

相关报告

《宏观专题：六月社融数据的三个关注要点》
2023-07-14

《宏观专题：复苏稳中有进，信心逐渐增强》
2023-06-28

《宏观专题：经济弱复苏仍为宏观交易主线》
2023-05-28

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

事件：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。

一、政治局会议主要关注点有四个方面：

(1) 经济运行主要是国内需求不足，长期向好基本面没有改变。(2) 加强逆周期调节和政策储备，活跃资本市场。(3) 积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。(4) 适应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。

二、政治局定调整体稳健，地产与资本市场政策值得关注：

(1) 本次政治局会议在财政、消费政策方面，要求“加快地方政府专项债券发行和使用”，同时要求“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。”对于前期市场关切的“特别国债”、“消费券”等刺激性宏观政策并未提及，整体的定调较为稳健。

(2) 政治局会议删去了此前的“房住不炒”定调。地产当前核心矛盾在需求侧，资产价格下行周期炒房需求本身偏弱，此时再提“房住不炒”不合时宜，但并不代表政策转向全面放开。具体政策层面，本次表述重点提到“因城施策”，“支持刚性与改善”，与此前的方向也一致，即有条件的放松；可能包括一二线城市的部分区域、部分人群试点放开。

(3) 本次政治局会议要求“活跃资本市场，提振投资者信心”，政策支持方向可能集中在“减缓IPO，降印花税，取消私募增值税”等方面。在经济增速面临一定压力的时期，通过活跃资本市场，提振投资者信心，并将“财富效应”传导至居民部门，有利于扩大内需战略的实施。

三、政治局会议后股债运行的逻辑基本一致，即政策预期先于基本面、资金面运动。对于后市我们认为股市谨慎乐观，债市短空长多，三点逻辑：

(1) 政治局会议除地产、资本市场外的定调较为稳健，政策预期逻辑可能会伴随政策落地迎来二次修复。

(2) 政策预期往往在短期内提振市场的风险偏好，而政策底到市场底的传导仍然需要基本面的配合。当前地产领域的核心矛盾是需求侧居民加杠杆的空间与意愿不强，因此政策落地到实际效果的传导可能仍有一定阻力。

(3) 货币政策仍有宽松空间。三四季度有大量MLF集中到期，按以往货币政策操作惯例，央行通常以降准置换MLF在经济运行压力偏大时期，宏观政策的逆周期调节也更有必要性，因此三季度降准的概率并不低。

风险提示：宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性

内容目录

1. 政治局会议主要关注点	3
2. 会议整体定调稳健，地产与资本市场政策值得关注	3
3. 政治局会议后市看法：股市谨慎乐观，债市短空长多	4
4. 我国主要高频数据追踪	8
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：我国历年 7 月政治局会议召开时间	4
图 2：我国历次降准与降息操作和 10 年期国债收益率走势	5
图 3：我国宏观杠杆率水平与世界主要经济体杠杆率水平对比	6
图 4：我国居民、政府、金融、企业四部门宏观杠杆率	6
图 5：我国居民部门杠杆率增速与可支配收入增速	6
图 6：我国居民部门杠杆率增速与住宅价格增速	6
图 7：我国中期借贷便利投放与到期量	7
图 8：我国宏观经济周频景气指数	8
图 9：我国生产资料价格指数与 PPI 同比	8
图 10：我国高炉炼铁周频开工率	8
图 11：我国焦化企业周频开工率	8
图 12：我国秦皇岛港煤炭周频调度量	8
图 13：我国石油沥青周频开工率	8
图 14：我国螺纹钢与线材合计周频产量	9
图 15：我国汽车半钢胎周频开工率	9
图 16：我国涤纶长丝织机周频开工率	9
图 17：我国 100 大中城成交土地占地面积	9
图 18：我国主要城市二手房成交面积	9
图 19：我国 30 大中城商品房成交面积	9
图 20：我国乘用车当周日均销量	10
图 21：我国电影票房当周收入值	10

1. 政治局会议主要关注点

(1) 经济运行主要是国内需求不足，长期向好基本面没有改变。

会议指出，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。

(2) 加强逆周期调节和政策储备，活跃资本市场。

会议指出，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。要活跃资本市场，提振投资者信心。

(3) 积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。

会议强调，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。

(4) 适应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。

会议指出，要切实防范化解重点领域风险，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，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。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。

2. 会议整体定调稳健，地产与资本市场政策值得关注

(1) 会议整体定调较为稳健。

本次政治局会议在财政、消费政策方面，要求“加快地方政府专项债券发行和使用”，同时要求“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。”对于前期市场关切的“特别国债”、“消费券”等刺激性宏观政策并未提及，整体的定调较为稳健。

(2) 适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势

政治局会议提出“适应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”，删去了此前的“房住不炒”定调。对于持续走弱的房地产市场，本次表述可能是对地产“新形势”的适应性改变，地产当前核心矛盾在需求侧，资产价格下行周期炒房需求本身偏弱，此时再提“房住不炒”不合时宜，但并不代表政策转向全面放开。至于政策层面如何支持，本次表述也重点提到“因城施策”，“支持刚性与改善”，与此前的政策方向也一致，即有条件的放松；可能包括一二线城市的部分区域、部分人群，以认房不认贷等形式试点式放开。

(3) 明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。

本次政治局会议较为罕见地直接提及资本市场，要求“活跃资本市场，提振投资者信心”，政策支持方向可能集中在“减缓 IPO，降印花税，取消私募增值税”等方面。在经济增速面临一定压力的时期，通过活跃资本市场，提振投资者信心，并将“财富效应”传导至居民部门，有利于扩大内需战略的实施。

(4) 会议召开略有提前，或反映稳经济信号。

按照惯例，7月政治局会议通常在7月末召开，而本次政治局会议略有提前，或一定程度反映稳经济信号的紧迫性。

图 1：我国历年 7 月政治局会议召开时间

会议召开时间	会议主题
2023 年 7 月 24 日	分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作
2022 年 7 月 28 日	分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》
2021 年 7 月 30 日	分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作
2020 年 7 月 30 日	决定 2020 年 10 月在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作
2019 年 7 月 30 日	分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《中国共产党问责条例》和《关于十九届中央第三轮巡视情况的综合报告》
2018 年 7 月 31 日	分析研究当前经济形势和经济工作 审议《中国共产党纪律处分条例》
2017 年 7 月 24 日	分析研究当前经济形势和经济工作
2016 年 7 月 26 日	决定 2016 年 10 月在北京召开中国共产党第十八届中央委员会第六次全体会议，分析研究当前经济形势和经济工作
2015 年 7 月 30 日	分析研究当前经济形势和经济工作，研究进一步推进西藏经济社会发展和长治久安工作，决定设立中央统一战线工作领导小组
2014 年 7 月 29 日	决定召开十八届四中全会 讨论研究当前经济形势和下半年经济工作
2013 年 7 月 30 日	讨论研究当前经济形势和下半年经济工作

资料来源：中国政府网，中原证券

3. 政治局会议后市看法：股市谨慎乐观，债市短空长多

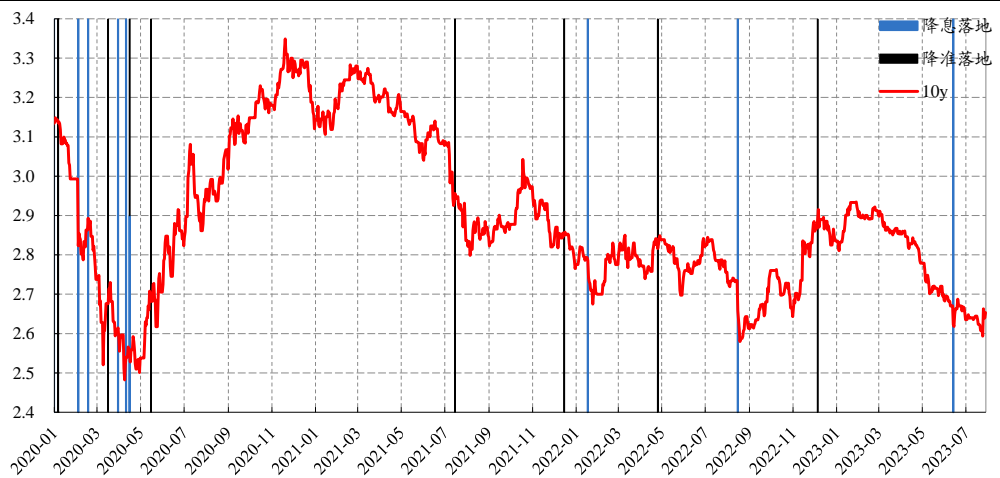
政治局会议后四个交易日，权益与固收市场均有明显反映。(1) 权益市场政治会议次日上证指数跳空放量上涨 2.13%，经历两日盘整后，“活跃资本市场”政策预期再度开始发酵，上证指数单日涨幅 1.84%，其中中信非银金融指数单日涨幅 6.55%。(2) 债券方面，政治局会议当日在“房住不炒”表述删减后，尾盘收益率快速上行 4BP，次日补跌 3BP，随后两日有短暂的政策预期修复，但伴随权益方面券商板块行情回归，以及住房和城乡建设部部长倪虹提出三项救市措施(进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、

个人住房贷款“认房不认贷”。) 债市再度开始调整。

整体上，股债运行的逻辑基本一致，即政策预期先于基本面、资金面运动。对于后市我们认为股市谨慎乐观，债市短空长多。理由如下：

(1) 政治局会议除地产、资本市场外的定调较为稳健，政策预期逻辑可能会伴随政策落地迎来二次修复。类比债市在 6 月降息政策落地后，对于“特别国债”政策的防御情绪快速升温，当前股市、债市均进入了政策预期的升温期，但伴随 6 月以来财政、消费、地产领域政策的落地节奏偏弱，政策预期再度适应性调整到较为温和的水平；因此伴随未来地产领域条件性放松政策逐步落地，政策预期可能二次修复。

图 2：我国历次降准与降息操作和 10 年期国债收益率走势

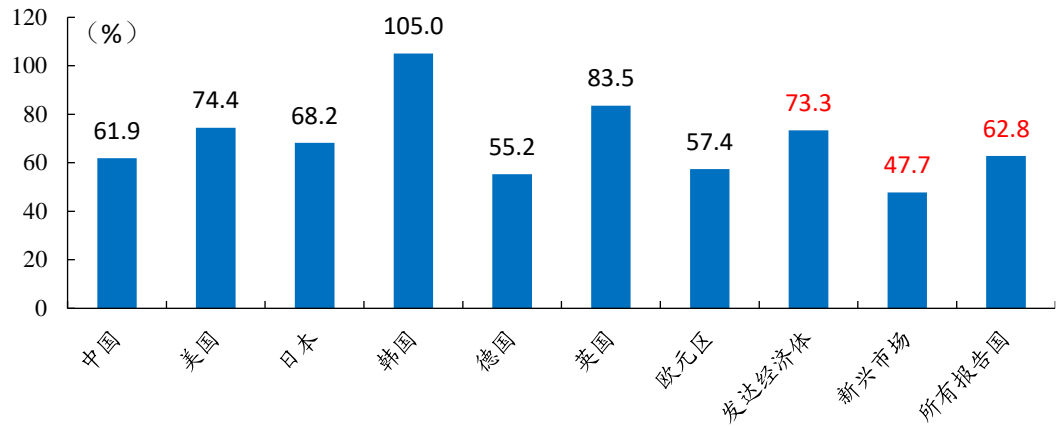


资料来源：Wind，中原证券

(2) 政策预期逻辑往往在短期内提振市场的风险偏好，而政策底到市场底的传导仍然需要基本面的配合。当前地产领域的核心矛盾是需求侧居民加杠杆的空间与意愿不强，因此政策落地到实际效果的传导可能仍有一定阻力。

短期居民部门加杠杆空间偏小。根据我国统计局与 BIS（国际清算银行）统计，截至 2022 年年末，我国居民部门杠杆率水平为 61.9%，明显高于全球新兴市场的 47.7% 杠杆率均值，但相较于世界发达经济体的平均水平 73.3% 仍有较大距离，基本与所有报告国 62.8% 的平均水平一致。具体国别来看，我国杠杆率低于美日韩英、但高于德国及欧元区平均水平。从杠杆率空间来看，我国杠杆率基本符合我国发展水平，对比美日韩进一步扩张的空间在短期内较小。

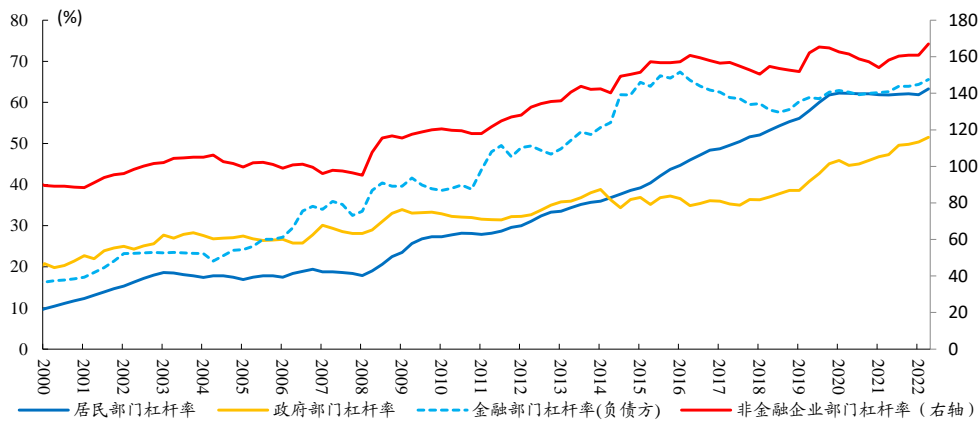
3: 我国宏观杠杆率水平与世界主要经济体杠杆率水平对比



资料来源：国家统计局，BIS（国际清算银行），Wind，中原证券

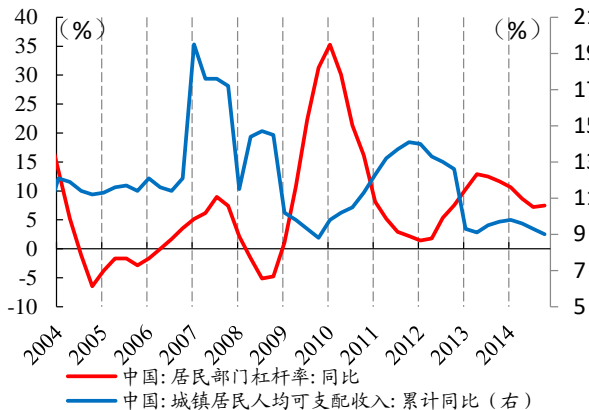
居民加杠杆意愿不强。截至 2023 年一季度我国居民部门杠杆率 63.3%，较前值小幅抬升，近三年都保持了相对稳定，或主要与三方面因素相关，一是居民部门在 2017 年伊始的宏观去杠杆周期中持续加杠杆，杠杆率已经处在相对高位；二是近三年受疫情因素影响后，居民部门收入预期仍不稳定，表现为可支配收入累计同比增速仍在下滑；三是资产价格处在弱势周期，居民部门增加房产配置的意愿不强，多数持币观望。

图 4：我国居民、政府、金融、企业四部门宏观杠杆率



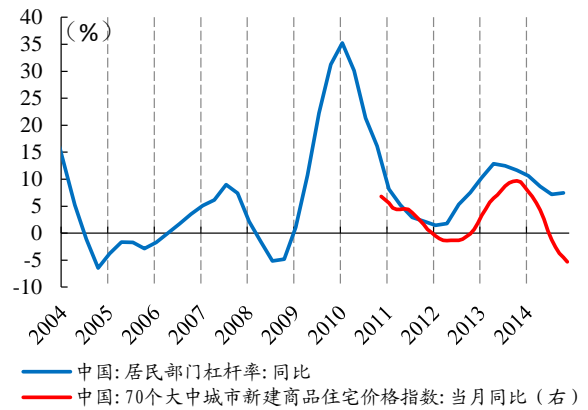
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 5：我国居民部门杠杆率增速与可支配收入增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 6：我国居民部门杠杆率增速与住宅价格增速

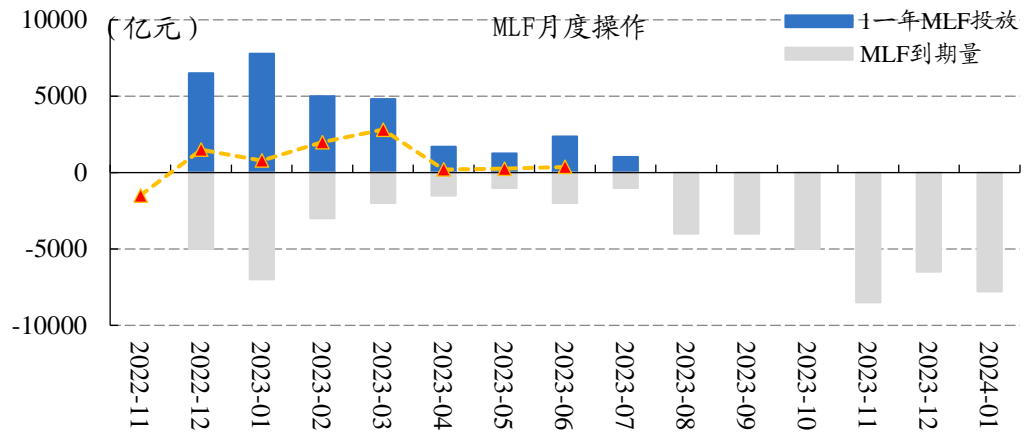


资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

(3) 逆周期调节政策下，货币政策仍有宽松空间。

进入8月，银行间市场的流动性缺口将主要集中在MLF到期量，三四季度仍有大量MLF集中到期，按照以往货币政策操作惯例，央行通常以降准手段置换MLF；在经济运行压力偏大时期，宏观政策的逆周期调节也更有必要性，因此三季度降准的概率并不低。

图7：我国中期借贷便利投放与到期量

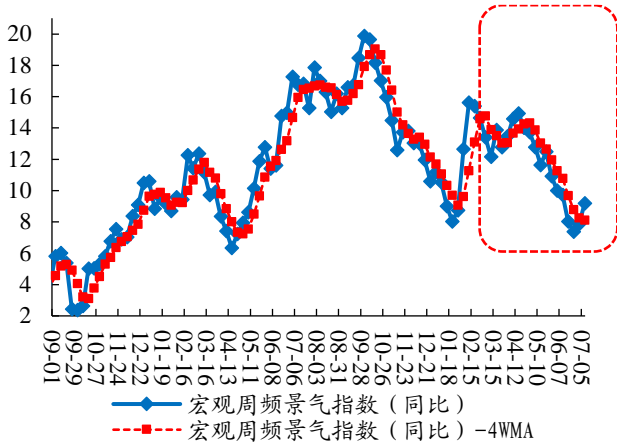


资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

综合以上三点逻辑，我们认为对于后市，我们谨慎看多权益，短空长多债券。

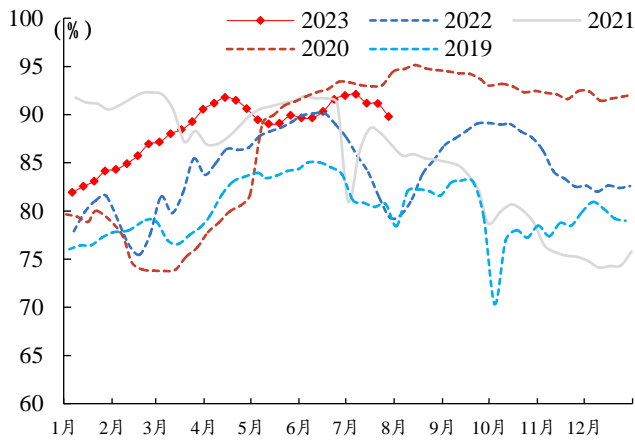
4. 我国主要高频数据追踪

图 8：我国宏观经济周频景气指数



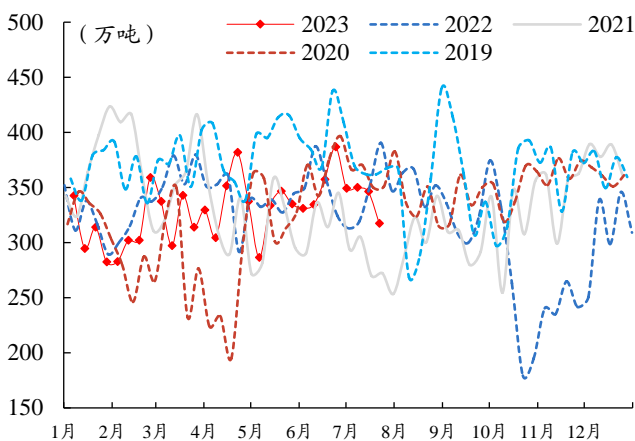
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制（见此前报告）

图 10：我国高炉炼铁周频开工率



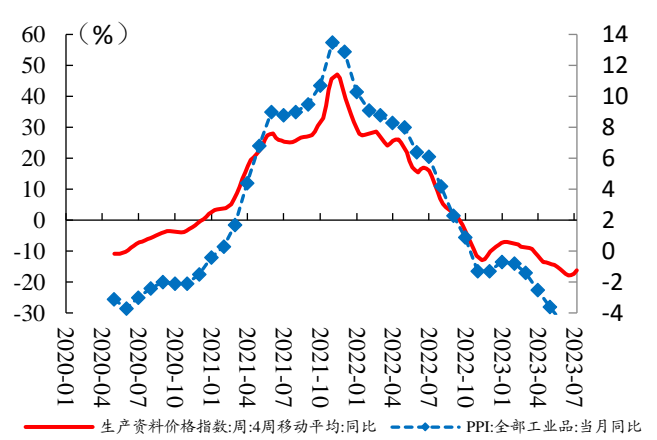
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 12：我国秦皇岛港煤炭周频调度量



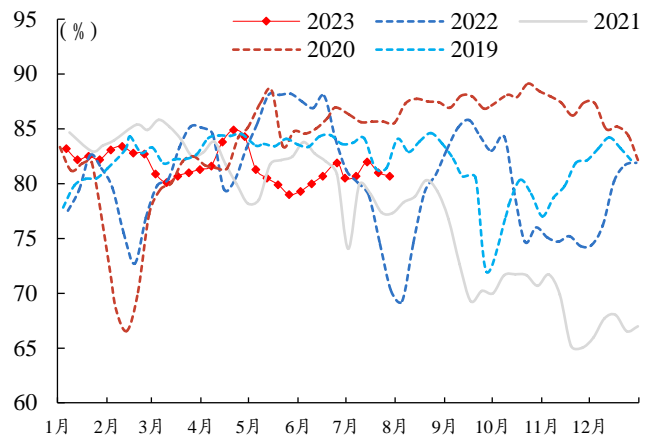
资料来源：秦皇岛煤炭网，Wind，中原证券

图 9：我国生产资料价格指数与 PPI 同比



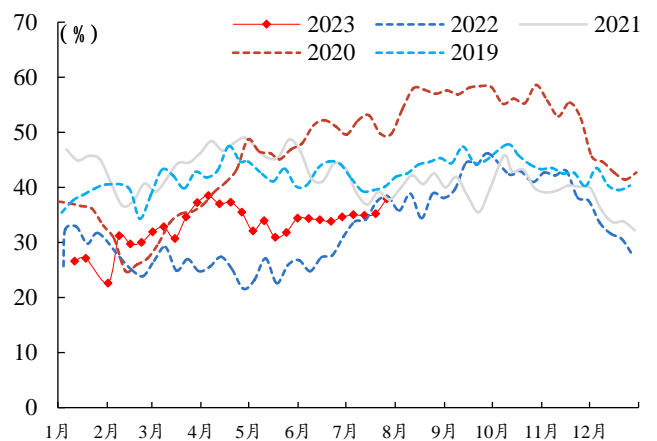
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 11：我国焦化企业周频开工率



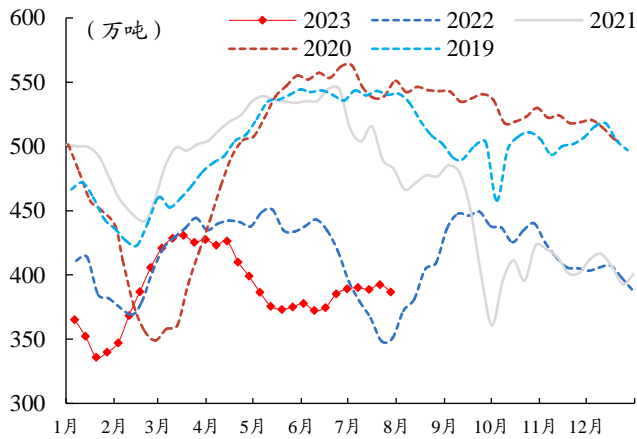
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 13：我国石油沥青周频开工率



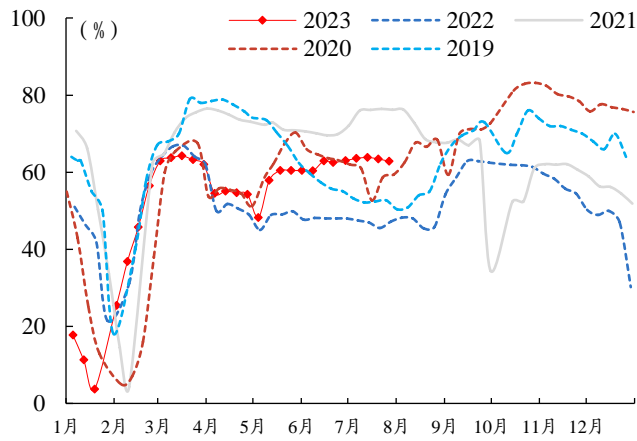
资料来源：百川资讯，Wind，中原证券

图 14: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



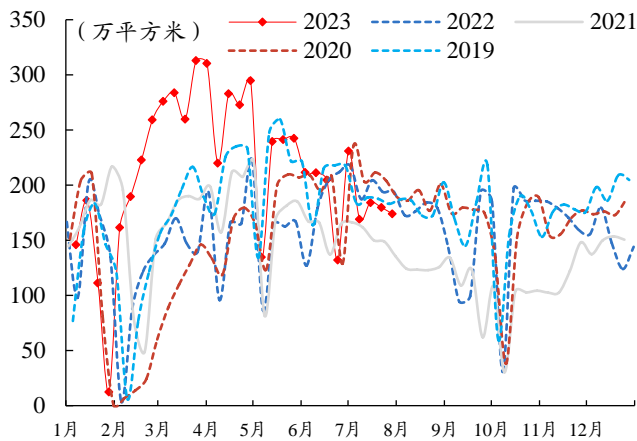
资料来源: Mysteel, Wind, 中原证券

图 16: 我国涤纶长丝织机周频开工率



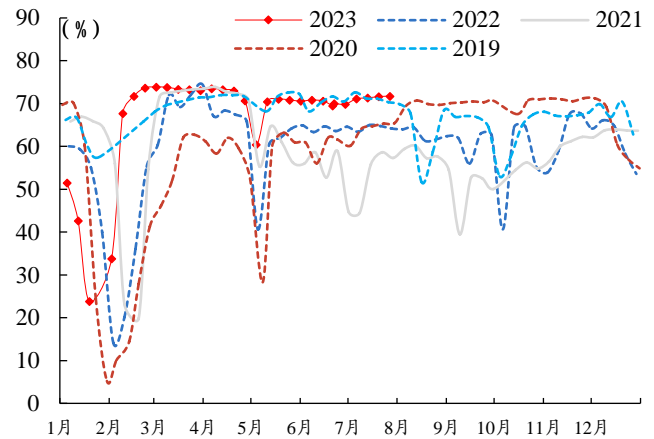
资料来源: 隆众化工, Wind, 中原证券

图 18: 我国主要城市二手房成交面积



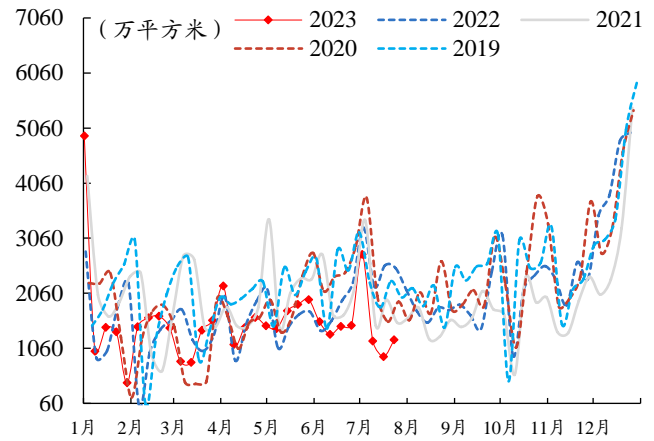
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 15: 我国汽车半钢胎周频开工率



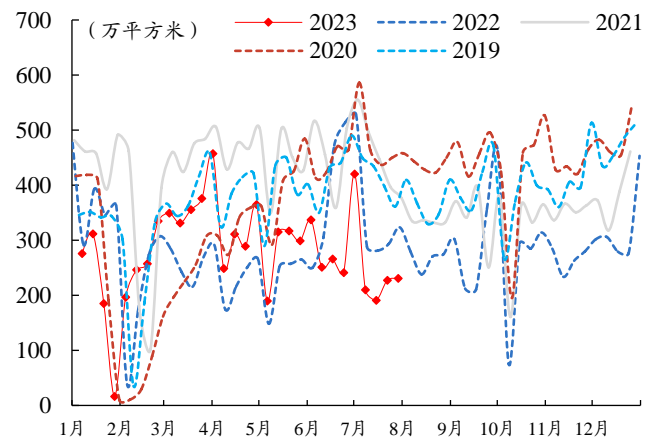
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, Wind, 中原证券

图 17: 我国 100 大中城成交土地占地面积



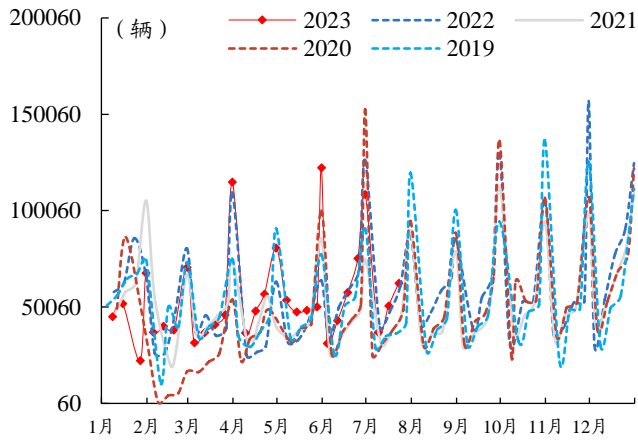
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 19: 我国 30 大中城商品房成交面积



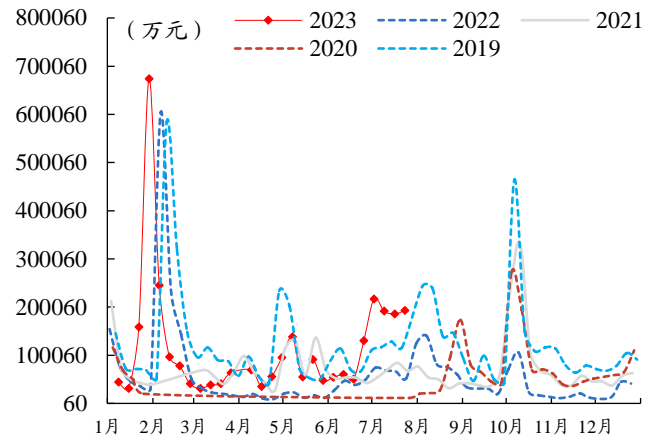
资料来源: Wind, 中原证券

图 20：我国乘用车当周日均销量



资料来源：乘联会，Wind，中原证券

图 21：我国电影票房当周收入值



资料来源：国家新闻出版广电总局，Wind，中原证券

5. 风险提示

宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。