

两会前瞻：新质生产力、以旧换新、财政扩张

主题报告

投资要点

- ◆ **重申以进促稳、先立后破，预计经济增长目标 5.0%左右。**政治局会议重申了 2023 年中央经济工作会议的要求，延续“以进促稳、先立后破”的定调，强调加大宏观调控力度要求积极进取，预计可能以 5.0%左右作为 2024 年经济增长的总体目标。
- ◆ **供给侧：新质生产力、大规模设备更新、全国统一大市场。**中央经济工作会议首次提出“发展新质生产力”，今年两会的一大看点就是将提出怎样的经济政策和改革政策组合以推动新质生产力加快发展？我们预计大规模设备更新和全国统一大市场基础制度规则的建设完善是主要的政策着力点。预计将提出包括鼓励先进生产设备加速折旧、加计折旧或直接给予一定财政补贴在内的措施，假设减少财政收入或增加支出 2000 亿，可以撬动约 6000 亿增量投资，则预计提升制造业和基础设施投资分别约 2 个百分点左右，对 2024 年经济增长的拉动作用约 0.5 个百分点。
- ◆ **消费品以旧换新，适度优化二次分配，夯实大循环内需主动力。**从资金保障角度来看，预计财政对消费品以旧换新支出约 2000 亿左右，加上对资源循环利用的鼓励、以及适度的个税减税，预计额外刺激居民耐用消费品更新需求约 4000 亿左右，推动社会消费品零售总额同比增速提升约 1 个百分点至 5.5%左右。预计今年两会可能提出全年约 2000 亿规模的适度个税减税方案，具体工具包括提升起征点，扩大低税率税档的应税收入金额，以及提升 6 项个税抵扣项的减免税收额度或增加新的抵扣项等等。尽管我们预期的 2000 亿左右年化减税规模并不大，与 GDP 之比来看只有 2019 年个税减税力度的 1/3 左右，但如果进一步考虑到大规模设备更新和消费品以旧换新所额外对应的财政支出或减收预测规模，实际上财政对于消费和先进设备投资的支持力度合计起来是与 2019 年个税减税的力度相近的。
- ◆ **房地产及地方债务风险化解加快，关注保障房建设和新型基建。**有序稳妥化解房地产市场风险预计仍将是主要定调，供给侧预计仍将强调保交付、去库存和对应的白名单融资保障，需求侧则将进一步实施“兜底性”的政策，保障房建设的加力实施或将成为主要亮点。预计土地出让金收入跌幅有望收窄至 5%左右。预计 2024 年商品房销售面积、房地产开发投资同比分别下跌约 5%和约 7%，跌幅均较 2023 年有所收窄，但尚不足以转正。加快增发万亿国债水利项目实施落地，“长期特别国债”部分替代专项债专注新型基建，满足融资需求的同时缓解偿债压力，推动地方政府债务风险有序化解。预计 2024 年新增专项债规模缩减为 3.3 万亿，并发行长期特别国债 1 万亿，财政对基建投资和地方债务风险化解的支持力度同步提升。
- ◆ **财政政策：预计赤字率 3.6%、3.5 万亿专项债、1 万亿特别国债。**预计 2024 年一般公共预算财政收入、支出同比分别增长 2%、7%左右。由于财政收支增速连年呈现收入增长慢于支出的格局，2024 年一般公共预算表见收支缺口预计将进一步加大，对应的一般公共预算内赤字率预计需安排在 3.6%左右，较增发万亿国债后的 2023 年小幅下调 0.2 个百分点。土地出让金收入的进一步下滑意味着政府性基金预算对一般公共预算的资金支持力度将持续缩减，3.5 万亿的新增专项债加上额外的 1 万亿长期特别国债才能形成有效支持。
- ◆ **货币政策：配合性合理宽松，降准、中端降息可期。**货币政策积极主动配合财政政策，增强宏观经济政策的一致性，实施充足的长期流动性投放并引导融资成本逐步有序下降是 2024 年全年的基调。我们维持 2024 年仍需降准 50BP 的预测不变，下一个降准的时间窗口预计为 9 月 FOMC 会议召开之前；预计后续仍将继续实施向 1Y LPR 和 MLF 利率倾斜的小幅降息操作，进一步降低 5Y LPR 的概率较低。
- ◆ **风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。**

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com

相关报告

- 产需偏弱去库加速，亟需刺激有效内需——PMI 点评（2024.2） 2024.3.1
- 房价延续普跌，银行“保卫”息差——华金宏观·双循环周报（第 45 期） 2024.2.23
- 5Y LPR 降息：稳地产促化债，传导债市利率 2024.2.20
- 春节期间海内外宏观经济金融市场综述 2024.2.18
- 信用“开门红”再现，为何仍强调“盘活存量”？——金融数据、《货币政策执行报告》速评 2024.2.9



内容目录

1、重申以进促稳、先立后破，预计经济增长目标 5.0%左右	3
2、供给侧：新质生产力、大规模设备更新、全国统一大市场	3
3、消费品以旧换新，适度优化二次分配，夯实大循环内需主动力	5
4、房地产及地方债务风险化解加快，关注保障房建设和新型基建	7
5、财政政策：预计赤字率 3.6%、3.5 万亿专项债、1 万亿特别国债	10
6、货币政策：配合性合理宽松，降准、中端降息可期	12
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	13

图表目录

图 1：制造业投资、广义基建投资月度同比增速及预测（%）	4
图 2：社会消费品零售总额月度同比及贡献结构与预测（%）	6
图 3：2020-2024 年主要假期旅游收入、人次和人均支出情况	7
图 4：房地产市场深度调整，政府性基金收入大幅削减	9
图 5：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	9
图 6：基建投资、固定资产投资同比增速及预测（%）	10
图 7：一般公共预算收入、支出占 GDP 之比（%）	11
图 8：广义财政赤字率与组成结构（%）	11
图 9：M2 同比增速及贡献结构（%）	12
图 10：全球股市：本周恒生指数跌幅较深，科创 50 涨幅靠前	13
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周计算机领涨，银行板块跌幅较深	13
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周 IT 板块涨幅靠前，健康护理跌幅较深	13
图 13：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行，中端下行较多	14
图 14：中国国债收益率变动幅度：国债收益率有所分化，短端上行较多	14
图 15：本周美债短端收益率下行 6BP（%）	14
图 16：中美 10Y 利差有所缩小（%）	14
图 17：10Y 国开债与国债利差继续收窄（%）	15
图 18：1Y、3Y 信用利差基本持平（BP）	15
图 19：美联储本周资产规模继续缩小（USD bn）	15
图 20：主要央行政策利率（%）	15
图 21：全球汇率：美元指数小幅下行	15
图 22：人民币汇率基本持平	15
图 23：本周金价高位震荡	16
图 24：本周油价有所上行	16
图 25：2 月初，山西优混价格继续下行	16
图 26：本周铜价有所下行	16

1、重申以进促稳、先立后破，预计经济增长目标 5.0%左右

近日召开的中央政治局会议重申了 2023 年中央经济工作会议对 2024 年经济工作的总体要求，延续了“以进促稳、先立后破”的定调，强调加大宏观调控力度，要求积极进取，预计两会可能以 5.0%左右作为 2024 年经济增长的总体目标。政治局会议延续了 2023 年中央经济工作会议“以进促稳、先立后破”的定调，后者也明确提出要“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，并要求“在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础”，整体定调较此前几年明显更加进取。“加强政策工具创新和协调配合”则提供了政策保障的更大可能性。结合二十大报告中对于中国式现代化和二〇三五年“人均国内生产总值迈上新的台阶，达到中等发达国家水平”的总体目标，当前到 2035 年间年均实际 GDP 增速与人民币汇率相对美元的升值幅度合计应达到 5.0%左右，这意味着一方面经济增长要追求持续更长时间的相对较高增长路径，另一方面经济结构必须向现代化产业体系不断优化升级以推动汇率稳中有升。考虑到 2023 年人民币承受了一定的贬值压力，今年两会对于 2024 年经济发展目标采取相当积极进取的态度是较为合理的。我们预计 2024 年我国经济增长目标可能定在 5.0%左右。

2、供给侧：新质生产力、大规模设备更新、全国统一大市场

中央经济工作会议首次提出“发展新质生产力”，并在近期重要会议中再度得到重申和强调，今年两会的一大看点就是，将提出怎样的经济政策和改革政策组合以推动新质生产力加快发展？我们预计大规模设备更新、以及全国统一大市场基础制度规则的建设完善，是两大主要的政策着力点。

什么是新质生产力？培育壮大新质生产力过程中需要正确处理哪些重大关系？2月29日召开的中央政治局会议对政府工作报告进行了讨论，会议重申了 2023 年底中央经济工作会议的经济政策定调，重申“要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”。2023 年中央经济工作会议首次提出“以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力”，更大程度上展现出先进产业链引领全球科技进步浪潮的雄心，也给出了一个高水平统筹发展和安全的战略方案。近日人民日报刊发重要论述文章，指出“新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的先进生产力质态。”“劳动者、劳动资料、劳动对象和科学技术、管理等要素，都是生产力形成过程中不可或缺的。”“在一系列新技术驱动下，新质生产力引领带动生产主体、生产工具、生产对象和生产方式变革调整，推动劳动力、资本、土地、知识、技术、管理、数据等要素便捷化流动、网络化共享、系统化整合、协作化开发和高效化利用，能够有效降低交易成本，大幅提升资源配置效率和全要素生产率。”文章并提出，要“正确处理新质生产力发展中的一系列重大关系”，包括四个方面：一是处理好生产力和生产关系之间的关系。二是处理好新质生产力诸要素之间的关系。三是处理好自主创新和开放创新之间的关系。四是处理好新质生产力和传统生产力之间的关系。

实行大规模设备更新是创造和应用更高技术含量的劳动资料、大力推进现代化产业体系建设的新质生产力主要政策抓手，并能够充分体现市场和政府的共同作用。两会开幕前，2月23日召开了最新的一次中央财经委第四次会议，强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本。会议强调，“实行大规模设备更新和消费品以旧换新，将有力促进投

资和消费，既利当前、更利长远。”在大规模设备更新方面，会议强调“要打好政策组合拳，推动先进产能比重持续提升”，“要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造”，“要坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后”。这些具体的要求，与发展新质生产力需要创造和应用更高技术含量的劳动资料的要求是完全一致的，从而构成了大力推进现代化产业体系建设的中短期经济政策的主要抓手。3月1日召开的最新国务院常务会议进一步明确指出，“要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造”，预计先进制造业设备、建筑和基建设备、交通运输设备、农机设备、教育医疗设备等领域将成为本轮大规模设备更新的主要受益领域。

预计两会政府工作报告将提出包括鼓励先进生产设备加速折旧、加计折旧或直接给予一定的财政补贴等在内的措施，假设减少财政收入或增加支出 2000 亿，可以撬动约 6000 亿增量投资，则预计提升制造业和基础设施投资分别约 2 个百分点左右，对 2024 年经济增长的拉动作用约 0.5 个百分点。从具体政策工具的角度分析，考虑财政资源利用的高效性追求，鼓励先进生产设备加速折旧或加计折旧的方式是最优的，加速或加计折旧会减少企业当期盈利，并因此减少政府当期税收。而如果考虑到企业盈利的稳定性，直接对大规模先进设备购置更新进行财政补贴是最优选择。总体上，我们假设大规模设备更新对应减少财政收入或增加财政支出 2000 亿，可以撬动 6000 亿增量投资的话（因为部分企业本身就已经计划在 2024 年进行较为先进的设备更新，所以财政支出撬动的乘数预计不会很高），结合 2023 年制造业投资和广义基建投资总量分别约 15.4 万亿、12.4 万亿的基数，我们预计或将分别对 2024 年制造业和广义基建投资形成 2 个百分点左右的额外推动作用，从而制造业投资、广义基建投资同比增速均有望推升至 10% 左右。加之小部分在教育医疗等其他行业投资中有所体现，总体预计拉动经济增长 0.5 个百分点左右。

图 1：制造业投资、广义基建投资月度同比增速及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速，2024 年为预测值

盘活各类生产要素也是发展新质生产力的重要制度基础，近期国务院第六次专题学习突出强调“加快完善全国统一大市场基础制度规则”，我们认为相关的财税、统计等方面的改革也有望在今年两会政府工作报告中有所体现。发展新质生产力要求推动劳动力、资本、土地、知识、技术、管理、数据等要素便捷化流动、网络化共享、系统化整合、协作化开发和高效化利用，能够有效降低交易成本，大幅提升资源配置效率和全要素生产率。2023 年中央经济工作会议新增

了“加快全国统一大市场建设，着力破除各种形式的地方保护和市场分割”的要求，沿袭了 2020 年提出要素市场化改革的战略方向，对发展新质生产力在生产要素盘活方面提出了更为明确的指导性要求。在土地、劳动力、技术、数据四类要素中，全国统一大市场建设难度最大、提升企业生产效率潜力空间也最大的目前来看应是土地要素。由于我国当前的中央和地方分税制度中财权事权的复杂关系，地方财政对于本地注册和生产的的企业具有相当强的财政依赖度和粘性，从而在很大程度上导致了一些重资产企业跨区域选择生产基地相对难度较大的现状。从这个角度来看，破除地方保护和市场分割的要求，迫切需要“谋划新一轮财税体制改革”，特别是着重解决地方政府财权与事权目前存在的一定程度的不匹配问题，我们认为进一步提升中央政府在财政收入中的分配比例、变地方政府以财权定事权的传统模式为以公共服务提供标准确定财政支出强度并由中央加大转移支付的全国统筹力度的新模式，有望在很大程度上加快包括土地在内的各类要素的全国统一大市场建设速度，并提升劳动力、生产技术和资本、数据要素等的流动性。财政收入和公共服务提供标准制定权向中央的进一步集中，也有望为未来进一步发挥财税体制改革潜力空间，更好地形成财政收支与实体经济的良性循环奠定坚实的制度基础。2月26日，国务院以“建立健全公平竞争制度，加快完善全国统一大市场基础制度规则”为主题，进行第六次专题学习。国务院总理李强指出“要坚持问题导向，全面清理妨碍统一市场和公平竞争的政策规定，大力破除各种市场准入的显性和隐性壁垒，持续治理地方保护、市场分割、招商引资乱象等突出问题”，“要加强制度供给，进一步完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等基础制度规则，细化操作性强的配套政策，深化财税、统计等方面改革，为建设全国统一大市场提供制度保障”。我们预计在今年政府工作报告中会增加一定的篇幅用于专门论述全国统一大市场以及与之相关的财税体制改革的内容。

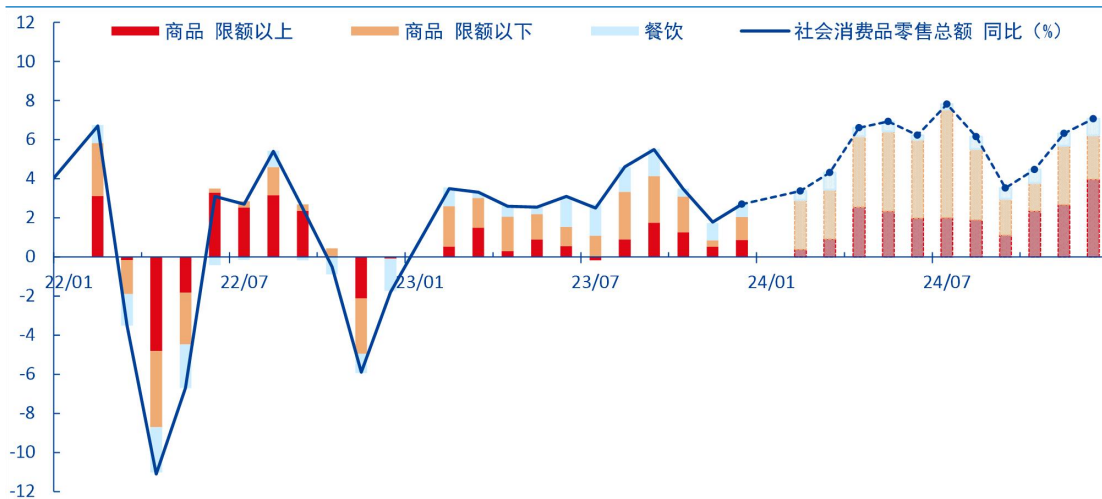
3、消费品以旧换新，适度优化二次分配，夯实大循环内需主动力

最近重要会议强调的“消费品以旧换新”或将成为今年政府工作报告在落实中央经济工作会议中要求的“推动消费从疫后恢复转向持续扩大”“形成消费和投资相互促进的良性循环”的主要着力点。2月23日，中央财经委员会第四次会议强调“要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，要求“要打好政策组合拳，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，国民经济循环质量和水平大幅提高”，强调要“鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强‘换新+回收’物流体系和新模式发展”。3月1日召开的国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，并强调“积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应”。最近的重要会议对于消费品以旧换新行动的安排，是对中央经济工作会议提出的“培育壮大新型消费”、“推动消费从疫后恢复转向持续扩大”的具体落实。中央经济工作会议强调“激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环”，并点明了三个主要方向：一是“培育壮大新型消费”，二是“提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”，第三点即是“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”。回顾 2023 年，消费恢复稳中向好，但主要拉动因素是从疫情冲击中迎来大幅改善的大众消费，主要由疫后就业改善所驱动，脉冲属性较强，释放潜能相对有限。因此，2024 年以及之后更长时间，消费的可持续增长或将重新倚靠作为消费内需中流砥柱的中等收入群体，以及这一群体主要消费的大宗可选商品和中高档服务消费。而从夯实国内经济大循环的内需主动力的角度来看，能够对现代化产业体系建设形成坚实的持续拉动的内需，一定是国

常会所提及的“高质量耐用消费品”需求。而汽车、家电家具等居民普遍已经存量使用时间较长、仍有一定的残值可资源循环利用，并且在居民消费支出中占比较大的耐用消费品的以旧换新，以激发潜在的更新换代需求，乃至形成规模效应，确实是一个效率比较高的政策切入点。

从资金保障的角度来看，国常会和中央财经委第四次会议分别突出强调了“加大财税、金融等政策支持”，“要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者”，预计财政对消费品以旧换新支出约 2000 亿左右，加上对资源循环利用的鼓励、以及适度的个税减税，预计额外刺激居民耐用消费品更新需求约 4000 亿左右，推动社会消费品零售总额同比增速提升约 1 个百分点至 5.5% 左右。2022-2023 年，社会消费品零售总额中商品消费的同比增速分别仅为 0.5% 和 5.8%，消费品内需内生性增长动力不强。在此背景下，刺激消费类政策或在很大程度上需要财政“真金白银”进行刺激方可见到一定效果。我们预计 2024 年财政额外拿出约 2000 亿左右资金对汽车、家电以及包括家具、电子产品等在内的其他耐用消费品进行以旧换新补贴，并大概率直接补贴至居民购买环节。这一力度较以往年份曾实施过的汽车家电下乡、新能源汽车车辆购置税减免等措施的力度是更大的，并且因更具有针对性，而应当可以激发出更具潜力的更新换代规模效应。但同时也应注意到，耐用消费品具有生产技术升级迭代快速、名义价格本身下跌较快的特点，例如今年年初以来新能源汽车再次掀起一轮大幅降价潮，价格的快速下跌本身可能会导致短期消费需求释放速度的放缓。加上部分居民本身已经计划进行换新的耐用消费品需求也可以享受到 2024 年可能推出的以旧换新财政补贴，我们预计在 2000 亿左右的财政补贴支持力度下、叠加适度的个人所得税减税增强中等收入群体收入预期措施，或可共同推动社会消费品零售总额增加约 4000 亿左右，在我们原先测算的内生性的 4.5% 的同比增长动能的基础上，推动 2024 年社会消费品零售总额同比增速约 1 个百分点，至 5.5% 左右。

图 2：社会消费品零售总额月度同比及贡献结构与预测 (%)

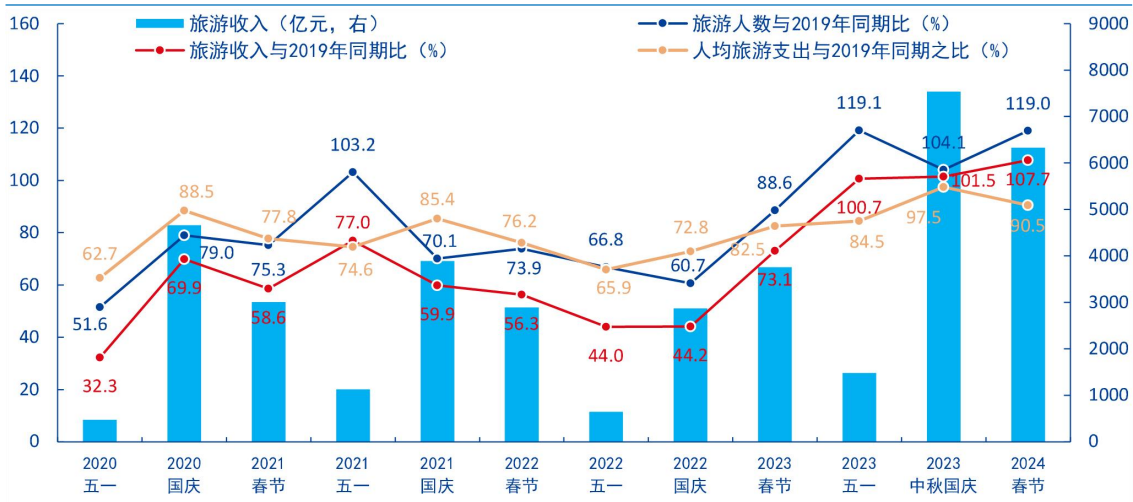


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2023 年 3-5 月、10-12 月为两年平均增速，2024 年为预测值

房地产市场深度调整导致的财富收缩效应对居民消费的抑制作用年初有所减弱，预计财政实施全年约 2000 亿规模的适度力度的个人所得税减税，以扩大中等收入群体，提振消费主力人群的收入预期。纵观 2023 年全年，在中等收入群体的财富效应和消费意愿因房地产市场深度调整而大幅收缩的背景下，加之基建投资高增对中低收入群体收入和就业的强拉动作用，大众消费的疫后复苏成为了拉动消费的主要力量。而进入 2024 年以来，中等收入群体的财富效应虽然尚未从受损的阶段快速恢复过来，但房地产等财富缩水对其消费意愿的侵蚀作用正在逐步减弱。

2024 年春节假期期间旅游消费呈现两大特征，一是出游人次大幅增长，二是人均支出恢复到 2019 年同期九成左右，为疫情以来次高水平，基本延续了 2023 年中秋国庆假期以来中等收入人群旅游消费意愿稳中有所改善、中高档旅游消费复苏力度相对强于大众旅游消费的较好趋势。在当前房地产市场底部徘徊、而中等及以上收入人群财富缩水焦虑有所缓解、消费意愿稍好于市场预期的背景下，我们认为当前已经可以看作财政政策积极提振中等收入群体预期和消费内需的相对比较理想的政策窗口期，通过扩张预算赤字、加大个税减税等二次分配的力度、提振中等收入人群流量收入，从而实现可持续地扩大可选商品和中高档服务消费内需的政策目标。我们预计今年两会可能提出一个全年约 2000 亿规模的适度个税减税的方案，具体工具可以包括提升起征点，扩大 3%、10%、20% 等低税率税档的应税收入金额，以及提升 6 项个税抵扣项的减免税收额度或增加新的抵扣项等等。尽管我们预期的 2000 亿左右年化减税规模并不大，与 GDP 之比来看只有 2019 年个税减税力度的 1/3 左右，但如果进一步考虑到大规模设备更新和消费品以旧换新所额外对应的财政支出或减收预测规模，实际上财政对于消费和先进设备投资的支持力度合计起来是与 2019 年个税减税的力度相近的。个税减税相对于一次性发放消费补贴的最大优势就在于，其所带来的消费需求的提升效果将集中在高质量耐用消费品领域，并具备明显更强的消费促进可持续性，适合与消费品以旧换新类政策配合以期形成财政扩张夯实内需主动力的“规模效应”。

图 3：2020-2024 年主要假期旅游收入、人次和人均支出情况



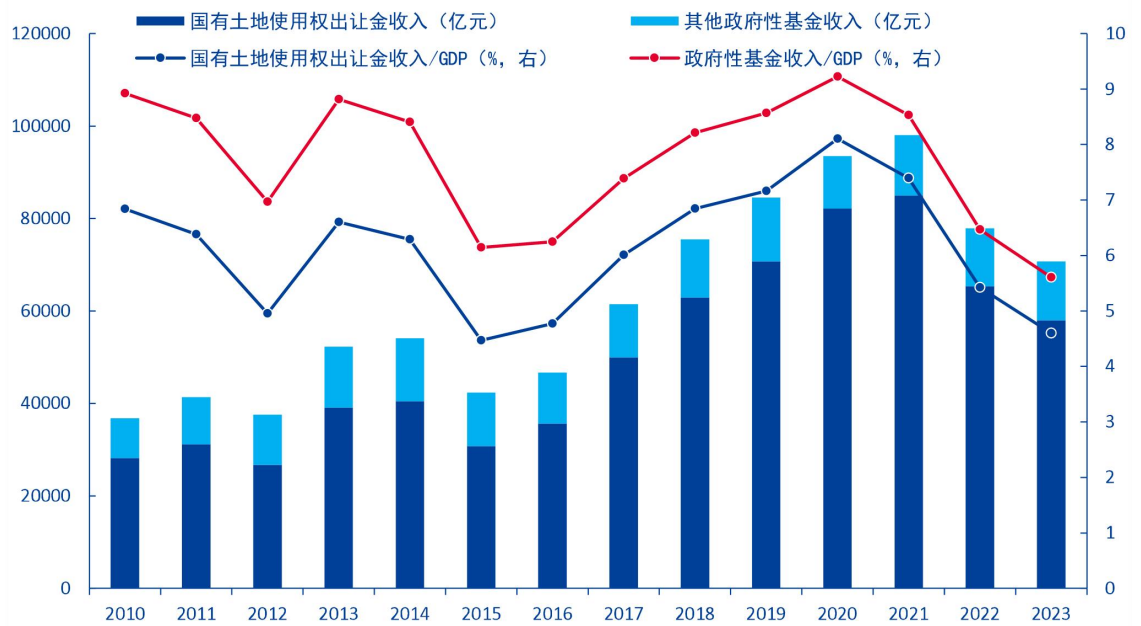
资料来源：CEIC，华金证券研究所

4、房地产及地方债务风险化解加快，关注保障房建设和新型基建

展望 2024 年房地产市场政策，有序稳妥化解房地产市场风险预计仍将是政府工作报告相关内容的主要定调，供给侧预计仍将强调保交付、去库存和对应的白名单融资保障，需求侧则预计将进一步实施“兜底性”的限购类政策放松，保障房建设的加力实施或将成为主要的新增亮点。我国当前仍处于二十多年以来首次真正意义上的房地产市场深度调整阶段，当前房地产市场所面临的问题是长期性的、结构性的，其根本矛盾在于区域经济发展严重失衡所造成的人地矛盾问题、人口结构加速老龄化带来的增量需求收缩问题、以及居民普遍收入增长预期降温在各类资产市场上普遍呈现的预期扭转问题。这些问题的解决需要经济高质量发展久久为功，并非一朝一夕就可见到逆转的。中央经济工作会议定调房地产市场“积极稳妥化解风险”，重申一视同仁满

足房企合理融资需求、重申加快推进“三大工程”，要求加快构建新模式，底线思维较为突出，未流露增量资金大规模进行刺激的明确信号。在此背景下，我们建议对 2024 年房地产市场供需两侧的展望应谨慎客观。供给侧来看，部分房企过度举债激进拿地的扩张模式在此背景下积累了较高的债务风险，过于环环相扣的模式使得某一环节的断裂都会造成整体崩盘的严重后果。近期多地加快推进“白名单”落地但仍非常强调有效甄别房企风险程度，PSL 年初小幅增量投放和城中村改造项目贷款加速落地等一系列政策的力度也都十分克制。2024 年我们预计房地产供给侧的政策仍将聚焦于保交付、去库存，以及与之相对应的白名单类型的有甄别条件下的房企融资保障。而从需求侧来看，房地产市场深度调整至今，对经济社会的影响不可谓不深远，房地产市场的风险出清不但关系着广大中等收入群体的财富效应预期，也深刻关联着未来的土地出让金收入和中央及地方的财政，中央经济工作会议已经明确指出要积极稳妥化解房地产市场风险。当前绝大多数二三线城市已经几乎完全取消了此前十几年累积实施的限购类政策，一线城市自 2023 年三季度开始也已经经历了多轮兜底性的结构性放松，预计 2024 年进一步放松和取消此前实施的限购类政策仍是主要方向，但以大规模增量资金重新刺激房地产市场供需增速转正的合理性不高，特别是在推动大规模设备更新的背景下，追求房地产投资正增长的必要性也相对较低。需求侧一个潜在的可能令市场耳目一新的看点是保障房建设的加速以及由此带动的房地产新发展模式的加快构建。近日住建部发布《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》，要求各地科学编制 2024、2025 年住房发展年度计划，要求各城市根据当地实际情况，准确研判住房需求，完善“保障+市场”的住房供应体系，“以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求”。在当前阶段，保障房建设具有四大利好，一是缓解一线城市居民购房购买力不足的矛盾，提升一线城市对新市民群体的友好度；二是降低农业户籍人口初次城镇化至二三线城市用于购房的沉没成本，有助于加速人口城镇化；三是有利于尽快稳定房价，通过对保障性住房的价格下限限制为各地房价引导形成一个合理底线水平；四是有助于通过保障房租金和保障房用地促进地方政府财政收入，缓和因商品房市场需求大幅下滑、开发商债务风险暴露而导致的国有土地使用权出让收入大幅下滑所导致的财政收缩性压力。我们预计在加快保障房建设的要求下，2024 年国有土地使用权出让金收入跌幅有望显著收窄至 5% 左右，避免财政被动收缩压力过大。

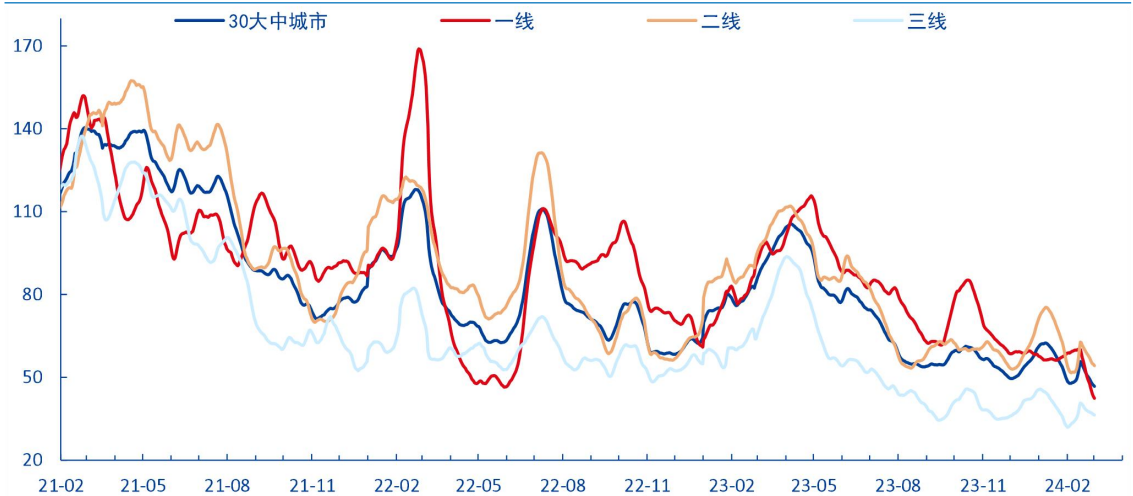
图 4：房地产市场深度调整，政府性基金收入大幅削减



资料来源：CEIC，华金证券研究所

预计 2024 年商品房销售面积、房地产开发投资同比分别下跌约 5%和约 7%，跌幅均较 2023 年有所收窄，但尚不足以全年增速转正。2023 年 7 月政治局会议至今，房地产市场需求侧政策的结构性放松力度虽然在不断加大，认房不认贷、调降存量房贷利率和首套二套住房首付比例、结构性放松限购等政策均一致指向对改善型住房需求的释放，“兜底”意味较强，而绝非再度刺激起新一轮房地产市场泡沫。从高频交易数据来看，当前各线城市的商品房成交面积较疫情前 6 年均值来看均处较低水平，且暂时没有趋势性扭转的迹象，房地产市场的投资投机属性被高度弱化之后，居民的购房行为是十分理性的。我们预计 2024 年商品房销售面积同比增速约为-5%，房地产开发投资同比增速约为-7%，均较 2023 年有比较明显的收窄。

图 5：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比 (%)

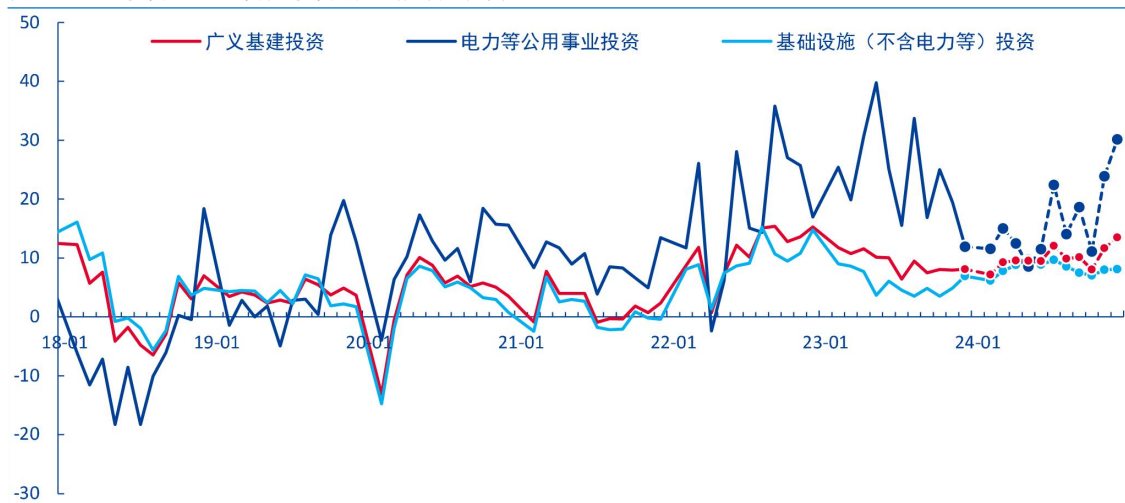


资料来源：Wind，华金证券研究所

加快增发万亿国债水利项目实施落地，“长期特别国债”部分替代专项债专注“新型基建”，满足融资需求的同时缓解偿债压力，推动地方政府债务风险有序化解。预计 2024 年新增专项债规模缩减为 3.5 万亿，并发行长期特别国债 1 万亿，财政对基建投资和地方债务风险化解的支持

力度同步提升。2023年10月中央财政宣布增发万亿国债，考虑国债发行、资金归集、转移支付等流程所需时间，预计将在今年形成有效投资的实物工作量。据新华社3月1日报道，全国已经实施国债水利项目1488个，完成投资293.1亿元。中央经济工作会议以来关于基建投资的论述持续强调“新型”二字，2月23日召开的中央财经委会议也再次强调“有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率”。我们认为在当前化解地方政府隐性债务风险被不断强调的背景下，新型基础设施建设实际上明确指向能够对现代化产业体系建设产生推动作用、以及本身即可产生盈利现金流的基建项目。在日前已经陆续落幕的地方两会中，“长期特别国债”被多地多次提及，我们认为有较大概率将在2024年发行“长期特别国债”，并将其用于新型基础设施建设、“三大工程”建设等领域。一方面能够满足基建项目的融资需求，对2024年的稳增长政策目标起到重要的支持作用；另一方面，也能通过“长期特别国债”替代和置换出部分专项债，对地方政府债务风险的化解起到重要的积极作用。预计2024年新增专项债3.5万亿，并发行长期特别国债1万亿。

图6：基建投资、固定资产投资同比增速及预测（%）

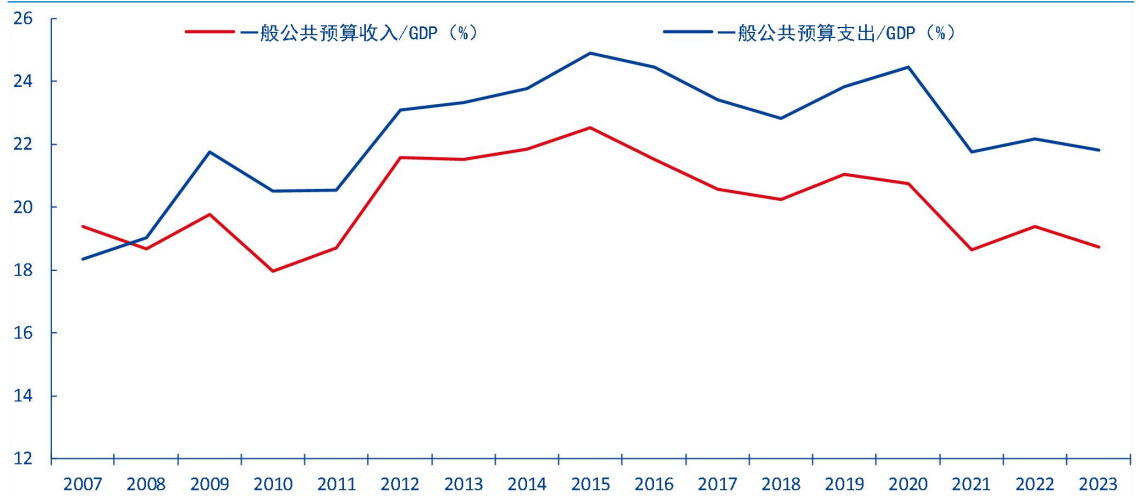


资料来源：CEIC，华金证券研究所

5、财政政策：预计赤字率 3.6%、3.5 万亿专项债、1 万亿特别国债

考虑到促进设备更新个税减税等可能造成的税收减免效果、以及政府消费民生保障和预算内投资方面的支出强度刚性，预计2024年一般公共预算财政收入、支出同比分别增长2%、7%左右。财政收入本身随着名义GDP增速的提升，同比增速是有望较2023年有所上行的，但2023年前几个月还有此前年份缓税到期的一次性基期推升因素，加之促进大规模设备更新、以及我们预测中的适度个税减税可能造成的税收减免效果，综合分析，预计2024年财政收入同比增长2%左右。而在支出端，一方面随着人口老龄化，直接形成GDP中政府消费的民生保障类支出增速存在刚性，另一方面，2024年预算内投资支出也将随着增发万亿国债项目的陆续落地而支出增速有所加大，总体上我们预计2024年一般公共预算支出同比增长7%左右。

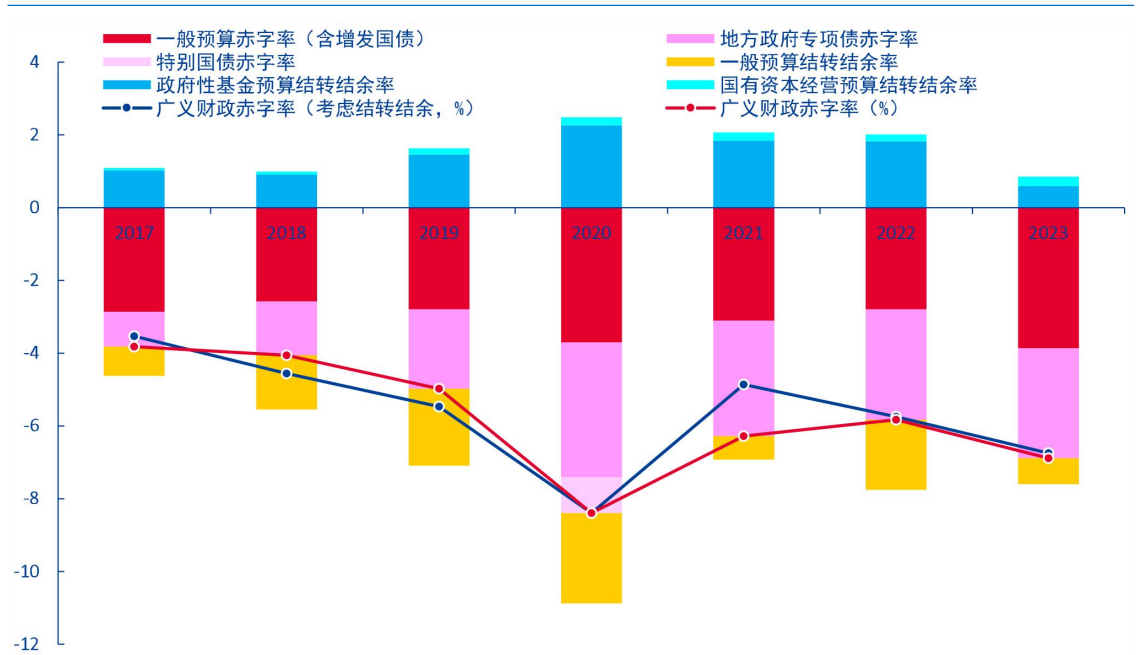
图 7：一般公共预算收入、支出占 GDP 之比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

由于财政收支增速连年呈现收入增长慢于支出的格局，2024 年一般公共预算表见收支缺口预计将进一步加大，对应的一般公共预算内赤字率预计需安排在 3.6% 左右，较增发万亿国债后的 2023 年小幅下调 0.2 个百分点。但另一方面，土地出让金收入的进一步下滑意味着政府性基金预算对一般公共预算的资金支持力度将持续缩减，3.5 万亿的新增专项债加上额外的 1 万亿长期特别国债才能形成有效支持。预计 2024 年一般公共预算赤字率安排在 3.6% 左右，对应的国债和地方政府一般债净融资规模大约合计 4.8 万亿左右。此外，在上文所述土地出让金收入同比下滑 5% 的假设下，政府性基金预算预计需安排 3.5 万亿新增专项债额度并额外追加 1 万亿长期特别国债，才能对一般公共预算资金缺口形成较为有力度的支持。此外，可能还需地方财政以数千亿规模的以前年份结转结余资金调入本年度使用以填补缺口。

图 8：广义财政赤字率与组成结构（%）

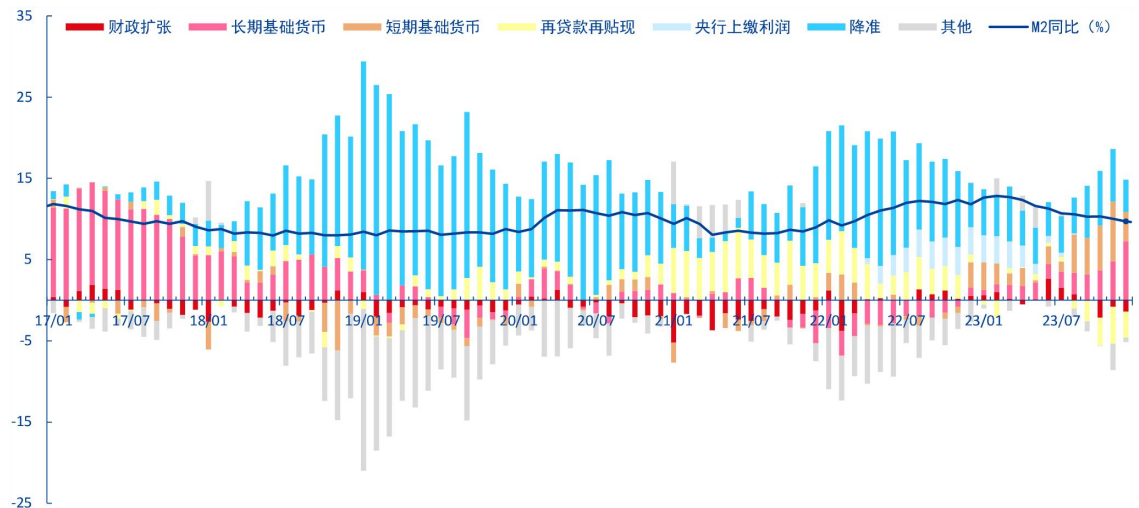


资料来源：财政部，CEIC，华金证券研究所 注：社保缴费等收入决算尚未公布，本图表使用的是 2023 年预算值

6、货币政策：配合性合理宽松，降准、中端降息可期

货币政策积极主动配合财政政策，增强宏观经济政策的一致性，实施充足的长期流动性投放并引导融资成本逐步有序下降是**2024年全年的基调**。中央经济工作会议强调要“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能”，23Q4《货币政策执行报告》也再度提及“加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需”。前文中我们已详细论述**2024年**财政政策大概率将通过更大力度的扩张支持消费、先进制造业投资和新型基建投资，而最新的金融数据却显现出企业信贷的降温迹象，盘活信贷存量刻不容缓。在此背景下，年前降准**50BP**、2月大幅调降**5Y LPR**利率高达**25BP**，大幅满足了流动性投放需求，有效降低了企业的长期融资成本，对先进制造业和基建项目的间接融资形成强有力的支撑。考虑到当前美元指数由于非美发达经济体与美国经济之间冷热背离的急剧扩大而处于新一轮的上升周期中，并将持续给人民币汇率造成外溢性的贬值压力，货币政策须与财政政策保持相当的内在一致性才能避免**CNY**的进一步大幅贬值，我们维持**2024年**仍需降准**50BP**的预测不变，下一个降准的时间窗口预计为**9月FOMC**会议召开之前；预计后续仍将继续实施向**1Y LPR**和**MLF**利率倾斜的小幅降息操作，考虑到此前已经实施了较大力度的长端利率调降，预计进一步降低**5Y LPR**的概率较低。

图 9：M2 同比增速及贡献结构（%）

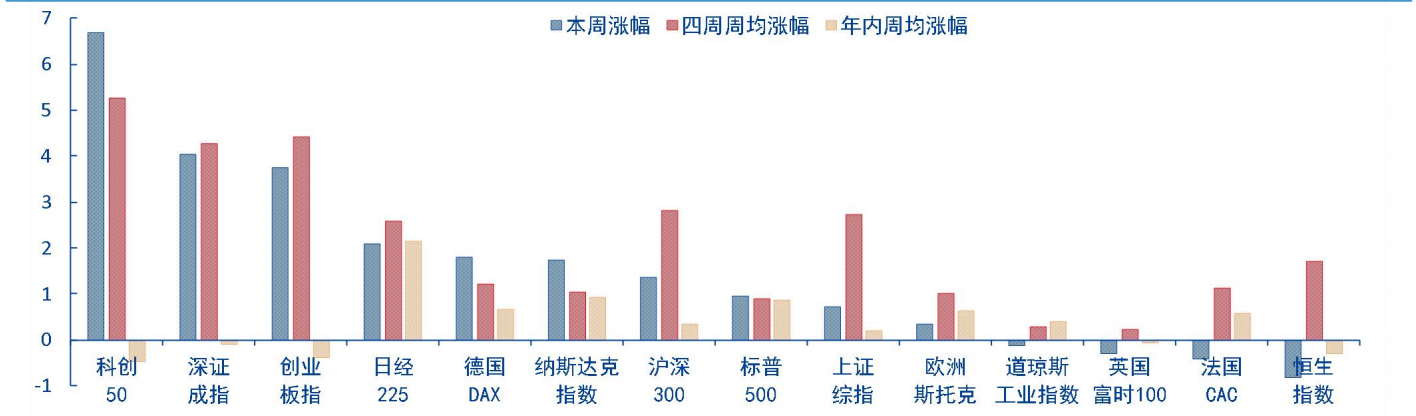


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。

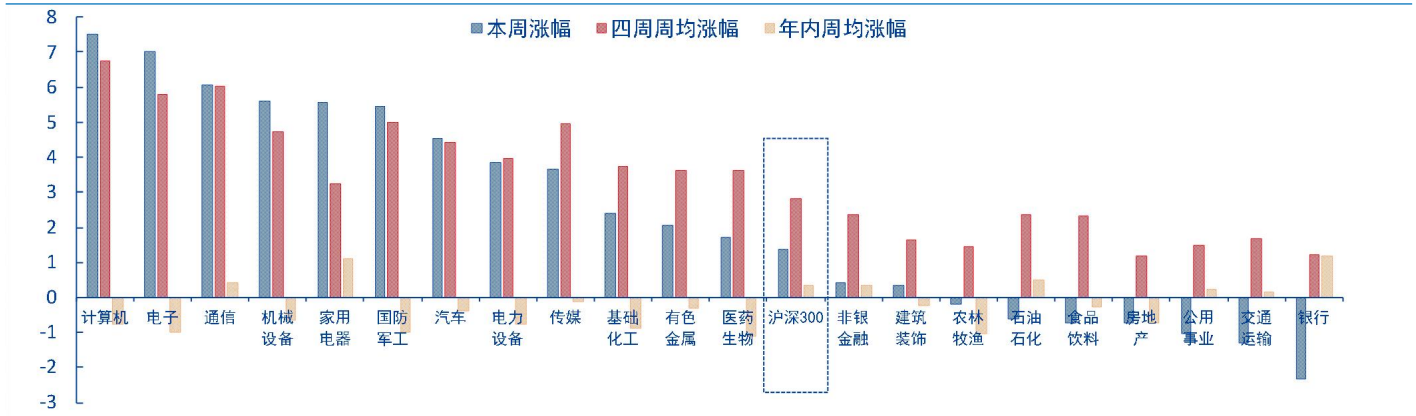
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 本周恒生指数跌幅较深, 科创 50 涨幅靠前



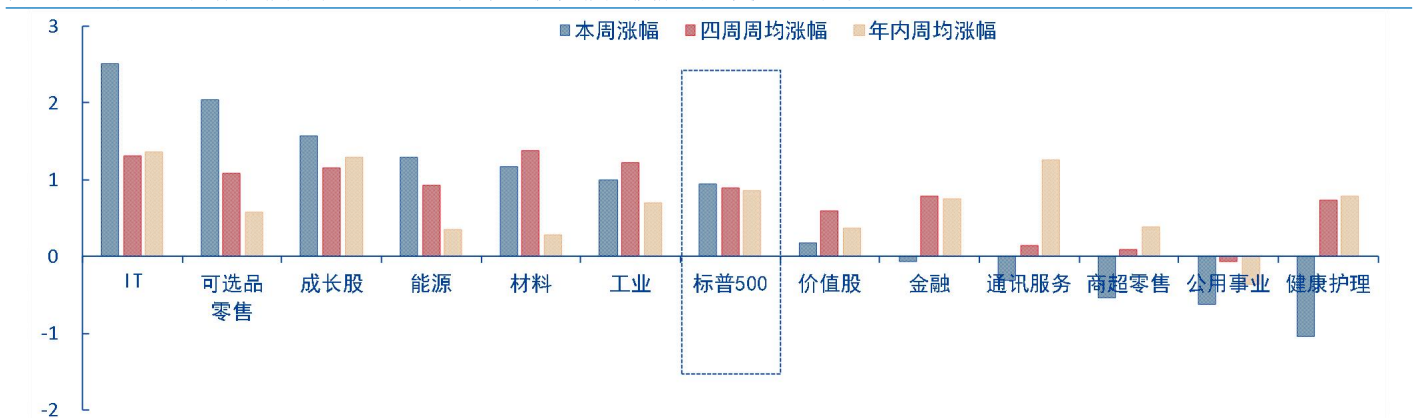
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周计算机领涨, 银行板块跌幅较深



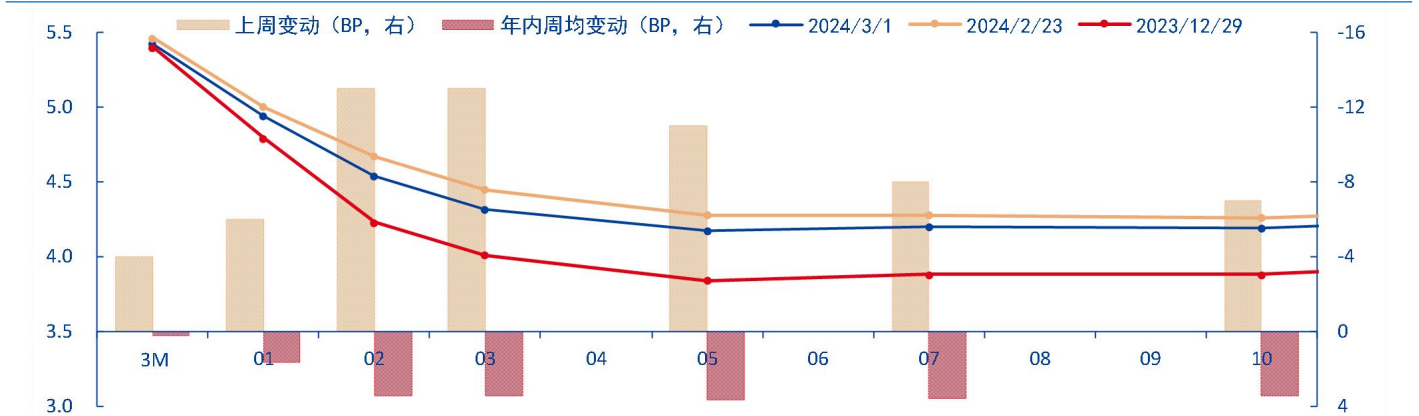
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周 IT 板块涨幅靠前, 健康护理跌幅较深



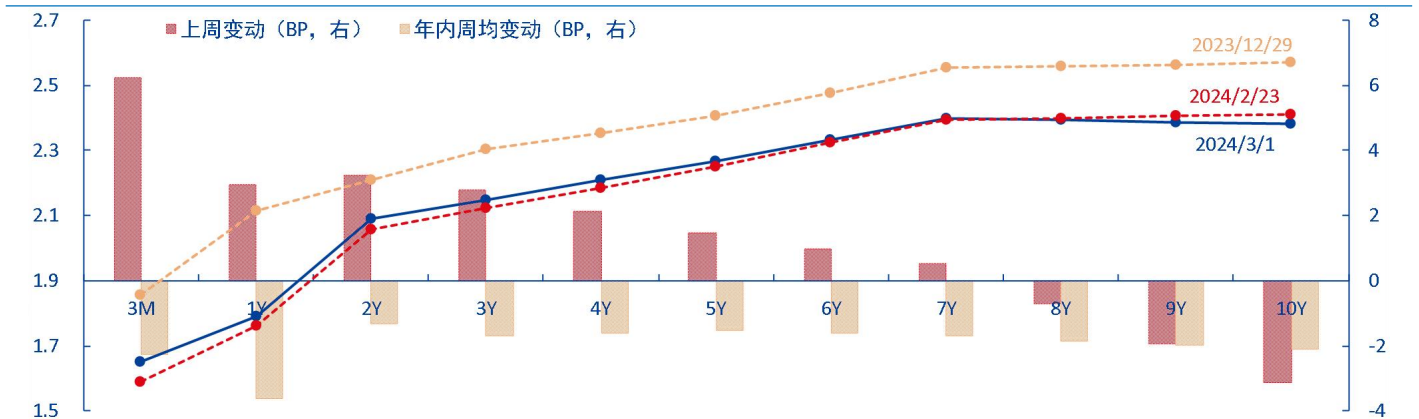
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行, 中端下行较多



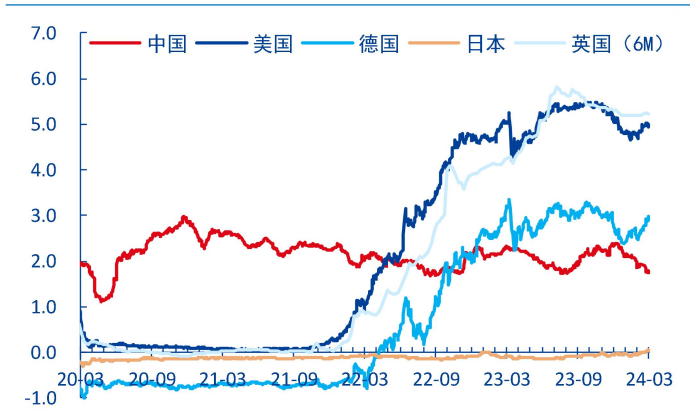
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率有所分化, 短端上行较多



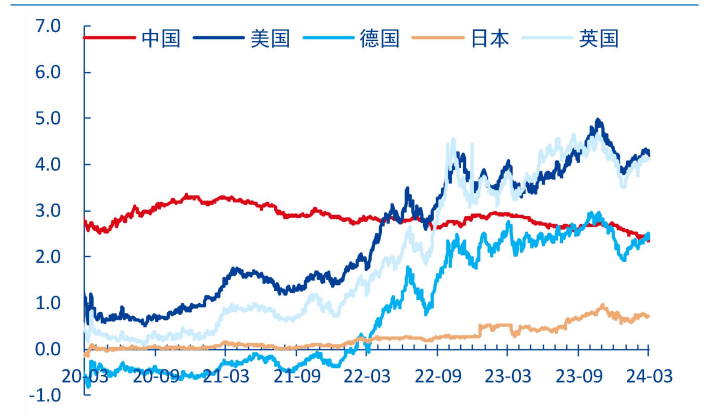
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 本周美债短端收益率下行 6BP (%)



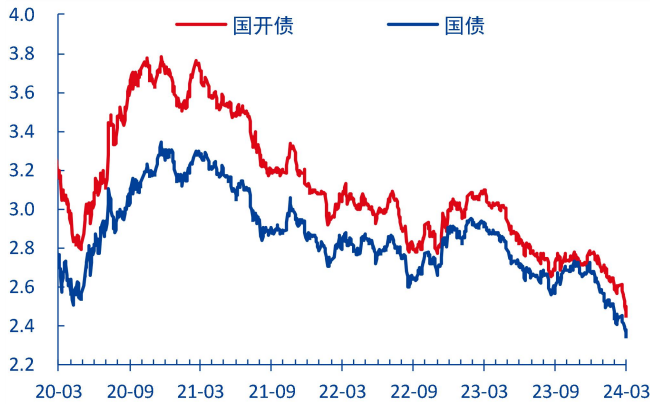
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差有所缩小 (%)



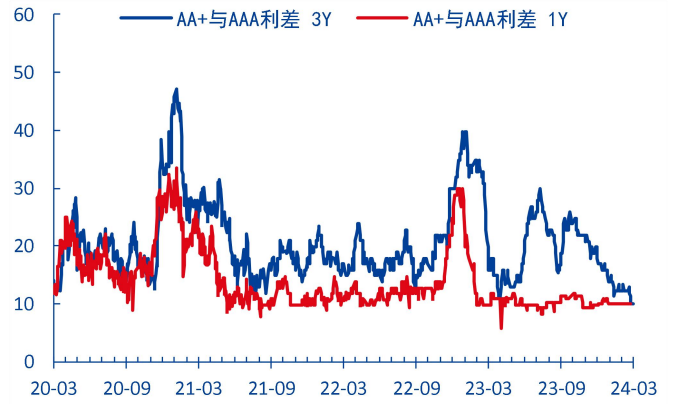
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差继续收窄 (%)



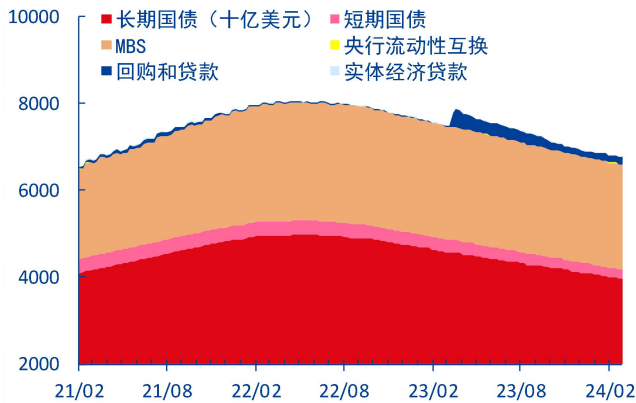
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y、3Y 信用利差基本持平 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续缩小 (USD bn)



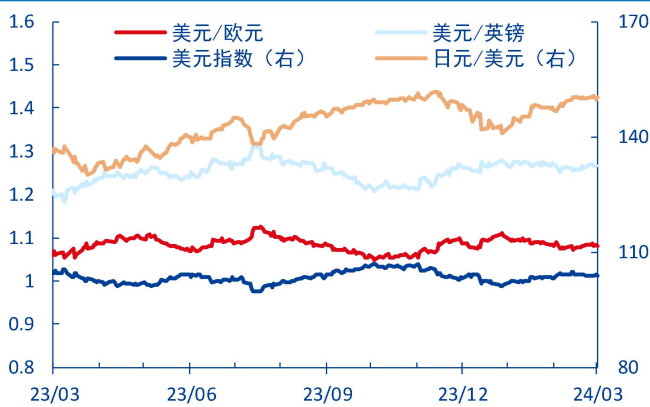
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



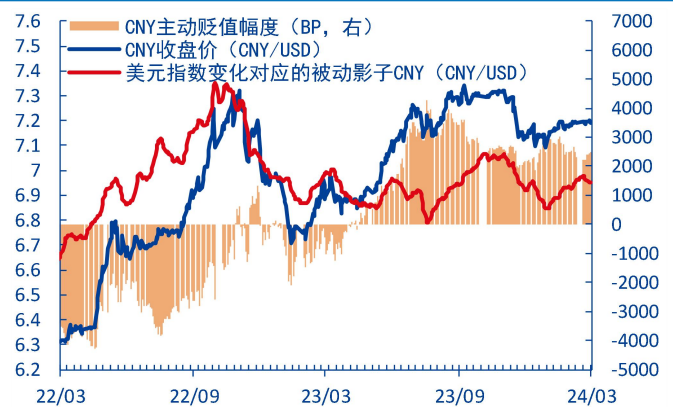
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数小幅下行



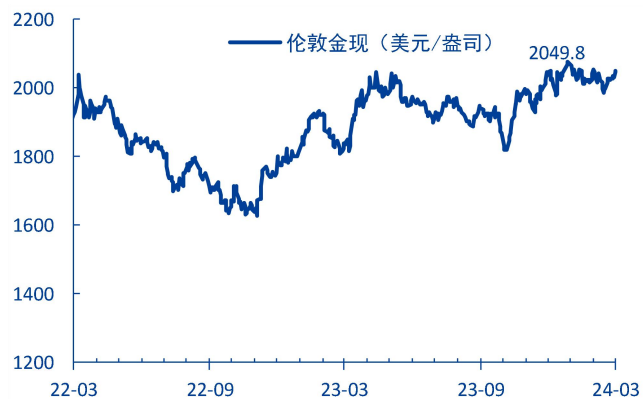
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 人民币汇率基本持平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价高位震荡



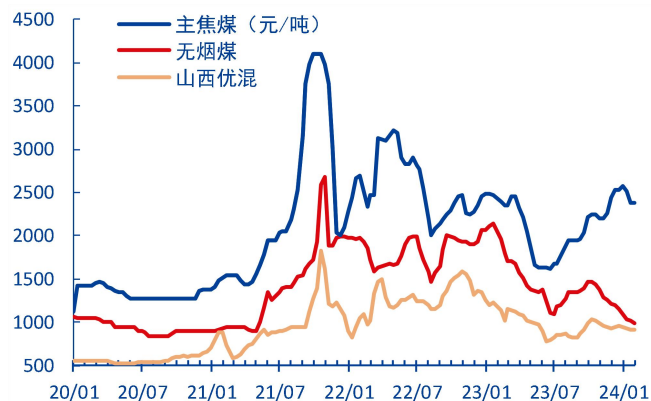
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 2 月初, 山西优混价格继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn