

2024年4月中央政治局会议解读

地产新部署

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 中央对当前经济形势的判断。**基本特征和趋势：“开局良好、回升向好”，“增长较快、结构优化、质效向好”。面临的挑战：“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”。重点领域风险隐患的关键线索在于房地产市场下行，对地方土地财政和银行资产质量造成冲击。国内大循环不顺畅，主要在于生产环节不能充分“满足人民群众多样化、高品质消费需要”，分配环节未能实现中等收入群体的壮大。中央提出的解决方案之一是深化改革“建设全国统一大市场”，更好发挥市场经济的基础性作用，本次会议审议的长三角一体化发展也正是对此的先行先试，或也将是三中全会的重要议题之一。对外部环境紧张用“明显上升”形容，面临欧美对我国优势产业发展施加阻力，未来外部环境收紧可能成为倒逼政策加码的催化剂。
- 中央对下一阶段政策的要求。**总体基调：“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”。一季度经济开局良好，政策仍将按照两会的安排继续推进，只要求节奏和方式的优化。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”。一季度广义财政支出同比下降1.5%，超长期特别国债项目可能尚未开始筛选推送。本次中央做出调整要求后，仍需关注作为财政发力堵点的项目储备问题和地方信用发动机放缓问题。货币政策：“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”。中央政治局会议中较少直接提及政策工具，本次确认了货币政策的大方向，但节奏上可能考虑汇率约束，降准是阻力相对较小的方向。政策组合：“做好宏观政策取向一致性评估”，“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”。可能与对地方化债方案的再审视有关。
- 中央对房地产政策的新部署。**“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。据CRIC统计，2023年末100城新建商品住宅库存周期升至224个月，达2010年有监测数据以来的次高点。房地产库存的结构性问题更为突出：高库存主要集中在三四线城市，且不少为推盘时间已久的老旧库存。三四线城市2023年大多已全面放开限购政策，仍未带动相关库存去化，可见消化存量房产并非易事。目前各地已开启先行先试，比如推行“以旧换新”、收购存量住房改作保障房。然而，前者支持的范围仅限改善性需求，后者需考虑租金能否覆盖融资成本。一个设想是，在中央统一规划下，各地城投分批次收购存量住房，转做保障房之用：商业银行以住房为抵押物发放贷款，利率水平不超过同期个人住房贷款；考虑保障房运营收入未必能够覆盖贷款利息，中央财政提供2%-3%贴息，并引入民间资本参与运营；央行可设立万亿以上规模的专项再贷款，为商业银行提供充足的资金。
- 宣布二十届三中全会的召开。**“更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效”。新一轮财税体制改革能否落地是二十届三中全会的前瞻点之一。“推动长三角一体化发展取得更大突破”。

风险提示：稳增长政策效果不及预期，房地产市场调整幅度超预期，地缘政治风险扩散等。

4月30日中共中央政治局召开会议，决定召开二十届三中全会、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》，中共中央总书记习近平主持会议。

本次对我们研究宏观经济提供了以下几点指引：

一、中央对当前经济形势的判断

基本特征和趋势：“开局良好、回升向好”，“增长较快、结构优化、质效向好”。

一季度中国实现 5.3% 的 GDP 增长，为完成全年增速目标打下良好基础。中央尤其肯定了经济增长的结构和质效，这主要体现在以下两方面经济数据中：

- 1) 一季度，中国高技术产业规模以上工业增加值同比增长 7.5%，快于整体的 6.1%；高技术产业固定资产投资同比增长 11.4%，快于整体的 4.5%，产业结构延续高质量发展态势。
- 2) 一季度，最终消费支出对 GDP 同比的贡献率达到 73.7%，高于 2022 年以前中枢水平，经济增长对于投资驱动的依赖有所下降。特别是，房地产业在名义 GDP 中的占比进一步下降至 6%，2021 年一季度的高点为 7.7%，为 2013 年以来最低。

面临的挑战：“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”。

- 1) 一季度中国产销率和产能利用率双双走低，意味着投资好于生产、生产好于销售，也就是存在有效需求不足的问题。
- 2) 由于低物价状态的延续，一季度中国名义 GDP 仅增长 4.2%，形成经济的体感温差。这意味着企业“增收不增利”，一季度国内增值税同比下降 7.1%，我们利用规模以上工业企业经济效益数据计算的 ROA 进一步下行至 4.68%，为 2005 年相关数据公布以来的新低。
- 3) 重点领域风险隐患，主要指地方政府债务风险、房地产企业信用风险、中小银行经营风险，而其中的关键线索在于房地产市场下行，对地方土地财政和银行资产质量造成冲击。
- 4) 国内大循环不顺畅，是从“生产-分配-流通-消费”的过程存在不匹配问题，生产不能充分“满足人民群众多样化、高品质消费需要”，分配环节未能实现中等收入群体的壮大。中央提出的解决方案之一是深化改革“建设全国统一大市场”，更好发挥市场经济的基础性作用，本次会议审议的长三角一体化发展意见也正是对此的先行先试。
- 5) 对外部环境紧张用“明显上升”形容，近期美国国务卿布林肯就所谓“中国产能过剩”表达关切，美国被爆正起草可能切断中国一些银行与全球金融体系联系的制裁措施，欧盟对中国电动汽车发起反补贴调查等，均对我国优势产业发展施加阻力。畅通内循环更显紧迫，未来外部环境收紧可能成为倒逼政策加码的催化剂。

二、中央对下一阶段政策的要求

总体基调：“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”。

一季度经济开局良好，政策总体仍将按照两会的安排继续推进，只要求节奏和方式的优化。

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”。

超长期特别国债的项目储备早在去年 12 月就开始进行，初期市场预期二季度发行，6 月前后落地。但据发改委 4 月 17 日新闻发布会，目前正在制定行动方案。换言之，项目可能尚未开始筛选推送，发行和落地或将在三季度。

一季度新增专项债发行规模仅 6000 多亿元，不及去年同期半数，从目前各省的专项债发行计划来看，预计 4-6 月将发行新增专项债 1.2 万亿，如果按此进度，今年上半年新增专项债发行规模将比去年少 4000-5000 亿。

一季度广义财政支出同比下降 1.5%，财政发力节奏偏慢。本次中央做出调整要求后，财政在稳增长中的作用预计将得到提升，但仍需关注作为财政发力堵点的项目储备问题和地方信用发动机放缓问题。

货币政策：“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”。

中央政治局会议中较少直接提及政策工具，当前从企业经营压力增大、配合政府债券发行提速的角度，以及从实际利率偏高（2023 年四季度一般贷款名义利率降至 4.35% 的历史低位，但同期 GDP 平减指数为 -1.43%，对应的实际利率或已超出当前中国潜在 GDP 增速，不利于内生融资需求充分释放）的现实出发，都完全有必要进一步降准、降息，中央本次也确认了货币政策的大方向。

但节奏上可能考虑汇率约束。4 月 10 日以来，美联储降息预期修正带动美元走强，造成新兴市场货币普遍承压，而人民币对美元贬值幅度在主要货币中是最小的，这在一定程度上形成了对货币宽松的掣肘。从这一考虑出发，降准可能是阻力相对较小的方向，且更加契合配合政府债券发行的需要。

政策组合：“做好宏观政策取向一致性评估”，“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”。

去年年底的中央政治局会议和中央经济工作会议就提出了“增强宏观政策取向一致性”，避免收缩性政策及其相互叠加。本次会议提出做好评估，可能与对地方化债方案的再审视有关。

1 月下旬，国务院印发《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》的通知（国办发〔2023〕47 号）。要求 12 个重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，以控制债务风险。3 月上旬，国务院办公厅下发 14 号文《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》，核心内容是 12 个重点省份之外的 19 个省份，可自主选择辖区内债务负担重、化债难度高的地区，获批后参照 12 个重点省份的相关政策化债。

我们估算，12 个重点省市在全国基建投资中约占四分之一，若 2024 年重点省份基建投资同比回落 5% 到 10%，将拖累全国基建投资下滑 1.3-2.5 个百分点。按照本次会议“既真正压降债务、又能稳定发展”的要求，上述化债办法或有调整松动的空间。

三、中央对房地产政策的新部署

“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。

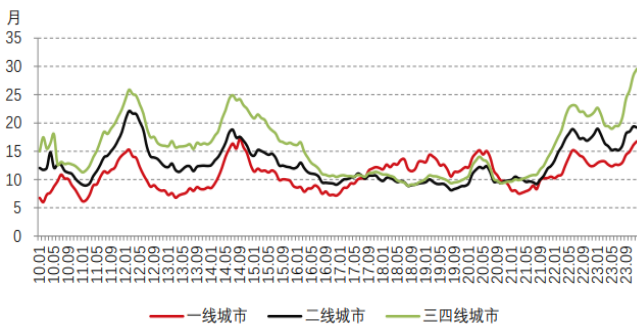
这主要是基于商品房库存去化周期偏长，导致房地产企业销售回款不畅、经营被动收缩的现状。据 CRIC 统计，2023 年年初全国 100 城新建商品住宅去库存周期（或存销比）约 18.9 个月，年末升至 22.4 个月，达 2010 年有监测数据以来的历史次高点（仅低于 2012 年 2 月的 22.8 个月）。去化周期拉长不仅是分母端库存规模偏大导致的，更重要的原因在于分子端房地产销售的持续“寻底”。

房地产库存的结构性问题更为突出：高库存主要集中在三四线城市，且不少为推盘时间已久的老旧库存。据 CRIC 统计，2023 年末一、二、三四线城市的新建商品住宅存销比分别为 16.7 个月、19.2 个月和 29.5 个月；2023 年末，重点 56 城库存中，2020 年及之前的库存占比约 38%，2018 年及之前的库存占比约 19%。库存积压并非一日之功，高库存的区域缺乏产业支撑、人口外流，周边配套设施也有不足。尤其是，三四线城市 2023 年大多已全面放开限购政策，仍未带动相关库存去化，可见消化存量房产并非易事。

各地已开启先行先试，比如推行“以旧换新”促进新房和二手房良性循环，或是收购存量住房改作保障房。然而，前者支持的范围仅限改善性需求，后者需考虑租金能否覆盖融资成本。考虑到地方政府面临着土地减收与债务化解压力，我们认为，“消化存量房产”政策需多方共同努力，解决资金难题。

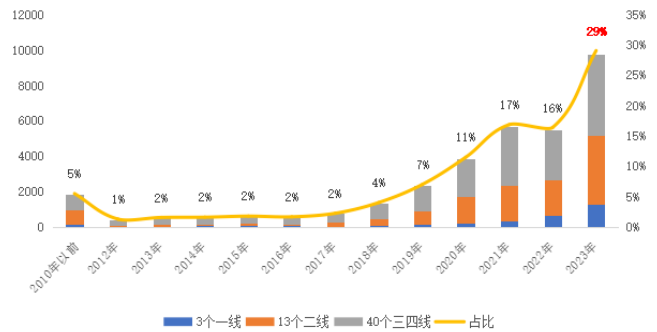
一个设想是，在中央统一规划下，各地城投分批次收购存量住房，转做保障房之用。首先，商业银行以住房为抵押物发放贷款，利率水平不超过同期个人住房贷款（2023年12月为3.97%）。其次，综合考虑运营成本、空置率及租金回报率（诸葛找房监测的重点50城2023年租金回报率约1.95%），保障性住房的运营收入未必能够覆盖贷款利息成本，可由中央财政提供2%-3%贴息，并引入民间资本参与运营。最后，央行可设立万亿以上规模的专项再贷款，为商业银行提供充足的资金。

图表1 全国100城新建商品住宅去化周期



资料来源: CRIC, 易居研究院, 平安证券研究所

图表2 2023年末重点56城住宅库存分布(按供应时间)



资料来源: CRIC, 平安证券研究所; 注: 左轴单位为万平方米, 占比对应于右轴

四、 宣布二十届三中全会的召开

“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。”

根据历届三中全会的惯例，会议将主要突出某一重点领域改革，以此来实现中国特色社会主义制度的完善和发展。比如，十八届三中全会提出了全面深化改革的总体目标，以及如何将全面深化改革贯彻到“五位一体”的总体布局当中；十九届三中全会则围绕党和国家机构改革进行了战略部署。翘首以盼，二十届三中全会将“更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效”。去年年底中央经济工作会议中提出，要谋划新一轮财税体制改革，其能否落地是二十届三中全会的前瞻点之一。

“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。”

长三角包括上海、江苏、浙江和安徽四个省级行政区域，经济体量约占全国四分之一，是中国经济的重要增长极。推进长三角一体化的关键在于：一是，加强科技创新和产业创新跨区域协同。加强各省之间的经济联动，促进科技创新和产业融合，催生新产业新业态新模式，培育经济新动能。二是，加快完善一体化发展体制机制。打破地区分割和行政壁垒，加强各类交通网络基础设施标准跨区域衔接，和推进跨区域共建共享。三是，积极推进高层次协同开放。要促进长三角一体化发展和共建“一带一路”高质量发展深度融合，推动长三角优势产能、优质装备、适用技术和标准“走出去”。

图表3 历届三中全会回顾

会议名称及召开时间	主要内容
十一届三中全会（时间：1978年12月）	全会彻底否定“两个凡是”的方针，重新确立解放思想、实事求是的指导思想，实现了思想路线的拨乱反正。全会决定，全党工作的着重点应该转移到社会主义现代化建设上来。全会作出了实行改革开放的新决策。
十二届三中全会（时间：1984年10月）	全会一致通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》。这个决定阐明了加快城市为重点的整个经济体制改革的必要性、紧迫性，规定了改革的方向、性质、任务和各项基本方针政策，标志着改革从农村走向城市。
十三届三中全会（时间：1988年9月）	全会同意了中央政治局提出的治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革的指导方针和政策、措施。治理经济环境，主要是压缩社会总需求，抑制通货膨胀。整顿经济秩序，就是要整顿目前经济生活中特别是流通领域中出现的各种混乱现象。
十四届三中全会（时间：1993年11月）	勾画社会主义市场经济体制的基本框架。全会指出，社会主义市场经济体制是同社会主义基本制度结合在一起的。建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。要进一步转换国有企业经营机制，建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。
十五届三中全会（时间：1998年10月）	全会强调，以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度，以劳动所得为主和按生产要素分配相结合的分配制度必须长期坚持。
十六届三中全会（时间：2003年10月）	完善社会主义市场经济体制。全会通过了《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确了主要任务，提出坚持以人为本，树立全面、协调、可持续的发展观，促进经济社会和人的全面发展。
十七届三中全会（时间：2008年10月）	会议审议通过《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，确立了推进农村改革的基本目标任务。
十八届三中全会（时间：2013年11月）	会议审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出全面深化改革的总体目标是完善和发展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，系统性阐释了经济体制、政治体制、文化体制、社会体制和生态文明体制的改革要点。
十九届三中全会（时间：2018年2月）	全会提出，深化党和国家机构改革是推进国家治理体系和治理能力现代化的一场深刻变革。党和国家机构职能体系是中国特色社会主义制度的重要组成部分，是党治国理政的重要保障。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，房地产市场调整幅度超预期，地缘政治风险扩散等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层