

## 宏观点评 20231117

# 从元首会晤看中央经济工作会议

2023年11月17日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《10月财政：“加力”vs“提效”，孰更胜一筹？》

2023-11-15

《10月经济：万亿PSL的猜想？》

2023-11-15

- 如何从宏观与政策的角度的去评价本次中美元首的会晤？我们认为会晤的顺利进行最大的意义之一是给“安全”吃了一颗“定心丸”，下一个重头戏是“发展”——中央经济工作会议值得期待。从近几年的经验我们可以看出如何统筹“发展”和“安全”可能是政策层最关注的问题，往往当外部环境恶化的时候，政策的天平会偏向“安全”——即使要付出一定的经济成本。

从这一框架入手，中美元首会晤无疑是“安全”的色彩更浓，撇开双方在军事沟通、禁毒、气候、人工智能以及民间交流等领域达成的共识，会晤的顺利进行本身就是“安全”政策的重大突破，因此我们可以对接下来更偏“发展”的中央经济工作会议有更多的期待——更加积极的财政政策、保持宽松的货币政策，更加主动的对外开放以及更加灵活的地产政策。

- “越安全，越发展”，这可能是近几年中美关系和国内政策最重要的联系之一，以2021和2022年底的元首会晤为例，会晤结束后“稳经济”的政策论调往往会更加积极，具体来看：

- 2021年11月16日，第一次“习拜会”后，中央经济工作会议上提出“经济建设为中心”。距离美国总统拜登上台快1年后，中美两国元首才首次进行“视频会晤”，可见这次会议的“分量”。在接近4小时的对话中双方就分歧进行了充分交流，并主张“坚持互利互惠……加强沟通，减少误解”，释放了积极信号。尤其是美方提出的“四不一无意”是“安全”的一记“定心丸”。

随后召开的中央经济工作会议时隔3年再次提出“以经济建设为中心”，也给对“双碳”、共同富裕等政策节奏上的纠偏提供了空间。会晤结束后到2021年的中央经济工作会议结束（2021年12月10日）期间，沪深300上涨3.5%（当然随后的下跌主要源于疫情管控和全球流动性环境快速收紧）。

2022年11月14日，中美元首首次“面对面”会晤后，中央经济工作会议罕见将“扩大内需”放到任务部署的首位。这是中美元首自疫情以来首次线下会晤，最直接的成果就是逐步恢复中美沟通交流的机制，在地缘政策错综复杂的背景下达成合作共识，在原则性问题上划清红线。美方进一步提出“五不四无意”。

随后无论是后来陆续出台的“金融支持地产16条”、“疫情防控新10条”，还是2022年中央经济工作会议上着墨颇多的“稳经济”——“加力提效、精准有力”的财政和货币政策，居于工作部署首位的“扩大内需”等，都凸显出政策向“发展”的倾斜。会晤结束后到2022年的中央经济工作会议（2022年12月16日）期间，沪深300上涨4.2%，10年期中债上涨接近4bp。

- 同样也出现过反例，今年2月“气球事件”之后中美关系走冷，随后总书记在二中全会等多个场合讲话表示不能“大快干上”、“急功近利”。4月政治局会议也罕见地把行业政策放在宏观政策之前，“稳增长”的优先级出现一定下滑。

- 而本次从巴厘岛到旧金山，中美关系在“稳定性”上无疑是向前跨了一步。中美两国元首时隔一年再次会晤，我们觉得需要把握八个字——“把握主线，摆正预期”，不要被场外的杂音干扰。我们认为本次会晤在“稳定性”的务实之处主要在于三个方面：一是对既有中美关系框架的落实、落细，明确底线；二是有更多非外交系官员与会，尤其是经贸领域的；三是会晤之后仍会在旧金山举行一系列针对关键问题的高级别商讨。

- 首先，必须承认的是，本次会晤的基调并不是中美关系的转向，而是进一步落实此前推出的框架，当然相较于去年11月巴厘岛G20峰会后的会晤，本次会议的合作的色彩更浓厚一些（图3）。

从白宫公布的新闻稿来看，美方表态的内容与其近几年逐步形成的中美关系框架基本一致（图 4）：通过对内投资和对外协同联合来和中国竞争；但是竞争不是对抗，仍有可合作的领域，比如气候、卫生、禁毒等等；而竞争和摩擦的领域主要是采取“小院高墙”的政策，主要集中在军事、科技、外交和经济等方面。因此不难看出，本次中美关系变化的核心点在于落实可以合作或者需要管控风险的内容，降低不确定性。

- 第二，从与会人员看，与巴厘岛不同，此次会晤财政、发改、商务等部委领导也出席了会议（图 5）。去年 11 月巴厘岛会晤，与会的官员大多为外事口，经贸官员仅有时任发改委主任的何立峰。此次不同的是，本次会晤除了发改委之外，财政部和商务部部长均出席，如果考虑提前访美的国务院副总理何立峰以及人民银行行长潘功胜，核心经济部门的主管悉数“登场”。经济金融相关问题很可能是这一次的重要看点。

除此之外，本次会晤之后习主席参加了美国友好团体联合欢迎宴会，从彭博社的报道看（图 6），主桌作陪的企业领袖主要集中在金融、科技和供应链等领域，稳定外资、加强民间科技交流和供应链联系依旧汇市未来中国经济政策的重要方向。

- 第三，会晤“只是开始”，后续还会有一系列高级别的磋商。这与巴厘岛形成鲜明对比，巴厘岛会晤之后双方只是同意美国国务卿布林肯访华跟进商讨，后续因为“气球事件”而中断。而本次会晤后双方元首则是同意团队继续在旧金山展开一系列高级别磋商，主要针对的关键领域包括“商业、经济、金融、亚太、武器管控、核不扩散、海事、出口管制、政策协调、农业以及残疾事业等”。

- 因此，我们认为在当前复杂的国际背景下，中美元首的本次会晤无疑是积极的，这也意味着有更多精力将重心放在国内“稳经济”上。对于即将在 12 月召开的中央经济工作会议，尽管不会宣布明年的增长目标，我们认为对于“经济”和“发展”的论调会更加积极，预计财政会围绕“加力”这一关键词——我们在之前的报告中已经说明预计 2024 年财政会更偏扩张，货币政策继续保持宽松，继续强调外贸和外资。而对于地产，我们预计会有更多支持和对冲政策的表述。

对于市场，尤其是股市而言，阶段性企稳“只欠东风”？长端美债收益率见顶+中美关系缓和，带来的是分母端的双重改善；而分子端收入预期的好转，则有赖于中央经济工作会议能释放多积极的信号，我们拭目以待。

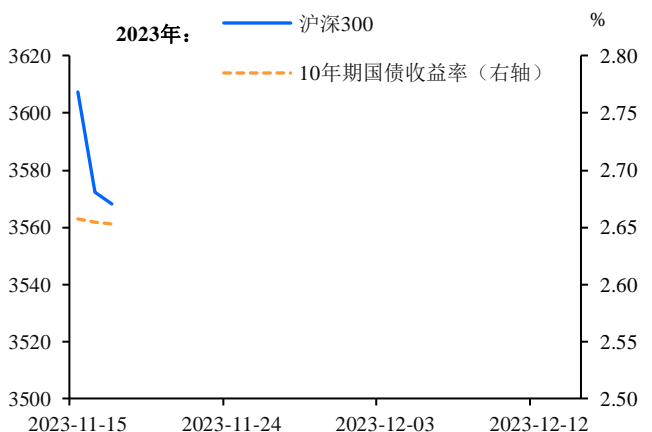
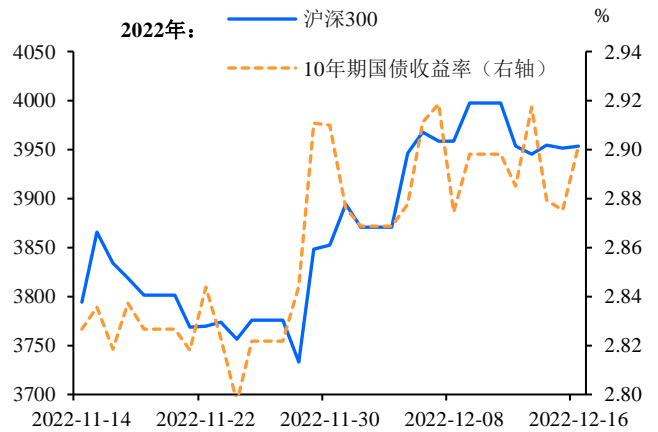
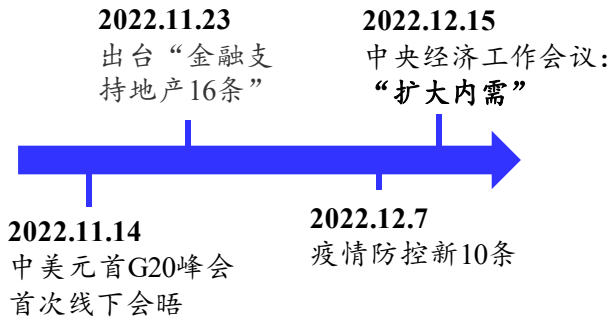
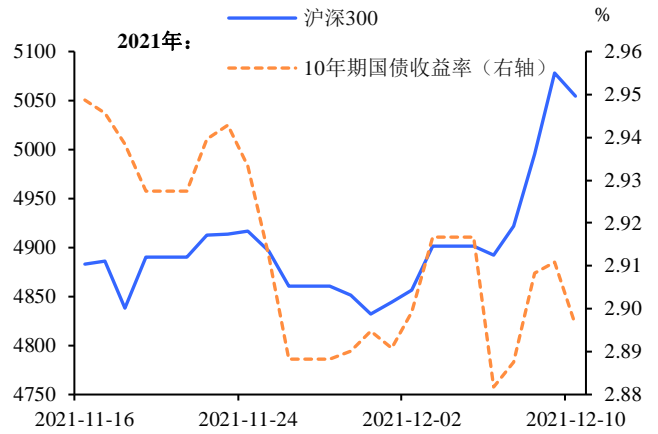
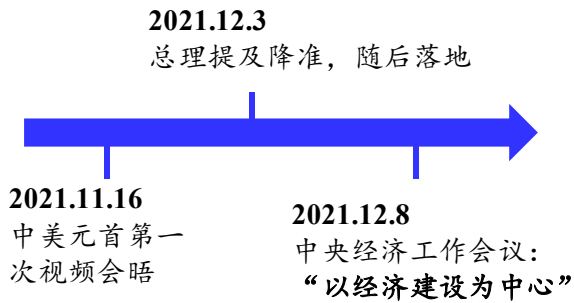
- 风险提示：俄乌冲突超预期升级，巴以问题超预期加剧导致中美关系走弱；美国经济陷入衰退，美方态度超预期软化。

图1：2021年与2022年中央经济工作会议结构和主要内容对比

	2022年中央经济工作会议	2021年中央经济工作会议
一、回顾总结	<b>当年经济工作成绩：</b> 应对超预期因素冲击，保持了经济社会大局稳定	<b>当年经济工作成绩：</b> 我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位
	<b>明年形势判断：</b> 三重压力仍大：需求收缩、供给冲击、预期转弱	<b>明年形势判断：</b> 三重压力：需求收缩、供给冲击、预期转弱
	<b>对风险的规律性认识：</b> 六个规律性认识：党中央领导、高质量发展、稳中求进、坚持经济制度、对外开放、经济发展在法制轨道上	<b>对风险的规律性认识：</b> 四个规律性认识：党中央领导，高质量发展，稳中求进，统筹协调
二、工作部署	<b>明年经济工作部署：</b> <b>宏观政策形成共促高质量发展合力</b> 五大任务：1. 扩大国内需求、2. 现代化产业体系、3. 落实两个毫不动摇、4. 吸引外资、5. 防范经济金融风险	<b>明年经济工作部署：</b> 七大任务：1. 宏观政策稳健有效、2. 微观政策激活市场、3. 制造业竞争力和房地产健康、4. 科技政策扎实落地、5. 改革开放政策试点、6. 区域性政策均衡发展、7. 社会政策保障民生
三、纠正认识		<b>纠正认识：</b> 五个方面：1. 共同富裕、2. 为资本设置“红绿灯”、3. 保供稳价、4. 防范金融风险、5. 双碳工作纠偏
四、凝聚共识	<b>保持经济平稳运行至关重要</b> <b>创造性抓好贯彻落实，努力实现明年经济发展主要预期目标</b>	自觉同党中央保持高度一致，提高政治判断力、政治领悟力、政治执行力 尊重客观实际和群众需求，必须有系统思维、科学谋划
五、特殊主题	<b>疫情防控：</b> 优化调整疫情防控政策，加强统筹衔接，有序组织实施，顺利渡过流行期，确保平稳转段和社会秩序稳定	<b>疫情防控：</b> <b>统筹疫情防控和经济社会发展：</b> 坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准做好疫情防控工作
	<b>安全：</b> 统筹发展和安全三个方面： 1. 产业体系安全、2. 民生安全、3. 安全生产与防灾	<b>安全：</b> 统筹发展和安全四个方面： 1. 物流网安全、2. 新能源安全、3. 安全生产、4. 公共安全

数据来源：中国政府网，新华社，Wind，东吴证券研究所

图2：中美元首会晤后市场企稳反弹



数据来源：中国政府网，新华社，Wind，东吴证券研究所

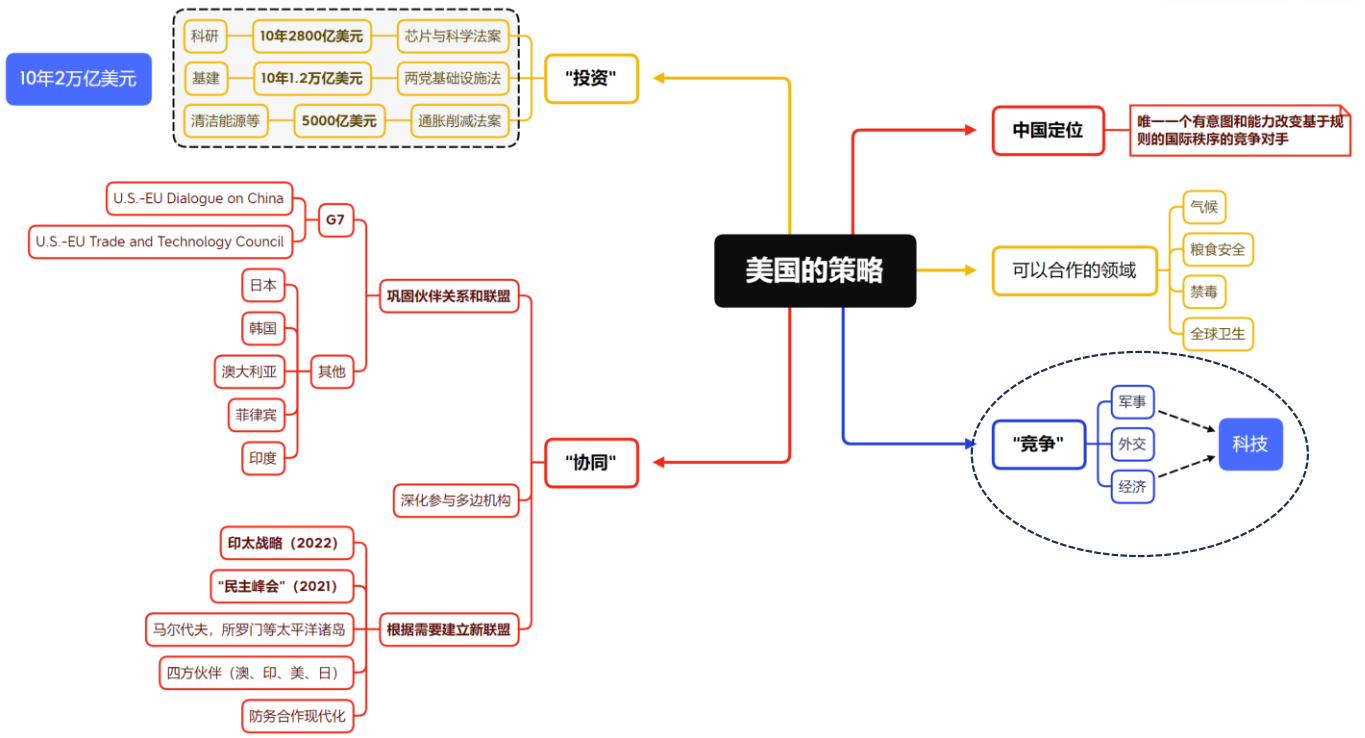
图3: 本次与上次中美元首会晤对比

时间/事件	APEC峰会前的会晤 2023.11.15	第十七次G20峰会后的会晤 2022.11.14
背景	全球经济复苏乏力，地缘冲突此起彼伏，这是两国元首1年后的首次会晤。双方就中美关系的战略性、全局性、方向性问题以及事关世界和平和发展的重大问题坦诚深入地交换。	巴厘岛会晤创造多个“首次”：中美元首在新冠肺炎疫情爆发近三年来首次面对面会晤，是拜登就任总统以来两国元首的首次面对面会晤，是中美完成各自国内重大政治议程之后的首次会晤，也是佩洛西窜台后中美最高领导人的首次会晤。
主基调	寻求稳定的中美关系，竞争中依然稳定住双边关系，有效管控分歧，保持沟通渠道。	达成合作共识，在原则性问题上划清红线，强化中美关系重回稳定发展轨道的预期。
对话时长	150min	180min+
两国关系	中方态度	中美关系不是零和博弈，双方应该正确看待对方内外政策和战略意图，确立对话而非对抗、双赢而非零和的交往基调，遵守国际关系基本准则和中美三个联合公报是中美关系最重要的防护和安全网。台湾问题是中国核心利益中的核心，是中美关系政治基础中的基础，是中美关系第一条不可逾越的红线。
	美方态度	“愿同习近平主席保持密切沟通，为美中关系把舵定向”； <b>“五不四无意”</b> ：“美国尊重中国的体制，不寻求改变中国体制，不寻求‘新冷战’，不寻求通过强化盟友关系反对中国，不支持‘台湾独立’，也不支持‘两个中国’‘一中一台’，无意同中国发生冲突。美方也无意寻求同中国‘脱钩’，无意阻挠中国经济发展，无意围堵中国。”
经贸问题	中方态度	中美在诸多领域存在广泛共同利益，包括经贸等传统领域。双方要充分用好在外交、经济、金融、商务、农业等领域恢复或建立的机制。
	美方态度	持续关切中方的贸易政策、市场经济和针对美国公司的行动。美国将继续采取必要行动，防止美国的先进技术被用于破坏美方的国家安全， <b>同时又不过度限制贸易和投资。</b> 同意两国财金团队就宏观经济政策、经贸等问题开展对话协调。
其他方面	双方一致同意继续开展高级别外交和互动， <b>在平等和尊重基础上恢复两军高层沟通</b> ，承诺恢复和增加中美航空，以支持两国之间的交流；同时鼓励扩大教育、学生、青年、文化、体育和商务交流。	中方，重申“四个应该”和“四个共同”，将继续劝和促谈，期待俄乌双方恢复和谈，同时希望美国、北约、欧盟同俄罗斯开展全面对话。

数据来源：The White House, Financial Times, 中国政府网, 新华社, 东吴证券研究所



图4：美国对华策略的基本方向和框架没变



数据来源：US Department of State, 东吴证券研究所总结

图5: 除元首外中方主要参会人员对比: 巴厘岛 VS 旧金山

旧金山		巴厘岛	
人员	时任职务	人员	时任职务
蔡奇	中共中央政治局常委、中央书记处书记、中办主任	丁薛祥	中共中央政治局常委、中央办公厅主任
王毅	中共中央政治局委员、中央外事办主任、外交部部长	王毅	中共中央政治局委员、国务委员、外交部部长
江金权	中共中央政策研究室主任	何立峰	中共中央政治局委员、发改委主任
郑栅洁	发改委主任	马朝旭	外交部副部长
蓝佛安	财政部部长	谢锋	外交部副部长
王文涛	商务部部长	华春莹	外交部部长助理
马朝旭	外交部副部长	杨涛	外交部美大司司长
谢锋	驻美大使	郑立樵	外交部美大司副司长
华春莹	外交部部长助理	吕录华	国家主席外事秘书
吕录华	国家主席外事秘书		

数据来源: 新华社, 中国政府网, 东吴证券研究所

图6: 晚宴与习近平主席同桌的公司及人员名单和行业梳理

序号	公司名称	人员	行业
1	贝莱德集团	拉里·芬克	金融服务
2	黑石	苏世民	金融服务
3	桥水	瑞·达利欧	金融服务
4	城堡证券	赵鹏	金融服务
5	KKR	约瑟夫·贝	金融服务
6	万事达卡公司	梅丽特·杰诺	金融服务
7	Visa	麦凯恩	金融服务
8	联邦快递	萨勃拉曼尼亚姆	物流运输
9	复瑞渤集团	庞晓东	物流运输
10	博通公司	陈福阳	半导体
11	高通	克里斯蒂亚诺·阿蒙	半导体
12	波音公司	斯坦·迪尔	航天航空
13	苹果	蒂姆·库克	通讯设备
14	福君基因	谢长廷	医疗保健
15	吉利德科学公司	丹尼尔·奥戴	生物科技
16	霍尼韦尔	杜瑞哲	工业
17	拉斯维加斯金沙集团	罗伯特·戈尔茨坦	娱乐
18	耐克	帕克	运动服饰
19	辉瑞	艾伯乐	制药
20	安利	潘睦邻	零售
21	Xcoal 能源与资源公司	厄尼·斯特拉舍	能源

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>