



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：张馨月

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

近期一系列政策之间的关系

基本内容

从近期重要政策和会议的表态看，当前政策的主线是加快改革和高质量发展。7 月的财经委会议“反内卷”、中央城市工作会议和 6 月的《解决群众急难愁盼的意见》，本质都对应了三中全会全面深化改革的重点：构建全国统一大市场、以人为本的新型城镇化、要素市场化、公共服务与常住人口挂钩。

从改革的视角看，“反内卷”不等于“涨价去产能”，城市更新也不等于“棚改 2.0”。地方高质量发展的答案是“投资于人”，这不仅体现在宜居、韧性、智慧这些硬件投资上，也体现在补齐基本公共服务短板、推进农业转移人口市民化这些软件投资上。在土地财政不可持续的将来，直接的消费税和各种消费场景间接带来的企业税，将逐渐成为地方政府重要的财政来源。所以对地方政府来说，聚人气就是聚财气，“投资于人”就是投资于未来的财税收入。

尽管政策影响容易在短期被高估、长期被低估，但预期不会迅速收敛，而是经历一个发酵过程，直至下一个重要会议召开。在情绪和流动性的双重驱动下，市场开始酝酿牛市氛围，但目前基本面和政策面不足以刺激去年 9 月底的指数行情，除非出现类似于 2014 年的情况，但这种情景发生的概率仍然较低。

展望未来，7 月底的政治局会议是一个重要节点，将检验或可能更换当前阶段政策刺激所推动的主题。此后，中美会面以及阅兵等事件也将是重要的时间点，检验市场风险偏好走高的可持续性。

风险提示

对政策的理解存在偏差，美元指数超预期上行，“反内卷”效果和市场预期存在偏差。



在三中全会全面深化改革《决定》出台一周年之际，近期出台的一系列重要政策和会议精神均指向了共同的政策方向——三中全会定调的改革部署要提速，地方政府要履行高质量发展。

7月的财经委会议“反内卷”、中央城市工作会议和6月的《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》，分别对应了改革的三个重点：构建全国统一大市场、以人为本的新型城镇化、与常住人口挂钩的基本公共服务制度。

从改革的视角看，7月1日召开的中央财经委会议“综合治理内卷式竞争”的核心思想是“破除地方保护”，即规范地方政府招商引资行为，破除地方保护和市场分割，实施好《公平竞争审查条例》，减少地方政府对市场的直接干预和对资源的扭曲配置。

造成“内卷”的原因是市场失灵，质量监督不足，退出机制不足，导致“劣币驱逐良币，良币活不好、劣币死不了”的局面。所以“反内卷”，也应该是针对质量问题和补贴问题“对症下药”，而不是“涨价去产能”。需求不足的情况下，涨价难；地方保护的情况下，去产能也难。

“反内卷”对地方政府提出的进一步要求，是“树立正确的政绩观，加快政府职能转变，尊重产业发展规律，优化产业布局，避免盲目重复建设，提高发展质量”。

对地方政府来说，用“保护主义、税费返还、违规补贴”的方式，搞“重复建设、产能复制”的“内卷式”发展道路，财经委会议宣告走不通了；用“大拆大建、摊大饼式”的方式，搞城镇化冲锋和土地财政的发展道路，城市工作会议也宣告走不通了。

地方要怎么高质量发展？答案是“投资于人”。这也是7月14日召开的中央城市工作会议的核心思想：城市的高质量发展，就是“以人为本的新型城镇化”。7月14日人民日报头版头条文章《走出一条中国特色城市发展道路》中也指出，“人民城市为人民，要持续保障和改善民生”。

如果说“反内卷”是对地方政府在产业高质量发展层面提出的总体要求，那么“以人为本”则是对地方政府在城市高质量发展层面提出的总体要求，具体到工作抓手，就是“城市更新”。

所以从改革的视角看，反内卷不是“涨价去产能”，城市更新不是“棚改2.0”。

相比2015年城市工作会议提到“加快棚户区改造，加快老旧小区改造”，这次会议仅表述为“稳步推进城中村和危旧房改造”。求是网7月8日发布的《城市更新，更新什么？》中也强调，“城市更新不是‘建新’，不是大拆大建”，而是打造宜居、韧性、智慧的城市。

“投资于人”，不仅体现在宜居、韧性、智慧这些硬件投资上，也体现在补齐基本公共服务短板、推进农业转移人口市民化这些软件投资上。

6月9日中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》，明确“全面取消在就业地参加社会保险的户籍限制”、“推行由常住地提供基本公共服务”。

近期政策多次表态要“建立促消费长效机制”，在财政资源相对有限的情况下，未来的增量政策将持续向民生领域倾斜。7月10日，人社部和财政部宣布将2025年退休人员基本养老金提高2%，并明确重点向中低收入群体倾斜。

当前中国城镇化率和户籍城镇化率相差18个百分点，相当于2.5亿城镇消费人口，完善公共服务短板可以释放中低收入群体的消费潜力，取消户籍限制又可以释放农村转移人口的消费潜力。

在土地财政不可持续的将来，直接的消费税和各种消费场景间接带来的企业税，将逐渐成为地方政府重要的财政来源。所以对地方政府来说，聚人气就是聚财气，“投资于人”就是投资于未来的财税收入。

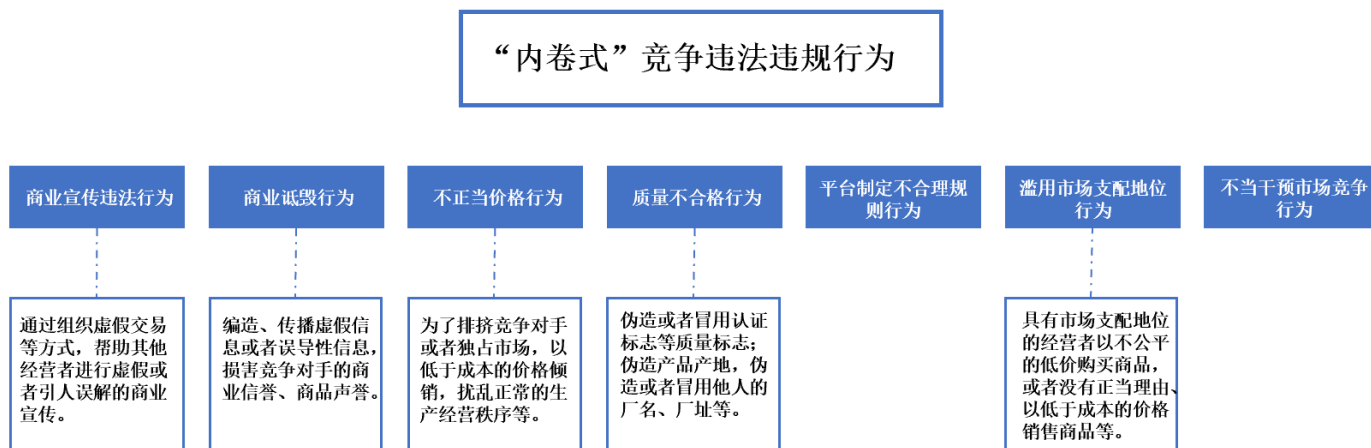
尽管市场受“反内卷”和“城市更新”的政策预期刺激，走出了“供改2.0”和“棚改2.0”的主题行情，但是“反内卷”和“城市更新”恰恰反映出的是“加快深化改革和高质量发展，不搞需求侧大刺激，也不走供给侧重复投资建设”的政策思路，这也是市场的预期差所在。

尽管政策影响容易在短期被高估、长期被低估，但预期不会迅速收敛，而是经历一个发酵过程，直至下一个重要会议召开。在情绪和流动性的双重驱动下，市场开始酝酿牛市氛围，但目前基本面和政策面不足以刺激去年9月底的指数行情，除非出现类似于2014年的情况，但这种情景发生的概率仍然较低。

展望未来，7月底的政治局会议是一个重要节点，将检验或可能更换当前阶段政策刺激所推动的主题。此后，中美会面以及阅兵等事件也将是重要的时间点，检验市场风险偏好走高的可持续性。

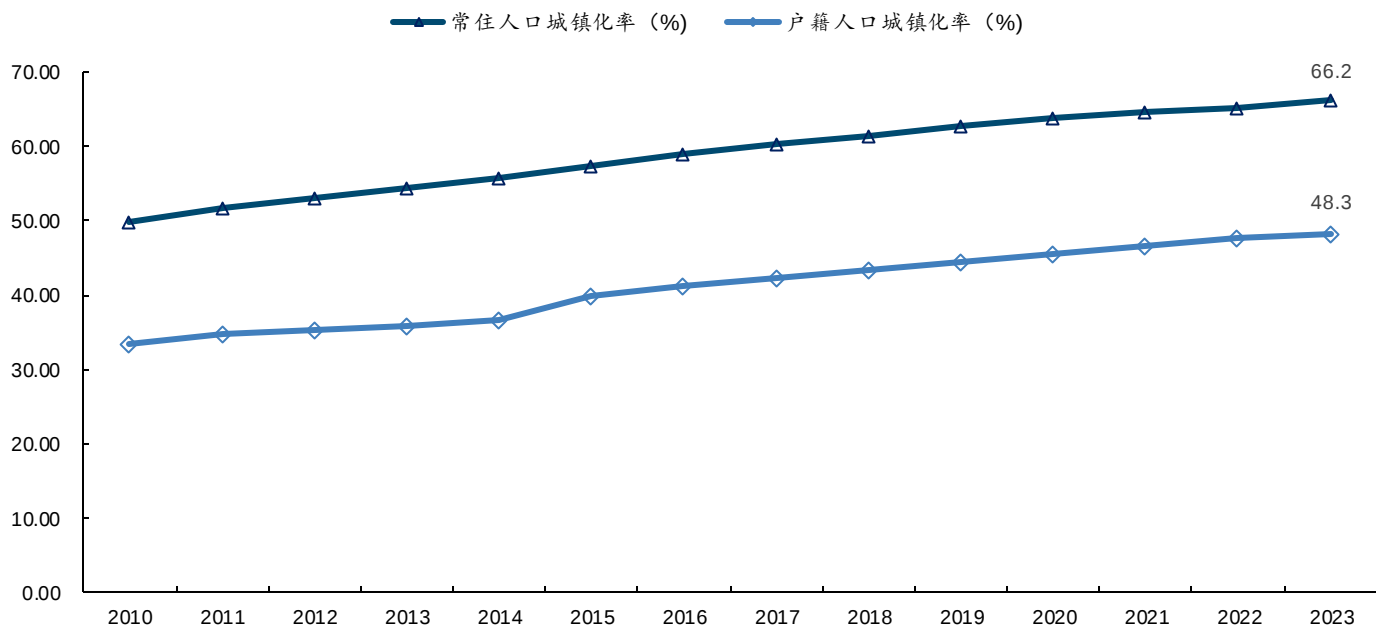


图表1：市场监督管理总局公布7类可能导致“内卷式”竞争的典型违法违规行为



来源：央视网，国金证券研究所

图表2：我国常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率相差18个百分点



来源：Wind，《中国统计年鉴》，国金证券研究所

风险提示

- 1) 对政策的理解存在偏差。由于对政策的理解存在主观性，对近期政策举措的解读可能与政策的真实意图存在偏差。
- 2) 美元指数超预期上行。流动性充裕是支撑当前市场情绪的关键因素，如果美元指数超预期上行或美联储9月降息预期落空，将影响市场风险走高的可持续性。
- 3) “反内卷”效果和市场预期存在偏差。本轮“反内卷”以行业自律和加强市场监管为主，考虑到就业压力和需求偏弱的情况，实际落地效果可能与市场预期存在偏差。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究