

2023年12月09日

先立后破可能扭转悲观预期

事件点评

投资要点

- ◆ **事件：**中共中央政治局12月8日召开会议，分析研究2024年经济工作。
- ◆ **政策基调：“以进促稳”等的表述较此前更积极。**一是总体基调上，除继续强调“稳中求进”外，提出“以进促稳”，显示对明年经济工作的定调更积极。二是继续强调高质量发展、扩大内需。三是财政和货币政策表述更积极，财政政策上提出“要适度加力”，货币政策上强调“要增强宏观政策取向一致性”。四是本次会议未直接提及地产相关政策，而是提出“持续有效防范化解重点领域风险”。
- ◆ **重点强调的领域还是高质量发展和扩大内需。**一是会议通稿共提到5次“高质量发展”，特别强调“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”、“为高质量发展注入强大动力”，显示明年科技创新、自立自强仍是政策的首要着力方向。二是会议提出“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，我们认为明年降低个税、刺激消费等方面的政策可能进一步发力。
- ◆ **新增的提法：“先立后破”、“宏观政策取向一致性”、“绿色低碳发展”、“城乡融合”。**一是“先立后破”的总基调提出依然是在强调高质量发展和扩大内需。二是“宏观政策取向一致性”强调的是货币政策要和财政政策配合，在明年汇率维持一定的稳定下，经济增长应该是货币政策的更首要的目标。三是“深入推进生态文明建设和绿色低碳发展”指向新能源相关的鼓励政策可能继续出台和落实。四是会议提出的“统筹新型城镇化和乡村全面振兴”、“推动城乡融合”可能涉及城中村改造方面，后续相关的政策细则可能进一步出台和落实。
- ◆ **本次会议有望扭转悲观预期，对市场影响偏积极。**（1）历史经验来看，年末政治局会议召开后可能提振短期市场表现。（2）会议可能改善经济和盈利预期：一是总体基调上强调“以进促稳、先立后破”，对明年经济增长的担忧可能消减；二是会议强调的“扩大内需”显示政策有较强的倾向提振收入预期和居民消费；三是对财政和货币政策的定调都偏积极。（3）会议可能提升短期流动宽松预期。（4）会议可能改善近期市场的悲观情绪。
- ◆ **行业方向上TMT、消费和新能源等短期可能受益。**（1）历史经验上，政治局会议后政策导向和产业趋势向上的行业相对占优，当前指向TMT和部分消费。（2）本次政治局会议强调的产业方向上，TMT、消费和新能源等短期可能受益。一是TMT，会议强调“推动高水平科技自立自强”指向的是高端芯片、算力等为代表的国产科技突破和人工智能、数据要素等领域的应用和发展，相关的TMT行业短期可能受益。二是医药、汽车、食品饮料、家电等消费可能受益，首先会议强调“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，指向的是提升居民收入预期、刺激消费相关的汽车、食品饮料等；其次会议强调“切实保障和改善民生”指向的是需求刚性和政策回暖下医药可能受益；最后会议强调“统筹新型城镇化和乡村全面振兴”指向的是城中村改造相关的家电、建材等行业可能受益。三是新能源，会议强调“推进生态文明建设和绿色低碳发展”指向的是新能源相关行业。
- ◆ **风险提示：**历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsec.com

相关报告

股市资金面框架 2023.12.7

北证50的分析框架和后市展望 2023.12.4

新股本轮上行预计将反复波折，短期择股或应重视外部催化-华金证券新股周报 2023.12.3

反弹延续，风格不变 2023.12.2

反复轮动是本轮上行周期核心特征，新股向上周期预计未改-华金证券新股周报 2023.11.26



内容目录

一、继续强调高质量发展，财政政策发力预期增强	3
二、有望扭转悲观预期，对市场影响偏积极	5
三、行业方向上 TMT、消费和新能源等短期可能受益	6
四、风险提示	7

图表目录

图 1：本次政治局会议与此前政治局会议表述异同	4
图 2：年末政治局会议召开后市场表现可能偏强	5
图 3：历次中央政治局会议后短期内行业表现	6

事件：中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作。

我们对此点评如下：

一、继续强调高质量发展，财政政策发力预期增强

政策基调：“以进促稳”等的表述较此前更积极。从本次政治局会议对政策基调的表述上看，我们认为偏积极。一是总体基调上，除继续强调“稳中求进”外，提出“以进促稳”，显示对明年经济工作的定调更积极。二是继续强调高质量发展、扩大内需，提出“以科技创新引领现代化产业体系建设”、“为高质量发展持续注入强大动力”、“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”。三是财政和货币政策表述更积极，财政政策上提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，这与之前新增万亿国债的政策倾向一致，明年赤字率可能常态化突破 3%、财政发力的预期上升；货币政策上强调“要增强宏观政策取向一致性”，这呼应了之前央行表态的货币政策积极主动配合财政政策的提法，表明明年货币政策有望会配合财政发力而维持宽松。四是本次会议与去年年底会议类似，并未直接提及地产相关政策，而是提出“持续有效防范化解重点领域风险”，显示明年中央对房地产依然是防风险（保交楼、防违约、防预期恶化）为主。

图 1：本次政治局会议与此前政治局会议表述异同

方向	2019年12月政治局会议	2020年12月政治局会议	2022年12月政治局会议	2023年4月政治局会议	2023年7月政治局会议	2023年12月政治局会议
货币、财政政策	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题	继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策	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。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力	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。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具有效	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。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
高质量发展	着力推动高质量发展。要坚持巩固、增强、提升、畅通的方针，以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题	产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强；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，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	要用好政策空间、找准发力方向，扎实推进经济高质量发展	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。 要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力 。
内需	要推动实体经济发展，提升制造业水平，发展新兴产业，促进大众创业万众创新。要强化民生导向，推动消费稳定增长，切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力	供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡	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	恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在；要多措并举增加城乡居民收入，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。	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，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	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	要推进更高水平对外开放，保持对外贸易稳定增长，稳定和扩大利用外资，扎实推进共建“一带一路”	强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资	要全面深化改革、扩大高水平对外开放	要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。	要扩大高水平对外开放， 巩固外贸外资基本盘 。
地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展	促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量	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。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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	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	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	确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好关键时刻、困难人群的基本生活保障	要对全面建成小康社会社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。	要统筹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	要切实保障和改善民生，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	要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。	统筹新型城镇化和乡村全面振兴； 要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展 。
环保	要加强污染防治和生态建设，加快推动形成绿色发展方式	-	-	-	-	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。

资料来源：华金证券研究所整理

强调高质量发展、扩大内需，新增“先立后破”、“宏观政策取向一致性”、“绿色低碳发展”、“城乡融合”。具体细分方向的政策基调上，两个方面值得特别关注：（1）重点强调的领域还是高质量发展和扩大内需。一是会议通稿共提到5次“高质量发展”，特别强调“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”、“为高质量发展注入强大动力”，显示

明年科技创新、自立自强仍是政策的首要着力方向。二是会议提出“统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革”、“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，我们认为明年在房价企稳、万亿国债发力基建等托底下，降低个税、增加居民收入以及刺激消费等方面的政策可能进一步发力。（2）新增的提法：“先立后破”、“宏观政策取向一致性”、“绿色低碳发展”、“城乡融合”。一是“先立后破”的总基调提出，我们认为依然是在强调高质量发展和扩大内需：一方面国内经济转型需要科技创新引领，需要科技自立之后才能突破海外技术封锁，才能突破因人口和资本边际效率下降等带来的经济潜在增速下行的压力；另一方面，从短期经济增长的需求结构来看，地产预期持续下行、基建投资拉动效率有限且受限于地方政府债务，提升居民收入预期和刺激国内消费是短期经济增长的动力所在，也是明年政策可能发力的重点方向。二是“宏观政策取向一致性”强调的是货币政策要和财政政策配合，在明年汇率维持一定的稳定下，经济增长应该是货币政策的更首要的目标。三是“深入推进生态文明建设和绿色低碳发展”是自 2020 年疫情后首次提出，疫情之前的 2019 年 12 月会议提出过“加强污染防治和生态建设”，但我们认为当前的绿色发展更多指向的是低碳，新能源相关的鼓励政策可能继续出台和落实。四是会议提出的“统筹新型城镇化和乡村全面振兴”、“推动城乡融合”可能涉及城中村改造方面，后续相关的政策细则可能进一步出台和落实。

二、有望扭转悲观预期，对市场影响偏积极

历史经验来看，年末政治局会议召开后可能提振短期市场表现。复盘 2013 年以来 12 月政治局会议召开后的市场表现，可以看到，政治局会议召开后的 1 日、5 日、30 日上证综指上涨的概率分别为 60%、40%、70%，显示短期市场表现可能受到会议召开后政策预期的提振。

图 2：年末政治局会议召开后市场表现可能偏强



资料来源：华金证券研究所，wind

影响因素看，会议对分子端盈利、分母端流动性和风险偏好预期都可能有所改善，因此对股市影响偏正面。（1）会议可能改善经济和盈利预期：一是总体基调上强调“以进促稳、先立后破”，这可能消减投资者对明年经济增长目标 5% 左右难达到的担忧；二是会议强调的“扩大内需”、“先立后破”显示政策有较强的倾向提振收入预期和居民消费；三是对财政和货币政策的定

调都偏积极，也将提振对明年经济增长的乃至长期经济增长的预期。(2)会议可能提升短期流动宽松预期：会议强调“宏观政策的一致性”，叠加近期央行表态的货币政策要积极主动配合财政政策，因此在11月国内市场利率上升、流动性偏紧的背景下，会议的定调可能改善短期流动性宽松预期，短期进一步降准降息的预期上升。(3)会议可能改善近期市场的悲观情绪：近期市场对明年财政发力有所担忧（担忧赤字率目标仍偏低）、对内需担忧（担忧依然是基建托底为主），本次会议强调的“先立后破”、“财政政策要适度加力”、扩大内需等可能消减这些担忧。

三、行业方向上 TMT、消费和新能源等短期可能受益

历史经验上，政治局会议后政策导向和产业趋势向上的行业相对占优，当前指向 TMT 和部分消费。(1)复盘 2015 年以来 12 月政治局会议后 1 个月的行业表现，可以看到：一是政策导向的行业相对偏强，如 2015 年稳增长下的轻工、社服、化工，2016 年供给侧结构性改革下的煤炭、化工、建材，2018 年加强基建投资下的建材、化工、食品饮料，2019 年强调民生工程建设下的地产、有色金属、通信，2021 强调适度超前开展基础设施建设下的地产，2022 年稳增长政策下的钢铁、轻工、地产；二是产业趋势上行的行业也相对占优，如 2016 年供给侧改革带来景气上行的煤炭、化工、建材、钢铁，2018 和 2019 年国产化下的计算机、通信，2020 年和 2021 年消费升级下的食品饮料、医药，2022 年人工智能大趋势下的传媒、计算机。(2)比照复盘，当前来看，政策导向的行业主要是科技创新、自立自强下的 TMT 和扩大内需方向的消费、新能源；产业趋势上行的行业主要是人工智能大周期下的 TMT。

图 3：历次中央政治局会议后短期内行业表现

	2015年			2016年			2017年			2018年			
	T+1	T+5	T+1个月										
TOP10 占优行业	通信	电子	轻工制造	基础化工	国防军工	煤炭	非银	煤炭	电子	房地产	石油石化	建材	
	国防军工	银行	社服	传媒	食品饮料	基础化工	医药	基础化工	轻工制造	计算机	建材	基础化工	
	交通运输	传媒	基础化工	电新	银行	建材	国防军工	电子	国防军工	石油石化	计算机	石油石化	
	电新	基础化工	国防军工	房地产	机械	钢铁	传媒	国防军工	煤炭	汽车	医药	食品饮料	
	医药	非银	钢铁	汽车	电力	消费者服务	银行	商贸零售	基础化工	电力	商贸零售	医药	
	建材	综合	传媒	煤炭	汽车	通信	轻工制造	医药	钢铁	社服	传媒	社服	
	有色金属	社服	商贸零售	医药	社服	机械	商贸零售	建材	传媒	国防军工	汽车	钢铁	
	社服	商贸零售	汽车	计算机	综合	房地产	电力	电力	社服	建材	电新	计算机	
	计算机	医药	电子	商贸零售	建材	汽车	钢铁	有色金属	有色金属	纺织服装	房地产	非银	
	家电	轻工制造	电力	交通运输	传媒	电力	基础化工	轻工制造	机械	医药	非银	轻工制造	
		2019年			2020年			2021年			2022年		
		T+1	T+5	T+1个月									
		石油石化	通信	房地产	社服	建材	食品饮料	房地产	房地产	房地产	煤炭	轻工制造	钢铁
		通信	钢铁	有色金属	建材	食品饮料	建材	有色金属	电力	医药	轻工制造	传媒	轻工制造
		传媒	计算机	通信	有色金属	汽车	有色金属	交通运输	石油石化	机械	电子	煤炭	房地产
		食品饮料	石油石化	煤炭	汽车	传媒	通信	建材	建材	电子	商贸零售	银行	基础化工
	国防军工	食品饮料	电新	房地产	有色金属	国防军工	纺织服装	计算机	银行	传媒	非银	煤炭	
	计算机	农林牧渔	汽车	综合	通信	煤炭	综合	综合	纺织服装	银行	国防军工	商贸零售	
	汽车	建材	医药	煤炭	社服	基础化工	家电	机械	基础化工	社服	电力	电新	
	医药	基础化工	建材	电力	综合	汽车	传媒	家电	煤炭	钢铁	电新	建材	
	有色金属	建筑	综合	机械	基础化工	家电	农林牧渔	电新	非银	机械	纺织服装	传媒	
	交通运输	房地产	基础化工	交通运输	农林牧渔	轻工制造	银行	农林牧渔	国防军工	电力	钢铁	计算机	

资料来源：华金证券研究所，wind

本次政治局会议强调的产业方向上，TMT、消费和新能源等短期可能受益。从本次政治局会议着重强调的产业方向上看，可能受益的行业有：(1) TMT：会议强调“推动高水平科技自立自强”、“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”；这指向当前以高端芯片、算力等为代表的国产科技突破和人工智能、数据要素等领域的应用和发展，相关的 TMT 行业短期可能受益。(2) 医药、汽车、食品饮料、家电等消费：一是会议强调“先立后

破”、“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，这指向的是提升居民收入预期、刺激消费，而居民消费弹性较大的是汽车、食品饮料等可选消费，这些行业可能受益；二是会议强调“切实保障和改善民生”，在医药反腐败一段落、行业出清后，需求刚性和政策回暖下医药可能受益；三是会议强调“防范化解风险”、“统筹新型城镇化和乡村全面振兴”，这指向的是稳定房地产市场预期、推进城中村改造，因此和地产修复相关的家电、建材等行业可能受益。

(3) 新能源：一是会议强调“推进生态文明建设和绿色低碳发展”，指向的是新能源行业；二是新能源车产业链产能进一步去化、上游碳酸锂价格已经出现止跌企稳迹象，同时补贴政策可能延长，相关的中游电池等子行业可能受益。

四、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn