

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编: 100031

未提新刺激，政策主线转向“反内卷”

——逐句解读 7.30 政治局会议通稿

2025年7月31日

- 本次会议有一块非常规内容，决定10月召开二十届四中全会。
- 会议高度肯定上半年经济工作，不再提及“外部冲击”，对外部冲击更加淡然。
- 大的政策基调没有变化，强调保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，没有提到新的刺激计划，我们预计下半年增量政策出台的必要性空间较为有限。
- 货币政策上，未提及“降准降息”，下半年降息空间或较小。
- 财政政策上，仅提到“两重”建设，未提及“两新”政策，下半年“两新”政策力度可能有所减弱。
- 政策主线转向“反内卷”，具体措施可概括为“反内卷”三支箭，即治理无序竞争、推进产能治理、规范招商引资。
- 房地产政策上，依然保持平稳，未做大的调整，没有提到“棚改2.0”，也没有提到现房销售改革，更多是强调落实好中央城市工作会议精神。
- 会议强调“巩固资本市场回稳向好势头”，结合政策主线转向“反内卷”利好，A股可能仍处于牛市初期。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目 录

一、未提新刺激，政策主线转向“反内卷”	3
二、逐句解读	5
风险因素	8

图 目 录

图 1：去产能的真正含义是压低产能增速，而非产能绝对规模下降	4
图 2：反内卷下，产能过剩下行拐点或已到来，有望为资本市场带来一轮牛市	5



一、未提新刺激，政策主线转向“反内卷”

第一，本次会议有一块非常规内容，决定10月召开二十届四中全会。四中全会的主要议程是，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。今年是“十四五”收官之年，明年是“十五五”开局之年，按照历史惯例，今年中央将出台关于“十五五”规划的建议稿，明年两会将正式发布“十五五”规划。以往五年规划建议稿多由五中全会审议，本次由四中全会审议，这是一点区别。会议对“十五五”时期外部环境的判断上，不再提“重要战略机遇期”“和平与发展仍然是时代主题”，而是强调战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，国际竞争激烈。会议提出了“十五五”时期的三大核心目标，即经济发展、共同富裕、现代化进展，遵从了二十大报告做出的总的战略安排。

第二，会议高度肯定上半年经济工作，不再提及“外部冲击”，对外部冲击更加淡然。上半年，在外部冲击加大的背景下，中国经济增长5.3%，为全年顺利完成预期目标打下了很好的基础，会议对上半年经济工作给予了高度肯定。4月政治局会议将“外部冲击影响加大”定性为当前我国经济的主要问题，本次会议仅提到“当前我国经济运行依然面临不少风险挑战”，不再提及“外部冲击”。目前，中美双方在瑞典斯德哥尔摩举行的经贸会谈达成共识。从上半年实践看，外部冲击并不能损伤中国经济的活力和韧性，我们对外部冲击已经更加淡然。当然，美国继续对华加征关税的风险仍在，我国出口的不确定性仍大，会议对此也做了前瞻性考虑，做了相应部署，提出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等。

第三，大的政策基调没有变化，强调保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，没有提到新的刺激计划，我们预计下半年增量政策出台的必要性和空间较为有限。会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力，并没有排除增量政策，但在具体政策部署上，4月会议的提法是“用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，本次会议强调“落实落细”，显示下半年增量政策空间似乎不大。诚然，上半年经济取得超预期增长之后，下半年稳增长的压力较小。

第四，货币政策上，未提及“降准降息”，下半年降息空间或较小。4月会议曾提出“适时降准降息”，5月降准降息落地。本次会议只是强调，货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行，未再提及“降准降息”。我们认为，在“反内卷”政策主线下，货币政策加码发力的概率较低，下半年降息空间或较小。考虑到准备金缺口，年底前降准仍有可能。

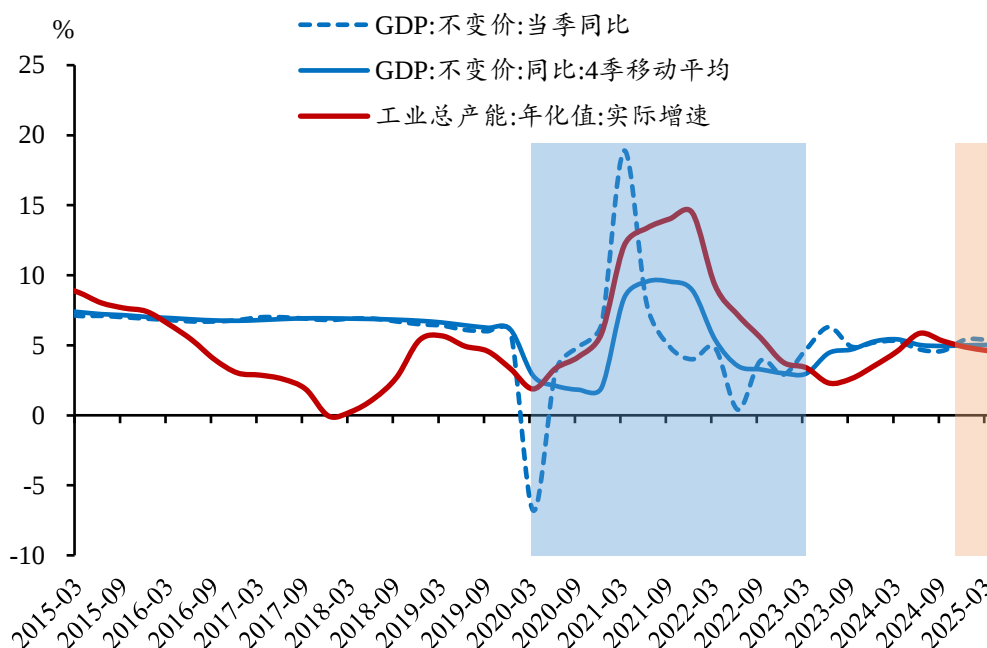
第五，财政政策上，仅提到“两重”建设，未提及“两新”政策，下半年“两新”政策力度可能有所减弱。会议对财政政策的部署主要有以下内容：加快政府债券发行使用，提高资金使用效率；兜牢基层“三保”底线；高质量推动“两重”建设。4月会议的提法是，加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。对比之下，本次会议仅提到“两重”建设，未提及“两新”政策，下半年“两新”政策尤其是大规模设备更新政策，力度可能有所减弱。

第六，政策主线转向“反内卷”，具体措施可概括为“反内卷”三支箭，即治理无序竞争、推进产能治理、规范招商引资。会议强调，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。上述三条措施，在7月初中央财经委第六次会议上都已经提到，我们概括为“反内卷”三支箭。

- **依法依规治理企业无序竞争。**7月初中央财经委会议的表述是“依法依规治理企业低价无序竞争”，本次会议删除了“低价”二字，主要考虑可能是为了与另外两支箭的文字表述更加协调，不必过度解读。
- **推进重点行业产能治理。**7月初中央财经委会议的表述是“推动落后产能有序退出”，本次会议表述发生较大变化。我们测算，在供给侧改革去产能的政策实施下，2017年我国规上工业总产能实际增速最低降至零，但并未负增长，由此可见，去产能的真正含义是压低产能增速，而非产能绝对规模下降（图1），本次会议使用“产能治理”表述，主要考虑可能是追求更加精准，避免产生歧义。
- **规范地方招商引资行为。**与7月初中央财经委会议的表述保持一致。规范地方招商引资行为，有助于从源

头上减少“内卷式”竞争。

图 1：去产能的真正含义是压低产能增速，而非产能绝对规模下降

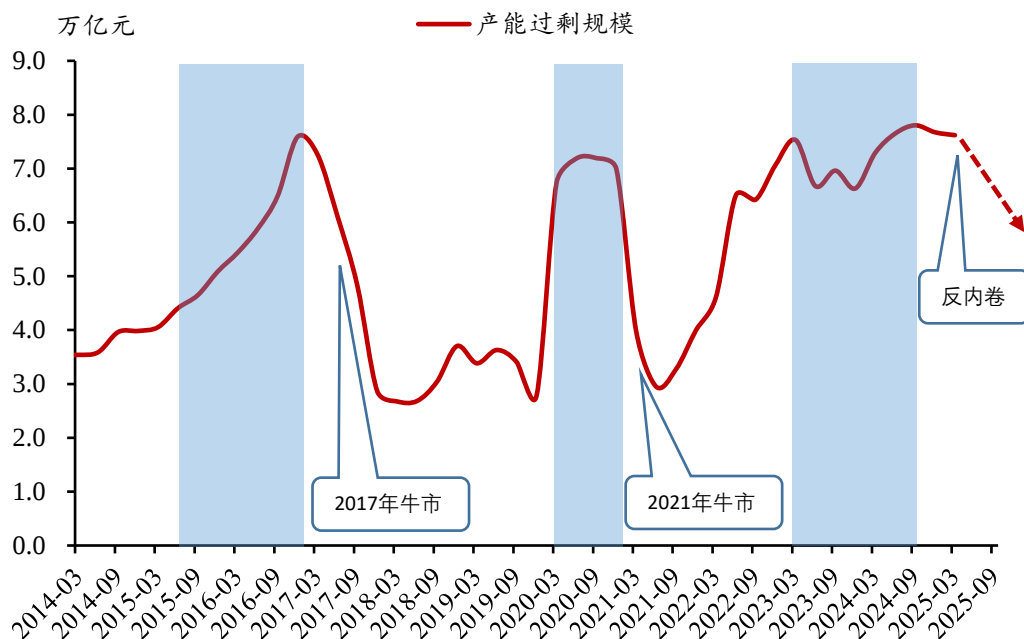


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第七，房地产政策上，依然保持平稳，未做大的调整，没有提到“棚改 2.0”，也没有提到现房销售改革，更多是强调落实好中央城市工作会议精神。

第八，会议强调“巩固资本市场回稳向好势头”，结合政策主线转向“反内卷”利好，A 股可能仍处于牛市初期。近几次中央会议连续提到资本市场，去年底中央经济工作会议提出“打通中长期资金入市卡点堵点”，今年 4 月政治局会议提到“持续稳定和活跃资本市场”，本次会议继续强调“巩固资本市场回稳向好势头”，体现了中央对资本市场一如既往的高度重视。我们测算，本轮产能过剩规模高点出现于 2024 年三季度，此后开始缓慢下降。在“反内卷”的政策主线下，产能过剩下行拐点或已到来，随着各行各业“反内卷”措施不断落地，产能过剩化解进程有望进一步加快。回顾历史，每次产能过剩下行拐点到来，都为资本市场带来了一轮牛市，2017 年和 2021 年均是如此（图 2）。站在当下，我们可能仍处于新一轮牛市的初期。

图 2：反内卷下，产能过剩下行拐点或已到来，有望为资本市场带来一轮牛市



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、逐句解读

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。（**党章规定，中央委员会全体会议由中央政治局召集，每年至少举行一次。二十届三中全会已于 2024 年 7 月召开，二十届四中全会拟于今年 10 月召开，符合党章规定。今年是“十四五”收官之年，明年是“十五五”开局之年，按照历史惯例，今年中央将出台关于“十五五”规划的建议稿，明年两会将正式发布“十五五”规划。以往五年规划建议稿多由五中全会审议，本次由四中全会审议，这是一点区别。**）会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。（**每年 7 月的中央政治局会议都会分析研究经济形势和经济工作，这是本次会议的常规内容。**）中共中央总书记习近平主持会议。

会议指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，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，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、丰富人才资源优势更加彰显，要保持战略定力，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。（**“十五五”时期即 2026-2030 年。“十四五”时期，中央对外部环境的判断是我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化；和平与发展仍然是时代主题，但面临单边主义、保护主义、霸权主义等威胁。“十五五”时期，中央对外部环境的判断是战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，国际竞争激烈。对比之下，还是有不少微妙的变化。**）

会议强调，“十五五”时期经济社会发展要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，全面贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，围绕全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的中心任务，完整准确全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，加快构建新发展格局，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，推动人的全面发展、

全体人民共同富裕迈出坚实步伐，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。（本段阐述了“十五五”时期的三大核心目标，即经济发展、共同富裕、现代化进展。二十大报告曾提出，全面建成社会主义现代化强国，总的战略安排是分两步走：从2020年到2035年基本实现社会主义现代化；从二〇三五年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。在总的战略安排中，对经济发展、共同富裕、现代化进展都有部署，“十五五”时期的发展目标均遵从于总的战略安排。）

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门积极作为、攻坚克难，加紧实施更加积极有为的宏观政策，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。（上半年，在外部冲击加大的背景下，中国经济增长5.3%，为全年顺利完成预期目标打下了很好的基础，中央对上半年经济工作给予了高度肯定。）

会议指出，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。（4月政治局会议将“外部冲击影响加大”定性为当前我国经济的主要问题，本次会议仅提到“当前我国经济运行依然面临不少风险挑战”，不再提及“外部冲击”。目前，中美双方在瑞典斯德哥尔摩举行的经贸会谈达成共识。从上半年实践看，外部冲击并不能损伤中国经济的活力和韧性，我们对外部冲击已经更加淡然。）

会议强调，做好下半年经济工作，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，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（大的政策基调没有变化，强调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（继续强调“四稳”，“四稳”系4月政治局会议在对等关税下首次提出），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。

会议指出，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。（4月会议的提法是“用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，本次会议强调“落实落细”，下半年增量政策空间似乎不大，与上半年经济增长超预期形成对应。）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。（4月会议曾提出“适时降准降息”，5月降准降息落地，本次会议未再提及“降准降息”，下半年降息空间或较小。）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。（4月会议曾提出创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，5月央行设立服务消费与养老再贷款，本次会议未再提及设立新的工具，而是强调用好已有工具。）支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。

会议强调，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。（4月会议的提法是，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。本次会议仅提到“两重”建设，未提及“两新”政策，“两新”政策尤其是大规模设备更新政策，力度可能有所减弱。与此同时，政策重心转到“反内卷”上来。）

会议指出，要坚定不移深化改革。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。（以上三条，我们称之为“反内卷”三支箭，在7月初中央财经委第六次会议上都已经提到，当时的表述是“依法依规治理企业低价无序竞争”“推动落后产能有序退出”“规范地方招商引资”，这次的最大变化是用“产能治理”的表述替代了“产能退出”。我们测算，2016年在供给侧改革去产能的政策实施下，我国规上工业总产能实际增速最低降至零，但并未负增长，由此可见，去产能的真正含义是压降产能增速，而非产能退出，本次会议“产能治理”的措辞更加精准，避免产生歧义。）坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

会议强调，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。（下半年，美国继续对华加征关税的风险仍在，我国出口的不确定性仍大，中央对此也做了前瞻性考虑，做了相应部署。）

会议指出，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。（房地产政策依然保持平稳，未做大的调整，没有提到“棚改2.0”，也没有提到现房销售改革，更多是强调落实好中央城市工作会议精神。）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。（近几次会议连续提到资本市场，去年底中央经济工作会议提出“打通中长期资金入市卡点堵点”，今年4月政治局会议提到“持续稳定和活跃资本市场”，本次会议继续强调“巩固资本市场回稳向好势头”，体现了中央对资本市场的高度重视。）

会议强调，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。（据教育部数据，2025届全国普通高校毕业生规模预计达1222万人，同比增加43万人。当前，高校毕业生就业工作进入离校后接续服务的新阶段。）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。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。

会议指出，要充分调动各方面积极性。领导干部要树立和践行正确政绩观，按照新发展理念做好经济工作。企业家要勇立潮头，以优质产品和服务赢得市场竞争主动。各地区各部门要全面落实党中央决策部署，用好深入贯彻中央八项规定精神学习教育成果，为高质量发展提供强大动能。

会议还研究了其他事项。

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。