

宏观点评 20231208

从政治局会议看中央经济工作会议定调

2023年12月08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

■ 每年12月政治局通常是中央经济工作会议的“风向标”，今年的风向往哪吹？最鲜明的一句话概括，“既要做得好，也好讲得好”——首次在政治局会议中提出“要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导”。

如何做得好？财政+货币+科技创新（产业）。在总量政策的论述上，政治局会议具有更强的前瞻性，尽管节奏上有所变化，但“积极的财政政策、稳健的财政政策”将为2024年政策的“主旋律”。科技创新成为产业“安全与发展”的核心，而外贸方面则转为以巩固为主。

如何讲得好？经济宣传+舆论引导。12月6日习近平总书记在党外人士座谈会上要求“要坚定发展信心，协助做好解疑释惑、凝聚共识工作”。这可能是后续新闻舆论的重要方向。

■ 12月政治局会议与中央经济工作会议，均为定调次年经济工作的“预告”，不过召开时间略靠前的政治局会议往往是接下来中央经济工作会议的“前奏”——参考往年，通常是政治局先定下基调、给出总体方向和政策框架，中央经济工作会议“紧随其后”、做出更为具体的部署。

■ **预计中央经济工作会议将进一步传达积极信号。**虽然中央经济工作会议不会透露具体政策目标（如GDP增速、财政赤字率等），但我们认为它的政策定调将会是积极的。**2024年4.5%-5%的增速目标是大概率事件**，一是这一增速目标可以引导预期、提振信心；二是从历史来看，除了2020年初突发的新冠疫情导致政府取消了经济增速目标，其余历年经济下行周期中政府对经济增速目标的下调都没有超过0.5个百分点。不过根据我们测算，在中性情境下，2024年距离5%的增速目标可能还有约9000亿元的缺口，届时需要更大力度的稳增长政策，重点支持绿色基建、保障性住房、城中村改造等领域，而这些重要领域很有可能在接下来的中央经济工作会议中被提及。

■ **财政政策：从“加力提效”到“适度加力、提质增效”。**此次政治局会议对“积极的财政政策”的描述，从以往的“加力提效”、拓展为“适度加力、提质增效”，**仅增四字，但意义非凡**。“适度加力”意味着接下来财政政策的扩张可能偏谨慎，不过往后财政端还是会“该出手时就出手”。因此2024年财政路径很有可能是年初维持3%的赤字率目标，但若经济下行压力还是较大，年中会通过上调赤字或“准财政”发力。“**提质增效**”意味着财政支出端会更多地往“稳经济”的领域倾斜，比如基建。2023年财政端的“羁绊”较多，支出端往基建方向的发力迟迟未现，此次政治局会议把“提效”变更为“提质增效”，表明了上层对于提升财政支出效率的决心。

■ **货币政策：出于内外均衡的考虑，后续央行宽松可能逐步趋稳。**三季度以来外部汇率显著承压下，货币宽松力度在高企的实际利率面前仍显不足。展望2024年，外部压力预计回落程度有限，加之央行对资金效率与金融风险的关注，“**灵活适度**”很可能成为下一阶段经济回升与结构转型的货币基调，更加注重长期与短期目标、稳增长与防风险之间的平衡。

这并非意味着明年货币政策的边际收敛。结合中央金融工作会议中“金融高质量服务实体”的定调，**我们认为央行后续的宽松思路可能有变**：一是价格方面总量与结构并行，运用结构性及类财政工具，将更多低成本金融资源转向重点领域薄弱环节；二是数量方面盘活存量，减轻空转，重新把握信贷投放于经济增长的关系，注重资金直达实体，工具进退可控。

■ **地产：关注中央经济工作会议的定调。**12月政治局会议历来对地产着墨较少，不过今年金融工作会议首提房地产已表明了中央对稳地产的重视。地产供给强调“**新陈代谢**”，短期内房企面临的流动性问题，与长期

相关研究

《11月出口：增速转正背后的三个关注点》

2023-12-07

《近期股汇走势为何背离？》

2023-12-03

构建保障房+商品房的地产新模式转型需同步推进，也是本次政治局会议中“以进促稳、先立后破”的题中之义。

- **产业政策：“科技”含量还是会很高。**2022年的中央经济工作会议中强调了“产业政策要发展和安全并举”，而“发展”和“安全”之间的“连接符”就是科技，因此2022年中央经济工作会议中提及要“加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发”，这些领域也是今年以来科技创新的“重头戏”。**此次政治局会议中对“推动高水平科技自立自强”的政策定调，也意味着2024年相关科技产业领域仍为发展的重中之重。**
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；政策对内需拉动效果不及预期。

图1: 近三次 12 月政治局会议表述要点对比

要点对比	2023年12月8日	2022年12月6日	2021年12月6日
形势研判	经济回升向好	保持了经济社会大局稳定	经济发展保持全球领先地位
政策基调、力度	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，要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导	明年要坚持稳字当头、稳中求进	宏观政策要稳健有效。
财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效	继续实施积极的财政政策，积极的财政政策要加力提效。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	稳健的货币政策要精准有力。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。
内需	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	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。微观政策要激发市场主体活力。
防风险	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	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。	--
房地产	--	--	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
产业	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平	要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。	结构政策要着力畅通国民经济循环，科技政策要加快落地
对外开放	要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。	扩大高水平对外开放。

数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图2: 参考过去两年, 12月政治局通常是中央经济工作会议的“缩影”

	2022.12		2021.12	
	政治局会议(12.6)	中央经济工作会议(12.8-12.10)	政治局会议(12.6)	中央经济工作会议(12.15-12.16)
当前经济形势	面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务, 保持了经济社会大局稳定	当前我国经济恢复的基础尚不牢固, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大, 外部环境动荡不安, 给我国经济带来的影响加深。面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务, 保持了经济社会大局稳定	我国经济发展保持全球领先地位	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 但我国经济韧性强, 长期向好的基本面不会改变。我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位
总量政策	明年要坚持稳字当头、稳中求进, 加强各类政策协调配合, 优化疫情防控措施, 形成共促高质量发展的合力	明年要坚持稳字当头、稳中求进, 加大宏观政策调控力度, 加强各类政策协调配合, 形成共促高质量发展合力	明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 宏观政策要稳健有效	明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前。财政政策和货币政策要协调联动, 跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合
货币政策	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要精准有力, 要保持流动性合理充裕, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 强化金融稳定保障体系	稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持
财政政策	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要加力提效, 保持必要的财政支出强度, 优化组合赤字、专项债、贴息等工具; 有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控; 要加大中央对地方的转移支付力度, 推动财力下沉	积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续	积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度, 加快支出进度, 适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律, 坚决遏制新增地方政府隐性债务
内需	要着力扩大国内需求, 充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用	要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力, 改善消费条件, 创新消费场景	实施好扩大内需战略, 促进消费持续恢复, 积极扩大有效投资, 增强发展内生动力	实施好扩大内需战略, 增强发展内生动力
外贸外资	要推进高水平对外开放, 更大力度吸引和利用外资	要推进高水平对外开放, 提升贸易投资合作质量和水平, 要落实好外资企业国民待遇, 加大知识产权和外商投资合法权益的保护力度	改革开放政策要增强发展动力, 扩大高水平对外开放	扩大高水平对外开放, 推动制度型开放, 吸引更多跨国公司投资, 推动共建“一带一路”高质量发展
民营经济	要坚持真抓实干, 激发全社会干事创业活力, 让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创	要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来, 从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益	/	要提振市场主体信心, 深入推进公平竞争政策实施
产业政策	产业政策要发展和安全并举; 要加快建设现代化产业体系, 提升产业链供应链韧性和安全水平	产业政策要发展和安全并举, 狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大; 找准关键核心技术和零部件薄弱环节, 集中优质资源合力攻关	继续抓好关键核心技术攻关, 强化国家战略科技力量, 强化企业创新主体地位, 实现科技、产业、金融良性循环	强化企业创新主体地位, 深化产学研结合
就业	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作	落实落细就业优先政策, 把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置	社会政策要兜住民生底线, 落实好就业优先政策	解决好高校毕业生等青年就业问题, 健全灵活就业劳动用工和社会保障政策
其他民生领域	做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应, 关心困难群众生产生活, 保障农民工工资发放, 抓紧抓实安全生产和防灾减灾工作, 维护社会和谐稳定	及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。加强新就业形态劳动者权益保障, 稳妥推进养老保险全国统筹。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。完善生育支持政策体系, 适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策, 积极应对人口老龄化少子化	推动新的生育政策落地见效, 推进基本养老保险全国统筹, 健全常住地提供基本公共服务制度; 科学精准扎实做好疫情防控工作, 统筹安排煤电油气运保障供应, 要保障农民工工资发放, 要做好北京冬奥会、冬残奥会筹办工作。	推进基本养老保险全国统筹。推动新的生育政策落地见效, 积极应对人口老龄化。
地产	/	因城施策, 支持刚性和改善性住房需求, 解决好新市民、青年人等住房问题, 探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 推动房地产业向新发展模式平稳过渡	要推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 促进房地产业健康发展和良性循环	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
风险	要有效防范化解重大经济金融风险, 守住不发生系统性风险的底线	要确保房地产市场平稳发展, 有效防范化解优质头部房企风险; 要防范化解地方政府债务风险, 坚决遏制增量、化解存量	/	要正确认识和把握防范化解重大风险, 研究制定化解风险的政策, 要广泛配合, 完善金融风险处置机制

注: 红色字体部分为中央经济工作会议相比于12月政治局会议有变动的内容。

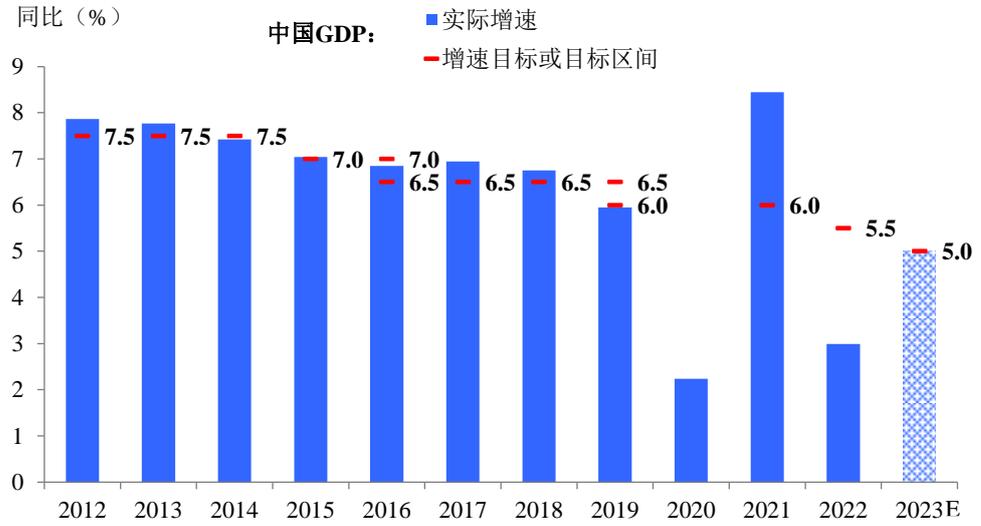
数据来源: 中国政府网, 新华社, 东吴证券研究所

图3：2022年与2021年中央经济工作会议表述对比

2022年中央经济工作会议	VS	2021年中央经济工作会议
<p>当年经济工作成绩</p> <p>应对超预期因素冲击，保持了经济社会大局稳定</p>		<p>当年经济工作成绩</p> <p>我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位</p>
<p>明年形式判断</p> <p>三重压力仍大： 需求收缩、供给冲击、预期转弱</p>	<p>一、回顾总结</p> <p>连续两年将明年形式判断表述提前，体现风险与挑战压力增大</p>	<p>明年形式判断</p> <p>三重压力： 需求收缩、供给冲击、预期转弱</p>
<p>对风险的规律性认识</p> <p>六个：党中央领导、高质量发展、稳中求进、坚持“两个毫不动摇”、对外开放、经济发展在法治轨道上</p>		<p>对风险的规律性认识</p> <p>四个：党中央领导，高质量发展，稳中求进，统筹协调</p>
<p>明年经济工作部署</p> <p>总基调：宏观政策形成共促高质量发展合力 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</p>	<p>二、工作部署</p> <p>总基调强调高质量、促合力，具体任务调整</p>	<p>明年经济工作部署</p> <p>总基调：稳增长 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</p>
	<p>三、纠正认识</p> <p>2021年新增五个方面</p>	<p>纠正认识</p> <p>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</p>
<p>凝聚共识</p> <p>保持经济平稳运行至关重要 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</p>	<p>四、凝聚共识</p> <p>提高领导工作要求</p>	<p>凝聚共识</p> <p>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</p>
<p>疫情防控</p> <p>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</p>	<p>五、特殊主题</p> <p>关注2023年统筹发展与安全的变化</p>	<p>疫情防控</p> <p>统筹疫情防控和经济社会发展；坚持“外防输入、内防反弹” 科学精准做好疫情防控工作</p>
<p>安全</p> <p>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</p>		<p>安全</p> <p>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</p>

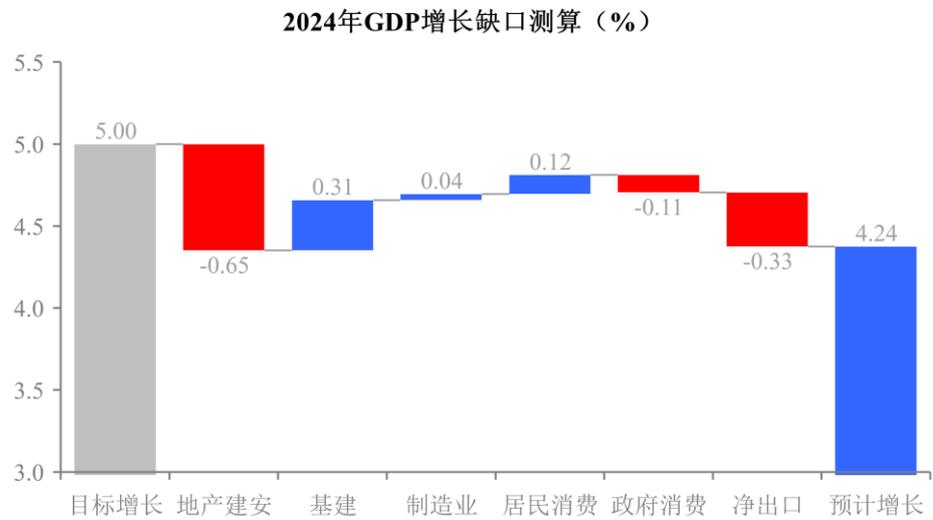
数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图4：除了2020年取消目标，历年经济增速目标的下调没有超过0.5个百分点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

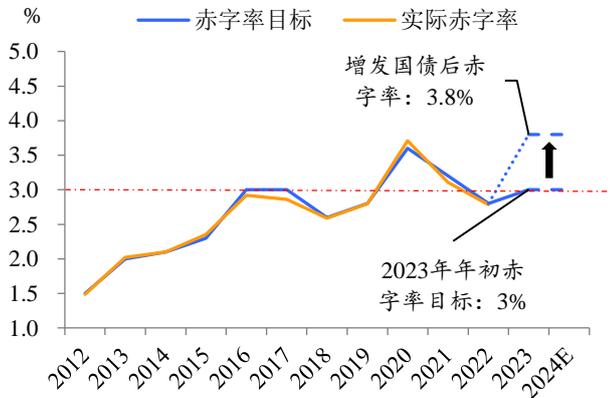
图5：2024年中性预测情景下 GDP 分项拉动情况



注：增长为实际值，投资项根据 GDP 支出法口径调整

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：“适度加力”意味着2024年年初赤字率目标的设定可能偏谨慎，但不乏年中再次上调赤字率的可能性



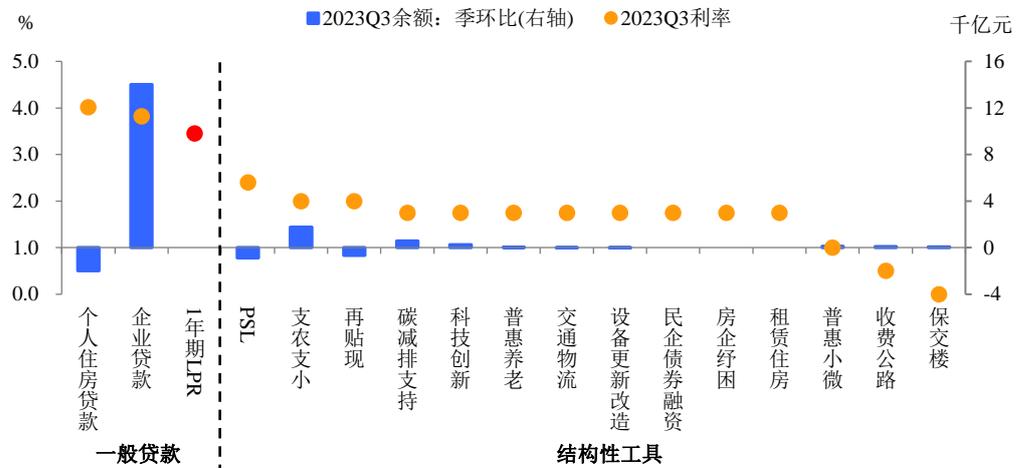
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：“提质增效”意味着2024年财政端基建类支出或将明显升高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：后续货币宽松可能更注重结构



数据来源：央行，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>