



政治局会议前瞻

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）
zhaohonghe@gjzq.com.cn

政治局会议前瞻

基本内容

按照惯例，7月底将召开政治局会议，研究部署下半年经济工作，这历来是宏观、产业、市场政策可能发生调整的重要时点。结合近期国家部署、政策安排和领导动态，我们对月底会议做一个前瞻，主要包括：预计政策基调是存量加速为主，增量储备为辅；主要抓手是广义财政对接“六张网”投资；广义消费的重点不在需求侧，房地产因城施策。

风险提示

1) 参考信息均来自官方的公开报道，可能存在覆盖不完整的情况；2) 会议尚未正式召开，期间可能发生新的情况，导致会议部署在某些领域发生调整。



按照惯例，7月底将召开政治局会议，研究部署下半年经济工作，这历来是宏观、产业、市场政策可能发生调整的重要时点。结合近期国家部署、政策安排和领导动态，我们对月底会议做一个前瞻。

一、政策基调：存量加速为主，增量储备为辅

宏观政策安排取决于高层对于宏观经济形势的评判，涉及总量和结构两个维度。

总量维度，看单季、更看累计。第二季度的单季GDP增速为4.3%，跌破目标区间，但上半年累计增速仍有4.7%，在目标区间之内。而且考虑到基数效应以及二季度月度经济增速逐月回升的情况，如果存量政策加速使用，三季度增速回升到4.5%附近的难度不大，这意味着增量政策尚处于研究储备而不是大规模推出的阶段。

对比2024年9·24、9·26一揽子增量政策的经验，当时上半年经济增速已经回落到5%，持平于目标，估算7-8月进一步跌破了4.5%，单季和累计都面临无法完成目标的风险，习近平总书记在9月12日的“黄河座谈会”上要求“努力完成全年经济社会发展目标任务”。

结构维度，看短期分化、更看转型升级。上半年经济结构性差异显著，外需和内需、科技和非科技，景气度差距拉大，关键是如何看待成因和走向。与美国不同，中国经济不是简单的K型，即“向上”的部分挤出“向下”的部分，而是以新旧动能转换为主，新-旧差距拉大，主要是科技产业变革、新动能加速前进的结果。人民日报锐评指出，从长远来看，新技术、新动能也可以赋能传统产业升级、普惠千家万户、促进均衡发展，相应的，短期政策应对也应该结构性侧重于惠民生。

二、主要抓手：广义财政对接“六张网”投资

投资是上半年三驾马车中表现最弱的，可能也是下半年稳增长潜力最强的。

上半年投资下滑，跟广义财政蓄力有关，主要体现在三个方面：一般公共预算支出增速低于预算目标、政府债券发行节奏慢于去年同期、8000亿元新型政策性金融工具按兵未动。这些年初已经定好的政策空间，有望在下半年加速释放。

此外，还有一些制度性因素的影响，例如正确政绩观学习教育、投资审批制度改革、规范地方参设私募基金等，在学习和检查期间，地方政府对项目 and 资金的运用可能更谨慎。根据党中央部署，正确政绩观学习教育将于7月底基本结束，如果后续进入总结阶段，项目审批和资金运用将有所恢复。

要注意的是，随着学习教育常态化和监管要求制度化，地方投资是要在新的观念和约束下进行，这意味着过去依赖城投平台、隐性债务、违规补贴的扩张式发展模式将一去不返。“六张网”建设由中央统筹安排，又兼具促科技、惠民生属性，有望成为对接广义财政资金、稳定投资的主要抓手。

观察国家部署和领导动态，推测投资潜力和优先级较高的，主要是国家水网和地下管网。“十五五”时期，国家水网建设投资将超6万亿元，在“六张网”中规模最大，而且有一定紧迫性。6月底政治局专门召开会议，研究部署防汛抗旱工作；习近平总书记7月中旬在上海考察，进一步强调要扎实做好防汛抗洪、抢险救灾等工作。

《城市更新“十五五”规划》确定了建设改造约77万公里城市地下管网的目标，预计将带动投资5万亿元，也是规模较大的一张网。习近平总书记在考察期间也重点强调了要全面践行人民城市理念，高质量推进城市更新。

三、广义消费：重点不在需求侧，房地产因城施策

上半年消费的两个特征，决定了促消费的政策重心暂时不在需求侧。

商品消费减速的主要原因是补贴透支。今年上半年增速较低、降幅较高的品类，大部分是过去两年消费补贴力度比较大的，比如汽车、家电、家具、文体娱乐用品等，平均同比增速只有-6.5%。相比之下，非补贴消费品比如食品饮料、服装鞋帽、化妆品、日用品等，平均增速还有6%以上。所以，已经透支的消费品再加大补贴意义也有限，未透支的消费品表现还算不错。

服务消费的增速明显高于商品消费。统计局近期拓展了社零口径，上半年服务零售额增长5.3%，比商品高4.2个百分点，综合两者的社会消费商品和服务零售总额同比增长2.7%，表现相对稳健，这也是传统社零和固投增速明显下滑的同时，GDP增速仍能保持4%以上的原因之一。

7月中旬发布的《扩大消费“十五五”规划》提出社零到2030年达到60万亿元的目标，以2025年50.1万亿元为准，需要年均增速3.7%。如果综合商品和服务两项，今年上半年2.7%的增速尚没有显著偏离目标。

房地产政策或继续以因城施策为主。近期上海、广州等地在收储保障房方面出台了一些增量政策，核心原因是这些城市的部分核心区域房价调整后，租金回报率能够覆盖政府收储成本，项目具备一定可行性。这不代表全国层面会出现统一的大规模收储，对大多数城市来说，仍然要综合房价调整程度、租金回报率、财政承受能力和人口流入动态等因素，因城施策。



四、还有哪些关注点？

科技与产业融合。习近平总书记在 7 月上旬的两院院士大会上指出，“科技实力和创新能力越来越成为国家的核心竞争力”，“形势催人，也逼人，我们必须抓住历史机遇”，足见紧迫性。会上提出几点要求，其中之一就是推动科技创新和产业创新深度融合。

资本市场发展。近期全球股票市场波动性较大，国内也受到影响，特别是科技板块调整幅度较大。上周末国新、诚通两大平台均宣布百亿规模股票增持，维护资本市场平稳运行，关注最高决策层是否定调稳定市场。

贸易摩擦应对。美国最高法院裁定 IEEPA 关税违宪后，作为过渡性措施的 122 关税将于 7 月 24 日到期，特朗普政府正在通过 301 调查、338 调查和 232 调查等手段重建关税体系。另外，7 月上旬以来，欧盟先后对中国产乘用车、客车等发起贸易救济措施，贸易摩擦有所升温。关注决策层是否支持外贸发展、推动进出口平衡等方面进行部署。

风险提示

- 1) 参考信息均来自官方的公开报道，可能存在覆盖不完整的情况；
- 2) 会议尚未正式召开，期间可能发生新的情况，导致会议部署在某些领域发生调整。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究