

4月政治局会议内容点评

坚持乘势而上，避免前紧后松

关注宏观政策在房地产和地方政府化债等方面的边际变化。

- 4月政治局会议内容偏利好，主要源于三方面：一是确定了二十届三中全会会议召开时间在今年7月；二是打开了市场对后续货币政策和财政政策的想象空间；三是基于房地产和地方政府化债等政策表述，提振了市场对宏观政策的信心。
- “企业经营压力较大”。4月政治局会议判断目前经济形势，首先依然是“有效需求不足”，但删减了“部分行业产能过剩”和“社会预期偏弱”，增加了“企业经营压力较大”。我们认为企业经营压力较大主要源自原材料购进价格高和工业品出厂价格低造成的利润率承压，以及有效需求偏弱。总的来看，物价回到同比稳定正增长轨道，带动名义GDP同比增速结束与实际GDP增速倒挂，仍是短期经济稳增长的重点。
- 货币政策和财政政策仍有想象空间。货币政策方面，会议提及“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”，预计二季度将有降准降息操作；财政政策方面，“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”，预计二季度政府债发行、财政支出、基建投资增速或都将有较好表现。需要关注的是，宏观政策方面，与2023年12月经济工作会议相比，4月政治局会议没有提及“逆周期和跨周期调节”、“政策工具创新”等内容，但是新增了“加强预期管理”，我们对此的理解是，2024年经济“增长较快”，“实现良好开局”，因此7月政治局会议之前政策的重点是“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”。
- 因城施策的房地产政策或有新政策措施。4月政治局会议中关于房地产的表述较多，除了继续强调保交房之外，新增的提法是“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。相较于12月经济工作会议“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”的提法，4月政治局会议的房地产政策重心从房地产企业融资端，向商品房销售端和投资端变化。考虑到一季度房地产固投累计同比下降9.5%，商品房销售面积累计同比下降19.4%，销售额累计同比下降27.6%，不仅较2023年同期增速大幅下滑，与2023年底相比也尚未出现增速触底迹象，对投资构成明显拖累，因此4月政治局上述表述被视为房地产稳增长政策加码的措施。
- 地方政府债务风险化解方案确保“既真正压降债务、又能稳定发展”。2024年一季度基建投资增速6.5%，较2023年底上升0.6个百分点，但年初以来政府债券新增融资同比连续三个月少增，地方政府财政支出3月同比落入负增长区间，仅靠经济大省挑大梁也容易为发展留下不均衡的隐患。4月政治局会议针对“债务高风险省份和市县”的提法一定程度上显示出地方政府化债的政策出现边际调整，预计对二季度财政支出和政府债发行有一定正面影响。
- 坚持乘势而上，避免前紧后松。一季度实际GDP实现了同比5.3%的较高增速，但从4月政治局会议表述看，宏观政策整体仍强调靠前发力，并在降准降息、保持财政支出强度、房地产销售和地方政府化债等方面进一步提振了市场预期。整体来看，在大规模设备更新和消费品以旧换新政策带动下，二季度制造业投资和大宗商品消费增速有望保持在较高水平，外需持续上行和内需温和释放，有望带动生产端稳定增长和出口增速持续改善，财政支出强度有望在二季度边际好转，有助于稳定基建投资增速。短期建议关注国内物价走势，以及二季度名义GDP和实际GDP增速能否结束“倒挂”。
- 风险提示：全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《弱价格弹性下的需求复苏及行业选择》

20240430

《4月PMI数据点评》20240430

《转债市场上涨，转股溢价率下降》20240429

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1.2024 年 4 月 30 日政治局会议与 2023 年 12 月 12 日经济工作会主要内容对比

	2024 年 4 月政治局会议	2023 年 12 月经济工作会议
工作思路	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	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是 有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患 仍然较多， 国内大循环 存在堵点， 外部环境 的复杂性、严峻性、不确定性上升
工作基调	坚持 稳中求进 工作总基调 坚持 乘势而上，避免前紧后松 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 要做好宏观政策取向一致性评估， 加强预期管理	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 要强化宏观政策 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 要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。
财政政策	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 ，确保基层“三保”按时足额支出。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效 。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。 合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围 。落实好结构性减税降费政策， 重点支持科技创新和制造业发展 。稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。保持 流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 。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 ，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。 促进社会综合融资成本稳中有降 。保持 人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。
货币政策	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 。	一是要以 科技创新 引领现代化产业体系建设。 二是要着力扩大 国内需求 。 三是要深化重点领域改革。 四是要扩大高水平 对外开放 。 五是要持续有效 防范化解重点领域风险 。 六是要坚持不懈抓好“三农”工作。 七是要推动城乡融合、区域协调发展。 八是要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 九是要切实保障和改善民生。
工作重点	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。 要因地制宜发展 新质生产力 。 要坚定不移 深化改革扩大开放 ，建设全国统一大市场，完善市场经济基础制度。 要持续 防范化解重点领域风险 。 要扎实推进绿色低碳发展。 要切实保障和改善民生 要始终紧扣一体化和高质量两个关键，着力推进 长三角一体化 发展重点任务。	一是要以 科技创新 引领现代化产业体系建设。 二是要着力扩大 国内需求 。 三是要深化重点领域改革。 四是要扩大高水平 对外开放 。 五是要持续有效 防范化解重点领域风险 。 六是要坚持不懈抓好“三农”工作。 七是要推动城乡融合、区域协调发展。 八是要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 九是要切实保障和改善民生。
科技	要因地制宜发展 新质生产力 。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 。	完善新型举国体制，实施 制造业重点产业链高质量发展行动 要大力推进 新型工业化 ，发展数字经济，加快推动人工智能发展 打造 生物制造、商业航天、低空经济 等若干战略性新兴产业，开辟 量子、生命科学 等未来产业新赛道，广泛应用 数智技术、绿色技术 ，加快传统产业转型升级
内需	要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的 新型城镇化 ，持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发 民间投资活力 。	形成 消费和投资相互促进 的良性循环 稳定和扩大传统消费，提振 新能源汽车、电子产品 等大宗消费 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 完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设
外贸	要积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口， 支持民营企业拓展海外市场 ，加大力度吸引和利用 外资 。	要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口 放宽 电信、医疗 等服务业市场准入，对标国际高标准经贸规则，认真解决数据跨境流动、平等参与政府采购等问题
防风险	要持续防范化解重点领域风险。 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。 要深入实施地方政府债务风险化解方案， 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 。 要持续推动 中小金融机构改革化险 ，多措并举促进资本市场健康发展。	要统筹化解 房地产、地方债务、中小金融机构 等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。 积极稳妥化解房地产风险， 一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求 ，促进房地产市场平稳健康发展。 加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等 “三大工程” 。 完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。 统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁

资料来源：共产党员网，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371