

2025年07月30日

继续强调反内卷，A股慢牛趋势不变

事件点评

投资要点

- ◆ **总体定调：对上半年经济运行表述较积极，下半年政策发力空间仍较充裕。**（1）会议对上半年经济运行表述较积极：会议表示，今年以来我国经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展。（2）下半年政策发力空间仍较充裕，但可能更注重节奏和精准施策。一是会议强调宏观政策要持续发力、适时加力，下半年政策仍留有充裕空间。二是会议强调要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策：首先，财政政策上，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，制造业和基建投资可能维持较高增速；其次，货币政策上，要保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具，后续央行可能通过再贷款等手段精准投放流动性。
- ◆ **超预期、新增和重点强调的：四中全会召开时间确定、反内卷、资本市场政策、促消费、科技创新等。**（1）超预期的：会议确定四中全会召开时间，提振后续政策预期。（2）新增的提法：反内卷、资本市场政策和鼓励民营企业。一是会议再次重点强调反内卷：首先，会议提出依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，显示对重点行业反内卷去产能的意愿较强；其次，提出规范地方招商引资行为，显示政策从限制增量的角度防范内卷。二是会议明确提出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，显示会议对股市当前慢牛走势的充分肯定，后续对资本市场的提振政策大概率延续。三是首次强调企业家要勇立潮头，显示对民营企业发展的鼓励和支持。（3）重点强调的：稳就业、促消费、科技创新。一是稳就业是政策着力的重点。二是消费相关政策优先级提高。三是继续支持科技创新。
- ◆ **对市场趋势的影响：偏正面，A股慢牛趋势延续。**（1）分子端：会议可能提振经济和盈利修复预期。一是会议对财政和货币政策表述依然积极，同时强调要提振消费，对后续投资和消费增速可能继续有支撑。二是会议继续强调反内卷，政策发力下PPI可能回升，企业盈利有望改善。（2）流动性：会议继续支撑国内流动性宽松。一是会议强调维持流动性充裕、促进社会综合融资成本下行，显示流动性投放可能更为精准；此外，美联储仍处于降息周期中，在海外宽松时国内大概率跟随。二是会议可能加速股市增量资金流入。（3）风险偏好：会议对市场情绪仍有支撑。一是确定四中全会召开时间，提振后续政策预期；二是进一步强调反内卷，对于经济和盈利回升的预期有提振；三是鼓励民营企业发展，对市场情绪有支撑。
- ◆ **对行业配置的影响：科技成长、反内卷相关行业、消费等可能受益。**一是会议强调以科技创新引领新质生产力发展，推动科技创新和产业创新深度融合；因此新质生产力相关的TMT、机械、军工、电新、医药等科技成长行业可能受益。二是会议强调要依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，因此存量反内卷相关煤炭、钢铁、建材、电新、汽车、化工和物流等行业可能受益；此外，会议强调要规范地方招商引资行为，因此控制增量相关的半导体、机器人、人工智能等新兴科技行业可能受益。三是会议强调要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；因此与“以旧换新”提振商品消费相关家电、消费电子、商贸零售等，以及与服务消费相关的社服、食品、美容等行业可能受益。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsc.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsc.cn

相关报告

情绪连续高位并逐步推高定价指标，关键期或适度警惕阶段性变盘可能-华金证券新股周报 2025.7.27

八月继续震荡偏强，周期和成长占优 2025.7.26

反内卷下周期行情短期可能持续 2025.7.24
新股板块延续震荡活跃走势，后段活跃周期须警惕博弈难度提升-华金证券新股周报 2025.7.20

当前行情与2014年和2020年的异同 2025.7.19



内容目录

一、定调积极，聚焦反内卷、科技创新、促消费等多个方向	3
（一）上半年经济运行向好，下半年政策发力空间充裕	3
（二）超预期、新增和重点强调的：四中全会、反内卷等	4
二、对市场影响偏正面，关注科技和消费	5
（一）市场趋势：偏正面，A 股延续震荡偏强走势	5
（二）行业配置：科技成长、消费和反内卷等行业可能受益	6
三、风险提示	6

图表目录

图 1：比照 2024 年 9 月及 2025 年 4 月政治局会议通稿表述一览	4
图 2：我国消费者信心指数平稳增长	5
图 3：美国 PMI 较低外需偏弱	5
图 4：二季度居民人均消费支出稳健增长	6
图 5：光伏行业综合价格指数 7 月开始上涨	6

事件：中共中央政治局于 2025 年 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

一、定调积极，聚焦反内卷、科技创新、促消费等多个方向

（一）上半年经济运行向好，下半年政策发力空间充裕

总体定调：对上半年经济运行表述较积极，下半年政策发力空间仍较充裕。（1）会议对上半年经济运行表述较积极：会议表示，今年以来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。（2）下半年政策发力空间仍较充裕，但可能更注重节奏和精准施策。一是会议强调宏观政策要持续发力、适时加力，对下半年经济运行充满信心的同时政策仍留有充裕空间。二是会议强调要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策：首先，财政政策上，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，制造业和基建投资可能维持较高增速；其次，货币政策上，要保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具，后续央行可能通过再贷款、再贴现等手段精准投放流动性。

图 1：比照 2024 年 9 月及 2025 年 4 月政治局会议通稿表述一览

	2024年9月中央政治局会议	2025年4月中央政治局会议	2025年7月中央政治局会议
当前经济形势判断	我国基本面的市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时，当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务	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。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，统筹国内国际经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己该办的事，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	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的，我国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，要准确把握形势，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
财政货币政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息	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
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施	持续稳定和活跃资本市场	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
房地产	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和老旧小区改造。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	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
民生	要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强的低收入人口救助帮扶。要抓好粮食和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全	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
外贸	要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境	加快推动内外贸一体化。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径	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
消费	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态	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

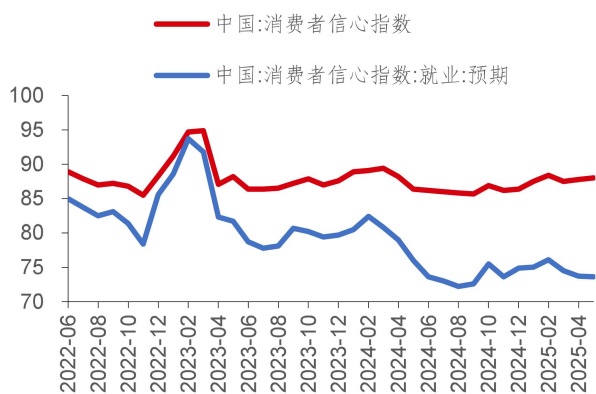
资料来源：华金证券研究所整理

（二）超预期、新增和重点强调的：四中全会、反内卷等

超预期、新增和重点强调的：四中全会召开时间确定、反内卷、资本市场政策、促消费、科技创新等。（1）超预期的：会议确定四中全会召开时间，提振后续政策预期。一是本次政治局会议决定今年 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，当前确定会议时间超市场预期。二是四中全会仍可能聚焦高质量发展，科技创新和提振消费等政策预期持续：首先，四中全会将研究关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议，大概率仍将聚焦高质量发展、新质生产力相关议题；其次，当前科技和消费仍是政策聚焦的核心，因此四中全会大概率仍将继续完善科技产业发展规划，同时在外需低迷、地缘风险可能加剧的大环境下，扩张内需的必要性和迫切性仍在上升，促消费相关的举措可能继续加码，发放消费券、降低存款利率、稳楼市稳就业等政策有望继续从供需两端落实。（2）新增的提法：反内卷、资本市场政策和鼓励民营企业。一是会议再次重点强调反内卷：首先，会议提出依法依规治理企业无序竞争，推进重

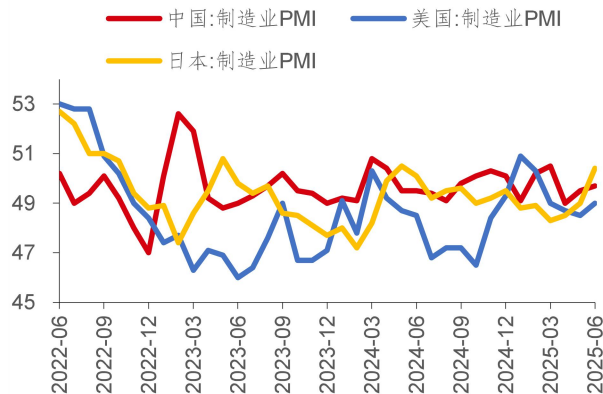
点行业产能治理，显示对重点行业反内卷去产能的意愿较强；其次，提出规范地方招商引资行为，显示政策从限制增量的角度防范内卷；最后，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平，体现了政策对农产品价格偏低的关注。二是会议明确提出增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头，显示会议对股市当前慢牛走势的充分肯定，后续对资本市场的重视和提振政策大概率延续。三是首次强调企业家要勇立潮头，以优质产品和服务赢得市场竞争主动，这显示对民营企业发展的鼓励和支持。（3）重点强调：稳就业、促消费、科技创新。一是稳就业是政策着力的重点：会议强调要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业，民生兜底保障进一步加强，为经济持续回升向好提供坚实基础。二是消费相关政策优先级提高：会议强调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，显示“以旧换新”等促进商品消费和发展服务消费并重。三是继续支持科技创新：会议强调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，显示支持科技创新的政策导向不变。

图 2：我国消费者信心指数平稳增长



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：美国 PMI 较低外需偏弱



资料来源：华金证券研究所，wind，iFinD

二、对市场影响偏正面，关注科技和消费

（一）市场趋势：偏正面，A 股延续震荡偏强走势

短期对市场趋势影响偏正面，A 股延续震荡偏强走势。（1）分子端：提振经济和盈利修复预期。一是对当前经济增长态势表述积极，同时明确后续政策发力空间充裕，财政、货币政策仍有望加力配合，叠加促消费政策仍是发力重点，对于后续投资和社零增速可能有提振。二是“反内卷”政策实施下淘汰关键产业落后产能，有望推动关键资源品价格回升，同时政策发力下 PPI 同比可能回升，盈利增速有望改善。（2）流动性：国内流动性维持宽松。一是宏观方面流动性维持宽松，当前美联储降息周期大概率未完，美元指数低位震荡下对国内流动性宽松掣肘减轻，海内外货币政策宽松节奏可能趋同，央行后续操作可能转向精准投放，货币政策工具较为充裕，流动性维持宽松趋势不变。二是微观资金也有望加速流入，会议明确增强国内资本市场的吸引力和包容性，后续优化资本市场环境、完善监管制度等措施可能加速落地，政策推动中长期资金流入趋势不变。（3）风险偏好：积极政策预期提振市场情绪。一是四中全会确定召开，同时“反内卷”

政策进一步明确，对于后续稳增长政策落地的预期有所强化。二是提出企业家要勇立潮头，对民营企业政策重视度上升，市场情绪可能提振。

（二）行业配置：科技成长、消费和反内卷等行业可能受益

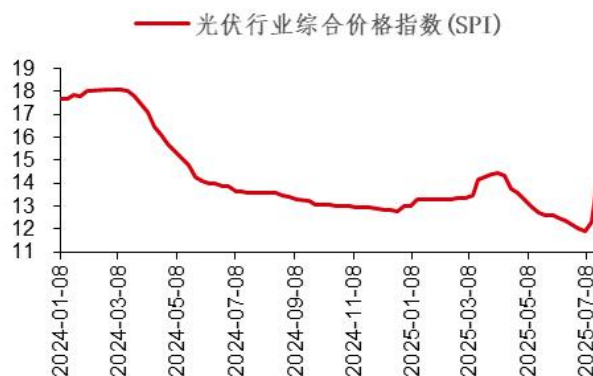
对行业配置的影响：科技成长、反内卷相关行业、消费等可能受益。一是会议强调以科技创新引领新质生产力发展，推动科技创新和产业创新深度融合；因此新质生产力相关的 TMT、机械、军工、电新、医药等科技成长行业可能受益。二是会议强调要依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，因此存量反内卷相关煤炭、钢铁、建材、电新、汽车、化工和物流等行业可能受益；此外，会议强调要规范地方招商引资行为，因此控制增量相关的半导体、机器人、人工智能等新兴科技行业可能受益。三是会议强调要深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点；因此与“以旧换新”提振商品消费相关家电、消费电子、商贸零售等行业，以及与服务消费相关社服、食品、美容护理等新消费行业可能受益。

图 4：二季度居民人均消费支出稳健增长



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：光伏行业综合价格指数 7 月开始上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：**文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：**经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：**受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn