

上银基金一周早知道 | 今年政府工作报告释放哪些重要信号？

主讲人介绍



纪晓天

上银基金权益投研部研究员

普渡大学学士，哥伦比亚大学硕士。擅长产业趋势研究，把握产业前沿动态，目前主要研究方向为医疗器械、消费医疗、美护。于 2020 年 6 月加入上银基金。

市场概况

上周（3.4-3.8）A 股震荡上行，上证指数上涨 0.6%。成交方面，投资者情绪维持高位，成交金额小幅回落但仍在万亿元左右。北向资金转为净流出 31 亿元。风格层面，偏大盘蓝筹的沪深 300 微涨 0.2%，偏成长风格的创业板指和科创 50 分别下跌 0.9%和 1.5%，偏小盘的中证 1000 下跌 0.6%，中证 2000 上涨 0.6%。行业层面，红利板块重回升势，TMT 板块出现一定调整，石油石化、有色金属、电力及公用事业、通信、煤炭领涨，房地产、餐饮旅游、综合金融表现不佳。

重点关注

1、《政府工作报告》解读

在 2024 年 3 月 5 日，中国十四届全国人大二次会议在北京顺利举行，国务院总理李强在此次会议上代表政府提交了《政府工作报告》。现在我们来解读政府工作报告中涉及的政策导向、经济社会发展目标、民生举措以及可能对宏观经济和行业影响的关键要点。

报告强调了政府在新一年的工作重点，包括深化供给侧结构性改革、推动高质量发展、促进科技创新、保障和改善民生、加强生态文明建设以及维护社会稳定等方面。

财政政策方面，报告强调了稳健的财政政策要积极有为，注重精准有效，以支持重点领域和关键环节。在货币政策上，报告提到要保持流动性合理充裕，引导金融资源更多流向实体经济，特别是小微企业和科技创新企业。

报告还特别关注了绿色低碳转型，提出要坚决打好污染防治攻坚战，推进碳达峰碳中和目标的实现。这预示着环保行业和清洁能源等领域有望迎来政策支持和市场机遇。

值得注意的是，本次政治局会议进一步明确了“增强宏观政策取向一致性”的目的和标注——“营造稳定透明可预期的政策环境”，意味着政策可能更加注重时效性和预期引导。而“要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”，无疑凸显出科技创新等产业政策要进一步加速和发力。

结合中央经济工作会议和开年以来的变化，我们认为今年两会的政策基调是总量上保持平稳，结构上重点更加突出，最值得关注的是以人工智能、算力为主的科技创新产业政策，和更加注重落实的地产政策。

总量上回归平稳，我们认为有以下三个方面的原因：第一，前期政策出台力度大、节奏明显前置（可以追溯到去年年底）、效果仍需观测。2023 年 Q4 的 1 万亿增发国债、今年年初超预期的降准降息，中央和地方一系列支持地产和“三大工程”的政策陆续落地，而这些都需要时间推进和转化。第二，消费对短期经济表现有一定结构支撑，春节假期我国实现国内旅游收入同比增长 34%、服务性消费进一步修复，这可能也是高层对今年内需有所期待的重要原因，中财委在两会前提出以设备更新和消费品以旧换新为代表的内需将成为稳经济的阶段性抓手。第三，我们认为一些结构性的领域在政策优先级中可能更高。比如我们上文所说的科技创新、海外 AI 浪潮的压力，比如地产政策的落实以及地方化债的继续推进。

在总量政策的定位里，货币政策是“排头兵”，财政政策可能是“后手棋”。今年货币政策发力早、力度不小，而且从实际利率和地产表现来看，后续仍有较大空间（尤其是 LPR 和 MLF 降息），但节奏上可能要到第二季度中后段。与货币政策形成对比的是，今年以来财政政策偏少。从 2 月 1 日的国新办财政收支发布会可以看出，财政基本定调“保持适当的支出强度”，同时要“优化财政支出结构”，往科技创新等产业领域的“提效”（居于七大工作重点之首）。除此之外，今年以来发债慢、复工缓，以及安排地方准备超长期项目都凸显出“后手棋”的意味。

我们认为阶段性政策关注的重点依旧在产业政策，尤其是人工智能和算力为代表的科技创新。从中央经济工作会议到各地两会，“科技创新、现代化产业体系建设”均为政府工作任务的首要关注点；对此，多部委积极响应，表态通过融资、财政等多手段对人工智能、新兴产业、未来产业等行业领域予以支持。当前，在海外 AI 加速发展、主要发达经济体加大新兴产业补贴力度等因素催化下，我国产业政策加码及落地的紧迫性明显提升。具体领域来看，人工智能及算力领域尤为值得关注。中央经济工作会议表示“推进”新型工业化、“发展”数字经济、“加快推动”人工智能发展、“打造”新兴产业、“开辟”未来产业，“加快”这一表态或对人工智能领域发展予以节奏指引。

新动能之外，地产也是今年稳经济的重要一环，当前政策可能更加注重落实。地产的“当务之急”是稳定预期，加速前期政策的落实，主要集中在两个方面：一是更加扎实、快速推进地方地产项目的融资“白名单”制度，防止风险爆发、蔓延；二是在 PSL 资金铺垫、央行专项工具以及政策性银行专项借款的支持下，“三大工程”、保障性住房建设会进一步加速。

“稳外资”也将是 2024 年的一大政策主线。2023 年 FDI 投资明显下滑，稳定外资、稳定海外投资者的信心对于当前稳定经济和经济转型有重要意义。关注改革，构建全国统一大市场、支持民营经济发展、财税等重点领域体制改革等或为后续三中全会关注要点。

2、《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》审议通过

3月1日，国务院常务会议审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，目标是“推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，让这项工作更多惠及广大企业和消费者”。相比2022年的设备更新（财政贴息政策重点支持十个领域，主要包括教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等），本轮政策侧重的行业呈现三方面的特征：一是覆盖面扩大，二是兼顾了传统行业和新兴行业，三是存在明确的指引，即能耗、排放、技术的改善。

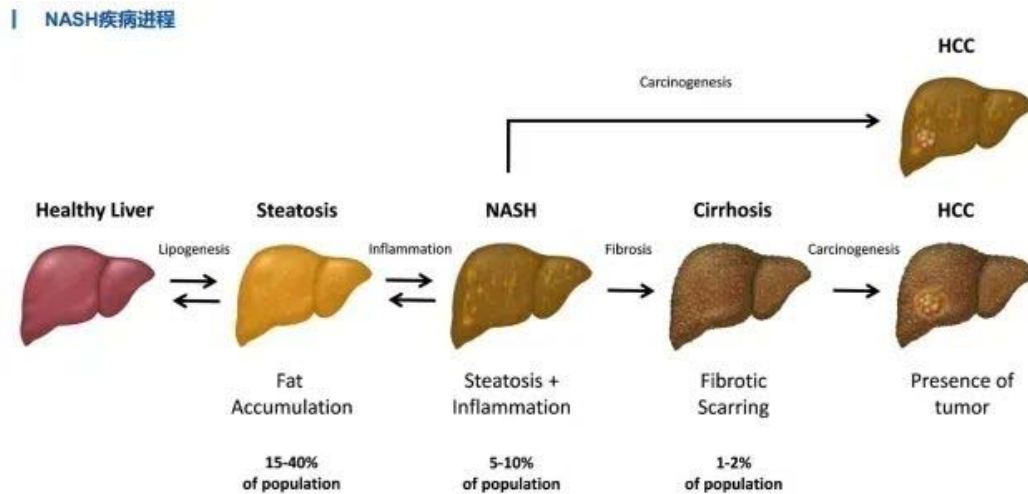
设备工器具购置在整体固定资产投资中占比并不太高，因此政策的意义不仅在于投资，更在于产能的“转型升级”以及以新设备带动新质生产力。随着覆盖面的扩大，本轮新政策有望以更大幅度带动设备更新的投资增速。根据推测数据，2023年全年完成设备工器具购置投资11.6万亿，这意味着5000亿资金（假设）增量对设备工器具购置增速的拉动幅度可达到4.3%。

分行业来看，我们同样可以利用增速推算投资水平，值得一提的是，年度数据具有较细致的行业分类，可覆盖部分服务业：（1）新兴行业在设备工器具购置方面表现亮眼，也意味着本轮政策所利好的行业与企业内生更新需求高度契合，如2022年，通信设备、计算机及其他电子设备制造业设备更新规模在万亿以上，通用设备与专用设备合计超过9000亿，电气机械及器材制造业接近8000亿；（2）传统行业中，电力热力供应设备更新规模同样在万亿以上，交运仓储近4000亿，水利环境和公共设施管理业超过1508亿；（3）对于部分传统行业来说，设备更新投资或集中于几年之前。假设当前固定资产存量由2010年起的投资增量组成，则、对于农业来说，投资形成最为集中的就是2017-2019年，2021、2022年下滑明显，水利、环境和公共设施管理业集中于2017、2018年，而计算机、仪器仪表等行业则高度集中于近几年，部分行业的“老旧”格局为设备更新带来空间。政府融资进一步规范化的背景下，今年传统基建及政府投资存在一定压力，亟待其他措施对冲，而这些对冲也应服务于新质生产力与现代化产业体系的形成，包括中央财政加力（根据最新表态，2023年1万亿元增发国债全部下达，支持项目1.5万余个）、拉动既有企业开展技改提高生产力（如重庆“力争全市工业投资增长14%、技改投资增长15%”，山东要求“实施投资500万元以上技改项目

1.2 万个左右”）、部分城市三大工程等，设备更新与以旧换新有望为投资带来新的增量。

每周一图：非酒精性脂肪性肝炎对症疗法的最新进展

非酒精性脂肪肝疾病进程
(代谢相关脂肪性肝炎)



资料来源: Andrey Turchinovich, et al., Cell-Free Circulating Nucleic Acids as Early Biomarkers for NAFLD and NAFLD-Associated Disorders, MASH 疾病进程, 20240306

超重或肥胖与肝脏脂肪变性、肝细胞损伤以及肝脏炎症和纤维化有关。1980 年，尤尔根·路德维希 (Jurgen Ludwig) 正式提出了“非酒精性脂肪性肝炎”一词。随后，非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 一词用于描述脂肪变性到脂肪性肝炎的组织学谱，其亚型为非酒精性脂肪肝 (NAFL) 和非酒精性脂肪性肝炎 (MASH)。MASH 对症疗法效果有限，患者肝纤维化无法改善。目前医学界普遍认为 NAFLD 不是一种疾病，一般采用控制饮食和多运动来逆转疾病。而针对 MASH 患者，海外临床主要采用对症支持疗法，一些老药如维 E、二甲双胍和己酮可可碱等在一些欧美小样本量的临床试验中被证实对 MASH 有效，在欧洲和日本的临床指南里被推荐用于 MASH 治疗。此外，部分西方 MASH 患者也会做缩胃减肥手术，但是对于肝纤维化程度不会有改善。中华医学会发布的《非酒精性脂肪性肝病防治指南》(2018 更新版) 也指出，在我国 MASH 患者可以选择减肥手术或者代谢综合征相关药物，通过间接治疗降低心血管疾病风险。

MASH 机制复杂，药物开发困难。MASH/MAFLD 本质上是一种复杂的代谢性疾病，涉及到糖代谢、脂代谢等各方面。单一药物作用机制，难以同时改善所有指标。MASH 是一种“沉默”的慢性病，患者在发展出肝硬化之前不会经历明显的症状，这也导致临床上在 MASH 阶段对疾病进行介入治疗和肝穿活检的动力不足。同时，开发专门针对 MASH 的无创诊断方法非常必要。长发病周期也要求 MASH 药物具有更好的依从性、更高的安全性（尤其是心血管安全性）和更易接受的不良反应。MASH 是多因素造成的代谢紊乱疾病，最广泛接受的病理解释为“二次打击”假说，即由胰岛素抵抗叠加之后的炎症和氧化应激反应造成。当前全球 MASH 新药在研项目仍然主要集中在小分子、多肽和单抗等传统药物，部分公司也在探索多款 RNA 疗法。据 Insight 数据库统计，国内处于临床阶段的 MASH 药物共 32 款，其中 25 款为国内药企负责开发，研究靶点琳琅满目，FXR 激动剂扎堆明显。尽管 MASH 在研新药众多，且多针对不同机制的靶点发挥作用，但是新药 II 期和 III 期临床失败比例较高。

2022 年 12 月 19 日，某医药公司 Resmetirom (THR- β 激动剂) 治疗 MASH (非酒精性脂肪肝炎) 的关键 III 期临床 MAESTRO-MASH 达到了两项肝组织学改善终点。2023 年 9 月 13 日，根据公司官网，美国 FDA 已接受其在研药品 Resmetirom 治疗伴有肝纤维化的非酒精性脂肪性肝炎 (MASH) 成人患者的新药申请 (NDA)，并授予优先审评资格。优先审查指定意味着 FDA 的目标是在 6 个月内对申请采取行动 (标准审查需要 10 个月)，FDA 预计于 2024 年 3 月 14 日前完成审评。若成功获批，resmetirom 将会成为第一款获得 FDA 批准的 MASH 药物。此外，近期 3 月 4 日，另一家医药公司公布了在研 MASH 药物 efruxifermin 的 2b 期 HARMONY 研究 96 周积极结果。同时我们也看到 GLP 类药物在相关领域有不错的表现。多家拥有 GLP 管线的公司开启了相关领域的临床试验。因为 GLP 类产品具有减重的功能，市场也担心相关产品或挤压 MASH 药物的天花板。

此外，因为目前临床诊断以穿刺为准，具有一定的局限性，无创诊断也是试产关注的另一个热点。FibroScan 为某医药公司首创，是全球公认的肝纤维化和肝脂肪变性评估的参考标准，发表于 3,500 多份同行评审出版物，有 160 多个国际指南建议使用。与其他检测方法相比，Fibroscan 是全球首创的肝纤维化无创检测仪器，具有无创、检查费低、客观、可重复性好、操作简单的综合优势。Fibroscan

是基于原创的 VCTE™技术的 LSM（肝脏硬度测量）、SSM（脾脏硬度测量）及 CAP™（受控衰减参数）前沿专利技术驱动，可用于评估肝脏纤维化、门静脉高压和肝脏脂肪变性的检查。从当前国内外研究的趋势来看，FibroScan 将成为慢性肝病患者门静脉高压筛查管理不可或缺的工具。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。