

2024年05月01日

预期或将改善

宏观研究团队

——4月政治局会议学习

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**中共中央政治局4月30日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

1.对经济回升向好给予肯定，总体比较满意。会议指出“鼓足干劲抓经济，经济运行中积极因素增多，社会预期改善，经济实现良好开局”，应是指Q1实际GDP同比5.3%（超预期），转型特征明显，呈现“服务业+产业”的新均衡。

2.经济挑战方面，仍把“需求不足”放在首位，但删去“产能过剩”表述。与2023年中央经济工作会议对比，挑战方面仍把“有效需求不足”放在首位，但将“行业产能过剩、社会预期偏弱”替换为“企业经营压力较大”。我们在此前报告中也曾指出需关注制造业投资、产能利用率和工业价格的三角难题。

3.政策基调坚持“稳中求进”，要求“乘势而上，避免前紧后松”指向政策有望加速落地，关注债券加快发行、设备更新和以旧换新落地、以及可能的降准。

(1)总基调是稳中求进，乘势而上，政策有望加快落地。会议指出“坚持稳中求进工作总基调，乘势而上，避免前紧后松，巩固增强经济回升向好态势，靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，延续“积极的财政政策和稳健的货币政策”。

(2)债券有望加快发行。会议指出“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”。1-4月专项债发行进度偏慢，基建实物工作量处于季节性低位，预计后续发债速度和实物工作量可能边际回升：一是发改委指出推动增发国债项目6月底前开工建设；二是发改委要求加快推动超长期特别国债落地，已起草支持国家重大战略和重点领域安全建设的行动方案。我们推测随着行动方案有序落地（项目端确定），超长期特别国债可能6月底前开始发行。

(3)后续有降准配合发债的可能性，但仍需结合稳汇率、防空转等要求综合判断，降低政策利率概率较低。一方面，会议指出“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”，指向发债提速背景下，可能通过降准等方式释放流动性；另一方面，4月18日央行指出“相关部门将加强对资金空转监测；央行既要名义利率保持在合理水平，也要防止利率过低；坚决防范汇率超调风险”，指向在央行稳汇率、防空转，并且美联储2024年降息延后的背景下，短期内央行降政策利率的概率不大。

(4)设备更新和消费品以旧换新进入落地期。会议指出“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”，结合我们此前报告《再平衡视角理解设备更新和消费品以旧换新》的测算，设备更新或拉动投资额超3300亿元，消费品以旧换新拉动社零消费或超8倍，结构上有望利好新质生产力，能源（电热、煤炭），电耗强度上升较快的有色、油煤、化工、电气机械等行业。

4.发展新质生产力注重三个方面，“壮大耐心资本”指向引导长期资金入市。会议指出“因地制宜发展新质生产力”，重点在于新兴产业、未来产业以及传统产业转型升级。会议要求“要积极发展风险投资，壮大耐心资本”，结合证监会此前表态，应是指推动中长期资金入市，强化逆周期布局。

5.改革方面，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。会议指出“必须把改革摆在更加突出位置，紧紧围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革，进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力”，重点关注建设全国统一大市场、完善市场经济基础制度等内容。

6.化险方面，关注地产政策放松以及化债可能的增量举措。

(1)地产政策或将起积极变化。会议指出“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”，再结合3月22日国常会指出“系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加快完善‘市场+保障’的住房供应体系”，后续可关注例如限购放开、存量转租、保交楼等政策的加码和落地。

(2)平衡好化债省份的防风险与稳增长。会议指出“深入实施地方债务风险化解方案，确保既压降债务、又稳定发展”。1-4月12省专项债发行偏慢、百年建筑调研工地样本量同比减少或已体现部分省市化债影响，后续看是否有增量举措。

7.绿色低碳（碳达峰、降能耗）与设备更新结合，可能催化行业供给侧改革逻辑。

8.总结看，会议基调积极，亮点在于地产或迎增量政策、发债节奏将加快、叠加三中全会即将召开，市场预期或将边际改善。

● **风险提示：**经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《基本面分化明显，预期或将改善——兼评4月PMI数据》-2024.4.30

《黑色系商品价格延续回暖——宏观周报》-2024.4.28

《库销比拐点关注两大信号——3月企业利润点评》-2024.4.27

附图 1：近两次政治局会议与 2024 年政府工作报告对比

对比	2024年4月政治局会议	2023年12月政治局会议	2024年政府工作报告
总结回顾	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，实现良好开局。 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。同时必须看到，回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势。	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。	去年许多方面出现积极向好变化。但外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。我国经济持续回升向好的基础还不稳固，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，国际循环存在干扰。就业总量压力和结构性矛盾并存，一些地方基层财力比较紧张。实现今年预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力。
政策基调	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。要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。	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，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。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。	坚持稳中求进工作总基调，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。 要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，特别是要在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。
财政&货币政策	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。 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。	要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，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。 积极的财政政策要适度加力、提质增效。 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元。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。 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。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
风险防范化解	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。 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份和市县真正压降债务，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。	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。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；加强重点领域安全能力建设。
重点政策举措	(1) 产业：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。 (2) 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。 (3) 改革：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。 (4) 对外开放：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。 (5) 三农&城乡：要巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进乡村全面振兴。 (6) 环保：要扎实推进绿色低碳发展。加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用，加快废旧物资循环利用体系建设。 (7) 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。要抓好安全生产，推动安全生产基础设施更新改造升级。	(1) 产业：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。 (2) 内需：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。 (3) 改革：要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。 (4) 对外开放：要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。 (5) 三农&城乡：要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。 (6) 环保：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。 (7) 民生：要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。	(1) 产业：大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。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；深入推进数字经济创新发展。 (2) 内需：着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。促进消费稳定增长；积极扩大有效投资。 (3) 改革：坚定不移深化改革，增强发展内生动力。 (4) 对外开放：扩大高水平对外开放。加大吸引外资力度，全面取消制造业领域外资准入限制措施。 (5) 三农&城乡：坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴。推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局。促进各类要素双向流动，深化户籍制度改革。 (6) 环保：加强生态文明建设，推进绿色低碳发展。 (7) 民生：切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn