

宽松政策延续，保留政策灵活性，后续或“适时加力”

2025 年 7 月政治局会议点评

事件：

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，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十五个五年规划的建议。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。

点评：

◆ 会议为我国“十五五”期间的国家建设和发展指明了方向，表述逻辑遵从“形势判断—战略重心—指导思想—战略布局”层层递进

对于中长期形势，会议做出了“我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，同时我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变”的综合研判。

关于战略重心，会议先后列举了当前我国具备的“中国特色社会主义制度优势”、“超大规模市场优势”、“完整产业体系优势”、“丰富人才资源优势”等四大优势，并表示在“十五五”期间我国的战略重心为“保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破”。

关于指导思想，会议强调“十五五”期间，我国将坚持“马克思列宁主义、毛泽东思想、邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观”，同时特别强调要“全面贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想”，最终目标是“全面建成社会主义现代化强国”、“实现第二个百年奋斗目标”和“以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”。

关于战略布局，会议强调以“完整准确全面贯彻新发展理念”为路径，以“统筹发展与安全”为底线，以“统筹国内国际两个大局”为抓手，以“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”、“推动人的全面发展”和“全体人民共同富裕迈出坚实步伐”为直接工作目标，最终指向“十五五末基本实现社会主义现代化取得决定性进展”这一战略目标。

◆ 对经济形势的判断相比 4 月更加乐观

会议认为，今年上半年在加紧实施更加积极有为的宏观政策的情况下，我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。不仅主要经济指标方面表现良好，在新质生产力建设、改革开放、重点领域风险防范化解、民生兜底保障等方面亦取得不凡成绩，经济展现出强大活力和韧性。

会议认为当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意

主要数据

上证指数	3615.7167
沪深 300	4151.2379
深证成指	11203.0295

主要指数走势图



作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书: S0640515120001	
联系电话: 010-59562478	
邮箱: dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
郭鑫	分析师
SAC 执业证书: S0640522090002	
联系电话: 010-59562534	
邮箱: guoxjr@avicsec.com	

识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。

总体上，本次政治局会议对经济形势的判断相比4月会议更加乐观，体现在：一，对经济运行的判断是“稳中有进”，4月政治局会议则是“呈现向好势头”；二，本次政治会议删除了4月政治局会议中“外部冲击影响加大”相关表述。

◆ 宽货币和宽财政延续，保留进一步加码的灵活性

上半年我国不变价 GDP 同比+5.3%，高于市场预期和年度目标值，显示今年上半年我国经济总体运行良好，稳增长政策成效明显。

需求端来看，比较今年上半年增速与去年全年增速，消费增速提升相对较大，出口增速略有提升，固投增速有所下滑，主因相较去年全年，今年上半年基建投资和房地产投资增速有所下降、房地产投资降幅有所加深。生产端来看，今年年初以来工业增加值累计增速较去年全年增速略降，整体保持平稳，工业企业利润增速则自年初以来总体下滑。

总体而言，上半年经济表现良好，但展望下半年隐忧仍在，主要表现在：1，上半年消费较为依赖补贴。2，下半年出口不确定性仍然不小。3，目前通胀依然低迷。4，宽货币向宽信用传导仍需发力。

在经济总体状况良但仍存在一定隐忧的情况下，本次会议将货币政策定调为“适度宽松”，将财政政策定调为“更加积极有为”，延续了年初以来的政策取向，明确政策进一步呵护经济的基本立场。值得注意的是，本次会议在宏观政策方面首次提出“适时加力”，这一表述保留了后续政策的灵活性，或意味着下半年稳增长政策或仍有加力空间，一定程度上能够缓解近期市场对于下半年稳增长政策将边际收缩的忧虑。

财政政策方面，此次会议提出将加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。

今年上半年，我国广义财政支出（一般公共预算支出与政府性基金支出合计）接近19万亿元，同比增长8.9%，增速显著高于去年全年水平，为稳经济提供了强劲支撑。同期，我国广义财政收入（一般公共预算收入与政府性基金收入合计）约13.5万亿元，收支缺口主要依靠超长期特别国债、地方专项债等政府债务工具弥补。

今年超长期特别国债计划发行1.3万亿元：其中8000亿元用于加力支持“两重”建设，2000亿元支持大规模设备更新，3000亿元聚焦消费品以旧换新。截至7月30日，超长期特别国债已发行7610亿元，年内尚有5000亿元以上待发，而本次政治局会议提出的“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”则对下半年发债工作提供了总体指引。下半年，一方面需加快发行节奏，尤其要在三季度提速，确保资金在四季度尽早形成实物工作量；另一方面，应着力提升资金使用效率，依托“两新”“两重”项目，尽快把债券资金转化为对经济增长的持续拉动力。

货币政策方面，此次会议提出货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行，同时表示要用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。但相比4月会议，删去了“适时降准降息”相关表述。

去年9月一系列重磅会议后，货币政策总体更加积极。去年12月政治局会议时隔多年再次将货币政策定调由“稳健”调整为“适度宽松”，随后的去年末中央经济工作会议和今年年初的政府工作报告中，对“适度宽松”的货币政策定调进一步明确。总体来看，今年年初至今，在适度宽松的货币政策支撑下，市场流动性相对充裕，DR007月均值自去年12月的1.7%左右降为今年7月的1.5%左右。本次会议在强调货币政策要

持续发力、继续保持流动性充裕之外，也强调了要“促进社会综合融资成本下行”。我们认为，这意味着下半年的重点不再是简单下调政策利率，而是打通“宽货币”到“宽信用”的传导堵点。预计下半年，央行将通过综合性的货币政策和各类结构性货币政策工具，以推动社会综合融资成本下行的方式激发市场主体融资意愿，进一步解决市场主体信心不足、融资成本偏高导致融资意愿未能充分释放的问题。

◆ “反内卷”：表述相对克制，凸显本轮去产能与上一轮的不同

本次会议关于“反内卷”相关内容，主要在“坚定不移深化改革”部分。对于反内卷的提法总体上与7月初中财委会议保持同一条主线，即强调构建良好商业环境，以“统一大市场”、“规范竞争秩序”和“约束地方招商”来减少行政行为对市场的扭曲。

结合年初以来多次会议和多份文件对于“反内卷”的阐述，可以看到此次“反内卷”与2016年的供给侧改革存在区别。

2016年的供给侧改革以“三去一降一补”为核心，覆盖煤炭、钢铁、水泥等行业，去产能的方式偏向行政命令式。从结果看，上一轮去产能对于价格的提振效果明显，2017年PPI同比录得+6.3%，结束了自2012年以来PPI同比连续5年为负的局面。从客观局面上，上一轮去产能时我国面临的情况是煤炭、钢铁、水泥等传统产业产能过剩，同时需求侧相对强劲，而本次“反内卷”政策推出的背景是我国当前存在产能过剩的行业除了传统的上游行业，还包含如光伏等偏下游的新兴行业，同时我国需求侧相比上一轮去产能时难言强劲。供给侧和需求侧双重条件的差异，意味着本轮“反内卷”难以将上一轮去产能模式简单套用。此次政治局会议再次明确了本轮“反内卷”重环境构建和制度建设，同时淡化行政命令的运作方式。我们认为，本轮“反内卷”总体上将聚焦于推动市场化改革，通过自上而下的制度构建和自下而上的市场力量同步发力，渐进式化解过度内卷的情况。2025年7月24日，国家发展改革委联合市场监管总局推出《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，或为重要的信号。

◆ 房地产：再次明确转向高质量发展

此次会议中，涉及到房地产的内容在七大工作部署中的“防范化解重点领域风险”部分。会议强调要“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”，再次明确了在中央城市工作会议做出的“城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”的明确论断下，作为城市扩张重要载体的房地产行业已从过去的大规模扩张阶段转向了高质量发展阶段。

2025年上半年，我国商品房销售额和销售面积分别为-5.5%和-3.5%，降幅虽较去年全年明显缩窄，但主要为基数走低所致，总体来看，房地产行业仍在筑底之中。本次会议相比4月政治局会议，并未提及“城中村危旧房改造”和“存量商品房收购”等明确的稳房地产内容，但是结合本次会议强调落实好中央城市工作会议精神的表述以及中央城市工作会议中明确提到的“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”内容，我们认为总体而言，本次会议虽然缺乏房地产方面的增量政策内容，但也并不意味着在稳房地产政策的边际收缩。

◆ 资本市场改革：巩固资本市场回稳向好势头

此次会议在强调要“巩固资本市场回稳向好势头”的同时，也强调要“增强国内资本市场的吸引力和包容性”，或意味着下半年关于资本市场的政策将集中于提高A股上

市公司质量和稳步推进 A 股有序国际化。

今年以来，在外部环境持续动荡的局面下，A 股 4 月虽然受到了外部贸易环境变化的冲击，但之后持续反弹，整体呈现温和上涨态势，截至目前上证指数已突破 3600 点。此次会议对于资本市场提出了增强吸引力和包容性的新改革方向，彰显了中央对进一步做优做强我国资本市场的战略决心。

当前，我国经济面临着需求侧提量和供给侧提质的双重目标，在这一大目标下，链接企业和居民、产业和资本的资本市场重要性凸显。无论是支撑新质生产力发展，还是以财产性收入增长提振居民消费，均离不开 A 股的高质量发展。

特别是在提振居民消费方面，我国股市的持续温和上涨有望发挥重要作用。今年上半年四类补贴商品占限额以上商品零售额比例为 15.8%，明显高于补贴发力前 13.2% 的历史中枢。考虑到上半年 3000 亿元补贴已发放过半，下半年，尤其是四季度，随着补贴效果边际减弱和去年基数的抬高，消费内在需求能否接力补贴的外生助力，继续支撑消费增速上行，面临一定考验。在这种情况下，股市有望通过财产性收入增加为居民消费需求提供新的动力。

风险提示：中美贸易谈判进展低于预期；全球经济衰退超预期；内需恢复速度不及预期；国际地缘格局超预期变动。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637