

以改革促发展，兼顾新旧动能

——宏观策略联合点评 12 月政治局会议

核心内容:

- 2023 年是疫情防控后经济恢复发展的第一年，这意味着经济增长疲软在预期内。政策层对于 2023 年经济增长给予正面评价，经济结构优化、现代产业体系重要进展，科技新突破，改革向纵深发展。
- “以进求稳”新提法是以短期内加快“进”来实现中长期的“稳”。短期内要加快结构性改革和经济转型，以此来实现中长期内稳定和可持续的经济增长。“先立后破”是“稳”和“进”的结合，一方面通过加大逆周期和跨周期调节来避免旧动能失速来确保短期的“稳”，另一方面通过加快经济转型来启动新动能来实现长期内的“稳”。我们认为在二十届三中全会上会出台全方位深化结构性改革来推动高质量增长。
- 预期管理明确进入经济工作流程。预期管理与引导舆论意味着未来政策层与市场的沟通会加强，可能形成更稳定的发布机制和市场交流机制。尤其是在政策转向的过程中，可以耗费更少的资源达到更好的效果。
- 财政的“适度加力”在“加大宏观调控力度”和“增强宏观政策取向一致性”的情况下，政策效果未必弱于 2023 年。财政政策如果能与货币政策协同加大，那么精准、科学的调控可以起到降本增效的效果。适度的财政政策也在于托举经济、稳定预期，未来会健全预算管理体系及促进融资平台转型。
- “适度”的货币政策更加偏向结构。2024 年的货币政策基调从“精准有力”调整为“灵活适度、精准有效”。从“力”到“效”，意味着货币政策“结构”优先于“总量”，强调信贷的方向引导，盘活被低效占用的金融资源是重点。
- 2023 年我国消费弱势恢复，需求不足仍然困扰我国经济。2024 年扩大消费的举措与 2023 年类似，均是与投资结合，并且以投资拉动消费。
- 本次政治局会议的其他变化：一是仍然高度重视持续有效防范化解重点领域风险，但未具体提及房地产、地方债和高风险中小金融机构等问题。二是本次会议强调深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国，绿色金融需发挥更重要作用。三是本次会议增加了推动城乡融合、区域协调发展。四是本次会议未提及数字经济、企业层面（国企、民企）的优化措施，但不代表二者不重要，前期的相关政策将持续推进。
- 投资机会：12 月份的中央政治局会议利好诸多主题或行业。主要涵盖：国产替代科技创新主题、央国企改革主题、大消费领域、金融地产板块、农林牧渔、绿色低碳、医疗养老等行业或主题。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：010-8092 7609

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

分析师助理：聂天奇、周美丽、王雪莹

风险提示

1.政策解读不到位

目录

一、2023 年的经济工作整体是肯定的	3
（一）2023 年经济增长仍然是恢复性的	3
（二）2023 年经济成绩给与正面评价	3
二、2024 年的经济工作方针是“以进促稳，先立后破”	4
三、预期管理进入经济工作日程	4
四、财政：增强政策一致性	4
五、货币：“适度”的货币更偏向结构	5
六、经济增长：以投资带动消费	7
七、本次政治局会议的其他变化	8
八、2023 年 12 月中央政治局会议利好的主题或行业	9
九、中央政治局会议涉及的行业或主题投资机会	10
（一）国产替代科技创新领域	10
（二）大消费板块	12
（三）国企改革主题	14
（四）绿色低碳领域	16
（五）防范化解房地产风险	18
（六）金融行业	21

2023年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。

一、2023年的经济工作整体是肯定的

(一) 2023年经济增长仍然是恢复性的

2022年是党和国家历史上重要的一年，而2023年是中国式现代化的开局之年。中国式现代化建设的转型是制度型的转型、发展方式的转型，这会对经济增长有一定的影响。同时2023年也是新冠疫情防控后经济恢复发展的第一年，疫情后经济恢复不畅也是可以预期的。

图1. 2022/2023年12月经济工作会议和政治局会议内容摘要

	2022年12月中央经济工作会议	2022年12月政治局会议	2023年12月政治局会议
对于当前年度的定位	2022年是党和国家历史上极为重要的一年。	2022年是党和国家历史上极为重要的一年。	2023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。
对当年经济工作的评价	发展质量稳步提升，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，就业物价基本平稳，粮食安全、能源安全和人民生活得到有效保障，保持了经济社会大局稳定。	发展质量稳步提升，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，就业物价基本平稳，粮食安全、能源安全和人民生活得到有效保障，保持了经济社会大局稳定。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，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。
当年经济面临的困难	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	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	顶住外部压力、克服内部困难
未来工作目标	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，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，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定。
未来工作原则	坚持稳字当头、稳中求进	坚持稳字当头、稳中求进	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
未来工作方法	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，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	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，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。
货币政策	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要适度加力、提质增效
财政政策	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效
产业政策和产业链	产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强。加快建设现代化产业体系。	产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强。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。	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。
消费和投资	着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。	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	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。
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，巩固外贸外资基本盘
金融风险	有效防范化解重大经济金融风险	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
民生	全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫	社会政策要兜牢民生底线	要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。
改革	谋划新一轮全面深化改革		要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。
城镇化			推动城乡融合、区域协调发展。
绿色低碳	推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国		深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国。

资料来源：中国政府网，新华社，中国银河证券研究院整理

(二) 2023年经济成绩给与正面评价

对于2023年的经济工作，整体评价仍然是正面的。虽然经济增长是波折的，但是总体顶住了外部压力，克服了内部困难。2023年总体是优化了经济结构，制造业对GDP的贡献上升，房地产业的贡献持续下滑。2023年7月政治局会议后，对于地方政府债务果断处理，使得市场信心得以恢复。中央政府对于2023年的经济成绩给与的评价高于2022年，2023年“高质

量发展扎实推进，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”。

二、2024 年的经济工作方针是“以进促稳，先立后破”

2024 年工作原则有所变化，从 2023 年的“稳中求进”变为“以进促稳、先立后破”，这是 2024 年经济工作中新的变化，我们对此的理解是：

首先，“稳中求进和以进促稳”中的两个“稳”的含义是不同的。稳中求进，是以短期内的“稳”来推动中长期的“进”，即通过宏观政策调节来确保短期内经济平稳增长，在此基础上逐步推进中长期结构性改革和经济转型。

其次，“以进求稳”新提法是以短期内加快“进”来实现中长期的“稳”。当下全球经济增长乏力，不确定性显著上升，国内传统基建和地产下行压力加大，单纯的货币财政政策的稳增长效能持续下降。因此短期内要加快结构性改革和经济转型，以此来实现中长期内稳定和可持续的经济增长。因此，我们认为在二十届三中全会上会出台全方位深化结构性改革来推动高质量增长。

再次，“先立后破”把“立”放在首位，强调“立字当头”，其实践意义就是要把完善既有的体制机制放在首位，把破除不适宜的体制机制放在第二位，确保政策的稳定性和连续性，稳步推进改革。在新制度还没有建设好、新政策没有完善的情况下，不轻易改变原有的制度和政策，做到不立不破。

最后，“先立后破”是“稳”和“进”的结合，一方面通过加大逆周期和跨周期调节来避免旧动能失速来确保短期的“稳”，另一方面通过加快经济转型来启动新动能来实现长期内的“稳”。

三、预期管理进入经济工作日程

“预期管理”的概念可以追溯到上世纪五十年代的理论发源。根本而言，这是指有效引导、协调和稳定社会预期，力求经济政策效果最大化，而副作用最小化。现代社会央行对其政策的预期管理较为成熟，其中以美联储为首。美联储通过定期的举行议息会议并公布会议纪要，以及阐述其货币政策调整机制来引导市场预期，当市场预期形成时，所耗费资源相对较小。

而我国政府政策发布时与市场沟通较少，尤其是在政策反转时要耗费更多的资源来扭转预期，使得政策往往过度。未来既要增加货币政策和财政政策的协同，同时需要在政策方向上与市场积极沟通。当预期管理到位，市场一致预期形成，仅需要付出较少的资源既可以得到“四两拨千斤”的效果。

四、财政：增强政策一致性

理解本次政治局会议对于财政政策的表述，需要结合会议中再次提及的“加大宏观调控力度”及“增强宏观政策取向一致性”综合分析。财政政策表述为“适度加力”，在直观感受上虽然弱于去年政治局会议的“加力提效”，但财政及货币协同强化后，政策效果未必弱于去年。

首先，“适度加力”的政策效果未必弱于“加力提效”。实际上，我国自 2013 年供给侧结构性改革以来，财政与货币政策协同效应有所降低，“宽”出的货币较多流向了地产、基建和

城投，“紧”的信用又积累了成本较高的广义政府债务。当前我国基础设施建设需求已逐步降低，过去传统的财政逆周期政策对于投资和经济的拉动效果有所减弱。我们认为加大协同意味着明年通过金融领域的“降本增效”能够实施更加精准、科学的宏观调控。

其次，“适度加力”的积极财政内涵在于托举经济、稳定预期。当前积极财政政策不同于前两轮典型的逆周期政策调节，其内涵在于通过“适度”稳增长政策托底基建和地产，重点是稳定当前企业部门的预期稳定复苏，今年新增的特殊再融资及万亿国债均指向企业现金流的保障。从各类企业的应收账款回收周期来看，疫情之后由于地方政府性基金收入的持续下滑，周期均有显著提升，尤其是私营企业和能源供应类（电力、热力、燃气及水的生产和供应业）企业，受现金回流放缓的影响今年企业扩张意愿有所压制。因此，我们认为“适度加力”重点在托举经济预期。

而今年提出的“三大工程”便是明年财政发力“以进促稳”的政策保障。今年提出的“保障房建设”及“城中村改造”中均提及“符合条件的项目纳入地方政府专项债支持范围”。而“三大工程”在兼具逆周期属性的同时，也具备较高的结构性调整作用。类比过去的“棚改”政策来看，通过财政和金融协同之下，既能形成有效需求，又能调整住房结构性失衡和城乡收入差距的现状。

最后，财政核心目标仍是促进经济高质量转型，避免传统路径依赖。当前正在逐步推进的地方隐债化解和融资体制转型尚未彻底完成，此时过大的财政力度可能仍会以过去的传统路径传导至实体经济，造成新的产能过剩和隐债风险。因此，保障合理力度和流动性，在此基础上推进经济向高质量转型仍是首要政策目标。基于此，我们认为在之后即将召开的二十届三中全会上，仍将进一步促进财政体制转型，健全预算管理体系及融资平台转型

五、货币：“适度”的货币更偏向结构

2024年的货币政策基调从“精准有力”调整为“灵活适度、精准有效”。从“力”到“效”，意味着货币政策“结构”优先于“总量”，强调信贷的方向引导，盘活被低效占用的金融资源是重点，重视结构性货币政策工具对于“重大战略、重点领域和薄弱环节”的支持。结构性货币政策将聚焦“五篇大文章”。未来有可能针对“三大工程”启动政策性金融工具，针对地方政府风险的化解必要时提供流动性支持工具。

货币政策基调的变化在11月份已经有充分体现。央行在三季度货币政策报告中明确货币信贷供需有了新的规律和新的特点，这也就意味着大水漫灌不会成为选择。信贷和社融的投资要与经济增长相匹配，结构型的货币工具要推动经济转型。潘功胜行长在12月3日接受采访时表示信贷需要盘活存量、优化增量。也就意味着，未来央行的信贷使用效率要有所提升，全面的刺激政策出台仍然需要等待。

图 2. 货币政策 11 月份表述

日期	会议	主要内容
2023年 12月3日-4日	潘功胜接受专访	“守护好老百姓的钱袋子”，意味着货币信贷政策不会无节奏地宽松 信贷三思路：盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向 提出“传统增长模式不可持续”，现在更关注结构调整 制定中小金融机构改革化险方案，不过大额债权人利益的保护应会打折扣 房地产市场提出“战略上牢牢坚持房住不炒，策略上防范风险外溢” 地方政府债务：鼓励出售资产与债务重组，并限制高风险地区新增投资与债务
2023年11月27日	央行三季度货币政策报告	首次提出“ 准确把握货币信贷供需规律和新特点 ”，意味着不会再“大水漫灌” 首次提出“ 推动经济加快转型的紧迫性上升 ” 存量贷款进入系统性重组阶段的方向和路径更为清晰，金融机构承受的压力会更大 后续货币信贷“ 强制引导性 ”力度更强 存款利率下调和银行让利同时进行 “ 优化国债持有结构 ”， 短期内央行对“货币赤字化”较为排斥
2023年11月22日	《对金融工作情况报告的意见和建议》 《依法加强监督，推动金融高质量发展》 《对2022年度国有资产管理情况综合报告和2022年度金融企业国有资产管理情况专项报告的意见和建议》	认为“货币供应和信贷增长较快”，意味着应 降低对“总量政策”的期待 针对地产行业领域，“保交楼”仍是未来一段时期的政策底线，国有大行、政策开发性银行的作用还需要进一步 突出 罕见提出“ 金融业向实体经济让利的空间还很大 ”。 目前我国金融业增加值占国内生产总值的比重接近8%，高于经济合作与发展组织成员国平均比重4.8%的水平。 提出“ M2与M1背离原因是资金空转 ” 提出对特定企业、重点地区及重点融资平台建立清单：即高度管制、贴身穿透监管。 提出“ 应就金融领域的杠杆率问题作深入研究 ” 对中小金融机构的评价明显偏负面 研究建立国有股权增持减持机制、增强政策性金融功能、推进国有金融资本海外投资和布局、 中央汇金公司的资本运作职能需要加强：在股权管理、风险控制和资本运作三项职能上， 目前资本运作职能偏弱，即过于注重股权管理和风险控制，集中力量打造金融业“国家队”

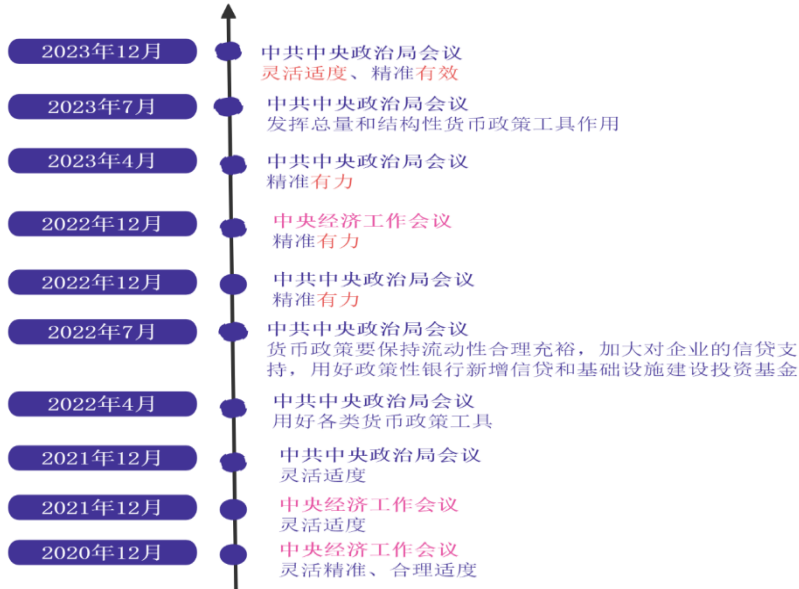
资料来源：中国政府网、新华社、中国银河证券研究院整理

央行考虑到中国式现代化的经济转型过程中，传统的经济增长模式受到一定的破坏，带来资金使用量的下降。而此时如果大规模的货币刺激，会使得资金涌入金融行业，从而带来资金的空转，所以对于总量政策的使用较为谨慎。

当下中国经济面临的挑战更多是经济转型过程中，中长期结构性问题的显性化。在此背景下货币政策强调“跨周期调节”和“逆周期调节”，是不同于传统理解的，是对于货币政策四个目标的再平衡：稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，因此现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，与市场一般认为跨周期调节意味着货币中性偏紧是不同的，央行近期强调跨周期调节并非意味着流动性边际收紧。同样，经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。

跨周期调节以自然利率为锚，金融服务实体经济的背景下，利率下行仍是政策利率的方向。2024年货币政策将保持连续性，预计将会有2次总计20BP的降息。

图 3. 货币政策梳理比较



资料来源：中国政府网，新华社，中国银河证券研究院整理

六、经济增长：以投资带动消费

2023 年我国消费弱势恢复，需求不足仍然困扰我国经济。2024 年扩大消费的举措与 2023 年类似，均是与投资结合，并且以投资拉动消费。

中国在人均 GDP 层面刚跨越了中等收入陷阱，未来要实现 2035 远景规划中达到中等发达国家收入水平，依然需要在未来 10 年维持中高速增长，这意味着投资在经济转型过程中依然需要扮演重要角色。但伴随着土地财政弊端日益凸显，长期内挑大梁的基建和房地产投资模式无法为经济带来新的增量。此外，债务压力和产能过剩在一定程度上又制约了制造业投资。目前中国人均资本存量依然显著低于发达经济体，投资的必要性毋庸置疑，关键问题是“投哪里，如何投”。

在全球百年大变局下思考中国经济问题需要突破原有的思维框架从投资中寻找打开消费之门的钥匙。我们认为当下应该从两个角度来探索如何通过投资来拉动消费：首先，从产业升级和转型的角度来加大新兴产业投资（新能源和数字经济），由此带来的产业链重塑和新经济增长点（新业态、新模式）可以增加就业和改善收入，同时也有助于提升中长期全要素生产率来对冲人口红利和资本回报的下降；其次，从改善民生角度加大教育、医疗、保障性住房以及养老等相关投资，除了这些投资本身也会带来相关就业和收入之外，更为重要的是可以降低家庭的预防性储蓄，令中国老百姓在“能消费”的基础上进一步“敢消费”。

七、本次政治局会议的其他变化

本次政治局会议仍然高度重视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，但没有具体提及房地产、地方债和高风险中小金融机构等问题。7月政治局会议强调：“要切实防范化解重点领域风险，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，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。本次政治局会议从更宏观的层面再次强调要持续有效防范化解重点领域风险。“防范化解重点领域风险，防止发生系统性金融风险”是金融工作的根本性任务，也是金融工作的永恒主题。

本次会议再次强调“深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国”，绿色金融需发挥更重要作用。党的二十大报告要求，站在人与自然和谐共生的高度谋划发展，把推动经济社会发展绿色化、低碳化作为实现高质量发展的关键环节，到2035年我国广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国目标基本实现。中央金融工作会议把“绿色金融”列为五篇大文章之一。绿色金融需进一步发挥更重要的作用，在实现美丽中国目标方面迈出实质性步伐。一是进一步优化绿色发展领域的金融服务政策。二是用好碳减排支持工具。三是持续探索更加适合于我国绿色低碳发展的商业模式和政策安排，制定全面系统的法律法规或政策文件。

本次会议增加了推动城乡融合、区域协调发展。党的二十大明确提出，坚持以推动高质量发展为主题，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。城乡融合和区域协调发展既是实现高质量发展的内在要求，也是推进高质量发展的重要手段。2023年1月，习近平总书记在中共中央政治局第二次集体学习时再次强调，“要全面推进城乡、区域协调发展，提高国内大循环的覆盖面”，明确了开创中国式现代化建设道路的又一重要抓手。首先，要把发展县域经济和人民富裕统一起来，坚持共同富裕的原则，把农村居民增收放在首要位置；其次，要把城镇和乡村连接贯通起来，破除城乡经济循环的体制障碍，提升农村劳动力、资本、土地等要素流动的同时，促进城市发展资源、各类服务更多下乡，激活有效投资和潜在消费需求。在新发展格局之下，城乡融合发展是推动区域经济高质量发展的必由之路，一方面释放城乡内循环的活力，另一方面释放区域空间结构优化的红利，让生产要素在不同区域间充分流动，从而有效助力区域协调发展。

相比于7月的政治局会议，本次会议未提及数字经济，也没有专门强调企业层面（国企、民企）的优化措施，但不代表二者不重要，前期相关政策将持续推进。数字经济方面，党的十八大以来，党中央高度重视发展数字经济，将其上升为国家战略；党的十九大提出了建设“数字中国”和“智慧社会”的宏伟蓝图；党的二十大报告进一步提出“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群”的任务；中央金融工作会议也把“数字金融”列为五篇大文章之一。国企和民企优化措施方面，2023年4月和7月的两次政治局会议均强调坚持“两个毫不动摇”，提高国有企业核心竞争力，优化民营企业发展环境，此外，针对深化国企改革、支持民营企业发展等方面出台多项支持政策，仍具有重要指导作用。

图 4. 2023 年内三次政治局会议比较

	2023年4月28日	2023年7月24日	2023年12月8日
经济总体评价	我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。	国民经济持续恢复、总体回升向好。	扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，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，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
外部		外部环境复杂严峻。	顶住外部压力。
经济增长面临的困难	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。	当前经济运行面临新的困难挑战，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，疫情防控平稳转段后经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。	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。“顶住外部压力，克服内部困难”。
未来工作重点	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，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。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。
财政政策	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。	要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。
货币政策	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。	继续实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。
对于重点问题看法			
政策：增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。			
工业：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。			
需求：扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。			
改革：重点领域改革，为高质量发展注入动力。			
开放：高水平对外开放，巩固外贸基本盘。			
风险：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。			
三农：坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。			
城镇化和绿色发展：城乡融合、区域协调，推进生态文明和绿色低碳发展。			
发展：尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。			
本次政治局会议与2023年7月政治局会议相比			
1、没有专门提及房地产和地方债，只强调不发生系统性金融风险。			
2、对于企业层面的优化措施没有专门强调。			
3、没有提及数字经济。			
4、增加了推动城镇化和区域化建设。			
5、再次强调绿色低碳发展。			

资料来源：中国政府网，新华社，中国银河证券研究院整理

八、2023 年 12 月中央政治局会议利好的主题或行业

12 月的中央政治局会议对明年经济工作的安排，利好较多主题或行业。其中，尤其是 TMT 行业或将受政策影响较大；其次大消费也将持续受益于扩大内需；国企领域受益于进一步的改革；制造业受益于外贸基本盘巩固；金融地产或将受风险防范化解影响；还有农林牧渔、绿色低碳、医疗养老等行业或主题受益可能性也较大。

图5：2003-2023Q2 年美欧日 GDP 当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

九、 中央政治局会议涉及的行业或主题投资机会

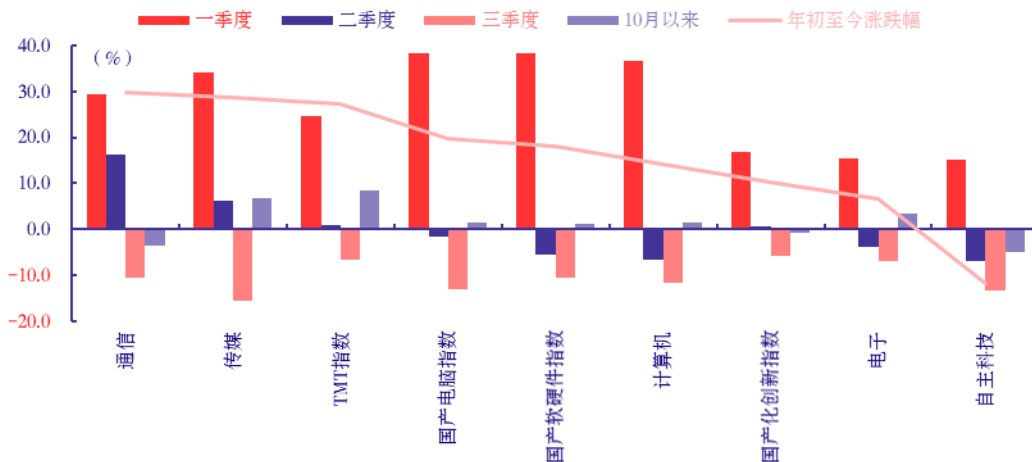
（一） 国产替代科技创新领域

12月8日中共中央政治局会议指出“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”。此前，7月中央政治局会议表示“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”，“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展”。10月中央金融工作会议提出“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”，“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，明晰国产科技替代创新的投资主线。

自2018年以来，中美贸易摩擦不断，地缘政治冲突持续升级。2019年5月16日，美国商务部以国家安全为由，将华为及其70家附属公司列入出口管制“实体清单”，此后对华为施加多轮制裁并限制芯片出口。2023年1月，拜登团队宣称将对华为实施第五次限制措施。10月17日，美国商务部工业和安全局更新了“先进计算芯片和半导体制造设备出口管制规则”的三项内容，进一步加严对人工智能相关芯片、半导体制造设备的对华出口限制，并将多家中国实体增列入出口管制“实体清单”。在这一背景下，华为Mate60系列的推出，标志着华为在突破美国科技封锁方面取得了重大突破。以芯片为首的国产替代已成为大势所趋，也为国产替代科技创新板块带来了结构性主线的投资机会。

国产替代科技创新板块涵盖计算机、电子、通信、传媒行业。2023年一季度，在ChatGPT概念引发人工智能浪潮的背景下，TMT板块表现亮眼。但二季度以来，随着海外政策风险担忧加剧，市场情绪普遍转弱，TMT板块整体下跌。四季度以来，在华为产业链叠加短剧爆火概念带动下，以电子和传媒行业为代表的板块重回上涨态势。从PE(TTM)估值来看，随着主题炒作情绪降温，TMT板块估值回调。当前估值调整已经相对充分，其中，截至12月8日，电子、传媒行业位于2010年以来50%分位数左右，通信行业估值处于历史低位，仅位于2010年以来7.68%分位数水平，后续估值上涨空间较大。

图6：2023年以来TMT板块涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，注：截至12月8日

图7: TMT 板块 PE 估值及分位数

证券简称	PE (TTM)					PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)				
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日
国产化创新指数	22.21	23.34	23.04	20.58	19.03	20.67	35.99	32.16	11.12	5.78
国产软硬件指数	70.12	99.41	112.81	103.35	100.49	73.64	91.65	99.34	93.86	92.19
国产电脑指数	43.74	58.23	72.96	71.35	75.91	12.47	39.73	61.76	58.69	66.51
自主科技	32.25	37.88	44.65	39.24	37.75	16.65	31.19	56.27	35.19	30.66
TMT 指数	31.59	39.10	42.15	38.43	39.20	4.10	22.26	30.09	20.55	22.74
电子	28.66	34.24	44.76	46.12	45.94	7.53	18.98	45.64	49.26	48.76
计算机	48.30	65.15	69.69	63.00	64.44	31.08	77.90	84.65	74.49	76.84
传媒	31.79	42.54	47.55	40.12	41.01	21.15	53.43	63.74	49.34	50.86
通信	24.38	31.12	34.77	30.40	29.96	0.15	10.90	23.91	9.34	7.68

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从板块业绩来看,前三季度,传媒行业营业收入和归母净利润同比增速较高,且均较上半年小幅上行。计算机行业营业收入同比增速由负转正,归母净利润同比增长 10.87%,增速较上半年进一步回升,整体业绩表现较好。电子行业营业收入和归母净利润同比降幅均较上半年显著收窄,呈现出边际改善迹象。相比而言,通信行业业绩同比增速为正,但较上半年有所回落。

图8: TMT 板块业绩表现

证券简称	营业收入同比增长率 (%)						归母净利润同比增速 (%)						
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	证券简称	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
国产化创新指数	4.05	8.20	8.91	4.24	11.17	9.27	国产化创新指数	-2.43	-1.63	2.55	3.66	9.31	7.05
国产软硬件指数	9.13	6.94	2.66	-4.83	-2.60	0.39	国产软硬件指数	-22.56	-39.84	-34.88	94.31	3.32	4.75
国产电脑指数	16.03	9.11	7.32	-6.52	-5.39	-1.65	国产电脑指数	7.37	-11.44	-16.27	-41.83	-38.19	-25.28
自主科技	8.43	5.85	2.50	-3.02	4.64	3.24	自主科技	-6.39	-18.69	-20.41	-18.99	2.30	2.92
TMT 指数	4.95	7.20	6.11	3.70	3.60	3.58	TMT 指数	-4.18	-3.41	-12.04	-1.29	-3.59	-3.85
电子	-5.39	-2.66	-2.59	-6.43	-6.20	-4.51	电子	-21.68	-30.67	-33.71	-55.34	-42.66	-27.94
计算机	3.67	2.36	0.41	-2.43	-1.44	1.40	计算机	-57.92	-63.17	-46.36	54.76	7.35	10.87
传媒	-8.04	-6.04	-5.78	0.68	5.70	5.84	传媒	-26.84	-28.62	-67.37	25.50	20.05	21.35
通信	9.48	8.68	8.34	8.65	6.28	5.41	通信	116.05	38.62	40.61	8.47	8.90	6.83

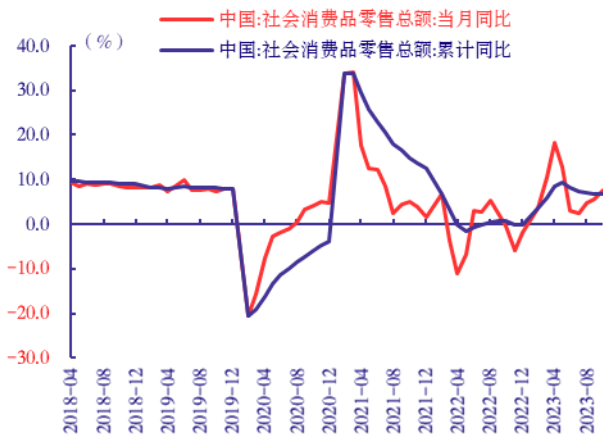
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

当前市场对于人工智能引领新一轮科技革命和产业变革逐步形成共识,随着政策支持力度持续加大, TMT 板块业绩有望不断增长,叠加美联储货币政策转向预期下,美债收益率见顶回落,板块估值有较大抬升空间。因此,中长期看好 TMT 板块行情。

(二) 大消费板块

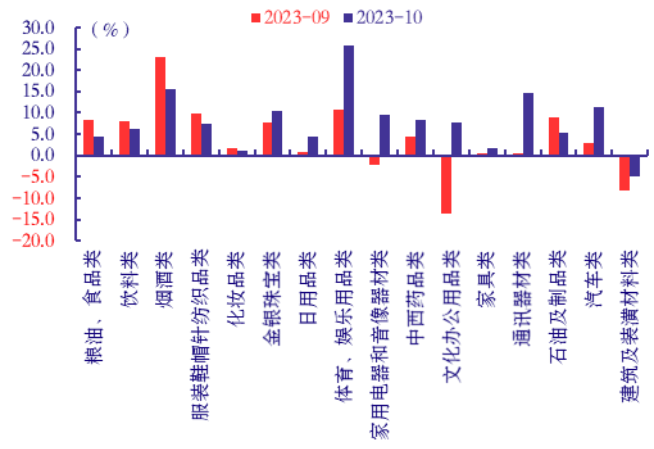
中共中央政治局会议指出“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”。当前国内需求呈现回升态势，大消费板块业绩有望迎来反弹。10 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.6%，增速比 9 月加快 2.1 个百分点，连续 3 个月回升。分行业来看，多数行业限额以上企业商品零售总额当月同比明显改善。同时，10 月消费者信心指数较前值进一步回升，前三季度人均消费性支出实际累计同比较前值上行 1.1 个百分点，显示出消费增长动力持续修复。2023 年以来多次重大会议作出“扩大内需”的表述，相关政策的持续催化，将进一步为大消费板块行情提供逻辑支撑。

图9：社会消费品零售总额当月同比及累计同比



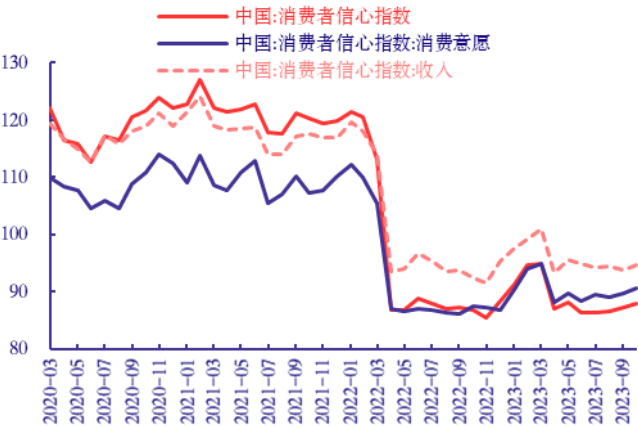
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：分行业限额以上企业商品零售总额当月同比



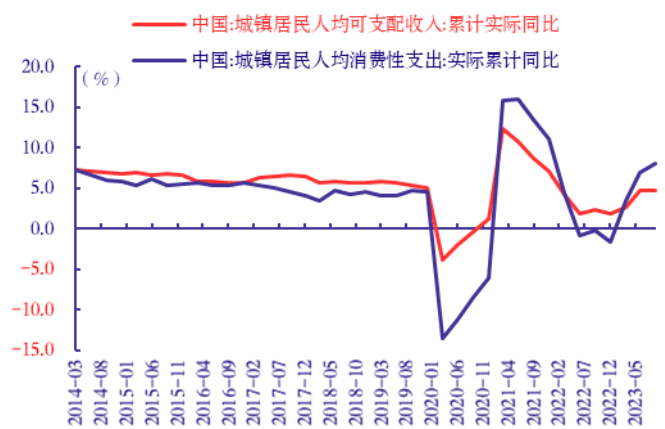
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：消费者信心指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：城镇居民人均可支配收入和消费性支出累计同比

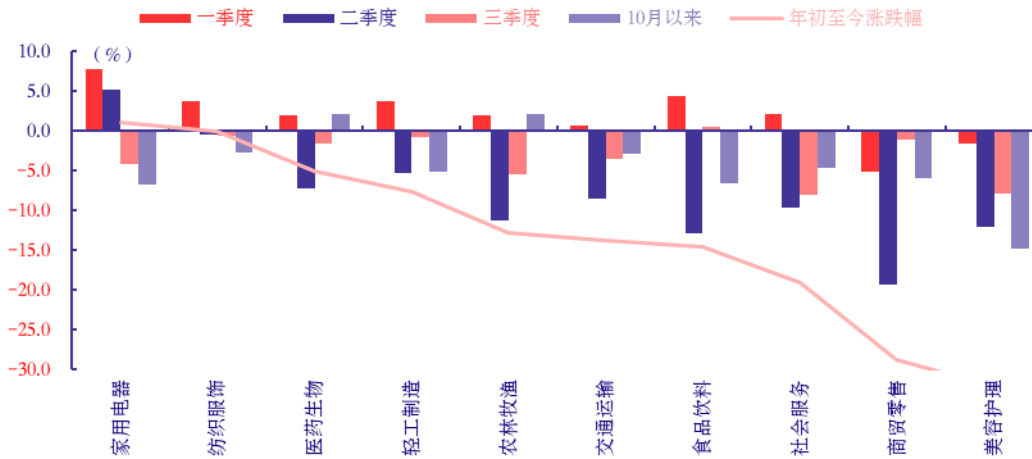


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当前大消费板块回调较为充分，随着经济基本面逐步好转，估值有较大提升空间。截至 12 月 8 日，2023 年以来大消费板块多数回调，悲观情绪反应相对充分。美容护理和商贸零售行业跌幅在 30%左右，社会服务、食品饮料、交通运输和农林牧渔行业跌幅在 10%到 20%区间，仅家用电器行业录得正收益。其中，二季度受经济复苏有待提振、消费恢复动能偏缓等因素影响，多数行业跌幅显著。从 PE (TTM) 估值水平看，当前大消费板块处于估值低位。其中，医药生物、家用电器和美容护理行业均位于 2010 年以来 20%分位数以下，纺织服饰、食

食品饮料、轻工制造和交通运输行业同样低于 2010 年以来 40%分位数水平。结合业绩来看，前三季度大消费板块多数行业盈利增速有所改善。

图13: 2023 年以来大消费板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院, 注: 截至 12 月 8 日

图14: 大消费板块 PE 估值及分位数

证券简称	PE (TTM)					PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)				
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日
医药生物	23.41	23.95	26.92	27.50	28.90	1.95	3.53	11.14	12.53	15.35
纺织服装	22.77	24.03	25.19	23.56	22.89	23.77	36.32	44.61	31.30	24.87
食品饮料	34.36	35.58	28.80	28.11	25.29	65.76	69.56	34.33	31.39	20.38
家用电器	13.34	14.50	14.83	13.39	12.07	16.22	31.12	36.31	16.84	4.77
美容护理	44.08	57.28	44.95	38.19	29.84	58.14	88.92	62.97	43.52	14.21
农林牧渔	98.16	98.03	28.65	31.84	49.67	93.94	93.83	20.62	33.16	60.24
社会服务	120.15	122.90	84.34	62.98	49.93	94.03	95.21	84.56	68.80	46.41
商贸零售	39.27	38.27	34.63	32.68	29.40	83.43	81.14	69.76	64.17	52.22
轻工制造	30.49	31.09	30.15	30.29	28.15	42.45	44.65	40.89	41.49	33.80
交通运输	11.66	12.38	12.76	14.38	14.46	1.61	5.67	7.31	19.65	20.80

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15：大消费板块业绩表现

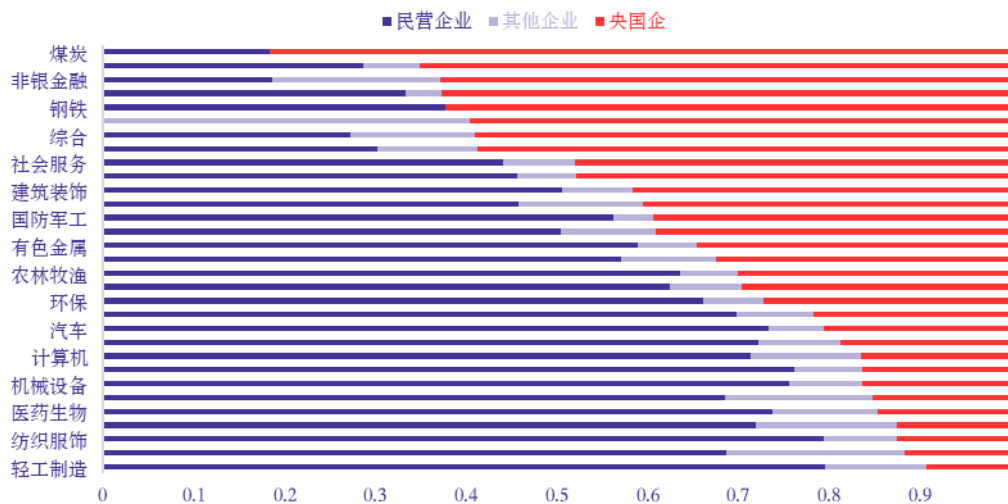
证券简称	营业收入同比增长率 (%)						证券简称	归母净利润同比增速 (%)					
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3		2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
医药生物	9.44	9.34	9.52	4.85	5.85	2.90	医药生物	9.81	7.49	-1.36	-17.74	-13.95	-12.98
纺织服饰	1.45	0.14	-2.88	3.86	4.21	2.89	纺织服饰	-23.15	-27.41	-43.20	-5.47	7.77	10.54
食品饮料	6.49	7.25	7.52	10.80	9.89	8.96	食品饮料	13.67	13.24	12.61	18.23	14.97	15.82
家用电器	3.11	2.58	-0.36	3.84	5.87	6.02	家用电器	14.36	14.11	10.54	15.10	14.94	12.25
美容护理	4.89	6.14	5.92	5.77	5.54	4.03	美容护理	-17.29	-18.53	-41.14	33.53	35.16	62.83
农林牧渔	3.71	9.94	12.69	15.48	9.84	6.66	农林牧渔	-209.27	133.51	146.19	68.70	9.11	-364.17
社会服务	-17.45	-11.23	-11.62	17.41	30.94	30.07	社会服务	-4,696.17	-3,803.00	-35.05	119.19	141.94	746.69
商贸零售	-10.84	-9.16	-9.22	1.55	1.03	0.10	商贸零售	-5.32	6.73	67.39	31.36	15.69	17.55
轻工制造	6.70	5.88	2.59	-7.80	-5.45	-4.01	轻工制造	-32.55	-27.02	-34.55	-27.89	-11.17	-1.54
交通运输	12.13	9.74	7.85	3.89	0.90	1.29	交通运输	-23.15	-28.17	-44.83	3.61	20.11	50.27

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）国企改革主题

党的二十大报告指出：“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力”。本次中共中央政治局会议进一步指出“要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力”。央国企是国家的重要经济支柱和经济发展压舱石，在经济增长、产业升级、科技创新等方面都发挥着重要作用。从行业占比角度看，央国企在重要产业领域的占比不容忽视。央国企在石油、天然气、电力、铁路、核电、通信等重要产业领域拥有巨大优势，为国家提供重要的基础设施、战略资源和技术支持。

图16：央国企在分类行业中的占比

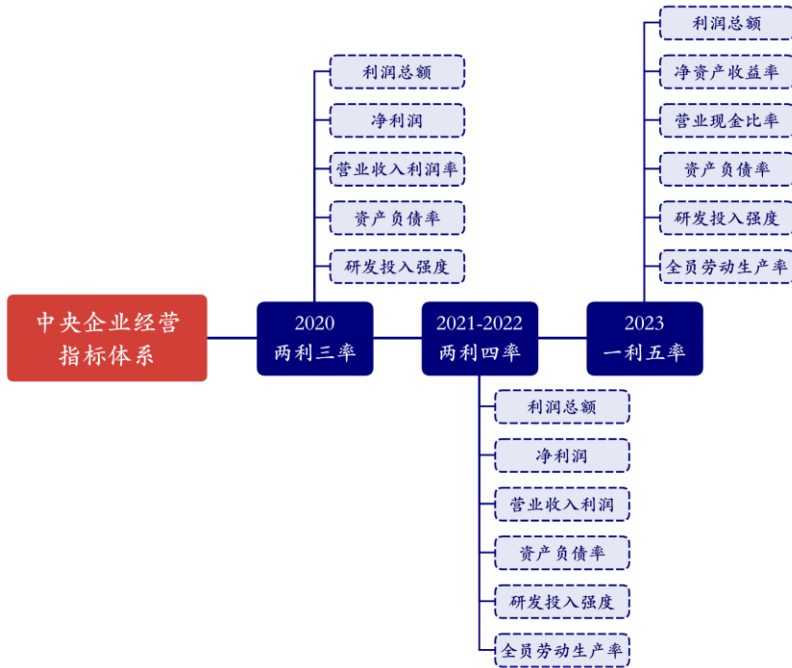


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经营业绩方面，央国企经营考核标准变化，业绩改善确定性提升。2023年1月5日，为加快推进中央企业高质量发展，国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”。保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率替

换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。会议明确，2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

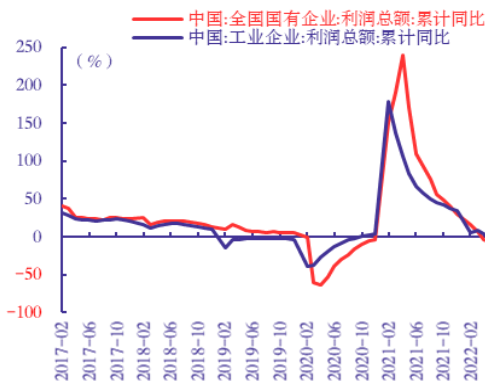
图17：央企经营指标体系



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

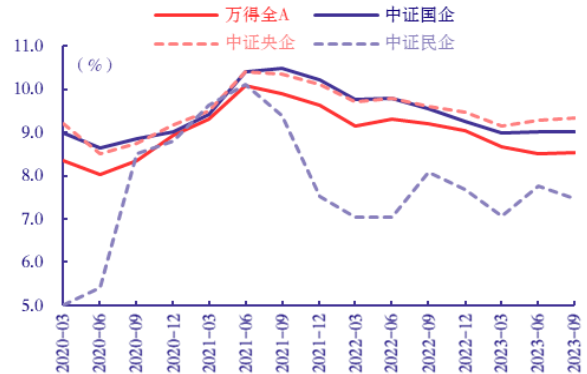
从利润总额角度看，央企盈利能力优于市场平均水平。截至2023年9月，全国国有企业利润总额累计同比增长4.3%，工业企业利润总额累计同比下降9.0%。从净资产收益率(TTM)来看，央企指标相对稳健，特别是央企近两年表现突出。截至三季度，中证央企和中证国企的ROE(TTM)分别为9.34%和9.02%，相较于市场整体的优势显著。

图18：国有企业与工业企业利润总额累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

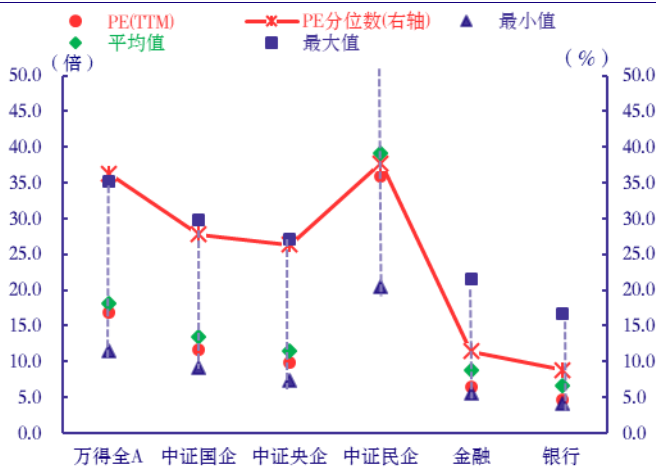
图19：央企净资产收益率(TTM)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

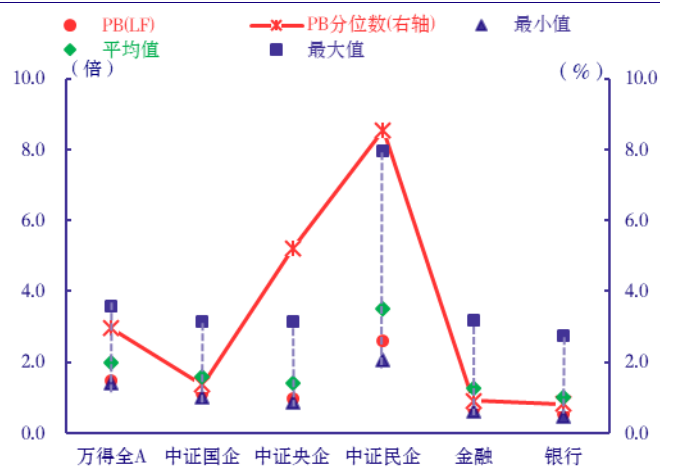
从整体性看，将市盈率（PE）和市净率（PB）作为衡量估值的指标。国企估值普遍低于非国企。截至 2023 年 11 月 30 日，中证民企 PE（TTM）估值为 35.87 倍，对应 2010 年以来 37.73%历史分位数；中证国企 PE（TTM）估值为 11.66 倍，历史分位数为 27.82%；中证央企 PE（TTM）估值为 9.77 倍，历史分位数为 26.35%。中证民企 PB（LF）估值为 2.62 倍，对应 2010 年以来 8.55%历史分位数；中证国企 PB（LF）估值为 1.11 倍，历史分位数为 1.37%；中证央企 PB（LF）估值为 0.97 倍，历史分位数为 5.20%。从结构性看，国企中金融业，尤其是银行业，估值更低。截至 2023 年 11 月 30 日，金融 PE（TTM）估值为 6.45 倍，历史分位数为 11.42%；上市银行 PE（TTM）估值为 4.67 倍，历史分位数为 8.82%；金融 PB（LF）估值为 0.67 倍，历史分位数为 0.92%；上市银行 PB（LF）估值为 0.52 倍，历史分位数为 0.83%。

图20：国企与非国企估值 PE（TTM）比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：国企与非国企估值 PB（LF）比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综合来看，国有企业在我国经济发展中具有举足轻重的地位，是经济发展中的压舱石，在防范化解重大风险过程中，维护社会稳定中起着重要作用。从业绩的角度看，经营指标体系优化为“一利五率”，央国企在盈利表现上展现出较强韧性。当前 A 股市场估值存在国有企业估值相对偏低问题，不同类型的 A 股企业估值分布并不均衡，新一轮国企改革仍在途，在政策催化下板块估值有望持续抬升。因此在当前经济逐渐修复的环境下，国有资产的相对确定性较高，配置价值抬升。

（四）绿色低碳领域

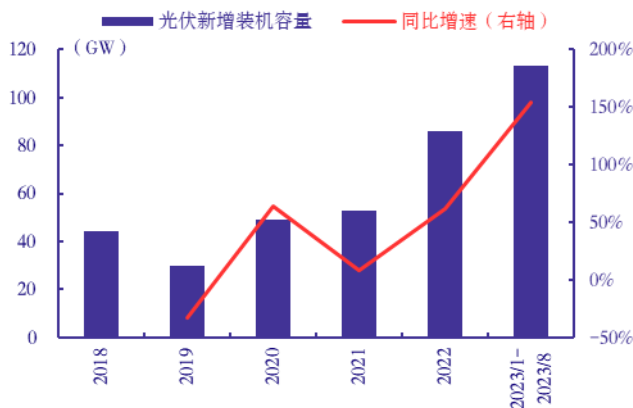
本次中共中央政治局会议指出“要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国”。此前，2020 年 9 月 22 日，习近平总书记在联合国大会一般性辩论上向全世界宣布，“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。在双碳政策目标下，国内风、光、储能迎来发展机遇。

光伏行业维持高景气，海内外光伏装机需求扩张。国内立足双碳目标，2022 年以来，光伏新增装机数量高增，2022 年为 86.06GW，同比增长 62.33%，2023 年行业景气度持续上行，1-8 月光伏新增装机 113.16GW，同比增长 154.46%。从海外来看，地缘政治冲突催生各国对能源自主可控的需求，其中光伏发电为主要推手。《欧盟太阳能战略》明确到 2025 年实现光伏装

机 320GW，2030 年 600GW 的目标。2023 年上半年德国新增装机 6.27GW，同比增长 97%，美国新增装机 11.7GW，同比增长 0.97GW。

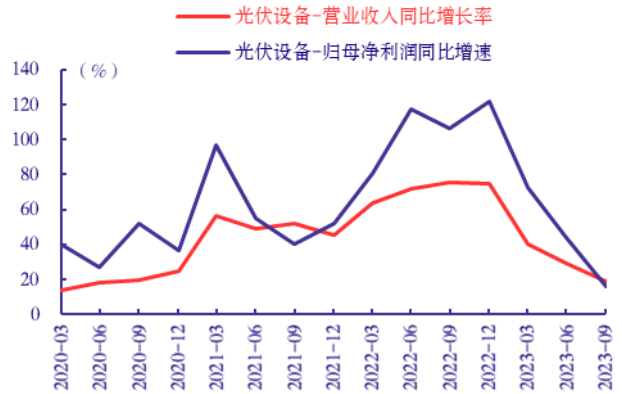
2023 年以来，光伏设备板块呈下跌态势，截至 12 月 8 日，下跌幅度达 43.62%，大幅跑输全 A 指数。光伏设备板块 PE (TTM) 估值为 11.11 倍，处于 2010 年以来低位。短期来看，光伏产业链价格下跌，行业进入整合阶段。中长期来看，国内双碳目标与全球能源转型支持光伏产业发展，光伏设备需求持续扩大，叠加落后产能逐步出清，企业业绩有望恢复，带动行业估值提升，建议关注优质龙头企业。

图22：中国光伏新增装机容量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：光伏设备板块业绩表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：2023 年以来光伏设备板块累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

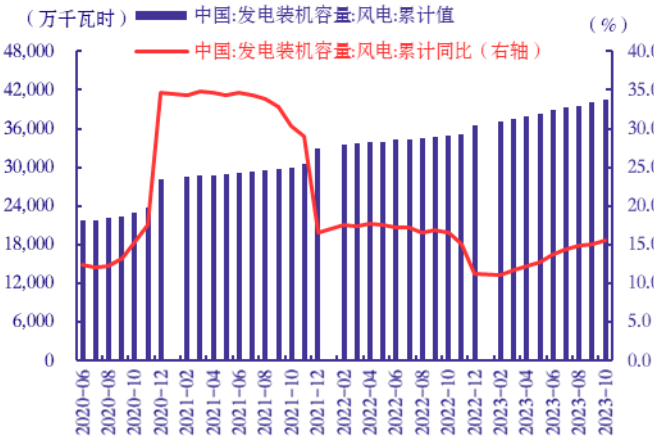
图25：光伏设备板块 PE 估值分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

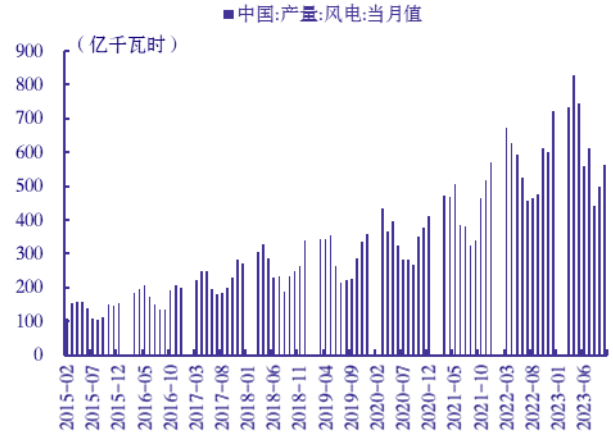
风电装机规模稳步提升，风电产量整体上行。在政策支持下，我国风力发电装机规模持续上升，截至 2023 年 10 月，全国累计风力发电装机容量增至 40400 万千瓦时，连续 13 年稳居世界第一。其中，在我国陆上风电建设技术日渐成熟的基础上，海上风电装机量迅速攀升，累计装机已连续两年位居全球首位。与此同时，我国风力发电产量持续抬升，根据电力规划设计总院发布的《中国电力发展报告 2023》，2022 年风力发电量达到 7624 亿千瓦时，同比增长 16.3%，占全国总发电量的 8.8%。未来随着政策持续落地，风电设备需求广阔，有望带动板块相关行情。

图26：中国风电装机容量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：中国风力发电产量

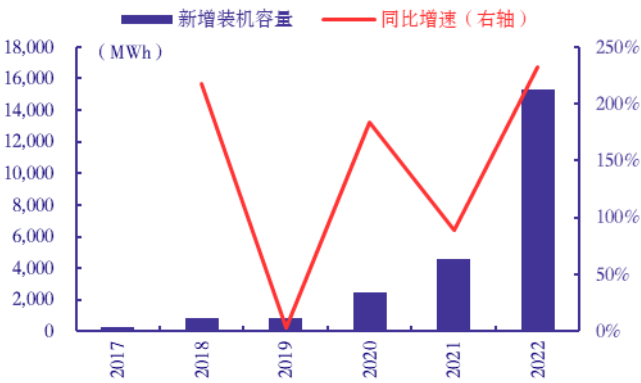


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利好政策频出，促进储能行业发展。2023 年年初，国家能源局发布《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》，其中将“加强储能规模化布局应用体系建设”纳入发展重点任务。3 月底，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，其中指出将提升用户侧新型储能资源智能高效配置与运行优化控制水平。《“十四五”新型储能发展实施方案》中指出，到 2025 年，新型储能将步入规模化发展阶段，到 2030 年，新型储能将进入全面市场化发展。

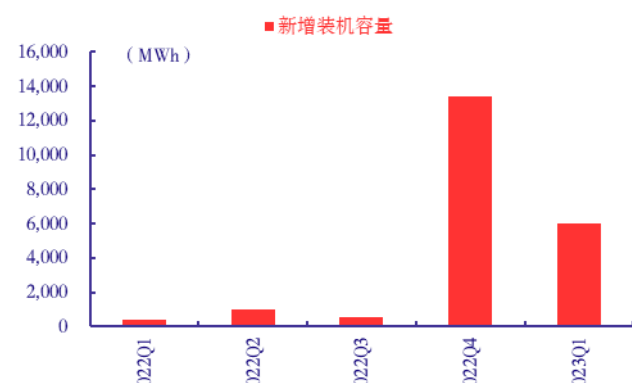
国内储能新增装机容量高速增长。国内储能新增装机容量连续五年攀升，2022 年新增装机容量为 15300MWh，同比增长 232.61%，增速较上年明显提升。拆解 2022 年来看，2022Q4 新增装机容量为 13389MWh，同比与环比均有较大增幅。2023 年延续高增长态势，2023Q1 新增装机容量为 6000MWh，同比增长近 15 倍。看好政策支持下储能行业的进一步扩张发展。

图28：中国储能新增装机容量



资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

图29：2022 年以来各季度储能新增装机容量



资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

（五）防范化解房地产风险

“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”作为 12 月中共中央政治局会议的工作部署，其中长期缓释房地产“灰犀牛”风险是当下的重要议题。房地

产建设方面，1-10 月份，房地产开发企业房屋新开工面积 79177 万平方米，同比下降 23.2%，降幅较前值收窄 0.2 个百分点，房企开工意愿边际改善。房屋施工面积 822895 万平方米，同比下降 7.3%，降幅较上月扩大 0.2 个百分点。在“保交楼”政策支持下，房屋竣工面积 55151 万平方米，增长 19.0%，持续高位运行。房地产销售尚未止跌，1-10 月份，商品房销售面积 92579 万平方米，同比下降 7.8%，降幅已连续 6 个月扩大，商品房销售额同比下降 4.9%，降幅较上月进一步扩大 0.3 个百分点。

图30：房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

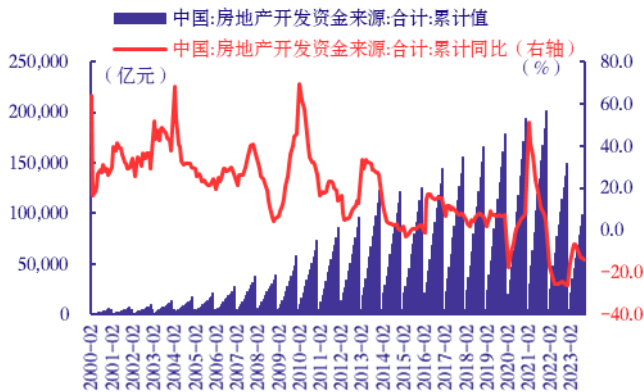
图31：房地产销售面积和销售额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

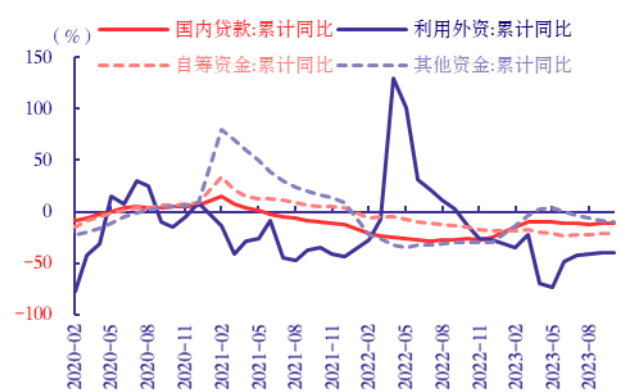
在融资端政策效果受限、销售复苏不及预期等多因素叠加影响下，房企资金状况持续紧张。1-10 月份，房地产开发企业到位资金 107345 亿元，同比下降 13.8%，降幅自 5 月以来持续扩大。其中，国内贷款 13117 亿元，下降 11.0%，房企融资持续低迷；利用外资 37 亿元，下降 40.3%；自筹资金 34781 亿元，下降 21.4%；定金及预收款 36596 亿元，下降 10.4%；个人按揭贷款 18506 亿元，下降 7.6%。

图32：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

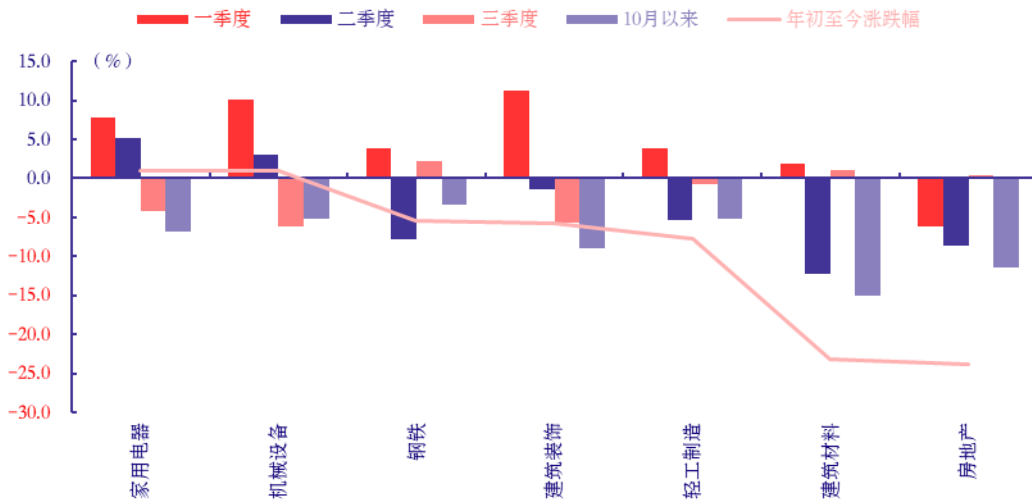
图33：房地产开发资金来源分项累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在房地产下行周期影响下，2023 年以来，地产产业链整体回调。截至 12 月 8 日，房地产行业跌幅达 23.79%，建筑材料行业下跌 23.21%。结合 PE (TTM) 估值水平来看，截至 12 月 8 日，建筑装饰和家用电器行业的估值水平相对较低，处于 2010 年以来 10% 历史分位数以下，建筑材料、机械设备、房地产和轻工制造行业估值位于 2010 年以来 30% 到 50% 区间。PB (LF) 估值方面，地产产业链整体处于 2010 年以来的历史低位，估值提升空间相对较大。

图34：2023 年以来地产产业链涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，注：截至 12 月 8 日

图35：地产产业链 PE 估值及分位数

证券简称	PE (TTM)					PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)					
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	
钢铁	16.39	17.88	23.13	25.06	22.20	钢铁	36.28	41.15	56.53	64.89	52.85
建筑材料	13.92	16.94	18.15	20.08	17.22	建筑材料	22.50	41.99	48.49	55.08	43.41
建筑装饰	9.00	9.76	9.65	9.11	8.24	建筑装饰	7.50	21.26	18.77	9.16	1.55
机械设备	29.60	31.60	32.06	28.92	27.51	机械设备	50.74	62.79	64.45	46.60	35.49
房地产	13.05	13.97	13.88	14.05	13.29	房地产	42.26	50.40	49.56	51.21	44.52
家用电器	13.34	14.50	14.83	13.39	12.07	家用电器	16.22	31.12	36.31	16.84	4.77
轻工制造	30.49	31.09	30.15	30.29	28.15	轻工制造	42.45	44.65	40.89	41.49	33.80

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：地产产业链 PB 估值及分位数

证券简称	PB (LF)					PB 估值分位数 (%) (2010 年以来)					
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	12 月 8 日	
钢铁	0.99	1.03	0.94	0.96	0.92	钢铁	30.61	36.51	23.29	26.31	19.50
建筑材料	1.58	1.61	1.39	1.40	1.18	建筑材料	6.60	9.10	1.89	2.16	0.00
建筑装饰	0.84	0.93	0.89	0.83	0.73	建筑装饰	3.94	18.04	11.02	2.56	0.00
机械设备	2.27	2.48	2.50	2.29	2.12	机械设备	33.60	46.91	48.26	34.67	23.91
房地产	0.88	0.83	0.79	0.82	0.73	房地产	7.25	3.56	1.67	3.13	0.01
家用电器	2.39	2.58	2.55	2.41	2.14	家用电器	22.53	34.17	32.57	23.72	7.67
轻工制造	1.99	2.07	1.95	1.94	1.82	轻工制造	32.69	39.85	27.99	26.81	16.94

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从业绩来看，前三季度，钢铁、建筑材料和轻工制造行业归母净利润同比降幅收窄，呈现边际改善迹象，家用电器行业维持较高的盈利增速。7 月 24 日中央政治局会议为房地产行业定调，提出“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”。8 月末，“认房不认贷”、存量首套住房贷款利率下调、差别化住房信贷等政策相继推出，各地

政策出台频次加快。10月召开的中央金融工作会议强调“构建房地产发展新模式”。随着“保交楼”措施和城中村改造的持续推进，叠加需求端政策效果逐步显现，房地产市场或将底部企稳。期间地产产业链业绩有望受益，带动产业链上下游估值水平的提升。

图37：地产产业链业绩表现

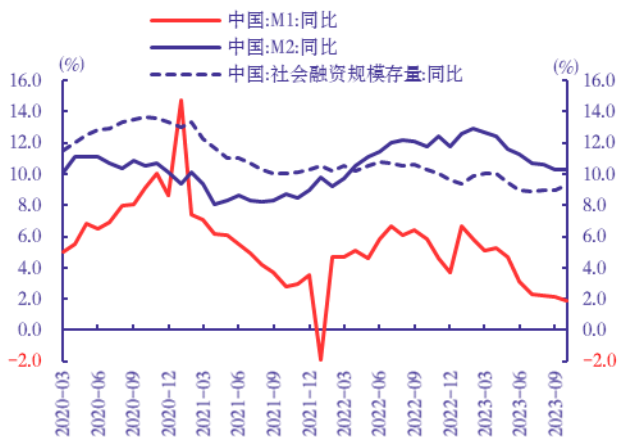
营业收入同比增长率 (%)							归母净利润同比增速 (%)						
证券简称	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	证券简称	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
钢铁	-0.62	-6.74	-6.39	-5.16	-8.46	-6.43	钢铁	-55.51	-76.74	-73.22	-70.56	-70.95	-35.57
建筑材料	-10.43	-12.26	-12.76	0.20	-2.77	-2.45	建筑材料	-35.56	-42.96	-45.99	-64.60	-39.10	-35.23
建筑装饰	8.93	8.37	7.33	7.12	6.44	6.54	建筑装饰	5.28	4.29	11.72	12.18	4.73	1.39
机械设备	-10.02	-6.08	-3.28	0.17	3.65	2.27	机械设备	-27.39	-22.71	-11.98	-6.54	1.07	0.26
房地产	-14.16	-12.10	-8.21	2.61	3.84	-0.01	房地产	-60.95	-72.45	-340.59	-22.77	-11.06	-33.64
家用电器	3.11	2.58	-0.36	3.84	5.87	6.02	家用电器	14.36	14.11	10.54	15.10	14.94	12.25
轻工制造	6.70	5.88	2.59	-7.80	-5.45	-4.01	轻工制造	-32.55	-27.02	-34.55	-27.89	-11.17	-1.54

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）金融行业

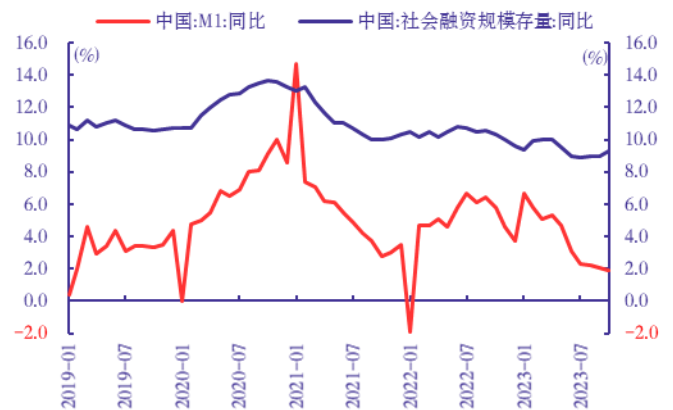
2023年以来，央行综合利用降准、再贷款、再贴现、MLF和公开市场操作等多种方式精准有力投放流动性，保持银行体系流动性合理充裕。今年，我国资金需求增速总体下降。从资金量上看，今年狭义货币M1、广义货币M2增速均短暂冲高后回落，10月M1同比增长1.9%，M2同比增长10.3%，M1-M2增速差为-8.4%，较1月底-5.9%的增速差扩大2.5个百分点；10月社会融资规模存量同比增长9.3%，与M2的增速差为-1.0%，较1月底-3.2%的增速差缩小2.2个百分点，社融与M2增速差持续缩小。

图38：中国M1、M2、社融存量同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：中国M1与社会融资规模存量同比增速

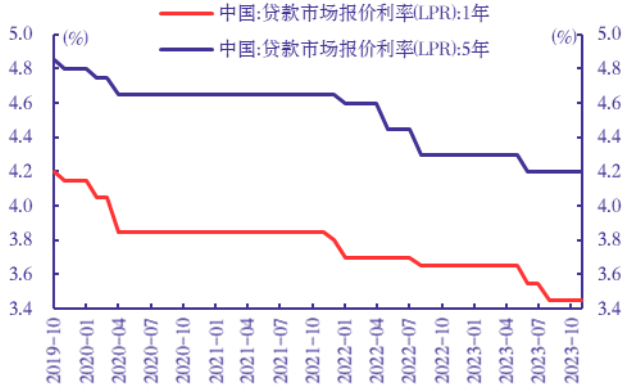


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从资金成本来看，今年利率总体下调，社会融资成本下行。2023年6月，1年期LPR下调10BP至3.55%，5年期LPR下调10BP至4.20%；8月，1年期LPR再次下调10BP至3.45%，5年期LPR按兵不动。贷款利率明显下行，9月新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率分别为3.82%、4.02%，较去年同期分别低0.18个、0.32个百分点，处于2009年以来历史低位。2024年国内稳增长政策有望进一步加大力度，叠加海外经济体逐步开启降息，我国货币

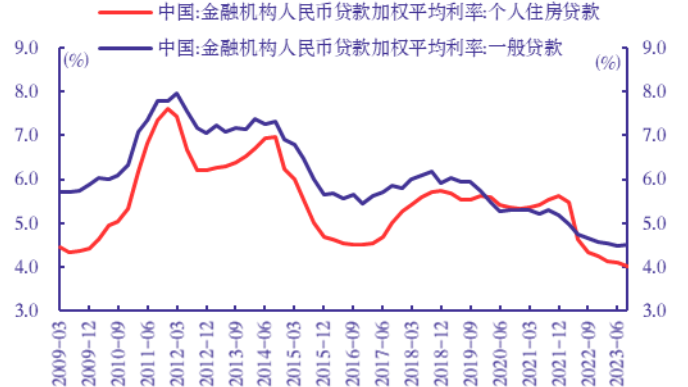
政策有望维持宽松，推动资金成本继续下降。

图40：中国 1 年期 LPR 与 5 年期 LPR



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：中国金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当前，我国资金需求增速总体有所下行，刺激经济政策下，各项利率均存在长期的下行压力，对银行业的投资收益率和业绩增速均产生明显冲击。此外，城投债化债过程中，银行体系或面临集中的“降息展期”安排，资产端收益率降低。截至 12 月 8 日，2023 年以来，银行业行业累计下跌 9.66%。从估值来看，截至 12 月 8 日，银行业行业 PB 估值位于历史低位，处于 2010 年以来 0.01%分位数水平，非银金融行业位于 2010 年以来 0.49%分位数水平，后续估值修复空间可期。

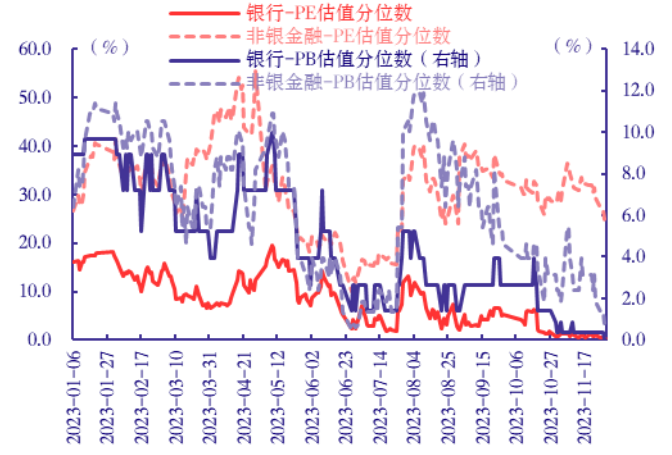
对于非银金融行业，7 月中央政治局会议首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”的表述，10 月中央金融工作会议再度强调“活跃资本市场”，本次的中央政治局会议上再次提出，要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。随着有关政策陆续出台，非银金融行情有望受益。总体来讲，在“加快建设金融强国”目标指引下，金融板块预计存在估值修复机会。

图42：2023 年以来金融板块累计涨跌幅



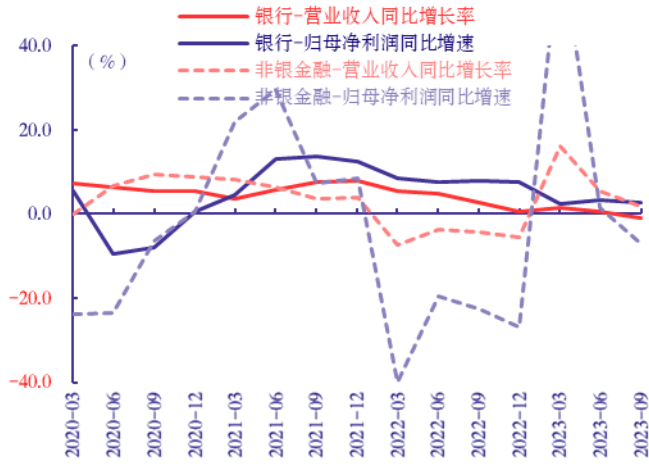
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图43：金融板块估值分位数



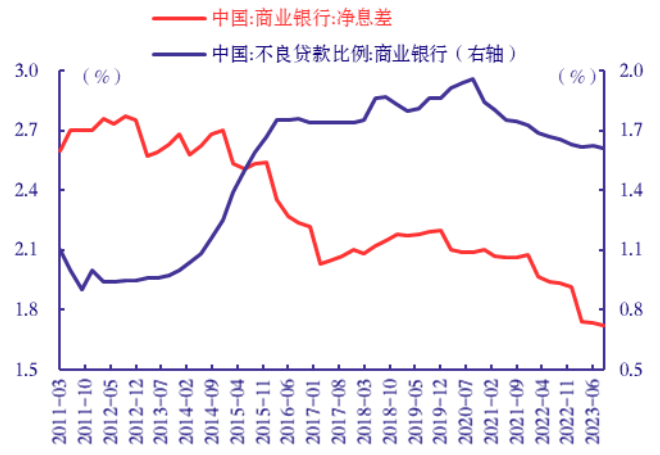
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44: 金融板块业绩表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 商业银行净息差及不良贷款比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

许冬石：宏观分析师。杨超：策略分析师。詹璐：宏观分析师。吴京：政策分析师。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn