

2024年03月05日

# 《政府工作报告》解读：兼具灵活性的主动出击

## 主题报告

### 投资要点

- ◆ **经济增长目标 5%左右，充分体现积极进取、奋发有为的要求。**可持续增长和结构优化都不能一蹴而就，揠苗助长可能导致经济新的泡沫化风险，因此也需考虑“经济增长潜力和支撑条件”，稍高于内生动能的目标可以通过经济政策的和衷共济、协同发力而转化为可持续的内生动能强化，是最为合理的选择。
- ◆ **财政：3%+3.9万亿+1万亿，积极扩张的决心力度比看起来更大。**尽管一般公共预算赤字率仅有3%低于预期，但新增专项债3.9万亿规模大幅超出预期，1万亿超长期特别国债的安排也并不仅限于今年而可能持续数年连续增量发行，财政积极扩张的决心和力度比赤字率单个指标看起来的要大得多。一般公共预算支出增长4.0%左右，但考虑到2023年增发万亿国债中有一半已经提前于去年底前支出，调整后2024年财政支出同比增速可达7.8%左右，足以保证对政府消费、预算内投资、设备更新和消费品以旧换新的财政支持力度。考虑到一般公共预算缺口比我们之前预测水平稍窄，同时政府性基金预算或可提供稍大于我们预测的向一般公共预算调入资金支持，实际财政扩张的力度和决心远大于赤字率单个数据所呈现的强度。
- ◆ **维持更新换新财政支持力度和结构预测，个税减税概率有所下降。**尽管并未就财政政策支持“推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造”的具体方式给出详细阐述，但基于对财政扩张力度较大的分析，我们维持可能实施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的预测。由于一般公共预算赤字率低于我们此前预期，当前形势下超预期的专项债规模又难以腾挪至一般公共预算进行减税操作，因此我们认为年内实施增量个税减税的概率下降。但考虑到跨年资金腾挪的灵活度仍然很高，我们仍对个税减税是抱有一定期待的。
- ◆ **货币金融：配合性宽松可期，增强资本市场内在稳定性。**货币政策几乎全部延续了此前会议的定调，在增强宏观经济政策一致性的方向性要求下，货币政策积极主动配合财政政策的合理力度的宽松操作可期，预计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，同时维持人民币汇率基本稳定是2024年全年的货币政策基调。此外，报告还罕见明确提到“增强资本市场内在稳定性”，凸显出在经济结构优化的长期发展阶段，长期资本预期的稳定性得到了中央经济政策的高度重视。
- ◆ **供给侧：加快发展新质生产力，提高全要素生产率。**发展新质生产力在经济发展战略层面的落脚点是什么？《报告》明确提出最终目标是提高全要素生产率，这意味着传统粗放性外延式的工业经济要持续不断向科技创新推动的产业创新跃升，债务刺激的经济增长发展模式也不是政策优先选项。三大主攻方向：推动产业链供应链优化升级，积极培育新兴产业和未来产业，以及深入推进数字经济创新发展。
- ◆ **房地产市场：加大保障房建设，完善商品房基础性制度。**供给侧再次强调“稳妥有序处置风险隐患”，“健全风险防控长效机制”，重申“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”，符合我们预期的仍将强调保交付、去库存和对应的白名单融资保障的政策方向。需求侧提出“适应新型城镇化发展趋势”，在进一步明确要求“加大保障性住房建设和供给”的基础上，新增“完善商品房相关基础性制度”的要求，房地产市场从商品房为主向保障房+商品房“一轨拆两轨”的新发展模式转型路径呼之欲出。
- ◆ **基建投资明确向效率较高地区倾斜，或成地方债务化解核心思路。**三大新政策导向令人耳目一新：新型基建带动放大效应，加强预算内投资建设，向投资效率较高的地区倾斜，或将成为地方债务风险化解的核心思路，也可对基建投资全国一盘棋的总体增速起到重要的高效稳定作用。化解债务风险强度提升的同时，对新型基建、重大项目、防灾减灾工程和高效率投资区域的资金支持力度进一步加大，综合分析，维持广义基建投资全年同比增长10%左右的较为乐观的预测不变。
- ◆ **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

两会前瞻：新质生产力、以旧换新、财政扩张 2024.3.3

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

2024年3月5日,十四届全国人大二次会议开幕,国务院总理李强作政府工作报告,对2023年全年的工作进行回顾总结,从财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策领域详细论及2024年经济社会发展的总体要求和政策取向,强调增强宏观政策取向的一致性,并提出2024年政府工作任务。每年的《政府工作报告》都因其作为全年的政策框架和稳增长发力方向而备受市场关注,我们将结合我们的两会前瞻报告所做的一些预测,在本篇报告中进行深度全面的解读。

## 1、经济增长目标5%左右,充分体现积极进取、奋发有为的要求

5%左右的经济增长目标符合预期,或稍高于当前的经济内生性潜在增速,充分体现短、中、长期三个维度下积极进取、奋发有为的要求。《政府工作报告》(以下简称《报告》)所提经济增长目标与内生性潜在增速估计路径之间的关系,很大程度上决定着当年经济政策的基本格局是稳定为主还是主动出击,从而将系统性地影响到宏观经济供需两侧、金融形势、宏观调控政策组合等方方面面的市场预期。2024年《报告》提出“经济增长预期目标为5%左右”,符合我们预期,并可能稍高于当前经济的内生性潜在增速水平。报告延续中央经济工作会议“稳中求进、以进促稳、先立后破”的定调,同时强调“**强化宏观政策逆周期和跨周期调节,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加强政策工具创新和协调配合**”,全年政策组合和政策工具的配合使用可能将更加积极进取。之所以提出这样的目标,《报告》明确指出体现了“积极进取、奋发有为的要求”,可以分为短期、中期、长期三个维度来理解。

短期维度上,5%的经济增长目标“考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要”。从宏观经济运行循环的角度来看,经济增长的一个基础性作用就是创造新增就业岗位,稳就业是稳收入的基本前提。当前尽管我国人口总规模不再增长,劳动年龄段人口占比也已从高位逐步下降,但随着居民特别是青年人教育水平的快速提升,有效劳动力增长速度并不低,因此在总人口数量已经见顶之后仍需要维持可持续的相对较高增长,才能稳定居民就业和收入,并在更广泛的意义上稳定居民预期。从防范化解风险的角度分析,房地产市场风险和地方债务风险是当前阶段我国经济面临的两大主要需要化解的风险领域,而风险的主要表现形式是债务杠杆压力。而化解债务风险的路径与化解实体经济冲击风险的根本性区别在于,化解债务风险必须通过稳定甚至促进更加积极的经济增长的方式,通过“做大分母(也就是通过促进经济相对较高增长而获得更强的未来偿债能力)”为主,而不能听任甚至加速债务风险短期集中暴露导致“债务一通缩”恶性循环,后者情况下,经济持续收缩过程中债务压力只会越来越大。从这两个短期维度的角度来看,5%左右的经济增长目标是极为迫切的。

中长期维度上,制定稍高于经济内生动力、积极进取的经济增长目标,才能够“与‘十四五’规划和基本实现现代化的目标相衔接”。当然,可持续增长和结构优化都不能一蹴而就,揠苗助长可能导致经济新的泡沫化风险,因此也需考虑“经济增长潜力和支撑条件”,稍高于内生动能的目标可以通过经济政策的和衷共济、协同发力而转化为可持续的内生动能强化,是最为合理的选择。十四五规划的根本性要求蕴含在“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环新发展格局”的高质量发展本质要求之中,也就是说,中期维度上来看,经济增长的战略选择就是通过经济结构的持续优化升级、制造业高端化和国内大循环内需主动力的夯实、消费和投资互动循环的提升,实现合理程度的相对较高的可持续增长。在优化结构、持续向新质生产力和现代

化产业体系集中加力的战略要求下，短期内经济政策并不会通过大举刺激地产、基建等债务风险和低效投资风险较高的领域而寻求大幅高于内生增长潜在路径的不合理高增速。从长期视角来看，结合二十大报告中对于中国式现代化和二〇三五远景目标“人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平”的系统性阐述和要求，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。不切实际的过高经济增长目标反而可能因触发更大程度的债务风险而导致人民币汇率方面进一步承受贬值压力，反而与长期目标背道而驰。考虑到 2023 年人民币已经因美元指数维持罕见的较高水平而承受了一定的被动贬值压力，今年两会对 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。

## 2、财政：3%+3.9 万亿+1 万亿，积极扩张的决心力度比看起来更大

政府工作报告实际上提出了一个相当积极的财政扩张方案，尽管一般预算赤字率仅有 3% 低于预期，但新增专项债 3.9 万亿规模大幅超出预期，1 万亿超长期特别国债的安排也并不仅限于今年而可能持续数年连续增量发行，与我们预期总量接近、结构有所差异的财政融资框架可以保证大规模设备更新、消费品以旧换新、新型基建和高效政府投资等领域充足的财力支持，财政积极扩张的决心和力度比赤字率单个指标看起来的要大得多。

首先，一般公共预算支出增长 4.0% 左右，但考虑到 2023 年增发万亿国债中有一半已经提前于去年底前支出，调整后 2024 年财政支出同比增速可达 7.8% 左右，足以保证对政府消费、预算内投资、设备更新和消费品以旧换新的财政支持力度。我们在此前报告《两会前瞻：新质生产力、以旧换新、财政扩张》(2024.3.2) 中对 2024 年财政收支的整体情况进行了比较细致的测算，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。《报告》提出 2024 年“一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增加 1.1 万亿元”，根据已经公布的 2023 年财政支出总规模数据，对应的 2024 年财政支出预算同比增速为 4.0%。尽管乍看之下这一增速较我们预期的增速水平偏低，但应当注意到，去年接近年底时决定增发的 1 万亿国债融资金额在 2023 年内已经先期安排了一半 5000 亿的财政支出，但基于对应的八大类防灾减灾项目安排是在接近年底时才确定，其落实在预算内投资的实物工作量上将几乎全部万亿金额都应用于 2024 年。如果基于这一考虑，将提前列支于 2023 年的 5000 亿财政支出按照实物工作量落实时点腾挪至 2024 年，则调整后的 2024 年财政支出预算同比增速将高达 7.8%。这一增速水平已经足以保障对政府消费、预算内投资、设备更新和消费品以旧换新的财政支持力度。

3% 的预算赤字率低于我们预期，但新增专项债 3.9 万亿、以及 1 万亿“超长期特别国债”可能连续数年增量发行的融资格局均超预期，考虑到一般公共预算缺口比我们之前预测水平稍窄，同时政府性基金预算或可提供稍大于我们预测的向一般公共预算调入资金支持，实际财政扩张的力度和决心仍然是相当大的，并且远大于赤字率单个数据所呈现的强度。近年来随着一般公共预算财政收支增速连年呈现收入增长慢于支出的格局，一般公共预算的融资手段逐步从主要依靠赤字（国债和地方政府一般债）单一融资工具，转为同时依靠预算赤字和政府性基金调入资金双支柱的模式。有鉴于 2024 年新增专项债规模高达 3.9 万亿，较我们此前预期水平多出 4000



亿；同时“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元”的超长期特别国债提前跨年安排力度也超出了市场的期待，政府性基金预算今年内在保证合理强度新型基建和高效率国家投资的基础上，仍可以对一般公共预算形成更强力度的融资支持。综合来看，通过“3%+3.9万亿+1万亿”的组合，财政政策今年积极扩张的决心和力度都明显比赤字率单个数字看起来更大。

### 3、维持更新换新财政支持力度和结构预测，个税减税概率有所下降

《报告》提出“推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造”，对应于近期多个重要会议已经提出的“大规模设备更新”政策，尽管《报告》并未就财政政策支持的具体方式给出详细阐述，但基于对财政扩张力度较大的上文分析，我们维持可能实施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的预测，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。

中高端服务消费和大宗可选商品消费并举，着力培养新的消费增长点。消费品以旧换新将成为最大的政策发力点，维持财政对消费品以旧换新支出约2000亿左右的预测不变，加上对资源循环利用的鼓励、以及概率有所降低的潜在的小幅个税减税，预计额外刺激居民耐用消费品更新需求约3000亿左右，推动社会消费品零售总额同比增速提升约0.8个百分点至5.3%左右。因我国人口结构发生重大转变，报告创新性地提出“养老、育幼、家政等服务扩容提质”的要求，将相关的高端服务消费的地位大幅提升；在“培育和壮大新兴消费”方面，明确认定数字消费、绿色消费、健康消费和智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”均为新的消费增长点，而上述消费的主力人群均为中等收入群体；加之报告强调要“从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能”，并要求“鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费”，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、叠加推出概率有所下降的小幅个税减税等潜在措施，小幅下修对社会消费品零售总额增加的推动作用至约 3000 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，小幅下修对 2024 年社会消费品零售总额同比增速的推动作用至 0.8 个百分点，即 2024 年全年社零同比增速预计为 5.3% 左右。

而由于一般公共预算赤字率低于我们此前预期，当前形势下超预期的专项债规模又难以腾挪至一般公共预算进行减税操作，因此在《政府工作报告》公开后我们认为年内实施增量个税减税的概率下降。但考虑到跨年资金腾挪的灵活度仍然很高，我们仍对个税减税是抱有一定期待的。同时我们对广义基建投资增速 10% 左右的年度预测信心进一步提升。个税减税相对于一次性发放消费税的最大优势就在于，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，有鉴于此，我们此前曾预计在春节假期期间旅游消费显示居民的财富缩水担忧有所缓解之后，一度对今年扩张一般公共预算赤字实施个税减税抱有较强期待。而《政府工作报告》所呈现的财政融资结构，相对于我们此前的预测来看，在可用于实施个税减税的预算赤字率方面比我们此前的预期谨慎，而在更偏投资的专项债方面比我们预期更加积极，这种结构令一般公共预算账本的融资缺口较我们此前预期更紧，从而个税减税的概率将有所下降，但考虑到跨年资金腾挪的灵活度仍然很高，我们仍对个税减税是抱有一定期待的。同时我们对主要与政府性基金预算更加相关的广义基建投资增速 10% 左右的年度预测信心进一步提升。

#### 4、货币金融：配合性宽松可期，增强资本市场内在稳定性

《报告》对于货币政策几乎全部延续了中央经济工作会议、金融工作会议的定调，在增强宏观经济政策一致性的方向性要求下，货币政策积极主动配合财政政策的合理力度的宽松操作可期，预计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，同时维持人民币汇率的基本稳定是 2024 年全年的货币政策基调。此外，报告还罕见明确提到“增强资本市场内在稳定性”，凸显出在经济结构优化的长期发展阶段，长期资本预期的稳定性得到了中央经济政策的高度重视。报告指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，同时强调“加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能”，“增强宏观政策取向一致性”，与中央经济工作会议所提要求一致，此外增加“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”的要求，也是对盘活信用存量的进一步侧面解释。与此前人民银行在 23Q4《货币政策执行报告》中提及的“处理好总量与结构、存量与增量的关系”等说法均指向充分发挥货币政策的信用创造能力，为先进制造业融资降低成本。加之报告特别提及“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，同时考虑到人民币汇率会对美元计价 GDP 增速造成的影响以及二〇三五远景目标的要求，我们认为央行将在外汇市场上采取更加积极主动的方式以维持人民币汇率的基本稳定。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，预

计 CNY 全年将围绕 7.2-7.3 中枢波动；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。报告还罕见明确提到“增强资本市场内在稳定性”，凸显出在经济结构优化的长期发展阶段，长期资本预期的稳定性得到了中央经济政策的高度重视。

## 5、供给侧：加快发展新质生产力，提高全要素生产率

发展新质生产力在经济发展战略层面的落脚点是什么？《报告》明确提出最终目标是提高全要素生产率，这意味着传统粗放性外延式的工业经济要持续不断向科技创新推动的产业创新跃升，债务刺激的经济增长发展模式也不是政策优先选项。《政府工作报告》再度强调“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”，并新增“充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势，促进社会生产力实现新的跃升”，这是提高全要素生产率在重要政策文件中首次与新质生产力直接相挂钩，也为发展新质生产力在经济政策层面提供了一个坚实的落脚点。上周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。”

《报告》在此基础上明确提出三大发展新质生产力的主攻方向：推动产业链供应链优化升级，积极培育新兴产业和未来产业，以及深入推进数字经济创新发展。报告认定智能网联新能源汽车等产业具有领先优势，氢能、新材料和创新药等为前沿新兴产业，生物制造、商业航天、低空经济为重要的新型经济增长引擎；此外，去年至今格外牵动市场关注的 AIGC 等数字经济新领域新业态也被着重提及，但关注重点更多在于与供给侧的结合，而非海外市场关注度更高的消费领域。报告要求“制定支持数字经济高质量发展政策，积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合”，认定数字经济在经济增长中的重要作用，也肯定了平台经济在促进创新、增加就业和国际竞争中的重要作用。

再度强调中央金融工作会议关于资本市场现代化支持先进制造业发展的要求，充分发挥创业投资和股权投资对先进制造业的融资支持作用。考虑到先进制造业前期相对高投入高风险的特征和间接融资之间的相对不匹配程度，加之当前我国资本市场间接融资占比过大的现状，要大力发展先进制造业，对其投融资两端均需进行额外呵护。报告关于“鼓励发展创业投资、股权投资，优化产业投资基金功能”的表述与中央金融工作会议“更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资”的要求基本一致。

## 6、房地产市场：加大保障房建设，完善商品房基础性制度



关于房地产市场，在供给侧，报告再次强调“稳妥有序处置风险隐患”，“健全风险防控长效机制”，供给侧重申“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”，符合我们预期的仍将强调保交付、去库存和对应的白名单融资保障的政策方向。我国当前仍处于二十多年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。《报告》强调“稳妥有序处置风险隐患”，“健全风险防控长效机制”，再度重申“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”，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。

房地产需求侧，《报告》提出“适应新型城镇化发展趋势”，在进一步明确要求“加大保障性住房建设和供给”的基础上，新增“完善商品房相关基础性制度”的要求，房地产市场从商品房为主向保障房+商品房“一轨拆两轨”的新发展模式转型路径呼之欲出。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”，对《报告》所提“加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求”是一个直接的呼应。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。

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。

## 7、基建投资明确向效率较高地区倾斜，或成地方债务化解核心思路

基建投资三大新政策导向令人耳目一新：新型基建带动放大效应，加强预算内投资建设，向投资效率较高的地区倾斜，或将成为地方债务风险化解的核心思路，也可对基建投资全国一盘棋的总体增速起到重要的高效稳定作用。《报告》提出三大基建投资新方向：1) 发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造；加强民生等经济社会薄弱领域补短板，加快实施“十四五”规划重大工程项目，前两个方面预计将主要动用一般预算内资金和超长期特别国债资金安排，今年中央预算内投资拟安排 7000 亿也呈现较为主动的进取姿态；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”。2) 推进防洪排涝抗灾基础设施建设，这部分主要使用的是 2023 年 10 月中央财政宣布增发的万亿国债，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。3) “合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜”。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。化解债务风险强度提升的同时，对新型基建、重大项目、防灾减灾工程和高效率投资区域的资金支持力度进一步加大，综合分析，维持广义基建投资全年同比增长 10%左右的较为乐观的预测不变。

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。



## 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