

## 2024年中国宏观政策展望：稳中求进

### ——12月份政治局会议精神学习体会

#### 作者

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖

邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

#### 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2024年经济工作。明年积极稳健的宏观政策方向较为确定，但斜率更加平稳。24年中央加杠杆程度维持，适度积极的财政政策会对基建表现造成影响。考虑到城中村改造项目短期拉动有限，我们预计基建明年全年增速有所收敛，上半年好于下半年。

#### ➤ 宏观政策持续积极发力，托底24年经济

12月政治局会议对2024年经济工作的总定调仍是“稳中求进”。会议新提出“以进促稳、先立后破”，对经济增长诉求有所提升，但落脚点仍在于“稳”，目的是实现经济增长和动能切换的平稳过渡。会议强调“跨周期调节”，强调财政和货币政策均“适度”，或表明逆周期调节力度可能低于2023年。明年宏观政策发力的目的更多在于改善社会预期、提振居民和企业的信心，促进内需扩大，引导“形成消费和投资相互促进的良性循环”。

#### ➤ 24年中央加杠杆程度将保持平稳

“地方控债务”的背景下，2024年财政政策稳健扩张的资金来源更多需要“中央加杠杆”，但中央继续大幅加杠杆的可能性较低。23年增发万亿国债后，中央杠杆率持续上行态势。财政收支缺口的扩大趋势会对加杠杆行为产生一定的制约。12月8日政治局会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，后续加杠杆进行基建投资，需要考虑项目质量是否降低财政资金的使用效率，以及考虑对民间投资产生的“挤出效应”。

#### ➤ 宽财政持续支撑，上半年基建增速或好于下半年

宽财政政策仍将延续，并会率先发力，上半年基建由于宽财政前置发力会有不错的表现。23年10月宣布增发万亿国债将对上半年的基建投资形成有力支撑。提前下达24年部分地方专项债额度，将会通过“早发快用”，支持上半年基建增长动能回升。23年四季度基建施工趋缓，后续动工节奏加快，也对上半年基建有推动作用。但在财政政策发力愈发前置的情况下，后续增量举措和项目不多，预计下半年基建表现将放缓。

#### ➤ 城中村改造预计难为明年基建表现做出较大贡献

新增基建项目中受关注较多的城中村改造，短期内对基建的拉动作用可能有限，不会有类似棚改的效果。我们主要考虑到：城中村的改造范围目前仅对21个超大特大城市，改造面积有限；改造方式分为三类，不以拆除新建为主，投资规模有限；筹资方式采用多渠道筹资，预算平衡和利益协调问题凸显，推进阻力较大。整体上看，城中村改造建设周期可能需要10年甚至更长，建设节奏或将会是先慢后快，对明年基建的拉动作用有限。

**风险提示：**国内政策力度不及预期，政策对经济的托底不及预期

#### 相关报告

- 1、《城投结构性资产荒继续演绎，二永债或迎来供需新格局》2023.12.02
- 2、《基本面仍然支持资金面边际宽松：——对近日市场资金利率异常走高的回应》2023.11.25

## 正文目录

1. 宏观政策持续积极发力，托底 24 年经济 .....	3
2. 24 年中央加杠杆程度有望保持平稳 .....	3
3. 宽财政持续支撑，上半年基建增速或好于下半年 .....	4
4. 城中村改造预计难为明年基建表现做出较大贡献 .....	5
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 中央杠杆率持续上行 (%) .....	4
图表 2: 21 年后地方土地财政收入快速下滑 (亿元, %) .....	5
图表 3: 近一年政府性基金收入和支出同比为负 (%) .....	5
图表 4: 近年来沥青石油价格比走势 (%) .....	6
图表 5: 近年来石油沥青开工率走势 (%) .....	6

## 1. 宏观政策持续积极发力，托底 24 年经济

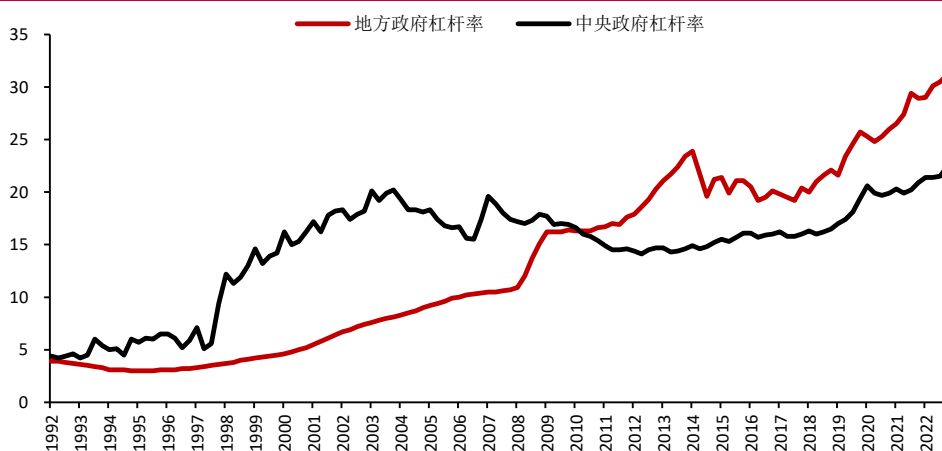
中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作。政治局会议的主要内容，是为随后召开的中央经济工作会议定调。此次会议在重申“稳中求进”工作总基调的同时，增加了“以进促稳”和“先立后破”两个新提法。与去年 12 月会议的“稳字当头”相比，“以进促稳”将“进”摆在了前面，意味着明年经济工作对经济增长的诉求增加，接下来宏观政策的力度和节奏或有所提升，特别是财政政策的靠前发力已经在万亿国债上有所表现。而“先立后破”，我们认为主要讲的是经济新旧动能切换的结构性变革，背后其实是房地产出清和地方债务问题。和“先破后立”不同在于，“先立后破”更加注重改革过程中的平稳，避免出现风险暴露。回过头看，不管是总基调的“稳中求进”，还是新提出的“以进促稳”，落脚点仍然在于“稳”，因此强调的“进”并非“大进”，还需要理性看待后续的政策强度。其次，会议指出，要“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”，并指出积极的财政政策要“适度加力、提质增效”，稳健的货币政策要“灵活适度、精准有效”。这与 7 月政治局会议的措辞相比加入了“跨周期调节”，体现了兼顾多个周期、着眼长远的综合考量；同时用了两个“适度”，或表明在 2024 年需求持续改善的确定性较高、制造业进入新一轮补库和全球工业周期反转的前景下，“短期”的逆周期调节力度可能低于 2023 年，会更加注重“长期”的跨周期调节。结合会议中多次提到“扩大内需”，强调“形成消费和投资相互促进的良性循环”，宏观政策明年将扮演的是“引路人”的角色，通过持续发力托底 24 年经济，但更重要的是透过发力扭转社会预期，让消费投资成为后续经济增长的重要支撑项。会议强调要“增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导”，即是为了避免政策变化频繁，扰乱居民和企业的信心形成。

## 2. 24 年中央加杠杆程度有望保持平稳

依据前文对政治局会议措辞的分析可以得出，政策方向基本确定，但不宜对明年的财政政策做出过高的预期。鉴于当前经济形势恢复基础不牢、市场主体信心仍需提振，2024 年财政政策稳健扩张成为必要政策措施。从后续资金衔接上看，“地方控债务”的背景下，更多还是需要“中央加杠杆”，但中央继续大幅加杠杆的可能性较低。长期以来，我国地方加杠杆的力度远大于中央，但是考虑到地方政府可加杠杆的空间与地方政府债务受到一定约束后，未来中央或将承担加杠杆的主力。10 月中央金融工作会议上明确指出要“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”。在土地财政已是过去式和实施化债后发行城投债更加严格的背景下，地方无力为基建提供充足资金，客观上需要中央支持。23 年增发万亿国债后，财政赤字率预计由 3% 提高到 3.8% 左右，中央杠杆率持续上行态势下，

结合财政收支缺口规模呈扩大趋势、近一年政府性基金收入和支出同比为负，财政压力会对加杠杆行为产生一定的制约。另外，结合12月8日政治局会议强调的“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，继续加杠杆进行大规模政府基建投资，需要考虑是否会降低财政资金的使用效率，扭曲资源配置效率，以及拉低社会总体投资回报后可能会对民间投资产生“挤出效应”。因此，我们认为，24年中央可能不会继续大幅上杠杆，后续基建资金有限。预计24年赤字率3.6%-3.8%，专项债3.8-4万亿，和23年大体持平、不会超过23年。

图表1：中央杠杆率持续上行（%）



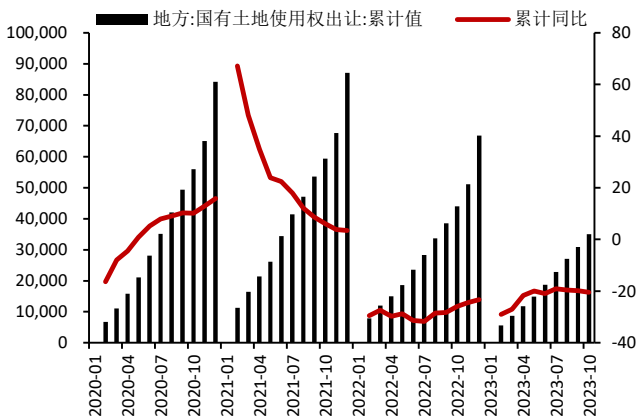
资料来源：ifind，国联证券研究所

### 3. 宽财政持续支撑，上半年基建增速或好于下半年

根据我们前面的分析，宽财政政策仍将延续，并会率先发力。基建是财政发力的重要抓手，继续作为24年稳增长和扩内需的主要发力手段。

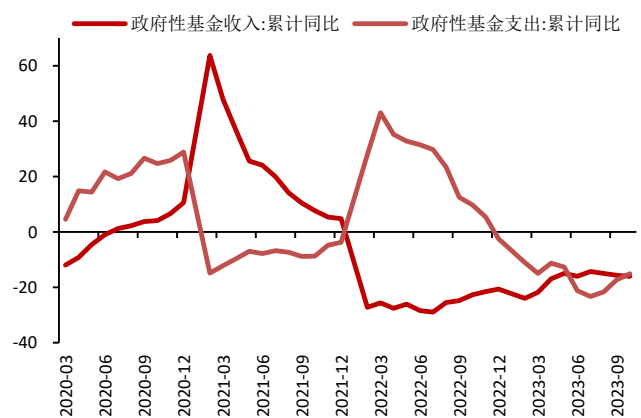
上半年基建由于宽财政前置发力会有不错的表现，但前置发力也将导致下半年面临增量困难。23年10月宣布增发万亿国债，已经提前释放了财政积极信号，增发的国债将分两批各5000亿、于23年4季度和24年1季度发行，考虑到从发行到投入使用、再到形成实物量需要一定的过程，将对上半年的基建投资形成有力支撑。此外，23年仍会提前下达24年部分地方专项债额度，大概率将以60%的比例下达，意在通过“早发快用”，尽早形成实物工作量，支持基建增长动能回升，同时拉动有效需求增长。另外，23年四季度以来，基建施工有所趋缓，若24年已开工项目的动工节奏加快，加速转换成实物工作量，也会对上半年基建有推动作用。但是，在财政政策发力愈发前置的情况下，留给后续使用的增量举措和项目不多，预计下半年基建表现将放缓。

图表2：21年后地方土地财政收入快速下滑（亿元，%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表3：近一年政府性基金收入和支出同比为负（%）



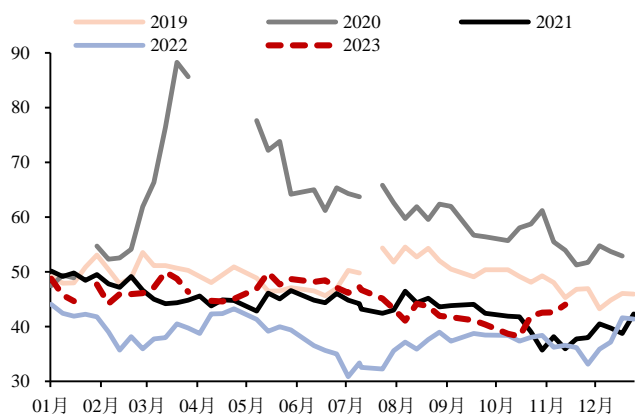
资料来源：ifind，国联证券研究所

#### 4. 城中村改造预计难为明年基建表现做出较大贡献

新增基建项目中受关注较多的城中村改造，短期内对基建的拉动作用可能有限。7月，国务院办公厅印发《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，城中村改造或将成为2024年基建项目的重要抓手。但城中村改造对基建的拉动有别于过去的棚改，有几点需要注意：一是改造范围目前仅对21个超大特大城市，我们粗略测算21城的城中村面积为8.1亿平，对比城区面积6.3万平方公里，仅占到1.3%；对比15-18年棚改三年带来的住房开工面积16.3亿平（估算），也仅为1/2，可见改造面积有限。二是改造方式分为拆除新建、整治提升和拆整结合三类，以拆除新建住房为改造方式的最高仅能占20%，并非棚改的大拆大建，投资规模可能有限，我们估算城中村改造对应的总投资额为4.1万亿元，以10年建设周期平均，年均投资额为4100亿元，以2022年全国固定资产投资额57.2万亿元为基数，每年对固定资产投资的增量贡献为0.7%（不算对地产的拉动作用）。三是筹资方式采用多渠道筹资，鼓励民间资本参与，会有较大的预算平衡问题，各方利益更难协调，将呈现推进阻力较大、进程较缓、周期较长的特点，由此观之，整体建设节奏可能会是先慢后快，建设周期可能会比10年更长。综合来看，我们认为城中村改造短期内对基建的拉动作用可能有限。

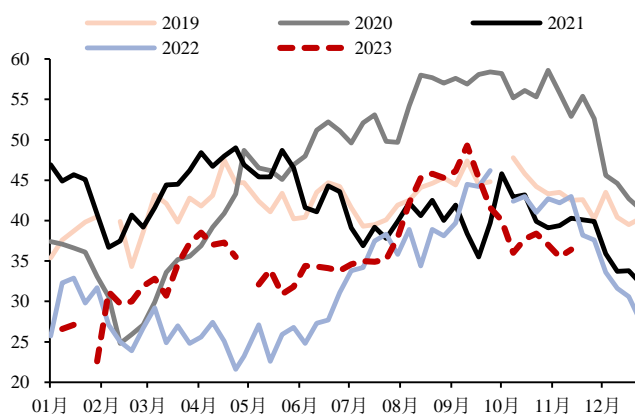
展望2024年，我们认为，受万亿国债增发和宽财政前置发力的影响，上半年基建会有较高的景气度，但考虑到一些资金端和新项目的制约因素，下半年或难以维持强劲势头。全年来看，整体力度不会超过23年，在存量已经较高的情况下，很难再有明显的增量。我们预测，受23年高基数的影响，24年基建投资增速会有所收敛，难超23年。

图表4：近年来沥青石油价格比走势（%）



资料来源：Wind, ifind, 国联证券研究所

图表5：近年来石油沥青开工率走势（%）



资料来源：Wind, ifind, 国联证券研究所

## 5. 风险提示

国内政策力度不及预期，政策对经济的托底不及预期。

### 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/或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/或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