

新旧动能如何平稳接续？

——详解地产转型后的财政、金融以及新质生产力

摘要

- **房地产从商品化“旧模式”步入双轨制“新模式”。**当前我国房地产行业的供求关系发生重大变化，“旧模式”难以为继，“新模式”逐渐拉开序幕。在转型的过程中，“旧模式”的弊病逐渐浮出水面。首先，个别房企债务问题暴雷，目前正加快境内外债重组；其次，房地产销售走弱，导致库存高企、房价下跌。2023年房地产市场整体运行较为低迷，市场仍在调整修复中。转型的同时，加快“新模式”的建设，一是加大保障性住房建设和供给，二是房地产业向“双轨制”转型，保守估计2024城中村改造等的投资规模为1万亿元左右，拉动固定资产投资约2个百分点。
- **“土地财政”不可持续下，财税体制加快改革。**随着房地产行业逐渐向“新模式”转型，关系紧密的地方财政和城投公司也不可避免地受到影响。因为房地产行业转型过程中带来的阵痛，城镇化减速，土地价格下跌，此前的“房地产—土地财政”模式也受到挑战，而且由于地方政府对城投平台的债务提供了隐性担保，带来了潜在的政府债务违约风险。转型的路径主要有两方面：一是城投平台加快转型升级，比如对于资产质量较低的企业进行破产清算、兼并重组等；二是新一轮的财税体制改革，央地财政关系调整，缓解“土地财政”下滑所带来的影响。
- **“土地金融”脱钩后，金融回归支持实体本源。**房企融资限制的出台，房地产行业“过度金融化”逐渐得到矫正。在转型的阵痛期，不少房企频繁出现债务违约情况，从而也使得部分盈利能力较弱、资产质量偏差的中小金融机构的风险逐渐暴露，后续将主要通过补充资本金、加快合并重组、加快不良资产处理等路径来持续化解中小金融机构风险。而在房地产的“旧模式”逐渐成为过去后，金融行业需要回归本源，服务于实体经济：企业融资和个人消费信贷成本持续降低；发挥结构性货币政策工具作用；多层次资本市场不断完善和深化改革。
- **新质生产力将成为拉动经济增长的新动能。**在以“房地产—土地财政—土地金融”为代表的旧模式式微的背景下，未来经济发展的着力点将在大力发展制造业和实体经济上。传统制造业方面，未来转型方向主要为自主可控、数字化、绿色化三个方面。在传统制造业转型升级的同时，我国还将进一步加快“新质生产力”的发展，包括推进战略性新兴产业和未来产业发展，央企在该领域将承担更重要的任务，不断加快对于战略性新兴产业的部署，经济发展基础较好的省市也在积极部署未来产业。
- **风险提示：**政策落地不及预期，地方债务风险超预期恶化。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 商品和资本流动下，全球产业链重构解构 (2024-02-06)
2. 周期之下的波动与回归——从财政政策的角度 (2024-01-12)
3. 又是一轮“虚幻的黎明”？——关于日本疫后物价上行持续性的探究 (2024-01-04)
4. 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
5. 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
6. 风已起，全球基建轮动 (2023-10-25)

目 录

1 房地产从商品化“旧模式”步入双轨制“新模式”	1
2 “土地财政”不可持续下，财税体制加快改革	3
3 “土地金融”脱钩后，金融回归支持实体本源	6
4 新质生产力将成为拉动经济增长的新动能	8

图 目 录

图 1: 房地产企业现金流净额近两年下降.....	2
图 2: 商品房市场或将延续去库存.....	2
图 3: 城投企业配售型保障房的运营模式.....	2
图 4: 城投企业配租型保障房的运营模式.....	2
图 5: 土地出让收入增速明显下降.....	3
图 6: 土地抵押贷款规模和城投债发行规模变化.....	3
图 7: 各省份地方政府和城投平台债务情况.....	4
图 8: 城投平台 ROA 中位数.....	4
图 9: 土地抵押贷款规模和城投债发行规模变化.....	4
图 10: 中央对地方转移支付规模日益扩大.....	5
图 11: 地方财政收支占全国财政收支比重变化.....	5
图 12: 房地产贷款余额增速和占比均走低.....	6
图 13: 80 家典型房企新增融资占社融比重下降.....	6
图 14: 城商行和农商行不良贷款比例较高.....	7
图 15: 2023 年新增用于补充中小银行资本金专项债发行增多.....	7
图 16: 结构性货币政策工具使用情况.....	8
图 17: A 股分板块股权融资结构变化.....	8
图 18: 我国高技术制造业增加值占比持续提升.....	9
图 19: 碳市场成交量和成交金额变化情况.....	9

表 目 录

表 1: 部分省份 2024 年政府工作报告中关于发展新质生产力、发展战略性新兴产业和未来产业的表述.....	9
---	---

目前我国经济正处在新旧势能转换的关键时点，旧动能淘汰的时候必然会涌现出产能、债务等的过剩问题，在化解这些问题的同时，需要加大对新动能的培育力度，增强其对经济的支撑，预防经济“失速”的风险。本文从房地产领域的新旧模式转换入手，探讨与之密切相关的地方财政和金融的转型趋势，最后探讨对新质生产力的培育。通过一系列的结构调整和制度变革，我国经济有望逐步走出以房地产为代表的旧模式，加快新旧动能的接续，步入以新质生产力为代表的新模式中，其中财政和金融的转型也将起到积极助推的作用。

1 房地产从商品化“旧模式”步入双轨制“新模式”

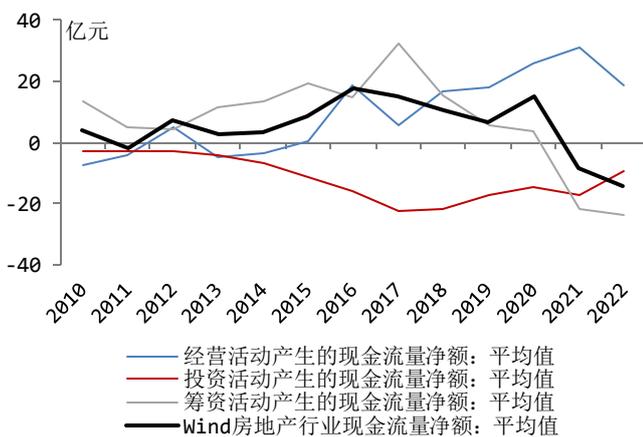
过去，我国的房地产企业主要依赖“高负债、高杠杆、高周转”的经营模式，虽然在这样的经营模式下地方财政获得土地收益，房企获得利润，居民获得财富增值，但是也带来了一些问题，比如房价过高令合理住房需求难以得到满足、金融风险不断累积等。然而在当前城镇化减速、人口老龄化、少子化的新时代背景下，我国房地产行业的供求关系发生重大变化，“旧模式”难以为继，“新模式”逐渐拉开序幕。

在转型的过程中，“旧模式”的弊病逐渐浮出水面。首先，个别房企债务问题暴雷，目前正加快境内外债重组。在新冠疫情和“三道红线”的限制下，2021年恒大集团爆发债务危机，随后融创中国、绿地集团等房地产企业也相继宣布债务违约，目前超过30家大型房企都出现了债务问题。这些房企也都逐步开启了债务重组的化债进程，比如，2023年10月碧桂园宣布启动境外债务重组。得益于中央频出政策加大金融对于房企出险的支持力度，多家房企境内外债重组均获得了实质性进展。据中指研究院不完全统计，截至2024年1月，富力地产、融创中国、中国奥园等少数房企基本完成境内外债券重组或展期，龙光集团、花样年控股、时代中国控股、碧桂园等房企已基本完成境内债券展期，华夏幸福、当代置业、绿地控股等房企基本完成了境外债券展期或重组。而且政策支持力度较大，2023年11月27日，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的25条具体举措；其次，房地产销售走弱，导致库存高企、房价下跌。2023年房地产市场整体运行较为低迷，市场仍在调整修复中。中指研究院报告显示，2023年1-11月，重点100城新建商品住宅销售面积同比下降约5%，百城新建住宅价格累计上涨0.16%，主要因改善性住房需求释放，而二手住宅价格累计下跌3.00%，房价走势持续低迷。在市场情绪偏弱弱的情况下，房地产市场库存逐渐累积。2021年年底以来商品房待售面积持续升高，截至2023年11月商品房住宅待售面积为3.2亿平方米，同比增长20.4%，为2015年5月以来的最高增速。如果将商品房待售面积除以过去12个月住宅现货销售面积来测算住宅库销比，截至2023年11月商品住宅现货库存去化周期还有17.3个月，仍处于高位。在债务缠身以及销售平淡下，房企投资预期偏弱，2023年1-11月房地产开发投资同比下降9.4%。近期政策措施持续推出托底楼市，改善市场信心。12月14日，北京和上海相继发布“调整普通住房认定标准、降低首付比例、降低房贷利率下限”等新政，对一线城市二手房市场有一定提振作用。

转型的同时，加快“新模式”的建设。2023年8月25日，国务院常务会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，明确了两大重要目标，一是加大保障性住房建设和供给，二是房地产业向“双轨制”转型（“双轨制”是商品房满足改善性住房需求、保障性住房满足刚需）。关于保障性住房，我们在专题《2023房地产长效机制新解——基于对保障性住房的研究》中进行了详细解析。“新模式”中的保障房体配和配售型两类，其中配租型包括公共租赁住房、保障性租赁住房，重点解决新市民、青年群体住房保障问题，配

售型为保障性住房，按保本微利原则配售，主要针对城市无房的工薪阶层。后续或可参考新加坡的组屋发展模式，其特点是以政府主导、满足多层次需求、公积金补助、封闭式管理等，实现“居者有其屋”目标。住建部有关负责人此前表示，“十四五”时期，全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套（间），预计完成投资 3 万亿元左右。目前保障房建设和城中村改造已逐渐获得政策资金支持，城中村改造项目纳入专项债的支持范围，并且将设立城中村改造专项借款，2023 年 12 月 PSL 重启，净新增 3500 亿元规模，预计也主要用于支持“三大工程”建设，后续规模可能还会增加，另外金融机构也加大资金支持，比如城中村改造企业债、城中村改造资产支持专项计划（ABS）、“平急两用”债务融资工具等。1 月，据悉城中村改造范围扩围至 52 个城市，其中包括 21 个超大特大城市，2023 年广州城中村改造投资规模预计为 983 亿元，而由于广州城中村规模较大，按照一定比例推算全国情况，保守估计 2024 城中村改造等的投资规模为 1 万亿元左右，拉动固定资产投资约 2 个百分点。此外，住建部相关负责人此前表示可充分利用依法收回的已批未建土地、司法处置的住房和土地等建设筹集配售型保障性住房，保障性住房的建设也有助于消化房地产领域过剩的库存，加快房地产行业的转型。

图 1：房地产企业现金流净额近两年下降



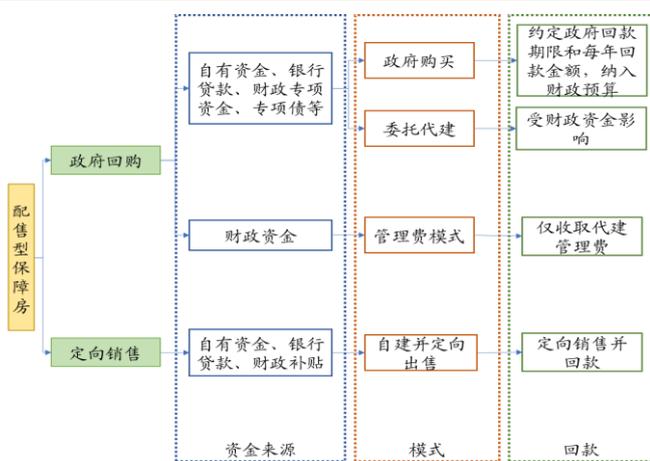
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：商品房市场或将延续去库存



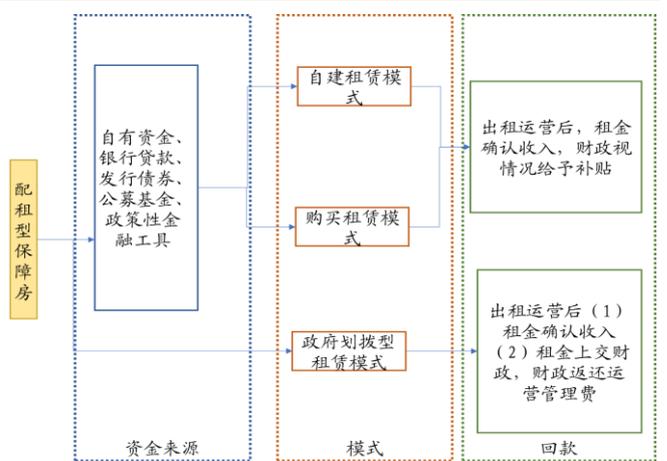
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：城投企业配售型保障房的运营模式



资料来源：联合资信，西南证券整理

图 4：城投企业配租型保障房的运营模式

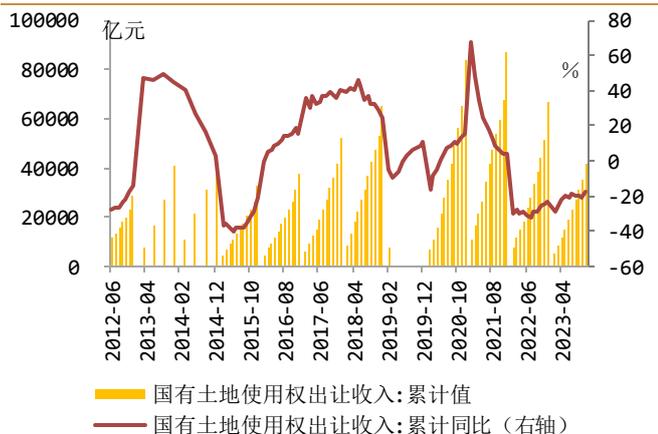


资料来源：联合资信，西南证券整理

2 “土地财政”不可持续下，财税体制加快改革

随着房地产行业逐渐向“新模式”转型，关系紧密的地方财政和城投公司也不可避免地受到影响。由于央地之间的“财权上收、事权下压”结构失衡，地方政府对“土地财政”的依赖度持续上升，2016 年及之后，国有土地使用权出让金收入占地方政府性基金收入的比重均在 80% 以上，2022 年该比重约为 87.6%，国有土地使用权出让金收入占地方财政第一、二本帐的比重自 2016 年以来持续攀升，2020 年最高录得 29.7% 的比例。但因为房地产行业转型过程中带来的阵痛，城镇化减速，土地价格下跌，此前的“房地产—土地财政”模式也受到挑战。2022 年以来，国有土地使用权出让金收入同比增速降至 0 以下，2023 年 1-11 月该增速录得 -17.9%，降幅虽较此前收敛，但增速仍在低位。此外，另一受影响较大的主体是地方城投平台。城投平台设立之初的定位是政府的投融资平台，地方政府为缓解财政压力，向城投平台注入大量土地，通过城投平台向金融机构融资，来大力推进城市基础设施建设，形成了“注入土地-土地抵押-城市建设-土地升值-土地出让-还债”的闭环模式。但与此同时，由于地方政府对城投平台的债务提供了隐性担保，地方政府隐债规模不断扩大，带来了潜在的政府债务风险。2015 年，重点城市土地抵押贷款总额为 11.33 万亿元，面积为 49.08 万公顷。城投平台发债规模也持续扩大，Wind 数据显示 2023 年城投债总发行规模为 4.8 万亿元，净融资额达到 8728.07 亿元。根据 IMF 的测算，2020 年能够识别的地方融资平台的债务达 45.4 万亿元，预计 2023 年达到 65.7 万亿元，隐债的存在加大了地方政府债务风险。

图 5：土地出让收入增速明显下降



数据来源: wind, 西南证券整理

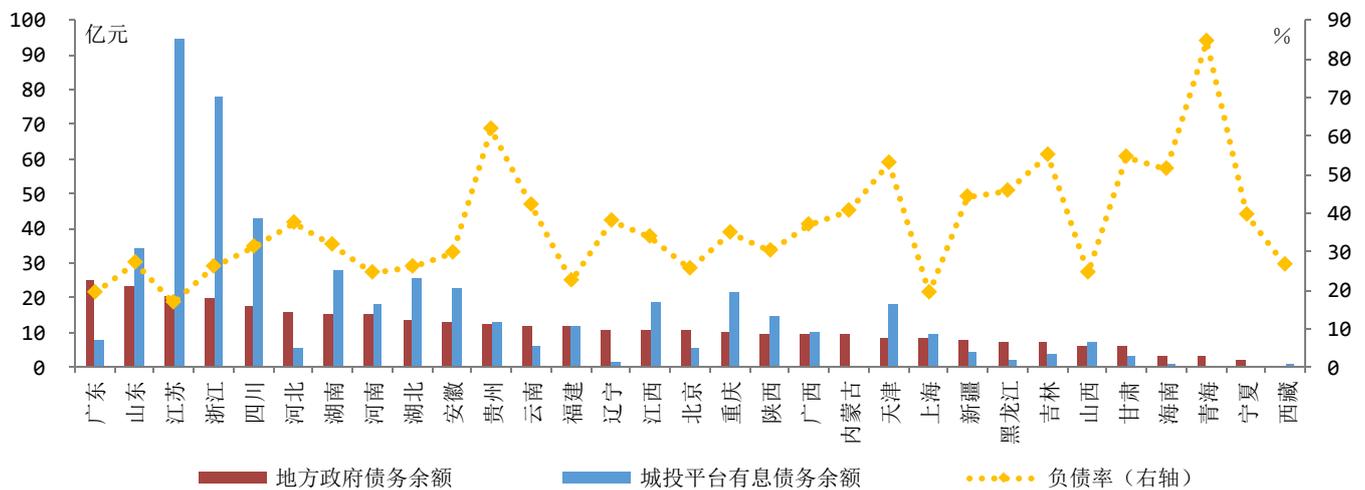
图 6：土地抵押贷款规模和城投债发行规模变化



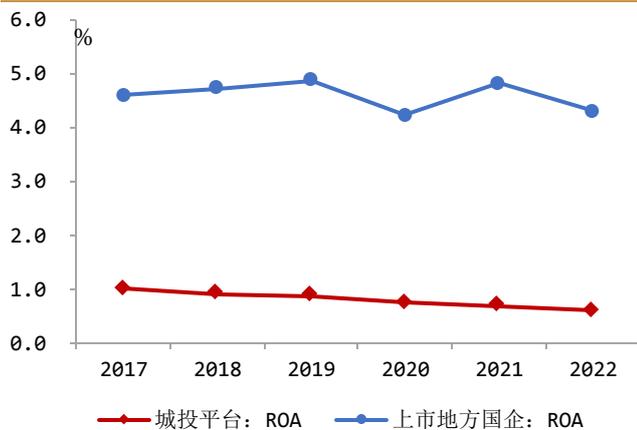
数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 重点城市土地抵押贷款总额 2015 年后停止公布

城投平台加快转型升级，新一轮财税体制改革即将展开。从短期来看，防范地方政府债务风险是当务之急，尤其是化解隐债。2023 年 12 月，全国财政工作会议指出“要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险”。通过对 Wind 上发行过城投债的公司的债务进行分析，2022 年城投平台的有息债务约为 51.3 万亿元，加上地方政府债务余额 35.1 万亿元，合计占 2022 年 GDP 的比例为 71.3% 左右，该比例称作“广义负债率”。其中，城投平台有息债务规模最大的包括江苏、浙江、四川等省份，叠加地方政府债务余额后的广义负债率最高的省份包括天津、浙江、贵州、重庆、四川等，均超过 100%，广义负债率较低的省份则包括广东、北京、上海、内蒙古等。而由于城投平台主要从事公益性或准公益性项目，自身造血能力普遍偏弱，2017 年以来城投公司的 ROA 持续下降，从中位 2022 年仅为 0.59%，远低于

A 股地方上市国企 ROA 中位数 4.29%。而且，从偿债能力来看，以 EBITDA/带息债务来衡量，城投公司偿债能力也在持续下降，债务大多通过借新还旧来偿还，2022 年 EBITDA/带息债务（中位数）仅为 0.038 倍，也远低于 A 股地方上市国企的 0.35 倍。因此从中长期来看，城投平台也将进入到新的转型升级阶段，**转型的方向主要有三：一是对于资产质量较低的企业进行破产清算、兼并重组**，逐步减少债务存量规模。近年来城投平台加快整合，2022 年初至 2023 年初，全国城投整合案例逼近 400 家，促进化解债务的同时，加快区域资源的整合和优化配置；**二是市场化转制，厘清城投公司和地方政府的关系**，不再承担政府的或有债务，但因为地方政府的刚兑取消，城投公司融资将变得十分困难，因此更加需要通过市场化方式来解决城投公司的融资问题，比如发行资产证券化产品，包括 ABS、基础设施 REITs 以及类 REITs 等，并积极探索股权融资模式；**三是向政策性投资类平台转型**，通过控股或者设立产业基金等方式，将资金注入政策导向的重点产业，比如战略性新兴产业，但同时也要求城投平台具有专业的投资能力和完善的风控体系，坚持市场化运行的机制。

图 7：各省份地方政府和城投平台债务情况


数据来源：wind，西南证券整理；负债率为地方政府债务余额/GDP，城投平台有息债务余额按照 wind 城投债发行主体口径统计

图 8：城投平台 ROA 中位数


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：土地抵押贷款规模和城投债发行规模变化


数据来源：wind，西南证券整理

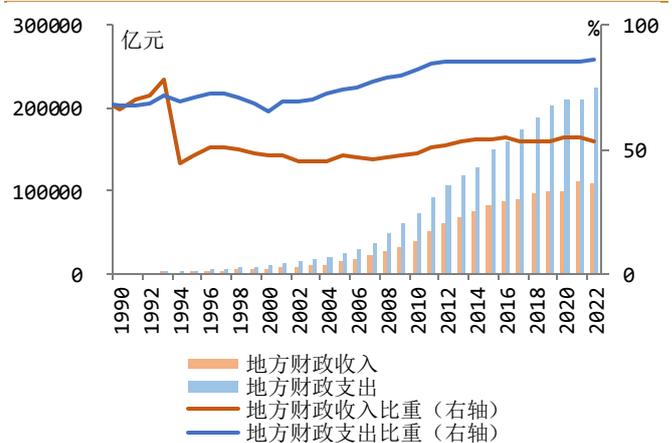
此外，地方政府的土地出让收入可能再难以回到从前高速增长阶段，“土地财政”模式也将难以为继，在此背景下，央地财政关系可能亟需得到调整，需要新一轮的财税体制改革，缓解“土地财政”下滑所带来的影响。2023年中央经济工作会议上提出“要谋划新一轮财税体制改革”，“新一轮财税体制改革”的重点或在三大方面：一是，完善预算管理制度。2021年国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，提出六点改革的方向，包括加大预算收入统筹力度、规范预算支出管理、严格预算编制管理、强化预算执行和绩效管理、加强风险防控以及增强财政透明度。后续“财政纪律”将得到进一步强化，尤其是在“转移支付资金监管”方面，2023年，中央对地方转移支付规模达到10.06万亿元，后续转移支付管理的规范性、有效性和透明度有望进一步提高；二是，完善央地财政事权体系，中央分别于2016年和2018年颁布了《关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》和《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》，逐步界定和规范央地财政事权范围和相应的支出责任分担方式。未来强化上级事权可能是财税体制改革的重心，减少共同事权，并避免“层层下压”的现象，中央政府加杠杆、地方政府压杠杆的趋势有望进一步持续。比如，2023年四季度增发1万亿国债，2023年底以来多地会议及文件中提及的“超长期特别国债”，都体现了中央加杠杆来分担地方的支出责任，尤其是对于外部性较强的领域；三是，优化税制结构，税制结构的优化重点在于提高直接税的比重，但目前社会对于房地产税、遗产税等新税种的开征都十分敏感，相较之下个人所得税扩大综合征收范围的概率更大，《“十四五”规划纲要》中也提到要“完善个人所得税制度，扩大综合征收范围”，逐步将资本所得纳入综合计税范围。此外，地方税体系建设也将加快推进，重头戏或在消费税领域，一方面是消费税扩大征税范围、调整税率，可能将部分高档奢侈品和高污染消费品纳入范围内，另一方面征收环节逐步后移至零售批发，同时将部分收入稳步下划给地方。此外，碳税、数字税等也有探索的可能性。

图 10：中央对地方转移支付规模日益扩大



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：地方财政收支占全国财政收支比重变化

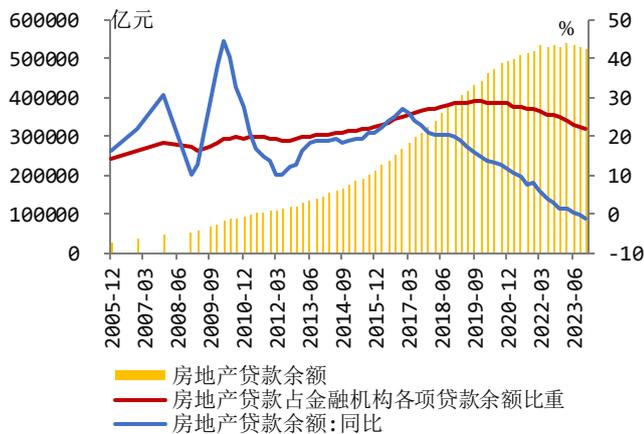


数据来源：wind，西南证券整理

3 “土地金融”脱钩后，金融回归支持实体本源

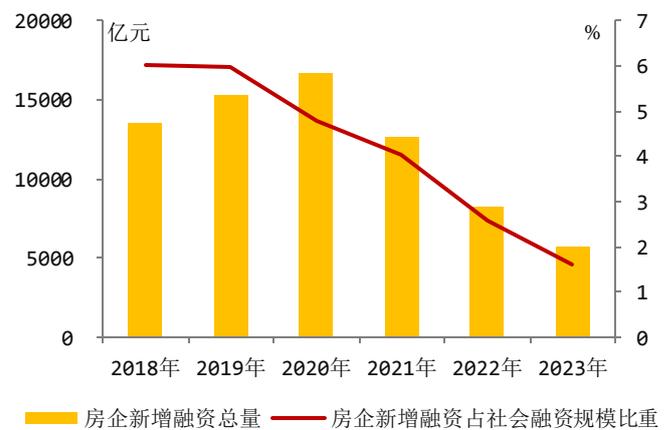
房地产行业与金融业的关联度较高，但随着 2021 年房企融资限制的出台，房地产行业“过度金融化”逐渐得到矫正。从居民端来看，房地产对于我国居民家庭而言具有较大的投资属性，是居民资产中的最主要的组成部分。根据中国人民银行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，其中住房资产占家庭资产的 59.1%，有两套住房的家庭占比为 31.0%，有三套及以上住房的占比为 10.5%，由于预期房价持续上涨，我国居民家庭倾向于持有多套房产来达到增值的目的。2011 年 Q3 至 2022 年 Q1，我国个人购房贷款余额持续攀升，从 6.9 万亿元持续上行至 38.8 万亿元，至 2023 年 Q1 基本保持在这一规模水平，而后在 2023 年 Q2 进入到下行区间，截至 2023 年末个人购房贷款余额降至 38.2 万亿元，占金融机构各项贷款余额比重为 16.1%；从企业端来看，房地产相关融资在社会融资中的占比较大。据克而瑞研究中心，80 家典型房企的融资总量在 2020 年达到峰值 16.6 万亿元，占全社会融资规模 4.8% 左右，2021 年开始连续三年同比负增长，截至 2023 年 12 月 20 日，2023 年房企新增融资总额 5692 亿元，同比下降 28%，占全社会融资中的比重仅约 1.6%。从房地产开发贷款来看，我国房地产开发贷款余额占金融机构各项贷款余额比重在 2019 年 Q1 达到峰值 7.6%，而后房企开发投资增速走低，截至 2023 年末，我国房地产开发贷款余额为 12.88 万亿元，占金融机构各项贷款余额比重仅为 5.4%。

图 12：房地产贷款余额增速和占比均走低



数据来源：wind，西南证券整理

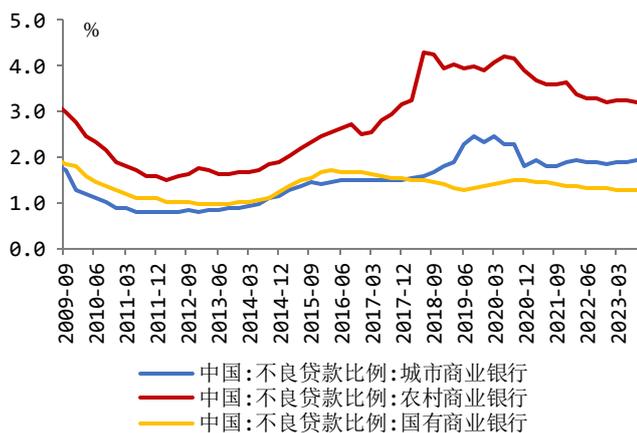
图 13：80 家典型房企新增融资占社融比重下降



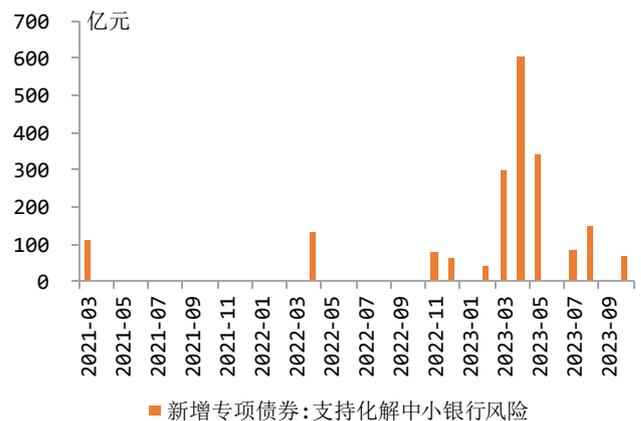
数据来源：克而瑞，wind，西南证券整理

贷款过度集中于房地产行业一方面可能带来潜在系统性金融风险，另一方面可能挤占其他行业金融资源。2020 年 8 月，央行、住建部出台了重点房地产企业资金监测和融资管理的“三道红线”政策，旨在让房企从高负债式扩张回归理性发展。在转型的阵痛期，不少房企频繁出现债务违约情况，从而也使得部分盈利能力较弱、资产质量偏差的中小金融机构的风险逐渐暴露（部分中小银行长期与房地产和地方融资平台高度绑定，承担了较多隐性债务，风险不断积聚）。根据中国人民银行公布的 2023 年第二季度央行金融机构评级结果，1-7 级的银行资产占全部参评银行总资产的 98.28%，红区银行资产规模占比 1.72%。其中，农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社）和村镇银行高风险银行数量分别为 191 家和 132 家，资产规模占参评银行的 0.84%。中小银行资产质量偏差，2023 年第三季度城商行的不良贷款余额分别为 5419.3 亿元和 8123.6 亿元，不良贷款率为 1.91% 和 3.18%，高于商业银行平均水平 1.61%。近年来政策不断推进中小金融机构

年银保监会印发《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》，金融行业不良贷款批转范围进一步扩大，银行尚未划入不良的关注类资产项目可提前进行处置，资产质量恶化前可以及时转让出表。截至 2023 年第三季度，国内商业银行关注类贷款余额达 4.4 万亿元左右，达到 2014 年以来最高值。2023 年 10 月召开的中央金融工作会议继续提出“及时处置中小金融机构风险”，国家金融监督管理总局 2024 年工作会议上也将“推进中小金融机构改革化险”列为今年的第一大重点任务目标。**持续化解中小金融机构风险主要有三条路经：其一，通过多渠道补充资本金，尤其利用好专项债发行。**2023 年以来中小银行专项债发行规模已超 2022 年 3 倍，创历史新高，截至 12 月 14 日，中小银行专项债发行规模合计 2182.8 亿元；**其二，加快市场化的合并重组，推动中小银行区域整合。**2024 年 1 月，国家金融监管总局同意筹建 3 家省级农商行，自 2023 年 12 月以来，已有超 10 家中小银行获批合并重组，2023 年全年宣布进行解散重组的银行多达 30 余家；**其三，强化风险监管，压实地方属地责任，加快不良资产的处理。**此前中小金融机构的风险来自监管不严，中央金融工作会议提出“严格中小金融机构准入标准和监管要求”，继续强化中小金融机构监管有利于防止其风险再度恶化，同时压实地方属地责任，防止道德风险。

图 14：城商行和农商行不良贷款比例较高


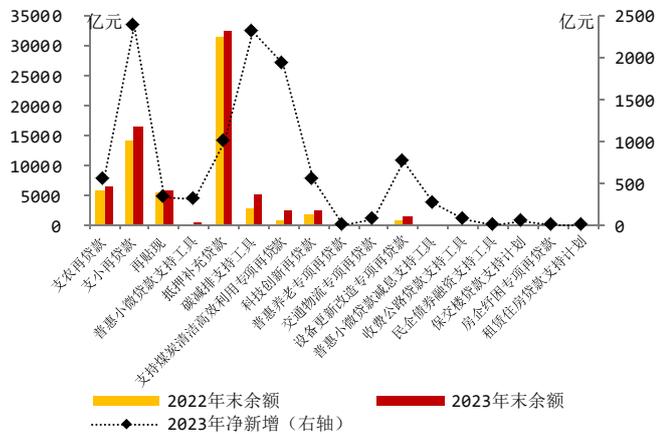
数据来源: wind, 西南证券整理

图 15：2023 年新增用于补充中小银行资本金专项债发行增多


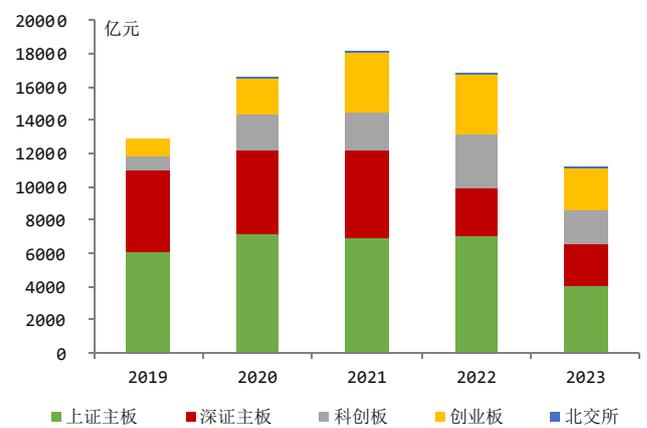
数据来源: wind, 西南证券整理

而在房地产的“旧模式”逐渐成为过去后，金融行业需要回归本源，服务于实体经济。首先，企业融资和个人消费信贷成本持续降低，2023 年 1 月至 9 月，新发放企业贷款加权平均利率为 3.91%，比 2022 年同期下降 0.32 个百分点。2024 年 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，此次降准后，金融机构加权平均存款准备金率降至约 7%，将向市场提供长期流动性约 1 万亿元；其次，发挥结构性货币政策工具作用，截至 2023 年年末，结构性货币政策工具余额为 7.5 万亿元，2023 年支小再贷款、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等使用较多，2023 年 12 月 PSL 净新增 3500 亿元，2024 年 1 月再度新增 1500 亿元。截至 2023 年末，普惠型小微企业贷款余额达 29.06 万亿元，同比增长 23.27%；21 家主要银行绿色信贷余额达到 27.2 万亿元，同比增长 31.7%；全国高新技术企业贷款余额同比增长 20.2%，均远远高于全部贷款增速；然后，多层次资本市场不断完善和深化改革，目前我国已形成了主板、中小板、创业板、科创板等所组成的多层次资本市场，满足不同发展阶段的企业融资需求，此外资本市场工具还将继续多样化，目前来看，主要的资本市场工具包括私募股权投资、股票和债券等标准化融资工具、股权质押融资以及并购重组等。2023 年全年融资额约为 1.1 万亿元，其中上证和深证主板融资 6594.9 亿元，科创板、创业板和北交所分别融资 2023.3 亿元、2470.7

亿元和 155.4 亿元，债券市场共发行各类债券 71 万亿元。后续我国资本市场将进一步加大对实体经济的支持力度，加强板块之间的互动，健全上市公司退市制度。

图 16：结构性货币政策工具使用情况


数据来源：中国人民银行，西南证券整理

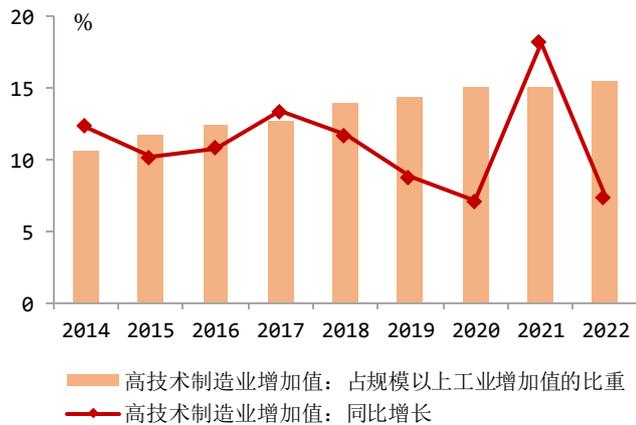
图 17：A 股分板块股权融资结构变化


数据来源：wind，西南证券整理

4 新质生产力将成为拉动经济增长的新动能

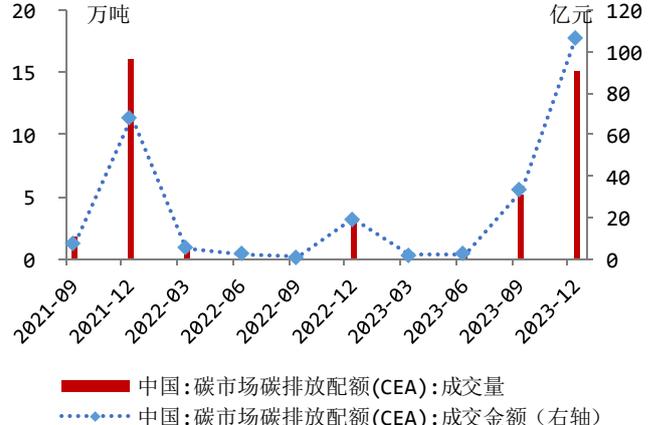
“房地产—土地财政—土地金融”为代表的旧模式式微，目前经济结构正在向“调整存量、做优增量”的方向发展，加快培育新的发展动能是能够实现新旧动能平稳接续的前提。制造业是立国之本、强国之基，需要在加快传统制造业转型升级的同时，着力提升科技创新能力，培育新质生产力，以此来逐步替代旧的经济“马车”、形成新的发展动能。**传统制造业转型升级方面**，石化化工、钢铁、有色、建材、机械、汽车、轻工、纺织等传统制造业增加值占全部制造业的比重近 80%，依然是国民经济的压舱石。但传统制造业的成本优势正在逐渐减弱，面临着低端供给过剩和高端供给不足的问题，因此加快推动传统制造业转型升级也将成为政策的重要方向。**未来传统制造业的转型方向可以主要概括为三个方面：自主可控方面**，当前全球产业链供应链格局正在加速重构，确保国内产业链供应链安全的紧迫性逐渐上升，目前国内核心技术、关键零部件和关键基础材料等“卡脖子”问题依然存在，需要加大创新力度，聚焦基础零部件、基础元器件、基础材料、基础软件、基础工艺和产业技术基础等薄弱领域，加快攻关突破和产业化应用；**数字化方面**，产业数字化是数字经济中最主要的组成部分，2022 年，我国产业数字化规模为 41 万亿元，占数字经济比重为 81.7%，同比名义增长 10.3%，占 GDP 的比重为 33.9%。其中，工业数字化加快推进，2022 年工业数字经济渗透率为 24%，同比提高 1.2 个百分点。未来数字经济相关的产业，如云计算、物联网、大数据、互联网金融等有望加快发展；**绿色化方面**，横向上，未来绿色汽车、家电、建材、清洁能源等绿色制造产业有望加快发展，纵向上，绿色工厂、绿色设计产品、绿色园区和绿色供应链的建设也有望加快。在制造业绿色转型过程中，“碳排放权交易”的活跃度有望逐渐提升。2023 年，全国碳排放配额年度成交量 2.12 亿吨，年度成交额 144.44 亿元，日均成交量 87.58 万吨。

图 18：我国高技术制造业增加值占比持续提升



数据来源：国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

图 19：碳市场成交量和成交金额变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

在传统制造业转型升级的同时，我国还将进一步加快战略性新兴产业和未来产业的发展。2024 年 2 月初，习近平在中共中央政治局第十一次集体学习时强调加快发展新质生产力，地方两会上频繁提及“新质生产力”，包括推进战略性新兴产业和未来产业发展。战略性新兴产业是以重大技术突破和重大发展需求为基础，知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的先进产业，代表着新一轮科技革命和产业变革的方向。在《战略性新兴产业分类（2018）》中，涵盖 488 个国民经济行业，主要包括新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意、相关服务业等 9 大领域。2022 年高技术制造业增加值比上年增长 7.4%，占规模以上工业增加值的比重为 15.5%。近年来，央企加快对于战略性新兴产业的部署，2023 年中央企业去年在战略性新兴产业领域完成投资 2.18 万亿元、同比增长 32.1%；未来产业是由前沿技术驱动，处于孕育萌发阶段或产业化初期，但具有显著战略性、引领性、颠覆性和不确定性的前瞻性新兴产业。2024 年 1 月，工业和信息化部等七部门颁布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，提出全面布局未来产业的六大赛道：未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康。将发挥新型举国体制优势，引导地方结合产业基础和资源禀赋，合理规划、精准培育和错位发展未来产业。当前北京、上海、浙江、深圳等经济发展基础较好的省市积极部署未来产业，纷纷出台实施未来产业发展的行动方案 and 计划等，比如上海市提出未来产业产值争取到 2030 年达到 5000 亿元左右，苏州市提出 2035 年未来产业总产值将突破 1 万亿，南京市提出 2025 年未来产业主营业务收入达 3000 亿元以上。由于我国具有较为完备的产业体系，一旦技术路线成熟，有望培育一批发展潜力巨大、对经济带动能力强的支柱产业。

表 1：部分省份 2024 年政府工作报告中关于发展新质生产力、发展战略性新兴产业和未来产业的表述

省份	关于发展新质生产力、发展战略性新兴产业和未来产业的表述
广东	支持食品饮料、纺织服装、家电家居等传统产业升级；发展集成电路、新型储能、前沿新材料、超高清视频显示、生物制造、商业航天等新兴产业；超前布局 6G、量子科技、生命科学、人形机器人等未来产业。
江苏	广泛应用数智技术、绿色技术，深入实施传统产业焕新工程；大力发展生物制造、智能电网、新能源、低空经济等新兴产业；开辟未来网络、量子、生命科学、氢能和新型储能、深海深地空天等产业新赛道。
山东	围绕冶金、化工、轻工、建材、机械、纺织服装等重点产业，“一业一策”改造提升；围绕新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代医药、绿色环保、新能源汽车、安全应急装备、商业航天、低空经济等领域，新培育 10 个左右省级新兴产业集群；围绕人工智能、生命科学、未来网络、量子科技、人形机器人、深海空天等领域，推动 15 个省级

省份	关于发展新质生产力、发展战略性新兴产业和未来产业的表述
	未来产业集群加快壮大。
浙江	推动装备制造、纺织服装、五金制品等优势产业迈向中高端，支持丝绸、茶叶、黄酒、青瓷、木雕、中药材等历史经典产业塑造新辉煌；大力发展新质生产力，“一链一策”推动新兴产业提质扩量，前瞻布局一批未来产业，支持杭州、宁波争创未来产业先导区，战略性新兴产业增加值增长 10%以上。
四川	建设新型显示、核医药、航空航天装备等高新技术转化应用产业基地、发展世界级优质白酒产业集群、开展新一轮找矿突破战略行动、发展智能建造和装配式建筑等；重点布局和发展人工智能产业，培育生物技术、卫星网络、新能源与智能网联汽车等新兴产业，力争今年取得实质性进展；谋划建设未来产业科技园，争创国家未来产业先导区、生物经济先导区。
河南	壮大新型材料、新能源汽车、电子信息、先进装备、现代医药、现代食品、现代轻纺 7 个先进制造业集群 28 个重点产业链，力争到 2025 年产业规模突破 7 万亿元
湖北	培育壮大新质生产力：“光芯屏端网”、汽车制造与服务、大健康三大产业达到万亿规模；集中力量突破高端 AI 芯片、智能数控机床、高端医疗装备等“卡脖子”技术，前瞻谋划生物合成、空天技术等千亿级规模的科创“核爆点”
福建	加快发展新质生产力，培育壮大新一代信息技术等战略性新兴产业、前瞻布局人工智能等未来产业
上海	全力落实新一轮集成电路、生物医药、人工智能“上海方案”，培育提升新能源汽车、高端装备、先进材料、民用航空、空间信息等高端产业集群，加快打造未来产业先导区。
安徽	乘势而上壮大汽车“首位产业”；加快新兴产业集群发展、未来产业前瞻布局。加快建设先进光伏和新型储能产业集群，巩固提升新一代信息技术产业，支持动态存储芯片、新型显示等产品迭代升级，培育壮大新材料优势产业，加快发展医药健康产业等
河北	聚焦高端化、智能化、绿色化，支持钢铁、石化、食品等产业设备更新、工艺升级，加快钢铁行业产品向材料级方向转型；加快集成电路、网络安全、生物医药、电力装备、安全应急装备等产业发展
北京	促进新能源、新材料、商业航天、低空经济等战略性新兴产业发展，开辟量子、生命科学、6G 等未来产业新赛道。
陕西	推动有色、冶金、食品、纺织等传统产业升级、数字赋能、管理创新；培育壮大战略性新兴产业，打造氢能、光子、低空经济、机器人等新增长点，前瞻布局人工智能、量子信息、生命科学等未来产业
江西	聚焦电子信息、新能源、新材料、装备制造、航空、生物医药等新兴产业，“一产一策”强龙头、补链条、壮集群，战略性新兴产业增加值占规模以上工业增加值比重 28% 以上；实施未来产业培育发展三年行动，创建一批未来产业先导试验区和未来技术产业研究院，努力在元宇宙、人工智能、新型显示、新型储能、低空经济等领域抢占先机。
辽宁	着力推进新材料、航空航天、低空经济、机器人、生物医药和医疗装备、新能源汽车、集成电路装备等战略性新兴产业融合集群发展。前瞻性布局未来产业，在人工智能、元宇宙、深海深地开发、增材制造、柔性电子、氢能储能、细胞治疗、生物育种等方面，加快推动技术产品化、产品产业化。
重庆	实施重点产业链高质量发展行动和招大引强行动，一体推进稳链强链、基础再造、能级跃升，持续优化产业布局，健全“33618”现代制造业集群体系；实施未来产业和高成长性产业发展行动，推动卫星互联网产业园建设，深化北斗规模应用及配套产业发展，加快开辟低空经济、生物制造等新领域新赛道，
云南	围绕“四大支撑性工程”，实施制造业重点产业链高质量发展行动，发展“绿电+先进制造业”；大力培育新材料、稀贵金属、先进装备制造、光电等新兴产业，布局发展人工智能、生物制造、卫星应用、低空经济、氢能及储能等未来产业，形成新质生产力。
广西	推动传统产业高端化智能化绿色化改造；瞄准新能源汽车、生物医药、新材料等战略性新兴产业，推进一批标志性牵引性项目。前瞻布局人工智能、生命科学等未来产业。
山西	加快推动战略性新兴产业发展壮大和未来产业布局发展。布局发展高速飞车、绿色氢能、量子信息、前沿材料等未来产业，支持发展氢能制储运加用全产业链。
新疆	聚焦“八大产业集群”，培育壮大油气生产加工产业集群，加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，积极建设绿色矿业产业集群，着力推动建设粮油产业集群，加快建设棉花和纺织服装产业集群，打造绿色有机果蔬产业集群，建设优质畜产品产业集群，大力发展新能源新材料等战略性新兴产业集群
天津	做优做强 12 条重点产业链，统筹推进支柱产业、战略性新兴产业、未来产业发展。积极布局人工智能、生物制造、生命

省份	关于发展新质生产力、发展战略性新兴产业和未来产业的表述
	科学、脑机交互与人机共融、深海空天、通用机器人等未来产业新赛道
黑龙江	聚焦新能源、航空航天、高端装备、新材料、生物医药等重点领域，推动产业链、创新链、资金链、人才链深度融合，持续扩大战略性新兴产业规模。实施未来产业孵化与加速计划，前瞻布局深空、深海、深地等未来产业，培育形成新质生产力。
吉林	做优做强战略性新兴产业，超前布局人工智能、人形机器人、生物制造、元宇宙、新型储能等未来产业。
甘肃	加快转方式、调结构、提质量、增效益，超前布局未来产业，大力发展新质生产力，塑造现代化产业体系新优势。
海南	聚焦种业、深海、航天、绿色低碳、生物制造、低空经济等新领域新赛道，加强政策引导，协同推进技术创新和产业化。
宁夏	坚持把科技创新作为培育新质生产力和提升综合竞争力的主导力量，以科技创新引领现代化产业体系建设

数据来源：各省份2024年政府工作报告，西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
