

2025 年 7 月 31 日

中国宏观

优化存量，提质增效—7 月中央政治局会议点评

2025 年 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和经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。本次政治局会议在肯定上半年经济运行稳中有进的基础上，明确提出下半年要努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官的工作要求。会议基调务实稳健，并对当前经济形势做出前瞻性研判，反映了政策层面对完成全年目标的信心。在上半年 GDP 同比增长 5.3% 的良好表现下，下半年完成全年经济工作目标的难度不大，因而本次会议政策重在强调优化存量、提质增效，并未提出新的大规模强刺激增量政策措施，也符合市场预期。同时，基于上半年的经济韧性，也为近期“反内卷”等政策实施提供了充足空间。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

会议突出强调对经济发展质量的高度重视，强化“反内卷”作为近期宏观政策的重要组成部分。本次会议在产业政策层面明确提出“依法依规治理企业无序竞争”和“推进重点行业产能治理”。会议也强调“加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业”，体现了在规范竞争的同时培育新动能的政策思路。尽管会议依旧将科技创新摆在突出的位置，明确提出坚持以科技创新引领新质生产力发展，并强调推动科技创新和产业创新深度融合，体现了政策层面对新质生产力培育的高度重视，也反映了在外部环境背景下，通过科技创新提升产业竞争力的紧迫性。然而，在当前外需面临不确定性、物价低位运行的形势下，政府适时提出“反内卷”旨在实现稳增长与调结构的动态平衡。企业间无序竞争不仅削弱了盈利能力，也加剧了价格下行、供应链等风险。通过规范市场竞争秩序，有助于稳定价格预期，也能引导企业将更多资源投入技术创新和产品升级，推动经济由数量增长向质量增长转变。

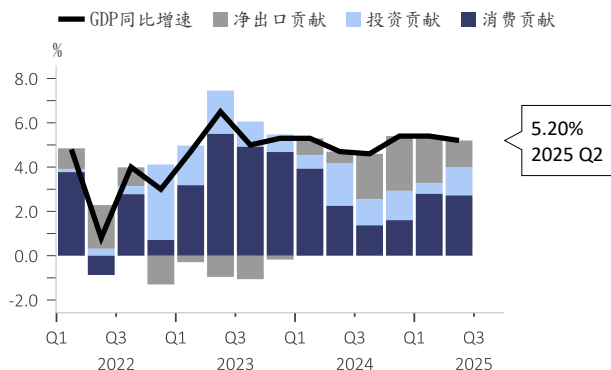
会议强调“宏观政策要持续发力、适时加力”，也体现了政策的连续性和灵活性，为应对各种不确定性预留了充分的政策工具箱。财政政策重在提效，措辞相较 4 月会议的“用好用足”有所调整。本次会议提出“落实落细更加积极的财政政策”，更加强调“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”。上半年政府债快速发行，而基建投资增速有所放缓，使得当前财政仍有超过 1 万亿元新增存款，明显高于过去几年同期，因而财政政策重点侧重在存量盘活，预计后续政府将通过提升资金使用效率来发挥财政政策的乘数效应，短期进一步提高超长期特别国债发行、上调赤字概率不大。同时，“反内卷”可能会对部分行业的投资增速产生影响，因而也需要基建项目投资来进行适度对冲。货币政策表述则由此前的“适度宽松”回归至“保持流动性充裕”，反映了在经济增长形势相对稳定、市场流动性较为充足的背景下，货币政策更加注重精准性和结构性。当前银行净息差已处于历史低位，使得快速降准、降息的必要性和空间均有限。政策可能更多依赖结构性工具来支持重点领域，如用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新，为科技企业发展提供了更加精准的金融支持。

扩大内需仍是政策的重中之重，但政策设计更加精准和务实，体现出从总量刺激向结构优化的转变。会议提出“深入实施提振消费专项行动”，特别强调“在保障改善民生中扩大消费需求”，具有重要的政策信号意义。近期出台的育儿补贴政策充分体现了通过改善民生来释放消费潜力的政策逻辑。育儿补贴政策意义尤为深远，不仅直接降低了家庭育儿经济负担，缓解了生育成本压力，且通过减轻家庭支出负担来释放消费潜力，形成从民生保障到消费提振的良性传导机制。相较于直接的消费补贴，通过民生保障来提升居民消费能力和意愿，不仅效果更加持久，也有助于形成消费与民生改善的良性循环。在“以旧换新”政策使得部分耐用品消费需求前置、后续基数较高的背景下，培育和支持服务消费的重要性愈发凸显。服务消费与居民生活质量改善密切相关，包括教育、医疗、养老、文化娱乐等领域的消费升级空间巨大。政策重心向服务消费倾斜有利于对冲商品消费的周期性波动，并能推动消费结构优化升级。

上半年房地产价格走势仍有波动，作为提振消费的重要一环，稳定房价预期仍十分重要。本次会议针对房地产政策的内容主要体现在落实中央城市工作会议精神上，预计后续仍有更多的政策细节来稳楼市。作为需求侧措施，预计城市更新将成为后续房地产政策的核心工具，中央城市工作会议要求对城市既有住宅区域进行全面改造提升，统筹推进传统街区、工业区以及城中村的综合整治。城市更新政策不仅能够有效激活闲置资产、优化居住品质，还有望能够拉动建材、室内装潢、科技住宅等上下游产业协同发展，预期将催生数万亿元的需求，从而为房地产产业注入强劲发展动能。我们认为后续可能还有相关政策细节的补充，包括 2025 年城市更新改造项目的具体实施方案和配套资金安排。

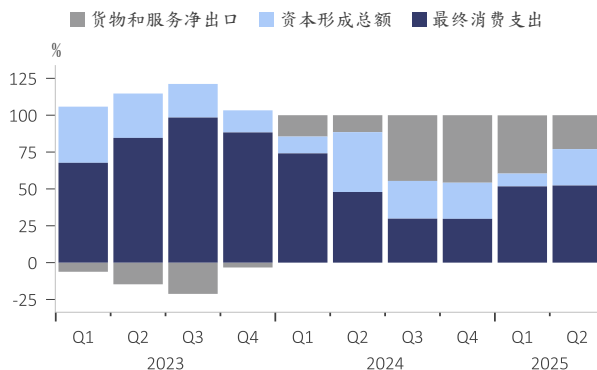
政策预期导向延续积极，资本市场持续向好的内在支撑更加稳固。会议明确提出要“增强国内资本市场的吸引力和包容性，并延续市场回稳向好势头”。增强吸引力和包容度的政策表达也反映了决策层对吸引增量资金、增强资本市场投资价值的政策关切，以及对完善市场架构、深化制度改革战略考量的考量。面对上半年波动显著放大的海外资本市场，在中国内地稳资本市场政策预期的托底下，我国境内外资本市场均实现了平稳运行。在股市迭创年内新高的态势下，进一步巩固资本市场回稳向好势头的表述也为市场注入了一颗定心丸。下半年，在海外流动性宽松预期边际强化，以及在外汇市场压力减轻、物价水平保持温和，内地利率下调仍存政策空间的宏观环境有望为资本市场构建充裕的流动性环境。叠加“反内卷”政策框架对企业经营效率的积极影响，以及科技升级、消费转型等结构性发展机遇，资本市场有望延续向好走势。

图表 1：2 季度 GDP 同比增长 5.2%...



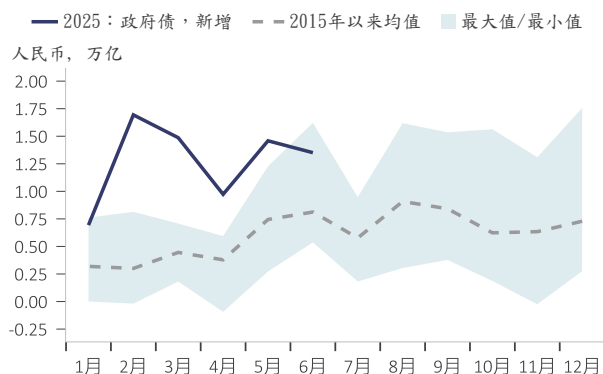
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：...其中内需贡献占比提升



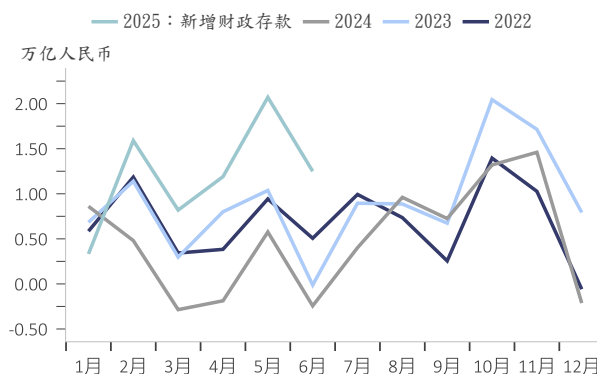
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：上半年政府债发行较快



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：当前政府新增财政存款超过 1 万亿元



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：中国 2025 年 2 季度产能利用率情况

	历史中位数	Q2/2025	Q1/2025	Q4/2024	Q3/2024	Q2/2024	Q1/2024	Q4/2023	Q3/2023
中国工业产能利用率	75.7	74.0	74.1	76.2	75.1	74.9	73.6	75.9	75.6
采矿业	74.7	72.7	74.6	75.6	74.6	76.0	75.0	77.1	75.4
煤炭开采和洗选业	71.7	69.3	71.9	73.9	72.7	72.8	71.6	75.6	73.8
石油和天然气开采业	90.7	90.9	92.4	91.8	90.2	91.8	91.7	92.1	91.2
制造业	76.3	74.3	74.1	76.4	75.2	75.2	73.8	76.0	75.8
食品制造业	72.2	69.1	69.3	70.7	70.7	68.8	69.1	71.3	71.1
纺织业	77.8	77.8	77.8	78.8	77.9	79.1	78.0	76.2	76.9
化学原料及化学制品制造业	75.9	71.9	73.5	76.4	76.0	76.4	76.4	76.7	74.6
医药制造业	76.1	72.6	72.5	75.9	73.8	75.3	76.0	75.4	72.7
化学纤维制造业	83.2	85.6	86.3	85.6	85.5	85.0	85.6	85.7	85.1
非金属矿物制造业	68.2	62.3	60.9	61.1	61.7	64.2	62.0	64.7	65.0
黑色金属冶炼及加工	78.1	80.8	79.3	78.1	77.4	79.7	77.3	76.4	79.1
有色金属冶炼及加工	79.1	77.7	77.5	79.3	78.4	79.1	78.2	79.6	80.2
通用设备制造业	78.7	78.3	78.1	79.6	78.7	79.4	78.2	79.2	78.7
专用设备制造业	77.6	76.5	75.6	76.7	75.8	76.5	77.0	77.5	77.5
汽车制造业	76.2	71.3	71.9	77.2	73.2	73.0	64.9	76.9	75.6
电气机械和器材制造业	77.3	73.5	71.7	76.8	75.6	74.7	72.7	77.1	77.8
计算机、通信和其他电子设备	78.9	77.3	74.7	79.4	77.9	76.2	74.7	77.6	76.5
电力、热力、燃气及水生产	72.8	71.5	73.6	74.8	74.3	71.4	71.2	74.4	74.2

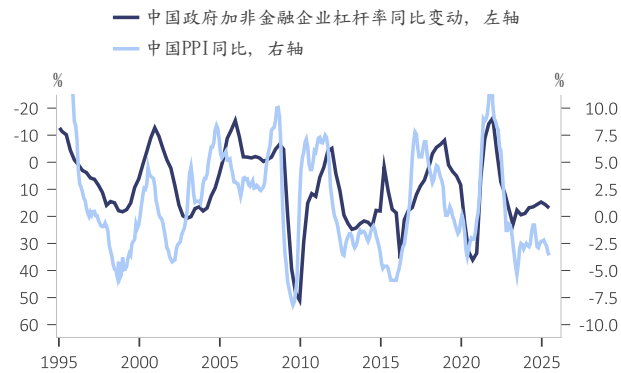
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 6：中国工业产能利用率与 PPI



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：杠杆率变动与 PPI 走势



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：中央政治局会议内容

	2025 年 7 月	2025 年 4 月	2024 年 12 月
经济形势研判	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。	经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
宏观政策基调	宏观政策要持续发力、适时加力。坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
财政政策	落实落细更加积极的财政政策。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。	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。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。	更加积极的财政政策
货币政策	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，全力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。	适度宽松的货币政策。适时降准降息，保持流动性充裕，全力支持实体经济。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。	适度宽松的货币政策
产业政策	坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，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。规范地方招商引资行为。	培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。
地产政策	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。	稳楼市
防风险	要持续防范化解重点领域风险。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。
扩内需	要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
促民生	要扎实做好民生保障工作。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。落实好惠民政策，健全分层分类社会救助体系。夯实“三农”基础，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平。巩固拓展脱贫攻坚成果，确保不发生规模性返贫致贫。	要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系。	要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。
稳企业	坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。	
外贸	要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。帮助受冲击较大的外贸企业，强化融资支持，促进内外贸一体化发展。优化出口退税政策，高水平建设自贸试验区等开放平台。	加快推动内外贸一体化。	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。
汇率			稳外资
资本市场	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。	持续稳定和活跃资本市场。	稳股市
区域发展			要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。

资料来源：公开资料整理，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。