

宏观点评 20240430

4月政治局会议：不寻常的重量与分量

2024年04月30日

■ 由于预告了二十届三中全会的召开，今年4月的政治局会议可谓不寻常。这种不寻常在会议内容上主要体现在重量和分量两个层面：从重量上来看，我们认为今天的会议释放了7月即将召开的三中全会的三个重磅信号；从分量上看，为了迎接三中全会的顺利召开，今天的会议对现阶段的经济工作进行了一定的优化和调整。

■ 本次会议释放了二十届三中全会的哪些重磅信号？三中全会的筹备其实早在今年3月就有所透露，当时总书记在会见美国工商界和战略学术界代表时指出“我们正在谋划和实施一系列全面深化改革重大举措”，这与本次会议“紧紧围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革”相呼应。我们认为核心在于这次会议所提到的“以经济体制改革为牵引”，在内容上可以窥见至少涵盖如下三方面的重点：

一是科技体制改革。本次会议在预告中提及“面对新一轮科技革命和产业变革...必须继续把改革推向前进”，可以预见为顺应这一潮流，三中全会会有必要通过改革去破除当前科技和产业创新的体制性障碍。

二是财税体制改革。本次会议在预告中指出“国家治理和社会发展更好相适应，为中国式现代化提供强大动力和制度保障”，鉴于十八届三中全会已经提出“财政是国家治理的基础和重要支柱”的论断，谋划新一轮财税体制改革无疑是题中之义。

三是社会体制改革。本次会议在预告中“以促进社会公平正义、增进人民福祉为出发点和落脚点”。鉴于深化社会体制改革是从根本上保障和改善民生问题的重要途径，这也就涉及到城乡养老保险制度建设、户籍制度改革等方方面面。

■ 短期内经济政策明显加量提质，为三中全会召开保驾护航。今年4月政治局会议对于经济内容的强调和描述可能是近10年份量第二大的一次（仅次于2020年同期），而高层重视的重要原因可能在于吸取了前几年的经验，为7月三中全会的召开创造积极“光明”的宏观环境：疫情之后的我国经济呈现的特点是追求开门红后，往往会在第二季度出现放缓的压力。

三大关键词：重视、务实与优化更新。首先，本次会议中宏观政策的内容多，而且相较之前的中央经济工作会议、两会政府工作报告，可谓重要性十足。其次，直面当前市场最关心的问题，给出明确的指示，例如继续加码地产政策，保交楼、收储以及增加保障房供给的三支柱若隐若现；从中央层面指示财政货币须更加积极且加强协调。第三，新质生产力发展不断更新迭代，既要因地制宜、脚踏实地，同时也必须要正视和依靠资本市场的支持。

■ **地产：定调不变，力度加强。**“促进房地产高质量发展”，这次内容更加细化，三个抓手也逐渐明晰：白名单、收储和保障房。我们在此前的报告中提及，本轮住房收储年初在地方层面已“有迹可循”，且能与限购松绑、推进保障房较好地联动。

不过资金可能是政府收储面临的现实问题。我们认为面对万亿元规模的潜在收储体量，中央财政可能是终极答案，且资金流入收储的速度可能不会太快；另外，从收益成本角度考虑，政府收储可能并不适用所有城市，我们认为租金回报率相较PSL利率“性价比”更高的非头部二线城市（如郑州、昆明、贵阳），可能会是接下来“以旧换新”的可行域。

■ **财政：专项债暂时“掉线”，超长期特别国债即将“上线”。**在财政的相关表述中，“及早发行并用好超长期特别国债”置于“加快专项债发行使用进度”之前。结合地方政府2024Q2的发债计划来看，Q1新增专项债发行进度偏缓的形势并未发生扭转，因此在当前基建投资增速下滑的背景下，加速开启超长期特别国债的发行显得尤为重要。当然，超长期特别国债的“蓄势待发”并不意味着专项债发行就可以“彻底躺平”——

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《地产收储的预期和现实》

2024-04-29

《再通胀：地方“春江水暖”的价格信号》

2024-04-28

一方面，“加快专项债发行使用进度”的类似表述鲜少出现在4月的政治局会议上；另一方面，“避免前紧后松”的政策基调也间接说明了前期专项债发行较慢是“意料之外”的事。

■ **货币：总量有空间，新动能优先。**表述上，同时提及“利率”与“存款准备金”，上一次还是在2020年4月疫情首次冲击后，且货币也未提及汇率，定调上这次无疑更加偏向“以我为主”。在一季度货币宽松靠前、财政发力偏缓的背景下，**我们认为这次语调积极的货币政策有两层含义**：一是加强与财政的协调，超长期特别国债发行之际，二季度降准与公开市场操作的空间都将打开；二是落实结构性工具支持设备更新、降低制造业等新动能产业融资成本预计仍是优先考虑，若海外美元压力缓解，也有助于MLF降息在二季度落地。

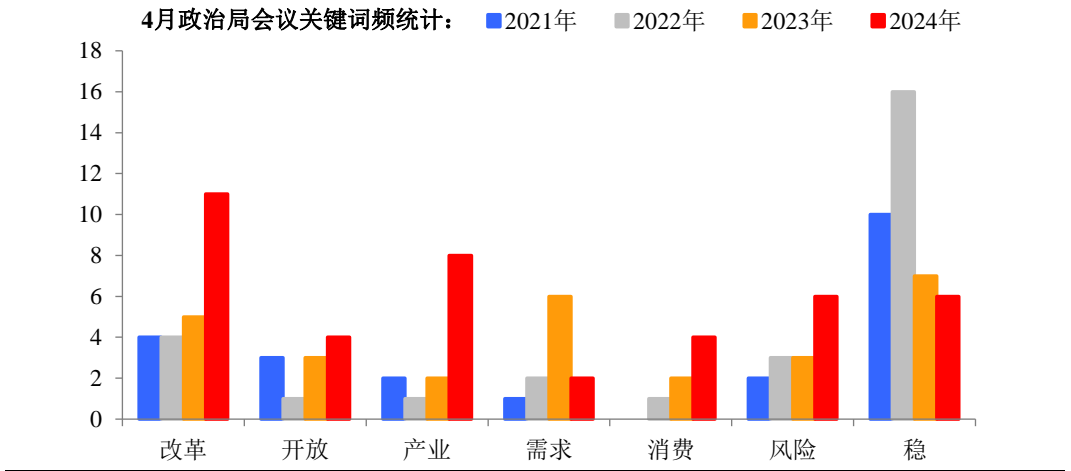
■ **产业：“新质生产力”的边际变化，一是“因地制宜”、二是“风险投资”。**虽然4月政治局会议又将总量政策的位序调回产业政策之前，但总体排序第二的产业政策暗示着科技的重要性不浅。不过，**我们认为在此次政治局会议上，“新质生产力”的发展路径发生了两个边际变化。**

第一个边际变化，是各省“因地制宜”齐发展，比各省“蜂拥而上”蹭热点更重要。包括4月底总书记在重庆开座谈会时也提到过，“要坚持把发展特色优势产业作为主攻方向，因地制宜发展新兴产业”。比起“蜂拥而上”搞光伏、半导体等，各省应该利用自身优势、发展自己独特的新兴产业（参考黑龙江的“冰雪经济”）。

第二个边际变化，如何壮大资本？那可能需要“风险投资”上一个台阶。此次政治局会议首次提出“积极发展风险投资，壮大耐心资本”，这背后离不开资本市场的大发展。包括前期的“国九条”，也是完善资本市场运行体制的一大里程碑。后续在相关方面应该还会继续大力推进。

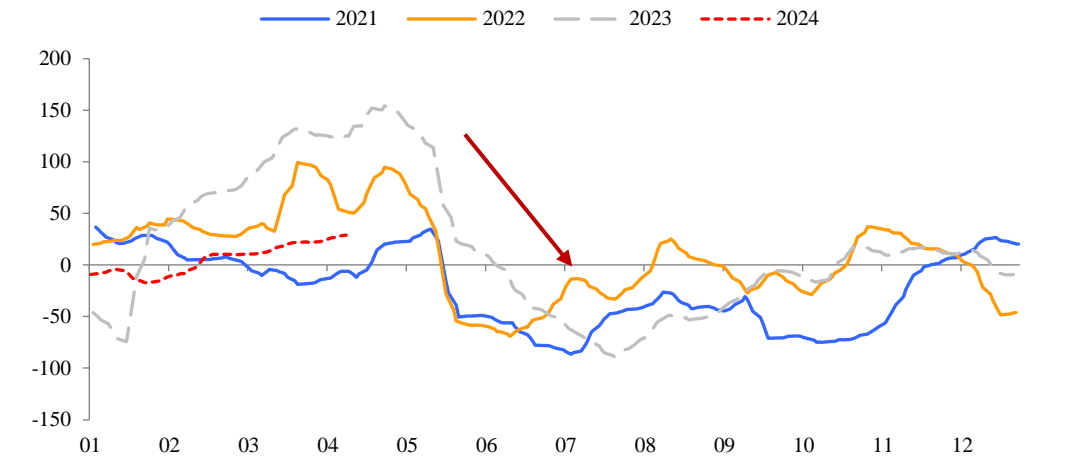
■ **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 词频凸显了改革开放的重要性



数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图2: 中国经济意外指数: 疫情后在第二季度往往出现明显回落



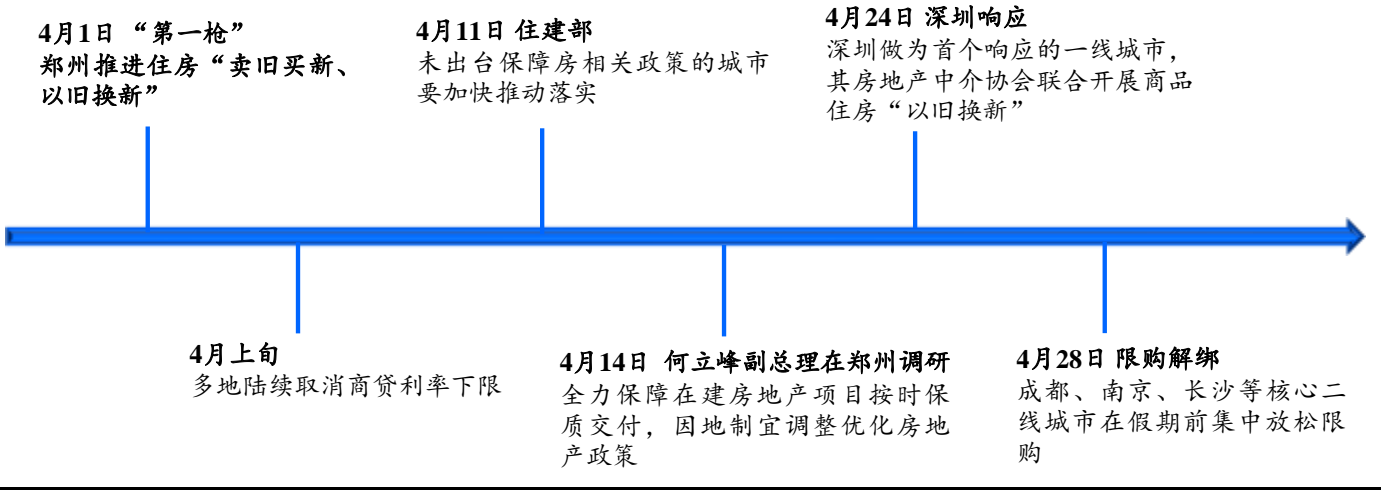
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 近几次政治局会议不同领域表述对比

	2022年4月	2023年4月	2024年4月
经济形势	今年以来,我国经济运行总体实现平稳开局。新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多,我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升,稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战	三重压力得到缓解,经济增长好于预期,市场需求逐步恢复;但经济运行好转主要是恢复性的,内生动力还不强,需求仍然不足	经济运行中积极因素增多,呈现 增长较快、结构优化、质效向好 的特征,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。但仍面临诸多挑战: 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。
总量政策	要加大宏观政策调节力度,扎实稳住经济,努力实现全年经济社会发展预期目标,保持经济运行在合理区间	统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长	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。 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。
货币政策	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要精准有力	实施好稳健的货币政策。 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。
财政政策	实施好退税减税降费等政策	积极的财政政策要加力提效 要加强地方政府债务管理,严控新增隐性债务	实施好积极的财政政策。 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。
内需	要全力扩大国内需求,发挥有效投资的关键作用	要多渠道增加城乡居民收入,改善消费环境,促进文化旅游等服务消费。 要发挥好政府投资和政策激励的引导作用,有效带动激发 民间投资	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。
外贸外资	要坚持扩大高水平对外开放,积极回应外资企业来华营商便利等诉求,稳住外贸外资基本盘	要全面深化改革、扩大高水平对外开放。 要把吸引外商投资放在更加重要的位置,稳住外贸外资基本盘	坚定不移深化改革扩大开放。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。
民营经济	要稳住市场主体,对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策	破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒, 持续提振经营主体信心 ,帮助企业恢复元气。 要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。 要推动 平台企业规范健康发展 ,鼓励头部平台企业探索创新	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。 支持民营企业拓展海外市场
产业政策	要促进平台经济健康发展,完成平台经济专项整改,实施常态化监管,出台支持平台经济规范健康发展的具体措施	要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系 要夯实科技自立自强根基,培育壮大新动能。 要巩固和扩大新能源汽车发展优势,加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。 要重视通用人工智能发展,营造创新生态,重视防范风险	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。
就业	要切实保障和改善民生,稳定和扩大就业	要切实保障和改善民生,强化就业优先导向,扩大高校毕业生就业渠道,稳定农民工等重点群体就业	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
地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,支持各地从当地实际出发完善房地产政策,支持刚性和改善性住房需求,优化商品房预售资金监管,促进房地产市场平稳健康发展	坚持“房住不炒”,支持刚性和改善性住房需求,保交楼、保民生、保稳定。 在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。 规划建设保障性住房	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。

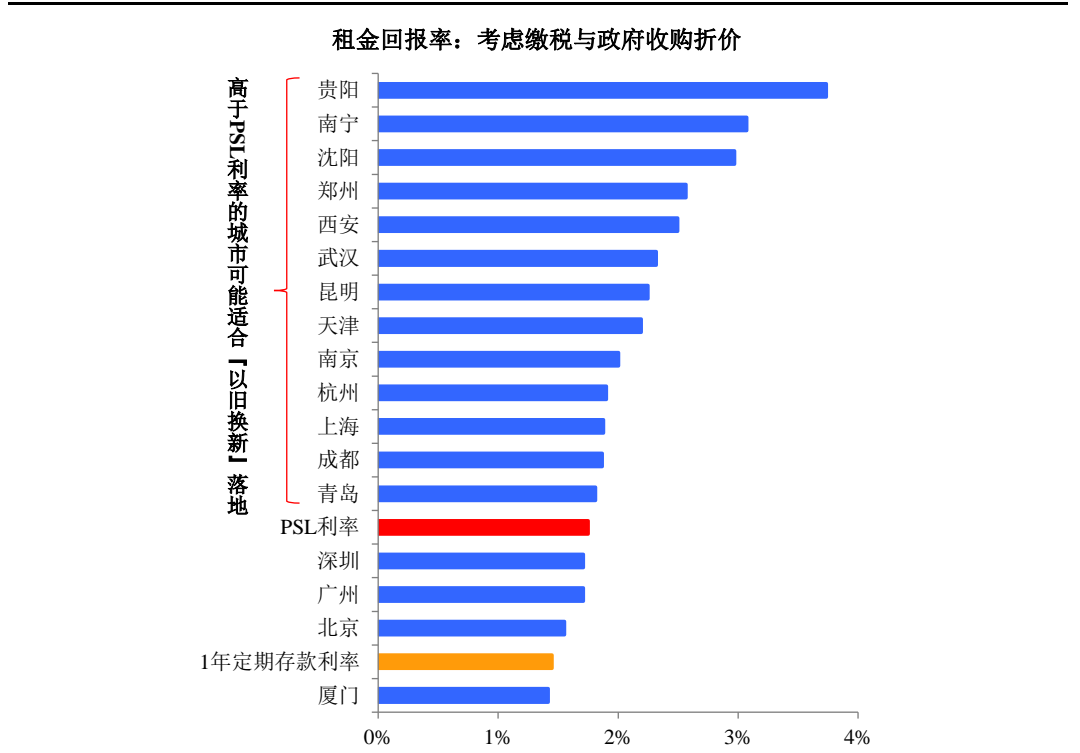
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图4: 4月地方政策落地反映出住房“以旧换新”的线索



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

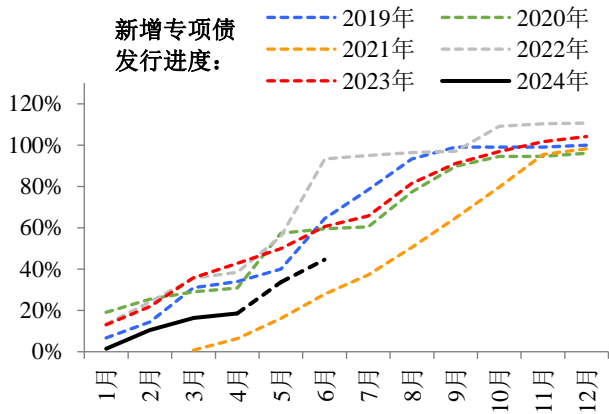
图5: 各地租金回报率：哪些相较PSL利率更具“性价比”



注：2023年末数据，所得税率取10%，政府收购折价取80%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

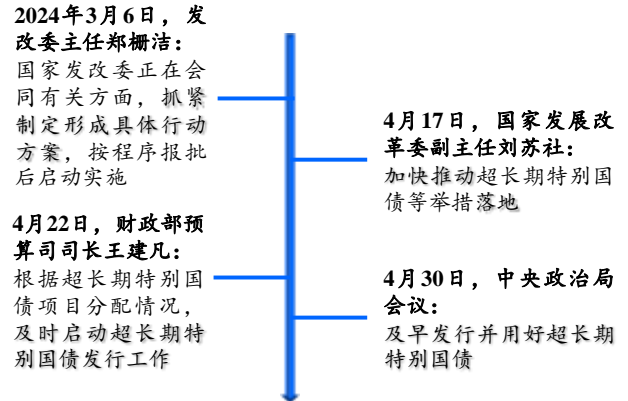
图6: 2024年上半年新增专项债发行进度偏缓



注: 5月及6月是基于地方政府债券发行计划统计计算得出。

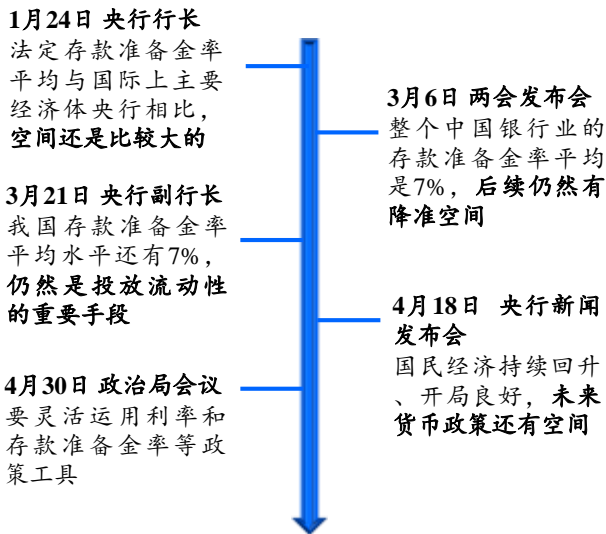
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 超长期特别国债进度如何?



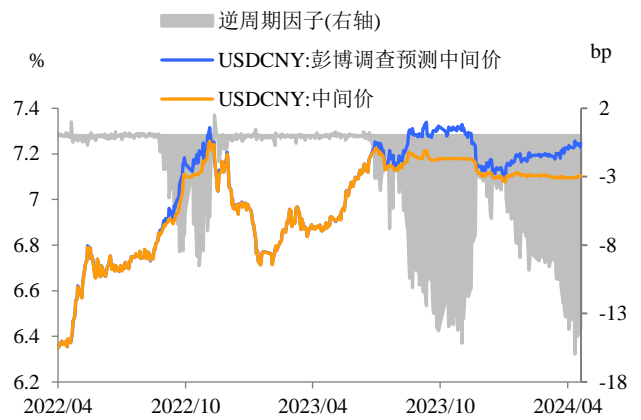
数据来源: 中国政府网, 发改委官网, 财政部官网, 东吴证券研究所

图8: 近期政策表述暗示降准的空间较大



数据来源: 央行, 中国政府网, 东吴证券研究所

图9: 汇率压力缓解可能是二季度降息的契机



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>