

关注核心问题，聚焦政策落实

——宏观策略联合解读4月政治局会议

核心观点：

2024年4月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。4月政治局会议相比2023年12月份有了积极变化，总量政策蓄势待发，结构政策有新变化。

本次会议比市场预期的更加积极。从会议内容看，虽然对于1季度取得的经济成绩给与肯定，但更重要的是保持经济积极向好。货币政策和财政政策删掉了适度运行，两者表现均属于“蓄势待发”，并且继续强调宏观政策取向一致性。对于传统的消费和投资给与实质性的指引。房地产行业政策如市场预期，直接面向需求侧。从结构政策来看，点明新质生产力的发展离不开资本市场，再次强调绿色低碳发展。

对经济的关注避免“前紧后松”，保持政策一致性。在1季度经济增长数据向好的同时，政策支持并未停滞，总量政策已经准备就绪。1季度的经济增速实现5.3%，但名义增速仅3.97%，这种情况政策层已经观察到。会议强调避免对经济的重视“前紧后松”，打消了市场关于政策延后的预期，同时对冲了下半年物价上行后，实际经济增速下行的预期。下半年经济受到政策支持下，全年实现5%的经济增速并不困难。

财政和货币储备政策“蓄势待发”。财政政策会摆脱1季度缓慢的发行速度，5月~8月可能加快发行。会议明确“及早用好超长期特别国债，保持支出强度”，预计未来三个季度实物工作量更加明显。财政同时强调了基层“三保”。货币上要“灵活运用利率和存款准备金等政策工具，降低综合融资成本”。货币总量会在政府债务推进过程中持续释放，降准预计5月份就会跟进。降息的速度超过市场预期，降息时间提升至2季度至3季度，可能快于美联储降息。消费和投资政策与预期一致，进入实施层面。国内需求释放以设备更新、消费品以旧换新为主。

房地产政策与预期一致，需求带动供给，未来政策放松有望加速。对于市场普遍关注的房地产政策，基调仍然是房地产行业需要构建发展新模式，强调保交楼。会议明确会持续推进优化增量住房政策，如各城市房地产限购政策放开等。更为重要的是，存量房地产消化提上日程，存量房销售对于解决房地产供应商资金困境有实质性的帮助，针对性更强。房地产政策回到了以需求带动供给，未来房地产政策放松有望加速。

资本市场在发展新质生产力中有了定位。资本市场与新质生产力天然结合，本次会议再次强调新质生产力的发展因地制宜，增加**发展风险投资，壮大耐心资本**。不同于对于银行业降低社会成本方面的任务，资本市场要着力壮大长期资本，风险投资以长期为主，摒弃短期套利，推动新质生产力发展。

绿色低碳持续推进。两会对于单位耗能指标有所放缓，本次会议再次提及煤炭清洁、可再生能源、废旧物资循环再次提及，持续推进“碳达峰十大行动”，环保仍是重点。

未来相关投资机会及建议：基于A股市场投资环境分析，结合4月中央政治局会议精神，以下主题或行业有望受益。主要涵盖：（1）新质生产力主题，重点在于战略性新兴产业和未来产业，如低空经济；（2）数字经济主题；（3）扩大内需视角下的设备更新和促消费主题；（4）央国企改革主题；（5）绿色低碳主题，如光伏、风电等；（6）房地产以及产业链上下游；（7）金融板块。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：010-8092 7609

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

分析师助理：聂天奇、周美丽、王雪莹

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.政策力度不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险

目 录

一、 政治局要求持续稳定经济增长.....	3
二、 宏观政策协同的重心切换，由结构向总量.....	4
三、 货币政策：降准降息预期升温.....	5
四、 财政政策：广义财政发力“箭在弦上”	7
五、 房地产：政策再次面向需求侧.....	7
六、 结构转型：新质生产力和绿色低碳	9
七、 中央政治局会议涉及的行业或主题投资机会	10

2024年4月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。历年4月政治局会议均是年初最重要的中央会议，既是在各项数据公布后对一季度经济运行的总结，也是全年第一次对重要宏观政策的调整窗口。尤其是针对去年年底政治局会议、中央经济工作会议以及今年3月两会制定的各项工作目标，4月政治局会议往往会进行对照。

而对照年初经济目标来看，当前经济和政策层面存在三条主线：一是经济增长目标超预期完成，但价格目标目前来看仍有一定差距，数据和体感有温差，而解决这一问题有赖于总量政策的协同发力。因此，本次会议强调“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”；二是从现代化产业体系建设的角度来看，经济结构的调整颇具成效，但也恰是因为结构调整使得一季度财政和货币政策在总量层面的力度较低，值得乐观的是目前来看这一调整已初步完成（政府债项目已筛选完毕，财政货币积极表态后续的政策协同），本次会议对于财政政策和货币政策给与了明确的政策实施方向，在兼顾调整的同时，总量政策力度上行。三是兼顾新旧动能转换，本次会议提到：发展新质生产力需要因地制宜，同时提到了消费的推进以及房地产行业的稳定。

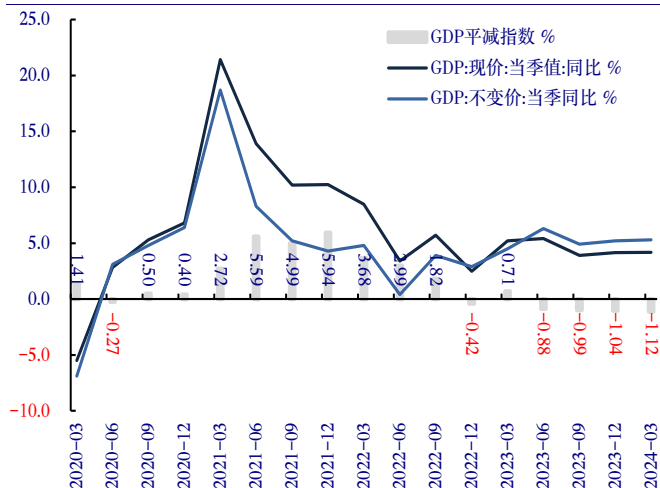
综合来看，本次会议比市场预期的更加积极。1、虽然对于1季度取得的经济成绩给与肯定，但更重要的是保持经济积极向好。2、货币政策和财政政策删掉了适度运行，两者表现均属于“蓄势待发”，并且继续强调宏观政策取向一致性。3、对于消费关注进入实施层面。4、房地产行业政策如市场预期，直接面向需求侧。5、结构上看，点明新质生产力的发展离不开资本市场，再次强调绿色低碳。

一、政治局会议要求持续稳定经济增长

政治局会议对于经济的判断总体乐观。1季度“经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征，经济实现良好开局”。并且对于全年经济的判断也是“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势”。

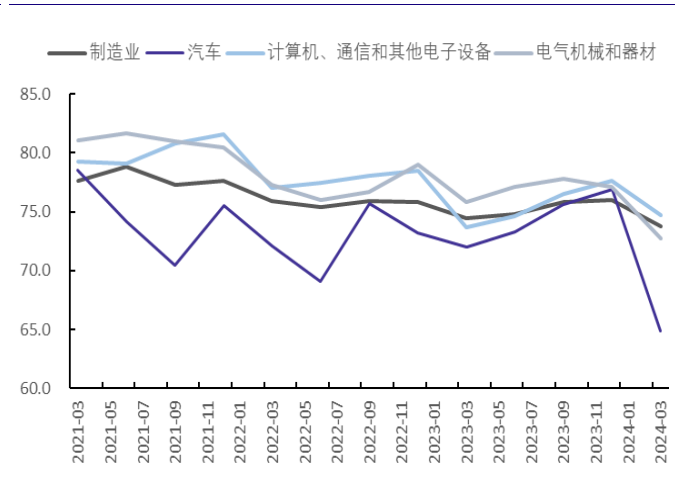
良好的经济数据下，困难依然存在。如从1季度数据来看，价格是总量的关键。2024年1季度GDP增长5.3%，高于市场预期4.9%（WIND），比2023年4季度高0.1个百分点。但名义GDP增长3.97%，低于去年一季度的5.48%。价格持续负值运行也是实际GDP超预期的主要原因之一。结构方面，产能利用率和工业增加值有所减低，反映部分行业仍然存在产能过剩，这也是年初政策层面并未“大干快上”而是以结构性调整为主的原因。

图1: GDP平减指数延续2022年四季度以来的负值状态



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 汽车行业产能利用下降最快(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基于此，全年经济政策仍然需要有延续性，避免对经济的关注前紧后松。经济政策的口径变化为“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”。

图3：政治局会议表述梳理

	2024年4月政治局会议	2023年12月政治局会议	2023年中央经济工作会议
对于当前年度定位	今年以来，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门敢于担当经济，巩固和增强经济回升向好态势，经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征， 经济实现良好开局 。	今年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后 经济恢复发展的一年 。	2023年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后 经济恢复发展的一年 。
经济总体评价	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大， 开局良好、回升向好是当前经济运行基本特征和趋势 ，要增强做好经济工作的信心。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济 回升向好 ，高质量发展扎实推进，现代化产业体系取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济 回升向好 ，高质量发展扎实推进。现代化产业体系取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
经济增长面临的困难	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。	顶住外部压力、克服内部困难 。	顶住外部压力、克服内部困难 。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。
未来工作目标	要全面落实中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，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 。	坚持稳中求进工作总基调，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，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。	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，在转方式、调结构、提质量、增效上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。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。
财政政策	实施好 积极的财政政策 和 稳健的货币政策 。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 。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效 。
货币政策	实施好积极的财政政策和 稳健的货币政策 。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。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。
产业政策和产业链	要 加快突破关键核心技术 ，统筹推进传统产业转型升级、新兴产业壮大、未来产业培育，在更大范围内联动构建创新链、产业链、供应链。	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	以科技创新引领现代化产业体系建设。要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 。
资本市场	要 积极发展股权投资，壮大耐心资本 。	——	——
消费和投资	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、高品质消费需求。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 。	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。	着力扩大国内需求。要 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。
改革和开放	要 坚定不移深化改革开放 ，建设全国统一大市场，完善市场经济基础制度。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 深化重点领域改革 ，为高质量发展持续注入强大动力。要 扩大高水平对外开放 ，巩固外贸外资基本盘。	深化重点领域改革。要 谋划进一步全面深化改革重大举措 ，为推动高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力。 扩大高水平对外开放 。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。
风险	要持续防范化解重点领域风险。要 深入实施地方政府债务风险化解方案 ，确保债务高风险地区省市县真正压降债务、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。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。	持续有效防范化解重点领域风险。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。
民生	要切实保障和改善民生， 突出就业优先导向，促进中低收入群体增收 ，织密扎牢社会保障网。	要 坚持尽力而为、量力而行 ，切实保障和改善民生。	切实保障和改善民生。
城镇化	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 坚持不懈抓好“三农”工作 ，推动城乡融合、区域协调发展。	推动城乡融合、区域协调发展。
绿色低碳	要 扎实推进绿色低碳发展 ，认真实施空气质量持续改善行动计划，加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用，持续有力开展“碳达峰十大行动”， 加快废旧物资循环利用体系建设 。	要 深入推进生态文明建设和绿色低碳发展 ，加快建设美丽中国。	深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。
房地产	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， 切实做好保交楼工作 ，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。	——	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 。

资料来源：共产党员网，中国银河证券研究院

二、宏观政策协同的重心切换，由结构向总量

自去年年底中央经济工作会议提出加大宏观政策取向一致性以来，财政及货币政策的协同配合大幅加强。本次会议上财政货币和货币政策将一致转向总量政策发力。

今年一季度在发展新质生产力及现代化体系建设战略下，财政和货币政策的重心均在于结构性调整。其中财政政策方面无论是在去年底新增的专项债资金使用用途，还是今年两会提出重点聚焦加快实现高水平科技自立自强等新兴方向的超长期特别国债，均是对未来中长期财政资金的投向调整。而货币政策层面，一季度并未实行大幅度降准、降息，而主要以结构性政策工具调和不同行业间实际利率的差异，以防止过剩产能堆积、促进部分行业的去产能。当然，短期存在的汇率压力和银行净息差压力也是货币政策发力的制约因素。

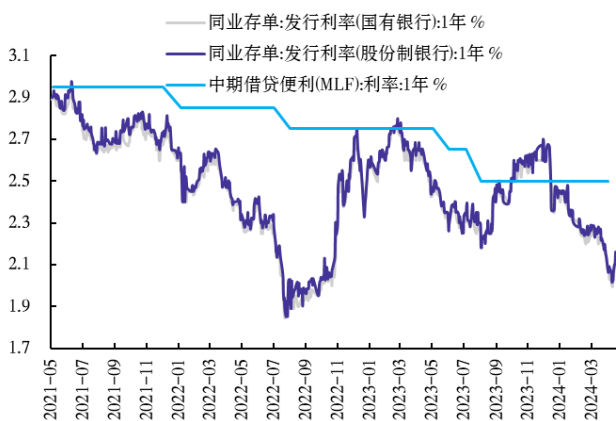
图6: 政治局会议货币政策相关表述梳理

时间	货币政策相关表述
2024年4月	既没提逆周期也没提跨周期。稳健的货币政策。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。
2023年12月	强化宏观政策 逆周期和跨周期调节 。稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导
2023年7月	加强 逆周期调节 和政策储备。稳健的货币政策，发挥 总量和结构性货币政策工具作用 ，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2023年4月	既没提逆周期也没提跨周期。稳健的货币政策要 精准有力 ，形成 扩大需求 的合力。
2022年12月	既没提逆周期也没提跨周期。加强 各类政策协调配合 。稳健的货币政策要 精准有力 。
2022年7月	既没提逆周期也没提跨周期。货币政策要保持 流动性合理充裕 ， 加大对企业的信贷支持 ，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
2022年4月	既没提逆周期也没提跨周期。要 加大宏观政策调节力度 。用好各类货币政策工具。 要抓紧谋划增量政策工具 ，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
2021年12月	既没提逆周期也没提跨周期。宏观政策要 稳健有效 。稳健的货币政策要 灵活适度，保持流动性合理充裕 。
2021年7月	要做好宏观政策 跨周期调节 ，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。稳健的货币政策要 保持流动性合理充裕 ，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持 人民币汇率 在合理均衡水平上基本稳定。
2021年4月	既没提逆周期也没提跨周期。稳健的货币政策要 保持流动性合理充裕 ，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持 人民币汇率 在合理均衡水平上的基本稳定。
2020年12月	既没提逆周期也没提跨周期。
2020年7月	完善宏观调控 跨周期设计和调节 ，实现稳增长和防风险长期均衡。要确保宏观政策 落地见效 。货币政策要更加 灵活适度、精准导向 。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要 加强协调配合
2020年4月	既没提逆周期也没提跨周期。要以 更大的宏观政策力度 对冲疫情影响。稳健的货币政策要更加 灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段 ，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

资料来源: 共产党员网, 中国银河证券研究院

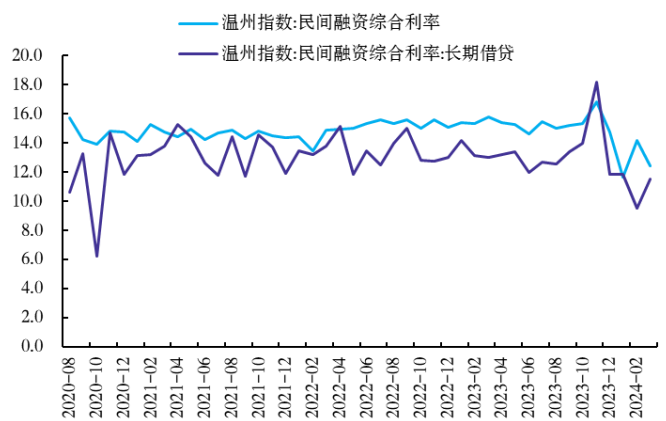
银行资金成本的下降已为降息打开空间。1、存款利率的下调。2023年12月进行了近年最大幅度一次存款利率下调，今年1季度多家中小银行继续跟进调降存款利率。2、定向降息、全面降准节约成本。2024年1月下调再贷款、再贴现利率25BP；2024年2月降准50BP，释放约1万亿元中长期低成本资金，节约银行成本。3、流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。1年期的Shibor年初以来已下降50BP。4、风险溢价下行。中债AA级和AAA级企业债收益率的利差收窄。温州民间融资综合利率下行。显示风险溢价下行。

图7: MLF与同业存单发行利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、降准以配合财政政策协同发力

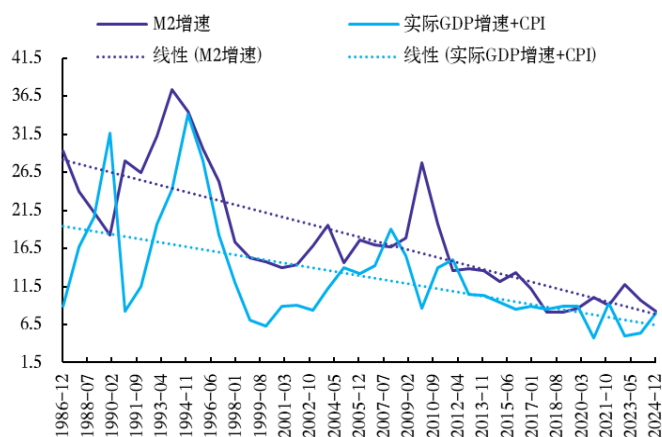
降准是优先被考虑使用的配合提供流动性的方式，力度可能加大。经济结构转型的背景下，需要对冲新旧动能切换中可能的经济下行风险，托底经济增长，意味着货币政策与财政政

策协同发力是重要的宏观政策取向。2 季度政府债券和政策性银行债的发行大概率提速，3 季度是可能的发行高峰，有可能优先启用降准配合提供流动性，协同财政政策熨平资金波动。

降准有助于保持 M2 合理增速。央行在近期的国新办新闻发布会上明确 2024 年社融和 M2 的增速目标为略高于 8% 的水平。3 月 M2 下行至 8.3% 的水平，属于略高于 8% 的较合意范围，如果继续下行接近或者低于 8%，将无法体现逆周期调节的政策意图。降准有助于推升货币乘数，保持 M2 合理增速。

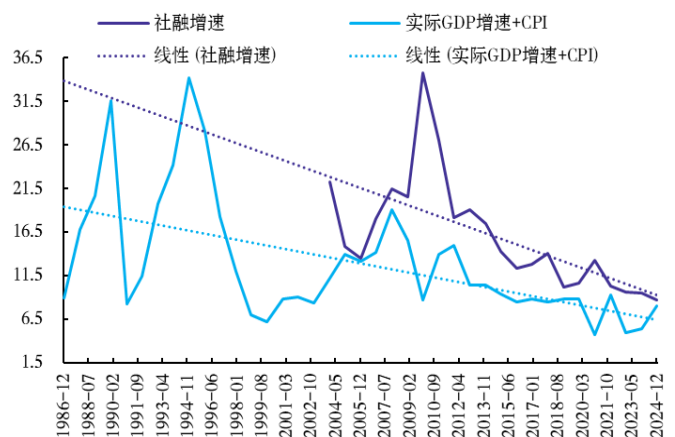
降准既可以推动 M2 增长，又可以节约商业银行成本。央行行长在两会期间的经济主题记者会上，强调“目前，整个中国银行业的存款准备金率平均是 7%，后续仍然有降准空间”，释放更加明确的信号。2024 年降准的幅度和频次都可能加大。

图9: M2 和 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 社融和 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

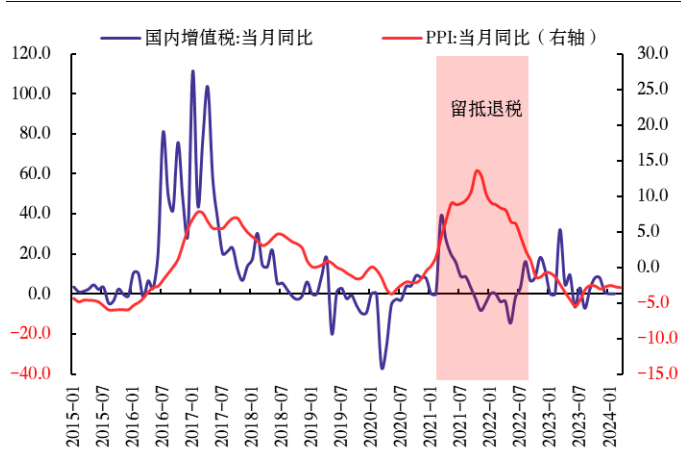
四、财政政策：广义财政发力“箭在弦上”

与之前历次四月政治局会议对财政政策的表述有所不同的是，本次会议对财政发力方面提出了相对具体的表述，明确提出了要尽早发行特别国债，同时加快专项债发行进度，保持必要支出强度。我们认为本次会议首次具体提及政府债发行，主要是基于目前财政收入端税收和土地收入的短期压力，现阶段宏观政策的预期管理有赖于广义赤字的发力。按照往年惯例，专项债要在当年投入形成实物工作量一般于 9 月底前发行完毕，本次会议表述进一步强化了我们之前报告中对于二、三季度政府债供给提升的预期，我们认为特别国债或在 5 月份启动发行，三季度或是全年政府债发行高峰。此外，在地方政府债务风险方面，本次会议延续了较为坚决的态度，需要关注的是 12 个重点地区之外的化债政策调整。

1. “基数效应”和“量升价降”之下，税收收入短期仍然承压。而扭转收入首先需要扭转价格预期，扭转价格预期需要逆周期政策发力。

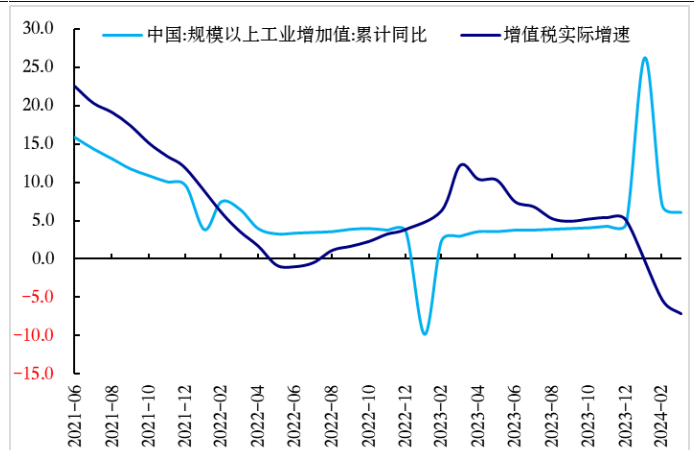
今年一季度全国公共预算收入 60877 亿元，同比下降 2.3%。其中主要是增值税累计同比增速进一步降至 -7.1%（前值：-5.3%），拖累财政收入降低 2.45%。而增值税的降低一方面是 2022 年对于中小微企业的部分缓税在 2023 年年初入账，对于今年一季度增速有基数效应的影响。其次，结合经济和物价数据来看，当前税收收入承压或许还与经济“量升价降”有较大关联，即我国主要税种中增值税直接与价格挂钩，增值税以商品或服务在流转过程中产生的增值额作为税基，因此生产价格和工业增加值是其主要影响因素。

图11: 增值税与PPI 当月同比增速显著相关 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 工业增加值与增值税累计同比增速 (%)

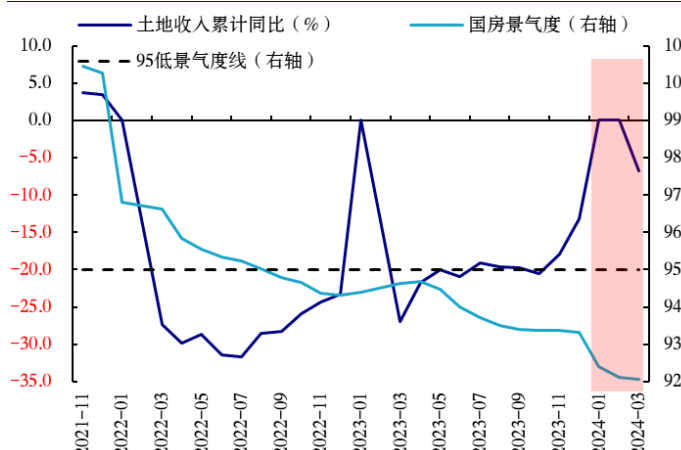


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 土地收入由正转负, 短期来看趋势性扭转的可能性较低。稳定房地产及土地收入同样需要财政逆周期政策托底。

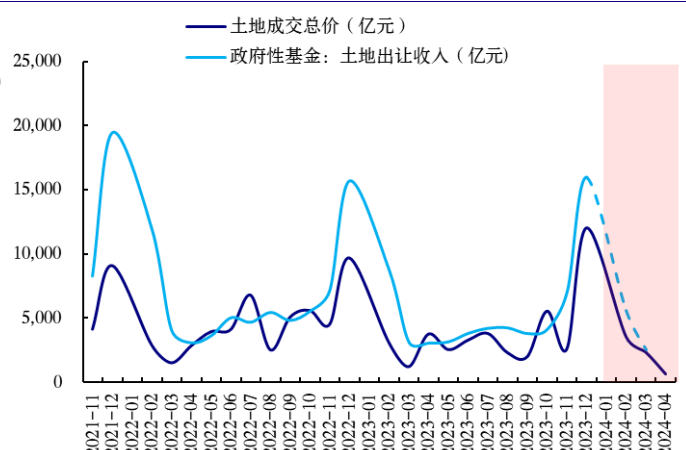
其中, 土拍收入降低在预期之内。2 月份土地收入与去年同期持平, 与土地成交总价的高频数据有所出入, 这其中主要是去年年底集中拍地而部分入账时间延后因素的影响, 3 月份土地出让收入的增速已经转为-4%。且根据土地出让收入与国房景气度的背离、土地拍卖季节性因素以及土地成交高频数据来看, 4 月份土地出让收入仍存在下探可能。今年两会政府工作报告以及财政预算草案中, 对于房地产市场的预期和要求均是“稳”, 本次政治局会议再次提及“要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待, 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 抓紧构建房地产发展新模式, 促进房地产高质量发展”。当前稳定房地产市场重要的仍是预期的问题, 同样需要逆周期政策托底。

图13: 土地收入与国房景气度剪刀差有所收敛, 但景气度仍处低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 土地成交总价高频数据及季节性规律显示土地收入短期承压



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 一季度制约广义财政逆周期发力的多项因素已逐步消散, 政府债加码箭在弦上。

今年一季度财政政策方面的力度略弱于往年, 且在结构方面与往年不同的是“开门红”主要一般公共预算支出发力。这其中一方面是因为有去年年底新增万亿国债的因素, 也存在专项债发行偏慢的问题。而制约专项债发行节奏的因素主要有以下两点:

一是专项债用途的调整或使得发改委及财政部对于新增项目的审批方向需做相应调整, 相应年初的项目审批所需时间有所拖长。

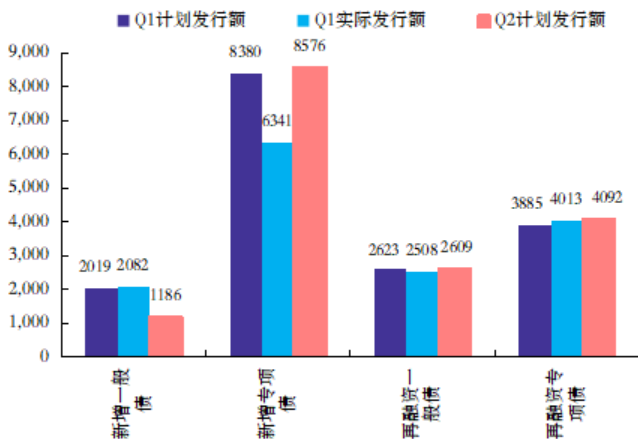
二是由于地方专项债项目基本也是去年年底至今年年初申报，不排除部分项目与去年底的新增万亿国债及储备发行的超长期特别国债有用途上的重合，继而部分地方政府投资项目使用特别国债方式申报。

而目前来看，以上两方面制约因素已基本消散。专项债项目初步审核已经完成，特别国债项目也已经进入审批阶段。此外，从财政政策协同货币政策目标的角度，下一步或需考虑平滑政府债供给避免利率出现大幅波动。

4.化债政策方面，12 个重点地区基数较低、影响较小，需要关注后续非重点地区的化债政策调整。

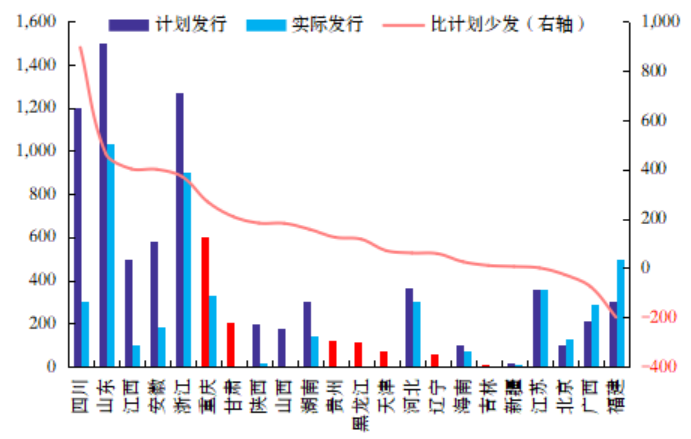
在地方债务风险化解方面，本次会议提出，对于高风险地区地方政府债务风险的要求是真正压降债务，又稳定发展。其表述“压降债务”在前，且提到“真正”，体现政策端仍然坚守了对化解债务风险的态度，且对于化债工作的实质提出进一步要求。我们认为高风险地区未来新增政府债务额度依旧会维持低位，但从基数上来看之前 12 个高风险地区的新增债务和基建在去年已经处于负增长，对经济增长影响较小，可能产生影响的主要是 14 号文调整后对非 12 个重点省份高风险县市的新增债务是否有影响，这是后续需要密切观察的重点。从目前一季度专项债实际发行情况来看，部分经济大省专项债发行额低于计划额。

图15：地方政府债券计划发行与实际发行金额对比（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：各省一季度专项债计划发行与实际发行规模对比（亿元）



1、新质生产力需要因地制宜，资本市场助力新质生产力

新质生产力自 2023 年 9 月被提出后，就成为了经济工作的重点内容，也成为未来政策发力的重点方向。2024 年政府工作报告部署全年十大任务，将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放到首位。2023 年底召开的中央经济工作会议，“以科技创新引领现代化产业体系建设”也被至于 2024 年经济工作的九大重点工作的首位，并重点强调要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。

区别于以往召开的关于经济主题的政治局会议，本次会议首次重点提及“加快发展新质生产力”，各地区因地制宜发展新质生产力是经济高质量发展的重点和关键。新质生产力即是培育壮大新兴产业，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。

同时发展新质生产力要积极发展风险投资，壮大耐心资本。这是资本市场和新质生产力的结合，资本市场天然适配于新质生产力。对于金融行业的要求是壮大耐心资本，也即是长期资本。使得对于新质生产力的投资更多的是可以承受一定风险，并且偏长期。

2、绿色低碳发展明确重点

绿色低碳发展一直是我国经济政策的目标之一。本次会议对于绿色低碳发展主要针对空气质量、煤炭清洁高效利用、可再生能源消纳利用、废旧物资循环利用体系建设。同时要求持续有力开展“碳达峰十大行动”。对于单位耗能等指标并没有再次强调。

七、中央政治局会议涉及的行业或主题投资机会

(一) 新质生产力

2023 年 9 月，习总书记于黑龙江考察时首次提出“新质生产力”这一概念。2023 年 12 月，中央经济工作会议也提及“新质生产力”，发展新质生产力正式列入 2024 年经济工作安排中。2024 年 1 月 31 日，中央政治局第十一次集体学习会议上，首次对新质生产力进行系统性学习和完整论述。习近平总书记强调，“加快发展新质生产力，扎实推进高质量发展”，“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章，推动新质生产力加快发展”。发展新质生产力成为高质量发展的重要着力点，也将是中国经济发展的长期着力点。2024 年 3 月 5 日，政府工作报告对于 2024 年经济工作任务安排的第一点中重点谈论“新质生产力”，“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”，与 2023 年 12 月的中央经济工作会议保持一致，且将“新质生产力”概念的关注度推至新高。

表1：2023 年以来重要会议或事件中关于新质生产力的表述

日期	会议或事件	主要内容
2023-09-07	新时代推动东北全面振兴座谈会	积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。
2023-12-12	中央经济工作会议	要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。
2024-01-31	中央政治局学习会议	发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章，推动新质生产力加快发展。
2024-03-05	“两会”政府工作报告	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。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。 巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
2024-04-30	中央政治局会议	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。

资料来源：中国政府网，新华社，中国银河证券研究院

4月中央政治局会议强调“要因地制宜发展新质生产力”，此前，习总书记在参加十四届全国人大二次会议江苏代表团审议时指出“江苏发展新质生产力具备良好的条件和能力”，经济大省有望引领新质生产力的发展，为其余省份做出榜样。

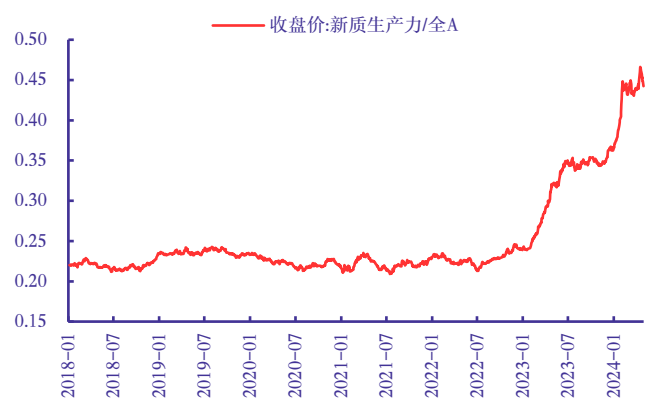
从市场表现看，2018年至今，新质生产力指数震荡上行，尤其是2023年以来，涨势较为陡峭。2023年全年上涨44.60%，相对全A获得49.79%超额收益率；截至2024年4月29日，今年新质生产力指数已上涨了19.93%，相对全A获得21.22%的超额收益率。

图17：2018年至今全A指数与新质生产力收盘价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

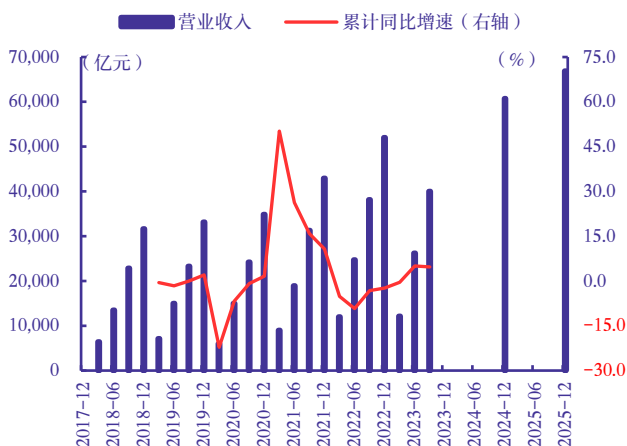
图18：2018年至今新质生产力相对全A的超额收益情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

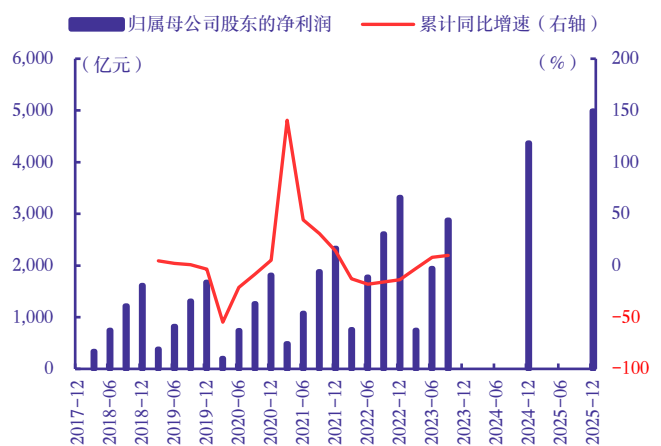
从业绩表现来看，新质生产力指数的营收和归母净利润总体呈逐年递增趋势，在新质生产力发展战略支持下，未来有望延续增长态势。2023年前三季度，新质生产力指数实现营收39975.66亿元，同比增长4.72%；归母净利润2876.11亿元，同比增长9.89%，业绩表现好于全A（2023年前三季度全部A股营业收入累计同比增速为2.15%，归母净利润累计同比增速为-2.87%）。市场预期，到2025年，新质生产力指数有望实现六万亿以上的营收、五千亿左右的归母净利润。

图19：2018-2025年新质生产力指数营收及其同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：2018-2025年新质生产力指数归母净利润及其同比增速



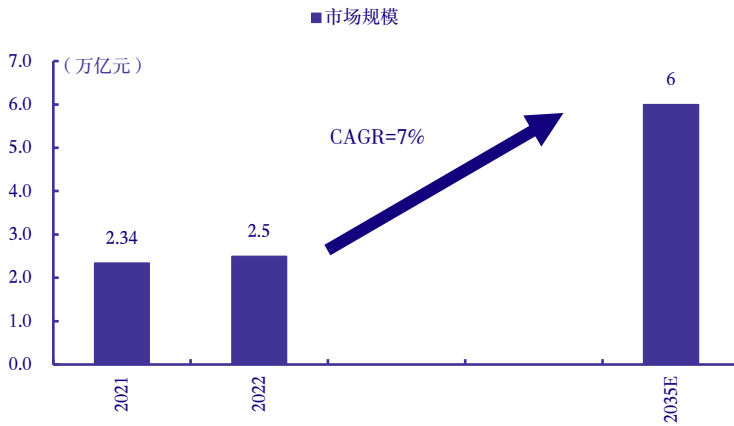
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

战略性新兴产业和未来产业是构建现代化产业体系的关键，是培育新质生产力的主要阵地。工信部数据显示，2022年，新一代信息技术、高端装备、新能源汽车等战略性新兴产业增加值占GDP比重超过13%。“十四五”规划和2035年远景目标纲要提出，到2025年，战略性新兴产业增加值占GDP比重超过17%。2024年1月，工业和信息化部等七部门发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，意见提出，未来产业由前沿技术驱动，当前处于孕育萌发阶段或产业化初期，是具有显著战略性、引领性、颠覆性和不确定性的前瞻性新兴产业。未来产业主要是未来制造、未来信

息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业，发展空间和潜力巨大。

其中，中国低空经济行业正处于快速成长阶段。根据云图智行披露的信息，2022 年中国低空经济行业市场规模为 2.5 万亿元。IDEA 低空经济发展白皮书显示，低空可以成为新型商业和社会价值生产要素，成长成具有超万亿级产业规模的经济资源，到 2025 年，低空经济对中国国民经济的综合贡献值将达 3 万亿至 5 万亿元。同时，政府高度认可低空经济的发展空间，《国家综合立体交通网规划纲要》明确提出，到 2035 年商用和工业级无人机预期达到 2600 万架，同期，无人机驾驶员也将增长到 63 万名，产业规模预期达 6 万多亿元。

图21：中国低空经济市场规模及预测

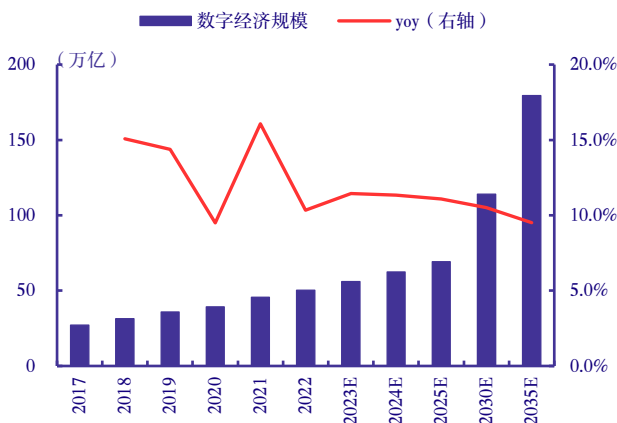


资料来源：云图智行，中国银河证券研究院

(二) 数字经济

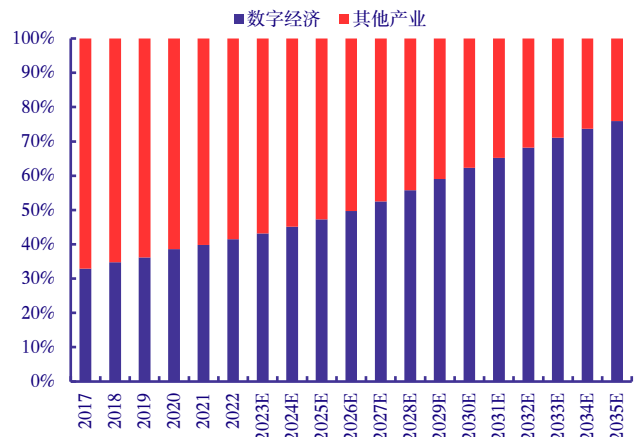
数字经济是以数字化的知识和信息作为关键生产要素，以数字技术为核心驱动力量，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高经济社会的数字化、网络化、智能化水平，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态。近年来，我国数字经济整体实现量的合理增长。2022 年，我国数字经济规模达到 50.2 万亿元，首次突破 50 万亿元，同比名义增长 10.3%，已连续 11 年显著高于同期 GDP 名义增速。2022 年，我国数字经济占 GDP 比重为 41.50%，根据此前报告《数字经济：引领新质生产力，打造经济新动能》，预测 2030 年占比达到 59.73%，有望追上发达国家平均水平，预计 2035 年占比将达到 71.60%。

图22：中国数字经济规模及增速预测



资料来源：信通院，中国银河证券研究院

图23：中国数字经济占 GDP 比重



资料来源：信通院，中国银河证券研究院

数字经济主要由数字产业化、产业数字化两大板块构成。数字产业化是数字经济的核心部分，主要包括电子信息制造业、信息通信业、互联网行业、软件服务业等，是发展数字经济的最核心驱动力。产业数字化是指数字技术与传统一、二、三产业的结合应用，是数字经济发展的一个重要应用场景，是产生数据要素的关键所在，同时也是促进数字经济快速发展的强大引擎。2022年，我国数字产业化规模达到9.2万亿元，产业数字化规模为41万亿元，占数字经济比重分别为18.3%和81.7%，数字经济的二八比例结构较为稳定。未来数字产业化占比有望进一步提升，推动产业数字化升级转型。到2030年数字产业化占比有望提升至21.44%，2035年占比有望提升至23.04%。

图24：数字经济产业范围

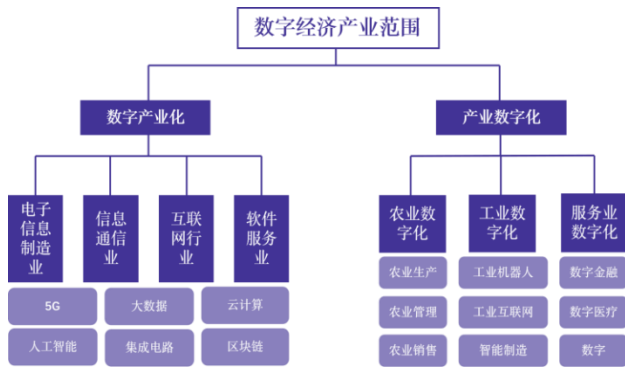
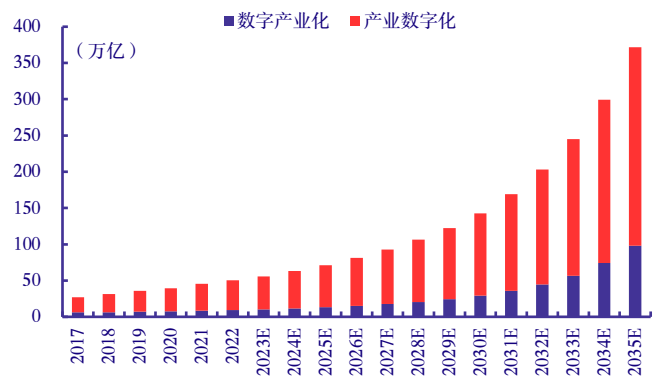


图25：中国数字产业化和产业数字化规模预测

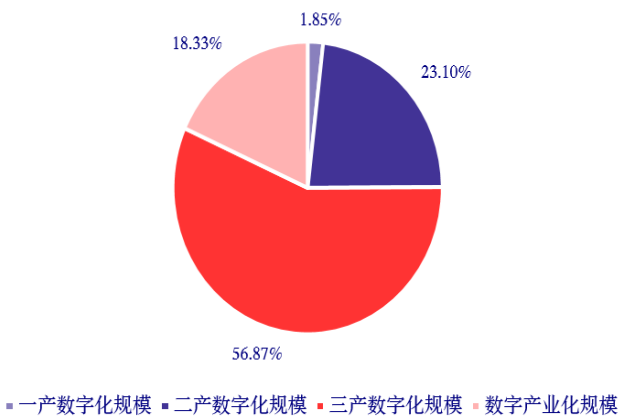


资料来源：《数字经济及其核心产业分类（2021）》，中国银河证券研究院 资料来源：信通院，中国银河证券研究院

其中，第一、二、三产业渗透率稳步提升。2022年，第一、二、三产业数字经济渗透率分别为10.5%、24.0%、44.7%，同比分别提升0.4、1.2、1.6pet，第二产业渗透率增幅与第三产业渗透率增幅差距进一步缩小，形成服务业和工业数字化共同驱动发展格局。

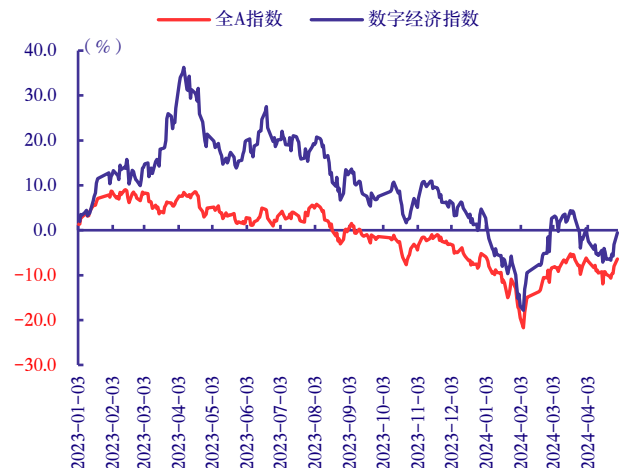
图26：数字经济分类占比（信通院数据口径）

2022年数字经济规模占比：数字产业化vs.三二一产数字化



资料来源：信通院，中国银河证券研究院

图27：2023年至今数字经济指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

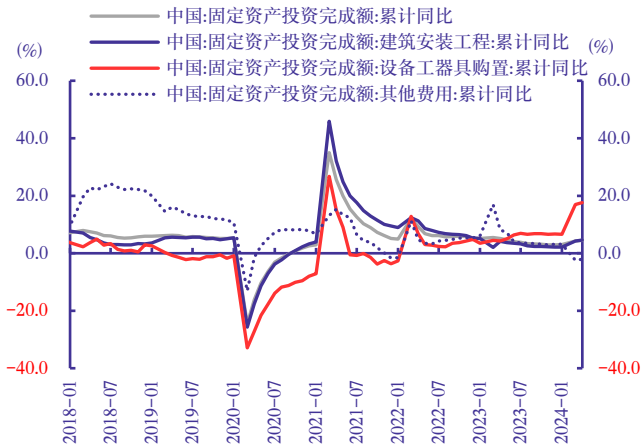
从行情来看，2023年上半年，在人工智能浪潮带动下，数字经济指数走势亮眼，但下半年以来，随着市场情绪走低，指数深度回调，截至4月29日，数字经济指数的动态市盈率估值为24.08倍，处于近三年以来49.17%分位数水平。当前国内经济处于房地产下行、新动能增长的转型期，随着数字经济不断释放新动能，未来估值上涨空间较大。

（三）扩大内需：设备更新

大规模设备更新对应固定资产投资中的设备工器具购置。2024年一季度，中国固定资产投资完

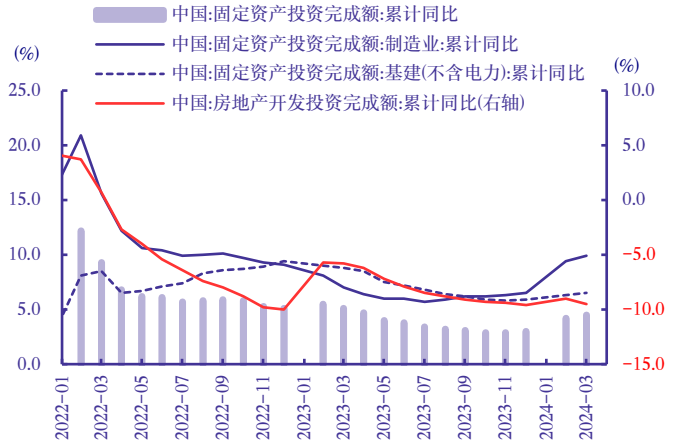
成额 10.0 万亿元，累计同比增长 4.5%，增速较 2023 年全年提高 1.5 个百分点。其中，设备工器具购置累计同比增长 17.6%，建筑安装工程累计同比增长 4.6%，其他费用累计同比下降 2.1%。实际上，自 2023 年 5 月以来，设备工器具购置增速持续领先于其他项的增速。今后推动大规模设备更新有利于促进相关设备购置增速进一步加快，促进相关产业高质量发展。

图28：按构成分中国固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：按领域分中国固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分领域看，基础设施投资增长 6.5%，制造业投资增长 9.9%，房地产开发投资下降 9.5%。分行业看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 29.1%，采矿业投资同比增长 18.5%，制造业同比增长 9.9%，有力地推动固定资产投资整体增速上升。其中，制造业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资同比增长 24.8%，食品制造业投资同比增长 19.0%，有色金属冶炼及压延加工业投资同比增长 18.8%，农副食品加工业投资同比增长 17.4%，金属制品业投资同比增长 16.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长 14.3%，投资增速均较高。

此外，一季度高技术产业投资同比增长 11.4%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 10.8%、12.7%。高技术制造业中，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 42.7%、11.8%；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业投资分别增长 24.6%、16.9%。

图30：中国固定资产投资完成额分行业累计同比增速 (%)

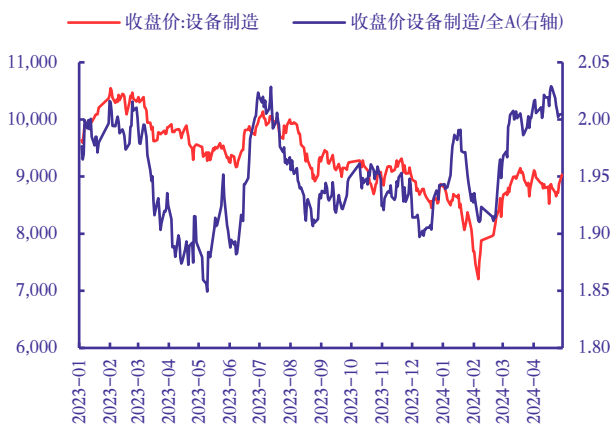
指标名称	2024-02	2024-03	指标名称	2024-02	2024-03
制造业	9.4	9.9	农、林、牧、渔业	-5.7	3.1
制造业:农副食品加工业	13.6	17.4	采矿业	14.4	18.5
制造业:食品制造业	22.5	19.0	电力热力燃气及水的生产和供应业	25.3	29.1
制造业:纺织业	15.0	12.4	交通运输、仓储和邮政业	10.9	7.9
制造业:化学原料及化学制品制造业	14.0	11.9	水利、环境和公共设施管理业	0.4	0.3
制造业:医药制造业	2.7	8.5	教育	12.1	15.4
制造业:有色金属冶炼及压延加工业	23.2	18.8	卫生和社会工作	-7.0	-9.8
制造业:金属制品业	9.2	16.1	文化、体育和娱乐业	-3.1	3.1
制造业:通用设备制造业	11.3	13.9	高技术产业	9.4	11.4
制造业:专用设备制造业	12.0	14.1	高技术制造业	10.0	10.8
制造业:汽车制造业	7.0	7.4	高技术服务业	7.8	12.7
制造业:铁路船舶航空航天等运输设备制造业	25.0	24.8	基础设施建设投资	9.0	8.8
制造业:电气机械及器材制造业	24.1	13.9	基础设施建设投资(不含电力)	6.3	6.5
制造业:计算机、通信和其他电子设备制造业	14.80	14.30			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024年3月,国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》,明确到2027年,工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上;重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平,环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升,规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%。因此,大规模设备更新涉及行业较多,可采用综合性指数研判行情。

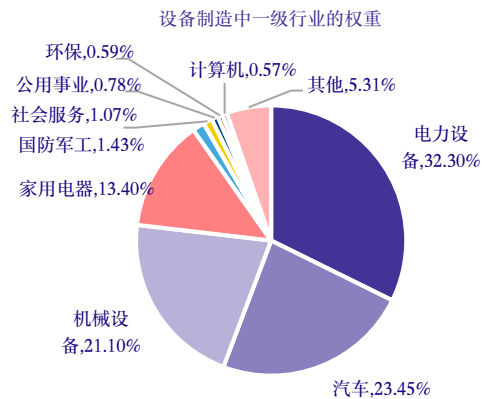
截至4月29日,2024年初至今,设备制造(CI005912.WI)收盘价微涨1.86%,较全A取得3.15%的超额收益。设备制造行业的权重行业情况为:电力设备占比32.3%,汽车占比23.45%,机械设备占比21.1%,家用电器占比13.4%,国防军工占比1.43%,社会服务占比1.07%,公用事业等其他行业总计占比7.25%。

图31: 2023年至今设备制造(CI005912.WI)收盘价走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

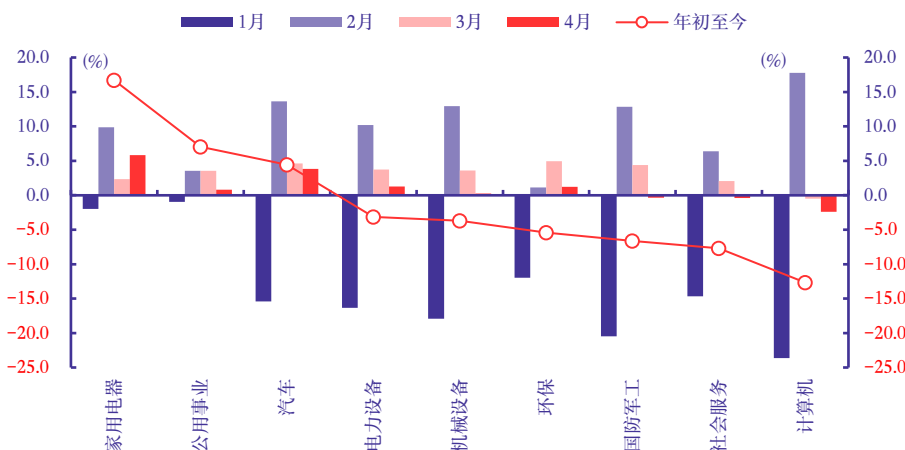
图32: 设备制造(CI005912.WI)的一级行业权重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

设备制造相关行业中,年初至今,表现最好的是家用电器行业,累计上涨16.71%。其次是公用事业,上涨7.03%,汽车行业涨4.43%,其余行业均下跌。权重占比最高的电力设备下跌3.12%,国防军工下跌6.62%,机械设备下跌3.70%。

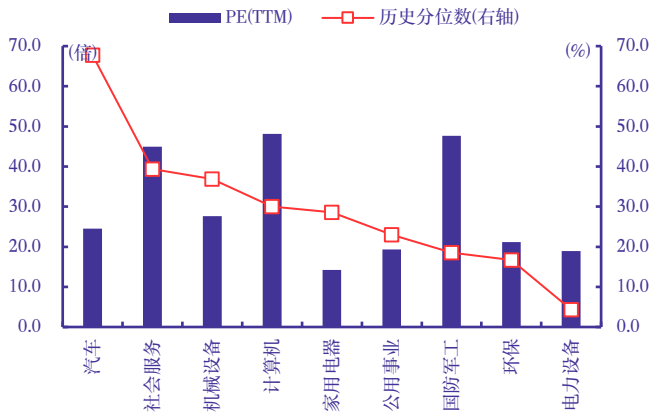
图33: 2024年设备制造细分行业行情(截至2024年4月29日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

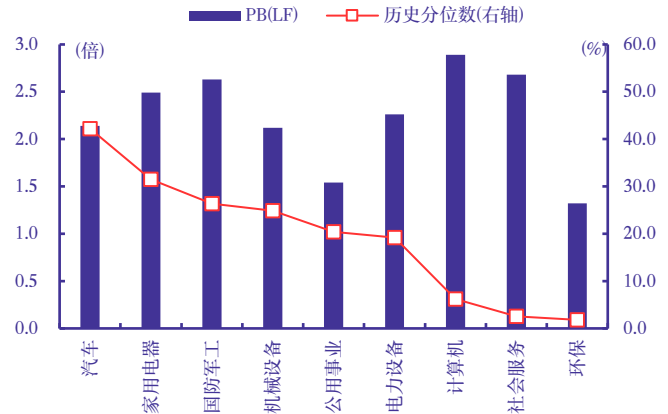
从当前估值水平来看,汽车行业估值历史分位数较高,其PE(TTM)为24.50倍,处于2010年以来67.72%分位数水平,其PB为2.14倍,处于2010年以来42.21%分位数。其余行业的PE估值、PB估值均低于2010年以来40%分位数水平。

图34：设备制造的细分行业 PE 估值（截至 2024 年 4 月 29 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：设备制造的细分行业 PB 估值（截至 2024 年 4 月 29 日）



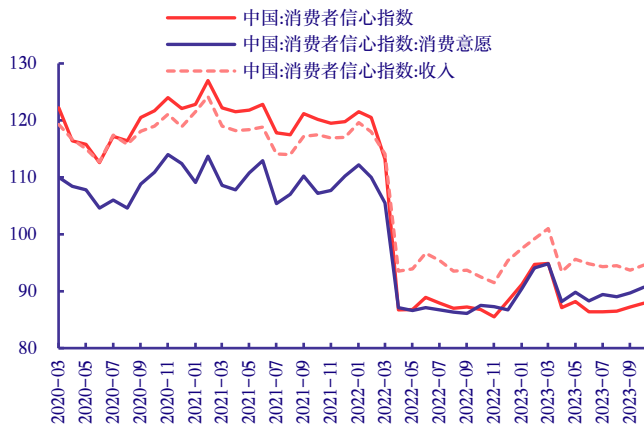
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）扩大内需：促消费

从消费信心指数看，2024 年 2 月末，中国消费者信心指数为 89.1，环比上升 0.2。其中，收入分项环比上升 0.3 至 96；消费者意愿下降 1.7 至 91.2。

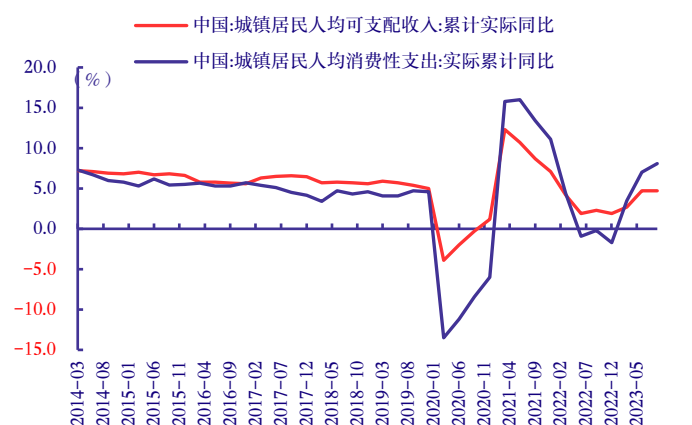
2024 年一季度，全面居民人均消费支出增速高于人均可支配收入增速，短期或对消费增速有所制约。一季度，全国居民人均可支配收入 11539 元，同比名义增长 6.2%，扣除价格因素实际增长 6.2%；全国居民人均消费支出 9299 元，实际同比增长 8.3%。其中，城镇居民人均可支配收入 15150 元，同比实际增长 5.3%，城镇居民人均消费支出 8943 元，实际同比增长 7.7%；农村居民人均可支配收入 6596 元，同比实际增长 7.7%，农村居民人均消费支出 5050 元，实际同比增长 9.2%

图36：消费者信心指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：城镇居民人均可支配收入和消费性支出累计同比



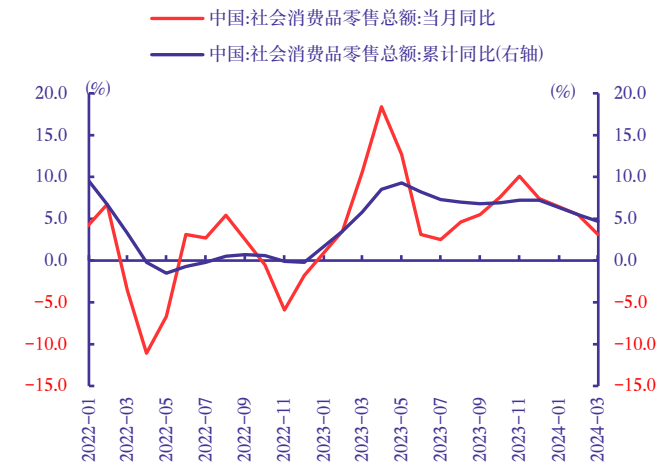
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1-3 月份，社会消费品零售总额 120327 亿元，同比增长 4.7%，较 1-2 月增速下降 0.8 个百分点。其中，3 月份，社会消费品零售总额 39020 亿元，同比增长 3.1%，环比增长 0.26%，消费增速有所放缓。从限额以上企业商品零售额增速来看，其中，1-3 月份，体育、娱乐用品类零售额累计同比增长 14.2%，较前值扩大 2.9 个百分点；粮油、食品类增长 9.6%，较前值扩大 0.6 个百分点；家用电器和音像器材类增长 5.8%，较前值扩大 0.1 个百分点，中西药品类、服装鞋帽针纺织品类、日

用品类、文化办公用品类 1-3 月零售额累计同比增速均较前值有所扩大。

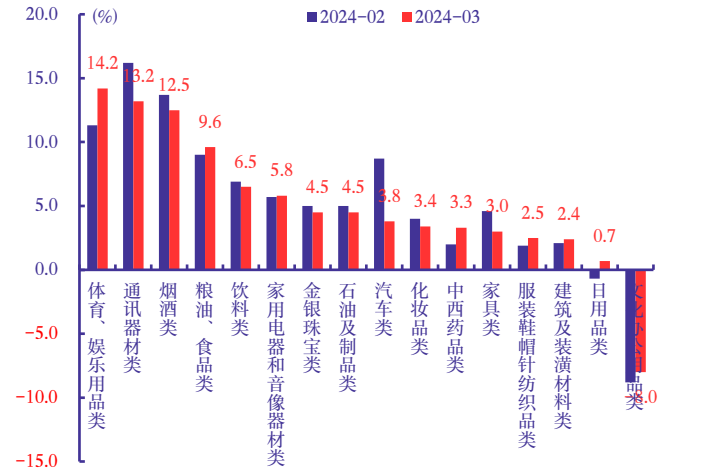
一季度我国民航运输生产开局良好，旅客运输量和货邮运输量均创历年一季度最高值。全行业共完成运输总周转量 349.3 亿吨公里，同比增长 45.6%。一季度我国铁路发送旅客 10.14 亿人次，日均发送旅客 1114.7 万人次，同比增长 28.5%。

图38：中国社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：中国限额以上企业商品零售总额累计同比增速

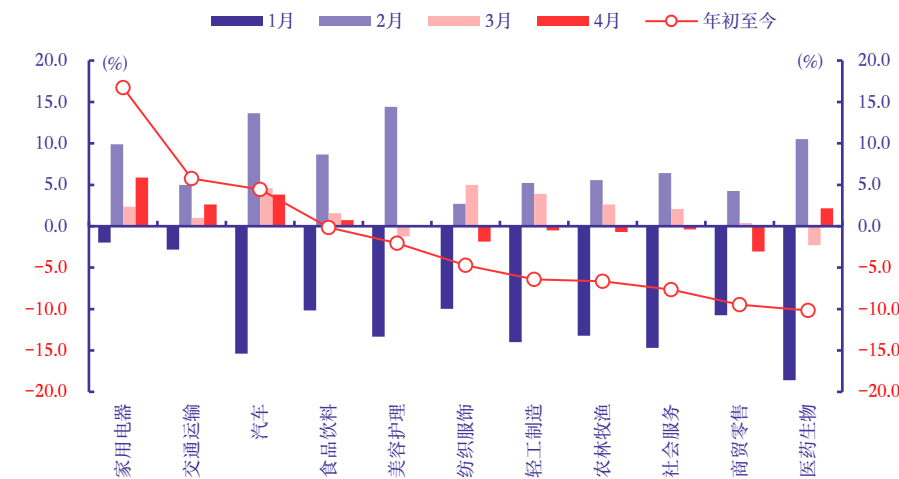


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

消费行业一季报业绩预计分化较大。从食品饮料行业已经公布 2024 年一季报的公司来看，多个细分板块如调味品、零食和软饮料个股业绩强劲。

截至 4 月 29 日，年初至今，消费板块中，家用电器、交通运输、汽车等行业累计涨跌幅为正，分别上涨 16.71%、5.76%、4.43%，其余行业均收跌。其中，医药生物下跌 10.17%，商贸零售、社会服务、农林牧渔、轻工制造分别下跌 9.46%、7.67%、6.64%、6.43%，跌幅均超 5%。

图40：2024 年消费细分行业行情（截至 2024 年 4 月 29 日）



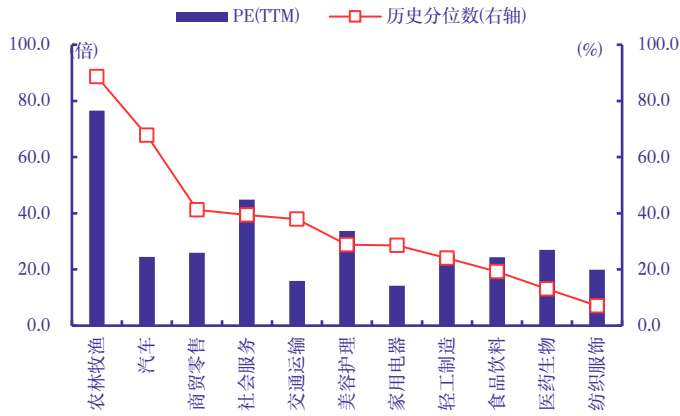
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 PE 估值来看，仅汽车和农林牧渔行业的估值高于 2010 年以来 60%分位数水平，商贸零售的估值历史分位数为 41.27%，其余行业的估值均低于 40%分位数水平。其中，纺织服装、医药生物、食品饮料的 PE 低于 2010 年以来 20%分位数水平。

从 PB 来看，汽车、食品饮料、家用电器等行业的估值分位数相对较高，依次位于 2010 年以来 42.21%、33.23%、31.49%分位数水平，其余行业的估值均低于历史 20%分位数水平。其中，农林牧渔请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

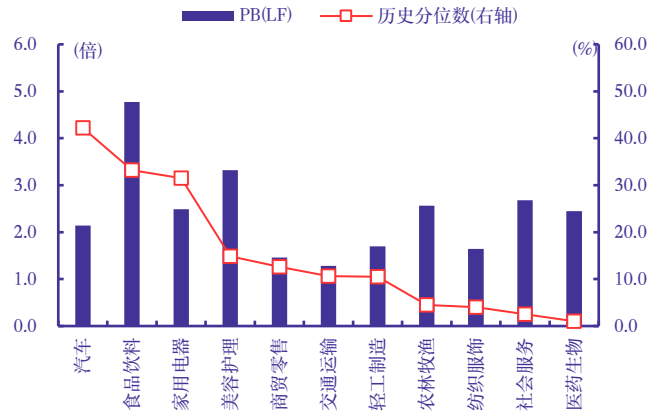
渔、纺织服饰、社会服务、医药生物等行业的估值分位数均低于历史 5%分位数水平。

图41: 消费细分行业 PE 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图42: 消费细分行业 PB 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)

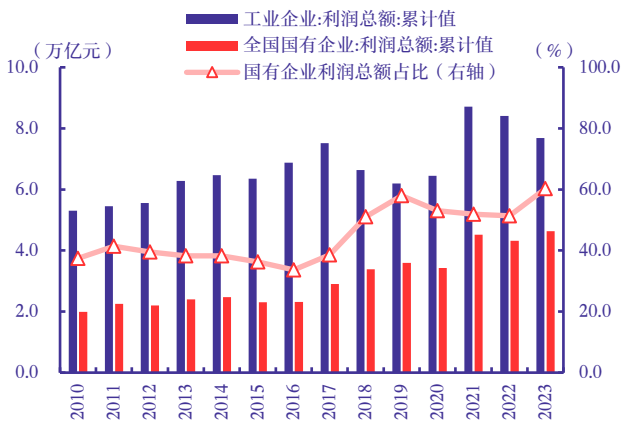


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 央国企改革

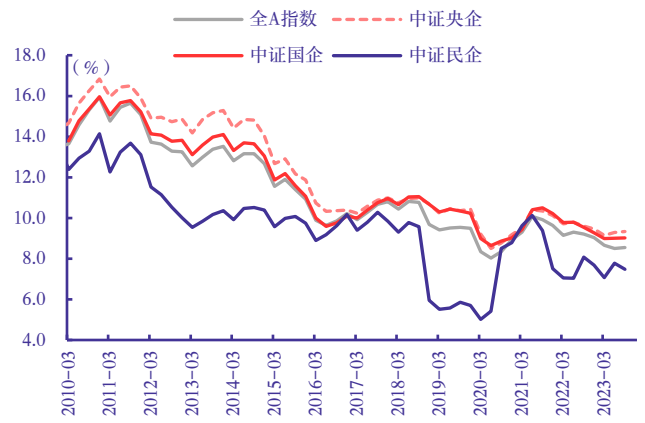
2023 年全年, 全国工业企业实现利润总额 7.69 万亿元, 比上年下降 2.3%, 而全国国有企业主要效益指标继续稳步增长, 回升向好态势进一步巩固, 实现利润总额 4.63 万亿元, 同比增长 7.4%, 较 2022 年 51.3% 的比重上升 8.9 个百分点。2023 年全国国有企业业绩优势显著。据国务院国资委数据, 2023 年, 中央企业实现利润总额 2.6 万亿元, 归母净利润 1.1 万亿元, 平均净资产收益率达到 6.6%, 保持在较高水平。

图43: 全国国有企业利润总额及其占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 央国企与民企 ROE (TTM) 比较



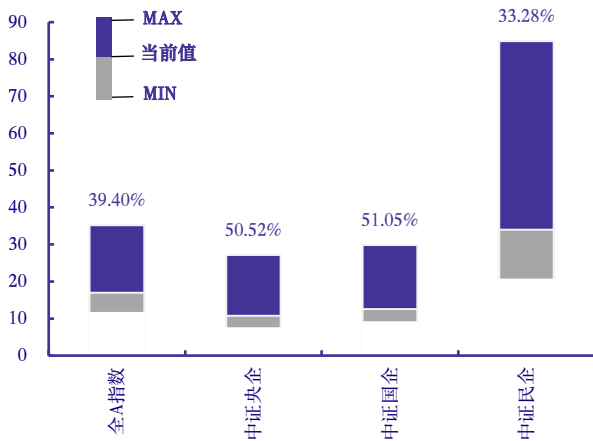
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从 ROE (TTM) 来看, 央国企长期高于民企, 总体上中证央企>中证国企>全 A>中证民企。截至 2023 年第三季度末, 中证央企 ROE (TTM) 为 9.34%, 中证国企为 9.02%, 全 A 为 8.55%, 中证民企为 7.48%。总体来看, 央国企盈利能力更高, 且稳定性更高。2024 年对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变, 具体要求是“一利稳定增长, 五率持续优化”。经营指标体系持续优化调整, 有望助力央国企盈利能力持续提升。

以市盈率和市净率作为衡量估值的指标, 央国企估值水平普遍较低。从 PE (TTM) 估值绝对值

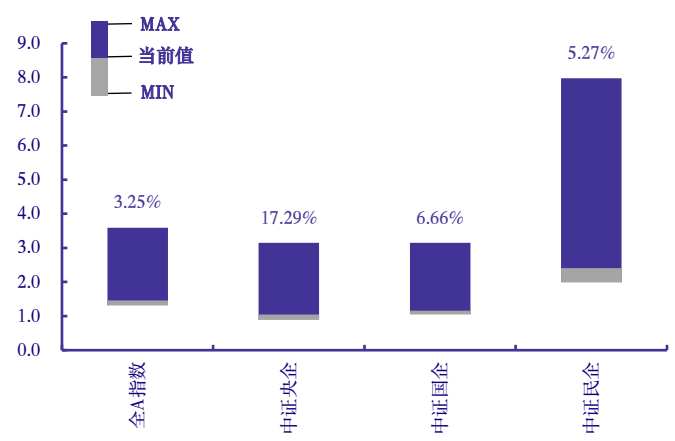
来看，2010 年至今总体上呈现：央企<国企<全 A<民企。截至 4 月 29 日，中证央企 PE（TTM）估值为 10.71 倍，位于 2010 年以来 50.52%分位数，中证国企为 12.52 倍，位于 2010 年以来 51.05%分位数，仍有估值修复空间，且估值均低于全 A 指数的 17.00 倍和中证民企的 33.99 倍。从 PB（LF）估值绝对值来看，2010 年至今同样呈现：央企<国企<全 A<民企。截至 4 月 29 日，中证央企 PB（LF）估值为 1.05 倍，位于 2010 年以来 17.29%分位数，中证国企为 1.16 倍，位于 2010 年以来 6.66%分位数，估值均低于全 A 指数 1.46 倍和中证民企的 2.41 倍，中长期配置价值相对凸显。

图45：央企与民企 PE（TTM）比较（截至 2024 年 4 月 29 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

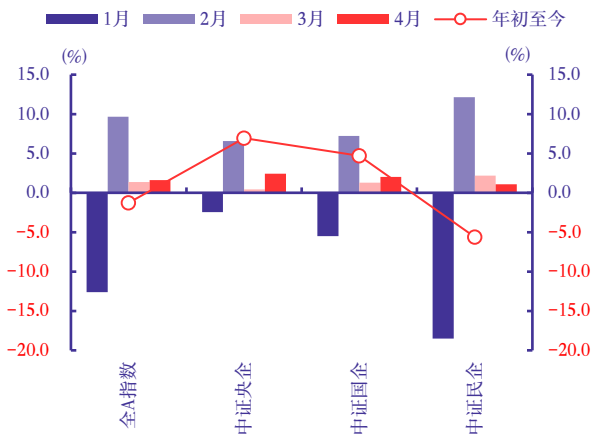
图46：央企与民企 PB（LF）比较（截至 2024 年 4 月 29 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

行情方面，2024 年以来，央企市场表现优于全 A 和民企，在市场震荡行情中表现出较强的防御属性。叠加央企相对于民企具有高股息、高分红的特征，在鼓励分红的政策导向下，央企配置价值较高。

图47：2024 年以来央企与民企涨跌幅比较（截至 2024 年 4 月 29 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图48：央企与民企股息率比较



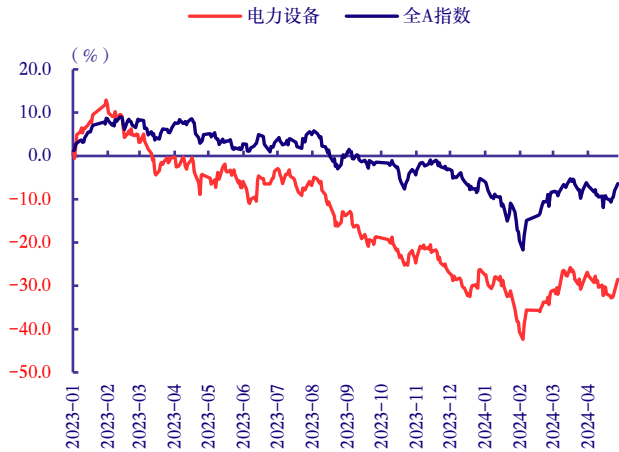
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）绿色低碳

2023 年以来，电力设备行业震荡下跌，截至 2024 年 4 月 29 日，行业累计跌幅达 28.49%，回调较为充分。二级行业来看，今年多数细分板块在市场震荡行情中延续回调，板块估值位于历史低位，其中，截至 4 月 29 日，光伏设备板块 PE 估值下跌到 11.99 倍，位于 2010 年以来 2.76%分位数

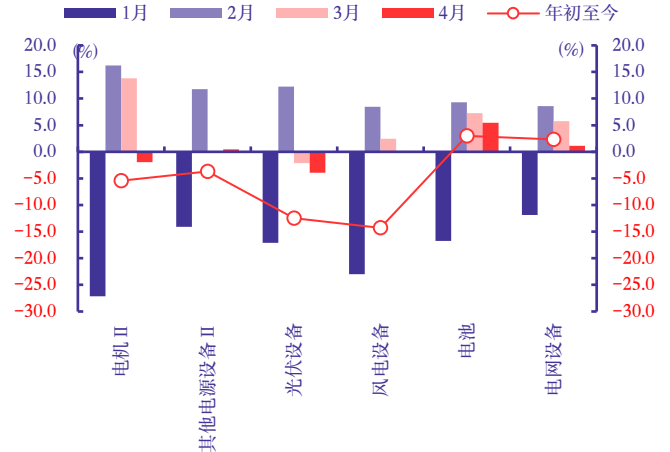
的底部位置，后续估值上涨空间较大。

图49：2023年以来电力设备行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图50：分月度来看电力设备行业涨跌幅（截至2024年4月29日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2：电力设备细分行业 PE 估值及分位数（截至2024年4月29日）

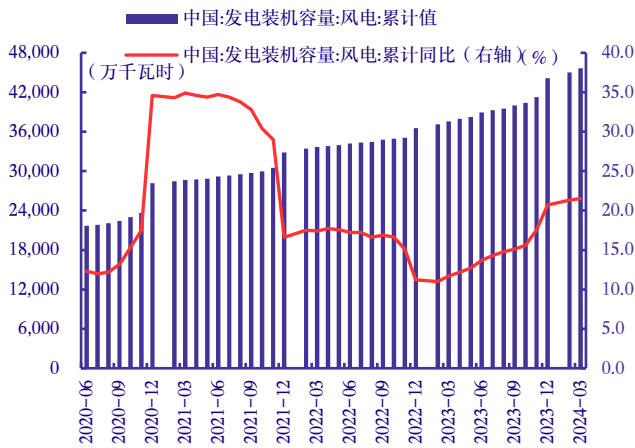
证券简称	PE (TTM) (倍)					PE 估值分位数 (%) (2010年以来)				
	2023Q1 末	2023Q2 末	2023Q3 末	2023Q4 末	4月29日	2023Q1 末	2023Q2 末	2023Q3 末	2023Q4 末	4月29日
电机 II	31.14	40.82	35.34	35.60	35.98	15.67	50.39	32.27	33.64	34.83
其他电源设备 II	47.92	45.91	36.89	33.71	30.69	76.98	71.47	38.90	27.93	20.62
光伏设备	23.43	17.28	13.11	12.06	11.99	10.31	6.75	4.20	2.85	2.76
风电设备	25.14	29.59	27.47	27.63	29.09	31.23	60.07	49.91	51.05	58.30
电池	29.91	26.56	21.46	19.47	23.18	11.13	7.15	3.68	1.75	4.20
电网设备	21.75	18.43	16.90	17.88	20.10	12.11	5.91	1.47	4.09	8.21

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当前光伏行业维持高景气，海内外光伏装机需求扩张。国内立足双碳目标，2023 年光伏新增装机量 216.88GW，同比大幅增长 148%。从海外来看，地缘政治冲突催生各国对能源自主可控的需求，其中光伏发电为主要推手。《欧盟太阳能战略》明确到 2025 年实现光伏装机 320GW，2030 年 600GW 的目标。短期内产能过剩问题相对突显，但中长期来看，国内双碳目标与全球能源转型支持光伏产业发展，光伏设备需求持续扩大，叠加落后产能逐步出清，带动行业估值提升，建议关注优质龙头企业。

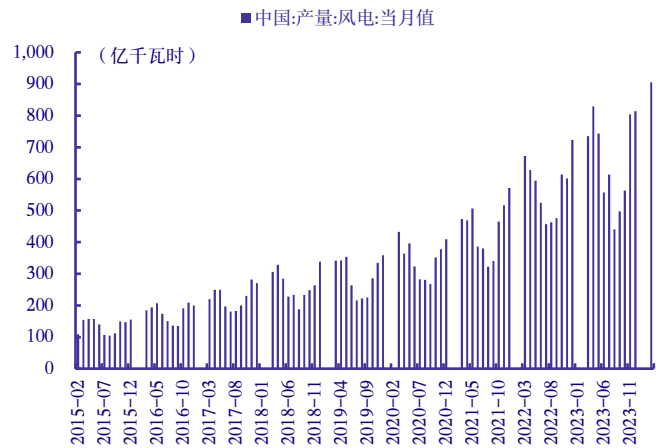
在政策支持下，我国风力发电装机规模持续上升，截至 2024 年 3 月，全国累计风力发电装机容量增至 4.57 亿千瓦时，同比增长 21.5%。其中，在我国陆上风电建设技术日渐成熟的基础上，海上风电装机量迅速攀升，截至 2022 年底，累计装机已连续两年位居全球首位，占比达到一半左右。与此同时，我国风力发电产量持续抬升，根据电力规划设计总院发布的《中国电力发展报告 2023》，2022 年风力发电量达到 7624 亿千瓦时，同比增长 16.3%，占全国总发电量的 8.8%。风电设备需求广阔，有望带动板块相关行情。

图51: 中国风电装机容量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图52: 中国风电发电量



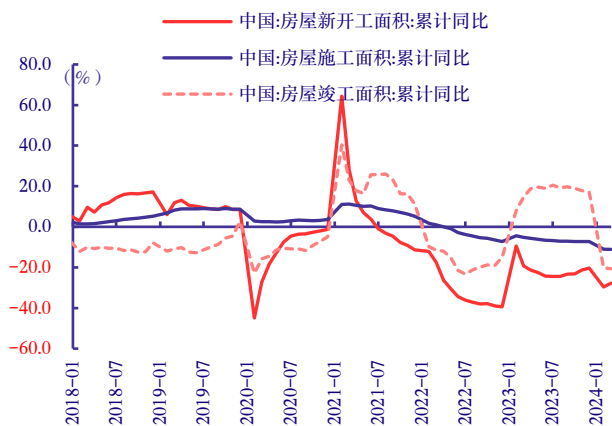
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 房地产

2024年1-3月份, 全国房地产开发投资22082亿元, 同比下降9.5%, 降幅较前值扩大0.5个百分点。1-3月份, 房屋新开工面积17283万平方米, 下降27.8%, 降幅较前值收窄1.9个百分点; 房地产开发企业房屋施工面积678501万平方米, 同比下降11.1%, 降幅较前值扩大0.1个百分点; 房屋竣工面积15259万平方米, 下降20.7%, 降幅较前值扩大0.5个百分点。

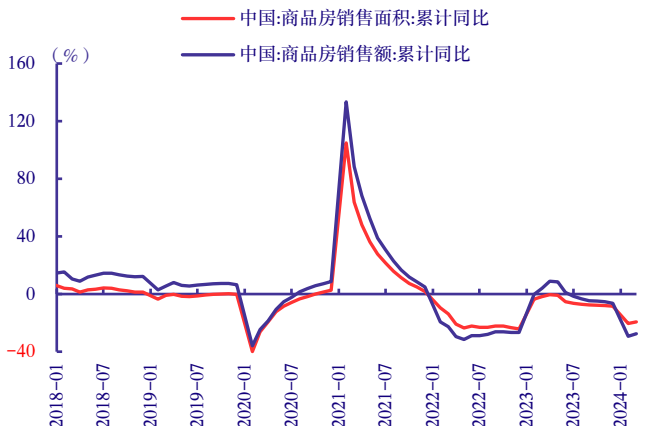
房地产销售端延续下降趋势, 从而房价继续承压。1-3月份, 新建商品房销售面积22668万平方米, 同比下降19.4%; 新建商品房销售额21355亿元, 下降27.6%, 其中住宅销售额下降30.7%。3月末, 商品房待售面积74833万平方米, 同比增长15.6%。

图53: 中国房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图54: 中国商品房销售面积、销售额累计同比增速



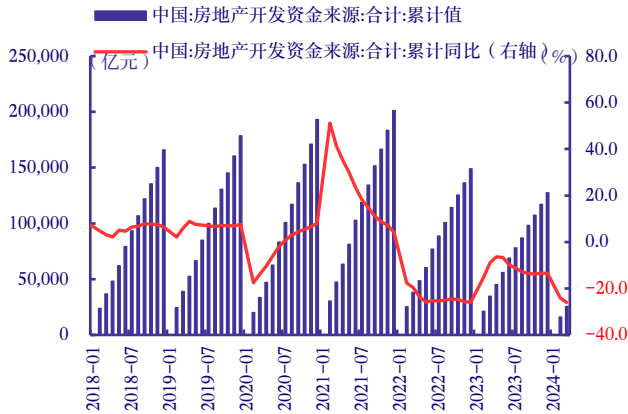
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024年1-3月份, 房地产开发企业到位资金25689亿元, 同比下降26.0%。其中, 国内贷款4554亿元, 下降9.1%; 利用外资7亿元, 下降11.9%; 自筹资金8681亿元, 下降14.6%; 定金及预收款7435亿元, 下降37.5%; 个人按揭贷款3643亿元, 下降41.0%。

3月份, 各线城市房价环比继续下降, 降幅略微收窄。一线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.1%, 降幅比上月收窄0.2个百分点, 二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降0.3%和0.4%, 降幅均与上月相同。3月份, 一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%, 降幅比上月收窄0.1个百分点, 二、三线城市二手住宅销售价格环比均下降0.5%, 降幅均比上月收窄0.1个百分

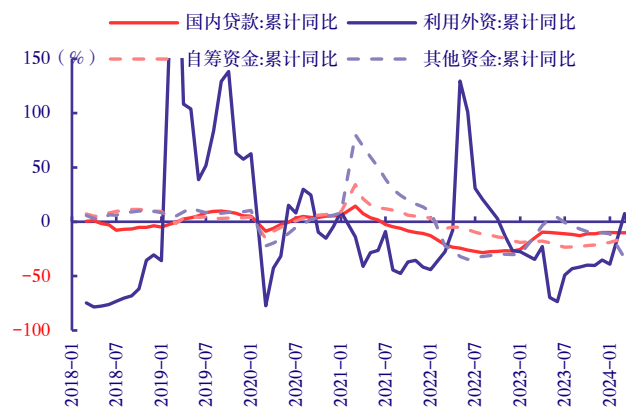
点。

图55：中国房地产开发资金来源累计值及累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

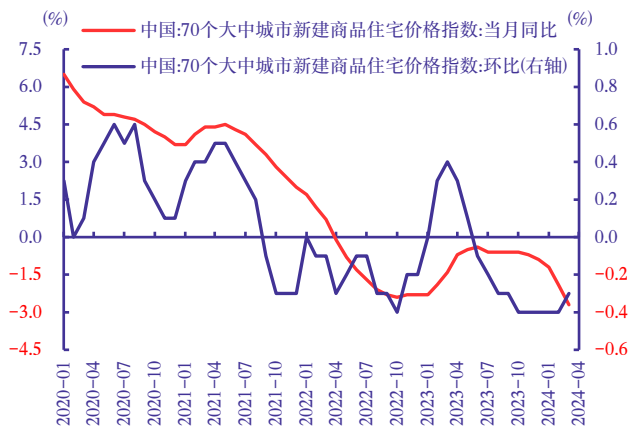
图56：中国房地产开发资金不同来源的累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

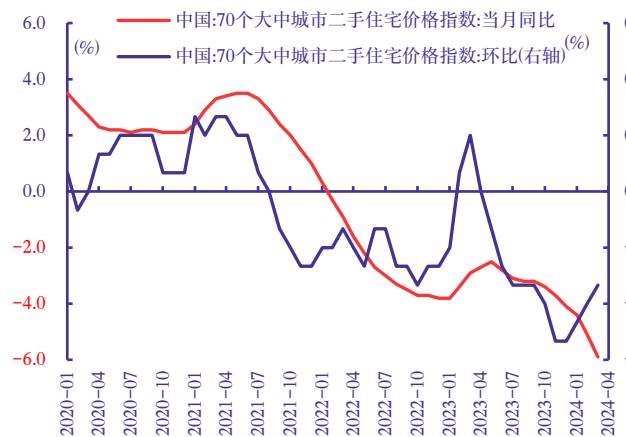
3 月份，各线城市商品住宅销售价格同比降幅扩大。一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.5%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，二、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别下降 2.0%和 3.4%，降幅比上月分别扩大 0.9 和 0.7 个百分点。一线城市二手住宅销售价格同比下降 7.3%，降幅比上月扩大 1.0 个百分点，二、三线城市二手住宅销售价格同比分别下降 5.9%和 5.7%，降幅比上月分别扩大 0.8 和 0.6 个百分点。

图57：中国 70 个大中城市新房价格指数同比增速、环比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图58：中国 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速、环比增速

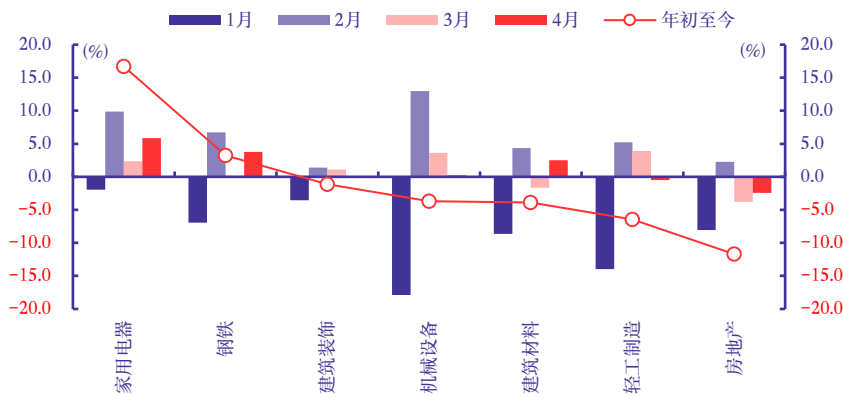


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

年初至今，房地产产业链行情表现分化较大，家用电器大幅上涨 16.71%，钢铁行业上涨 3.22%，其余行业均下跌。房地产下跌 11.7%，轻工制造跌 6.43%，建筑材料跌 3.88%，机械设备跌 3.70%，建筑装饰跌 1.10%。地产产业链中上游行情表现相对较弱。

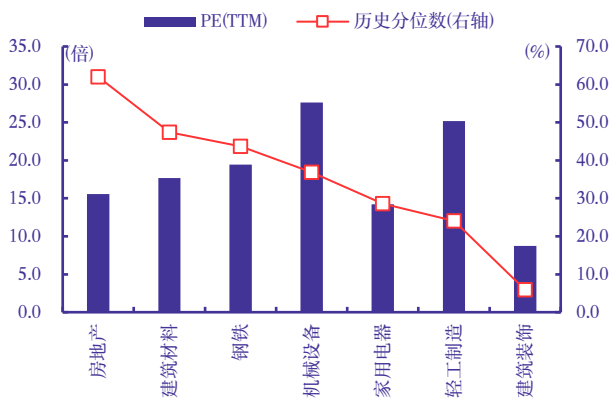
地产链行业整体估值均处于历史中低水平。从 PE 估值来看，房地产、建筑材料、钢铁分别处于 2010 年以来 61.98%、47.37%、43.67%分位数水平；最低的是建筑装饰，处于 5.92%分位数水平。但从更适用的 PB 估值来看，房地产处于 2010 年以来 0.55%分位数水平，建筑材料、建筑装饰分别处于 1.60%、2.16%分位数水平，均低于历史 5%分位数水平。同时，钢铁、建筑装饰、房地产的 PB 均低于 1 倍，分别为 0.94 倍、0.75 倍、0.62 倍。

图59：2024年地产链细分行业行情（截至2024年4月29日）



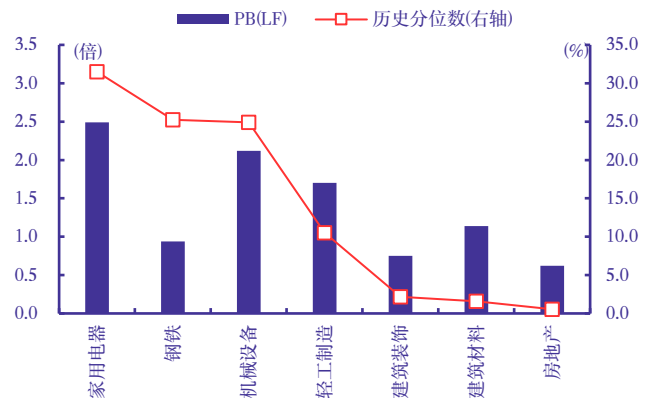
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图60：地产链细分行业PE估值（截至2024年4月29日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图61：地产链细分行业PB估值（截至2024年4月29日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

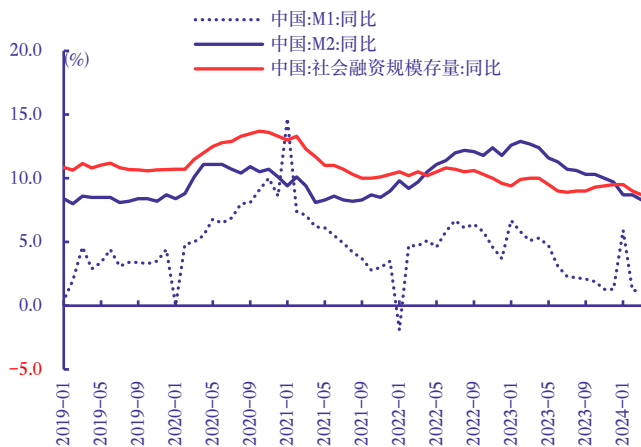
（八）金融

2024年3月末，M1、M2、社会融资规模、人民币贷款余额增速分别为1.1%、8.3%、8.7%、9.6%，均低于前值，货币扩张速度趋缓。但M1与M2增速差收窄0.3个百分点至-7.2%，社融与M2增速差扩大0.1个百分点至0.4%。

3月份新增社融规模48675亿元，同比少增5192亿元。其中，新增人民币贷款32920亿元，同比少增6567亿元，为最大拖累项；新增增债债券4626亿元，同比少增1389亿元，主要是政府债券发行进度偏慢；新增未贴现银行承兑汇票3550亿元，同比多增1758亿元；新增企业债券融资4545亿元，同比多增1188亿元。

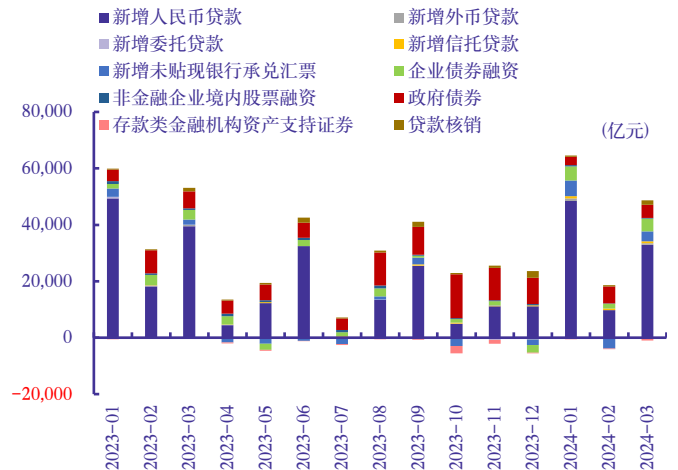
从金融机构新增人民币贷款统计数据来看，3月份新增人民币贷款3.09万亿元，同比少增8000亿元，但仍高于2020-2022年同期水平。其中，居民新增贷款9406亿元，同比少增3041亿元，短期、中长期贷款分别同比少增1186亿元、1832亿元；企（事）业单位新增贷款2.34万亿元，同比少增3600亿元，短期、中长期贷款分别同比少增1015亿元、4700亿元，但票据融资同比多增2187亿元；3月非银贷款减少1958亿元，同比多减1579亿元。

图62: 中国 M1、M2、社融增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图63: 中国新增社融分项月度规模

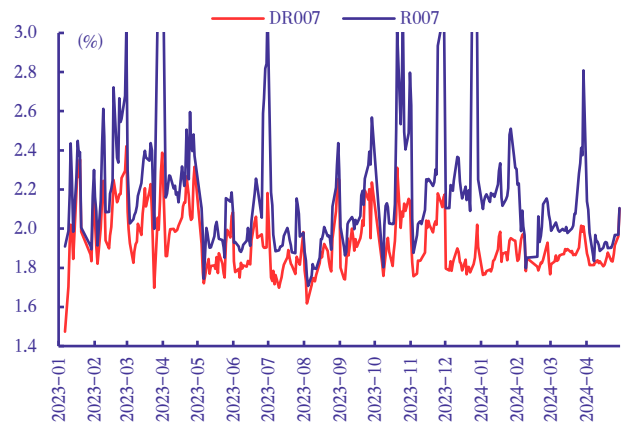


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年以来, 银行间市场流动性维持宽松。年初至今, 银行间存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率 (DR007) 窄幅震荡, 银行间 7 天质押式回购利率 (R007) 窄幅震荡, 截至 4 月 29 日, 分别报 2.1024%、2.1059%, 年初至今均值分别为 1.8691%、2.0830%, 而 2023 年全年均值分别为 1.9410%、2.2272%。

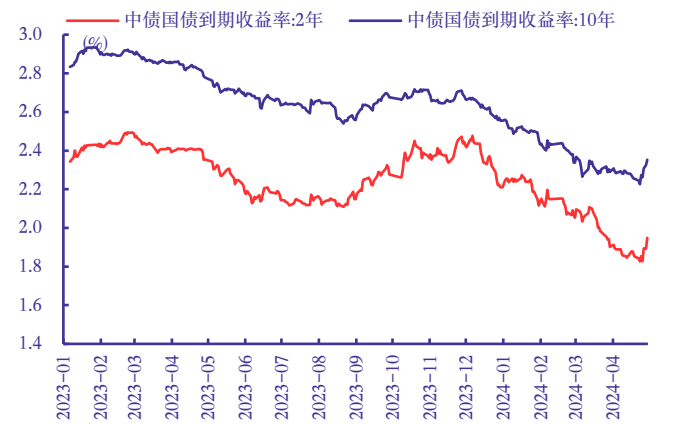
2024 年以来, 社会综合融资成本稳中有降。年初至今, 中债国债到期收益率震荡下行, 截至 4 月 29 日, 2 年期中国国债收益率较上年末下行 26.04BP 至 1.9494%, 10 年期中国国债收益率较上年末下行 20.23BP 至 2.3530%。下半年美联储降息后, 我国货币政策有望进一步宽松, 带动融资成本进一步下降。但短期内, 受国债发行供给增加, 国债利率或震荡中小幅上行。

图64: 中国 DR007 与 R007 利率走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图65: 2 年期和 10 年期中债国债到期收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

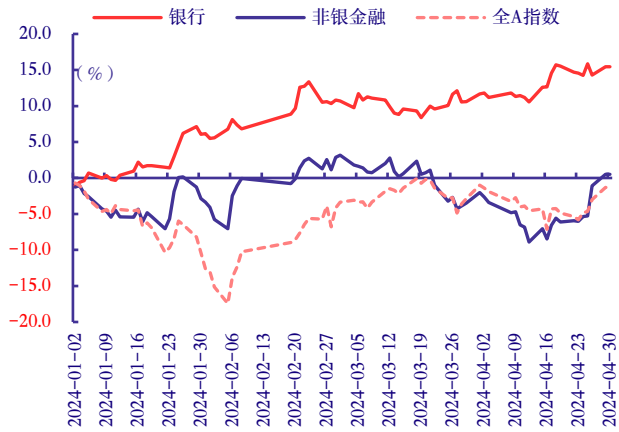
据金融监管总局此前披露, 2023 年全年, 商业银行累计实现净利润 2.4 万亿元, 同比增长 3.2%, 是近五年的次低增速, 仅高于面临疫情冲击、减费让利、增提拨备等多重影响的 2020 年。

截至 4 月 29 日, 银行较上年末上涨了 15.45%, 非银金融较上年末上涨了 0.50%, 从而银行较全 A 获得 16.74% 的超额收益, 而非银金融获得 1.79% 的超额收益。其中, 银行细分板块中, 城商行、国有大型银行、股份制银行、农商行分别上涨 18.35%、15.28%、14.50%、12.30%。银行板块涨幅较高, 主要得益于年初至今红利策略热度上涨, 而银行属于高股息板块。非银金融板块中, 保险上涨 5.47%, 多元金融和证券分别下跌 0.70%、1.45%。

从估值来看, 银行的 PB 为 0.48 倍, 处于 2010 年以来 6.05% 分位数水平, 较上年末水平明显抬
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

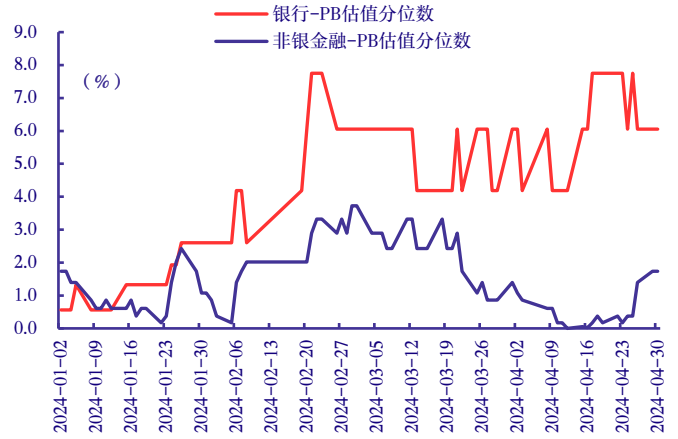
升；非银金融的PB为1.04倍，处于2010年以来1.74%分位数水平，与上年末水平相当。

图66：2024年以来金融板块累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图67：2024年以来金融板块估值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: GDP 平减指数延续 2022 年四季度以来的负值状态	3
图 2: 制造业产能利用率出现下降, 其中汽车行业最为明显	3
图 3: 政治局会议表述梳理	4
图 4: 经通胀调整后的主要行业实际利率水平测算(%)	5
图 5: 2019 年至今历次专项债用途扩容	5
图 6: 政治局会议货币政策相关表述梳理	6
图 7: MLF 与同业存单发行利率 (%)	6
图 8: 温州民间融资综合利率 (%)	6
图 9: M2 和 GDP 增速 (%)	7
图 10: 社融和 GDP 增速 (%)	7
图 11: 增值税与 PPI 当月同比增速显著相关 (%)	8
图 12: 工业增加值与增值税累计同比增速 (%)	8
图 13: 土地收入与国房景气度剪刀差有所收敛, 但景气度仍处低位	8
图 14: 土地成交总价高频数据及季节性规律显示土地收入短期承压	8
图 15: 地方政府债券计划发行与实际发行金额对比 (亿元)	9
图 16: 各省一季度专项债计划发行与实际发行规模对比 (亿元)	9
图 17: 2018 年至今全 A 指数与新质生产力收盘价	11
图 18: 2018 年至今新质生产力相对全 A 的超额收益情况	11
图 19: 2018-2025 年新质生产力指数营收及其同比增速	11
图 20: 2018-2025 年新质生产力指数归母净利润及其同比增速	11
图 21: 中国低空经济市场规模及预测	12
图 22: 中国数字经济规模及增速预测	12
图 23: 中国数字经济占 GDP 比重	12
图 24: 数字经济产业范围	13
图 25: 中国数字产业化和产业数字化规模预测	13
图 26: 数字经济分类占比 (信通院数据口径)	13
图 27: 2023 年至今数字经济指数累计涨跌幅	13
图 28: 按构成分中国固定资产投资累计同比增速	14
图 29: 按领域分中国固定资产投资累计同比增速	14
图 30: 中国固定资产投资完成额分行业累计同比增速 (%)	14
图 31: 2023 年至今设备制造 (CI005912.WI) 收盘价走势	15
图 32: 设备制造 (CI005912.WI) 的一级行业权重	15
图 33: 2024 年设备制造细分行业行情 (截至 2024 年 4 月 29 日)	15
图 34: 设备制造的细分行业 PE 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)	16
图 35: 设备制造的细分行业 PB 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)	16
图 36: 消费者信心指数	16
图 37: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出累计同比	16
图 38: 中国社会消费品零售总额同比增速	17
图 39: 中国限额以上企业商品零售总额累计同比增速	17
图 40: 2024 年消费细分行业行情 (截至 2024 年 4 月 29 日)	17
图 41: 消费细分行业 PE 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)	18
图 42: 消费细分行业 PB 估值 (截至 2024 年 4 月 29 日)	18
图 43: 全国国有企业利润总额及其占比	18
图 44: 央国企与民企 ROE (TTM) 比较	18
图 45: 央国企与民企 PE (TTM) 比较 (截至 2024 年 4 月 29 日)	19
图 46: 央国企与民企 PB (LF) 比较 (截至 2024 年 4 月 29 日)	19
图 47: 2024 年以来央国企与民企涨跌幅比较 (截至 2024 年 4 月 29 日)	19
图 48: 央国企与民企股息率比较	19
图 49: 2023 年以来电力设备行业累计涨跌幅	20
图 50: 分月度来看电力设备行业涨跌幅 (截至 2024 年 4 月 29 日)	20
图 51: 中国风电装机容量	21
图 52: 中国风电发电量	21

图 53: 中国房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速.....	21
图 54: 中国商品房销售面积、销售额累计同比增速.....	21
图 55: 中国房地产开发资金来源累计值及累计同比增速.....	22
图 56: 中国房地产开发资金不同来源的累计同比增速.....	22
图 57: 中国 70 个大中城市新房价格指数同比增速、环比增速.....	22
图 58: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速、环比增速.....	22
图 59: 2024 年地产链细分行业行情（截至 2024 年 4 月 29 日）.....	23
图 60: 地产链细分行业 PE 估值（截至 2024 年 4 月 29 日）.....	23
图 61: 地产链细分行业 PB 估值（截至 2024 年 4 月 29 日）.....	23
图 62: 中国 M1、M2、社融增速.....	24
图 63: 中国新增社融分项月度规模.....	24
图 64: 中国 DR007 与 R007 利率走势.....	24
图 65: 2 年期和 10 年期中债国债到期收益率.....	24
图 66: 2024 年以来金融板块累计涨跌幅.....	25
图 67: 2024 年以来金融板块估值变化.....	25

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观分析师；杨超 策略分析师；詹璐 宏观分析师；吴京 政策分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn