

中央政治局会议中经济工作相关要点解读

——以进促稳、先立后破

作者

分析师：赵雪芹

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：zxq@glsc.com.cn

事件：中共中央政治局召开会议分析研究 2024 年经济工作

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；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署 2024 年党风廉政建设和反腐败工作；审议《中国共产党纪律处分条例》。就经济工作而言，我们认为这次会议是即将召开的中央经济工作会议的前奏，也反映出即将召开的三中全会的部署。表明了党中央以积极“进”和“先立后破”思维推动经济社会大局“稳定向前”的决心，我们预计明年宏观政策将进一步加码并协同发力，以科技创新引领现代化产业体系建设，更好地推动消费、投资等整体回升向好。

点评：

➤ “以进促稳、先立后破”开新局

会议的总基调从去年“稳字当头、稳中求进”强调先“稳”后“进”升级到“稳中求进、以进促稳、先立后破”，两个表述都体现了严密的内在逻辑关系，我们认为通稿中“以进促稳”、“先立后破”的提法需高度重视，多了至少几层新意。“以进促稳”主要是指以政策等的积极进取来促进经济稳定向前，而“先立后破”的说法也从部分行业、部分领域上升到对经济社会全局提出了更高要求。

➤ 宏观政策将更加积极协同作为

会议对明年宏观政策定调积极，明确强调做好明年经济工作要“加大宏观调控力度”，我们认为这将在今年已出台宏观政策力度的基础上加大力度，明年逆周期发力的力度有望再加强，财政政策有望在今年已经 3.8% 的决算赤字率基础上进一步适度加力，货币政策或将根据形势变化和需要灵活操作以确保多目标实现，且财政和货币政策将在执行中更好配合做到同向发力，同时将及时高效应对引导负面论调对预期、信心的影响，未来的宏观调控将会更加注重改善市场预期管理。

➤ 重点领域和资产表现有望改善

在下决心进取开新局和宏观政策积极加码协同下，科技创新等事关当前和长远的重点领域工作、资产价格等也将有望改善。一方面，“以科技创新引领现代化产业体系建设”的说法进一步突出了科技创新这个“牛鼻子”，现代化产业体系建设或将进一步加快推进；“形成消费和投资相互促进的良性循环”意味着以更加“系统”观念推动消费和投资回升，有利于提升促消费、稳投资政策的效力；以政策的“进”、改革的“立”等推动经济社会的稳定前进，或将有助于促进权益资产的估值提升和信用资产的风险缓和。

风险提示：政策力度、外部环境等超预期变化

正文目录

正文目录	2
1. “以进促稳、先立后破”开新局	3
1.1 “以进促稳”提法需高度重视：以政策等的积极进取来促进经济稳定向前	3
1.2 “先立后破”：从部分行业、部分领域上升到对经济社会全局的更高要求	3
2. 宏观政策将更加积极协同作为	3
2.1 强化宏观政策逆周期和跨周期调节：逆周期发力重要性和力度再加强.	3
2.2 财政政策的“适度加力”：在今年已经 3.8%的决算赤字率基础上的再加力	4
2.3 货币政策的“灵活适度”：根据形势变化和需要灵活操作以确保目标实现	4
2.4 增强宏观政策取向一致性：财政和货币政策执行中配合做到同向发力.	4
2.5 加强经济宣传和舆论引导：及时高效应对负面论调的预期、信心影响.	4
3. 重点领域和资产表现有望改善	5
3.1 以科技创新引领现代化产业体系建设：更加突出科技创新这个“牛鼻子”	5
3.2 形成消费和投资相互促进的良性循环：以系统观念促进消费和投资回升	5
3.3 以政策“进”推动经济稳、进的资产定价含义：估值提升和信用风险缓和	5
4. 风险提示	6

1. “以进促稳、先立后破”开新局

我们认为这次会议是即将召开的中央经济工作会议的前奏，考虑到其与即将召开的三中全会在时间窗口、明年工作部署上也存在高度重叠，由此我们也需要结合即将召开的三中全会的大背景来理解通稿表述背后的一些深层次含义。具体如下：

1.1 “以进促稳”提法需高度重视：以政策等的积极进取来促进经济稳定向前

总基调从“稳字当头、稳中求进”强调先“稳”后“进”升级到“稳中求进、以进促稳、先立后破”，都具有严密的内在逻辑关系，多了至少几层意思：“以进促稳”更加突出了“进”的要求，短期看，能“进”来促经济社会“稳”的，主要就是要靠政策进取发力；从发展角度看，有更快经济增速的诉求，经济就像一辆正在行驶的自行车，需要有一定速度才能保持好各方平衡确保平稳向前行驶，如果太慢就容易不稳而倒了，更快的速度会更加平稳；“先立后破”是“稳中求进、以进促稳”的进一步要求，甚至也是与之可以并列的大思路，“先立”本身就是“进”；且“先立后破”依然强调“稳”，我们认为这主要指是经济新旧动能转换、结构改革等过程的“平稳”。

1.2 “先立后破”：从部分行业、部分领域上升到对经济社会全局的更高要求

“先立后破”的提法和“稳中求进”这种总基调并列表述，我们认为其重要性和涉及层面都上升到了一个新高度。此前的“先立后破”可能主要是对某些具体行业、领域如推进“双碳”工作中的要求，前些年许多地方政府将“碳达峰”打成“碳冲锋”和将“持久战”打成“歼灭战”显然不是“先立后破”；我们认为现在将“先立后破”上升到了对房地产业等相关产业涉及新旧动能转换及其他事关经济社会全局的各领域工作中的要求，这其中很重要的一个方面，我们理解是涉及到了地方税源创造和地方债务风险防范化解这个“先立后破”的关系，财税改革涉及税源“堵后门”就要先“开前门”，因此防范化解地方债务风险要打开思路，打破旧模式的前提是先立好可靠的新模式，我们预计“三中”全会对财税领域等相关改革可能都会有新的部署安排。

2. 宏观政策将更加积极协同作为

2.1 强化宏观政策逆周期和跨周期调节：逆周期发力重要性和力度再加强

会议明确强调“加大宏观调控力度”，我们认为明年的宏观政策仍然是进一步宽松的取向，意味着明年逆周期发力的重要性和力度会比今年加强。会议指出“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，我们认为明年宏观政策力度会进一步加强，同时会更加注重逆周期和跨周期调节的配合，更好兼顾短期宏观经济稳定和中长期稳定发展。

2.2 财政政策的“适度加力”：在今年已经 3.8%的决算赤字率基础上的再加力

会议指出，财政政策要“适度加力”，我们认为这个变化意味着“加力”的“度”比去年要大，是一种更偏宽松的取向。同时，会议指出，财政政策要“提质增效”，我们认为这背后对政策工具的质量提出了更高要求，包括相比于上年更丰富的财政政策工具，以及更高质量的政策工具等。特别需引起注意的是，这次会议提出财政政策“适度加力”，这是在今年四季度已发行 1 万亿特别国债纳入赤字预算（决算赤字率提高到约 3.8%）的背景提出的，我们认为这可能意味着明年的财政赤字率至少是决算赤字率应该高于这个水平。考虑到中央金融工作会议在目前中央加杠杆空间较大的背景下提出“优化中央和地方政府债务结构”，及解决当前面临的问题紧迫性和实现中长期目标约束，我们综合考虑认为，积极财政政策的必要性大幅上升，我们认为对明年财政政策积极性的想象可进一步打开。

2.3 货币政策的“灵活适度”：根据形势变化和需要灵活操作以确保目标实现

会议指出货币政策要“灵活适度、精准有效”，我们认为，灵活适度意味着货币政策的重心是先把“总量”做好，即要优先确保顺应满足复杂形势变化的需要、不拘泥条框约束；“精准有效”主要是指政策操作的重心从注重过程调整为更注重政策效果，改进结构性政策工具发挥的效果。考虑到当下形势面临的挑战，及财政政策积极偏宽松的变化，显然已对货币政策提出迫切需要，由此我们预计，明年更大幅度的降息、降准等都值得期待，这也意味着权益资产的估值提升和信用风险有望边际缓和。

2.4 增强宏观政策取向一致性：财政和货币政策执行中配合做到同向发力

今年因为土地出让收入大幅下滑等因素，积极的财政政策在地方层面执行落实中实际效果不及预期，特别是土地出让收入下降严重限制了财政支出增速。由此出现了政策执行中货币政策似乎更加积极而财政政策不够积极甚至偏紧的状况，也导致市场上出现了“紧财政、宽货币”等的议论，这也影响了政策的效力和市场预期和信心等。由此我们认为，会议之所以强调“增强宏观政策取向一致性”，或是要求“财政和货币及其他宏观政策在执行落实中更好配合做到同向发力”，进而通过增强“宏观政策取向一致性”进一步提振市场信心、改善社会预期和提升政府信誉等。

2.5 加强经济宣传和舆论引导：及时高效应对负面论调的预期、信心影响

“加强经济宣传和舆论引导”在这次会议被明确提出，我们认为其背后有深意。我们理解，这句话的内涵是：今年以来，市场对财政、货币政策在实际执行中取向一致性产生争议，由此带来了预期、信心的负面影响，并且可能因为未能及时澄清引

导，又反过来影响市场预期和信心；叠加海外对中国经济的负面论调明显增多，就进一步对市场信心、政策效力、政府信誉等带来负面干扰并加剧了负向的恶性循环。而预期本身对经济良性运行和宏观调控效力影响较大，如未能及时高效应对引导负面论调对预期、信心的不良影响，反过来又加大了预期引导、宏观调控等工作的难度，因此要加强经济宣传和舆论引导，预计未来宏观调控会更注重改进预期管理的质量。

3. 重点领域和资产表现有望改善

3.1 以科技创新引领现代化产业体系建设：更加突出科技创新这个“牛鼻子”

会议提出“以科技创新引领现代化产业体系建设”，我们认为这个表述进一步强调并突出了：在建设现代化产业（或经济）体系进程中，科技创新发挥着的“牛鼻子”的引领作用，既是对创新发展理念、创新驱动发展战略的直接体现和落实，也是对当前一些产业面临“卡脖子”等的直接回应，是当前和长远都很重要的事项，并且也特别明确点出其是推动产业向中高端迈进、经济高质量发展的最重要突破口。我们认为，这背后反映出与科技创新相关的半导体、人工智能等是政策关心极为靠前的方面和未来支持的优先项，并且，预计即将召开的三中全会在科技体制改革方面会有重要部署，以寻求在这个事关全局的问题上尽快突破。

3.2 形成消费和投资相互促进的良性循环：以系统观念促进消费和投资回升

今年以来，市场及相关智库、高校等一直对稳增长到底是“消费主导”还是“投资主导”存在着争议，并且大多“孤立”地认为两者是“非此即彼”的关系，忽视了两者的联系，这既影响全社会各方面思想认识的统一，也影响了政策执行的效力。我们认为，正是鉴于这样的大背景，这次会议明确指出“形成消费和投资相互促进的良性循环”，这意味着消费和投资本身是相互关联的，要辩证看待两者的关系，在扩大消费的同时也可以兼顾稳投资，反之亦然，这既明确回应了各方面的认识分歧，又体现出作好经济工作的系统观念、方法论，有利于提升执行政策、推动工作的效力，同时要求能创造性推动稳投资、促消费工作落实，有利于更好促进消费、投资等回升。

3.3 以政策“进”推动经济稳、进的资产定价含义：估值提升和信用风险缓和

我们认为，这次会议明确表达了推动明年经济进一步向好的意图，也明确了明年更加积极偏宽松的宏观政策取向，透露出希望通过振奋人心的积极宏观政策、提振士气的重大改革等的进取作为来实现经济稳定向前、结构平稳转换、社会持续稳定等意图，预示着一系列相关的政策安排部署可能即将推出，以及一些值得期待的重大改革举措可能会按照“先立后破”的大思路在未来的三中全会上讨论推出：如财税体制改

革或许会在消费税、资源税等税种以及分享比例等方面有所调整，国有企业改革可能会出来一些分类分层推进的思路部署，要素市场化改革方面则可能会进一步提出加快完善各类要素的市场化配置机制等，在事关改革全局的收入分配体制改革方面也可能会有大的突破等，我们认为这些从中长期都有利于提振社会、市场的预期和信心，或直接有利于当下偏低分位估值的权益资产的估值提升和信用资产的风险缓和等。

4. 风险提示

政策力度、外部环境等超预期变化

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