



宏观研究

【粤开宏观】促投资促消费新举措，
从存量中挖掘增量

2024年02月29日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】1998-2023年中国各省份土地
出让收入排名变迁》2024-02-25

《【粤开宏观】超预期的非对称降息：原因、
影响与展望》2024-02-20

《【粤开宏观】土地财政引发的挑战及应
对》2024-02-19

《【粤开宏观】1949-2023年中国各省份财
政收入排名变迁》2024-02-08

《【粤开宏观】2024年地方实现高质量发
展：四大看点》2024-02-04

导读

全国两会临近，市场对宏观政策的关注快速升温。近期中央财经委员会第四次会议研究部署的“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”引发了市场的广泛讨论。

传统的需求刺激政策通常直接作用于增量，而设备更新和以旧换新呈现出“从存量中挖掘增量”的政策思路调整。这在财政盘活存量资产、金融盘活存量资金、房地产加快推进城中村改造等政策中也均有体现，背后是经济发展阶段和条件变化导致的宏观调控难度上升和传统政策效果减弱。

具体到设备更新和以旧换新政策本身，政策效果方面，有助于统筹扩大有效需求和供给侧结构性改革，夯实经济回升向好基础，加快经济绿色转型；政策落地方面，要坚持市场为主、政府引导，财政和货币政策协同支持，避免一刀切、运动式的行政性调控。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、宏观政策思路调整，从存量中挖掘增量.....	3
二、设备更新和以旧换新的意义和作用.....	4
三、政策落地的配套措施与注意事项.....	6

图表目录

图表 1： 当前工业产能利用率仍处较低水平.....	4
图表 2： 当前城镇家庭中冰箱、彩电等耐用消费品保有量较高.....	4
图表 3： PPI 同比已连续 16 个月负增长.....	5
图表 4： 制造业各行业中，PPI 同比与产能利用率正相关.....	6



一、宏观政策思路调整，从存量中挖掘增量

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济发展的内涵和特征发生了重大变化：一是增速换挡，经济增速从高速转向中高速；二是模式转变，发展方式从规模速度型转向质量效率型；三是动能切换，发展动力从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。

随之而来的是宏观调控难度的上升和传统政策效果的减弱，继而促使政策思路发生转变，由“增量为主”转向“增量与存量并重”，从存量中挖掘增量。

一是财政政策，盘活存量资产，扩大有效投资。地方政府曾经依靠大量土地出让收入和债务融资来进行基建投资和城市建设，然而当前房地产市场低迷导致土地出让收入大幅下滑，防范化解地方政府债务风险要求严控新增债务，地方财政紧平衡和收支矛盾加剧，制约了地方政府发展当地经济的能力。与西方国家不同，我国的政府债务和基建投资形成了大量的存量资产，为降低政府债务风险以及合理扩大有效投资提供了腾挪空间。地方政府可以通过基础设施领域不动产投资信托基金、产权交易、国有资本投资运营、兼并重组等多种方式盘活存量资产，回收资金用于重点领域项目建设，扩大有效投资。

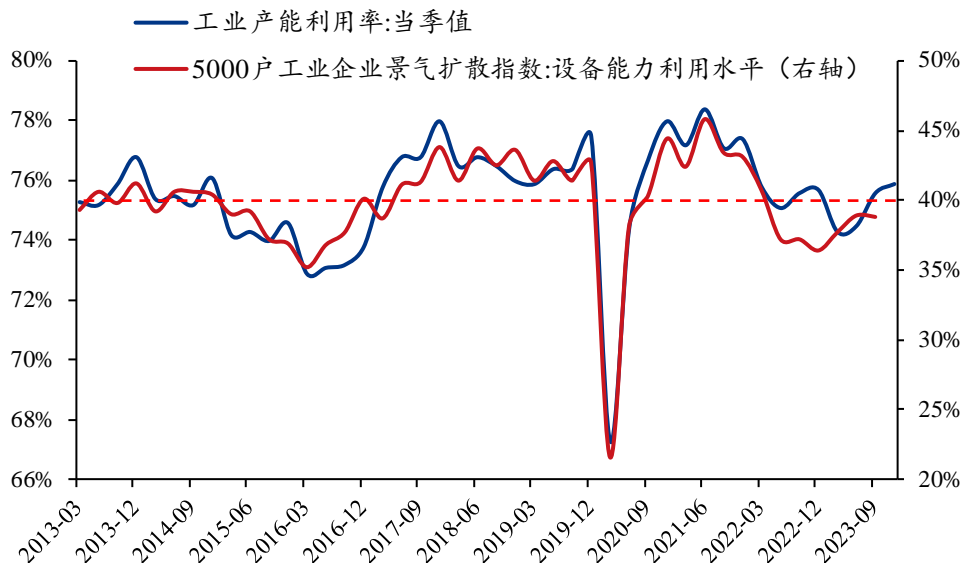
二是货币政策，盘活存量资金，提高资金使用效率。2023年中央金融工作会议提出要“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”。当前我国人民币贷款余额超240万亿元，是每年增量的10倍左右，存量资金低效占用会带来僵尸企业和过剩产能迟迟无法出清、金融机构资产质量下降和风险上升、挤占新兴产业和小微企业的信贷资源等问题。政策举措上，盘活低效存量贷款、转移给高效主体使用，加大不良贷款核销、促进商业银行稳健经营，提高直接融资比重、良性替代银行贷款等，虽然会在数据上压低信贷增速，但能显著提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。

三是房地产政策，更好满足改善性住房需求，加快推进城中村改造。我国房地产市场供求关系发生重大变化，导致本轮地产放松政策的刺激作用显著弱于前几轮。当前改善性需求总体好于刚性需求，购房意愿和支付能力更强，一线城市“认房不认贷”、地方政府出让优质地块、放松容积率等限制条件，有效调动了改善性需求群体的积极性。此外，城中村改造有助于促进房地产投资，若采取货币化安置方式，也能增加购房需求。

四是需求政策，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。产能利用率较低、企业盈利预期偏弱导致制造业投资动力不足，居民就业和收入预期不稳、房地产销售低迷导致汽车和家电等耐用消费品需求不振。此外，受企业杠杆率较高、耐用消费品市场渗透率和家庭保有量较高等因素影响，传统刺激政策的作用较为有限。然而从产业转型升级和经济绿色发展的角度来看，企业和居民的存量设备具有很大的更新换代空间，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，废旧资源得到循环利用，既利当前、更利长远。

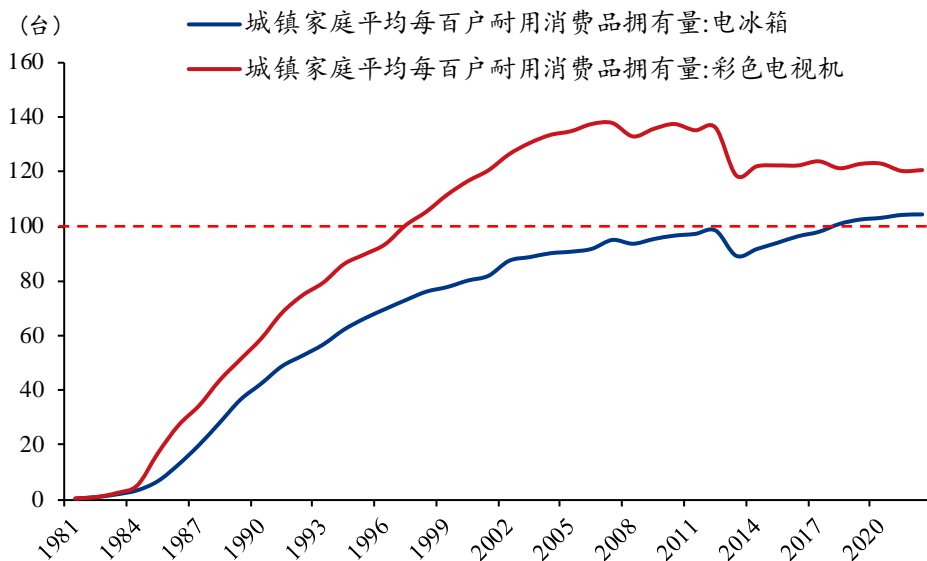


图表1：当前工业产能利用率仍处较低水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：当前城镇家庭中冰箱、彩电等耐用消费品保有量较高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、设备更新和以旧换新的意义和作用

当前我国宏观经济总体处于疫后恢复期，但面临一些困难和挑战：一是有效需求不足，居民消费和企业投资意愿不强；二是部分行业存在重复布局和内卷式竞争，出现产能过剩；三是物价水平低位运行，尤其是 PPI 降幅较大，导致企业利润下降、债务负担加重、投资意愿降低、财政收入放缓。

推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有助于统筹扩大有效需求和供给侧结构性改革，夯实经济回升向好基础，加快经济绿色转型。

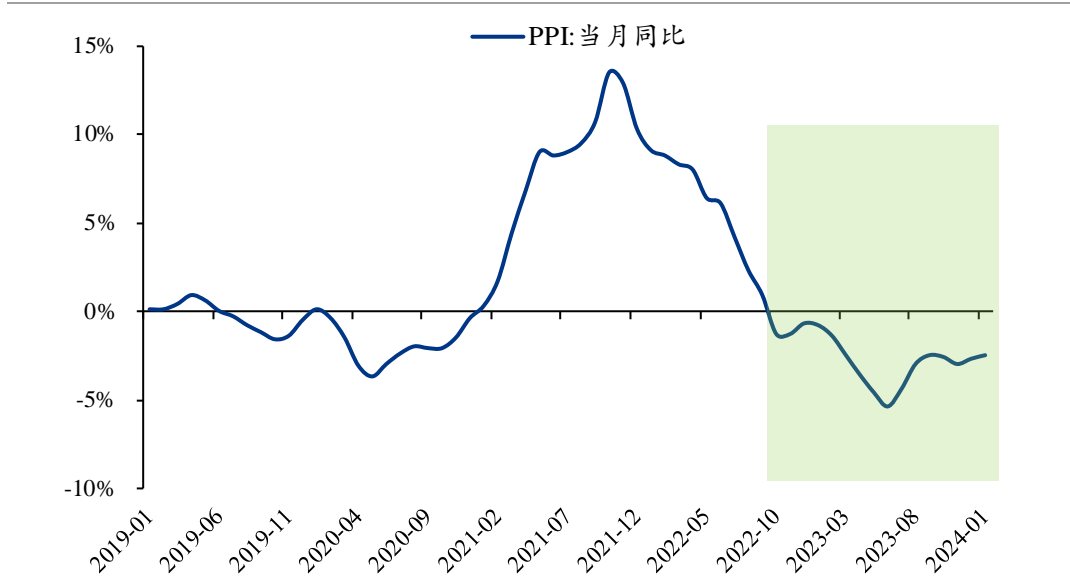


一是有力促进投资和消费，提振需求和信心。当前经济的主要压力是宏观总需求不足和微观主体信心不振，扩大有效投资、刺激耐用品消费是稳增长稳信心的重要抓手。固定资产投资中，按构成分，设备工器具购置占比在 18%左右；按建设性质分，改建投资占比在 14%左右。汽车、家电等耐用消费品占限额以上企业商品零售总额比重在 35%左右。推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励耐用消费品以旧换新，有助于加快投资和消费增速，加快经济恢复步伐。

二是提升先进产能、淘汰落后产能，加快市场出清和物价企稳回升。针对当前部分行业产能过剩、PPI 同比连续 16 个月负增长等问题，有必要进行供给侧结构性改革，复制 2016 年的成功案例。2023 年 12 月，中央经济工作会议提出“要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。”企业新建、改扩建项目和获得中央预算内投资等财政资金支持的项目，应优先使用先进水平的产品设备；对于产能已经饱和的行业，要依法依规淘汰老旧落后产品设备。

三是加快产业转型升级，推进绿色低碳发展。绿水青山就是金山银山，要兼顾经济发展与环境保护，谋求人与自然和谐发展。供给方面，在钢铁、有色、轻工等传统行业广泛应用数智技术、绿色技术，推动大规模技术改造和设备更新，深度布局信息通信、生物制造、新能源汽车等新兴产业；需求方面，引导企业和居民选购高效节能产品设备和高质量耐用消费品，形成绿色发展的良性循环。

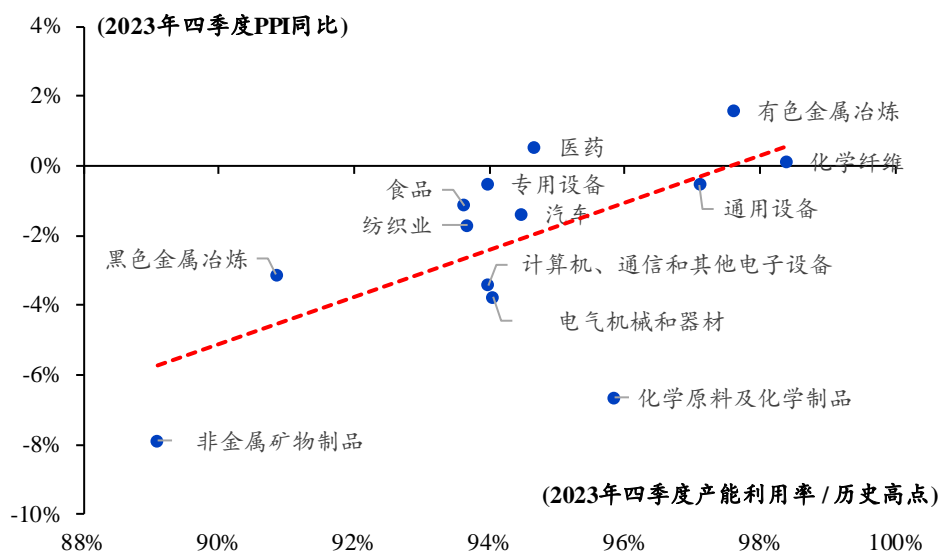
图表3: PPI 同比已连续 16 个月负增长



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表4：制造业各行业中，PPI 同比与产能利用率正相关



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、政策落地的配套措施与注意事项

当前企业和居民对于主动进行设备更新和以旧换新的意愿不高，一是设备还能正常使用，二是更新换代需要额外支付费用。因此需要财政货币等政策协同支持，通过激励措施充分调动企业和居民的积极性。当涉及落后设备的淘汰时，地方政府和相关部门应制定科学标准，有序执行，防止因急于求成而挫伤微观主体预期和信心。

其一，落实好固定资产加速折旧、税费减免等优惠政策。符合条件的设备更新，允许当年一次性税前扣除，或采取缩短折旧年限、双倍余额递减、年数总和法；延续节能环保节水专用设备和企业所得税、资源综合利用产品免征或即征即退增值税等优惠政策。

其二，扩大政府绿色采购范围，加大政府采购支持力度。推动党政机关、学校、医院等公共机构和国有企业发挥示范带动作用，积极落实政府绿色采购政策和企业绿色采购指南。

其三，中央和地方财政共同出资，采用补贴、以旧换新、积分奖励等多种方式，引导企业和居民选购。针对当前地方财政紧张的问题，中央财政应承担更大的补贴比例。

其四，通过央行专项再贷款和财政贴息，加大中长期贷款支持力度。2022年9月，央行创设设备更新改造专项再贷款，支持金融机构向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造以不高于3.2%的利率提供贷款，同时财政部门为贷款提供2.5个百分点的贴息支持。当前可重启专项再贷款工具。

其五，应避免一刀切、运动式的行政性调控。中央经济工作会议强调“要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，中央财经委员会第四次会议要求“坚持市场为主、政府引导，坚持标准引领、有序提升”。各地各部门在实施大规模设备更新和消费品以旧换新的过程中，要注意方式方法，吸取2021年“能耗双控”和“拉闸限电”的经验教训，避免对经济形成不利冲击。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com