



报告日期：2024年5月6日

国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2 季度央行大概率继续降准或降息

——4. 30 政治局会议解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 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》。我们解读如下：

风险因素

1. 我国内需走弱程度超预期；
2. 美国宏观经济下滑幅度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP 增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
2. 英大宏观评论（20240221）2 季度 CPI 均值大概率高于 1 季度，2024 年 PPI 大幅上行概率较低
3. 英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是 2024 年工作重点，中短期内我国 PPI 当月同比难以大幅上行
4. 英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
5. 英大宏观评论（20231212）2024 年 GDP 增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是 2024 年货币政策的主基调
6. 英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来 4-5 年我国货币政策力度总体不弱
7. 英大宏观评论（20231026）增发万亿国债对我国宏观经济与资本市场的影响分析
8. 英大宏观评论（20230817）7 月大概率是 CPI 当月同比的年内低点，高 M2 同比与低 CPI 同比并存是中外常态
9. 英大宏观评论（20230731）“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件
10. 英大宏观评论（20230724）3 季度我国宏观经济压力犹存，不排除央行在下半年降准或降息的可能

年度展望报告

1. 英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

➤ 一、生产力与生产关系之间的矛盾，需要通过改革与开放来解决；

➤ 二、经济持续回升向好但仍面临诸多挑战，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升；

➤ 三、坚持乘势而上，避免前紧后松，2 季度央行大概率继续降准或降息；

➤ 四、落实好大规模设备更新助推制造业投资增速，消费增速还面临一定制约因素；

➤ 五、国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，未来产业发展需要壮大耐心资本；

➤ 六、5-7 月房地产投资大概率继续承压，房地产高质量发展是高质量发展的重要组成部分。

目录

一、生产力与生产关系之间的矛盾，需要通过改革与开放来解决	3
二、经济持续回升向好但仍面临诸多挑战，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升	4
三、坚持乘势而上，避免前紧后松，2 季度央行大概率继续降准或降息	7
四、落实好大规模设备更新助推制造业投资增速，消费增速还面临一定制约因素	9
五、国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，未来产业发展需要壮大耐心资本	12
六、5-7 月房地产投资大概率继续承压，房地产高质量发展是高质量发展的重要组成部分	14



事件：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》。

解读：

一、生产力与生产关系之间的矛盾，需要通过改革与开放来解决

与以往主题为“分析研究当前经济形势和经济工作”的政治局会议相比，4.30政治局会议的一个不同之处是，在“分析研究当前经济形势和经济工作”这一环节之前，增加了“决定召开二十届三中全会”这一环节。4.30政治局会议通稿提出，“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”。因此，在分析研究当前经济形势和经济工作之前，4.30政治局会议用了685字，全文占比达26.89%的篇幅来阐述“改革（开放）”的必要性以及进一步全面深化改革的路径。

4.30政治局会议对改革的重要定性论断有以下三点：**一是**“改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝”；**二是**“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”；**三是**“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”。

我们认为，对改革（开放）的理解，可以结合“一个中心，两个基本点”这一社会主义初级阶段基本路线来理解。“一个中心，两个基本点”完整的表述是：以经济建设为中心，坚持四项基本原则，坚持改革开放。其中，“以经济建设为中心”代表的是生产力方面，而“坚持四项基本原则”代表的是生产关系方面，而“坚持改革开放”则对“以经济建设为中心”以及“坚持四项基本原则”形成有力支撑，是“一个中心，两个基本点”这一社会主义初级阶段基本路线不可分割的组成部分。

4.30政治局会议三次明确提及“生产力”：**一是**“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”；**二是**“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”；**三是**“会议强调，要因地制宜发展新质生产力”。我们认为，改革开放本质上是理顺生产关系，解放与发展生产力。

4.30政治局会议提出，“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”。**首先看“生产关系和生产力”**。从生产力与生产关系的辩证关系原理看，生产力决定生产关系，生产关系反作用于生产力。其中，生产关系对生产力的影响主要表现在两个方面：当生产关系适应生产力发展时，它将促进生产力的发展；当生产关系不符合生产力发展需求时，它将阻碍生产力的发展。从这一点看，改革（开放）的对象主要是生产关系，具体而言，是改变不符合生产力发展需求的生产关系。在方法论上，要求我们尊重社会发展的客观规律，树立改革创新意识，不断调整生产关系不适应生产力的方面和环节，使生产关系适应生产力的发展。**其次看“上层建筑和经济基础”**。经济基础决定上层建筑。经济基础决定上层建筑的产生、性质；经济基础决定上层建筑的变革。上层建筑对经济基础具有反作用。当上层建筑适合经济基础状况时，它促进经济基础的巩固

固和完善；当它不适合经济基础状况时，会阻碍经济基础的发展和变革。上层建筑一定要适合经济基础状况。在方法论上，要求我们尊重社会发展的客观规律，树立改革创新意识，不断调整上层建筑不适应经济基础的方面和环节，使上层建筑适应经济基础。

鉴于改革开放的重要地位，4.30 政治局会议强调：**对内**，“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”；**对外**，“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”。

二、经济持续回升向好但仍面临诸多挑战，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升

在经济工作取得的成绩方面，4.30 政治局会议指出，“巩固和增强经济回升向好态势”，“经济实现良好开局”。这一研判最主要的依据是：1 季度 GDP 不变价当季同比录得 5.30%，高于预期 0.40 个百分点，较 2023 年 4 季度上行 0.10 个百分点，较 2023 年 1 季度高出 0.80 个百分点。这一研判的辅助依据有两点：**一是** 1-3 月制造业固定资产投资完成额累计同比录得 9.90%，持续 7 个月上行，创 2022 年 10 月以来新高；**二是** 1-3 月基础设施建设（不含电力）固定资产投资完成额累计同比录得 6.50%，持续 3 个月上行，创 2023 年 8 月以来新高。在取得成绩的同时，也要看到 1 季度经济数据依旧存在些许不足之处，主要有以下三点：**一是** 1 季度 GDP 现价当季同比录得 4.18%，仅较前值上行 0.02 个百分点，且较 2023 年 1 季度下行 1.03 个百分点；**二是** 1-3 月 PPI 当月同比分别录得 -2.50%、-2.70%、-2.80%，1-3 月 PPI 累计同比分别录得 -2.50%、-2.60%、-2.70%，总体呈下行趋势，在价格角度表明工业需求较为疲弱；**三是** 1 季度我国工业产能利用率、制造业产能利用率分别录得 73.60%、73.76%，分别较前值大幅下行 2.30、2.24 个百分点，均创 2020 年 2 季度以来新低，表明工业与制造业面临一定压力。

图 1：2022 年 4 季度起，GDP 现价当季同比持续低于 GDP 不变价当季同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4.30 政治局会议指出，“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”。2023 年中央经济工作会议的相应提法则是“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、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”。二者的联系与区别主要有以下七点：**一是**“经济持续回升向好仍面临诸多挑战”对应“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战”，从“诸多”这一提法看，4.30 政治局会议认为“困难和挑战”有所增加，体现出一定的不乐观色彩；**二是**“主要是有效需求仍然不足”对应“主要是有效需求不足”，基本内容无差异；**三是**增加“企业经营压力较大”的表述；**四是**“部分行业产能过剩”与“社会预期偏弱”这两个表述未出现在 4.30 政治局会议通稿之中；**五是**“重点领域风险隐患较多”对应“风险隐患仍然较多”，表述更为聚焦，基本内容无大的差异；**六是**“国内大循环不够顺畅”对应“国内大循环存在堵点”，表述相对温和；**七是**“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”对应“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，“明显”二字表明 4.30 政治局会议对外部环境的担忧程度上升。

4.30 政治局会议所指的“有效需求仍然不足”，主要体现在以下三点：**一是**3 月出口金额累计同比录得 1.50%，连续 2 个月累计下行 6.70 个百分点，与此同时，3 月出口金额当月同比仅录得-7.50%，时隔 4 个月重返负值区间；**二是**3 月房地产开发投资完成额累计同比录得-9.50%，较前值下行 0.50 个百分点；**三是**3 月社会消费品零售总额累计同比录得 4.70%，较 2023 年全年下行 2.50 个百分点。

图 2：当前我国工业企业利润增速依旧承压（%）



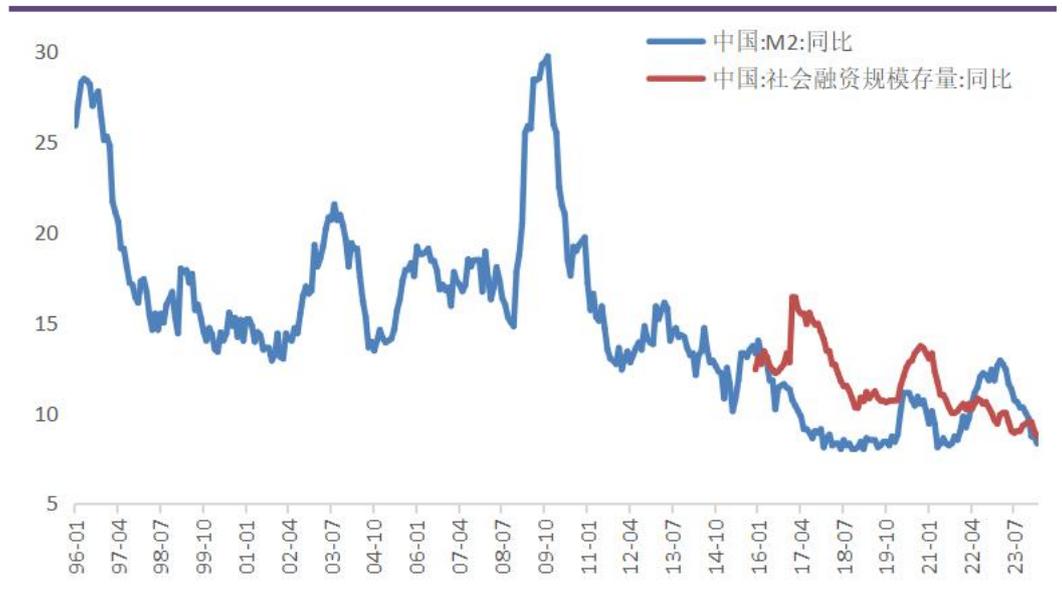
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4.30 政治局会议所指的“企业经营压力较大”，主要体现在工业企业利润情况上：3 月工业企业利润总额累计同比录得 4.30%，较前值下行 5.90 个百分点，与此同时，3 月工业企业利润总额当月同比录得-3.50%，时隔 5 个月（剔除掉 1 月与 2 月，因其数据缺失）

再次进入负值区间，与之相对应，3月工业企业利润总额当月值绝对读数为5914.70亿元，较2023年3月下行380.6亿元，为近4年同期新低，表明当前我国工业企业利润增速依旧承压。

4.30政治局会议所指的“国内大循环不够顺畅”，主要体现在以下两点：一是3月M2同比录得8.30%，较前值下行0.40个百分点，持平于2021年9月，为2021年9月以来低点，此外，3月社会融资规模存量同比录得8.70%，较前值下行0.30个百分点，创2003年12月有数据记录以来新低，表明实体经济融资需求十分疲弱；二是3月商品房销售面积累计同比录得-19.40%，虽然较前值上行1.10个百分点，但是较2023年12月大幅下行10.90个百分点，表明商品房需求十分疲弱。

图3：M2同比与社会融资规模存量同比位于历史低位，表明融资需求十分疲弱（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图4：1季度美国GDP增速创新低，可能对我国出口增速产生短期冲击（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



4.30 政治局会议所指的“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”，主要体现在以下三点：**一是**1 季度美国 GDP 不变价环比折年率仅录得 1.60%，较前值下行 1.80 个百分点，创 2022 年 3 季度以来新低，表明美国宏观经济压力加大，并可能对我国出口增速产生短期冲击；**二是**“俄乌冲突”、“巴以冲突”以及“伊以冲突”难言得到完全解决，甚至有加剧的倾向，对全球地缘政治形成压力；**三是**美国国内反战情绪严重，大概率影响拜登的选情，而一旦特朗普上台，美国政府的注意力可能从中东地区转移至亚太地区，届时我国面临的压力可能会加大。

三、坚持乘势而上，避免前紧后松，2 季度央行大概率继续降准或降息

针对宏观政策，4.30 政治局会议提出“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”的主基调。

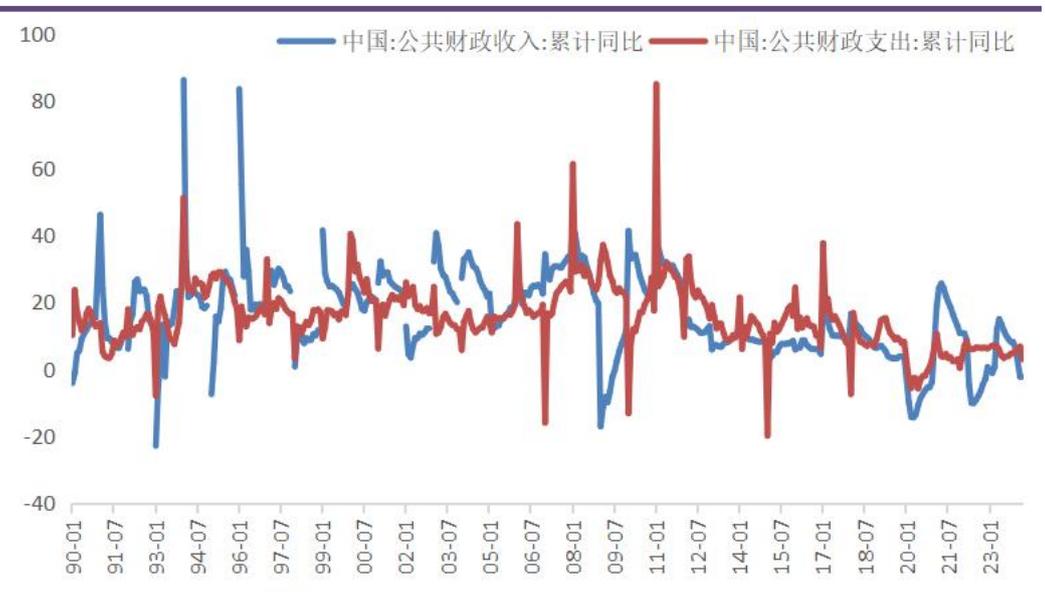
首先看“坚持乘势而上”。这里的“势”，包括两个方面：**一是**宏观经济方面，2023 年 3 季度至 2024 年 1 季度的 GDP 不变价同比稳步上行；**二是**宏观政策方面，2023 年 10 月财政部推出万亿国债，2024 年 1 季度央行降准降息，宏观政策总体维持宽松态势。“坚持乘势而上”意味着 2-3 季度宏观政策力度大概率不弱，且维持一定强度。

其次看“避免前紧后松”。针对这一点，有两个问题需要厘清。**第一个问题是**，如何理解“紧”和“松”？“紧”可以理解为宏观政策的“紧”，也就是“紧缩”宏观政策，具体体现为“紧缩”的财政政策与货币政策，也可以理解为行动上的“紧”，工作干劲上的“紧”，也就是说，要加大宏观政策的实施力度，体现在行动上，是实行“宽松”与“积极”的宏观政策。与之相对应，“松”可以理解为宏观政策的“松”，也就是“宽松”宏观政策，具体体现为“宽松”的财政政策与货币政策，也可以理解为行动上的“松”，工作干劲上的“松”，也就是说，要收紧宏观政策的实施力度，体现在行动上，是实行“紧缩”的宏观政策。**第二个问题是**，如何理解“避免前紧后松”？也就是说，我们要避免的是“前紧”，还是“后松”？还是说要同时避免“前紧”与“后松”？考虑到 4.30 政治局会议指出，“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，“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”。我们的理解是，工作干劲要“紧”，宏观政策要“松”。此外，结合 4.30 政治局会议的主基调，以及当前宏观经济环境，尤其是“坚持乘势而上”这一表述，我们可以理解“避免前紧后松”的表述是要加大宏观政策实施力度。

4.30 政治局会议提出“确保基层‘三保’按时足额支出”。基层“三保”指的是保基本民生、保工资、保运转支出。这一表述来源于《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》。该报告提出，强化资金和政策支持，保障基层财政平稳运行，为地方特别是县区全面落实退税减税降费政策、确保基层“三保”提供有力保障。在此后的 7 次政治局会议中，仅 2023 年的 7.24 政治局会议提及基层“三保”，强调“要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层‘三保’底线，扩大中等收入群体”。此次 4.30 政治局会议再次提及基层“三保”，容易让人联想到新冠肺炎疫情期间的“六稳六保”中的“六保”。“六保”指的是“保居民就业、保基本民生、

保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。基层“三保”与“六保”的联系如下：“保基本民生”相同，“保运转支出”与“保基层运转”基本一致，“保工资”对应的则是“保居民就业”与“保市场主体”。基层“三保”与“六保”的区别如下：基层“三保”不涉及“保粮食能源安全”与“保产业链供应链稳定”。此次4.30政治局会议再次提及基层“三保”，一个可能的原因是当前我国财政收支依旧面临较大压力。3月公共财政收入累计同比录得-2.30%，而3月公共财政支出累计同比录得2.90%，二者之间的差值为5.20个百分点，与此同时，1-3月财政赤字为8979.00亿元，在历年同期中仅低于2020年1-3月的9300.00亿元。在此背景下，确保基层“三保”按时足额支出就十分有必要。

图 5：当前我国财政收支依旧面临较大压力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

430 政治局提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，据此推断，中短期内央行大概率降息以及降准。单在实体经济层面，降息与降准也存在较强的必要性。**第一**，3月M2同比录得8.30%，较前值下行0.40个百分点，持平于2021年9月，为2021年9月以来低点，此外，3月社会融资规模存量同比录得8.70%，较前值下行0.30个百分点，创2003年12月有数据记录以来新低，表明实体经济融资需求十分疲弱。**第二**，3月商品房销售面积累计同比录得-19.40%，虽然较前值上行1.10个百分点，但是较2023年12月大幅下行10.90个百分点，表明商品房需求十分疲弱。**第三**，3月出口金额当月同比录得-7.50%，重返负增长区间，虽然4月大概率录得正增长，但是中短期依旧面临压力。**第四**，3月PPI当月同比连续2个月承压下行至-2.80%，与之相对应，1季度我国工业产能利用率与制造业产能利用率均创新低，表明当前我国宏观经济依旧承压。**综上**，我们坚持在《英大证券宏观评论：“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行（20231219）》中“2季度我国央行大概率还将降准或降息一次”的判断。

图 6：1 季度我国工业产能利用率与制造业产能利用率均创新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

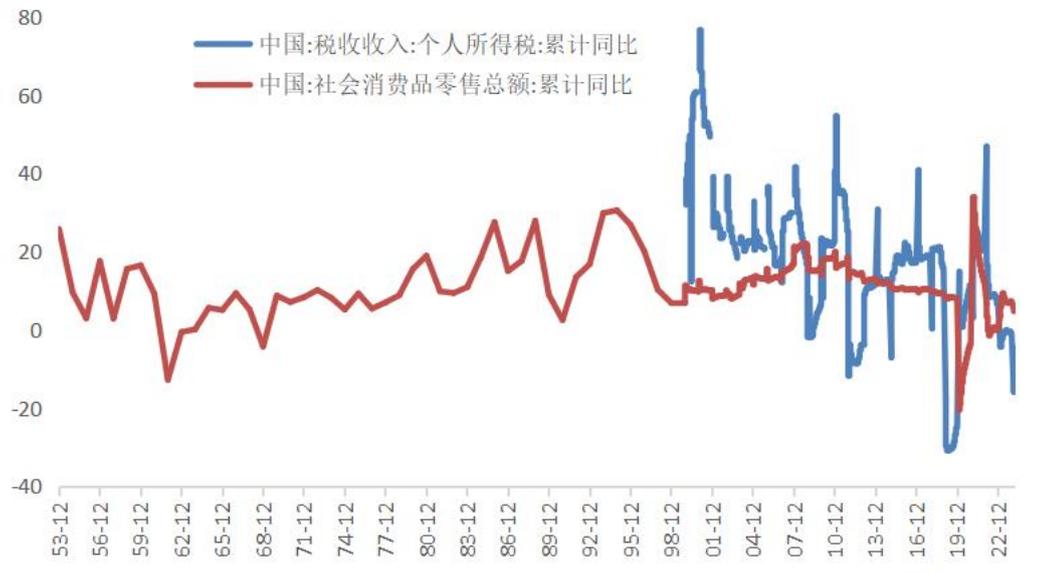
四、落实好大规模设备更新助推制造业投资增速，消费增速还面临一定制约因素

4. 30 政治局会议指出“要积极扩大国内需求”。与以往一样，积极扩大国内需求的着力点有两个：一个是承担“基础性作用”的消费，而另一个是承担“关键作用”的投资。从以往的经验看，政治局会议以及中央经济工作会议对消费的表述要“重”于投资，但是从 4. 30 政治局会议对二者的表述看，投资与消费“平分秋色”。我们具体分析如下。4. 30 政治局会议针对“要积极扩大国内需求”提出了四条举措：**第一条为“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”**，同时提及投资与消费，且投资位于消费的前面；**第二条为“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”**，仅涉及消费；**第三条为“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”**，同时提及投资与消费，但消费位于投资的前面；**第四条为“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”**，仅涉及投资。可见，4. 30 政治局会议赋予投资与消费同样的权重。

针对消费，4. 30 政治局会议提出“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”，对促消费打出了“组合拳”。值得指出的是，4. 30 政治局会议提出“织密扎牢社会保障网”，这在以往历次“分析研究当前经济形势和经济工作”的政治局会议中很少提出。2017 年以来，仅 2020 年 4. 17 政治局会议提出“要完善社会保障，做好低保工作，及时发放价格临时补贴，确保群众基本生活”，大背景是彼时发生新冠肺炎疫情的冲击。从消费数据看，3 月社会消费品零售总额累计同比录得 4. 70%，较前值下行 0. 80 个百分点；3 月社会消费品零售总额累计同比录得 3. 10%，较前值下行 2. 40 个百分点。诚然，当前消费增速面临一定利多因素，比如 1 季度居民人均年可支配收入累计实际同比录得 6. 20%，创 2022 年 3 月以来新高，但是我们要看到，消费增速还面临一定的制约因素。我们从个人所得税角度来看，进入 2023 年，个人所得税税收收入累计同比进入负值区间，全年 12 个月均录得负增长，2023 年全年录得-1. 0%。在 2023 年全年负增长的背景下，2024 年情况并未好转：2024 年 2 月、3 月个人所得税税收收入累计同比

分别录得-15.90%、-4.50%。从这个角度看，1季度居民收入增速还是面临一定压力，并不能对1季度社会消费品零售总额累计同比形成有力支撑。

图7：个人所得税累计同比位于负值区间，不能对1季度消费增速形成有力支撑(%)

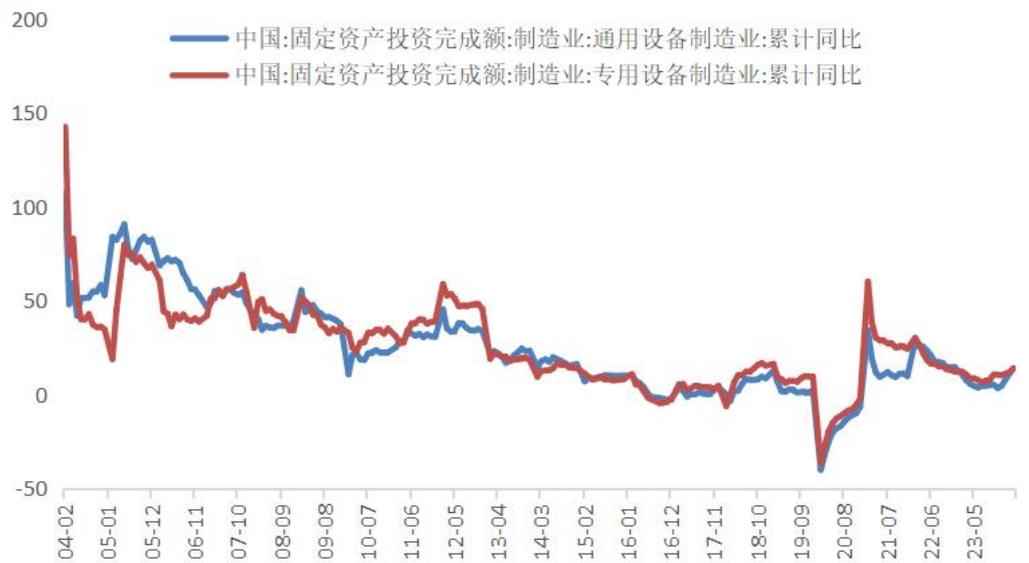


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

1季度我国宏观经济的最大支撑项是制造业投资：2月、3月制造业固定资产投资完成额累计同比分别录得9.40%、9.90%，呈稳步上升走势，且创2022年10月以来新高。在1-3月PPI当月同比分别录得-2.50%、-2.70%、-2.80%的基础上，按理说制造业固定资产投资完成额累计同比是承压的。但是2024年1-3月制造业投资走势并不符合我们此前提出的经验规律。原因究竟在哪里？

4.30政治局会议提出，“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”。2024年2月23日中央财经委员会第四次会议提出，“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本”。3月7日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出要实施设备更新行动，具体包括四项：**一是**推进重点行业设备更新改造；**二是**加快建筑和市政基础设施领域设备更新；**三是**支持交通运输设备和老旧农业机械更新；**四是**提升教育文旅医疗设备水平。我们认为大规模设备更新对制造业投资增速起到了较强的提振作用。这一判断的依据有两点。**第一**，3月通用设备制造业、专用设备制造业固定资产投资完成额累计同比分别录得13.90%、14.10%，分别创2023年2月、2022年10月以来新高，分别较制造业固定资产投资完成额累计同比高出4.0、4.20个百分点，其中，通用设备制造业固定资产投资完成额累计同比在2月出现跳升。

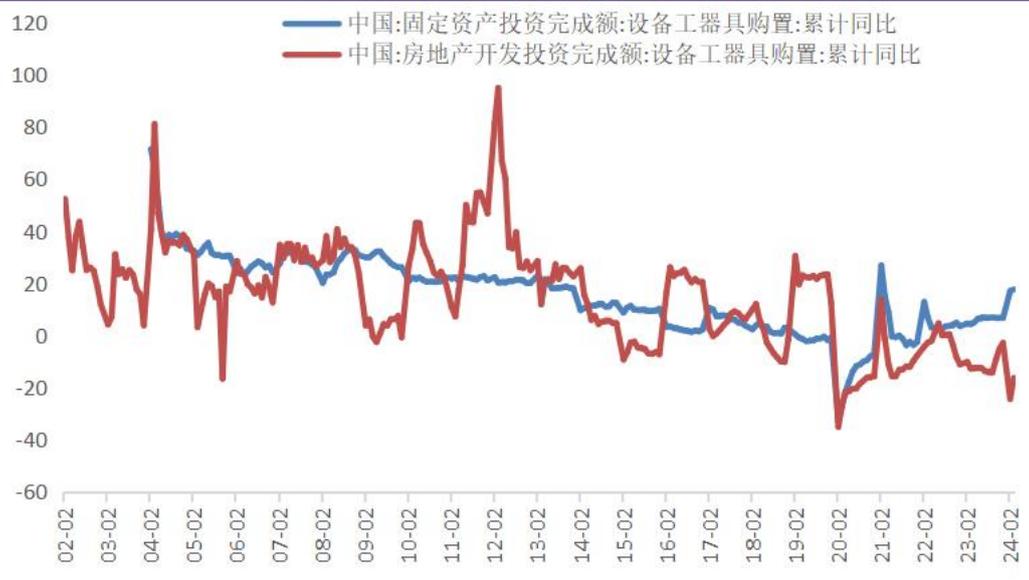
图 8：通用设备制造业、专用设备制造业投资完成额累计同比连续上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，2月、3月设备工器具购置固定资产投资完成额累计同比分别录得17.0%、17.60%，创2021年3月以来新高，且较2023年12月出现跳升，与此同时，2月、3月房地产设备工器具购置固定资产投资完成额累计同比分别录得-24.40%、-16.30%，与设备工器具购置固定资产投资完成额累计同比的上行走势形成鲜明对比，表明本轮设备工器具购置固定资产投资完成额累计同比的上行，主要受非房地产领域的支撑。以上表明本轮大规模设备更新对制造业固定资产投资完成额累计同比起到了较强的支撑作用。

图 9：设备工器具购置固定资产投资完成额累计同比创 2021 年 3 月以来新高（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在“推动新一轮大规模设备更新”的背景下，是不是意味着新一轮的朱格拉周期即将来临？我们知道，包括朱格拉周期在内的经济周期包括了繁荣、衰退、萧条、复苏四个阶段。机器设备由于损耗、技术进步等因素过几年就需要更新。当整个经济处于机器设备更新的高峰期时，会产生较多固定资产投资，拉动经济步入繁荣，机器设备投资基本完成后，



投资会陷入低谷，经济周期又会陷入低迷，机器设备的更替周而复始，从而导致资本开支出现周期性变化，最终产生了朱格拉经济周期。通常情况下，判断朱格拉周期有以下三个维度。**第一**，从领先指标看，4月美国ISM制造业PMI录得49.20，较前值下行1.10个百分点，时隔1个月再次跌至荣枯线之下，与此同时，欧元区制造业PMI录得45.70，较前值下行0.40个百分点，创近4个月新低，且连续22个月低于荣枯线。国内方面，4月我国制造业PMI录得50.40，较3月下行0.40个百分点。**第二**，从产能利用率看，1季度我国工业产能利用率、制造业产能利用率分别录得73.60%、73.76%，分别较前值大幅下行2.30、2.24个百分点，分别创2020年2季度以来新低，如果剔除掉新冠肺炎疫情冲击最严重的2020年1季度，则我国工业产能利用率创2016年4季度以来新低，而制造业产能利用率则创2016年4季度有数据记录以来新低。国际方面，2季度欧盟27国制造业产能利用率录得78.80%，持平于前值，为2021年3月以来低点，与此同时，3月美国全部工业产能利用率与制造业产能利用率分别录得78.41%、77.37%，虽然分别较前值上行0.21、0.27个百分点，但是均位于周期低位区间。**第三**，从PPI看，1-3月，我国PPI当月同比持续下探，而在美国联邦基金目标利率位于高位的背景下，美国PPI同比与CPI同比大概率向2.0%靠拢，这就意味和2-3季度我国PPI当月同比不具备大幅上行的基础，大概率还将位于负值区间，也就是说，2-3季度我国工业产能利用率、制造业产能利用率不具备大幅上行的基础。综上，我们认为，在美联储降息之前，全球朱格拉周期的开启不会到来，相应地，我国制造业投资增速缺乏经济基本面支撑。

图 10：美国与欧元区产能利用率均位于低位（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

五、国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，未来产业发展需要壮大耐心资本

4.30 政治局会议指出，“要因地制宜发展新质生产力”。在新质生产力覆盖行业较广的背景下，各地方各部门根据资源禀赋的优势，发展相应领域的新质生产力是符合实际的，也是高效的，符合资源优化配置的基本原理。值得指出的是，作为国民经济重要支柱的中央企业，在各自的领域中居于主导地位，在国家工业体系中占据重要地位，与各地方各部



门一样，央企也是新质生产力的贡献者、推动者与承担者，有能力且也应该在新质生产力的浪潮中崭露头角。

4.30 政治局会议指出，“要加强国家战略科技力量布局”。这一论断表明两点：**一是**国家在新质生产力的发展中，居于战略布局者的重要地位，这也充分体现了我国集中力量办大事的制度优势；**二是**科技是新质生产力的内核，是发展新质生产力的关键要素。在此基础上，4.30 政治局会议提出提升新质生产力的三个渠道：**一是**培育壮大新兴产业；**二是**超前布局建设未来产业；**三是**运用先进技术赋能传统产业转型升级。与此同时，不可忽视市场资本的力量。**第一**，“要积极发展风险投资”。众所周知，风险投资是指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过转让股权获得资本增值收益的投资方式，其中，创业企业包括处于种子期、起步期、扩张期、成熟前的过渡期等创建过程中和处于重建过程中的成长性企业，但主要是成长性的中小企业，特别是科技型中小企业。**第二**，“壮大耐心资本”。从字面上看，并结合上下文来理解，耐心资本是与风险投资相匹配的资本，是有着战略眼光的长期资本，短期的收益或亏损并不是其投资行为的核心决定因素。值得指出的是，既然是资本，必然是逐利的。因此，在政策上应给予其扶持，增大其长期获利的概率。只有这样，才能提高耐心资本的耐心程度。

4.30 政治局会议指出，要“超前布局建设未来产业”。2024 年 1 月 18 日工业和信息化部等七部门发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，提出“把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展”。与未来产业相关的另外一个概念是战略性新兴产业，也就是 4.30 政治局会议提到的“培育壮大新兴产业”。在 2010 年 10 月 10 日颁布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中把节能环保、信息、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等作为现阶段重点发展的战略性新兴产业。对比未来产业与战略性新兴产业，二者既有联系又有区别。**联系方面**，根据《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，“未来产业由前沿技术驱动，当前处于孕育萌发阶段或产业化初期，是具有显著战略性、引领性、颠覆性和不确定性的前瞻性新兴产业”。从“显著战略性、引领性、颠覆性和不确定性”以及“前瞻性”等表述看，未来产业是战略性新兴产业的升级版本，如战略性新兴产业中的新一代信息技术，在未来产业中，被称为“下一代移动通信”。**区别方面**，未来产业较战略性新兴产业多了未来空间这一板块，但是少了节能环保、新能源汽车这两个板块。值得指出的是，由于“未来产业由前沿技术驱动，当前处于孕育萌发阶段或产业化初期”，它就具有两个特征：**一是**需要包括研发资金在内的大量资金投入；**二是**存在培育失败，或者未能成功产业化的可能。在此背景下，就需要“积极发展风险投资，壮大耐心资本”。



六、5-7月房地产投资大概率继续承压，房地产高质量发展是高质量发展的重要组成部分

从2022年4月29日政治局会议开始，房地产就成为系统性风险的“一份子”。该次政治局会议提出“要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线”，紧跟着就是房地产问题。此后五次的政治局会议，仅2023年12月8日政治局会议未提及房地产问题。4.30政治局会议并不例外，在强调“要持续防范化解重点领域风险”之后，提出了房地产问题。

近年来，虽然多措并举稳定房地产市场，但是在宏观经济承压、新冠疫情后遗症影响、人口总量减少的背景下，房地产救市政策收效一般：3月国房景气指数录得92.07，较前值下行0.05个点，创1995年3月有数据记录以来新低；3月商品房销售面积累计同比与商品房待售面积累计同比分别为-19.40%、15.60%，二者的差值依旧高达35个百分点；3月70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比录得-2.70%，连续24个月录得负增长，创2015年9月以来新低。

4.30政治局会议指出，“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”。4月30日，自然资源部办公厅发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》。《通知》指出，“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”。在“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”的背景下，短期之内房地产开发投资完成额累计同比大概率还将继续承压，因为暂停新增商品住宅用地出让利空100大中城市成交土地规划建筑面积当月同比，进而利空100大中城市供应土地规划建筑面积当月同比以及房屋新开工面积累计同比。在“新开工-施工-竣工”链条的传导下，我们认为5-7月房地产开发投资完成额累计同比大概率继续承压。

4.30政治局会议指出，“抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展”。习近平总书记提出，“高质量发展，就是能够很好满足人民日益增长的美好生活需要的发展，是体现新发展理念的发展，是创新成为第一动力、协调成为内生特点、绿色成为普遍形态、开放成为必由之路、共享成为根本目的的发展”。我们认为，房地产高质量发展是高质量发展的应有之义，是高质量发展不可缺少的重要组成部分，因为衣食住行是“人民日益增长的美好生活需要”的核心组成部分，其中的“住”，与房地产直接相关。此外，房地产行业是宏观经济的重要组成部分。宏观经济的高质量发展，必定包含曾经作为“支柱产业”的房地产行业的高质量发展。既然房地产高质量发展是高质量发展的重要组成部分，那么房地产高质量发展就必须具备高质量发展的特征，也就是说，“创新、协调、绿色、开放、共享”这五大理念要贯穿在房地产高质量发展之中。



我们认为，房地产高质量发展有以下四个维度。**第一个维度**是产品维度。商品房的质量要好，体现出科技创新因素，同时符合节能环保的“绿色要求”。此外，商品房的价格不能太高，居民应该都能买得起，体现“协调”与“共享”理念，当然，这就需要商品房产品体系实现多元化，在存在基本住房的同时，也需要推出“优质住房”。**第二个维度**是企业维度。房地产企业的经营状况要良好，盈利属于适中水平，企业的现金流较为平稳，实现可持续发展与经营。**第三个维度**是行业维度。整个房地产行业要避免暴利的情况，也避免“暴雷”倒闭的情况，实现行业的持续稳定发展。**第四个维度**是经济维度。在宏观经济新旧动能转换的过程中，在战略性新兴产业尚未取得主导地位之前，房地产行业要承担起宏观经济传统动能的角色，不能也不应该缺位。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，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、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
