

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《7 月经济价升量落，低位平衡点逐步形成》 - 2025. 07. 21

宏观研究

中共中央政治局会议精神学习

● 核心观点

本次中共中央政治局会议释放了相对积极信号，肯定了上半年经济工作成绩，亦客观分析当前面临的挑战。一是明确“十五五”规划发展总思路，定调夯实基础、全面发力，明确推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，预计经济增速应保持一定平滑性；二是与 4 月中共中央政治局会议相比，本次会议延续了积极的宏观政策定调，但取向偏温和，若下半年政策效果不及预期，仍不排除四季度稳投资增量政策发力的可能；三是再提培育服务消费，拓宽消费修复空间，未涉及房地产政策，市场短期或是存量政策优化阶段；四是“反内卷”定调不变，但措辞较为柔和，或是避免盲目求快或一刀切的做法，短期仍可关注；五是重视资产价格，巩固资本市场回稳向好态势。本次会议再提“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”，体现了党中央对稳市场、稳预期的持续重视和关注，A 股市场亦展现了较为强劲的韧性，当前上证指数保持持续稳健上涨。

● 风险提示：

政策效果不及预期；地缘政治风险超预期；全球贸易摩擦加剧。

目录

1 明确“十五五”规划发展总思路	4
2 宏观政策定调不变，取向偏温和	4
3 再提培育服务消费，拓宽消费修复空间	6
4 “反内卷”表述柔和，避免盲目求快	6
5 重视资产价格，巩固资本市场回稳向好态势	7
风险提示	8

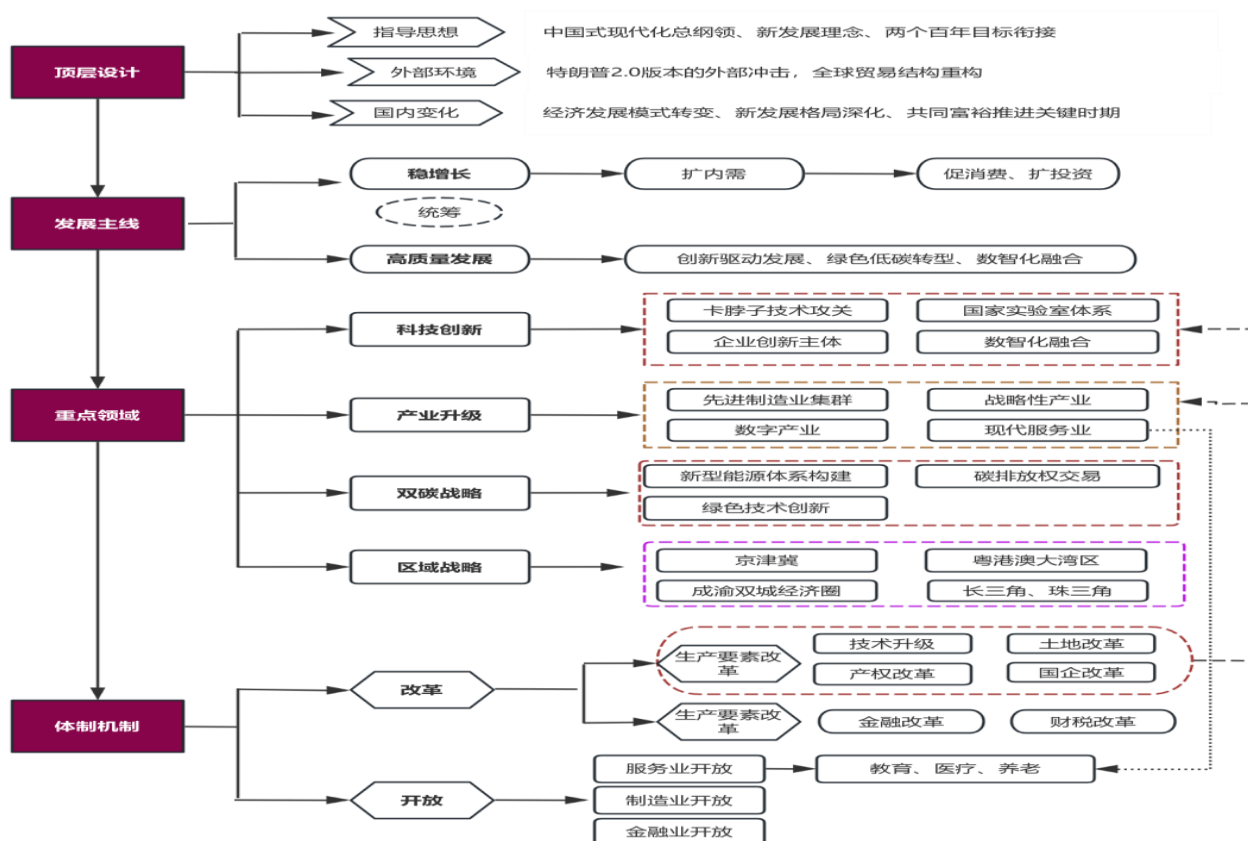
图表目录

图表 1: “十五五”时期宏观经济规划展望	4
图表 2: 7 月和 4 月中共中央政治局会议对宏观政策的定调	6
图表 3: 重要会议对“反内卷”的表述	7
图表 4: 2024.9.24 以来重要会议对资本市场表态	8

1 明确“十五五”规划发展总思路

本次会议主题之一是研究关于制定十五五规划的建议,明确10月“十五五”规划《建议》将迎来审议。“十五五”时期(2026—2030年)在我国经济社会发展进程中具有特殊历史地位,“十五五”时期,要为基本实现社会主义现代化的宏伟目标奠定坚实基础。会议指出,“十五五”时期是基本实现现代化**夯实基础、全面发力**的关键时期,延续指出我国经济的“四大优势”,即经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大,强调“两个统筹”,初步确定“十五五”时期的基本目标。其中,“统筹国内国际两个大局,统筹发展和安全”“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”“共同富裕”与“十四五”一脉相承。

图表1: “十五五”时期宏观经济规划展望



资料来源: 中邮证券研究所

2 宏观政策定调不变, 取向偏温和

与4月中共中央政治局会议相比，本次会议延续了积极的宏观政策定调，但**取向偏温和**。在宏观政策方面，本次会议强调“宏观政策要持续发力、适时加力”**“要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”**，相较4月会议的**“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”**“**用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**”的表述，本次会议在宏观政策节奏方面的取向偏温和。

一方面，上半年我国经济实现平稳增长，实现全年经济增长目标压力有所**放缓**。上半年我国实现5.2%经济增速，好于全年经济增长目标，下半年经济增速保持在4.7%左右，则可实现5%的全年经济增长目标。会议亦对短期经济形势判断整体积极，指出“主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展…我国经济展现强大活力和韧性”。

另一方面，**美国关税政策逐步明确，外部不确定性有所回落**。4月2日，美国对主要贸易伙伴实施对等关税，增大全球贸易的不确定性，冲击全球贸易。在有效需求不足的背景下，4月中共中央政治局会议定调“**加紧实施更加积极有为的宏观政策**”。7月以来，美国关税政策趋于明确，市场基本消化了美关税政策，三轮中美经贸谈判亦释放积极信号。

综上，本次会议定调符合我们前期判断，短期我国宏观政策保持稳增长的基本定调，或步入存量政策落地和兑现期。鉴于今年消费成为经济增长的主要拉动力，因以旧换新政策力度边际递减、厉行节约规定的潜在影响，下半年消费或存在边际放缓的压力，出口或因上半年“抢出口”行为而动力边际减弱，房价尚未止跌企稳，掣肘房地产投资回暖，进而固定资产投资增速难言显著改善，因此，若下半年政策效果不及预期，不排除四季度稳增长政策发力的可能，会议亦强调“**保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性**”。

图表2：7月和4月中共中央政治局会议对宏观政策的定调

分类	2025年7月	2025年4月
宏观政策总基调	宏观政策要 持续发力、适时加力 。要 落实落细 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。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。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。	要 加紧实施更加积极 有为的宏观政策， 用好用足 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。 适时降准降息 ，保持流动性充裕，加力支持实体经济。 创设新的 结构性货币政策工具， 设立新型政策性金融工具 ，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

3 再提培育服务消费，拓宽消费修复空间

在挖掘内需方面，本次会议再提服务消费和“两重”这两个领域。(1)“两重”建设是政策发力的重点方向，但鉴于上半年投资对经济拉动作用仍存在改善空间，本次会议着重强调“高质量推动”。1-6月制造业投资累计同比增速为7.5%，年内呈现逐步放缓态势。(2)发展服务消费，或成为改善居民边际消费倾向，拉动消费需求回升的有效措施，我们前期已强调。我们理解，一方面，在消费者预算约束尚未显著改善的背景下，“以旧换新”政策或已经释放了商品消费的弹性，且政策存在边际递减效应，对消费的拉动空间或有所收窄；另一方面，全球贸易格局面临重构，促消费仍是扩内需的重要方向，服务消费存在较为开阔的空间。

值得注意的是，本次会议表述没有涉及房地产政策，市场预期有所落空。我们理解，短期市场进入存量政策优化实施阶段，4月政治局会议强调“持续巩固房地产市场稳定态势”，政府工作报告表述“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，应是肯定了当前稳地产政策的效果。再次提示，未来可关注三个方面：一是关注好房子供给。好房子或对应了好区位，土地溢价或有所提升，这在一定程度上满足了居民对美好生活的需求，亦可缓解地方财政压力；二是关注收储改善存量市场供求关系；三是城中村和危旧房改造，保障住房基本需求。

4 “反内卷”表述柔和，避免盲目求快

7月以来，“反内卷”成为市场关注重点议题，光伏、煤炭、汽车等行业纷纷出台“反内卷”政策举措，相关行业产品价格逐步回升。市场亦期待本次会议会强调“反内卷”。在“反内卷”表述方面，本次会议表述较为柔和，强调“推动市场竞争秩序持续优化”“依法依规治理企业无序竞争”“推进重点行业产能治理”，与之前综合整治“内卷式竞争”“依法依规治理企业低价无序竞争”相比，措辞偏温和，背后或是避免出现盲目求快或一刀切的做法，政策基调应尚未转向，短期仍可关注（详见报告《“反内卷”的预期与推进》）。

图表3：重要会议对“反内卷”的表述



资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

5 重视资产价格，巩固资本市场回稳向好态势

《政府工作报告》首次将“稳住股市楼市”纳入总体要求，体现了宏观调控思路转变，更加重视资产价格。本次会议再提“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”，体现了对资本市场功能的重视，亦说明更加重视资产价格和由此给居民产生的财产性收入，与3月《提振消费专项行动方案》提出的“拓展财产性收入渠道”“多措并举稳住股市”相吻合。此外，“吸引力”间接体现了建设稳中向好的资本市场的内在要求，亦强调增强资本市场融资能力，一方面，或是吸引培育国内长期资本、耐心资本，这与长期资金入市的一系列制度安排相吻合，另一方面，或亦是指吸引海外资本配置A股资产，近期海外金融机构纷纷看多A股；“包容性”或是指注册制下上市主体多样化，由传统的监管严把准入关向市场主导发行转变，更好服务创新型企业，如6月18日，科创板深化改革“1+6”政策措施正式出炉，以设置专门层次为抓手，重启未盈利

企业适用科创板第五套标准上市，推出一揽子更具包容性、适应性的制度改革，着力打通支持优质科技型发展的堵点难点，则是对包容性的充分诠释。

因此，本次会议释放积极信号，体现了党中央对稳市场、稳预期的持续重视和关注，A 股市场亦展现了较为强劲的韧性，当前上证指数保持持续稳健上涨。

图表4：2024. 9. 24 以来重要会议对资本市场表态

图



资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

风险提示

政策效果不及预期；地缘政治风险超预期；全球贸易摩擦加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048