

# 改革是最重要的增量信息

证券研究报告

2024年05月01日

## 4月政治局会议解读

我们认为，本次会议最重要的增量信息是改革。三中全会时间的确定，意味着有关改革议题、具体措施等关键性问题可能已经形成了基本的共识和结论，新型城镇化+土地要素改革可能是重点改革内容。

二季度稳增长政策力度可能不会放缓，但增量空间也相对有限，存量政策的加速落地可能是政策的重心。

我们认为，二季度将会加快存量政策的落地。本次会议要求“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”、“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”、“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”。因此，我们预计政府债的发行速度有望加快，财政支出强度也会随之提升。

**风险提示：**若海外经济超预期衰退，可能影响国内政策发力；对具体政策形势的估计可能存在偏差。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-公用事业价格上涨对通胀的影响有多大？》2024-04-30
- 《宏观报告：宏观-如何理解近期美国拟采取的贸易限制措施？》2024-04-28
- 《宏观报告：宏观报告-美国经济“滞涨”了吗？》2024-04-26

4月30日，中央政治局召开会议，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，分析研究当前经济形势和经济工作。<sup>1</sup>

**我们认为，本次会议最重要的增量信息是改革。**

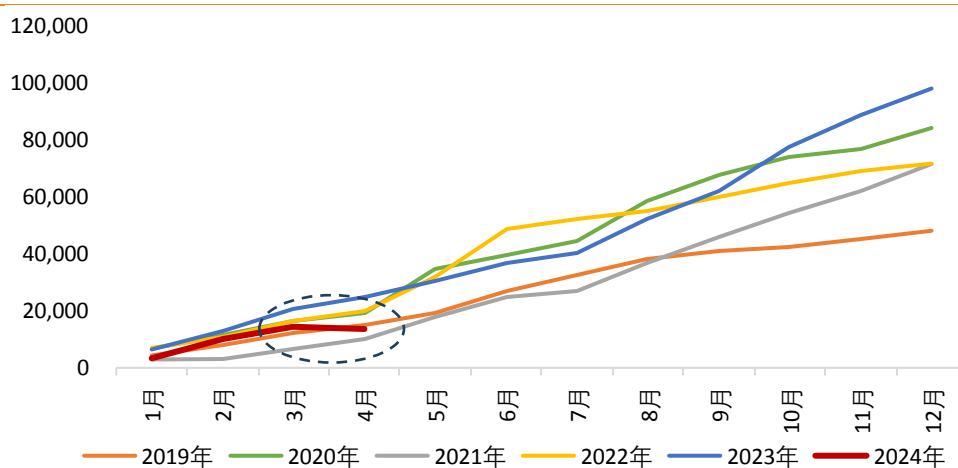
会议强调“改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝”，我们认为改革是今年最重要的宏观主线。本次会议明确了将在7月召开三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。**会议时间的确定，意味着有关改革议题、具体措施等关键性问题可能已经形成了基本的共识和结论。**具体议题本次会议虽然没有披露，但2月19日召开的中央全面深化改革委员会第四次会议<sup>2</sup>可能已经给出了相关的线索。从219深改委会议和今年两会的内容来看，新型城镇化+土地要素改革联动推进可能是今年的重点改革内容，既有紧迫性，也有探索性（详见报告《土地改革的重要信号——中央深改委第四次会议解读》，2024.2.24；《2024年<政府工作报告>的十大重点》，2024.3.5）。

**从会议的基调来看，二季度稳增长政策力度可能不会放缓，但增量空间也相对有限，存量政策的加速落地可能会是政策的重心。**

今年经济开局良好，一季度GDP同比增长5.3%，高于全年5%的增长目标，高技术产业增加值增速超过GDP增速2.2个百分点，制造业投资对经济的拉动超过了基建投资，经济的质、量均有改善，本次会议也给出了“增长较快、结构优化、质效向好”的总结。

在经济开门红超预期，且存量政策仍未完全落地（1-4月政府债净融资规模同比下降44%，特别国债尚未启动发行，去年增发国债项目仍未完全开工）的情况下，增量政策出台的必要性有所下降。

图 1：1-4 月政府债净融资同比下降 44%（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但二季度政策退坡的可能性也较小。会议明确要求“坚持乘势而上，避免前紧后松”，同时也强调了经济存在诸多挑战，尤其是有效需求仍然不足、企业经营压力较大，与2023年7月政治局会议表述类似，与2023年4月既提及稳增长压力、也突出经济转型和高质

<sup>1</sup> <http://www.news.cn/politics/leaders/20240430/21b697b8c7d54323a9f23d7f6a0acee1/c.html>

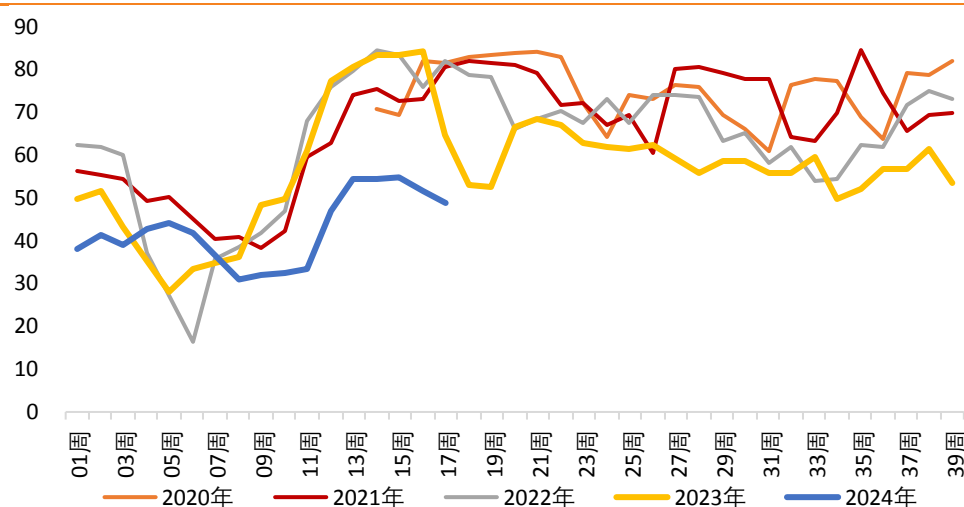
<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content\\_6932052.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6932052.htm)

量发展困难相比，本次会议的重心更侧重于稳增长。

我们认为，二季度将会加快存量政策的落地。本次会议要求“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”、“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”、“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”。因此，我们预计政府债的发行速度有望加快，财政支出强度也会随之提升。

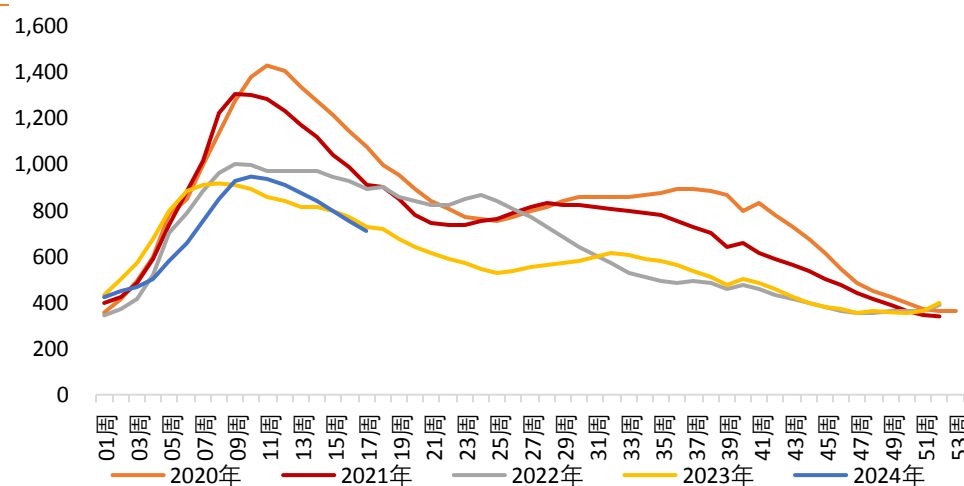
在财政发债、支出加快，中央加大督导的情况下，二季度基建开工或将出现边际改善。考虑到目前基建相关商品库存或产能普遍较低，且4月开始PPI翘尾因素的拖累将整体减少，我们预计二季度PPI的修复速度可能会加快。

图 2：水泥熟料产能利用率明显偏低（单位：%）



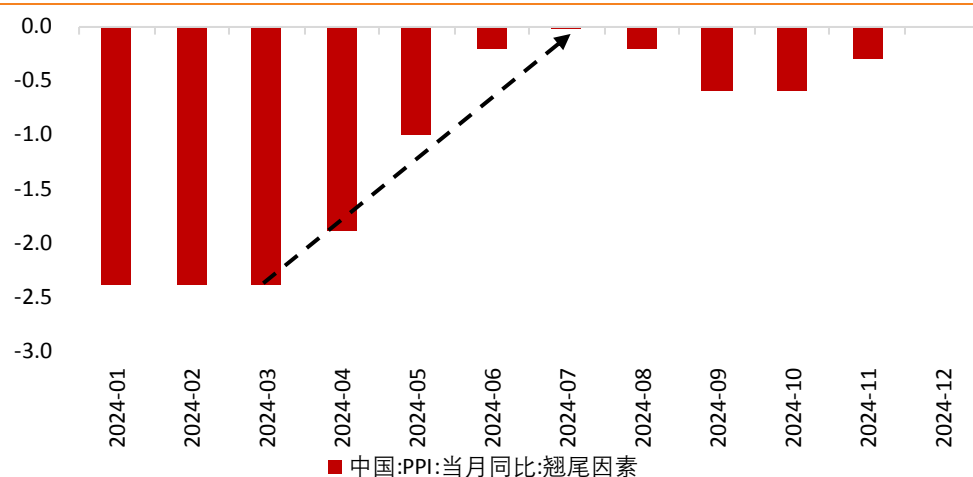
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：螺纹钢库存（含上海全部仓库）处于较低水平（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

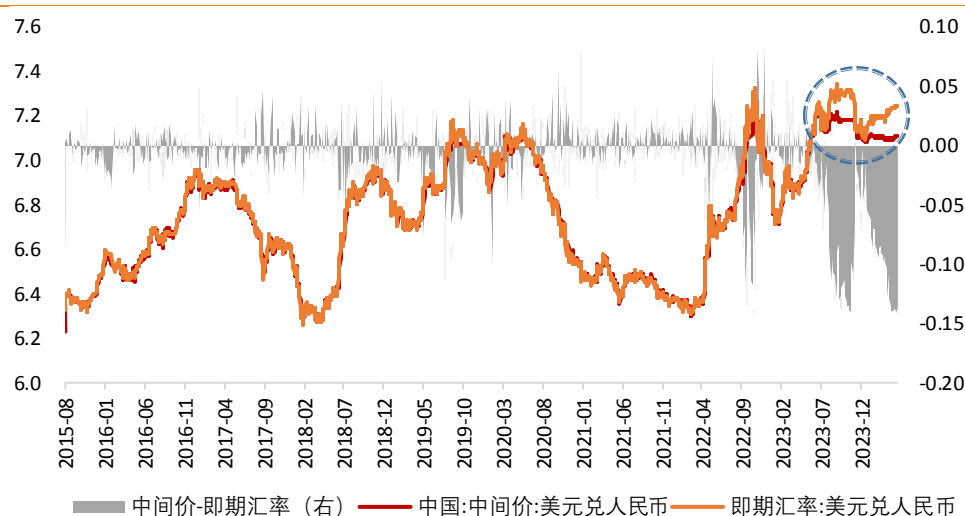
图 4：4 月开始 PPI 翘尾因素的拖累将整体减少（单位：pct）



资料来源：Wind，天风证券研究所

本次会议强调“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，货币政策可能也存在发力的空间。但结合目前稳汇率的诉求来看，由于短期内美联储降息概率较小（详见报告《如何看待当前美国降息预期？》，2024.4.1），我们认为央行缺少下调政策利率的空间，价格工具可能以引导存款利率下降为主。数量工具方面，考虑到政府债发行或将放量，我们预计 5、6 月存在降准的可能性。

图 5：人民币兑美元即期汇率与中间价的差距持续扩大



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 有关房地产的内容变化较大。

第一，本次会议未提及三大工程，我们认为后续推进的力度可能会有所放缓。

第二，本次会议首次提出了“统筹研究消化存量房产”，可能指向了市场近期关注的类似郑州由城投收购二手房的模式。

理论上，目前房地产市场供求关系发生了重大变化，由政府回收二手房用作保障性住房可以实现三大工程的部分目标，但在实操层面可能仍有部分阻碍有待解决。

一是所需资金体量可能较大，根据我们的测算，即使在有效空置住房（即对市场有边际影响）占比 25%的情况下，目前新房+空置二手房的去化周期大约在 2 年左右，假设通过政府收储的方式将去化周期压缩至 18 个月（根据自然资源部规定无需限制住宅土地供应

的去化周期<sup>3</sup>), 也需要额外消化 7 亿平方米左右的住宅供给。

二是在政府收储的过程中, 可能还会涉及公平性、道德风险等问题。

因此, 尽管政府收储模式已经初现端倪, 但我们预计短期内推进节奏可能仍会较为稳慎, 这也是本次会议强调“统筹研究”的用意。

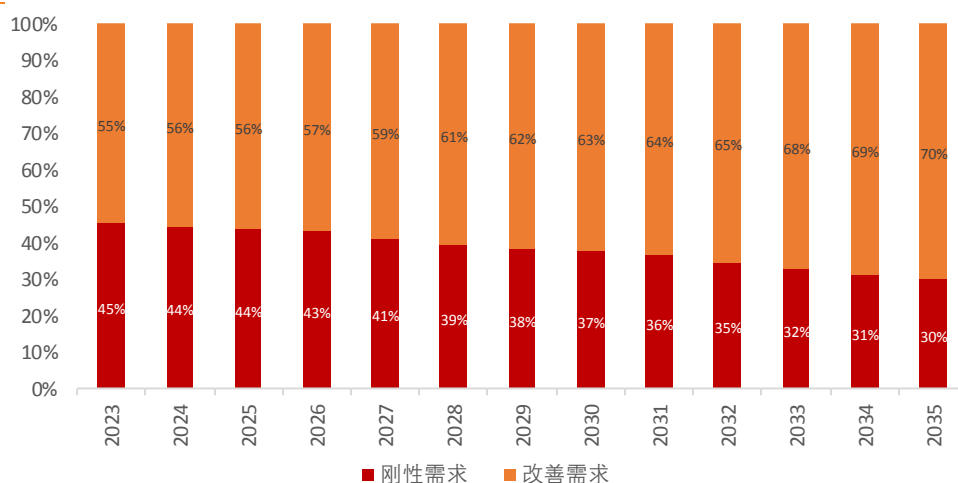
表 1: 不同有效空置二手房供给占比假设下的去化周期测算

新房广义库存 (2024 年 3 月) (亿平方米)	15.3			
空置二手房 (2024 年 3 月) (亿平方米)	41.4			
假设: 空置二手房中有效供给占比 (%)	100%	75%	50%	25%
有效空置二手房面积 (亿平方米)	41.4	31.0	20.7	10.3
广义住房库存面积 (2024 年 3 月) (亿平方米)	56.7	46.3	36.0	25.6
2024 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	12.5	12.5	12.5	12.5
2025 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	12.1	12.1	12.1	12.1
2026 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	11.7	11.7	11.7	11.7
2027 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	11.3	11.3	11.3	11.3
2028 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.9	10.9	10.9	10.9
2029 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.6	10.6	10.6	10.6
2030 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.5	10.5	10.5	10.5
静态去化周期 (年)	4.5	3.7	2.9	2.0
动态去化周期 (年)	4.8	3.9	3.0	2.1

资料来源: Wind, 天风证券研究所

第三, 会议提到的“优化增量住房”, 我们认为主要指新建住房供给的结构调整。根据我们此前的测算 (详见报告《地产下行的尽头: 多少亿平是终点? ——中国房地产市场的长期需求测算》, 2022.10.22), 未来新增住房需求将以改善需求为主, 到 2035 年, 在不考虑更新需求的情况下, 改善需求的占比将由当前的 55% 提升至 70%。因此, 未来新建商品房的供给可能也需要以容积低、品质高、配套好、设计佳的改善型住房为主。

图 6: 新增住房需求中, 改善需求的占比将持续增加 (单位: %)



<sup>3</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/scDL0uYeCXGbgiflbtQrA>

资料来源: Wind, 天风证券研究所

关于资本市场, 本次会议强调了“风险投资”、“耐心资本”。其中“耐心资本”是由证监会在 2023 年 12 月 14 日首次提出<sup>4</sup>, 意在推动长期资金入市、引导投资机构强化逆周期布局。而将“耐心资本”与“风险投资”放在一起, 可能意味着后续相关的制度优化主要针对一级股权投资。

关于环保, 本次会议提及了“碳达峰十大行动”、“加快废旧物资循环利用体系建设”, 我们认为一是为了配合后续推进能耗双控逐步转向碳排放双控<sup>5</sup>, 二是指向今年降能耗、去产能和设备更新改造可能会联动推进。

<sup>4</sup> [http://www.jjckb.cn/2023-12/15/c\\_1310755424.htm](http://www.jjckb.cn/2023-12/15/c_1310755424.htm)

<sup>5</sup> [https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fgzy/shgqhy/202307/t20230727\\_1358807.html](https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fgzy/shgqhy/202307/t20230727_1358807.html)

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com