



分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

2024年4月30日，中央政治局召开会议。会议决定今年7月召开三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。这是今年我国最重要的会议之一，我们将在后续保持跟踪。会议还分析研究了当前经济形势和经济工作，是我们此次重点学习和解读的部分。**必须要重视的是，对于此次会议基调的理解和二季度经济、政策形势的研判，要建立在三中全会7月召开的基础之上。**

► 要点一：宏观政策的次序前置，防风险的篇幅较长

政治局会议通稿措辞相当精炼，各部分给予的排位次序和篇幅长度都值得关注。

此次会议的排位次序再度发生变化，宏观政策和扩大内需被“置顶”，因地制宜发展新质力随后。作为对比，今年两会政府工作报告，新质力和科教兴国被“置顶”，扩大内需随后；再比如，去年4月的政治局会议，建设现代化产业体系“置顶”，扩大内需和宏观政策随后。

会议通稿给予防风险的篇幅是近年可比政治局会议中最长的。看具体内容，主要是聚焦房地产和地方债务风险，可见这两个方向是当前决策层较为关注，甚至是可以期待增量政策的。

从以上安排来看，此次会议给予稳定经济以较高的优先级，总体基调相比于之前市场预期的“一季度经济数据超预期→宏观政策定力加强”要明显更积极。

► 要点二：对财政和货币政策的表述相当具体

由于会议通稿措辞精炼，一般情况下对财政和货币政策的表述是不很具体的，而此次会议则提出了很多具体要求。考虑到近期央行和财政的互动较多，此次会议可以起到一锤定音、增加宏观政策取向一致性的效果。

具体来看，“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”这一传统表述没有变化。更具体的，**对于财政，“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”**——这是要求预算内财政提速，一方面是加快专项债和特别国债发行，另一方面是加快财政支出进度，**预计五一假期后可能会迎来特别国债发行、专项债发行提速、预算内财政支出加速。**

对于货币，“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”——财政发债加速后，央行进行协同配合，降准对接流动性支持的概率较大，央行领导近期也多次提及降准有空间；而利率工具是**直接降OMO/MLF还是只降LPR有本质区别**，前者涉及内外兼顾，随着近期降存款利率加速推进，**短期内需结合美联储议息会议的指引进行研判。**

相关研究

- 国内经济高频周报：4月第4周：4月高频、PMI和会议前瞻-2024/04/28
- 全球大类资产跟踪周报：海外滞胀风险显现，外资大幅流入A股-2024/04/27
- 国内经济高频周报：4月第3周：内政、外交和一季度经济-2024/04/22
- 2024年3月经济数据点评：一季度经济的三个核心要点-2024/04/22
- 全球大类资产跟踪周报：地缘事件如何演绎-2024/04/21

➤ 要点三：房地产业高质量发展又有新模式

如上所述，防风险部分的篇幅较长，大半是送到了房地产方面。“因城施策”、“保交房”的要求没有变化，重点增量在于“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”。

近期不少城市跟进、探索商品房“以旧换新”模式，以郑州为例，居民与房企签订新房合同，同时由中介倾斜资源协助卖掉旧房，甚至地方政府指定主体直接收购旧房，解决了供求关系变化之后“旧房卖不掉、新房买不了”的难点痛点，**既满足了人民的住房新期待，又消化了房企存量房产**；政府收购旧房后，可用于保障房供应，**既节省了新建保障房的资金，还控制了房屋增量，一举多得**。

由于各城市标准不同，地方财力也不同，对于**基本标准、资源来源**等问题，需要中央层面“统筹”安排；而这一新模式尚处于“研究”阶段，因此顶层设计的细节可能还需要等待观察。

➤ 要点四：地方债务风险化解兼顾降债和发展

防风险的另一部分送到了地方债务，指出“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”。相比于过往的会议精神和相关文件内容聚焦相关省份降债，这一表述更显兼顾之意。

举例来说，对于此前已经开工甚至有较多资金投入的项目来说，直接停缓工固然有利于降低举债风险，但不利于投资增长，也使先前投入的资金成为沉没成本。兼顾降债和发展，有利于保障有一定社会和经济效益的项目正常完工。

➤ 市场影响：关注股票风格和利率曲线的可能变化

作一总结，**此次会议重点部署三大任务：广义财政加力提速（政府债券加速发行+地方隐债兼顾发展）、货币政策协同配合、房地产统筹研究新模式**。

从近期市场反应看，房地产板块的预期较为强烈，但反而是政策落地尚需时间、效果如何暂不可知，**我们建议更多关注广义财政加力提速的潜在影响，特别是M1增速是否止跌回升**。

我们在《M1：今年国内宏观的核心变量》中提到：1) 2017年以来，商品房销售额对M1的解释力下降至15%，广义财政的影响力显著提升至超过80%；2) M1增速的潜在回升弹性比较温和，反弹大概率不会贯穿全年，预算内政府债务加速支出的阶段最有可能提振M1；3) 如果M1增速在季度-半年的时间维度里止跌企稳-温和回升，股市面临的基本面因素会比过去2-3年更积极，长端利率将面临逆风，大小盘风格可能会比过去3年更均衡。

➤ 风险提示：地缘政治形势超预期变化，房地产和地方债务风险超预期暴露。

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026