



2025年8月7日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

## 相关报告

1.英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是5月CPI当月同比承压主因，6月我国PPI当月同比大概率还将低位徘徊

2.英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）

3.英大证券宏观评论：4月我国PPI同比与美国CPI同比大概率双双下行，美联储降息时点或在6月左右（20250414）

4.英大证券宏观评论：25年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实A股市场“政策底”（20250331）

5.英大证券宏观评论：1月CPI月度边际上行幅度略强于季节性，美国CPI同比或不具备大幅上行的基础（20250214）

6.英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）

7.英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

8.英大证券宏观评论：制造业PMI连续2个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年3季度左右（20241206）

9.英大证券宏观评论：2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年（20241120）

10.英大证券宏观评论：2024年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）

11.英大证券宏观评论：全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场（20241030）

# “适时加力”落在4季度概率大于3季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头

## ——730政治局会议学习体会

➤ 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。中共中央总书记习近平主持会议。我们学习并体会如下：

- 一、10月召开二十届四中全会，研究关于制定“十五五”规划的建议；
- 二、发展环境面临深刻复杂变化，全球政治经济格局与能源供需是主要海外风险；
- 三、2季度宏观经济还存在些许“隐忧”，下半年我国宏观经济依旧面临压力；
- 四、政策力度较425政治局会议下降，“适时加力”落在4季度概率大于3季度；
- 五、服务消费近4个月表现优于商品消费，730政治局会议未提“两新”政策；
- 六、加快培育新兴支柱产业，“推进重点行业产能治理”利空制造业投资；
- 七、中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头，我国城镇化脚步大概率放缓。
- 风险提示：1.关税对我国出口的影响超预期；2.美联储降息力度低于预期。
- 注：本文所有数据，均来自WIND资讯，经英大证券研究所整理。

## 正文目录

一、10月召开二十届四中全会，研究关于制定“十五五”规划的建议 .....	3
二、发展环境面临深刻复杂变化，全球政治经济格局与能源供需是主要海外风险 .....	4
三、2季度宏观经济还存在些许“隐忧”，下半年我国宏观经济依旧面临压力 .....	5
四、政策力度较425政治局会议下降，“适时加力”落在4季度概率大于3季度 .....	7
五、服务消费近4个月表现优于商品消费，730政治局会议未提“两新”政策 .....	8
六、加快培育新兴支柱产业，“推进重点行业产能治理”利空制造业投资 .....	9
七、中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头，我国城镇化脚步大概率放缓 .....	11

## 图表目录

图1：2024年同期4.70%的低基数，是2季度GDP不变价当季同比位于高位的原因之一（%） .....	5
图2：2季度工业产能利用率与制造业产能利用率的表现均不理想（%） .....	6
图3：7月美国非农数据与ISM制造业PMI均不佳，预示美国宏观经济面临压力（千人；%） .....	6
图4：25年1-6月财政赤字为历年同期新高，表明当前我国财政收支面临一定压力（亿元） .....	7
图5：1季度社会综合融资成本有所反弹，主要受票据融资成本上行的影响（%） .....	8
图6：服务CPI当月同比强于消费品CPI当月同比以及耐用消费品PPI当月同比（%） .....	9
图7：PPI同比拐点早于工业产能利用率，工业产能利用率拐点早于制造业投资增速（%；%） .....	10

**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。中共中央总书记习近平主持会议。

### 学习体会：

#### 一、10月召开二十届四中全会，研究关于制定“十五五”规划的建议

730政治会议“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”。

改革开放以来，历届中国共产党中央委员会五年召开七次全体会议基本形成惯例。**从时间上看**，一中全会通常在全国党代会闭幕后随即召开；二中全会于次年春季全国两会前召开；三中全会于同年秋季召开；四至七中全会则在随后每年秋季召开。**从职责上看**，一中全会通常担负选举产生新一届中央领导机构的重任；二中全会通常为全国人大、全国政协和国家机构推荐领导人选；三中全会通常就经济改革发展作出重大决策，以第十八届中央委员会为例，十八届三中全会提出全面深化改革；四中全会推出国家重大决策部署，如十八届四中全会提出全面推进依法治国；五中全会主要议题是“五年规划”，如十八届五中全会对“十三五规划”提出建议；六中全会通常就党的建设作出重大部署，如十八届六中全会通过了《关于新形势下党内政治生活的若干准则》；七中全会承前启后，为下一次党代会进行文件及程序的准备。

二十届四中全会的主要议程是“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”。回顾对比“十四五规划”的一级标题与“十三五规划”的一级标题，有助于研判“十五五规划”的主要框架。

“十四五规划”全文与“十三五规划”全文的不同点主要有以下三点。**第一**，“十四五规划”全文有19篇65章，而“十三五规划”全文有20篇80章。**第二**，就一级标题而言，“十三五规划”的一级标题只有一个单句，内容相对凝练，而“十四五规划”的一级标题有前后两个分句，内容相对详实。**第三**，就内容而言，“十四五规划”有两个一级标题，未出现在“十三五规划”中，分别是第四个一级标题“形成强大国内市场 构建新发展格局”、第十五个一级标题“统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国”。同样，“十三五规划”也有三个一级标题，未出现在“十四五规划”中，分别是第七个一级标题“构筑现代基础设施网络”、第十三个一级标题“全力实施脱贫攻坚”、第十七个一级标题“加强和创新社会治理”。值得指出的是，“加强和创新社会治理”该一级标题下的“健全公共安全体系”与“建立国家安全体系”这两个二级标题，在十四五规划中被单独拿出来，列为第十五个一级标题“统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国”，凸显对国家安全问题的重视。

“十四五规划”全文与“十三五规划”全文的相似点主要有以下两方面。**第一**，二者分别以“发展环境、指导方针、主要目标”与“指导思想、主要目标和发展理念”开篇，并分别以“加强规划实施保障”与“强化规划实施保障”收尾，全文框架基本一致。**第二**，绝大部分一级标题存在传承发扬关系：**一是**“十四五规划”的第二个一级标题“坚持创新驱动发展 全面塑造发展新优势”，传承发扬“十三五规划”的第二个一级标题“实施创新驱动发展战略”；**二是**“十四五规划”的第三个一级标题“加快发展现代产业体系 巩固壮大实体经济根基”，传承发扬“十三五规划”的第五个一级标题“优化现代产业体系”；**三是**“十四五规划”的第五个一级标题“加快数字化发展 建设数字中国”，

传承发扬“十三五规划”的第六个一级标题“拓展网络经济空间”；**四是**“十四五规划”的第六个一级标题“全面深化改革 构建高水平社会主义市场经济体制”，传承发扬“十三五规划”的第三个一级标题“构建发展新体制”；**五是**“十四五规划”的第八个一级标题“完善新型城镇化战略 提升城镇化发展质量”，传承发扬“十三五规划”的第八个一级标题“推进新型城镇化”；**六是**“十四五规划”的第九个一级标题“优化区域经济布局 促进区域协调发展”，传承发扬“十三五规划”的第九个一级标题“推动区域协调发展”；**七是**“十四五规划”的第十个一级标题“发展社会主义先进文化 提升国家文化软实力”，传承发扬“十三五规划”的第十六个一级标题“加强社会主义精神文明建设”；**八是**“十四五规划”的第十一个一级标题“推动绿色发展 促进人与自然和谐共生”，传承发扬“十三五规划”的第十个一级标题“加快改善生态环境”；**九是**“十四五规划”的第十二个一级标题“实行高水平对外开放 开拓合作共赢新局面”，传承发扬“十三五规划”的第十一个一级标题“构建全方位开放新格局”；**十是**“十四五规划”的第十三个一级标题“提升国民素质 促进人的全面发展”，传承发扬“十三五规划”的第十四个一级标题“提升全民教育和健康水平”；**十一是**“十四五规划”的第十四个一级标题“增进民生福祉 提升共建共治共享水平”，传承发扬“十三五规划”的第十五个一级标题“提高民生保障水平”；**十二是**“十四五规划”的第十六个一级标题“加快国防和军队现代化 实现富国和强军相统一”，传承发扬“十三五规划”的第十九个一级标题“统筹经济建设和国防建设”；**十三是**“十四五规划”的第十七个一级标题“加强社会主义民主法治建设 健全党和国家监督制度”，传承发扬“十三五规划”的第十八个一级标题“加强社会主义民主法治建设”；**十四是**“十四五规划”的第十八个一级标题“坚持‘一国两制’推进祖国统一”，传承发扬“十三五规划”的第十二个一级标题“深化内地和港澳、大陆和台湾地区合作发展”。

## 二、发展环境面临深刻复杂变化，全球政治经济格局与能源供需是主要海外风险

730 政治局会议两次提及“风险挑战”：**第一次是**“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”；**第二次是**“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”。反观 425 政治局会议通稿，全文未提及“风险挑战”。

“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”这一表述出现在 730 政治局会议通稿关于“十五五规划”的内容部分，指的是影响相对长远的风险挑战。这里我们主要看来自海外的“风险挑战”。**从“十四五规划”看**，来自海外的风险挑战包括“新冠肺炎疫情影响广泛深远，世界经济陷入低迷期，经济全球化遭遇逆流，全球能源供需版图深刻变革，国际经济政治格局复杂多变，世界进入动荡变革期，单边主义、保护主义、霸权主义对世界和平与发展构成威胁”，主要涉及疫情、世界经济、经济全球化、全球能源、国际政治，以及单边主义、保护主义、霸权主义。**从“十三五规划”看**，来自海外的风险挑战包括“国际金融危机冲击和深层次影响在相当长时期依然存在，世界经济在深度调整中曲折复苏、增长乏力。主要经济体走势和宏观政策取向分化，金融市场动荡不稳，大宗商品价格大幅波动，全球贸易持续低迷，贸易保护主义强化，新兴经济体困难和风险明显加大。新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，国际能源格局发生重大调整。全球治理体系深刻变革，发展中国家群体力量继续增强，国际力量对比逐步趋向平衡，国际投资贸易规则体系加快重构，多边贸易体制受到区域性高标准自由贸易体制挑战。局部地区地缘博弈更加激烈，传统安全威胁和非传统安全威胁交织，国际关系复杂程度前所未有。外部环境不稳定不确定因素明显增多，我国发展面临的风险挑战加大”。可见，“十三五”规划涉及到的风险点包括国

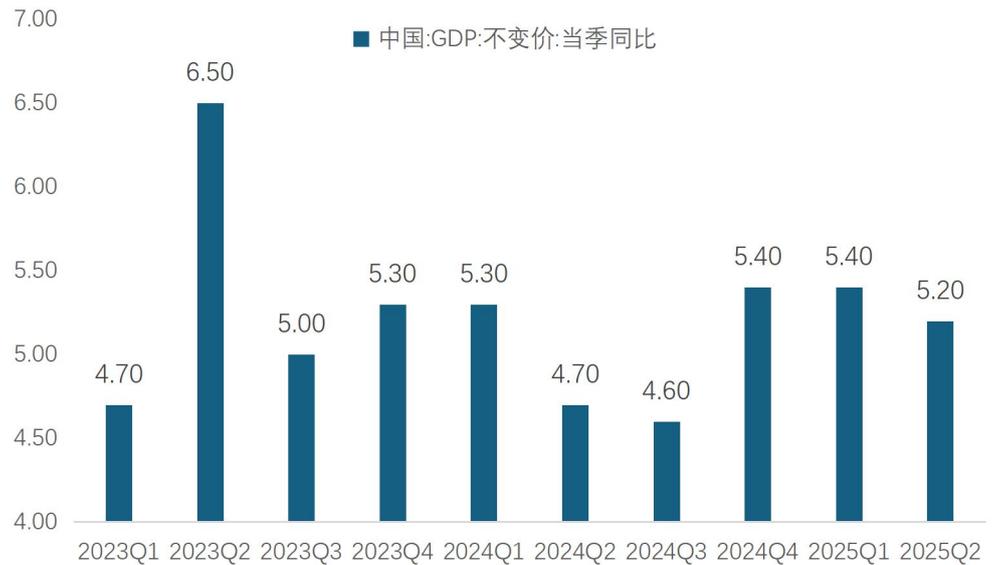
际金融危机、世界经济、主要经济体走势和宏观政策取向、金融市场、大宗商品价格、全球贸易、国际能源格局、局部地区地缘博弈、国际关系等。

“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”，出现在 730 政治局会议通稿的第五段，指的是当前我国经济运行面临的风险挑战。我们同样看来自海外的“风险挑战”。根据 2025 年 1 季度货币政策执行报告，海外值得关注的问题与趋势主要包括“全球经济复苏进程偏弱”，“通胀能否继续回落仍有待观察”，“财政可持续性值得关注”，以及“全球政策不确定性增大，国际金融市场波动可能加剧”。除此之外，我们认为中美贸易谈判所面临的不确定性，也是当前我国经济运行面临的主要风险与挑战之一。

### 三、2 季度宏观经济还存在些许“隐忧”，下半年我国宏观经济依旧面临压力

730 政治局会议对于上半年经济的看法较为乐观，体现在以下四点：一是“我国经济运行稳中有进”；二是“主要经济指标表现良好”；三是“我国经济展现强大活力和韧性”；四是“巩固拓展经济回升向好势头”。上半年“主要经济指标表现良好”主要体现在两个方面：一是 2 季度 GDP 不变价当季同比录得 5.20%，虽然较前值下行 0.20 个百分点，创近 3 个月新低，但是位于相对高位区间；二是 2 季度 GDP 不变价累计同比录得 5.30%，虽然较前值下行 0.10 个百分点，但是高于 2025 年 GDP 增速预期目标。

图 1：2024 年同期 4.70% 的低基数，是 2 季度 GDP 不变价当季同比位于高位的原因之一（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

值得指出的是，2024 年 2 季度 4.70% 的低基数，是 2 季度 GDP 不变价当季同比录得较高绝对读数的原因之一。此外，2 季度宏观经济还存在些许“隐忧”，体现在以下三点。**第一**，从“三驾马车”的角度看，4-6 月固定资产投资完成额累计同比分别录得 4.0%、3.70%、2.80%，呈逐月下行的态势。其中，6 月 2.80% 的读数，创 2020 年 12 月以来新低，表明固定资产投资面临较大压力。具体看，4-6 月房地产投资增速、制造业投资增速、基建投资增速均呈逐月下行的态势，其中：6 月房地产投资增速-11.20% 的读数，创 2020 年 3 月以来新低；6 月制造业投资增速 7.50% 的读数，创 2024 年 2 月以来新低；6 月基建投资增速 8.90% 的读数，创 2024 年 9 月以来新低。**第二**，从价格的角度看，4-6 月 PPI 当月同比分别录得-2.70%、-3.30%、-3.60%，同样呈逐月下行趋势，其中，6 月-3.60% 的读数，创 2023 年 7 月以来新低，连续 33 个月位于负值区间。**第三**，从产能利用率的角度看，2 季度工业产能利用率录得 74.0%，较 1 季度下行 0.10 个百分点，创 2024 年 2 季度以来新低，与历史同期相比，创 2017 年 2 季度以来新低；2 季度制造业产能利用率

录得 74.30%，虽然较 1 季度上行 0.20 个百分点，但是与历史同期相比，为 2018 年 2 季度以来新低。

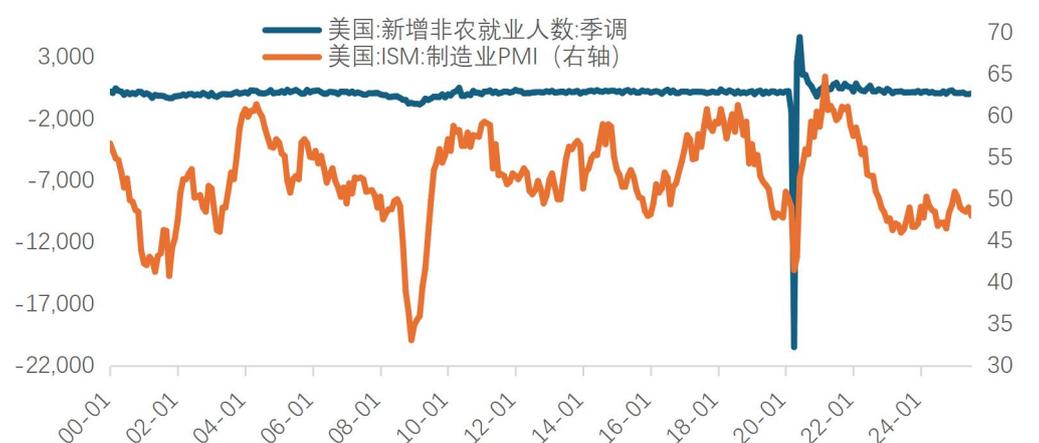
图 2：2 季度工业产能利用率与制造业产能利用率的表现均不理想（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

展望下半年，我国宏观经济面临的压力有以下三点。**第一**，出口增速方面，当前中美之间的关税争端尚未完全解决，此前“抢出口”使得我国出口增速始终保持较高韧性，1-6 月出口金额累计同比录得 5.90%。但是要看到，7 月美国非农数据超预期大幅滑落，预示美国宏观经济可能面临较大压力，叠加 7 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48.0，较前值大幅下行 1.0 个百分点，连续 5 个月位于荣枯线之下，且创 2024 年 11 月以来新低，预计下半年来自美国的需求可能面临一定压力，也就是说，“抢出口”在最终需求端上或面临一定困境。最后，2024 年 4 季度我国出口金额累计值为 9563.78 亿美元。高基数同样对 2025 年 4 季度我国出口增速形成一定压力。**第二**，2 月我国房地产开发投资完成额累计同比持续下探，6 月-11.20%的增速，为 1999 年 2 月有数据记录以来的第二低值，且从技术形态上看，尚未有企稳的迹象，叠加考虑 5-6 月商品房销售面积累计同比再次掉头向下，虽然幅度较小，但是也在一定程度上对下半年房地产开发投资完成额累计同比形成压制。**第三**，在出口增速可能受阻的背景下，730 政治局会议弱化“两新”政策，推进重点行业产能治理，叠加 2024 年全年的高基数，预计下半年制造业投资增速大概率在 6 月 7.50%的基础上继续下探。

图 3：7 月美国非农数据与 ISM 制造业 PMI 均不佳，预示美国宏观经济面临压力（千人；%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

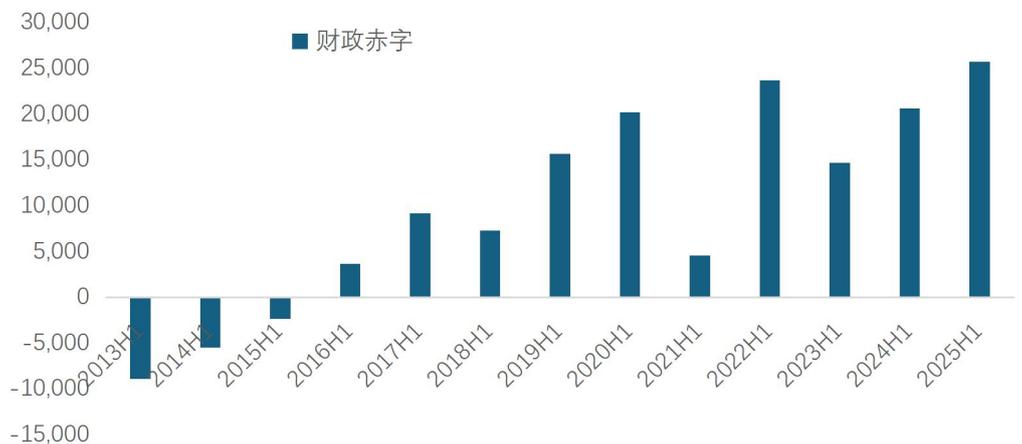
#### 四、政策力度较 425 政治局会议下降，“适时加力”落在 4 季度概率大于 3 季度

730 政治局会议指出，做好下半年经济工作，宏观政策方面要“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”。针对宏观政策主基调，730 政治局会议指出，“宏观政策要持续发力、适时加力”，反观 425 政治局会议的提法则是“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”。相比而言，425 政治局会议定调的方向感与力度更强：一是“加紧”，表明较为紧迫；二是“积极有为”，态度上“积极”，效果要“有为”；三是“更加（积极有为）”，体现较强的增量色彩。730 政治局会议的定调也很明确：一是“持续发力”，“持续”二字表明力度与前期基本持平；二是“适时加力”，“适时”二字，凸显灵活性，与上文的“积极识变应变求变”，“增强灵活性预见性”相呼应。参考上文我们对下半年宏观经济走势的研判，叠加考虑美联储或在 9 月降息，因此“适时加力”的时点，落在 4 季度的概率要大于 3 季度。

730 政治局会议指出，“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”，反观 425 政治局会议的提法则是“用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。二者的区别有以下两点。**第一**，用“落实落细”代替“用好用足”。“用好用足”具有较强的增量意味，而“落实落细”具有较强的存量意味，是在前期“用好用足”基础上的“落实落细”。**第二**，730 政治局会议指出，“充分释放政策效应”，意味着要在前期“用好用足”以及当期“落实落细”的基础上，等待政策效应的充分释放。众所周知，宏观政策有一个传导过程，政策效应并不是“立竿见影”的，也就是说，政策效应的充分释放需要经历一个过程。这就意味着，短期之内，“适时加力”的概率相对较低。同样结合下半年宏观经济走势与美联储降息时点，我们认为，“适时加力”的时点，落在 3 季度的概率要小于 4 季度。

**财政政策方面**，730 政治局会议的提法是“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”，反观 425 政治局会议的提法是“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”。二者的不同之处有两点：一是 730 政治局会议未提超长期特别国债；二是 730 政治局会议强调“提高资金使用效率”。从这两点看，财政政策的力度较 425 政治局会议有所下降。回顾上半年，1-6 月我国一般公共预算收入累计同比录得-0.30%，与此同时，1-6 月我国一般公共预算支出累计同比录得 3.40%，二者的差值为 3.70 个百分点，1-6 月财政赤字为 25,705.00 亿元，较 2024 年同期高出 5,047.00 亿元，表明当前我国财政收支面临一定压力，因此，730 政治局会议强调“提高资金使用效率”，是情理之中的事情。

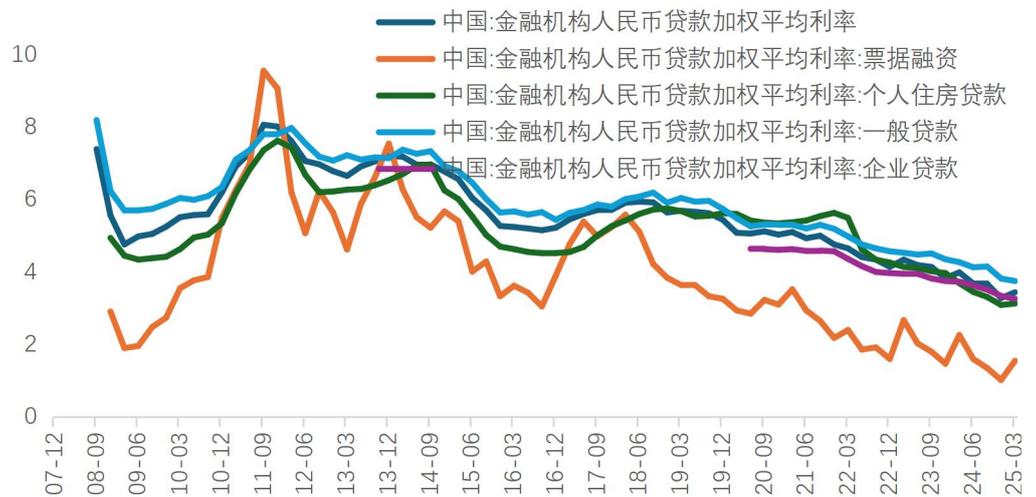
图 4：25 年 1-6 月财政赤字为历年同期新高，表明当前我国财政收支面临一定压力（亿元）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

**货币政策方面**，730 政治局会议指出，“货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行”，反观 425 政治局会议的提法则是“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”。二者的区别主要有两点：**一是**730 政治局会议未提及“适时降准降息”这一方向感较强的表述；**二是**用“促进社会综合融资成本下行”代替 425 政治局会议的“加力支持实体经济”，从这个角度看，730 政治局会议提法的方向感更为明确。值得指出的是，1 季度社会综合融资成本有所反弹：1 季度金融机构人民币贷款加权平均利率为 3.44%，较 2024 年 4 季度上行 0.16 个百分点，其中，1 季度一般贷款、企业贷款、票据融资、个人住房贷款加权平均利率分别录得 3.75%、3.26%、1.55%、3.13%，分别较前值上行-0.07、-0.08、0.53、0.04 个百分点。可见，1 季度社会综合融资成本有所反弹，主要受票据融资成本上行的影响。

**图 5：1 季度社会综合融资成本有所反弹，主要受票据融资成本上行的影响（%）**



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

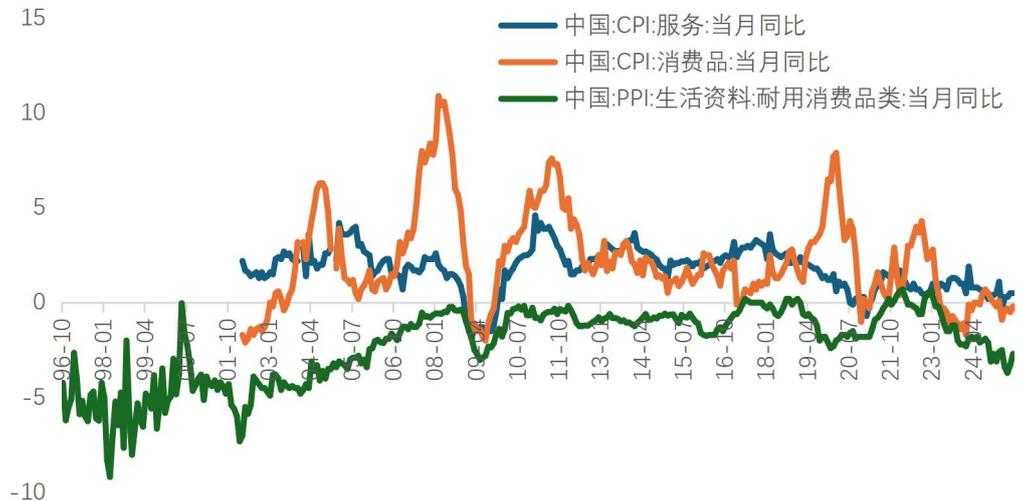
**货币政策的结构性方面**，730 政治局会议的提法是“用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等”，反观 425 政治局会议的提法则是“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”。区别点也有三点：**一是**针对政策工具，425 政治局会议重在“创设”与“设立”，具有很强的增量色彩，而 730 政治局会议重在“用好”，具有较强的存量色彩；**二是在**对象上，730 政治局会议在 425 政治局会议“科技创新、扩大消费、稳定外贸”的基础上增加“小微企业”；**三是在**425 政治局会议“支持”的基础上，增加“加力”二字，也就是“加力支持”，在宏观政策主基调以及货币政策主基调的力度不及 425 政治局会议背景下，730 政治局会议提出“加力支持”科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸，凸显货币政策的结构性特征。

### 五、服务消费近 4 个月表现优于商品消费，730 政治局会议未提“两新”政策

730 政治局会议强调，“要有效释放内需潜力”，并提出两方面三条举措。**消费方面**，730 政治局会议提出的两条举措是“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”，以及“在保障改善民生中扩大消费需求”。对比 425 政治局会议的提法则是“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”，“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”。二者的共同点是，均提到“服务消费”，其中，425 政治局会议提到两次，730 政治局会议提到一次。仅就价格看，服务消费近 4 个月表现优于商品消费：6 月服务 CPI 当月同比录得 0.50%，持平于前值，连续 4 个月录得正增长，反观消费品 CPI 当月同比，6 月录得-0.20%，

虽然较前值上行 0.30 个百分点，但是连续 5 个月录得负增长。此外，从中游的 PPI 当月同比看，6 月耐用消费品 PPI 当月同比录得-2.70%，虽然较前值上行 0.60 个百分点，但是自 2023 年 2 月以来持续位于负值区间。以上表明包括消费品与耐用消费品在内的商品消费，是当前消费中的“短板”，而服务消费则是当前消费中的“长板”。

图 6：服务 CPI 当月同比强于消费品 CPI 当月同比以及耐用消费品 PPI 当月同比 (%)



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

**投资方面**，730 政治局会议提出，“高质量推动‘两重’建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”，反观 425 政治局会议的提法则是“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”。二者的区别主要体现在以下三点。**第一**，425 政治局会议明确提出“加大资金支持力度”，很明显，这里的资金指的是公共资金，且 425 政治局会议未提及民间投资，表明政府投资占据主导位置，而 730 政治局会议提出“激发民间投资活力”，表明民间投资需要发力以助力总投资。**第二**，425 政治局会议高度重视“两新”，提出“扩围提质实施”“两新”政策，反观 730 政治局会议，并未提及“两新”，表明“两新”政策已经完成阶段性任务，毕竟“大规模设备更新”与“消费品以旧换新”，有无法避免的扩张边界。**第三**，730 政治局会议与 425 政治局会议均提及“两重”，但是 730 政治局会议的提法是“高质量推动（“两重”建设）”，与 425 政治局会议“加力实施（“两重”建设）”相比，更强调质量而不是数量，在规模数量方面的力度有所减弱，这一点与 730 政治局会议提到的“扩大有效投资”相呼应，而 425 政治局会议没提到“扩大有效投资”。

## 六、加快培育新兴支柱产业，“推进重点行业产能治理”利空制造业投资

2012 年十八大以来，在以“分析研究当前经济形势和经济工作”为主题的政治局会议上，3 次提到“支柱产业”这一概念：**一是** 2025 年 730 政治局会议的“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”；**二是** 2025 年 425 政治局会议的“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”；**三是** 2023 年 724 政治局会议的“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”。在长达 13 年的时间里，仅 3 次提及“支柱产业”，但是在 2025 年就出现 2 次，且 2025 年的这两次的提法均是“新兴支柱产业”，2023 年的提法仅是“支柱产业”，表明中央对“新兴（支柱）产业”高度重视。联系到 2023 年 724 政治局会议提出“加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”，因此，新兴支柱产业与战略性新兴产业密不可分。此外，值得指出的是，与“（新兴）支柱产业”一同出现的关键词包括科技（2 次）、新质生产力（2 次）、创新（2 次），

表明新兴支柱产业大概率是以科技创新为主导的产业化了的新质生产力。2024年7月26日，全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会提出，“要加快培育新支柱新赛道，抢抓新一轮科技革命和产业变革机遇，聚焦智能网联汽车、新材料、生物制造、氢能、人形机器人、元宇宙、脑机接口、量子信息、低空经济、商业航天等领域精准发力，加快发展新质生产力”。此次会议中的“新支柱新赛道”包括“智能网联汽车、新材料、生物制造、氢能、人形机器人、元宇宙、脑机接口、量子信息、低空经济、商业航天”，应该是“新兴支柱产业”重要组成部分。

730政治局会议提出，“依法依规治理企业无序竞争”，“推进重点行业产能治理”。7月1日中央财经委员会第六次会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争”，“推动落后产能有序退出”。二者相比，730政治局会议的基调较7月1日中央财经委员会第六次会议提的基调出现较大程度的缓和，体现在三点：一是删除“低价”二字，毕竟这一表述隐含的涨价信号过于明显；二是用“重点行业产能”取代“落后产能”；三是用“（产能）治理”取代“（产能）退出”。究其原因，7月1日之后，大宗商品价格在短期内出现很大幅度的上涨：螺纹钢期货从7月1日的2993，上涨至7月30日的3384，涨幅为13.07%；铁矿石期货从7月1日的715，上涨至7月22日的835.5，涨幅为16.85%；焦炭期货从7月1日的1404，上涨至7月24日的1822，涨幅为29.77%；焦煤期货从7月1日的824.5，上涨至7月28日的1288.5，涨幅为56.28%。如果不采取一定的“降温”措施，则不排除中短期之内大宗商品价格创新高，而这将对宏观经济需求产生抑制。

在“重点行业产能”取代“落后产能”之后，市场关注的问题是，“重点行业”指的是哪些行业？7月18日工业和信息化部在国新办新闻发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。可见，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业就是730政治局会议所指的“重点行业”。接下来的问题是，“推动落后产能有序退出”，或者说“推进重点行业产能治理”，对宏观经济走势影响如何？我们认为，大概率对下半年我国制造业投资增速形成压制。这一判断的主要依据是在2015年-2017年供给侧结构性改革期间，我国PPI当月同比、工业产能利用率以及制造业投资者增速的表现。

图7：PPI 同比拐点早于工业产能利用率，工业产能利用率拐点早于制造业投资增速（%；%）



数据来源：Wind 资讯

回首2015年11月，供给侧结构性改革在中央财经领导小组第十一次会议上首次被提出。在制造业的三大指标中，PPI 当月同比最早起来，工业产能利用率在短期承压后，

启动上行进程，制造业投资增速持续承压，最后才上行。我们具体看：2015年11月首次宣布供给侧结构性改革，彼时PPI当月同比、工业产能利用率、制造业投资增速分别为-5.90%、74.60%、8.43%：**首先看** PPI 当月同比，在12月持平于11月的-5.90%，此后在2016年1月录得-5.30%，启动上行进程，在2016年9月录得0.10%，实现“转正”，并于2017年2月录得7.80%，达到阶段性高点，期间全程单边上行；**其次看** 工业产能利用率，2015年4季度录得74.60%，2016年1季度较前值下行1.70个百分点至72.90%，此后启动上行进程，2016年2季度较1季度上行0.20个百分点至73.10%，此后上行至2017年4季度的78.0%，达到阶段性高点；**最后看** 制造业投资增速，2015年12月较前值下行0.33个百分点至8.10%，然后单边下行至2016年8月的2.80%，创当时的历史新低，此后在2016年9月上行0.30个百分点至3.10%，在2017年3月录得5.30%，为阶段性高点。

从中我们可以看到两个规律：**一是** PPI 当月同比的启动时点（2016年1月）早于工业产能利用率的启动时点（2016年2季度），而工业产能利用率的启动时点早于制造业投资增速的启动时点（2016年9月）；**二是** PPI 当月同比的阶段高点（2017年2月）早于制造业投资增速的阶段高点（2017年3月），而制造业投资增速的阶段高点，早于工业产能利用率的阶段高点（2017年4季度）。

### 七、中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头，我国城镇化脚步大概率放缓

730政治局会议指出，“要持续防范化解重点领域风险”，对比425政治局会议“要持续用力防范化解重点领域风险”的提法，730政治局会议少了“用力”二字。从这一点看，会议认为重点领域面临的风险压力下降了。从内容看，两次会议的区别有以下两点。**第一**，425政治局会议在该部分提到了房地产，而730政治局会议未明确提到房地产。**第二**，排列顺序不同，730政治局会议的顺序是城市更新、化债、资本市场，而425政治局回的顺序是化债、城市更新、房地产、资本市场。

**针对“中央城市工作会议”**，730政治局会议指出，“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。2025年中央城市工作会议于7月14日至15日在北京召开。此前一共召开过4次全国性的城市工作会议，分别在1962年、1963年、1978年、2015年。其中，2015年中央城市工作会议召开的时间是2015年12月20日至21日。

2015年中央城市工作会议召开前的1个月，供给侧结构性改革在中央财经领导小组第十一次会议上首次被提出。2015年中央城市工作会议提出，“要提升建设水平，加强城市地下和地上基础设施建设，建设海绵城市，加快棚户区和危房改造，有序推进老旧小区综合整治，力争到2020年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造，推进城市绿色发展，提高建筑标准和工程质量，高度重视做好建筑节能”。该部分内容涉及到需求端的基建投资与房地产投资。也就是说，2015年中央城市工作会议与中央财经领导小组第十一次会议完美配合，具体为：中央财经领导小组第十一次会议提出的“供给侧结构性改革”在供给端发力，而2015年中央城市工作会议则在需求端发力。

“城镇化”是中央城市工作会议的关键词。2024年我国城镇化率为67.0%，较2015年城镇化率57.33%高出9.67个百分点。根据联合国预测，2035年为73.92%，2050年为80.03%。因此，我国城镇化水平还有较大提升空间。2025年中央城市工作会议指出，“我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”。2015年中央城市工作会议在指导思想部分明确提出“提高新型城镇化水平”。可见未来我国城镇化的脚步大概率放缓。

**针对资本市场**，730政治局会议指出，“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”，反观425政治局会议的提法则是“持续稳定和活跃资本市场”。

从表述的力度看，425 政治局会议的“持续稳定和活跃”的力度要大于 730 政治局会议的“巩固”的力度，究其原因，7 月底 A 股大盘高出 4 月底 320 个点，涨幅为 9.97%，且冲破 3400 这一关键点位，资本市场信心大增，情绪大为好转。在此背景下，730 政治局会议提出“增强国内资本市场的吸引力和包容性”。

我们认为，“包容性”是“吸引力”非常重要的组成部分。社会学意义上的“包容性”包括三方面：一是制度设计是否覆盖弱势群体权益；二是资源分配能否突破阶层壁垒；三是价值体系是否承认差异平等。资本市场如果能做到这三点，则“吸引力”必将大大增强。此外，我们认为，资本市场最大的“吸引力”，莫过于“回稳向好”，为投资者带来丰厚的投资回报。我们认为，在美联储即将启动降息的“下半程”，推升全球定价的大宗商品价格，叠加“重点行业产能治理”推升国内定价的大宗商品价格，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头。

## 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

### 免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

### 分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。