

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅

大厦 B 座

邮编: 100031

三中全会的九大看点:

当前经济模式的强化和优化

2024 年 7 月 19 日

摘要:

- 第一, 本届三中全会可对标 11 年前的十八届三中全会。
- 第二, 本届三中全会是对十八届三中全会改革方案的进一步深化和发展。
- 第三, 全会提出了进一步全面深化改革的总目标和时间表。
- 第四, 全会提出进一步全面深化改革要坚持的六大原则。
- 第五, 改革方案涉及 14 个领域, 重点可能在于高质量发展、全面创新、宏观经济治理、国家安全等。
- 第六, 高质量发展和全面创新体制机制的深化改革, 可能是下一步深化改革的重中之重, 代表着当前经济模式的强化和优化。
- 第七, 健全宏观经济治理体系, 改革措施包括财税改革和金融改革。市场对财税改革期待较高, 细节将在数日后的决定全文中披露, 关注消费税改革和中央地方支出责任调整等。
- 第八, 全会也就当前任务提出了要求, 包括实现全年经济目标、落实好宏观政策、防范化解意识形态风险等。
- 第九, 股市表现上, 看好上游周期相对跑赢的机会。
- 风险因素: 政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期; 地缘政治风险加大。

正文

第一，本届三中全会可对标 11 年前的十八届三中全会。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，但逢双和逢单有所不同，本次会议延续了十八届三中全会的多项传统。1) 会期，二十届三中全会和十八届三中全会会期同为 4 天，十九届三中全会会期为 3 天；2) 公报篇幅，二十届三中全会和十八届三中全会篇幅同为 5000 余字，十九届三中全会为 3400 余字；3) 参会人员范围，二十届三中全会和十八届三中全会都有部分基层同志和专家学者列席，十九届三中全会无此安排；4) 改革范围，二十届三中全会和十八届三中全会均为全面改革，十九届三中全会主要聚焦党和国家机构改革。

第二，本届三中全会是对十八届三中全会改革方案的进一步深化和发展。十八届三中全会改革方案是在 35 年来改革开放的成功实践和伟大成就基础上全面深化改革，本次全会是在新时代以来全面深化改革的成功实践和伟大成就基础上，进一步全面深化改革、推进中国式现代化。与之相应，十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，本次全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(全文尚未发布)。

第三，全会提出了进一步全面深化改革的总目标和时间表。总目标是，继续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。时间表是，到 2029 年，完成本决定提出的改革任务；到 2035 年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。有了明确的总目标和时间表，本次改革方案就具备了更强的可操作性。

第四，全会提出进一步全面深化改革要坚持的六大原则。全会强调，进一步全面深化改革要总结和运用改革开放以来特别是新时代全面深化改革的宝贵经验，贯彻坚持党的全面领导、坚持以人民为中心、坚持守正创新、坚持以制度建设为主线、坚持全面依法治国、坚持系统观念等原则。与之相比，十八届三中全会指出，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。

第五，改革方案涉及 14 个领域，重点可能在于高质量发展、全面创新、宏观经济治理、国家安全等。分别是：市场经济体制、高质量发展、全面创新、宏观经济治理、城乡融合发展、对外开放、民主、法治、文化、民生、生态文明、国家安全、国防和军队、党的领导，全会公报针对每个领域提出了简明扼要的改革要求。与之相比，十八届三中全会改革方案涉及 15 个领域，分别是基本经济制度、现代市场体系、政府职能、财税体制、城乡一体化、对外开放、民主、法治、权力制约监督、文化、社会事业、社会治理、生态文明、国防和军队、党的领导。可见，本次改革方案重点突出了高质量发展、全面创新、宏观经济治理、国家安全等领域。

第六，高质量发展和全面创新体制机制的深化改革，可能是下一步深化改革的重中之重，代表着当前经济模式的强化和优化。二十大报告在指出现阶段工作的不足和问题时，首先提到的就是，推进高质量发展还有许多卡点瓶颈，科技创新能力还不强。全会提出，健全推动经济高质量发展体制机制，构建支持全面创新体制机制，就是要有针对性地解决仍然存在的问题和不足。过去几年，我国的经济模式，正在从以高速度发展为主题，逐步向以高质量发展为主题转型。因此，相关领域的深化改革，将使以高质量发展为主题的经济模式得到进一步强化和优化。

第七，健全宏观经济治理体系，改革措施包括财税改革和金融改革。市场对财税改革期待较高，细节将在数日后的决定全文中披露，关注消费税改革和中央地方支出责任调整等。

A: 消费税改革的起源。消费税在整体税收中占比为 8.9% (2023 年)，仅次于增值税和企业所得税，是我国主力税种之一，其他主力税种均为央地共享税种，而消费税目前仍 100% 归属中央所有。卖地收入大幅下降后，地方财政紧张，产业发展也面临转型，消费税改革可以起到两大作用：补充地方财力和引导地方产业结构转型。

B: 可能的改革方向。1) 稳步划归地方，由目前的 100% 归属中央，逐步改为央地共享，甚至最终 100% 划归地方所有，增加地方财政收入；2) 扩大征收范围，目前消费税仅针对 15 种商品 (烟、酒等) 征收，很多新型奢侈品消费如马术、私人飞机等尚未纳入，未来可扩大征收范围将其纳入；3) 后移征收环节，目前消费税是在生产环

节征收，主要是考虑征收方便，未来可改革为在消费环节征收。

C: 对主要消费行业的影响。1) 对可能新纳入征收范围的消费品构成利空，如马术、私人飞机、高档会所娱乐休闲等，可能影响其市场需求；2) 对此前已开征的 15 种消费品（烟、酒、高档化妆品、珠宝首饰等）基本无影响；3) 若后移征收环节改革达成，则地方政府为追求增加此项税收，预计将努力改革消费环境、培育消费潜力、创造消费条件，对整体消费品行业反而构成利好。

D: 中央地方支出责任调整。消费税改革属于收入端改革，支出端可能也会有较大改革。当前地方承担了较大的支出责任，地方财政收入不能与之匹配，导致地方高度依赖中央转移支付。未来可适当调增中央支出责任，调减地方支出责任，促使央地收入和支出责任更加协调。

第八，全会也就当前任务提出了要求，包括实现全年经济目标、落实好宏观政策、防范化解意识形态风险等。

1) 强调坚定不移实现全年经济社会发展目标。今年二季度 GDP 同比增速为 4.7%，低于一季度的 5.3%，显示经济动能出现了明显的走弱。根据我们的测算，三、四季度的 GDP 环比增速需要分别达到 1.4%，才能达成全年增速 5.0% 的增长目标。

2) 强调落实好宏观政策，积极扩大国内需求。考虑到二季度环比增速为 0.7%，达成全年目标需要下半年经济环比动能明显改善。如何实现？全会给出的要求是“落实好宏观政策，积极扩大国内需求”。据此我们推断，下一步配套政策的看点可能不在于短期内推出重磅增量政策，而是对存量政策措施的落实，对增量政策期待过高可能会落空。

3) 首次提出“有效防范化解意识形态风险”。这个提法出现在公报全文关于防风险的一段中。此前重大会议，例如去年底中央经济工作会议，防风险的安排一般涉及三大风险，即房地产、地方政府债务、中小金融机构，本次全会除了提到上述三大风险外，首次增加了“意识形态风险”。这表明，中央对这一新风险高度重视，后续可能有防范化解的相应措施出台。

第九，股市表现上，看好上游周期相对跑赢的机会。从目前披露的改革方向看，大致符合市场预期。改革的重中之重，在于高质量发展和全面创新体制机制，系对当前“以高质量发展为主题”的经济模式的强化和优化。从财税改革和金融改革看，具体细节仍待决定全文发布后才能清晰，关注消费税和央地支出责任调整。从短期工作任务安排看，强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，释放出“保 5”的强大决心，配套政策措施可能仍是落实好存量政策，市场不宜对增量政策抱有太高期待。高质量发展、创新和新质生产力等政策思路一脉相承，将继续支撑制造业投资高位增长，从而对上游周期行业继续贡献需求，我们继续看好在结构性行情里上游周期相对跑赢的机会。

风险因素

政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期；地缘政治风险加大。

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。

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。