

# “以进促稳”传递积极政策信号

## ——12月政治局会议点评&中央经济工作会议前瞻

### 专题内容摘要

中共中央政治局12月8日召开会议，分析研究当前经济形势，部署2024年经济工作。从历史惯例来看，政治局会议一般也为几天以后的中央经济工作会议定调。

我们注意到本次会议的政策基调是“以进促稳、先立后破”，或表明提振经济增长被摆在了更重要的位置。从具体的政策安排来看，财政政策“要适度加力”的表述尤其引人瞩目。我们预计本月举行的中央经济工作会议将按照上述基调对更好实现2024年的经济发展任务做出具体部署。

#### ► 经济工作要“以进促稳、先立后破”

在三季度经济超预期复苏，负产出缺口收敛的背景下，十二月政治局会议也确认，“我国经济回升向好”——与我们“中国经济正在走过拐点”的判断一致；也与七月政治局会议提到的“当前经济运行面临新的困难挑战”有明显的差异。

对于明年经济工作的安排，会议在延续此前“稳中求进”的工作总基调的基础上提出了新的要求：由此前的“稳字当头”转向“以进促稳、先立后破”，需要高度关注。

其中，“以进促稳”将“进”的优先性和必要性提升到了新的高度，我们认为，这可能意味着明年经济政策将靠前发力，政策力度也有望加强。“先立后破”则意味着，在后续各领域改革的过程中，都要求在新机制或者新情况较为成熟的基础之上实现相对平稳的过渡，经济政策转向可能也将更循序渐进。

#### ► 宏观政策力度有望加大

在七月的政治局会议上，会议曾提出要“加强逆周期调节和政策储备”，本次会议也强调要“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”。考虑到“以进促稳”的主基调，我们预计，后续逆周期与跨周期调节的政策力度或有所加强。

财政政策方面，除了要“继续实施积极的财政政策”外，会议新提出积极的财政政策“要适度加力、提质增效”，这意味着明年赤字率或将有所上升。需要注意的是，中央政府赤字扩张在一定程度上是为了对冲地方政府赤字特别是隐性赤字的收缩，财政政策调整首先体现为转杠杆，至于是否能实现广义财政加杠杆，则还需要看明年官方赤字扩张的力度，目前来看，政治局会议给出了相对积极的信号。

货币政策方面，在延续了“稳健的货币政策”的基调上，会议进一步提出，政策要“灵活适度、精准有效”。我们认为货币政策或更讲究针对性和灵活性。结构性政策工具仍在未来会广泛使用。

#### ► 一些其他亮点

总量政策外，其他领域的政策信号也不乏亮点。内需方面，“要形成消费和投资相互促进的良性循环”；外贸领域，会议“巩固外贸外资基本盘”的表态更为积极乐观；产业发展方面，会议再度强调“科技创新”的重要性。

**风险提示：**政策与预期的不一致，地缘政治风险

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《出口增速如期转正：——对11月外贸数据的思考与未来展望》2023.12.07
- 2、《短期回调不改中期经济复苏趋势：——对11月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2023.12.01

## 正文目录

1. 经济工作要“以进促稳、先立后破”.....	3
2. 宏观政策力度有望加大.....	4
3. 一些其他亮点 .....	5
4. 近期政治局会议主要内容对比.....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 房地产企业贷款余额同比 .....	4
图表 2: 地方融资平台债券余额同比增速 .....	4
图表 3: 近期中央政治局会议主要内容对比 .....	6

中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署 2024 年经济工作。从历史惯例来看，政治局会议一般也为几天以后的中央经济工作会议定调。

我们注意到本次会议的政策基调是“以进促稳、先立后破”，或表明提振经济增长被摆在了更重要的位置。从具体的政策安排来看，财政政策“要适度加力”的表述尤其引人瞩目。我们预计本月举行的中央经济工作会议将按照上述基调对更好实现 2024 年的经济发展任务做出具体部署。

## 1. 经济工作要“以进促稳、先立后破”

在三季度经济超预期复苏，负产出缺口收敛的背景下，十二月政治局会议也确认，“我国经济回升向好”——与我们“中国经济正在走过拐点”的判断一致；也与七月政治局会议提到的“当前经济运行面临新的困难挑战”有明显的差异。

对于明年经济工作的安排，会议在延续此前“稳中求进”的工作总基调的基础上提出了新的要求：由此前的“稳字当头”转向“以进促稳、先立后破”，需要高度关注。

“以进促稳”将“进”的优先性和必要性提升到了新的高度，我们认为，这可能意味着明年经济政策将靠前发力，政策力度也有望加强。

“以进促稳”曾在 2022 年初由时任央行货币政策司司长负责人首次提及，在当时的新闻发布会上，他表示，“‘进’要服务于‘稳’，不利于‘稳’的政策不出台，有利于‘稳’的政策多出台，做到以‘进’促‘稳’。”具体措施上，主要包括货币政策的充足发力、精准发力、靠前发力。

我们理解，“先立后破”是针对“先破后立”而言的，要求在先创造出新机制作为替代的基础上，再打破原有的机制。这也意味着，在后续各领域改革的过程中，都要求在新机制或者新情况较为成熟的基础之上实现相对平稳的过渡，经济政策的转向可能也将更循序渐进。

“先立后破”的提法此前主要集中于新旧能源领域。2022 年 3 月，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曾强调，“绿色转型是一个过程，不是一蹴而就的事情。要先立后破，而不能够未立先破”，“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’”。

## 2. 宏观政策力度有望加大

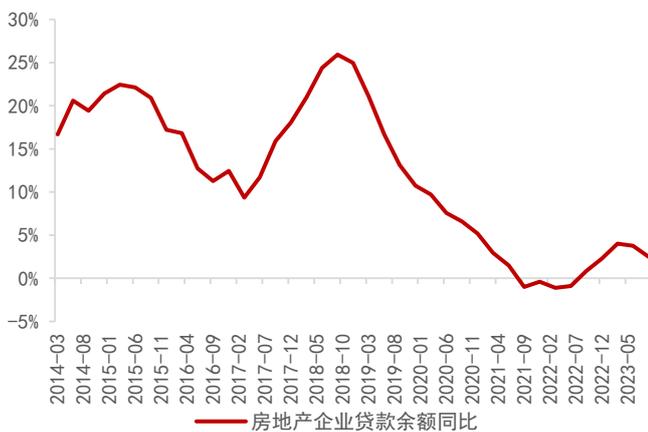
在七月的政治局会议上，会议曾提出要“加强逆周期调节和政策储备”，本次会议也强调要“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”。考虑到“以进促稳”的主基调，我们预计，后续逆周期与跨周期调节的政策力度或有所加强。

**财政政策上**，除了要“继续实施积极的财政政策”外，会议新提出积极的财政政策“要适度加力、提质增效”，这意味着明年赤字率或将有所上升。

当然，市场对于明年可能进一步扩大官方财政赤字已有所讨论，包括此前1万亿国债发行用于水利基础设施建设、人民银行重启PSL支持保障房等工程，都意味着中央政府广义财政赤字的扩张。

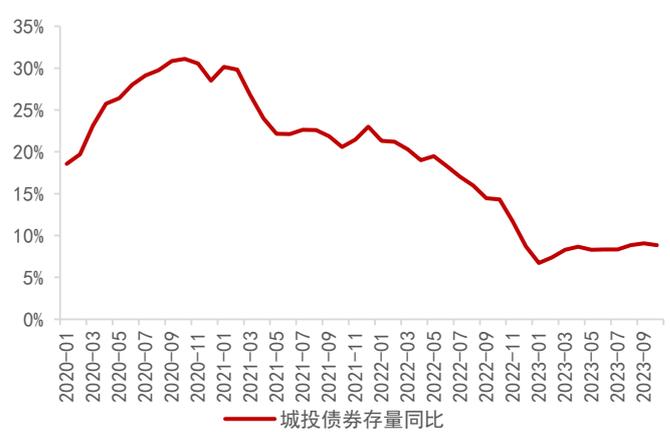
但需要注意的是，中央政府赤字扩张在一定程度上是为了对冲地方政府赤字特别是隐性赤字的收缩。受到地方政府隐性债务置换的影响，地方融资平台的融资需求下降；房地产市场低迷，也较大程度冲击地方政府的土地出让金收入和相关支出<sup>1</sup>，这些因素都导致地方政府广义财政赤字下降。在这种情况下，财政政策调整首先体现为转杠杆，至于是否能实现广义财政加杠杆，则还需要看明年官方赤字扩张的力度。

图表1：房地产企业贷款余额同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：地方融资平台债券余额同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

实际上，在地产长周期拐点之后的复苏初期，许多国家的财政政策都面临两难选择。一方面，经济衰退刚刚过去，为了稳定经济和金融体系，广义政府债务已然明显上升，甚至存在主权信用评级被下调（例如美国在2011年就丧失了AAA评级）的风险，有财政整顿的需要；另一方面，经济刚刚开始复苏，仍然需要财政扩张帮助居民、企业去杠杆。

当然，事后来看，采取更积极的财政政策推动经济更快复苏，也会推动财政收入

<sup>1</sup> 政府出售资产（土地）获得收入并用于支出，是一种增加财政赤字的行为。

更快修复，反而可能是两难之中的较优选择<sup>2</sup>。虽然目前看中国广义财政扩张的力度仍有不确定性，但是政治局会议给出了相对积极的信号。

**在货币政策方面**，在延续了“稳健的货币政策”的基调上，会议进一步提出，政策要“灵活适度、精准有效”。我们认为货币政策或更讲究针对性和灵活性。结构性政策工具仍在未来会广泛使用。

在政策协同方面，在去年底政治局会议“加强各类政策协调配合”的基础上，会议进一步强调了“要增强宏观政策取向一致性”，对后续各层面、各领域政策目标和节奏的协同有了更高的要求。同时，会议也要求“加强经济宣传和舆论引导”，我们认为，这有助于更充分地发挥政策效果。

### 3. 一些其他亮点

**内需方面**，会议提出“要形成消费和投资相互促进的良性循环”。对比7月政治局会议“通过终端需求带动有效供给”的说法，我们认为新表述或许有了更多“供给创造需求”的含义。我们在《是时候强烈看多中国经济了》对此有所论述：投资可以扩大再生产，推动收入上升，因而带动需求。所以投资不仅仅被动满足消费需求，还可以创造新的消费需求。这也是中国可以从地产拐点之后重新复苏的关键。

**外贸领域**，对比7月会议“稳住外贸外资基本盘”的表述，12月会议提出“要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘”，表态更为积极乐观，可能与近期外贸数据有所企稳回升有关。

**重点领域防风险方面**，会议重申要“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”，参考7月政治局会议，我们认为重点领域可能需要关注，中小金融机构改革化险、地方债务风险等。

**就业民生方面**，会议强调“保供稳价”与安全生产。会议延续了此前会议的精神，将对重要民生商品的“保供稳价”进一步明确在“两节”期间，同时对于此前会议强调的“抓紧抓实安全生产……工作”，本次会议有了“深入落实安全生产责任制”这样更具体的安排。

产业发展方面，会议继续强调了“科技创新”的重要性，提出要“以科技创新”引导现代化产业体系建设，并重申要“提升产业链供应链韧性和安全水平”。

<sup>2</sup> 例如拿全球金融危机之后的美国和欧洲相比，美国财政扩张好于欧洲，结果经济修复、就业表现和财政恢复的状况也都好于欧洲。

## 4. 近期政治局会议主要内容对比

**图表3：近期中央政治局会议主要内容对比**

领域	2023年12月政治局会议	2023年7月政治局会议	2023年4月政治局会议	2022年12月政治局会议
宏观形势	经济 <b>回升向好</b> ，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效	国民经济持续恢复、总体回升向好。当前经济运行面临 <b>新的困难挑战</b> ，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。	当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	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。
后续经济工作思路	坚持稳中求进、 <b>以进促稳、先立后破</b> ，强化宏观政策逆周期和跨周期调节， <b>要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。</b>	<b>加大宏观政策调控力度</b> ，着力扩大内需、提振信心、防范风险。	把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力。	坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合
财政政策	积极的财政政策要 <b>适度加力、提质增效</b>	继续实施积极的财政政策， <b>延续、优化、完善并落实好减税降费政策</b> ，要更好发挥政府投资带动作用， <b>加快地方政府专项债券发行和使用。</b>	积极的财政政策要加力提效，要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	积极的财政政策要加力提效
货币政策	稳健的货币政策要 <b>灵活适度、精准有效</b>	继续实施稳健的货币政策， <b>发挥总量和结构性货币政策工具作用</b> ，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要精准有力。	稳健的货币政策要精准有力
消费	要着力扩大国内需求，形成消费和投资 <b>相互促进的良性循环</b>	通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给… <b>要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费</b> ，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。	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。
外贸外资	要扩大高水平对外开放， <b>巩固外贸外资基本盘。</b>	要多措并举，稳住外贸外资基本盘。 <b>要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。</b>	要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。
重点领域防风险	要持续有效防范化解 <b>重点领域</b> 风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。	<b>有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。</b> 要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。	要加强地方政府债务管理， <b>严控新增隐性债务……</b> 统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。	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。
民生	做好“ <b>两节</b> ”期间重要民生商品保供稳价，深入落实安全生产 <b>责任制</b>	<b>把稳就业提高到战略高度通盘考虑</b> ，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。	强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。	统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应，抓紧抓实安全生产和防灾减灾工作
新兴产业	要以 <b>科技创新</b> 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。	<b>要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合</b> ，促进人工智能安全发展。	要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。	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。
地产	/	<b>适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策</b> ，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设， <b>盘活改造各类闲置房产。</b>	<b>坚持“房住不炒”</b> ，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业新发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。 <b>规划建设保障性住房。</b>	/

资料来源：中国政府网，国联证券研究所

## 5. 风险提示

**政策与预期不一致：**若政策落地时间与力度有所变化，则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

**地缘政治风险：**如果出现地缘政治事件，则出口可能不符合我们的预期。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼