

定调偏积极，市场有望在震荡整固中夯实上行基础

——7月中央政治局会议点评

2025年7月31日

分析师：费小平（SAC 执业证书编号：S0340518010002）

电话：0769-22111089 邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺（SAC 执业证书编号：S0340522120001）

电话：0769-22118627 邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

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。

点评：

■ 1、2025年上半年经济增速达5.3%，后续宏观政策要持续发力、适时加力

2025年上半年经济增速达5.3%，降低全年实现5%增长目标的难度，但当前外部环境仍然复杂多变，内部结构性矛盾还没有根本缓解，经济运行的基础还需要加固。因此会议强调，要“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”。

宏观政策方面，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，充分释放政策效应。”我们认为后续政策或将侧重存量政策落地与增量工具精准投放，保持政策储备的弹性空间，坚持稳中求进，以更好应对内外部冲击。

财政政策方面，会议强调“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”。鉴于上半年5.3%的GDP增速，全年实现5%经济目标的难度降低，我们认为后续政策将聚焦落实今年已部署的财政举措，加快资金拨付与使用效率，释放政策效能。

货币政策方面，会议强调“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”。我们认为，首先，考虑到商业银行负债端和净息差压力，叠加5月降息降准等总量宽松工具落地后，政策效果正处于观察期，短期内货币政策再度宽松的必要性有限，不过，鉴于当前物价走势偏弱、内需恢复仍需加力，叠加海外主要经济体货币政策或将进入调整周期，下半年我国仍存在降准降息的操作空间。其次，5月央行已推出三大类十项货币政策举措。在结构性货币政策方面，央行降低结构性货币政策工具利率，完善现有结构性货币政策工具，并创设新的政策工具，支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域。本次会议强调，用好各项结构性货币政策工具，这也将持续推动解决结构性的矛盾和问题，优化金融机构的信贷投放结构。因此，我们认为后续货币政策工具将是总量与结构双向协同的特征，同时强化与财政政策的协调配合，强化政策取向一致性。

■ 2、有效释放内需潜力、扩大有效投资、稳住外贸外资基本盘

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

消费方面，在消费品以旧换新政策带动下，1-6月社会消费品零售总额累计同比录得5%，保持韧性增长。不过考虑到去年同期的基数效应叠加以旧换新政策对消费的促进作用边际减弱，下半年消费或将承压。本次会议指出“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。”我们认为，首先，消费品以旧换新政策将持续推进。7月25日，国家发改委强调，近日，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第三批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。同时按计划将于10月下达今年第四批690亿元超长期特别国债资金，继续支持地方实施消费品以旧换新政策。其次，服务消费或将成为下一阶段促消费政策的侧重点，政策或将倾向于居民针对性增收（如育儿补贴政策落地）、吸引外需消费、优化消费供给、住房消费、文旅补贴、适老改造等。

投资方面，会议强调“高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”。制造业投资方面，在“两新”政策带动下，2025年上半年制造业累计同比增长7.5%，虽较1-5月回落1个百分点，但仍展现韧性。在积极的政策定调下，后续2025年下半年制造业投资仍将保持较强韧性，民间投资有望回暖。基建投资方面，我们认为，后续将扩大基建投资力度，推动基建项目加快落地，为下半年经济运行守住合理区间提供支撑，又能通过项目用工实现“稳就业”目标，充分发挥基建投资的逆周期调节功能。

外贸方面，会议强调“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”。我们认为，当前“抢出口”和“抢转口”逻辑持续演绎，为我国出口韧性提供支撑。不过仍需关注美国关税政策对出口的扰动、“抢出口”可能对下半年出口形成的透支效应以及关税壁垒引发的全球需求收缩。

科技创新方面，会议强调“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发展。”另外，针对“反内卷”方面，会议强调“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”“规范地方招商引资行为”等。我们认为，首先，在推进“反内卷”政策时，重心或通过市场化、法治化手段规范企业无序竞争行为，而非直接干预价格本身；其次，政策或明确治理边界，规范执行方式，既要防止在执行中将“落后产能”标准泛化，也要避免“一刀切”式清退。最后，规范地方政府招商引资行为或是纵深推进全国统一大市场建设的堵点之一，后续政策或将聚焦于规范不合规的招商引资政策。

房地产方面，会议强调“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。我们认为房地产行业以“城市更新”为抓手，聚焦“好房子”建设，将成为行业新的增长引擎。短期来看，预计城市更新及老旧小区改造将加速推进，对房地产需求将有一定提振。叠加国家层面出台更多金融融资支持，以及专项债收储的落地实行，行业供需格局将得到优化。但行业短期或将仍处于筑底和出清的阵痛期，这一过程也将加速房企的分化。而中长期行业整体供需及竞争格局的改善，或将加速房地产市场进入新的上升周期。

资本市场方面，会议强调“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”。我们认为政策将全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场。首先，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足当下、着眼长远，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。三年长周期考核机制下，监管层三措并举引导险资加大入市力度。政策积极疏解理财资金入市堵点，发展壮大权益类基金，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。其次，上市公司将更为积极地运用资本工具箱（如分红、回购、增持等），做好市值管理。上市公司加大增持回购分红力度，持续提升公司投资价值，为投资者创造更大价值。政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下

常态化退市机制将平稳运行。最后，政策将构建更加开放包容的资本市场生态。外资和外资机构是中国资本市场的重要参与力量。政策进一步增强各类外资参与中国资本市场的便利度，让全球投资者更加顺畅、更加充分地分享中国创新发展机遇。

■ 3、对市场影响：政治局会议定调偏积极，保持政策连续性的同时预留储备政策空间，市场有望在震荡整固中夯实上行基础

我们认为，2025年上半年经济增速达5.3%，为全年目标奠定基础，但内外挑战仍存。7月政治局会议强调政策持续发力、适时加力。宏观政策定调持续发力、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。财政政策强调加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。货币政策保持流动性充裕，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，总量与结构双向发力。消费方面，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。投资方面，高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。外贸方面，扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。以科技创新引领新质生产力发展，推动市场竞争秩序持续优化。房地产以落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。政策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。因此，我们认为7月政治局会议定调偏积极，保持政策连续性的同时预留储备政策空间，释放出积极的政策信号。

市场方面，目前大盘来到3600点上方，技术面走势仍处于强势格局，不过高位也出现一定分化，特别是创业板的回调也显示出市场抛压有所加大，需要注意高位的震荡反复。随着7月政治局会议落地，近期应重点关注美国关税政策变动情况。短期大盘有望震荡整固中夯实上行基础，中长期有望在不确定性逐步明朗和出清后得以释放上行空间。

■ 风险提示

海外经济超预期下滑，以及中美贸易摩擦超预期恶化，导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势；行业监管趋严风险、市场大幅波动等风险。

表1：与2025年4月政治局会议要点对比

	2025. 4. 25	2025. 7. 30
经济形势	今年以来，各项宏观政策协同发力，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。	我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性。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。
工作目标	要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，坚定不移办好自己的事，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。	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。

宏观政策	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。	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。
消费/投资/进出口	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。
产业	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力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。	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。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。
房地产/化债/资本市场	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。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。持续稳定和活跃资本市场。	要持续防范化解重点领域风险。落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。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。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。
民生	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。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。	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。始终把人民群众生命安全放在第一位，加强安全

生产和食品安全监管，全力做好防汛应急抢险救灾，保障迎峰度夏期间能源电力供应。做好“十五五”规划编制工作。

资料来源：新华社、Wind、东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn