下载日志已记录，仅供内部参考

K 型收敛第一步

——2026 年 7 月政治局会议学习体会

报告发布日期 2026 年 07 月 30 日

证券分析师

黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320

孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

曼德海峡封锁形成“双峡联动”格局，油价核心主导因素仍在美伊主战场：——极简政经史（2026 年第 6 期） 2026-07-29

通胀降温未能带动风险评价下行：——海外札记 20260720 2026-07-27

关税“卷土重来”，影响有多大？：——宏观周观点 20260726 2026-07-26

研究结论

- **事件：** 中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定二十届五中全会时间和议程，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。
- **本次会议延续了 4 月政治局会议对经济形势的积极评价，认为“有效应对各种外部冲击和内部困难”；同时也淡化总量趋势，强调结构亮点。**基于当前经济运行中的困难挑战，会议总体要求是“落实存量、谋划增量”。我们认为短期内政策仍以落实存量为主；若后续经济压力进一步加大，则有可能在三季度末至四季度初出台增量政策。
- **会议对下半年经济工作的部署，我们认为有四个亮点：**

  1）下半年财政政策和货币政策均进入提速加力期。财政政策方面，会议强调“加快财政支出和债券资金使用进度”，今年上半年财政支出进度和发债进度均处于历史同期偏慢水平，因此加快进度的紧迫性要强于出台增量措施；货币政策方面，提出“综合运用并适时调整货币政策工具”，央行更可能采取降准或变相降准的方式来为市场提供充足的流动性支持，降息则需考虑净息差问题，出台概率较小。

  2）内需政策方面，“六张网”可能是短期内的主要抓手。会议提出“适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力”，对促进消费的政策思路依然是“供给创造需求”；4 月会议首次提出“六张网”建设，此次会议则要求“扎实推进‘六张网’规划建设”。产业政策方面，会议特别提到“加强对基础研究的长期稳定支持”，重在营造更为友好的创新环境。

  3）本次会议在化债领域的表述增多，加大化债和清理拖欠企业账款力度可能是下一步政策的重要发力方向。会议提出“实施好一揽子化债方案”“常态化解决企业账款拖欠问题”。我们认为，今年是 2024 年财政部提出“3 年 6 万亿”化债政策的最后一年，地方政府债务风险大大缓解但尚未完全消除，不排除后续还有增量化债工具出台；此外，清理拖欠企业账款是去年新出台的政策举措，对改善企业和居民现金流、提升 M1 增速具有积极作用，预计后续依然会有相应举措。

  4）会议提出要“促进贸易平衡发展”，我们理解可能是回应近期日益凸显的中欧经贸摩擦。近年来中国对欧洲的贸易顺差显著增加，中欧贸易摩擦升温。会议提出“要拓展国际经贸互利合作空间，大力发展服务贸易”，有利于“统筹国内国际两个大局”。
- **总的来看，面对上半年国内经济 K 型分化的主要特征，本次会议既积极评价 K 型上端“向新向优”的趋势，同时也看到 K 型下端面临的困难挑战。**我们认为接下来政策出台可能分两个阶段，三季度还是以落实存量政策、托底 K 型下端为主；三季度末至四季度初，可能出台新一轮化债、清理拖欠企业账款等增量政策，四季度经济动能有望出现实质性改善。
- **风险提示：**

  1）对政策理解可能有偏差。研究基于历史文本结合主观判断，存在政策理解不到位的可能性。

  2）地缘政治形势变化超预期。全球地缘紧张加剧，未来走势具有不确定性，可能对我国经济造成超预期冲击。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 会议传递的政策基调 4

2. 下半年经济工作的亮点 4

3. 总结：静待 K 型经济收敛 5

风险提示 5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：上半年政府债发行节奏偏慢 4
图 2：政治局会议表述对比 6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 会议传递的政策基调

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定二十届五中全会时间和议程，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

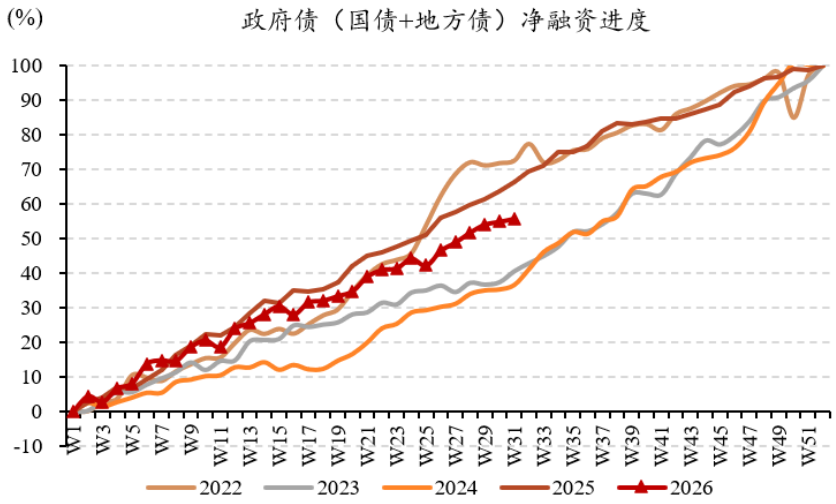
本次会议延续了 4 月政治局会议对经济形势的积极评价，认为“有效应对各种外部冲击和内部困难”；同时也淡化总量趋势，强调结构亮点。4 月政治局会议认为“主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力”，本次则强调“经济呈现动能向新、结构向优的发展态势”。二季度 GDP 增速从一季度的 5.0%降至二季度的 4.3%，总量经济面临一定压力，但新质生产力为代表的结构性亮点突出，经济向新向优趋势明显。本次会议的定调是基于经济现实情况的客观理性的表述。

基于当前经济运行中的困难挑战，会议总体要求是“落实存量、谋划增量”。会议提出“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到年初以来财政支出进度偏缓，8000 亿新型政策性金融工具尚未完全发挥作用，我们认为短期内政策仍以落实存量为主；若后续经济压力进一步加大，则有可能在三季度末至四季度初出台增量政策。

2. 下半年经济工作的亮点

下半年财政政策和货币政策均进入提速加力期。财政政策方面，相比于 4 月“持续优化财政支出结构”，本次会议则强调“加快财政支出和债券资金使用进度”，今年上半年财政支出进度和发债进度均处于历史同期偏慢水平，因此加快进度的紧迫性要强于出台增量措施；货币政策方面，4 月会议是“增强货币政策前瞻性灵活性针对性”的相对中性的表述，此次会议则提出“综合运用并适时调整货币政策工具”，我们认为三季度为对冲政府债供给增大带来的冲击，央行更可能采取降准或变相降准的方式来为市场提供充足的流动性支持，降息则需考虑净息差问题，出台概率较小。

图 1：上半年政府债发行节奏偏慢



数据来源：Wind，东方证券研究

内需政策方面，会议基本延续 4 月表述，“六张网”可能是短期内的主要抓手。会议提出“适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力”，对促进消费的政策思路依然是“供给创

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

造需求”；4 月会议首次提出“六张网”建设，此次会议则要求“扎实推进‘六张网’规划建设”。产业政策方面，会议特别提到“加强对基础研究的长期稳定支持”，重在营造更为友好的创新环境。

本次会议在化债领域的表述有所增多，加大化债和清理拖欠企业账款力度可能是下一步政策的重要发力方向。4 月政治局会议在防范化解重点领域风险段落提到“着力解决拖欠企业账款问题”，本次会议除继续在相关段落提到“实施好一揽子化债方案”之外，还在改革的段落提出“常态化解决企业账款拖欠问题”。我们认为，今年是 2024 年财政部提出“3 年 6 万亿”化债政策的最后一年，地方政府债务风险大大缓解但尚未完全消除，不排除后续还有增量化债工具出台；此外，清理拖欠企业账款是去年新出台的政策举措，对改善企业和居民现金流、提升 M1 增速具有积极作用，预计后续依然会有相应举措。

会议提出要“促进贸易平衡发展”，我们理解可能是回应近期日益凸显的中欧经贸摩擦。近年来中国对欧洲的贸易顺差显著增加，中欧贸易摩擦升温。会议提出“要拓展国际经贸互利合作空间，大力发展服务贸易”，有利于“统筹国内国际两个大局”。

3. 总结：K 型收敛第一步

总的来看，面对上半年国内经济 K 型分化的主要特征，本次会议既积极评价 K 型上端“向新向优”的趋势，同时也看到 K 型下端面临的困难挑战。我们认为接下来政策出台可能分两个阶段，三季度还是以落实存量政策、托底 K 型下端为主；三季度末至四季度初，可能出台新一轮化债、清理拖欠企业账款等增量政策，四季度经济动能有望出现实质性改善。

风险提示

对政策理解可能有偏差。研究基于历史文本结合主观判断，存在政策理解不到位的可能性。

地缘政治形势变化超预期。全球地缘紧张加剧，未来走势具有不确定性，可能对我国经济造成超预期冲击。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：政治局会议表述对比

	2026年7月政治局会议	2026年4月政治局会议
经济形势判断	→我国经济呈现**动能向新、结构向优**的发展态势。 →同时，要**高度重视**经济运行中的困难挑战，坚定信心，迎难而上，用好各种机遇和优势，推动高质量发展行稳致远。	→我国经济起步有力，主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力。 →同时，也面临一些困难和挑战，经济持续稳中向好的基础还需进一步巩固。 →要增强信心，**以更大力度和更实举措抓好经济工作。**
总体要求	→坚持稳中求进工作总基调……**坚持深化改革开放，加快推动新旧动能转换，**实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，**充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力**扩大内需、优化供给，**切实保障和改善民生，**增强发展动力、激发社会活力……	→要坚持稳中求进工作总基调……推动科技自立自强、产业链自主可控，**精准有效实施**更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，**持续**扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，增强经济发展内生动力，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，努力实现“十五五”良好开局。
财政货币政策	→**宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，**有力推进“两重”建设和“两新”工作。兜牢基层“三保”底线。 →**综合运用并适时调整货币政策工具**，优化实施财政金融协同促内需政策。	→**要用好用足宏观政策。**持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。**增强货币政策前瞻性灵活性针对性，**保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。做好宏观政策取向一致性评估。
扩大内需	→要有效扩大国内需求，**适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。** →**扎实推进“六张网”规划建设。**	→要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。深入实施服务业扩能提质行动。**加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。推动条件成熟的重大工程项目开工。**
产业政策	→加快现代化产业体系建设，**加强对基础研究的长期稳定支持，**深入实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理体系。 →积极推动前沿技术突破和未来产业发展，着力打造新兴支柱产业，持续推动传统产业改造升级。	→要加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争。全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理。
改革开放	→要营造公平有序的市场竞争环境，制定实施全国统一大市场建设条例，继续综合整治“内卷式”竞争，**常态化解决**企业账款拖欠问题。深化国资国企改革，优化民营经济发展环境，推动平台经济规范健康发展。 →要拓展国际经贸互利合作空间，大力发展服务贸易，**促进贸易平衡发展。**完善对外投资管理制度和海外综合服务体系，积极吸引和利用外资。	→进一步深化国资国企改革。 →**系统应对外部冲击挑战，提高能源资源安全保障水平，**以高质量发展的确定性应对各种不确定性。
重点领域风险	→要切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场，**实施好一揽子化债方案，**扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质。 →深化资本市场投融资综合改革，**提升资本市场韧性和信心。** →深入排查整治各类风险隐患，坚决遏制重特大事故发生。加强对病险水库、江河堤防、山洪和地质灾害危险区、城市低洼易涝点等隐患排查治理，扎实做好防汛应急抢险救灾各项工作，全力维护人民群众生命财产安全。	→要有效防范化解重点领域风险。努力稳定房地产市场，**扎实推进**城市更新。 →有序化解地方政府债务风险，**着力解决**拖欠企业账款问题。 →推动中小金融机构改革，**稳定和增强资本市场信心。**
民生	→要毫不放松做好“三农”工作，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，建立健全高标准农田建设、运营、管护机制，稳定生猪等农畜产品生产和价格，促进农民稳定增收。做好农资保供稳价，抓好农业生产，夺取秋粮和全年粮食丰收。 →要多措并举加强民生保障，加大重点群体就业支持力度，**做好灵活就业人员和新就业形态人员权益保障工作。**抓好“一老一小”服务保障，健全分层分类的社会救助体系。	→要强化就业优先政策导向，加强教育、医疗、托育等民生建设。抓好农业生产，**稳定生猪等农产品价格。** →完善常态化帮扶机制，确保不发生规模性返贫致贫。做好安全生产、防灾减灾、食品药品安全等工作。
生态环保	→加强生态环境保护，打好“三北”工程攻坚战，积极稳妥推进碳达峰碳中和。	——
其他	→要巩固拓展树立和践行正确政绩观学习教育成果，推动各级领导干部以更加昂扬向上的精气神，不断创造高质量发展新业绩。	→要深入开展树立和践行正确政绩观学习教育，把学习教育的成效转化为推动高质量发展的实效。

数据来源：新华社，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。