

2025 年 07 月 30 日

宏观研究团队

充分释放，有效释放——7 月政治局会议学习

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● **事件：**中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势和工作。

1.形势判断：上半年经济展现强大活力和韧性，下半年要增强忧患意识。“十五五”要积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，指向有望继续扩大内需。

会议明确将于 10 月召开中共二十届四中全会，研究“十五五”规划。会议指出，“‘十五五’时期要保持战略定力，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”，指向“十五五”期间的宏观主线有望聚焦于积极扩大内需，应对外部变化，可密切关注新质生产力相关的制造业投资（国产替代）、更新投资（城市更新、新基建）、服务消费等方面。

回归短期，会议肯定上半年我国经济工作，指出“我国经济展现强大活力和韧性”；也指出当前“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”，“努力完成全年经济社会发展目标任务”，意味着在完成经济目标的要求下，政策会继续做好逆周期支持。

2.政策基调：持续发力、适时加力、关键在于释放政策效应。

会议指出“宏观政策要持续发力、适时加力”（4 月为“加紧实施”），更关键的是强调“充分释放政策效应，有效释放内需潜力”，指向下半年宏观政策将在稳定中保持灵活性，并且更加强调提升政策效应和效果。

(1) 财政重在存量政策落实落细，更重“质”，重点是提高政策效果。会议指出“落实落细更加积极的财政政策”，“落实落细”对应 4 月份的“用好用足”，指向财政政策已充分出台，接下来更注重抓落实。同时会议指出“充分释放政策效应”，我们理解在这个阶段财政可能更加重视“质”而非“量”，比如通过提振社会信心增加财政乘数效应，以及在可能出现透支效应的领域进行灵活调整等。从这个角度来讲，鉴于商品以旧换新在部分领域已经出现透支效应，因此后续需要培育透支效应偏弱的服务消费，以及通过“一老一小”等民生保障政策促进消费提升，可以更具持续性（社保民生类政策的乘数效应具有“短期低长期高”的特点），这一点也对应了会议原文指出的“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”。具体举措与 4 月区别不大，强调政府债券的尽快发行和优化资金使用效率。我们测算，专项债和超长期特别国债在三季度还将保持一定发行强度，广义财政发力下消费以旧换新、“两重”投资将稳步推进。若临近年底财政收入缺口扩大，再观察加码的可能性。

(2) 货币仍保留降准降息的可能，四季度概率大于三季度。会议用“促进社会综合融资成本下行”替换了“适时降准降息”，或指向短期降准降息的概率下降，但鉴于四季度经济增速仍存下行压力以及美联储可能落地降息，我们认为国内降准降息的时间点方面，四季度比三季度概率更高。结构性货币工具由“创设”变为“用好”，支持领域在科技、消费、外贸外新增了小微企业。

(3) 扩内需方面同样侧重“有效”，会议指出“有效释放内需潜力”，消费端关注服务消费增长点和民生保障，投资端关注“两重”、雅下工程、新型政策性工具以及城市更新。尽管本次未提及新型政策性金融工具，但 7 月多地已在对新型政策性金融工具实施方案征求意见并开始项目储备，预计三季度或将落地，叠加雅下水电正式开工，有望对基建形成拉动。此外，会议延续了中央城市工作会议精神的“高质量开展城市更新”。鉴于城市发展正从增量扩张阶段转向存量提质增效阶段，本轮城市更新应以存量改造升级为主，除了涵盖城中村和危旧房改造、好房子建设、城乡融合发展等地产投资，还会带动老旧管线改造、基础设施投资的绿色和智能化改造升级、生活性服务业投资等基建领域，形成长期拉动。

(4) 全国统一大市场建设和“反内卷”叠加，是一项系统性工程。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”，结合 7 月 23 日党外人士座谈会提到“破除‘内卷’，畅通国内大循环”，指向“全国统一大市场建设”应是下一阶段改革的重点任务。我们认为，这是一项复杂的系统性工程，不仅依靠行政力量和市场兼并重组破除内卷，更需要结合产业政策调整、财税体制改革、地方考核优化、扩内需政策加码等统筹推进，需持续观察。

(5) 稳外贸和民生保障是兜底措施。会议提出“稳住外贸外资基本盘”，鉴于后续抢出口动能存在不确定性，稳外贸政策需要发挥兜底作用。民生方面突出就业优先和惠民政策。近期育儿补贴落地，也是扩大消费的一环。

(6) 仍重视“稳股市”。会议提出“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”指向或将持续吸引长期资金入市，稳住资本市场。

● **风险提示：**经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《反内卷初见成效——兼评 6 月企业利润数据》-2025.7.28

《高质量开展城市更新——宏观周报》-2025.7.27

《广义财政支出强度大幅提升——宏观经济点评》-2025.7.26

附表 1：近两年中央重要会议“反内卷”的表述变化

时间/会议	相关内容表述
2025 年 7 月 政治局会议	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。
2025 年 7 月 中央财经委员会第六次会议	要聚焦重点难点， 依法依规治理企业低价无序竞争 ，引导企业提升产品品质， 推动落后产能有序退出 。
2025 年 4 月 政治局会议	大力推进 重点产业提质升级 ，坚持标准引领， 规范竞争秩序 。
2024 年 12 月 中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争， 规范地方政府和企业行为 。
2024 年 7 月 中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2023 年 12 月 中央经济工作会议	加快全国统一大市场建设，着力破除各种形式的地方保护和市场分割。有效降低全社会物流成本。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

附图 1：供给侧产能优化政策重心的变革



资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

附表 2：近三次政治局会议对比

对比	2025年7月政治局会议	2025年4月政治局会议	2024年12月政治局会议
总结回顾	经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。但仍面临不少风险挑战，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。但回升向好基础仍需进一步稳固，外部冲击影响加大，扎实做好经济工作， 强化底线思维 。	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 。
政策基调	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， 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，完整准确贯彻新发展理念，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移扩大对外开放水平， 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 ，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。	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。
财政&货币政策	宏观政策要持续发力、适时加力，充分释放政策效应。要 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。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。	加紧实施更加积极有为的宏观政策。财政政策要“更加积极”， 加快专项债、超长期特别国债发行使用 。货币政策要“适度宽松”， 兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，并创设新的结构性货币政策工具、设立新型政策性金融工具，加强超常规逆周期调节 。	明年要坚持稳中求进、以进促稳， 守正创新、先立后破，系统集成、协同配合 。实施 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱， 加强超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
风险领域/地产/金融	持续防范化解重点领域风险， 高质量开展城市更新。严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清 。	持续防范化解重点领域风险 。继续实施一揽子化债政策， 加快解决拖欠企业账款问题。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。房地产要加快构建发展新模式， 加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策 。持续稳定和活跃资本市场。	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 。
重点政策举措	(1) 内需：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。 (2) 产业与改革：以科技创新引领新质生产力发展。纵深推进全国统一大市场建设，推动重点行业产能治理，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。规范地方招商引资行为。 (3) 对外开放：扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘，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。 (4) 民生：扎实办好民生实事，落实落细就业优先惠民政策，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。健全分层分类社会救助体系。夯实“三农”基础，保障能源电力供应。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。 (5) 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。	(1) 消费&投资：提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，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，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。 (2) 产业：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“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。坚持多措并举帮扶困难企业，加强融资支持。推动内外贸一体化。 (3) 改革开放：加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。 (4) 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。 其他：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面。	(1) 消费&投资：要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 (2) 产业：要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。 (3) 改革：要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。 (4) 开放：要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。 (5) 城乡建设：要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。 (6) 环保：要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。 (7) 民生：要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福安全感。 其他：要充分调动各方面积极性，调动干事创业的内生动力。要坚持求真务实，统筹发展和安全，增强协同联动，加强预期管理，提高政策整体效能。要做好民生保障和安全稳定各项工作，确保社会大局稳定。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn