

重磅改革值得期待，财政政策加力提效

——4月政治局会议点评

核心观点

4月30日，中共中央政治局召开会议，决定今年7月召开二十届三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。会议分析研究当前经济形势和经济工作，审议《关于持续深入推进长三角一体化高质量发展若干政策措施的意见》。

(1) 充分强调改革开放重要性，二十届三中全会或有重磅改革出台

会议通稿开篇即用大量篇幅阐述了改革开放的重要性，指出继续把改革推向前进符合六个“必然要求”，这可看作是为将在今年7月召开的中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议做铺垫，会议将重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题，预计届时会推出重磅改革措施。

当前我国地方政府债务问题是经济运行面临的核心问题之一，其背后涉及政府财税制度与财权事权匹配问题。今年政府工作报告中，在“坚定不移深化改革，增强发展内生动力”任务部分，报告重点提出了三个改革主线，其中第三点是推进财税金融等领域改革，里面提到“谋划新一轮财税体制改革”。同时，当前分税制财政管理体制的基本框架是1994年改革奠定的，2024年是1994年财税改革30周年，因此市场对借改革30周年之机启动新一轮财税改革抱有较高预期。预计财税体制改革有望成为三中全会的重要议题，而改革或将在坚持分税制基本框架的基础上，进一步优化中央与地方在财权、事权上的匹配，特别是健全地方税体系。

(2) 经济形势定调——复苏面临诸多挑战，基础仍不牢固

针对当前经济形势，会议指出经济实现良好开局的同时，继续强调经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。

外部环境方面，近期美国通胀数据频频高于预期，同时中东地缘局势动荡也提高了国际大宗商品价格的波动，美国通胀回落进程的不确定性上升，二次通胀风险走高。这使得市场对美联储年内降息的预期显著走低。CME数据显示，市场对于年内开启降息时点的预期已经推后至9月，并且预计2024年或只会进行一次降息。这较3月美联储议息会议上点阵图显示美联储预期全年降息3次已出现明显变化。美国高利率持续时间长于预期令人民币等非美货币承压，美元指数4月继续上行。

国内方面，一季度GDP同比5.3%，较去年四季度的5.2%小幅抬升，且高于市场预期。一季度经济开局良好，且由于去年二季度GDP环比增速较低，低基数下，今年二季度GDP同比增速有望进一步走高，这将令今年实现5%左右增长目标

主要数据

上证指数	3104.8245
沪深300	3604.3943
深证成指	9587.1245

主要指数走势图



作者

董忠云	分析师
SAC执业证书: S0640515120001	
联系电话: 010-59562478	
邮箱: dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱:	

相关研究报告

美联储降息预期再次受挫，我国中长期债牛支撑逻辑仍持续—2024-04-29
金融市场分析周报—2024-04-24
外部流动性阶段性收紧，我国Q1经济超预期—2024-04-21

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

的难度明显下降。但从月度主要经济指标看，3月数据喜忧参半，制造业投资和基建投资增速好于预期，通胀、工业增加值、房地产投资、社零、进出口等多项数据增速弱于预期，3月社融规模虽高于预期，但社融存量增速和M2增速都在一季度持续走低。

总体而言，外部风险叠加内部隐忧，我国经济复苏基础仍不牢固，虽然实现全年经济增长目标难度下降令进一步实施全面强刺激的概率不高，但针对经济薄弱环节和主要风险点继续施策，对复苏进行政策面的保驾护航仍有必要。

(3) 宏观调控——财政发债望提速，货币宽松仍可期

会议继续强调坚持稳中求进工作总基调，并提出要完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持乘势而上，避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。

可见，总体政策表述较为积极，“靠前发力”和“避免前紧后松”的提法显示稳增长政策未到转向之时，大概率还将进一步加力，且年内有望保持较强的稳增长政策力度。

财政政策仍是政策发力的主要抓手，会议提出要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。今年一季度政府债发行节奏偏缓，二季度开始特别国债、专项债等发行和使用有望提速，支撑社融增量与财政支出增速。

货币政策提出要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。我国当前实际利率处于较高水平，通过央行降息来压低名义利率，带动实际利率下降以支持实体经济融资成本下行的必要性仍高，因此我们认为年内仍有望进一步降息。但考虑到一季度央行进行了降准降息，上一轮货币宽松的效果仍有待于进一步的观察验证，结合美联储降息预期的走低，预计短期内央行对进一步下调政策利率会偏谨慎，降息或仍需等待时机。货币环境总体偏宽松的格局有望维持，二季度特别国债等发行提速之下，央行预计会通过降准、公开市场操作以及结构性工具等方式提供流动性支持，加大货币政策与财政政策的协调配合力度，以促进经济的进一步修复。

此外，延续中央经济工作会议和政府工作报告的要求，本次政治局会议继续强调要落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。大规模设备更新和消费品以旧换新已明确成为今年扩内需的政策主线，近期多地相关政策措施频频落地，五一假期是消费恢复情况的重要观察点。

(4) 新质生产力发展将与资本市场完善生态建设携手并进，互相促进

会议提出要因地制宜发展新质生产力，显示发展新质生产力在地方的政策落地有望提速。同时，会议提出要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资，壮大耐心资本。

发展新质生产力要求多层自资本市场的发展完善作为配合，以便提供相匹配的投融资等金融服务。近期新国九条适时推出，重在加强和完善资本市场生态建设，促进资本市场和实体经济高质量发展。证监会主席吴清明确表示，将会同相关方面

共同形成“1+N”政策体系，未来“N”代表的若干配套制度规则还将陆续落地，有望对资本市场形成持续性的政策利好，推动 A 股整体上市公司质量和市场投资价值持续提升。

(5) 房地产——统筹研究消化存量房产，期待去库存相关政策创新

房地产领域是本次会议的重要议题，也是市场关注的焦点之一。会议指出，要继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

今年 3 月房地产投资增速录得-10.1%，较 2 月投资增速下滑，结合房屋销售、房屋施工和房企融资仍然录得较大跌幅，显示整个房地产价值链景气程度当前仍无明显改善。4 月，制约房地产回暖的居民购房低迷仍然持续。我们统计的数据显示，截止 4 月 26 日，4 个一线城市、13 个二线城市和 17 个三线城市一手商品房销售面积同比较去年同期分别下滑 31%、42%和 30%，仍无明显改善。

本次会议提到了消化存量房产，即去库存的问题。根据我们的统计，截止今年 3 月，我国商品房库存面积为 23.73 亿平方米，经过 2021 年以来连续 3 年多的去库存后，已较 2020 年年末高位下降了 22.4%。但另一方面，自 2021 年 7 月以来，以当前商品房库存面积与过去 12 个月月均商品房销售面积之比表征的商品房去化周期持续上行。截止今年 3 月，商品房去化周期已达 32.5 个月，较 2021 年 6 月上升了 11.6 个月，显示整个房地产行业持续受困于居民购房意愿低位，存在库存绝对水平下降的同时库存去化周期仍在上升的现象。

楼市销售低迷仍是目前房地产业面临的核心问题，目前为止出台的楼市宽松政策处于“量变”积累阶段，尚未有效刺激销售发生“质变”。我们认为，单纯放开限制对于带动楼市销售的作用可能已经较为有限，需结合房贷利率下降、首付比例降低、相关税费调降等措施多管齐下，特别是改善居民收入预期和保障房企合理融资是更根本性的举措。此外，市场对于财政主导进行楼市去库存有一定的预期，但资金来源可能成为挑战，或需要货币政策等多方面的制度创新进行配合。

(6) 房地产——统筹研究消化存量房产，期待去库存相关政策创新

本次会议审议了《关于持续深入推进长三角一体化高质量发展若干政策措施的意见》，并用较大篇幅阐述了推动长三角一体化发展的重要意义和相关要求，显示这一领域将是后续政策重心之一。

会议提出，要推动长三角一体化发展取得更大突破，更好发挥先行探路、引领示范、辐射带动作用。在重点任务上，涉及产业升级、体制机制完善、高水平开放、安全、绿色等方面。

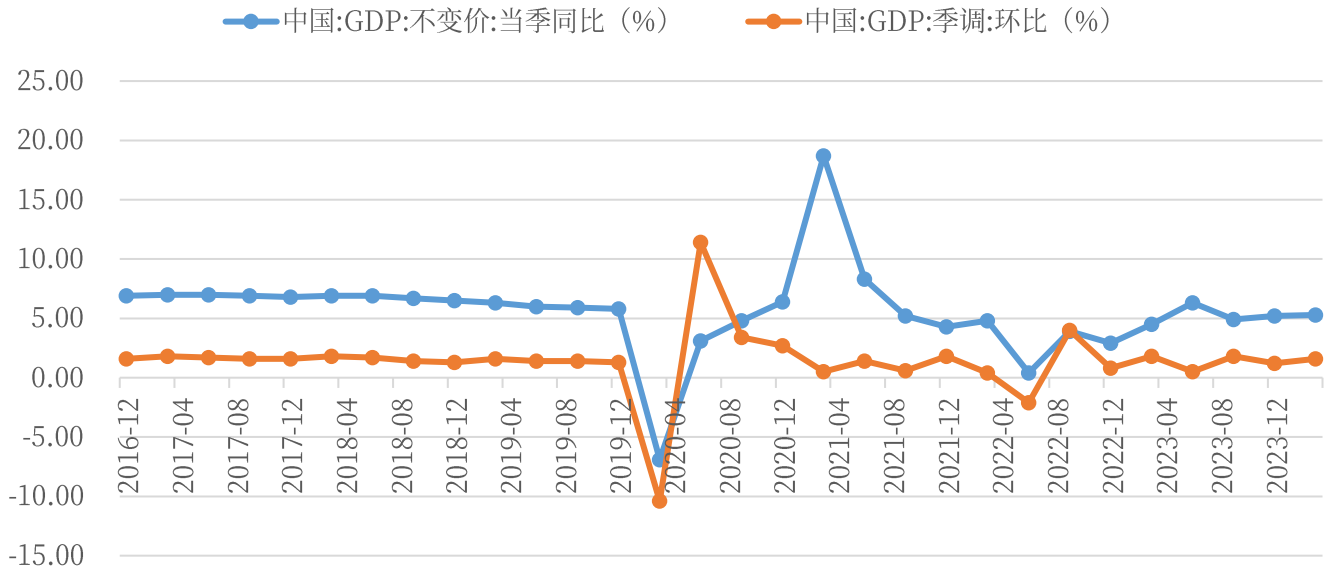
长三角地区经济发展水平领先，是衔接国内国际双循环的重要枢纽，我们认为，长三角地区有望成为未来中国各种新发展动能的培育基地，同时也有望是进一

¹ 综合考虑数据可得性与数据准确性，我们忽略 1991 年之前的商品房面积，自 1991 年(房改早期)开始，用每年商品房新开工面积减去当年商品房销售面积得到每年商品房库存剩余（包含已建成未销售和在建两部分），然后将该年新增库存剩余加上之前（1991 年开始）历年库存剩余计算得到截止当年的商品房库存面积。

步深化改革开放的试验田。上海是我国重要的金融中心，资本市场相关的金融改革或有望在上海等长三角区域先行先试，加速推进。

风险提示：稳增长政策不及预期，海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

图1 GDP 同比及环比增速



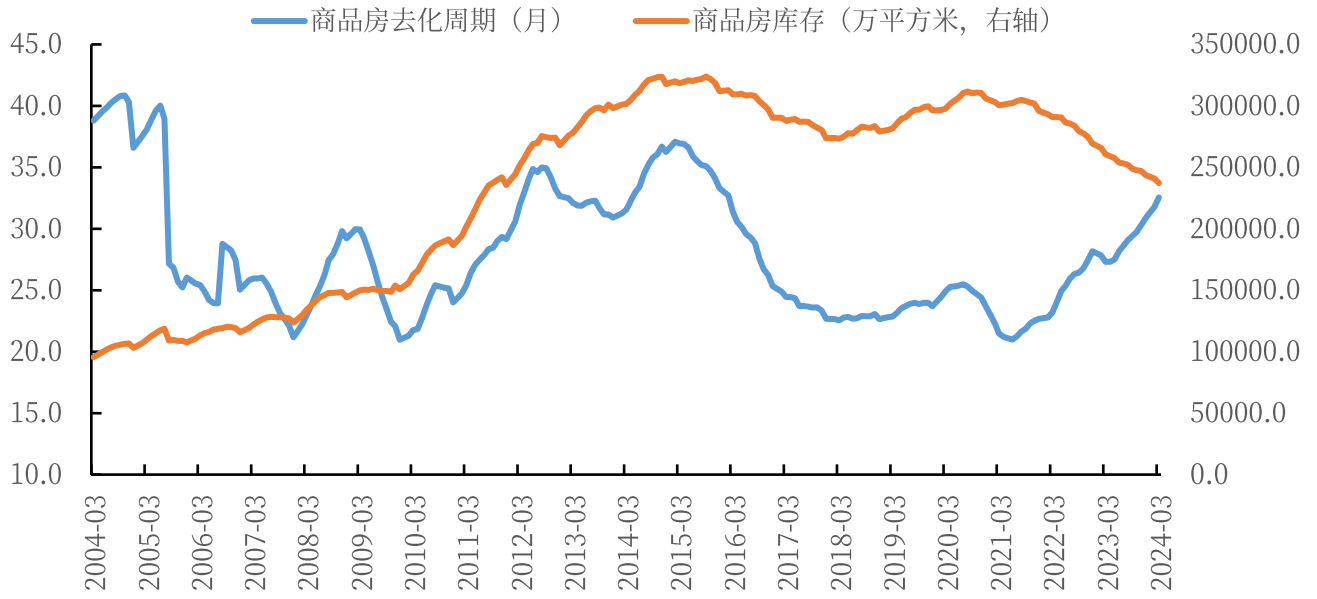
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 市场预期美联储年内或只降息一次 (4月30日数据)

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.6%	87.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	27.2%	69.9%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.3%	43.9%	42.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	20.1%	43.6%	32.1%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.8%	30.1%	38.7%	18.4%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.3%	16.1%	32.5%	33.1%	13.3%
2025/3/19	0.3%	2.1%	9.1%	22.7%	32.7%	25.2%	8.0%
2025/4/30	0.8%	4.0%	12.7%	25.4%	30.7%	20.5%	5.8%

资料来源: CME, 中航证券研究所

图3 我国商品房库存与去化周期



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637