



报告日期：2024年8月26日

下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用

——7.30 政治局会议解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

1. 我国内需走弱程度超预期；
2. 全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
2. 英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势
3. 英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
4. 英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2 季度央行大概率继续降准或降息
5. 英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP 增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
6. 英大宏观评论（20240221）2 季度 CPI 均值大概率高于 1 季度，2024 年 PPI 大幅上行概率较低
7. 英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是 2024 年工作重点，中短期内我国 PPI 当月同比难以大幅上行
8. 英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
9. 英大宏观评论（20231212）2024 年 GDP 增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是 2024 年货币政策的主基调
10. 英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来 4-5 年我国货币政策力度总体不弱
11. 英大宏观评论（20231026）增发万亿国债对我国宏观经济与资本市场的影响分析

年度展望报告

1. 英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

报告概要：

- 7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《整治形式主义为基层减负若干规定》。我们解读如下：
- 一、唱响中国经济光明论，中短周期内我国宏观经济有可能起来；
- 二、当前面临的外部环境较4月相对恶化，价格低迷意味国内有效需求不足；
- 三、下半年改革发展稳定任务很重，充分发挥经济体制改革的牵引作用；
- 四、下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，经济大省要勇挑大梁；
- 五、“提升资本市场内在稳定性”的核心途径是推动宏观经济稳定增长；
- 六、“退出”、“破产”与“优胜劣汰”或预示政策导向存在调整的可能。

目录

一、唱响中国经济光明论，中短周期内我国宏观经济有可能起来	3
二、当前面临的外部环境较 4 月相对恶化，价格低迷意味国内有效需求不足	8
三、下半年改革发展稳定任务很重，充分发挥经济体制改革的牵引作用	10
四、下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，经济大省要勇挑大梁	10
五、“提升资本市场内在稳定性”的核心途径是推动宏观经济稳定增长	12
六、“退出”、“破产”与“优胜劣汰”或预示政策导向存在调整的可能	15

事件：7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《整治形式主义为基层减负若干规定》。

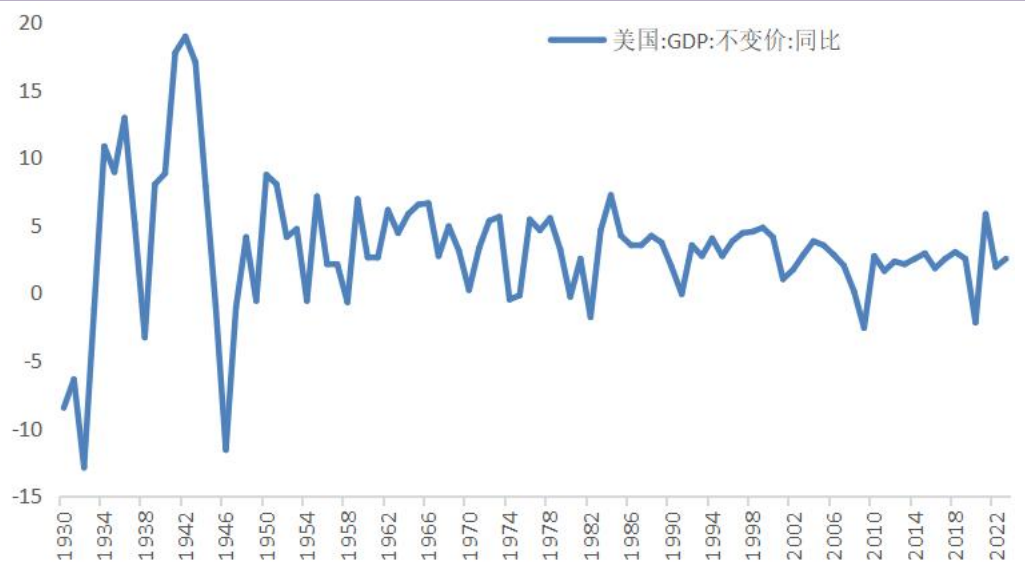
解读：

一、唱响中国经济光明论，中短周期内我国宏观经济有可能起来

继2023年12月中央经济工作会议首次提出“加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论”之后，7.30政治局会议再次提出“坚定发展信心，唱响中国经济光明论”。在房地产开发投资完成额累计同比连续28个月录得负增长，我国宏观经济处于“筑底”阶段的背景下，“加强经济宣传和舆论引导”，“坚定发展信心”，以及“唱响中国经济光明论”具有重大意义。

对我国经济前景的展望，可以分为长周期与短周期两个层面。对我国宏观经济长周期的研判，可以借鉴国际经验。从历史经验看，包括美国、日本、韩国在内的主要发达经济体GDP增速均呈“阶梯式”或“台阶式”下行的走势。具体看，1932年以来的美国经济增速可以做如下划分：**第一级“台阶”**位于1932年（-12.90%）至1946年（-11.60%），期间（1933年至1945年）GDP不变价同比的均值为8.50%，历时13年；**第二级“台阶”**位于1946年至1982年（-1.80%），期间（1947年至1981年）GDP不变价同比的均值为3.56%，历时35年；**第三级“台阶”**位于1982年至2009年（-2.60%），期间（1983年至2008年）GDP不变价同比的均值为3.27%，历时26年；**第四级“台阶”**位于2009年至今，期间（2010年至2023年）GDP不变价同比的均值为2.28%，历时14年，该阶段尚未结束。值得指出的是，虽然2020年美国GDP不变价同比录得-2.20%这一深度负增长，但是考虑到2020年前后美国GDP不变价同比基本处于同一区间，所以不把2020年作为划分阶段的节点。

图1：1932年以来的美国经济增速呈四阶段“台阶式”下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

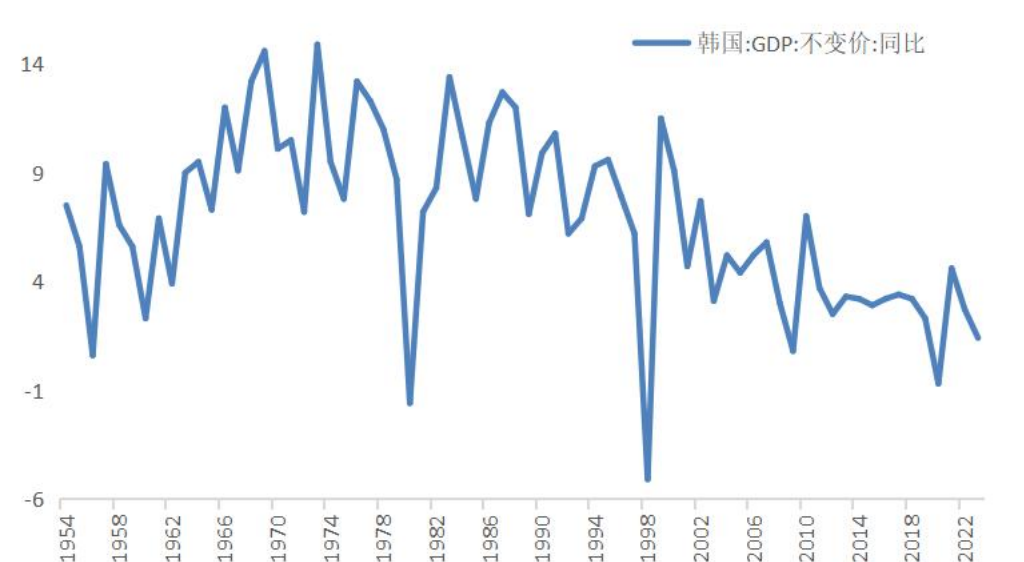
1961年以来日本的经济增速可以做如下划分：**第一级“台阶”**位于1961年（12.04%）至1974年（-1.23%），期间（1961年至1973年）GDP不变价同比的均值为8.89%，历时13年；**第二级“台阶”**位于1974年至1993年（-0.46%），期间（1975年至1992年）GDP不变价同比的均值为4.14%，历时18年；**第三级“台阶”**位于1993年至今，期间（1994年至2023年）GDP不变价同比的均值为0.81%，历时30年，该阶段尚未结束。

图2：1961年以来日本的经济增速呈三阶段“台阶式”下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图3：1967年以来韩国的经济增速呈四阶段“台阶式”下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

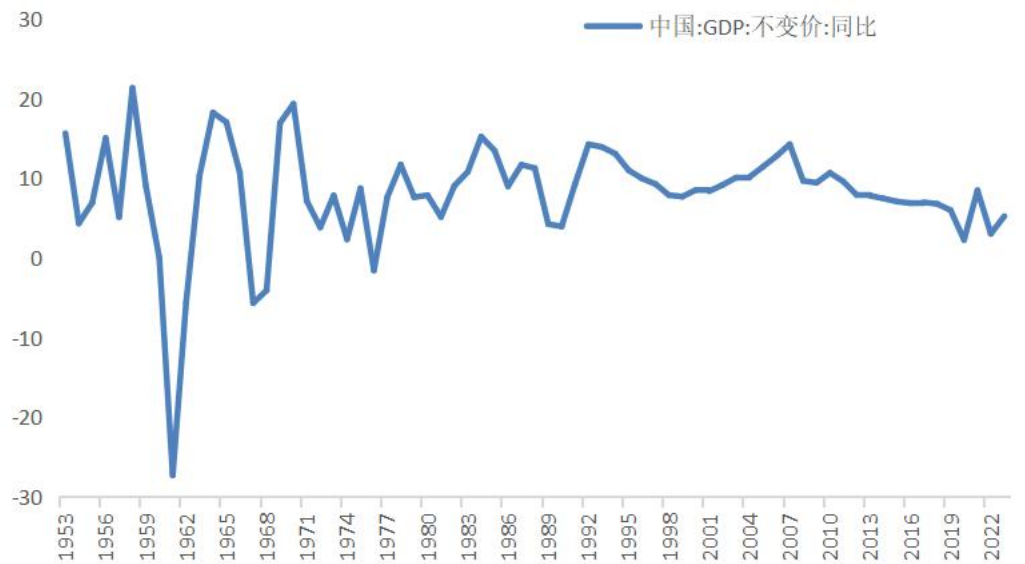
1967年以来韩国的经济增速可以做如下划分：**第一级“台阶”**位于1967年（9.10%）至1980年（-1.60%），期间（1967年至1979年）GDP不变价同比的均值为11.08%，历时13年；**第二级“台阶”**位于1980年至1998年（-5.10%），期间（1981年至1997年）GDP

不变价同比的均值为 9.25%，历时 17 年；**第三级“台阶”**位于 1998 年至 2009 年（0.80%），期间（1999 年至 2008 年）GDP 不变价同比的均值为 5.97%，历时 20 年；**第四级“台阶”**位于 2009 年至今，期间（2010 年至 2023 年）GDP 不变价同比的均值为 3.05%，历时 14 年，该阶段尚未结束。

关于我国 GDP 增速走势的讨论，最著名的论断莫过于“权威人士”在 2016 年两次提到的“L”型走势：**第一次是在** 2016 年 1 月 4 日，“权威人士”在《七问供给侧结构性改革》中提出，“认识供给侧结构性改革，说到底，就是要看到在当前全球经济和国内经济形势下，国民经济不可能通过短期刺激实现 V 型反弹，可能会经历一个 L 型增长阶段”；**第二次是在** 2016 年 5 月 9 日，“权威人士”在《开局首季问大势》中提出，“综合判断，我国经济运行不可能是 U 型，更不可能是 V 型，而是 L 型的走势”，“这个 L 型是一个阶段，不是一两年能过去的”。

根据 2016 年权威人士提出宏观经济的“L”型走势，结合美国、日本、韩国近几十年乃至接近一百年的历史经验，我们认为我国宏观经济增速的走势大概率呈三个阶段的“阶梯式”下行：**第一个阶段**是 2001 年加入 WTO 至 2011 年，期间 GDP 不变价同比的均值为 10.47%，历时 11 年；**第二阶段**是 2012 年至今，期间 GDP 不变价同比的均值为 6.29%，该阶段尚未结束。我们认为，在我国 GDP 总量不断增加使得基数扩大，人口红利下降，环境边际约束越来越强，以及技术创新边际效益递减的背景下，在未来 30 年左右，我国 GDP 不变价同比大概率下行并稳定在 2.0%至 3.0%这一区间。

图 4：我国宏观经济增速的走势大概率呈三个阶段的“阶梯式”下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以上是对我国宏观经济长期走势的研判。目前的问题是，在中短周期内，我国宏观经济有无可能起来？我们的回答是肯定的。我们做出这一判断的依据主要有三点。**第一**，从 PPI 当月同比的走势看，该指标在中期大概率进入正值区间。1996 年 10 月以来的 334 个月

度数据中，PPI 当月同比大于零的有 178 个，占比 53.29%，小于零的有 157 个，占比 47.60%，等于零的有 1 个。从图形走势上看，“PPI 当月同比大于零”的阶段与“PPI 当月同比小于零”的阶段是交替出现的。我们认为，2025 年我国 PPI 当月同比大概率进入正值区间。这一判断的依据有两点：一是宏观逻辑方面，在美联储大概率在 9 月降息的背景下，2025 年大概率是美联储降息的后半程，而从历史经验看，在美联储降息的后半程，全球宏观经济大概率处于复苏向繁荣迈进的阶段；二是从图形走势上看，目前我国 PPI 当月同比呈上行走势，虽然我们认为年内 PPI 当月同比“转正”概率较低，但是在 2025 年，PPI 当月同比大概率总体上延续目前的上行趋势，具体看存在两种可能的情形。第一种情形是 2025 年全年录得正增长，而第二种情形是 2025 年前几个月录得负增长，余下的几个月录得正增长。一旦我国 PPI 当月同比进入正值区间，则意味着我国宏观经济进入复苏阶段，工业企业利润总额累计同比有望得到提振。

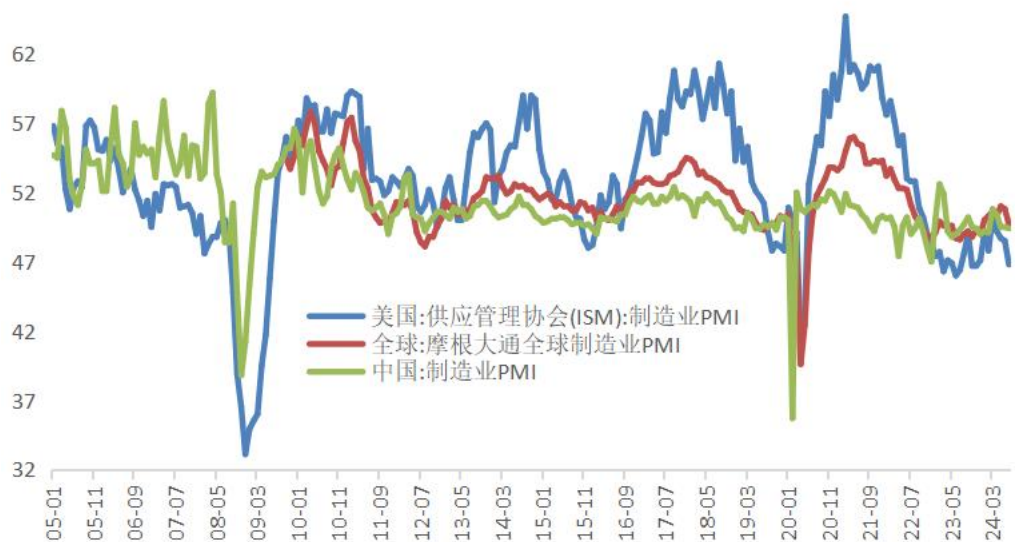
图 5：我国 PPI 当月同比在中期大概率进入正值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，从美国 ISM 制造业 PMI 看，从 1948 年 1 月有数据记录以来，美国 ISM 制造业 PMI 均围绕 50 这一荣枯线有规律地波动。美国 ISM 制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 的相关系数高达 0.82，其宏观逻辑是美国经济总量在全球中的占比高达 25%左右，尤其是美国是全球核心消费国，对全球经济增速有较强的带动作用。与此同时，在美国 ISM 制造业 PMI 的带动下，我国制造业 PMI 也呈现出较强的周期波动特征。其宏观逻辑是，在全球经济一体化背景下，产业链上下游之间的联动性，使得各国制造业 PMI 形成较强的同步性，而我国作为制造业大国以及“世界工厂”，使得我国制造业 PMI 与美国 ISM 制造业 PMI 之间也具有较强的联动性。在美国 ISM 制造业 PMI 均围绕 50 这一荣枯线有规律地波动的背景下，随着未来美国 ISM 制造业 PMI 重返 50、55、60，乃至 65 之上，我国制造业 PMI 大概率也将重返 50 这一荣枯线之上。

图 6：美国 ISM 制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 的相关系数高达 0.82（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 7：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存还将交替出现（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，从经济周期的角度看，虽然长周期内我国宏观经济增速大概率呈“阶梯式”下行的特征，但是短期内，库存周期也就是基钦周期还将继续发挥作用：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，也就是宏观经济的复苏、繁荣、衰退、萧条还将交替出现，正如春、夏、秋、冬交替出现一样。我国库存周期的典型指标是工业企业产成品存货同比，这一指标具有非常强的周期性，自 2000 年以来走过了七轮周期，目前正处于第八轮周期的上行期。2024 年 6 月工业企业产成品存货同比录得 4.70%，较前值上行 1.10 个百分点，连续六个月单边累计上行 3.0 个百分点。值得指出的是，在我国制造业 PMI 连续 3 个月位于荣枯线之下，表明我国宏观经济需求疲弱的背景下，1-6 月工业企业产成品存货同



比的上行，被动补库存的可能性更大些。后期随着美联储降息逐步落地，大宗商品价格触底反弹，以及国内主要宏观经济指标上行，我国宏观经济大概率进入被动去库存与主动补库存阶段。

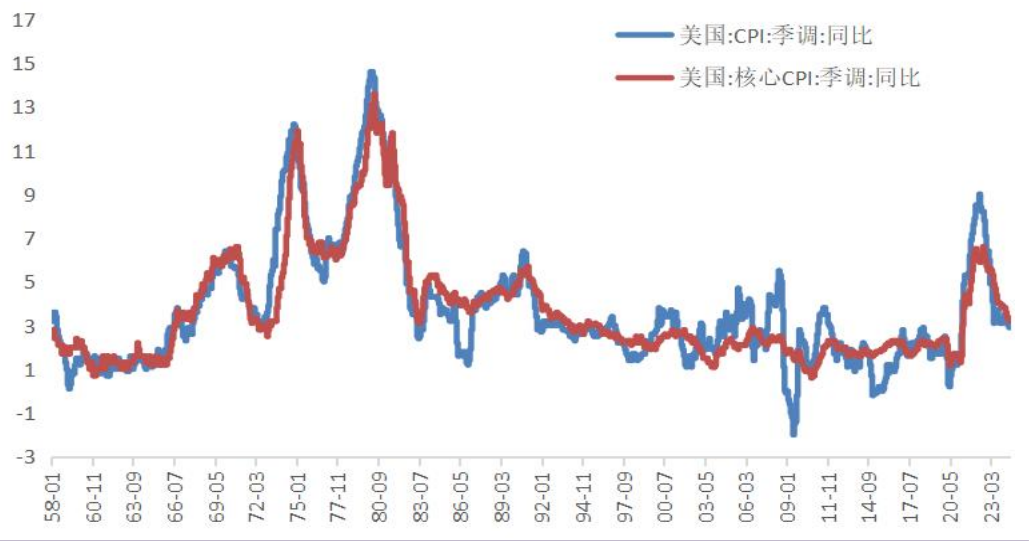
二、当前面临的外部环境较 4 月相对恶化，价格低迷意味国内有效需求不足

针对当前我国面临的内外部环境，4.30 政治局会议先谈内部环境，指出“经济持续回升向好仍面临诸多挑战”，再谈外部环境，指出“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。与 4.30 政治局会议不同，7.30 政治局会议将外部环境放在内部环境前面，具体表述为“当前外部环境变化带来的不利影响增多”，对应 4.30 政治局会议的“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”的判断。虽然 7.30 政治局会议的用词力度不及 4.30 政治局会议，但是 7.30 政治局会议的“不利影响增多”是相对于 4.30 政治局会议而言的，因此，我们推断 7.30 政治局会议认为当前面临的外部环境较 4 月相对恶化。

内部环境方面，7.30 政治局会议的表述是“国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”，反观 4.30 政治局会议的表述则是“有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅”。两次会议对内部环境表述的相同点有两个：一是“国内有效需求不足”对应“有效需求仍然不足”；二是“重点领域风险隐患仍然较多”对应“重点领域风险隐患较多”。两次会议对内部环境表述的不同点有两个：一是“经济运行出现分化”对应 4.30 政治局会议的“企业经营压力较大”，从字面看，“经济运行出现分化”表明经济尚有闪光点，而“企业经营压力较大”更偏负面；二是“新旧动能转换存在阵痛”对应 4.30 政治局会议的“国内大循环不够顺畅”，“阵痛”表明新旧动能转换面临较大困难，而“不够顺畅”这一表述则相对缓和些。

针对外部环境，8 月 9 日发布的央行《二季度货币政策执行报告》提出四个值得关注的问题和趋势。**第一**，“全球经济增长动能偏弱”。7 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 49.70，较前值下行 1.10 个百分点，时隔 6 个月再次滑至荣枯线之下，表明全球宏观经济承压。**第二**，“通胀回落速度不及预期”。7 月美国 CPI 同比录得 2.90%，创 2021 年 4 月以来新低，预计后期大概率在 7 月 2.90% 的基础上持续下探。**第三**，“地缘政治存在较大不确定性”：一是拜登退选美国总统，加大美国总统选举的不确定性；二是“俄乌冲突”出现新变化，乌克兰军队进入俄罗斯境内，北约介入“俄乌冲突”的迹象越来越显性化；三是“巴以冲突”难言缓和，且在根本利益存在激烈冲突的背景下，大概率无法得到有效解决。**第四**，“金融体系风险不容忽视”：一是“（主要经济体央行）降息时机、路径依然存在较大不确定性”，我们坚持此前的观点，认为美联储年内首次降息的时点，不会晚于 11 月议息会议，且不会早于 9 月议息会议；二是“境内外利差维持高位，对我国人民币汇率、跨境资本流动的影响持续存在”，我们认为从中期看，随着美联储降息进程的推进，人民币汇率大概率在 2025 年启动升值进程。

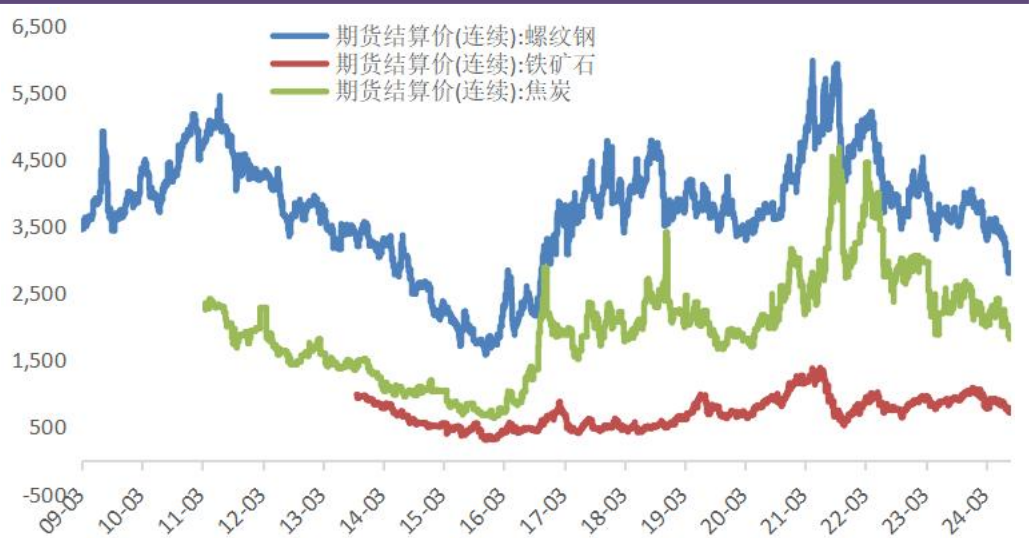
图 8：美国 CPI 同比后期大概率在 7 月 2.90% 的基础上持续下探（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

针对内部环境，7.30 政治局会议指出的“不利影响”主要包括“国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”。首先看“国内有效需求不足”。在供求机制与价格机制的相互作用下，有效需求不足主要体现在大宗商品价格出现较大幅度下行，如螺纹钢价格连续 3 个月下探，与此同时铁矿石、焦煤、焦炭等黑色系大宗商品价格连续 4 个月下探。其次看“经济运行出现分化”。从主要宏观经济指标的累计同比看，生产端方面，1-6 月工业增加值累计同比与服务业生产指数累计同比总体呈下行走势，需求端方面，固定资产投资完成额累计同比与社会消费品零售总额累计同比总体呈下行走势，出口金额累计同比则呈低位小幅反弹走势。最后看“重点领域风险隐患仍然较多”。从下文看，重点领域风险隐患指的是房地产市场风险、地方融资平台债务风险，以及资本市场内在稳定性。

图 9：在供求与价格机制作用下，有效需求不足体现为大宗商品价格大幅下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



三、下半年改革发展稳定任务很重，充分发挥经济体制改革的牵引作用

7.30 政治局会议指出，“下半年改革发展稳定任务很重”。**第一**，“任务很重”这一表述，与通稿中的“当前外部环境变化带来的不利影响增多”，“重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”相对应。**第二**，从中可看出，“改革、发展、稳定”是下半年的三大重要任务，也是 7.30 政治局会议通稿的主脉络，具体看：涉及到“改革”的有一段，共 181 个字；涉及到“发展”的四段，共 676 个字；涉及到“稳定”的有一段，共 169 个字。**第三**，“改革”位于三大任务之首：**一是**7 月 21 日二十届三中全会发布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，《决定》的精神需要宣讲贯彻落地执行；**二是**从《决定》的具体内容看，“到二〇二九年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务”，在 5 年的时间内完成 60 大项改革任务，时间紧并且任务重；**三是**改革是发展与稳定的动力，因为 7.30 政治局会议指出，“要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险”。

7.30 政治局会议强调，“要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用”。**第一**，“稳增长、调结构”分别指的是经济总量与经济结构，对应“发展”问题，“防风险”对应“稳定”问题。**第二**，这里面有两个“动力”：第一个动力是“以改革为动力”；第二个动力是“充分发挥经济体制改革的牵引作用”。值得指出的是，二十届三中全会《决定》提出的十四项系统部署，第一项至第六项均围绕经济体制改革展开，表明经济体制改革引领政治体制、文化体制、社会体制、生态文明制度、党的建设制度等改革。

改革举措方面，“及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措”。其中，“可感可及”通俗的表达是“看得见摸得着”，大概率与“民生”的关联度较大，或者说“民生”是改革必不可少的重要组成部分之一。7.30 政治局会议对“民生”的提法有三处：**一是**“增强经济持续回升向好态势，切实保障和改善民生，保持社会稳定”；**二是**“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”；**三是**“要加大保障和改善民生力度”。对比 4.30 政治局会议，仅一次提及“民生”，即“要切实保障和改善民生，突出就业优先导向，促进中低收入群体增收，织密扎牢社会保障网”。

具体的改革举措分为生产关系与生产力两个方面。**生产关系方面**，“要坚持和落实‘两个毫不动摇’，促进各种所有制经济优势互补、共同发展，完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度，防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷”。**生产力方面**，“要弘扬企业家精神，在改革创新和公平竞争中加快建设更多世界一流企业”。

四、下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，经济大省要勇挑大梁

宏观政策基调方面，730 政治局会议的表述是“宏观政策要持续用力、更加给力”，“要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策



举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，而430政治局会议的表述是“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”。二者的区别有以下三点：**一是在宏观政策的力度上**，7.30政治局会议“持续用力、更加给力”的表述要强于4.30政治局会议“靠前发力”的表述；**二是4.30政治局会议强调“有效落实已经确定的宏观政策”**，而7.30政治局会议则提出“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，在强调“存量”的同时，具有较强的“增量”色彩；**三是在“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”之前**，7.30政治局会议强调“要加强逆周期调节”，而430政治局会议并未出现该表述。综上，在宏观政策的主基调方面，下半年我国宏观政策力度有望进一步加大。

财政政策方面，两次会议均强调“加快专项债发行使用进度”。4.30政治局会议提出“要及早发行并用好超长期特别国债”，而在超长期特别国债落地之后，7.30政治局会议强调“用好超长期特别国债”。此外，730政治局会议明确提出超长期特别国债的用途是“支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”。财政支出方面，4.30政治局会议提出“保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”，而7.30政治局会议则提出“要优化财政支出结构，兜牢‘三保’底线”。二者的区别体现为：4.30政治局会议强调“强度”，而7.30政治局会议强调“结构”，此外，“三保”在7.30政治局会议中，属于“底线”的范畴。

货币政策方面，7.30政治局会议提出“要综合运用多种货币政策工具”，对比4.30政治局会议“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的提法，区别有两点：**一是用“多种货币政策工具”替代“利率和存款准备金率等政策工具”**；**二是用“综合运用”代替“灵活运用”**。7.30政治局会议提出“加大金融对实体经济的支持力度”，替代4.30政治局会议“加大对实体经济支持力度”，多了“金融”二字，似乎在提示“金融”的重要作用。7.30政治局会议提出“促进社会综合融资成本稳中有降”，代替4.30政治局会议“降低社会综合融资成本”，相比较而言，力度有所下降，体现在两点：**一是4.30政治局会议明确提出“降低”**，而7.30政治局会议则是“促进”；**二是4.30政治局会议明确提出“降低”**，而7.30政治局会议则是“稳中有降”。

“扩内需”举措方面，730政治局会议通稿中，消费是扩内需的重点：**一是730政治局会议明确提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”**；**二是730政治局会议明确提出“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”**；**三是消费相关的字数达101个字**，远高于投资的21个字。投资方面，730政治局会议的表述为“要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资”，而430政治局会议的表述则是“要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力”。二者的区别在于730政治局会议强调民间投资，而430政治局会议不仅提及民间投资，还强调“要实施好政府和社会资本合作新机制”。值得指出的是，二十届三中全会《决定》对“扩内需”的表述是：“加快培育完整内需体系，建立政府投



资金支持基础性、公益性、长远性重大项目建设长效机制，健全政府投资有效带动社会投资体制机制，深化投资审批制度改革，完善激发社会资本投资活力和促进投资落地机制，形成市场主导的有效投资内生增长机制。完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济”。其特点是，投资相关表述位列消费相关表述前面，且投资相关表述字数为 111 个字，多于消费相关表述的 37 个字。

相比 4.30 政治局会议，7.30 政治局会议提出“更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新”，而在 2 月 23 日中央财经委员会第四次会议提出“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本”，3 月 7 日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出要实施设备更新行动的背景下，430 政治局会议的表述则是“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”。值得指出的是，“推动大规模设备更新”有可能短期推动制造业投资增速，但是在宏观经济承压的背景下，可能不具备持续性。

2022 年 728 政治局会议提出“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。时隔 2 年之后，7.30 政治局会议再次提出“要继续发挥好经济大省挑大梁作用”。这一表述透露出两个信号：**一是**当前以及短期内我国的经济中小省面临的压力较大；**二是**当前以及短期内我国宏观经济形势依旧较为严峻。此外，从“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”这一表述判断，可能有一定比例的省份完成经济社会发展预期目标面临一定困难。在此背景下，7.30 政治局会议提出，要“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”。我们坚持在《英大证券宏观评论：新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重（20240729）》中“全年 5.0% 的 GDP 增速目标大概率能够实现”的判断。

五、“提升资本市场内在稳定性”的核心途径是推动宏观经济稳定增长

针对房地产市场，7.30 政治局会议指出，“积极支持收购存量商品房用作保障性住房”。这将产生两方面后果：**一是**减少市场上的商品房供给，压低商品房待售面积累计同比；**二是**部分消费者转向保障性住房，减少市场上的商品房需求，压低商品房销售面积累计同比。因此这一政策对房地产投资增速而言是“喜忧参半”。与此同时，7.30 政治局会议指出，“进一步做好保交房工作”，这将增加商品房供给，对商品房待售面积累计同比形成支撑，进而加大商品房价格的下行压力，对房地产投资增速形成利空。此外，二十届三中全会《决定》提出“完善房地产税收制度”，这将在一定程度上抑制对商品房的需求，加大房地产市场面临的压力。从以上三点看，房地产投资增速在短期内大概率还将面临压力。

在此背景下，目前市场最为关注的问题是，我国房地产投资增速是否有起来的可能？我们认为房地产投资增速存在企稳的可能。这一判断的依据有三点。**第一**，房地产投资增速与黑色系大宗商品价格是高度相关的，而黑色系大宗商品价格与国际油价走势高度相关。

众所周知，在成品油定价机制下，我国国内油价与国际油价相挂钩，也就是说，我国并不具备原油的定价权，因为国际油价是全球定价的大宗商品。一旦国际油价上行，黑色系大宗商品价格就不具备大幅下跌的基础。这就意味着 PPI 当月同比存在重返正增长区间的可能，同时也意味着房地产投资增速存在企稳的可能。**第二**，观察美元指数走势与房地产开发投资完成额累计同比的走势，可以发现，二者存在一定的负相关关系，相关系数为-0.32。在美元指数存在 16-17 年时长的周期的背景下，随着美国宏观经济进入衰退阶段，以及美联储降息的推进，美元指数大概率在目前的基础上继续下行。如果历史规律成立，在美元指数下行期间，全球资本大概率进入我国，为房地产市场带来增量资金，助力房地产市场企稳。

图 10：美元指数与房地产开发投资完成额累计同比存在一定的负相关关系（点；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 11：房地产开发投资完成额累计同比与出口金额累计同比存在正相关关系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，观察房地产开发投资完成额累计同比与出口金额累计同比，可以发现二者存在较强的正相关关系，相关系数为 0.63。出口金额累计同比的显著特征是，其走势具有较强的周期性。出口增速上升，利多出口产业链上的就业情况，进而利多居民收入与消费增速，从需求端对房地产开发投资完成额累计同比形成拉升。

针对资本市场，7.30 政治局会议指出，“要统筹防风险、强监管、促发展”。如同宏观经济要兼顾发展与稳定，资本市场也要兼顾发展与稳定，但是从 730 政治局会议精神看，“稳定”重于“发展”：一是将资本市场放在“要持续防范化解重点领域风险”中；二是在“防风险、强监管、促发展”这三大任务中，“防风险、强监管”为同一类，占比为三分之二，而“促发展”只一项，占比为三分之一；三是“防风险、强监管”位于“促发展”之前。当然，我们也不能将“稳定”与“发展”割裂开来，应该在“稳定”的前提下促“发展”，在“发展”的过程中得“稳定”。

7.30 政治局会议指出，要“提振投资者信心”，表明当前投资者信心较为疲弱。中国证券投资者保护基金公司在 2008 年 4 月开始发布“投资者信心指数”。该指数反映我国证券市场投资者在当前经济和市场环境下的投资心理和预期变化。除了总指数之外，这一指数包含国内经济基本面、国内经济政策、国际经济金融环境，以及股票估值、大盘乐观、大盘反弹、大盘抗跌、买入等 8 个分项指标。其中，国内经济基本面、国内经济政策、国际经济金融环境等三个分项指标在 2019 年 7 月停更，其余分项指标在 2023 年 7 月停更。我们认为，投资者信心最为重要的衡量指标之一是成交额。2024 年 7 月万得全 A 成交金额月度均值为 6559.06 亿元，创 2020 年 6 月以来新低，表明当前我国投资者信心较为疲弱。

图 12：7 月全 A 成交额创 2020 年 6 月以来新低，表明投资者信心较为疲弱（亿元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7.30 政治局会议指出，要“提升资本市场内在稳定性”。二十届三中全会也高度重视资本市场，明确提出“防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展”，以及“建立增强



资本市场内在稳定性长效机制”。2024年4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。彼时市场对A股市场寄予厚望，认为A股大盘大概率上行。实际情况是2024年4月至8月，我国宏观经济持续承压，2季度GDP不变价当季同比仅录得4.70%，较前值下行0.60个百分点。在此背景下，上证综合指数月K线录得“四连阴”。决定A股市场内在稳定性的核心因素是什么？对此，我们回顾前两轮国九条发布之后A股市场的走势。

2004年1月31日，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。受宏观经济走弱的影响，体现为2004年3季度与4季度GDP不变价当季同比分别录得9.80%、8.80%，上证综合指数连续5个季度K线收阴。2015年底，上证综合指数启动上行进程，于2007年10月16日触及6124.04这一高点。

2014年5月8日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》。彼时2014年2季度GDP不变价当季同比为7.60%，此后总体上不断承压下行。在此过程中，央行持续降准与降息，在根本上推升A股大盘上行，上证综合指数在2014年7月启动上行进程，在2015年6月12日触及5178.19这一高点。

综上，我们认为，宏观经济是A股市场的“道”，在根本上决定A股大盘的走势，而相关行业与产业政策是“术”，在一定程度上影响A股大盘的走势。也就是说，“提升资本市场内在稳定性”的核心途径是推动宏观经济稳定增长。

六、“退出”、“破产”与“优胜劣汰”或预示政策导向存在调整的可能

在“改革”这一部分，7.30政治局会议提出，“完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度，防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷”。在“发展”中的“要培育壮大新兴产业和未来产业”这一部分，7.30政治局会议提出，“强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”。观察以上两部分，可以提取出三个关键词，分别是“退出”、“破产”、“优胜劣汰”。

首先看“退出”。7.30政治局会议两次提及“退出”：一是“完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度”；二是“强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”。反观4.30政治局会议，并未提及“退出”相关内容。值得指出的是，“退出”一词，在2012年12月4日以来36次“分析研究当前经济形势”的政治局会议中从未被提及，但是在2024年7.30政治局会议连续出现了两次。

其次看“破产”。7.30政治局会议指出，“完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度”。回顾2012年以来“分析研究当前经济形势”的政治局会议，“破产”一词仅出现过一次，即2015年12月14日政治局会议所提出的“要积极稳妥推进企业优胜劣汰，通过兼并重组、破产清算，实现市场出清”。我们注意到，“破产”一词与“市场出清”一词同时出现。



最后看“优胜劣汰”。7.30 政治局会议提出，“强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”。回顾 2012 年以来“分析研究当前经济形势”的政治局会议，仅四次提及“优胜劣汰”一词，且集中出现在 2015 年至 2017 年之间：一是 2017 年 7 月 24 日政治局会议提出，“要坚定不移深化供给侧结构性改革，深入推进‘三去一降一补’，紧紧抓住处置‘僵尸企业’这个牛鼻子，更多运用市场机制实现优胜劣汰”；二是 2016 年 7 月 26 日政治局会议提出“全面落实‘去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板’五大重点任务，通过有效的市场竞争，提高资源配置效率，实现优胜劣汰和产业重组，提升产能过剩行业集中度，积极推进科技创新，增强核心竞争力，加快推进新旧动能转换”；三是 2015 年 12 月 14 日政治局会议提出“要积极稳妥推进企业优胜劣汰，通过兼并重组、破产清算，实现市场出清”；四是 2015 年 7 月 30 日政治局会议提出“要切实推进结构调整，加快实施创新驱动发展战略，促进大众创业、万众创新，创造良好市场环境，在优胜劣汰、竞争中增强企业活力”。

综上，“退出”、“破产”与“优胜劣汰”这三个词在“分析研究当前经济形势”的政治局会议上出现的次数非常少，但是却集中且连续地出现在 730 政治局会议的通稿中，所以我们认为可能孕育产业政策的调整。回顾 2015 年至 2017 年，在 2013 年至 2014 年宏观经济持续低迷，2012 年 3 月至 2016 年 8 月 PPI 当月同比持续位于负值区间的背景下，2015 年 11 月中央提出了供给侧结构性改革。在此过程中，“退出”、“破产”与“优胜劣汰”这三个词被集中提出。目前我国宏观经济处于“筑底”阶段，PPI 当月同比连续 21 个月位于负值区间，直观的解释是供大于求导致价格低迷。在此背景下，在着力扩内需的同时，7.30 政治局会议提出，“强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”。

与“退出”、“破产”与“优胜劣汰”相关联的一个提法是“保市场主体”。2018 年中美贸易摩擦加剧之后，2018 年 7 月 31 日政治局会议首次提出“六稳”方针：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。新冠肺炎疫情爆发之后，2020 年 4 月 17 日政治局会议提出“六保”新任务：保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。其中，“保市场主体”是指保护和支持各类市场主体的发展，确保它们能够稳定运营并持续为社会经济发展做出贡献。采取的措施包括：缓缴社保费用，阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费，支持企业纾困和稳岗；留抵退税政策，实施大规模留抵退税等政策，减轻企业税负；优化营商环境，简化审批流程，提高行政效率，降低企业经营成本；专项整治，开展涉企违规收费专项整治，减轻企业负担。虽然“退出”、“破产”与“优胜劣汰”的提法与“保市场主体”的提法并不是直接冲突的，但是这些关键词在 730 政治局会议中同时出现，或许意味着：政策导向存在发生调整的可能。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
