

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

4月决断，乘势而上

——逐句解读 4.30 政治局会议通稿

2024年5月1日

摘要：

- 第一，本次中央政治局会议有一块超常规内容，即，宣告7月召开二十届三中全会。
- 第二，中央对经济形势的判断是谨慎乐观。
- 第三，下一阶段的政策导向是“坚持乘势而上，避免前紧后松”。
- 第四，财政政策、货币政策和扩大内需政策，都有不少亮点。
- 第五，提出“因地制宜发展新质生产力”和“壮大耐心资本”。
- 第六，房地产政策导向出现明显变化，未来政策重点是消化存量房产和优化增量住房。
- 第七，债务高风险省份和市县化债政策导向也出现明显变化。
- 第八，会议再次强调，要扎实推进绿色低碳发展。
- 第九，下一阶段股市表现可能也是“乘势而上”。
- 风险因素：稳增长政策不如预期；海外制造业复苏不及预期。

正文

第一，本次中央政治局会议有一块超常规内容，即，宣告7月召开二十届三中全会。党章规定，中央全会由中央政治局召集，每年至少举行一次。二十届二中全会已于2023年2月召开，二十届三中全会拟于今年7月召开，符合党章规定。自1978年十一届三中全会以来，历届三中全会主要研究改革问题，二十届三中全会将重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。历史上，逢单的三中全会一般侧重某些特定领域改革，例如十九届三中全会聚焦党和国家机构改革；逢双的三中全会一般研究全面改革，例如十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。此次政治局会议提到“以经济体制改革为牵引”，我们判断此次三中全会的主要内容或是经济体制全面改革，结合此前中央经济工作会议的提法，财税体制改革和金融体制改革可能都是其中的重要内容。

第二，中央对经济形势的判断是谨慎乐观。本次会议对经济形势的总体判断是“良好开局”，2023年4月曾提“好于预期”，2021年4月曾提到“用好稳增长压力较小的窗口期”，本次会议均未提及，总体判断谨慎乐观。对问题的判断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，相比去年底中央经济工作会议的表述，删除了“社会预期偏弱”，认为社会预期改善，但判断外部环境的问题更趋严重。

第三，下一阶段的政策导向是“坚持乘势而上，避免前紧后松”。4月政治局会议之所以重要，在于决策层观察到一季度经济运行情况后，可能会对政策导向做出动态调整。例如，2021年4月会议提出“不急转弯”，随后政策平缓转弯；2019年4月会议提出“保持定力”，随后政策力度减弱；两次会议都代表了政策的转向。今年一季度GDP增速达到5.3%，二季度在低基数效应下增速可能仍然不低，全年实现5%左右的增长目标难度大幅下降。在此背景下，市场普遍担心后续政策力度能否持续。本次会议的提法是坚持乘势而上，可见政策并未转向，而是继续发力，这对资本市场来说是一大利好。

第四，财政政策、货币政策和扩大内需政策，都有不少亮点。

——**财政政策上**，会议提到“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”。目前超长期特别国债和地方专项债发行偏慢，本次会议后有望加快，5-6月或迎来发行高峰。4月份，土木工程建筑业商务活动指数为63.7%，比上月上升3.9个百分点，后续在财政发力的支撑下，基建投资有望加速落地。

——**货币政策上**，会议提到“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”。明确提到利率和存款准备金率，说明这两大工具都在储备之中。我们预计，利率的重要看点在于房贷利率下调，考虑到目前房贷利率仍然较高，未来房贷利率仍有较大下行空间；降准时点，有可能发生在特别国债发行高峰，与财政发力形成配合。

——**扩大内需政策上**，提到四大抓手：一是大规模设备更新和消费品以旧换新，二是创造更多消费场景，三是以人为本的新型城镇化，四是实施好政府和社会资本合作新机制。

第五，提出“因地制宜发展新质生产力”和“壮大耐心资本”。对发展新质生产力的新要求是“因地制宜”。今年两会期间，总书记提出“发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业，要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”，这应是“因地制宜”要求的内在含义。“耐心资本”在政治局会议上是新表述，但此前已有端倪。2023年12月，证监会在传达学习中央经济工作会议精神的会议上强调，大力推进投资端改革，推动健全有利于中长期资金入市的政策环境，引导投资机构强化逆周期布局，壮大“耐心资本”。我们理解，耐心资本应是坚持长期投资和价值投资理念，且符合国家产业政策导向的投资。

第六，房地产政策导向出现明显变化，未来政策重点是消化存量房产和优化增量住房。会议强调，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。未提“房住不炒”，未提“三大工程”，未来房地产政策的重点是消化存量房产和优化增量住房。我们理解，消化存量房产主要影响需求端，一线城市限购限贷限价措施可能

走向终结,交易税费也有可能调降,创造条件支持居民的刚性和改善性住房需求;优化增量住房主要影响供给端,未来可能增加优质住房的建设和供应。

第七,债务高风险省份和市县化债政策导向也出现明显变化。会议强调,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。去年底中央经济工作会议的表述是,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,为稳定全国经济作出更大贡献。此前,监管部门对债务高风险省份和市县融资平台新增融资用于新增政府投资项目也有严格限制。此次会议未提“经济大省挑起大梁”,而是强调确保债务高风险省份和市县稳定发展,对这些省份和市县新增投资的限制性政策可能会有一定放松。

第八,会议再次强调,要扎实推进绿色低碳发展。今年两会提出2024年单位GDP能耗下降2.5%左右,这是时隔三年后再次设立能耗量化目标,显示我国推进绿色低碳发展的决心。不过也要注意,从今年起,单位GDP能耗口径调整了,新口径下,能耗考核时不再计入清洁能源消费量和原料用能,仅计入化石能源消费量。口径变化之下,体现的是推进绿色低碳发展,并非简单压降能源消耗总量,化石能源控制造成的能源缺口,可由清洁能源来弥补。近年来,我国清洁能源消费量快速增长,2023年增速为7.8%,在能源消费总量中占比持续提高。

第九,下一阶段股市表现可能也是“乘势而上”。A股素有“4月决断”之说,指的是股市全年的走向和风格往往会在4月份趋于明朗。之所以是4月,而不是1-3月,就在于一季度上市公司年报和季报尚未发布,处于数据真空期,同时宏观政策存在不确定性,需要等待4月份政治局会议给出最终导向。从最近上市公司一季报来看,整体盈利情况处于改善之中。从这次会议基调来看,市场担心的政策不再发力没有出现,政策导向反而是乘势而上,下一阶段财政政策、货币政策、房地产政策、债务高风险省份和市县化债政策可能都有进一步发力或放松。站在当下的时点,A股的决断时刻或已经到来——下一阶段股市表现可能也是“乘势而上”。

逐句解读

中共中央政治局4月30日召开会议,决定今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议,主要议程是,中共中央政治局向中央委员会报告工作,重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。**(党章第二十二条规定,中央委员会全体会议由中央政治局召集,每年至少举行一次。二十届二中全会已于2023年2月召开,二十届三中全会拟于今年7月召开,符合党章规定。自1978年十一届三中全会以来,历届三中全会主要研究改革问题,已经成为惯例。此外,逢单的三中全会一般侧重某些特定领域改革,例如十九届三中全会聚焦党和国家机构改革;逢双的三中全会一般研究全面改革,例如十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。二十届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,议题设置既延续传统,又与时俱进。)**会议分析研究当前经济形势和经济工作,审议《关于持续深入推进长三角一体化高质量发展若干政策措施的意见》。**(每年4月的中央政治局会议都会分析研究经济形势和经济工作,这是本次会议的常规内容。)**中共中央总书记习近平主持会议。

会议指出,改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝。**(十八届三中全会讲过这句话)**当前和今后一个时期是以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的关键时期。面对纷繁复杂的国际国内形势,面对新一轮科技革命和产业变革,面对人民群众新期待,必须继续把改革推向前进。**(近年来,总书记在不同场合的讲话中,多次提到“新一轮科技革命和产业变革”。2018年5月,在中国科学院第十九次院士大会、中国工程院第十四次院士大会上,总书记讲到“我们迎来了世界新一轮科技革命和产业变革同我国转变发展方式的历史性交汇期,既面临着千载难逢的历史机遇,又面临着差距拉大的严峻挑战”,并提出“努力成为世界主要科学中心和创新高地”。)**这是坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的必然要求,是贯彻新发展理念、更好适应我国社会主要矛盾变化的必然要求,是坚持以人民为中心、让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民的必然要求,是应对重大风险挑战、推动党和国家事业行稳致远的必然要求,是推动构建人类命运共同体、在日趋激烈的国际竞争中赢得战略主动的必然要求,是解决大党独有难题、建设更加坚强有力的马克思主义政党的必然要求。**(2018年12月,总书记在庆祝改革开放40周年大会上,提出改革开**

放是2个“关键一招”，本次提出6个“必然要求”。全党必须自觉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。

会议强调，进一步全面深化改革要坚持马克思列宁主义、毛泽东思想、邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观，全面贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，深入学习贯彻习近平总书记关于全面深化改革的一系列新思想、新观点、新论断，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，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，统筹国内国际两个大局，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，以经济体制改革为牵引，以促进社会公平正义、增进人民福祉为出发点和落脚点，更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效，推动生产关系和生产力、上层建筑和经济基础、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。**（“以经济体制改革为牵引”表明此次三中全会的主要内容将是经济体制改革，结合此前中央经济工作会议的提法，财税体制改革和金融体制改革可能都是其中的重要内容。）**

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门鼓足干劲抓经济，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。**（对经济形势的总体判断是“良好开局”，2023年4月曾提“好于预期”，2021年4月曾提到“用好稳增长压力较小的窗口期”，本次会议均未提及，总体判断谨慎乐观。）**

会议指出，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。**（去年底中央经济工作会议对问题的判断是有效需求不足、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，比较起来可见，社会预期改善，但外部环境的问题更趋严重。）**同时必须看到，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，要增强做好经济工作的信心。

会议强调，要认真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。**（4月政治局会议之所以重要，在于决策层观察到一季度经济运行情况后，可能会对政策导向做出动态调整。例如，2021年4月会议提出“不急转弯”，随后政策平缓转弯；2019年4月会议提出“保持定力”，随后政策力度减弱；两次会议都代表了政策的转向。本次会议的提法是坚持乘势而上，可见政策并未转向，而是继续发力，这对资本市场来说无疑是一大利好。）**

会议指出，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。**（目前超长期特别国债和地方专项债发行偏慢，本次会议后有望加快，5-6月或迎来发行高峰。4月份，土木工程建筑业商务活动指数为63.7%，比上月上升3.9个百分点，后续在财政发力的支撑下，基建投资有望加速落地。）**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。

（明确提到利率和存款准备金率，说明这两大工具都在储备之中。我们预计，利率的重要看点在于房贷利率下调，考虑到目前房贷利率仍然较高，未来房贷利率仍有较大下行空间；降准时点，有可能发生在特别国债发行高峰，与财政发力形成配合。）要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。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。**（扩大内需的四大抓手，一是大规模设备更新和消费品以旧换新，二是创造更多消费场景，三是以人为本的新型城镇化，四是实施好政府和社会资本合作新机制。）**

会议强调，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。**（新要求是“因地制宜”。今年两会期间，总书记提出“发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业，要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”。）**要积极发展风险投资，壮大耐心资本。**（“耐心资本”在政治局会议上是新表述，但此前已有端倪。2023年12月，证监会在传达学习中央经济工作会议精神的会议上强调，大力推进投资端改革，推动健全有利于中长期资金入市的政策环境，引导投资机构强化逆周期布局，壮大“耐心资本”。我们理解，耐心资本应是坚持长期投资和价值投资理念，且符合国家产业政策导向的投资。）**

会议指出，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。**（支持民营企业拓展海外市场，利好出口产业链。4月制造业PMI新出口订单指数为50.6%，继续保持在扩张区间。高频数据显示，4月越南和韩国出口也都保持较高增速，预示全球出口走势良好。）**

会议强调，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。**（未提“房住不炒”，未提“三大工程”，未来房地产政策的重点是消化存量房产和优化增量住房。我们判断，消化存量房产主要影响需求端，一线城市限购限贷限价措施将会走向终结，交易税费也有可能调降，创造条件支持居民的刚性和改善性住房需求；优化增量住房主要影响供给端，未来可能增加优质住房的建设和供应。）**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。**（未提“经济大省挑起大梁”，而是强调确保债务高风险省份和市县稳定发展，对这些省份和市县新增投资的限制性政策可能会有一定放松。）**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。

会议指出，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。**（今年两会提出2024年单位GDP能耗下降2.5%左右，这是时隔三年后再次设立能耗量化目标，显示我国推进绿色低碳发展的决心。不过也要注意，从今年起，单位GDP能耗口径调整了，新口径下，能耗考核时不再计入清洁能源消费量和原料用能，仅计入化石能源消费量。口径变化之下，体现的是推进绿色低碳发展，并非简单压降能源消耗总量，化石能源控制造成的能源缺口，可由清洁能源来弥补。近年来，我国清洁能源消费量快速增长，2023年增速为7.8%，在能源消费总量中占比持续提高。）**

会议强调，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。**（2024年一季度，全国居民人均可支配收入增长6.2%，中位数增长6.4%，中位数增长快于平均数，显示中低收入群体增收初见成效。）**要巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进乡村全面振兴。要抓好安全生产，推动安全生产基础设施更新改造升级。各级领导干部要严守政治纪律，坚决贯彻落实党中央决策部署，不断开创高质量发展新局面。

会议指出，推动长三角一体化发展是以习近平同志为核心的党中央作出的重大战略决策。要深刻领会党中央战略意图，推动长三角一体化发展取得更大突破，更好发挥先行探路、引领示范、辐射带动作用。

会议强调，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。要加快突破关键核心技术，统筹推进传统产业升级、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。要加快完善体制机制，打破行政壁垒、提高政策协同，推动一体化向更深层次更宽领域拓展。要率先对接国际高标准经贸规则，积极推进高层次协同开放，塑造更高水平开放型经济新优势。要坚持底线思维，统筹好发展和安全，加强生态环境共保联治和区域绿色发展协作。中央区域协调发展领导小组要加强统筹协调，有关

部门要加大支持力度，上海市要更好发挥带动作用，江苏、浙江、安徽三省要各扬所长，凝聚强大工作合力，不断谱写长三角一体化发展新篇章。

会议还研究了其他事项。

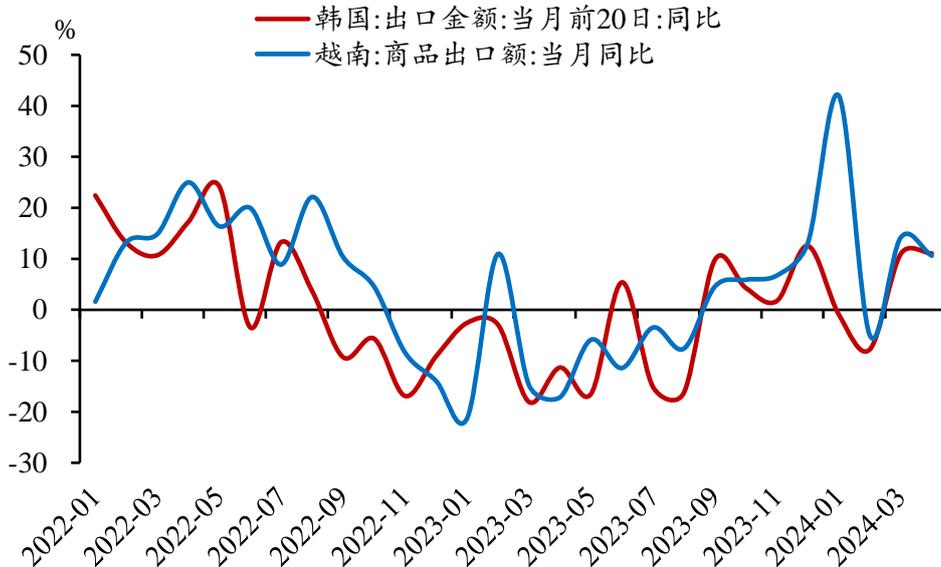
附录

图 1：2023 年二季度经济增速偏低

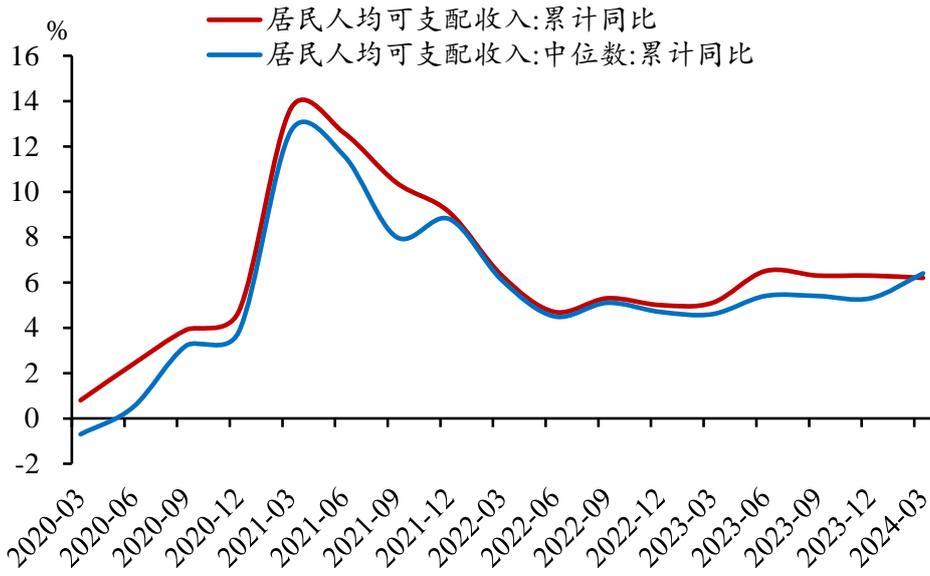


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 2：4 月韩国、越南出口保持高增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 3：人均可支配收入同比


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策不及预期；海外制造业复苏不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。