



宏观研究

【粤开宏观】政治局会议释放的七个新信号

2023年12月08日

投资要点

分析师：罗志恒执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com**分析师：马家进**执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com**分析师：牛琴**执业编号：S0300523050001
电话：13681810367
邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】双重“新三期叠加”：对2024年中国经济的思考及建议》2023-12-05

《【粤开宏观】徙木立信——2024年中国经济十大展望》2023-12-03

《【粤开宏观】中美税制及税负比较（2023）》2023-11-28

《【粤开宏观】中美财政政策比较：宏观调控作用、实施方式与未来空间》2023-11-22

《【粤开宏观】10月经济数据出现两大分化的原因》2023-11-15

事件

12月8日，中共中央政治局召开会议，分析研究2024年经济工作。

年底的政治局会议非常重要，将为即将召开的中央经济工作会议以及明年的《政府工作报告》定下总基调，确定明年经济工作的大方向。

本次会议有诸多新的提法：“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”“加大宏观调控力度”“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”“要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导”“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”等。**风险提示：**外部冲击超预期、房地产市场低迷超预期



目 录

一、总体形势判断：经济回升向好，成绩来之不易；今年经济恢复一波三折，仍需巩固和增强	3
二、政策基调更加积极，强调“以进促稳、先立后破”，但不是大水漫灌，实现质的有效提升和量的合理增长	3
三、财政政策“适度加力、提质增效”：从数量规模型转向效率效果型、优化财政支出结构、提高支出绩效	4
四、货币政策“灵活适度、精准有效”：更好满足合理融资需求，保持流动性合理充裕	5
五、增强宏观政策一致性，财政与货币相配合、经济与非经济政策协同	5
六、加强市场沟通和预期引导，有效提振信心	6
七、防范化解地方政府债务、房地产和中小银行风险	6



一、总体形势判断：经济回升向好，成绩来之不易；今年经济恢复一波三折，仍需巩固和增强

会议强调了今年经济工作的重要性，并肯定了成绩来之不易。“今年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年”，能否顺利实现年初定下的经济增速目标，不仅直接关系到国计民生，还会影响预期。我们“顶住外部压力、克服内部困难”，最终实现“我国经济回升向好”。从经济运行看，2023年我国经济运行是一波三折的恢复，总体处于疫后恢复态势，在服务业持续恢复的带动下实现了一季度开门红、二季度下行压力加大、三季度持续回升，完成全年目标是大概率事件。

同时，会议也指出经济回升向好态势仍需“巩固和增强”。这源于今年经济恢复的三个核心特点：

其一，经济恢复的非均衡性，当前经济是结构性恢复、而非全面恢复，主要是靠服务业、高端制造带动，但是房地产、金融业、互联网平台经济等仍受到一些冲击。因此就业也是结构性的，服务业和基建投资带动农民工就业形势好转，但青年就业压力较大。之所以会出现结构性恢复，还在于2023年是疫后恢复的第一年，疫情期间压制的聚集性服务业有个反弹式的增长；而其他产业诸如房地产在供需形势逆转的基础上又叠加预期不振引发了房地产销售、投资持续下行等。

其二，当前经济恢复是不稳定的，因为内生动能不足，表现在消费、制造业投资恢复不足，民间投资仍是负增长。这样的需求结构下经济受外部变化的影响会比较大，外部环境变化会导致经济运行的波动加大。比如2023年中国出口与韩国、中国台湾、越南的出口节奏相对一致，这跟全球经济运行节奏有关，反映出外部环境仍较大地影响到中国经济运行。

其三，今年经济名义增速低于实际增速，导致居民收入增速、政府财政收入增速、企业营业收入和利润增速偏低，产生了宏观与微观感受的背离。前三季度实际GDP同比增长5.2%，名义增速只有4.9%。

二、政策基调更加积极，强调“以进促稳、先立后破”，但不是大水漫灌，实现质的有效提升和量的合理增长

会议指出：“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”“加大宏观调控力度”。

实际上，“先立后破”不是第一次被提及的工作方法论，这对于新旧动能转换期的中国经济而言尤为重要。我国长期改革过程中形成的“摸着石头过河”以及“渐进试点”等做法就是先立后破的方式。2021年中央经济工作会议也提过这个表达：“必须坚持稳中求进，调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。必须加强统筹协调，坚持系统观念。”2022年3月5日，习近平总书记在参加十三届全国人大五次会议内蒙古代表团审议时强调：“绿色转型是一个过程，不是一蹴而就的事情。要先立后破，而不能未立先破”“实现‘双碳’目标，必须立足国情，坚持稳中求进、逐步实现，不能脱离实际、急于求成，搞运动式‘降碳’、踩‘急刹车’”。

从中长期看，中国经济面临新的“三期叠加”，包括：累积问题化解期、新兴动能培育期、经济转型阵痛期。这些叠加期本身意味着潜在经济增速下行，意味着改革和宏观调控的难度加大，先立后破有利于降低“新三期叠加”带来的失速风险。累积问题化解



期是指，此前支撑经济高速增长的因素，其积极作用逐渐减弱，负面影响愈加突显，例如人口红利、房地产野蛮生长、地方政府举债投资等，都曾为经济发展做出巨大贡献，当前却出现人口总量减少、老龄化加剧、房地产发展旧模式难以为继、地方政府债务风险上升、公共服务存在短板等一系列问题。新动能培育期是指，经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，需要新动能的支撑，例如从投资为主转向消费为主，从传统产业转向高科技产业，从关键领域被“卡脖子”到补链强链、自立自强等。经济转型阵痛期是指，累积问题的化解和新动能的培育并非一蹴而就，需要一个过程，期间可能面临经济转型的阵痛，例如新旧动能未及时接续，导致经济下行压力增大；创新驱动的产业发展相比债务驱动的规模扩张，难度更大、风险更高，且短期收益可能不太显著；产业转型升级过程中，新公司与新岗位不断涌现，但也伴随着旧公司与旧岗位的消失等。

从短期来看，会议对明年经济和政策的总基调偏积极，进一步阐释了稳和进的关系，即“稳中求进、以进促稳”和“加大宏观调控力度”，有利于推动明年经济向好，夯实恢复的基础。稳定的经济社会环境是进的前提，而稳定经济环境的取得也需要积极进取的政策支撑，比如积极的财政政策、稳健的货币政策和继续发力并优化的房地产政策等。明年预计能实现 5% 左右的经济增速，主要动能将是服务业、高端制造和基建投资。进的政策促进稳的形势和稳的预期。同时，要坚持稳中求进，调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打，做好新旧动能接续，防止发生处置风险的风险。

会议也明确了扩张性政策要“适度”，积极的财政政策要“适度”加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活“适度”、精准有效。最终目标是“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，防止因大水漫灌、政策强刺激而产生新的刺激政策消化期的风险。我国在 2008 年国际金融危机期间启动了大力度的基建、房地产刺激计划，导致紧随而至的产能过剩、杠杆高企、房地产库存高企、房价暴涨加剧贫富分化并抬升制造业成本等，经济陷入“前期刺激政策消化期”。

三、财政政策“适度加力、提质增效”：从数量规模型转向效率效果型、优化财政支出结构、提高支出绩效

会议指出：“继续实施积极的财政政策”“适度加力、提质增效”。财政政策基调与去年大致相当，一方面保持积极的态势，即加力以支持扩大总需求、防范化解经济社会风险，另一方面又提出了“适度”和“提质增效”“强化逆周期和跨周期调节”，也就是说要根据经济社会需要来实施，不搞大水漫灌，积极的财政仍是高质量发展框架下的积极，避免大幅提高财政风险，让财政更可持续。

“提质增效”是近年来财政政策在加力之外的重要目标，这是由当前财政形势紧平衡决定的，越是收支矛盾加大，越是要提高财政支出绩效，这要求收入端减税降费要从追求数量规模型转向效率效果型；支出端要优化财政支出结构，提前储备和挖掘好的项目，提高项目的经济效益和社会效益。

具体来看，明年的财政政策有必要从以下三大方面发力：

一是积极的财政政策主调不变，2024 年赤字率或有必要突破 3%，赤字规模由中央占主导。2023 年四季度增发 1 万亿国债，并提前下达 2024 年度部分新增地方债额度，有助于尽快形成实物工作量，在 2024 年形成开门红，但需注意政策接续性，避免出现项目资金后继无力的局面。要实事求是面对真实赤字率，避免长期采用的“控赤字+扩专项债”导致赤字规模过小、专项债使用效率偏低的局面。赤字率突破 3% 可向国际国内传递更为积极的财政政策信号，有助于提振微观主体信心。同时，考虑到当前地方政府财政



收支矛盾突出和防范化解债务风险的背景下，将由中央政府加杠杆来承担更多支出责任或将资金转移给地方政府使用。

二是财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅，提高财政资金的使用效率。经济下行期，支出政策的效果往往好于收入政策。因为减税的收入政策要通过市场主体起作用，传导链条长，而且容易受到其他因素干扰。一旦市场主体的信心不足，减税降费等收入端政策既不能拉动经济增长，而且还推升了赤字和债务，陷入了“减税降费陷阱”。过去我国持续推出减税降费退税缓税有效地缓解了市场主体现金流紧张的问题，提高了企业的抗风险能力，但是也导致宏观税负持续下行。

三是推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税APP等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。当前我国低保覆盖较为完善，因此尤其要关注三个群体：1) 低保临界线以上、社平工资以下的城镇低收入群体；2) 低保临界线以上、社平工资以下的农村低收入群体，尤其是老人群体；3) 失业大学生群体。

四、货币政策“灵活适度、精准有效”：更好满足合理融资需求，保持流动性合理充裕

会议要求“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，预计将体现在四个方面：

其一，更重视货币政策的实际效果，而非信贷社融的增速。2023年11月中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，要求“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”以及“优化资金供给结构，盘活存量金融资源”，可能会使2024年信贷社融在数据上不太亮眼，例如削弱了一季度信贷投放的“开门红”，但对实体经济的支持力度其实是增强的。

其二，要更好满足居民刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，结构性货币政策工具继续向科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业倾斜。

其三，货币政策与财政政策相配合，维持稳健偏松的力度。例如，中央政府增发国债和地方政府发行特殊再融资债，会收紧银行间市场的流动性，央行应通过降准、MLF、公开市场操作等方式保持流动性合理充裕；保交楼、城中村改造、保障性住房建设等虽然要由地方政府承担主体责任，但金融机构也要提供足够的金融支持。

其四，增强货币政策的独立性和灵活性，降准降息均有空间，该降准降准，该降息降息，不要受到多政策目标的过多限制。多个政策目标应由多个政策工具来实现，而不应单一政策工具寄予太多期望，能够发挥其主要作用即可，负面影响可以通过配套工具来予以对冲和消除。

五、增强宏观政策一致性，财政与货币相配合、经济与非经济政策协同

会议强调“要增强宏观政策取向一致性”“统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全”。



这要求明年宏观政策要有全局意识、系统观念，政策制定与实施要围绕中央的整体战略部署，处理好需求端与供给端、城市与乡村、发展的安全与可持续性三对关系，相互配合、相互衔接，形成合力，避免合成谬误。近年来，政策实施总体是好的，取得了积极效果，但是部分政策之间缺乏系统性和统筹谋划，存在碎片化倾向，制约了政策效果的协同发挥。政策要生效和提效的前提是政策之间的系统谋划和协调性，就是避免收缩性的非经济政策冲击扩张性的经济政策，从总体大局出发而非部门本位出发。

一方面，**财政和货币政策要积极配合**。货币金融政策要从数量和价格上配合财政发债、化债，货币金融政策支持房地产风险防范等，预计明年将继续延续。

另一方面，**增强经济政策与非经济政策的协同**。部分非经济政策的紧缩效应，比如过去部分地区存在的一刀切的环保政策、拉闸限电、部分行业的调整等，客观上导致企业和居民的信心不足。减税降费后，企业仍不敢大幅追加投资、居民不敢提高消费，结果就是减税降费并不能有效地拉动经济增长，减税降费的作用衰减，陷入“减税降费陷阱”。因此，要综合考虑非经济政策对经济的影响，避免其引发供给冲击和打击市场主体的积极性。

六、加强市场沟通和预期引导，有效提振信心

会议提出“加强经济宣传和舆论引导”。近年来，部分政策在一定程度上呈现出“舆论倒逼、政府被动响应”的特征，主要原因在于与市场沟通不够，主动引导预期的力度不够。当前经济是结构性恢复而非全面恢复，部分受损群体在社交媒体上的发声能力较强，而这种负面情绪的传播力比正面情绪更强，更容易引起社会公众的广泛关注与讨论。如果不加以引导，任由这种负面情绪相互传染，微观主体信心不足的局面将持续，拖累经济恢复进程。

明年有必要做好提前与市场充分、有效沟通，及时、有力、有效地回应舆论关切，改进宣传方式。经济有亮点也有隐忧，积极回应和应对，才能真正打消公众疑虑。同时，政策还要通过走在市场预期前面引导预期，加强与市场的沟通。避免让市场等待政策，有必要让政策走在市场预期前面，超出市场预期，如此才能打破低迷的市场情绪，调动起微观主体的积极性。

七、防范化解地方政府债务、房地产和中小银行风险

会议提出“防范化解风险”“要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。”当前重大风险主要集中在地方政府债务、房地产和中小银行领域，明年防范化解风险将重点关注。

一是继续推进防范化解地方政府债务风险工作，硬化地方债务约束，防止隐性债务化而不绝。7月24日，政治局会议提出“一揽子化债方案”后，各地积极通过财政化债和金融化债等方式推动区域内隐性债务化解。其中，特殊再融资债券超预期发行，截至12月8日，全国共有27个省份累计发行特殊再融资债券13770.17亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古等债务负担较重的省份成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模均超过1000亿元，分别为2148.8亿元、1286.3亿元、1256亿元、1122亿元和1067亿元。但从更长远的角度来看，特殊再融资债券化债主要缓解的是当前风险，仍有必要通过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。在稳定宏观税负



同时，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。

二是化解房地产风险，构建房地产发展新模式。随着我国房地产市场供求关系发生重大变化，近几年房地产领域逐步暴露出一些风险，例如房企债务风险、期房烂尾风险、房地产销售和投资持续低迷等，对财政、金融、经济等各方面都产生了重大影响。要化解当前房地产风险，有几个重要抓手：一是做好“保交楼”工作，加强对房企的预售资金监管，防止期房烂尾，保障购房者的合法权益；二是防止健康房企出现流动性紧张，要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，当前金融机构为保障资金安全而出现慎贷惜贷行为，导致民营房企面临融资难问题；三是提振居民购房信心和需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求；四是加快保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施“三大工程”建设，既能对冲房地产投资下滑，又能改善居民居住条件。

三是及时处置中小金融机构风险，防止风险蔓延。近年来中小银行在发展经营过程中聚集了较多风险。2019年起，个别城商行、部分地区的村镇银行陆续爆发风险事件。化解处置中小金融机构风险，首先是要明确原则。银行风险的处置措施分为最后贷款人措施（流动性支持）、存款担保措施、行政接管措施三类行政性措施，以及自我救助措施、同业互救措施两类市场化措施。其次是压实属地责任。2022年央行发布的《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》明确提出“中央统一规则、地方实施监管，谁审批、谁监管、谁担责”的原则，厘清了央地金融监管关系，将地方各类金融业态纳入统一监管框架。最后是大力推动合并重组。在合并重组过程中应重点明确重组目的：以化解风险为主要目的的，应重点考虑合并重组过程中对不良资产的处理。以谋求发展为主要目的的，应对银行发展现状进行充分分析，为新银行制定一套特色化发展战略。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com