



宏观周报

改革再出发

——2024 年 4 月政治局会议精神学习体会

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

陈梦洁

资格编号: S0120524030002

邮箱: chenmj3@tebon.com.cn

联系人

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

相关研究

《4 月政治局会议前瞻》

《利率体系与传导机制新特征--宏观 ABC 系列之一》

《中美战略竞争、TFP 与新质生产力》

《如何弥合宏微观的“温差”？——名义 GDP 的重振之路》

- 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。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》。
- 核心体会：政治局会议不仅明确了今年召开三中全会将重点讨论改革议题，而且针对当前经济形势的研判调控思路也出现了一些改革变化。我们曾提出 2024 年将是经济和市场的“转机之年”，随着三中全会的召开，2024 年也将是重要的改革之年。进一步全面深化改革、推进中国式现代化也体现在“六个必然要求”“三个更加注重”当中。从政治局会议对经济研判调度、短期政策调控中体现出来的改革思路来看：一是总基调上，坚持乘势而上，避免前紧后松；二是顶层统筹协调，注重财政政策与货币政策的配合；三是房地产治理思路出现一些新的变化；四是强调以新质生产力、科技创新为抓手；五是扩内需有新的落脚点，体现在设备更新、促消费、新型城镇化、民间投资等方面。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》，也预示着未来中国式现代化这个大棋局上，党中央将以区域经济为抓手统筹协调，于关键处逐一落子。
- 2024 年是转机之年，也是改革之年。从过去四个月经济和市场的走势来看，2024 年“转机之年”的特征越来越清晰：在经济周期上，一季度经济开局平稳，以新质生产力为代表的新动能正逐步积聚力量；在市场走势上，随着一系列监管文件的出台，市场微观结构出现了积极变化，投资生态正在重塑。本次政治局会议指出，“改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝”，并决定于 7 月召开三中全会，重点讨论改革议题，这将使 2024 年也成为“改革之年”。我们预计三中全会召开后，改革的力度和范围将进一步扩大，而且经济体制改革将是重头戏，目的就是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。
- 在经济研判调度、短期政策调控上也出现了一些改革变化。按照惯例，每年 4 月的政治局会议会对开年以来的经济形势、此前确定的经济工作思路进行重新研判，是决定政策定调的关键性会议。我们学习体会如下：
 - 总基调：坚持乘势而上，避免前紧后松：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”。今年一季度 GDP 增速为 5.3%，全年的预设目标为 5%，高出预估值 0.3 个百分点，今年经济开局良好，内生动能渐进修复，为实现全年目标任务奠定了基础。“避免前紧后松”是较新的提法，这意味着党中央要求政策出台要赶在前面，中央经济工作会和全国两会确定的事项要抓紧落地，力争早发力、早见效，避免到下半年时再评估完成全年目标任务压力较大，应急性出台宽松刺激政策，那样不仅政策效果会打折扣，还会造成不少跨年协调的问题，也不容易稳定社会预期。因此，政策要求是乘势而上，切实巩固和增强经济回升向好态势。
 - 财政政策与货币政策的配合：本次政治局会议提到“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”，政治局会议对货币政策有明确指向的表述曾出现在 2020 年 4 月、2020 年 7 月、2022 年 4 月和 2023 年 7 月，明确提及货币政策“工具”或“手段”时，或隐含较确定性的增量政策信号。降准可能更近，或将作为对特别国债发行的配合在 5 月落地；降息的

落地时间或未必很近，或需等待二季度末或三季度。

- **房地产治理思路的变化：**本次政治局会议提出“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”，地方政府对地产政策的调整空间或将进一步扩大，各地政府或将进一步推动放松限购。会议还提出“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，促进房地产高质量发展”，借鉴郑州模式，放松限购与政府组织收购二手房“以旧换新”等或将形成地产“去库存”政策组合拳。
- **新质生产力：“因地制宜”发展，“耐心资本”支撑：**本次政治局会议强调，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。要积极发展风险投资，壮大耐心资本。会议还强调了与新质生产力相关的“因地制宜”方法与“耐心资本”概念，这对应了新质生产力在空间和时间两个维度上的发展思路。
- **扩内需：以设备更新、促消费、新型城镇化、民间投资为抓手：**本次政治局会议强调，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。本次政治局会议关于如何扩大内需虽无明显的增量表述，但其指明了四大落脚点和主要抓手，具体而言：1) 落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案或是最重要抓手。2) 促消费落在新消费场景的生成与消费需求品质化、多元化和差异化上。3) 新型城镇化建设仍有较大空间，户籍制度改革或成这一进程中的关键。4) 规范实施 PPP 新机制，激发民间投资活力。
- **区域经济日益成为高质量发展的政策抓手和统筹支撑：**本次会议审议通过《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》。这是继 2023 年审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》、2020 年审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》后的又一重要区域经济的发展规划。系统集成、统筹协调，在顶层设计上，逐步形成全国“一盘棋”：在东部地区加快推进现代化、发挥“龙头”作用，中部地区加快崛起、撑起发展“脊梁”的同时，推动西部地区大开发形成新格局，有序承接产业梯度转移。未来中国式现代化这个大棋局上，党中央将以区域经济为抓手统筹协调，于关键处逐一落子。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期；政策落地不及预期；经济复苏进程不及预期

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 2024 年是转机之年，也是改革之年 | 5 |
| 2. 在经济研判、政策调控思路中体现出来的改革变化..... | 5 |
| 2.1. 总基调：坚持乘势而上，避免前紧后松 | 6 |
| 2.2. 财政政策与货币政策的配合..... | 7 |
| 2.3. 房地产治理思路的变化..... | 9 |
| 2.4. 新质生产力：“因地制宜”发展，“耐心资本”支撑 | 10 |
| 2.5. 扩内需：以设备更新、促消费、新型城镇化、民间投资为抓手 | 12 |
| 3. 区域经济日益成为高质量发展的政策抓手和统筹支撑 | 15 |
| 4. 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: GDP 不变价增速与全年目标差值 (%) | 7 |
| 图 2: 专项债发行进度偏慢, 对支出形成约束 | 7 |
| 图 3: 大国竞争、经济发展现实与“新质生产力”概念的生成 | 12 |
| 图 4: 传统行业低效设备退出与新兴行业先进设备更新或持续提速 | 13 |
| 图 5: 设备更新、消费品以旧换新行动政策脉络 | 14 |
| 图 6: 消费者信心与预期仍处历史低位, 但自底部温和抬升 | 14 |
| 图 7: 我国的城镇化率仍有很大提升空间 | 14 |
| 图 8: 全国 PPP 项目投资额变化 | 15 |
| 图 9: 民间投资在固投中所占比重自 2015 年的高点逐步回落 | 15 |
| | |
| 表 1: 政治局会议对货币政策表述与货币政策动向 | 9 |
| 表 2: 今年以来地方地产政策调整空间逐步扩大 | 9 |
| 表 3: 30 城商品房库存与消化周期 | 10 |
| 表 4: 区域经济重点政策梳理 | 15 |
| 表 5: 全国承接产业转移示范区的 4 个典型案例 | 16 |

1. 2024 年是转机之年，也是改革之年

从过去四个月经济和市场的走势来看，2024 年“转机之年”的特征越来越清晰：在经济周期上，一季度经济开局平稳，以新质生产力为代表的新动能正逐步积聚力量；在市场走势上，随着一系列监管文件的出台，市场微观结构出现了积极变化，投资生态正在重塑。4 月 30 日召开的政治局会议明确：对于市场期待的二十届三中全会也决定于今年 7 月召开。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。这将使 2024 年也成为“改革之年”。

1) 以经济体制改革为牵引。通稿提到“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”，实际上，党的十八大以来，党中央充分重视发挥经济体制改革的牵引作用。2013 年十八届三中全会强调“以经济建设为中心，发挥经济体制改革牵引作用，推动生产关系同生产力、上层建筑同经济基础相适应，推动经济社会持续健康发展。”2018 年十九届三中全会表示“围绕推动高质量发展，建设现代化经济体系，调整优化政府机构职能，合理配置宏观管理部门职能，深入推进简政放权，完善市场监管和执法体制。”这次改革议题的目标是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。我们预计，“以经济体制改革为牵引”预示着三中全会的改革议题会更多着墨于经济改革领域，重点包括财税体制、房地产新模式、科技创新制度以及新质生产力发展、统一大市场、国资国企改革、资本市场高质量发展等等。

2) 六个必然要求。全面深化改革提到“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”六个必然要求。

3) 三个更加注重。中国式现代化强调三个更加注重“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”。总书记在今年 3 月湖南考察时曾强调，“进一步全面深化改革要突出问题导向”“湖南要加强改革系统集成”。在去年 12 月上海调研时强调，“要全方位大力度推进首创性改革、引领性开放，加强改革系统集成”。未来，要发展新质生产力，实现全要素生产率大幅提升，必须把着力点放到加强改革系统集成、协同高效上来。

2. 在经济研判、政策调控思路中体现出来的改革变化

按照惯例，每年 4 月的政治局会议会对开年以来的经济形势、此前确定的经济工作方向进行重新研判，是决定政策方向的关键性会议。

我们曾在此前的《4 月政治局会议前瞻》报告中提出“本次政治局会议大概率会延续‘两会’和经济工作会议的判断，坚持‘经济回升向好’‘稳中求进’的基调”，本次会议提到了“巩固和增强经济回升向好态势”“坚持稳中求进工作总基调”。也提出“考虑到中央经济工作会议提到‘外部环境的复杂性、严峻性、不确

定性上升’，叠加今年美国大选年，预计对外部环境的关注度或将提升”，本次会议提到了“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。

2.1. 总基调：坚持乘势而上，避免前紧后松

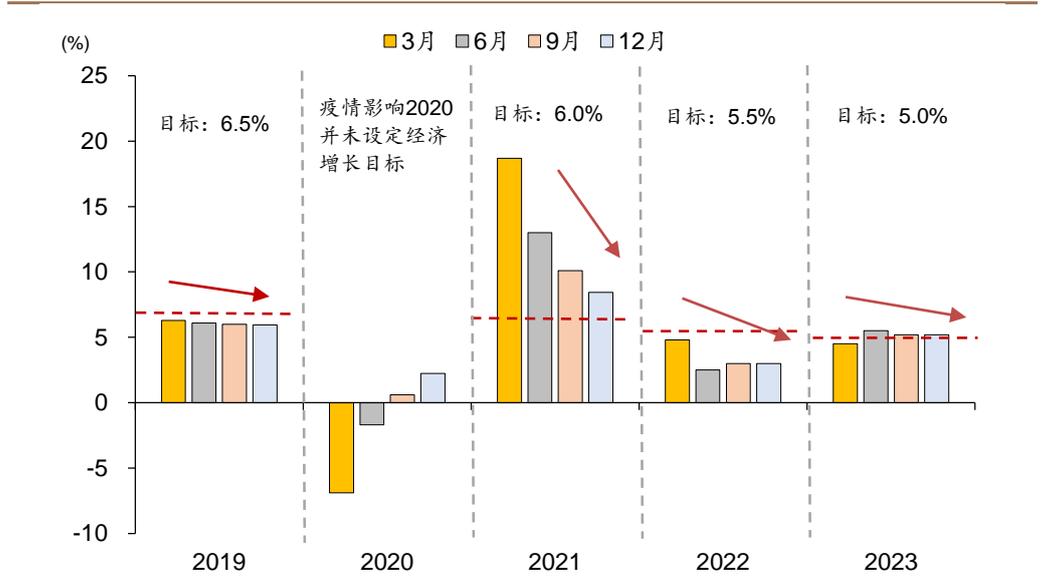
会议强调“要认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，**坚持乘势而上，避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势**”。

过去两年，各部门、各地方以及各类市场主体，经常出现在上半年“等政策”“等定调”的现象，这会很大程度上压缩经济调控的时间窗口，给调度全年工作带来难度和挑战。一旦相关经济指标累计完成情况不及全年序时进度，就往往会带来“前紧后松”，尤其是讨论下半经济形势和定调的会议通常召开在每年7月，这使得通常三四季度的经济增长的诉求较强，本次会议强调“避免前紧后松”或许是出于这一考量。

此外，考虑到政治局会议对今年外部形势的判断较此前进一步谨慎（去年底的中央经济工作会议为“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，本次会议为“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”，多了个“明显”），显然对于开局的经济起调的重要性和紧迫性有所上升，**政策靠前发力的诉求有所提升。做好自己的事，也会更有助于我们战略应对好百年未有之大变局。**

今年一季度GDP增速为5.3%，全年的预设目标为5%，高出预设值0.3个百分点，经济开局良好，内生动能渐进修复。然而经济向好趋势也仍待稳固：一季度全国规模以上工业企业实现利润总额1.5万亿，同比增长4.3%，但3月利润增速由正转负；4月PMI指数为50.4%，虽连续第二个月位于扩张区间，但是较上月降幅达到0.4个百分点。

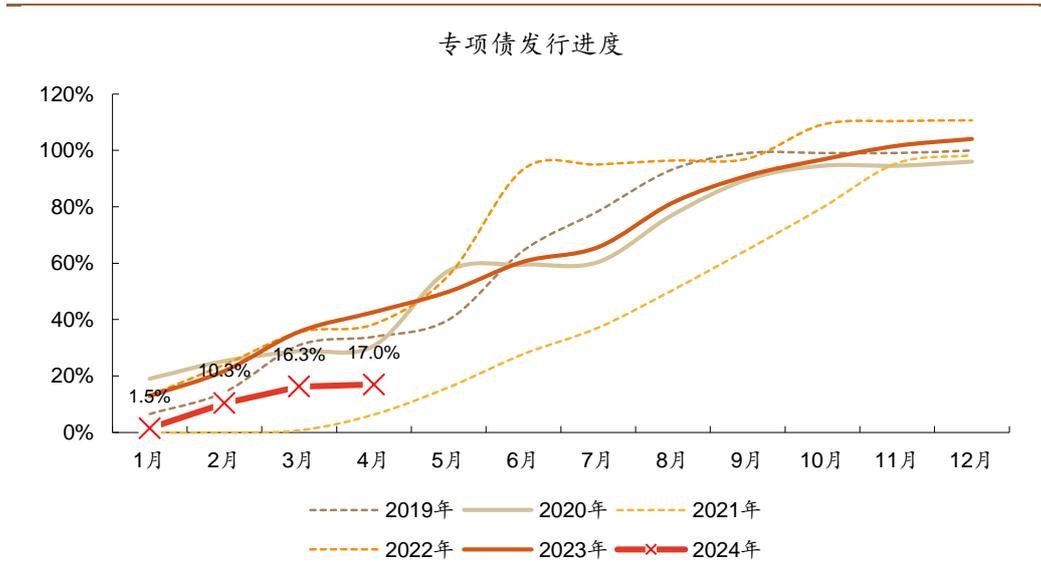
图 1: GDP 不变价增速与全年目标差值 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

以财政数据来看, 当前公共财政收入整体表现偏弱, 收入端承压进一步制约支出端发力, 3 月广义财政支出明显回落: 专项债发行进度偏慢、无增发国债支撑、落实过紧日子要求等拖累支出进度, 今年新增专项债发行进度仅 17% 明显落后过去几年。积极的财政政策也应靠前发力、避免前紧后松。预计二季度特别国债、专项债有望加快落地、加快发行节奏, 后续在财政政策扩张之下, 投资端受到财政支出的影响有望明显上行, 而微观主体 (工业企业、上市公司) 的净利润则有望逐步修复回正。

图 2: 专项债发行进度偏慢, 对支出形成约束



资料来源: Wind, 德邦研究所, 截至 2024 年 4 月 27 日

2.2. 财政政策与货币政策的配合

去年 12 月中央经济工作会议提出“加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合”, 并写入了今年的政府工作报告, 宏观政策的配合是政

策层面改革创新的一个方向，也是理解未来宏观政策的一把钥匙。

财政政策积极加力“唱主角”，货币政策稳健宽松“打辅助”。今年的宏观政策组合可以归纳为财政积极发力、货币稳健宽松，政府工作报告提出发行一万亿特别国债是明确的财政积极发力的信号，而货币政策在稳健基调下，2月降准0.5个百分点、5年期以上LPR单次调降25bps创历史最大单次降幅，力度也不可谓不大。在地方化债的背景下，财政积极发力或更多通过中央政府加杠杆，增加国债发行也需要货币政策配合，避免市场流动性环境大幅变化对国债发行形成障碍。

后续来看，特别国债发行在即，政治局会议提到“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”，政治局会议对货币政策的表述多数只是基调层面，具有较为明确指向的表述曾出现在2020年4月、2020年7月、2022年4月和2023年7月，其中，2020年4月表述态度较强，明确提出“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”，相应地，在2020年4月当月，1年期LPR调降20个bp，5年期以上LPR调降10个bp；其余三次表述态度略中性，分别为“推动综合融资成本明显下降”（2020年7月），当月及其后年内未降准降息；“用好各类货币政策工具”（2022年4月），当月降准0.25个百分点，次月5年期以上LPR调降15个bp；“发挥总量和结构性货币政策工具作用”（2023年7月），次月MLF利率下调15个bp、1年期LPR调降10个bp，两个月后的9月降准0.25个百分点。总结来看，政治局会议明确提及货币政策“工具”或“手段”时，或隐含较确定性的增量政策信号。本次政治局会议明确提及利率和存款准备金率工具，或意味着降准降息的确定性提高，我们认为，降准可能更近，或将作为对特别国债发行的配合在5月落地；对利率的关注或是聚焦在LPR，通过LPR降息能够实现“加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”的目标，LPR降息的落地时间或未必很近，2月LPR降息已经释放了政策力度，短期内急迫性并不高，再次降息落地或需等待二季度末或三季度。

在前期报告《利率体系与传导机制新特征--宏观ABC系列之一》中我们提出，LPR利率并非必然绑定MLF利率，存款利率的调降可能是比MLF降息更有效的推动LPR下调的方式。近期监管对存款市场管理收紧，对“协议存款”、“手工补息”等的约束有助于压降银行的负债端成本，可能给了银行调降LPR报价的动力。另一方面，MLF作为当前最主要的中长期基准利率，存在汇率压力的掣肘，未来“央行购债”若能启动也能够成为替代MLF的基础货币供应渠道，MLF的重要性可能有所淡化，LPR利率独立性或更强。

表 1：政治局会议对货币政策表述与货币政策动向

| 时间 | 政治局会议表述 | 货币政策动向 |
|-----------|--|---|
| 2020/4/17 | 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 | 当月 1 年期 LPR 调降 20 个 bp，5 年期以上 LPR 调降 10 个 bp |
| 2020/7/30 | 推动综合融资成本明显下降 | 年内无增量降准降息 |
| 2022/4/29 | 用好各类货币政策工具 | 当月降准 0.25 个百分点，次月 5 年期以上 LPR 调降 15 个 bp |
| 2023/7/24 | 发挥总量和结构性货币政策工具作用 | 次月 MLF 利率下调 15 个 bp、1 年期 LPR 调降 10 个 bp，两个月后的 9 月降准 0.25 个百分点 |
| 2024/4/30 | 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 | |

资料来源：共产党员网，wind，德邦研究所

2.3. 房地产治理思路的变化

今年地产政策的一个路线是地方调控空间的逐渐扩大。1 月 26 日，住建部召开城市房地产融资协调机制部署会，提出“充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策”，成为今年各地自行调整地产政策的政策依据，此后，1 月 27 日广州放开 120 平方米以上住房限购，1 月 30 日苏州不再实施购房资格审核、上海优化限购，各地陆续开始新一轮放宽限购。3 月 22 日国常会提出“进一步优化房地产政策”，4 月 14 日何立峰副总理在郑州调研中指出“用好房地产调控自主权”，或意味着各地地产政策调整空间进一步扩大，随后成都宣布从 4 月 29 日起全市范围内住房交易不再审核购房资格，4 月 30 日北京宣布部分居民可在五环外新购买一套商品住房。本次政治局会议提出“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”，地方政府对地产政策的调整空间或将进一步扩大，各地政府或将进一步推动放松限购。

表 2：今年以来地方地产政策调整空间逐步扩大

| 时间 | 部门/城市 | 事件 |
|-----------|-------|--|
| 2024/1/26 | 住建部 | 城市房地产融资协调机制部署会提出：充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策 |
| 2024/1/27 | 广州 | 在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上住房，不纳入限购范围 |
| 2024/1/30 | 苏州 | 对于购买 120 平方米以下的商品住房，非本地户籍享受本地户籍待遇。目前即使购买低于 120 平方米的住宅，只要有购房需求、贷款条件符合，不需要进行购房资格审查 |
| 2024/1/30 | 上海 | 在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外），限购 1 套住房 |
| 2024/3/22 | 国常会 | 国常会提出：要进一步优化房地产政策 |
| 2024/4/14 | 副总理 | 在郑州调研提出：城市政府要坚决扛起维护本地房地产市场平稳健康发展的主体责任，用好房地产调控自主权，因地制宜调整优化房地产政策 |
| 2024/4/28 | 成都 | 从 4 月 29 日起全市范围内住房交易不再审核购房资格，全市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售 |
| 2024/4/30 | 北京 | 允许已拥有住房达到限购套数的居民家庭在五环外新购一套住房 |

资料来源：住建部，各地住建局/委，中国政府网等，德邦研究所

地产政策或将迎来“去库存”组合拳。本次政治局会议提出“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，促进房地产高质量发展”。此前，4 月 1 日郑州市印发了《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、

以旧换新”工作方案(试行)》,其中提到郑州城发集团将“收购二手住房,促成群众通过‘卖旧买新、以旧换新’购买改善性新建商品住房”,并明确表示2024年“以旧换新”目标是10000套,引发广泛关注。住房“以旧换新”并非郑州首创,去年以来已有十余城推行住房“以旧换新”政策,郑州模式成为其中典型,通过国企收购二手房鼓励居民换购新房,不仅能够积极推动商品房库存去化,也能够通过将收购的二手房改建为保障房,从而与“三大工程”中的保障房建设形成联动,未来这一模式有望在更多地区推行。放松限购与政府组织收购二手房“以旧换新”等或将形成地产“去库存”政策组合拳。

地方政府推动商品房库存去化的必要性在提高。4月30日自然资源部发布《自然资源部办公厅关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》,其中明确“商品住宅去化周期超过36个月的,应暂停新增商品住宅用地出让,同时下大力气盘活存量,直至商品住宅去化周期降至36个月以下;商品住宅去化周期在18个月(不含)-36个月之间的城市,要按照‘盘活多少、供应多少’的原则,根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积(包括竣工和收回)动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限”,从这一要求来看,根据克而瑞数据,当前30个重点城市中,北京、深圳、武汉、珠海、南宁、东莞、常州、福州、厦门等9城去化周期均超过了36个月,这些城市后续新增商品住宅土地出让或将暂停;广州、青岛、天津等16城去化周期在18个月-36个月之间,这些城市后续新增商品住宅土地出让将受限于库存去化速度;仅上海、成都、西安、杭州、合肥5城去化周期在18个月以内,新增商品住宅用地出让不受限制。对于新增商品住宅土地出让受限的城市而言,地方政府或需要尽快出台政策支持库存消化,以换取新增商品住宅土地出让空间。

表3: 30城商品房库存与消化周期

| 城市 | 供求比 | 库存量(万平米) | 消化周期(月) | 城市 | 供求比 | 库存量(万平米) | 消化周期(月) |
|----|-----|----------|---------|----|-----|----------|---------|
| 北京 | 0.8 | 1249 | 48.9 | 济南 | 0.9 | 727 | 20.8 |
| 上海 | 1.1 | 759 | 15.3 | 杭州 | 1.8 | 701 | 15.5 |
| 广州 | 1.0 | 1207 | 26.5 | 珠海 | 0.3 | 686 | 55.6 |
| 深圳 | 0.5 | 930 | 36.2 | 南宁 | 1.2 | 683 | 44.6 |
| 武汉 | 0.8 | 1865 | 42.0 | 东莞 | 0.3 | 620 | 44.8 |
| 成都 | 1.0 | 1666 | 17.6 | 昆明 | 0.7 | 616 | 30.9 |
| 青岛 | 0.8 | 1375 | 31.3 | 长沙 | 1.8 | 554 | 25.4 |
| 天津 | 1.2 | 1355 | 22.9 | 常州 | 1.2 | 500 | 36.9 |
| 西安 | 0.9 | 1046 | 14.7 | 无锡 | 0.3 | 478 | 31.0 |
| 长春 | 0.7 | 1027 | 31.7 | 宁波 | 2.1 | 390 | 24.3 |
| 佛山 | 1.4 | 1025 | 31.8 | 福州 | 1 | 309 | 41.1 |
| 重庆 | 0.7 | 806 | 20.9 | 徐州 | 0.8 | 301 | 35.1 |
| 郑州 | 0.7 | 789 | 30.6 | 厦门 | 0.4 | 284 | 36.5 |
| 苏州 | 0.6 | 769 | 30.4 | 合肥 | 1.3 | 224 | 13.7 |
| 南京 | 0.8 | 758 | 33.1 | 嘉兴 | 0.4 | 158 | 35.0 |

资料来源:克而瑞,德邦研究所

2.4. 新质生产力:“因地制宜”发展,“耐心资本”支撑

中共中央政治局会议强调,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。要积极发展风险投资,壮大耐心资本。

关于“新质生产力”的表述基本延续了中共中央政治局第十一次集体学习以及2024年政府工作报告中相关内容的基调,改造提升传统产业、培育壮大新兴

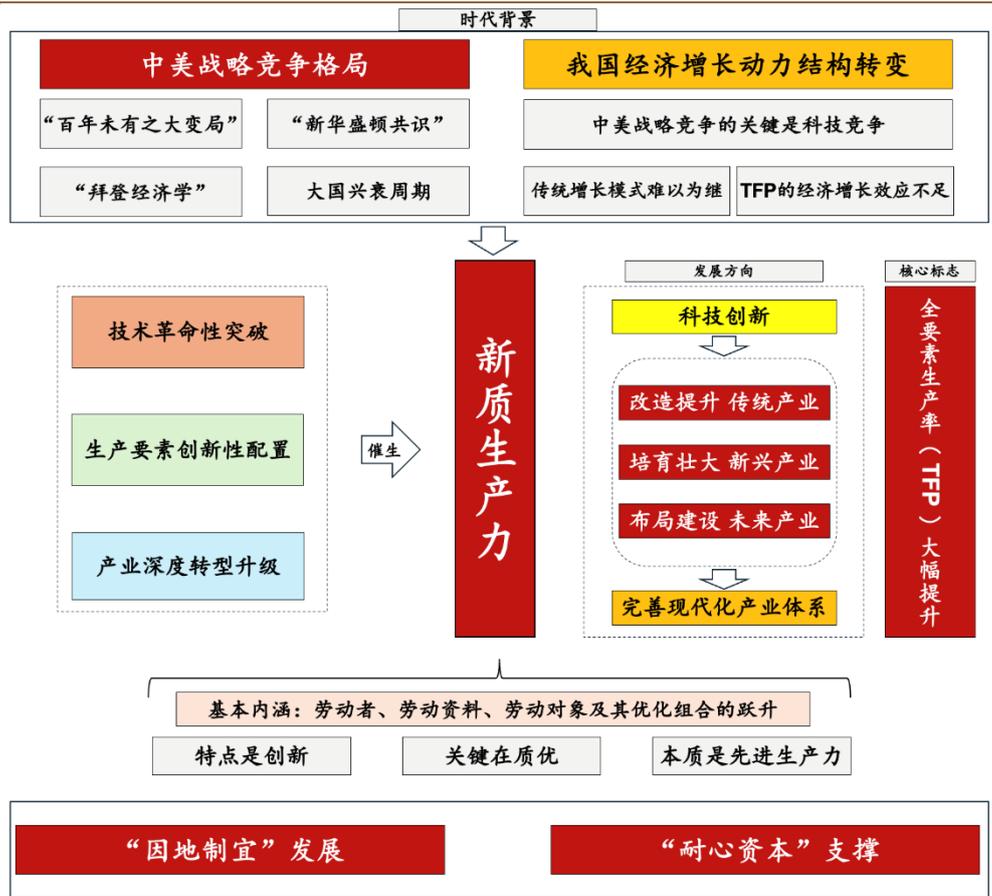
产业、布局建设未来产业仍是新质生产力发展的具体方向。我们在前期报告中指出，发展新质生产力是我国顺应新一轮科技革命和产业变革的必然选择，也是在中美战略竞争尤其是科技竞争中的破局之道，而全要素生产率（TFP）是理解和新质生产力的题眼（参见专题报告《中美战略竞争、TFP 与新质生产力》）。

- **外部来看**，百年变局加速演进，在中美战略竞争加剧的背景下，美国对华科技遏制措施不断升级，对华科技政策日趋强硬，科技领域成为中美战略竞争的“主战场”，科技竞争也已经成为这场战略竞争的核心焦点之一，“加强国家战略科技力量布局”即指向我国要在中美科技竞争中占据主动，继续保持科技创新并突破“卡脖子”核心技术难题；
- **内部来看**，随着中国经济进入全新的发展阶段，依赖巨量资本投入和人口红利驱动经济高速增长的传统模式已然难以为继，创新驱动的高质量发展正在成为经济发展的新主题。对于资本和劳动而言，虽然其内部仍然存在着结构性改善的机会，如不同行业的资本投入（资本结构的优化）、劳动的数量和质量（“人口红利”转向“人才红利”），资本和劳动要素中仍然包含着一定的增长潜力，但从大方向上看，大力提升全体及各行业的全要素生产率或大力发展“新质生产力”已经愈发成为中国经济实现高质量发展的必要路径。

特别地，本次政治局会议还强调了与新质生产力相关的“因地制宜”方法与“耐心资本”概念，这对应了新质生产力在空间和时间两个维度上的发展思路。

- **空间维度上**，“因地制宜发展新质生产力”是习近平于 2024 年 3 月 5 日在参加十四届全国人大二次会议江苏代表团审议时作出的重要论述。2024 年 4 月 23 日，习近平在新时代推动西部大开发座谈会上继续强调了“因地制宜发展新质生产力”。客观上看，各地资源禀赋、产业基础、科研条件等方面差异巨大，根据地方实情发挥禀赋优势才是科学合理发展新质生产力的路径。
- **时间维度上**，“耐心资本”指向了新质生产力发展过程中的长期主义，2023 年 7 月，国资委在地方国资委负责人国企改革深化提升行动研讨班上提出过国有资本要当好“长期资本”“耐心资本”“战略资本”的表述，侧重于推动国有资本集中于前瞻性战略性新兴产业。证监会于 2023 年 12 月 20 日召开的党委扩大会议亦提及“耐心资本”，侧重于资本市场投资端改革与中长期资金入市。本次政治局会议提及“耐心资本”或同时涉及一二级市场，对于一级市场而言，关键技术的早期突破往往需要大量且长期的资金支持，“耐心资本”指向 VC/PE 对于科技创新要素汇聚、科技创新生态构建的助力与引领。二级市场而言，长期投资和价值投资也是陪伴已上市科创企业穿越周期、健康发展的重要基石，也本身也符合会议中“多措并举促进资本市场健康发展”的提法，“耐心资本”的壮大后续如何具体落地值得紧密跟踪。

图 3：大国竞争、经济发展现实与“新质生产力”概念的生成



资料来源：中国政府网，德邦研究所

2.5. 扩内需：以设备更新、促消费、新型城镇化、民间投资为抓手

中共中央政治局会议强调，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。

我们在前期报告中论述过，针对我国当前“有效需求不足、部分行业产能过剩”的现实，供给侧的过剩是局部的、次要的，需求侧的疲弱才是普遍的、主要的，因此低通胀的破局关键是推动总需求回升（参见专题报告《如何弥合宏微观的“温差”？——名义 GDP 的重振之路》）。本次政治局会议关于如何扩大内需虽无明显的增量表述，但其指明了四大落脚点和主要抓手，具体而言：

1) 落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案或是最重要抓手。自 2023 年 12 月中央经济工作会议提出“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”以来，设备更新和消费品以旧换新“1+N”政策体系逐步形成，在国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的指引下，设备更新和消费品以旧换新成为扩大国内需求的有效途径。与此同时，传统产业提质增效本身亦是发展新质生产力的要求之一，在“新质生产力”的政策指引下，固定投资开始由建筑安装向设备购置切换，大规模设备更新政策效果逐步显现，2023 年 5 月以来，设备工器具购置增速开始明显领先于固定资产投资整体和其他分项增速，随着本轮设备更新的投资增速保持高增，传统行业低效设备退出与新兴行业先进设备更新或持续提速。

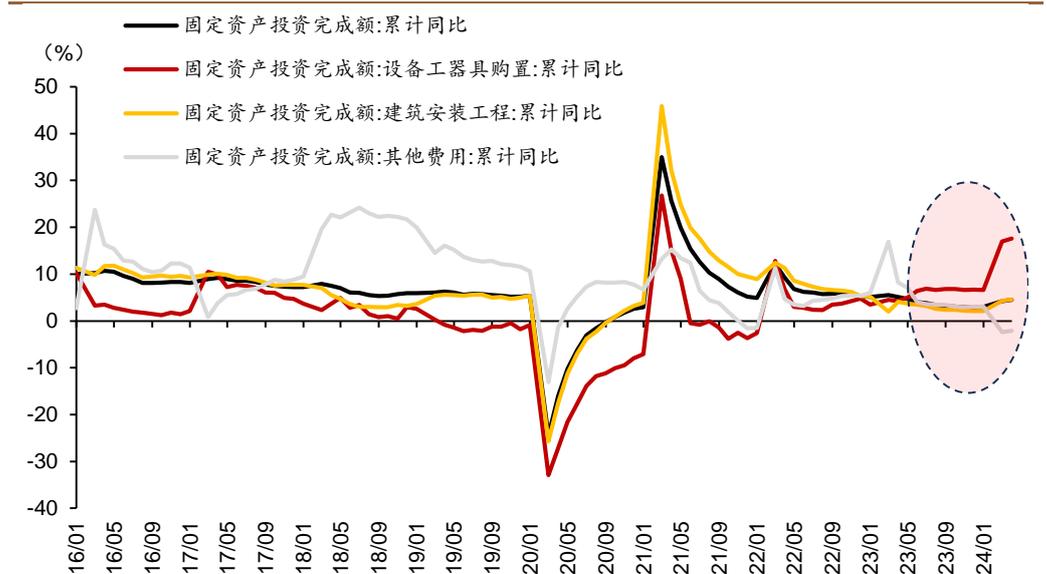
上周汽车以旧换新方案落地，根据我们此前测算（参见《总书记西部调研、汽车以旧换新落地与美国滞胀再现》），新车和二手车市场将合计带来 2510-4645 亿元的汽车消费规模提升，预计汽车以旧换新有望带动 2024 年限额以上消费品零售总额的 1.3%-2.5%。

2) 促消费落在新消费场景的生成与消费需求品质化、多元化和差异化上。短期而言，促进消费依赖于信心的提振与预期的改善，国家统计局公布的数据显示，目前我国的消费者信心指数、满意指数、预期指数仍处在历史低位，但自去年 6、7 月见底后处在温和抬升过程中，随着稳增长、促消费政策的不断加力，消费者信心及预期料将持续回暖；长期而言，名义经济增长的复苏、城乡居民收入的提升是增加居民消费能力的根基，而消费新场景、新业态是居民消费活力和潜力不断释放的催化剂。

3) 新型城镇化建设仍有较大空间，户籍制度改革或成这一进程中的关键。2024 年政府工作报告指出，“我国城镇化还有很大发展提升空间，要促进各类要素双向流动，形成城乡融合发展新格局”，根据联合国预测，到 2030 年中国城镇化水平将达 70.63%，但相比主要发达经济体（例如美国的 84.86%）仍有较大提升空间。政府工作报告同时明确“新型城镇化要处处体现以人为本”、“把加快农业转移人口市民化摆在突出位置”，户籍制度改革或成为城乡融合发展以及新型城镇化推进进程中的关键。

4) 规范实施 PPP 新机制，切实激发民间投资活力。受需求不足等因素影响，当前民企信心尚未完全恢复，叠加部分不合理的投资门槛、民企融资难融资贵等问题，民营企业投资积极性并不高，民间投资在固定资产投资中的比重自 2015 年的高点逐步回落。PPP 是缓解这一问题的重要工具，PPP 新机制的政策框架目前已基本建立，4 月 12 日，国家发改委宣布 PPP 新机制进入全面推进阶段，随着 PPP 新机制的规范实施，民企投资积极性或将受到带动，民间投资活力有望逐渐激活。

图 4：传统行业低效设备退出与新兴行业先进设备更新或持续提速



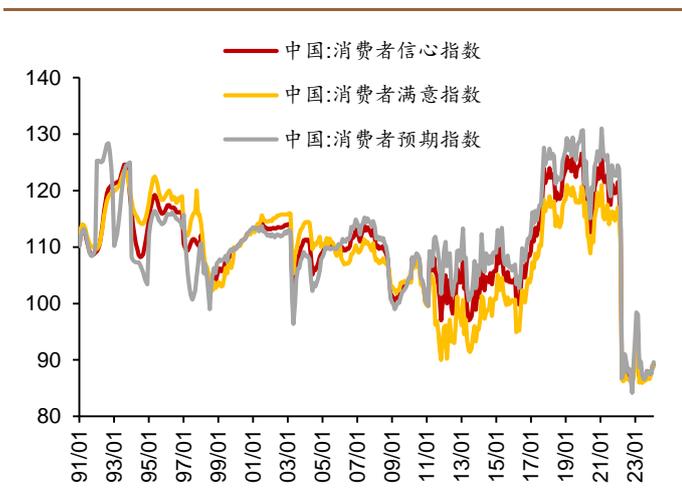
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：设备更新、消费品以旧换新行动政策脉络

| 时间 | 会议/文件 | 主要内容 |
|------------|--|---|
| 2023/12/12 | 中央经济工作会议 | 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 |
| 2024/2/20 | 发改委等部门发布《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024年版）》 | 将用能产品设备能效水平划分为先进水平、节能水平、准入水平三档。指导各地区和相关企业实施产品设备更新改造，鼓励更新改造后达到能效节能水平，并力争达到能效先进水平 |
| 2024/2/23 | 中央财经委员会第四次会议 | 推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新 |
| 2024/3/1 | 国务院常务会议 | 审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 |
| 2024/3/13 | 国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 | 方案提出，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。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；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%；报废汽车回收量较2023年增加约一倍，二手车交易量较2023年增长45%，废旧家电回收量较2023年增长30%。 |
| 2024/3/27 | 住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》 | 确定建筑和市政基础设施领域设备更新10项重点任务 |
| 2024/3/28 | 国务院推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议 | 李强总理强调，扎实推进设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，着力形成更新换代的内生动力和规模效应 |
| 2024/4/9 | 工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》 | 到2027年，工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，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%，工业大省大市和重点园区规上工业企业数字化改造全覆盖 |
| 2024/4/10 | 市场监管总局等七部门印发《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》 | 要求到2025年，完成制修订重点国家标准294项，其中2024年和2025年分别完成129项和165项 |
| 2024/4/12 | 商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》 | 到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，高效节能家电市场占有率进一步提升；报废汽车回收量较2023年增长50%，废旧家电回收量较2023年增长15%；到2027年，报废汽车回收量较2023年增加一倍，二手车交易量较2023年增长45%，废旧家电回收量较2023年增长30% |

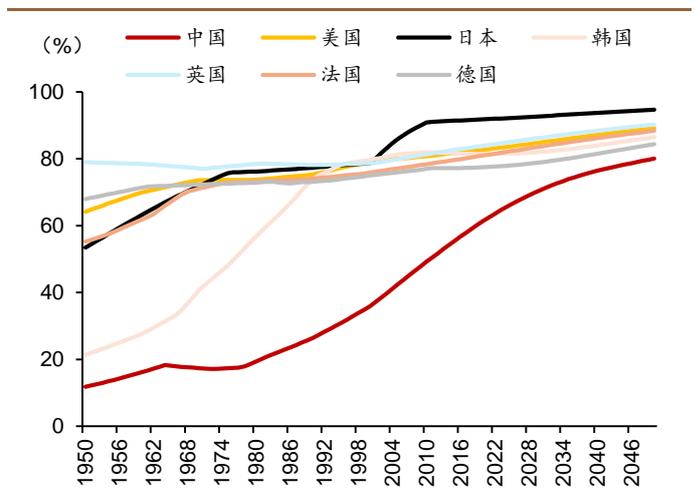
资料来源：中国政府网，德邦研究所

图 6：消费者信心与预期仍处历史低位，但自底部温和抬升



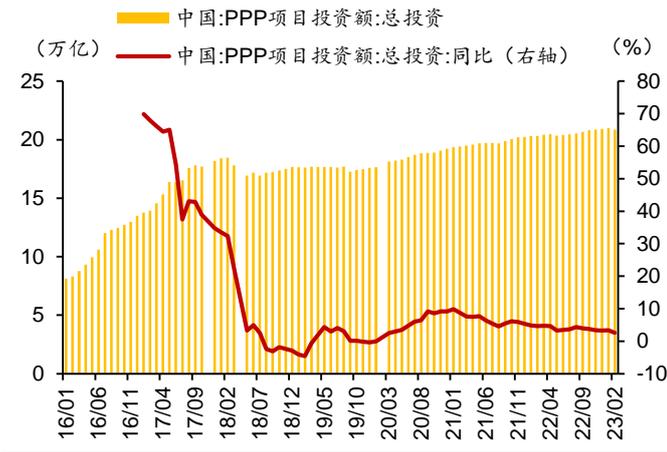
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：我国的城镇化率仍有很大提升空间



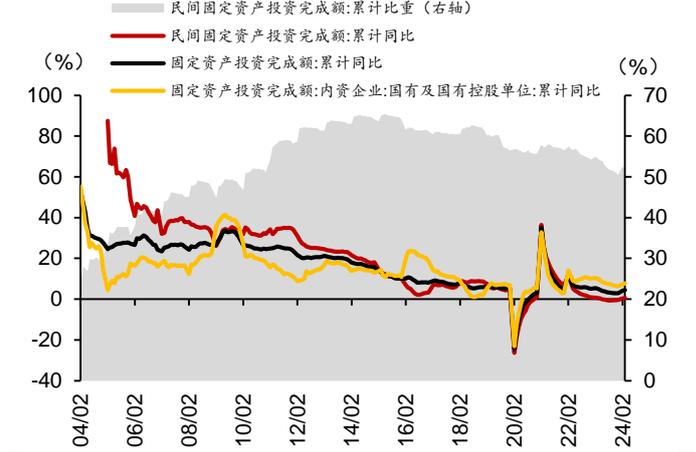
资料来源：UN，德邦研究所；年中居住在城市地区的人口百分比

图 8：全国 PPP 项目投资额变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：民间投资在固投中所占比重自 2015 年的高点逐步回落



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 区域经济日益成为高质量发展的政策抓手和统筹支撑

本次会议审议通过《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》。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。

近 5 年也曾多次在政治局会议上审议区域经济发展建设的意见和纲要，区域经济日益成为高质量发展的政策抓手和统筹支撑。如 2023 年 10 月的政治局会议审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》。2020 年 10 月的政治局会议审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》。

表 4：区域经济重点政策梳理

| | 《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》 | 《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》 | 《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》 |
|------|--|---|---|
| 日期 | 2024 年 4 月 30 日 | 2023 年 10 月 27 日 | 2021 年 10 月 21 日 |
| 背景 | 纷繁复杂的国际国内形势、新一轮科技革命和产业变革。 | 东北振兴战略实施 20 周年。 | “十三五”以来，成渝地区发展驶入快车道，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际分工体系面临系统性调整。 |
| 核心内容 | <p>发展关键：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。</p> <p>体制机制：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。</p> <p>经贸规则：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。</p> <p>统筹协调：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</p> | <p>战略支撑：要牢牢把握东北在维护国家“五大安全”中的重要使命，牢牢把握高质量发展这个首要任务和构建新发展格局这个战略任务，统筹发展和安全，坚持加大支持力度和激发内生动力相结合，强化东北的战略支撑作用。</p> <p>产业创新：要以科技创新推动产业创新，改造提升传统制造业，积极培育战略性新兴产业和未来产业，增强发展新动能。</p> <p>粮食保供：要发展现代化大农业，提高粮食综合生产能力，加强粮食稳产保供。</p> <p>能源基地：要加快发展风电、光电、核电等清洁能源，建设风光火核储一体化能源基地。</p> | <p>空间格局：中小城市和县城发展提速，大中小城市和小城镇优势互补、分工合理、良性互动、协调发展的城镇格局初步形成。</p> <p>基础设施：现代化多层次轨道交通网络初步建成，出渝出川四向通道基本形成。</p> <p>区域协同：区域协同创新体系基本建成，研发投入强度达到 2.5% 左右，科技进步贡献率达到 63%，科技创新中心核心功能基本形成。优势产业区域内分工更加合理。</p> <p>生态安全：环境突出问题得到有效治理，生态环境协同监管和区域生态保护补偿机制更加完善。</p> |

谱写长三角一体化发展新篇章。

基础教育：要大力发展基础教育，加大对东北高校办学支持力度，提高人口整体素质，以人口高质量发展支撑东北全面振兴。

资料来源：国务院等，德邦研究所

从近期总书记的调研足迹来看，从东部经济大省到中部六省再到西部地区，京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市群，东部、中部、西部、东北四大经济区，逐步形成全国“一盘棋”。比如，总书记在西部大开发座谈会上提到“创新跨地区产业协作和优化布局机制，有序承接产业梯度转移”“完善东西部协作机制”“更加主动服务对接区域重大战略，积极融入全国统一大市场建设，创新东中西部开放平台对接机制，深化与东中部、东北地区务实合作”。再如，总书记在中部崛起座谈会上提到“要加强与其他重大发展战略的衔接，更好融入和支撑新发展格局。加强与京津冀、长三角、粤港澳大湾区深度对接，加强与长江经济带发展、黄河流域生态保护和高质量发展的融合联动”。

长三角、中部地区、西部地区、粤港澳、京津冀合计占到全国 GDP 的近九成，区域经济旨在着眼中国式现代化这个大棋局上，于关键处逐一落子。未来，要发展新质生产力，实现全要素生产率大幅提升，必须把着力点放到加强改革系统集成、协同高效上来。在东部地区加快推进现代化、发挥“龙头”作用，中部地区加快崛起、撑起发展“脊梁”的同时，推动西部地区大开发形成新格局，有序承接产业梯度转移，优化产业布局。

表 5：全国承接产业转移示范区的 4 个典型案例

| 案例 | 优势 |
|-------------------|--|
| 皖江城市带承接产业转移示范区 | 示范区把承接产业转移与引导资源优化配置结合起来，引进京东方、长鑫电子、维信诺、联宝、蔚来、大众等一批国内外领军企业，布局建设一批百亿级重大项目，带动上下游企业快速集聚，形成“龙头企业—重大项目—产业链—产业集群”的产业发展路径，培育形成一批具有重要影响力的产业集群 |
| 重庆沿江承接产业转移示范区 | 充分发挥龙头企业“卫星效应”。充分发挥龙头企业在产业集群公共平台建设、知识创造与扩散、创新激励与带动、品牌扩展与声誉建立维护等方面的优势，发挥产业集聚效应，吸引一批行业相关企业及上下游配套企业跟进转移 |
| 湘南湘西承接产业转移示范区 | 明确示范区 6 市州产业承接重点，制定园区重点承接产业指导目录，引导示范区产业科学布局、错位发展，衡阳市重点承接装备制造和新能源产业，郴州市重点承接资源精深加工产业，永州市重点承接智能制造产业，邵阳市重点承接新型显示器件产业，怀化市重点承接汽车零部件产业，湘西州重点承接养殖业和新材料产业 |
| 晋陕豫黄河金三角承接产业转移示范区 | 培育主导产业集群示范区立足本地产业基础和资源禀赋特色，明确产业承接和发展方向，绘制主导产业招商图谱，重点围绕新材料、现代黄金、精细化工等主导产业，实施工业产业链提质工程，承接了一批产业关联度大、市场竞争能力强、辐射带动面广、产品附加值高的项目 |

资料来源：国家发展改革委微信公众号，德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 政策支持力度不及预期；
- (2) 政策落地执行不及预期；
- (3) 经济复苏进程不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

陈梦洁，硕士，德邦证券研究所资深宏观研究员。

戴琨，德邦证券宏观研究助理，上海财经大学经济学学士、金融硕士。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。