫情过后消费和经济恢复正常一般“需要一年左右的时间”，而我国疫情平稳转段刚半年左右，经济循环已出现积极好转。另一方面，会议对我国中长期经济增长充满信心，指出“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”。

值得注意的是，会议强调了今年经济增长达到“5%左右”目标的要求，在开篇就指出今年以来的经济修复“为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础”。在上半年增长 5.5% 的基础上，我国经济要达成这一目标，下半年需增长 4.6%，修复动能有望较二季度有所回升。这有赖于宏观及产业政策积极作为，有效稳增长、提信心。

二、宏观政策：“用好政策空间，找准发力方向”

会议力求在经济增长的“质”与“量”中取得平衡，以更为集约的政策操作实现更可持续的高质量发展。

会议聚焦“扩大内需、提振信心、防范风险”三大目标，在去年末中央经济工作会议后重提“加大宏观政策调控力度”“加强逆周期调节”，明确释放了支持实体经济的信号。会议尤为强调政策效能，强调要“用好政策空间，找准发力方向”，“精准有力”实施宏观调控。会议强调加强“政策储备”，指向当前政策仍然留有后手，未来将相机抉择。

财政政策立场继续“积极”，会议具体部署了三方面工作。一是“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，今年 1-4 月已累计新增减税降费 4,689 亿，下半年将提高减税降费的准确性和针对性，全年将为经营主体减负约 1.8 万亿。二是“制定出台促进民间投资的政策措施”，7 月 24 日发改委表示，准备设立中央预算内投资促进民间投资引导专项。三是“加快地方政府专项债券发行和使用”，上半年新增专项债发行进度不及去年，下半年仍有 1.5 万亿待发行，或于三季度全部发行完毕。

货币政策立场继续“稳健”，会议要求“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，同时“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，表明货币政策将兼顾内外均衡，合理把握政策时机和力度。总量上，降准降息均可期。基准情形下，预期 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 非对称调降 10bp 和 15bp；考虑三季度政府债发行或提速，预计全面降准 1 次。结构上，结构性工具将“大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”。值得注意的是，会议首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，未来或有相关配套举措落地，对直接融资形成支撑。

三、重点工作：“更好统筹发展和安全”

针对经济运行所面临的新挑战，会议部署了多项重点工作，统筹稳增长和防风险，兼顾逆周期调节和结构性政策，扎实推动经济高质量发展。

第一，积极扩大国内需求，“发挥消费拉动经济增长的基础性作

用”。扩大需求在重点工作中的排序由 4 月的第二位提前至首位，要求“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”，足见其重要性与紧迫性。**消费方面**，会议指明了扩大消费的发力方向：汽车、电子产品、家居等大宗消费，以及体育休闲、文化旅游等服务消费。**投资方面**，会议强调要更好发挥政府投资带动作用，促进民间投资。

第二，大力推动现代化产业体系建设。会议特别强调了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，并沿用了 4 月会议“要推动平台企业规范健康持续发展”的表述。

第三，坚持“两个毫不动摇”。会议针对“优化民营企业发展环境”，提出具体举措，“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”，并“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”。

第四，切实防范化解重点领域风险，聚焦房地产、地方债务和金融三大领域。

在房地产领域，会议首提“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，隐去了“房住不炒”的表述，聚焦通过发展化解风险。当前房地产市场居民端销售短期显著收缩、长期中枢下移，企业端资金承压、增量投资低迷、区域分化加剧。在“更好满足居民刚性和改善性住房需求”的理念下，会议要求“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，指向房地产政策或因城施策进一步放宽。未来需持

继续关注政策具体落地情况，及其对地产风险的化解和对销售的实际带动效果。在促发展的具体措施上，此次会议表述更为积极，对城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设的要求由“积极稳步推进”调整为“积极推动”，对保障房建设的要求由“规划建设”调整为“加大供给”，且排序提前。7月21日国常会已审议通过《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》，未来关于保障房建设和城中村改造的政策有望加速落地生效。此外，会议还提出“盘活改造各类闲置房产”，推动房地产市场高质量发展。

在地方债务领域，会议要求“制定实施一揽子化债方案”。短期来看，或通过出售资产，债务置换、展期、重组等方式，优化债务期限结构，降低债务利息负担。长期来看，或通过财税体制改革，厘清中央和地方政府财权事权，强化财政预算管理。

在金融领域，会议要求“稳步推动高风险中小金融机构改革化险”，这些机构的风险很大程度上与房地产市场和地方债务风险强相关。

第五，在民生领域，会议强调要加大力度，要求较4月会议有所强化。一是“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”。上半年我国就业形势总体稳定，但结构性问题尚存，一方面劳动力需求不足，城镇新增就业数偏低，另一方面青年失业率处于历史高位，仍在持续上升。考虑到季节性，短期内“稳就业”工作仍将承压。二是强调要“兜牢兜实基层‘三保’底线，扩大中等收入群体”。基层三保是指保基本民生、保工资、保运转，与就业、物价及地方财政形势息息相关。此外，会议还进一步对粮食和能源安全相关工作提出了要求。

四、对大类资产的影响

政治局会议的总基调比较积极，有助于资本市场风险偏好的提升。整体来看，短期有利于 A 股、港股和人民币汇率的市场表现，相对不利于固收市场但风险可控。从中长期看，资本市场风险偏好提升的势头能否持续，还有赖于更多稳增长政策的推出和宏观经济的真正企稳。

1. 对权益类资产的影响

会议对权益市场的政策定调较为积极，对扭转当前股市偏弱的信心有推动作用，会后境内外上市的中国权益类资产普遍上涨。会议首提“活跃资本市场”，此举一方面有利于提升财富效应，刺激居民消费，另一方面有利于推动直接融资、科技创新和现代化产业体系建设。预计活跃资本市场的手段可能包括：加强投资端建设，减税降费，改善投资者结构，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，加大力度引进境外机构投资者等。

预计随着政策效果逐步显现，中国经济和 A 股盈利都将逐步改善，权益市场也将逐步向上走出震荡区间。结构上，受益于地产政策改善和扩内需的政策加码，股票市场地产链和消费等总量经济板块有望率先企稳反弹，具体空间在政策效果体现出来之前或仍然有限，科技等新兴产业在总量搭台之后有望相对强势。

港股的逻辑与 A 股类似，也将受益于此次会议带来的信心提振和未来盈利的改善。

2. 对固收类资产的影响

此前债券利率已下行至年内低位，在政策释放积极的稳增长信号下，短期债券利率会阶段性小幅上行，固收类产品净值可能会出现小幅回落。预计纯债产品净值将呈震荡走势，中长期债券产品波动大于短债产品。但基本面预期尚未转向，因此产品净值大幅回撤的风险不大。

目前推动债市利率向上的主要因素是稳增长政策的落地，投资者对政策的预期从偏弱转为偏强，而非经济数据的实质性改善。往后看，考虑到政策落地到经济数据改善仍需要一段时间，并且货币宽松的环境还将维持，所以从中期角度来看，债券利率还无大幅上行的风险，债券资产和固收类产品仍可以维持标配。

3. 对人民币汇率的影响

往年政治局会议提到汇率的次数并不多，但此次会议特别提出“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，此表态进一步巩固了市场的稳汇率预期，也有利于夯实人民币的底部区间。实际上，近期稳汇率措施已经在陆陆续续地推出，例如发行央票、下调境内美元存款利率、上调跨境融资宏观审慎调节参数等，人民币汇率的单边贬值行情已经有所放缓。

从下半年的趋势来看，考虑到稳增长政策对预期的边际改善，以及美联储加息周期即将步入尾声，人民币在二季度形成的弱势预计将逐步缓解，并有望进入温和升值的通道。

（作者：招商银行研究院）