

## “先立后破”重在“慎破”

- 2023年12月8日，中央政治局召开会议分析研究了2024年的经济工作。此次政治局会议召开于经济从疫情冲击中修复，但复苏势头尚不稳固的大背景中，释放了更加积极的稳增长信号。此次政治局会议新闻稿中值得高度关注的文字是“先立后破”。这一提法本身虽不新鲜，但却包含着有针对性的新内涵，因而极为重要。
- 过去3年，在我国汽车行业取得历史性突破的同时，我国经济景气却趋势性走弱。其中，因融资紧缩政策而陷入恶性循环的地产行业是经济下行压力的主要来源。这表明，尽管我国在培育新增长点方面“立”得相当不错，但仍然难以补上传统增长引擎被过度“破”了之后留下的空当。如果政策不能在“破”方面更加审慎，“立”的效果就会大打折扣。
- 两年前，高层领导针对“双碳目标”提出了“先立后破”的导向，及时纠正了“双碳”政策中过度打压传统能源供给的不良倾向。现在，各方希望高层领导重提“先立后破”后，能纠偏我国新旧增长动能转换中政策过度压制旧动能，侵蚀经济增长基本盘的倾向，让政策在“破”的时候更加审慎。如此，我国经济回升向好态势才能巩固，社会预期才能改善。
- 风险提示：宏观政策的不确定性；政策效果不达预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

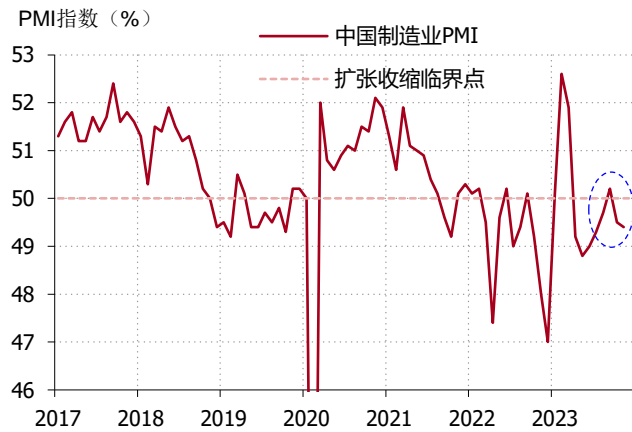
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2023年12月8日，中央政治局召开会议分析研究了2024年的经济工作【1】。这每年12月初召开的政治局会议，为接下来即将召开的年度中央经济工作会议，以及下一年的经济工作定下了调子，其重要性可想而知。

此次政治局会议召开于经济从疫情冲击中修复，但复苏势头尚不稳固的大背景下。2023年前3季度，我国GDP累计同比增速为5.2%，明显快于2022年全年3.0%的增速。但这是建立在2022年前3季度较低基数水平上的同比增速改善。如果算2023年前3季度比2021年前3季度的两年平均GDP增速，则只有4.1%，明显低于疫情之前3年（2017-2019年）6.6%的GDP平均增速。

在此次政治局会议召开之前的两个月里，我国经济复苏势头又有所减弱。反映我国经济景气度的制造业采购经理人指数（PMI）在今年8月和9月回升，重新站回了50这一扩张收缩临界点之上。但在随后的10月和11月，经济景气又再度走弱，PMI落回到了50以下的收缩区间中。（图表1）

图表 1. 我国制造业 PMI 在 2023 年 8、9 月有所回升，但在 10 月和 11 月又落回收缩区间



资料来源：万得，中银证券

在经济复苏动能减弱，复苏前景不明朗，市场信心偏弱的背景下，各方高度关注此次政治局会议释放的政策信号。相比2022年12月6日的那次政治局会议，今年这次会议释放了更加积极的稳增长信号。此次会议要求“改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势”。在继续延续“稳中求进”的基调同时，首次提出要“以进促稳”。很明显，经济政策重心要从“稳”转向“进”。此次会议公报中有关财政和货币政策的表述与2022年12月会议基本一致，但要求财政政策要“适度加力”。在防风险方面，此次会议要求“坚决守住不发生系统性风险的底线”，比2022年会议公报多了“坚决”两字（千万不要低估政策文件中虚词的用法）。此次会议公报读下来，党中央稳定经济增长、推动经济向好的意图相当明显。（图表2）

图表 2. 最近两年政治局会议政策表述文字对比

	2023年12月8日政治局会议	2022年12月6日政治局会议
政策总目标	切实增强经济活力、防范化解风险、 <b>改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势</b> ，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，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。	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，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。
政策总基调	明年要坚持稳中求进、 <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。	明年要坚持稳字当头、稳中求进。
财政货币政策	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 <b>积极的财政政策要适度加力、提质增效</b> ，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。
政策协调	<b>要增强宏观政策取向一致性</b> ，加强经济宣传和舆论引导。	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。
产业政策	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。	产业政策要发展和安全并举。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。
扩内需	要着力扩大国内需求， <b>形成消费和投资相互促进的良性循环</b> 。	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。
防风险	要持续有效防范化解重点领域风险， <b>坚决守住不发生系统性风险的底线</b> 。	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。
对外开放	要扩大高水平对外开放， <b>巩固外贸外资基本盘</b> 。	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。
民生政策	要坚持 <b>尽力而为、量力而行</b> ，切实保障和改善民生。	社会政策要兜牢民生底线。
其他	要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。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。	科技政策要聚焦自立自强，要切实落实“两个毫不动摇”，增强我国社会主义现代化建设动力和活力。

注：表格中文字均来自政治局会议公报。其中标黑的文字为最新一届会议中值得关注的新表述。

此次政治局会议新闻稿中值得高度关注的文字是“先立后破”。这一提法本身虽不新鲜，却包含着有针对性的新内涵，因而极为重要。

“先立后破”表述首次出现在中央重要经济会议中，是在2021年12月10日召开的那次中央经济工作会议，针对当时的“双碳”政策而说【2】。那次会议中要求“调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。”会议还说到：“要正确认识和把握碳达峰碳中和。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。……传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。”

2021年，我国在落实“碳达峰、碳中和”的“双碳”目标时，出现了急于求成的倾向。在新能源供给仍不足够的时候，就对传统能源供给过早亮了红灯，做了压降。这使得我国总体能源供给有些跟不上，给经济发展施加了障碍。为此，高层领导明确要求在传统能源的“破”之前，要先做好新能源的“立”。从那时至今，我国“双碳”工作变得更切合实际，在新能源转型稳步推进的同时，再没在能源供给方面出现大的问题。

今年政治局会议中提到“先立后破”，而且将其作为政策的总基调，其内涵并非针对“双碳”政策，而是要纠偏我国经济新旧动能转换过程中出现的问题。

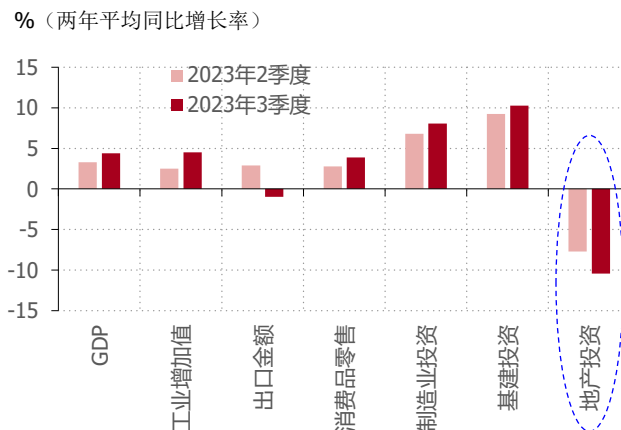
在2023年7月18日，笔者曾发表文章《破立之间的经济压力》。其中曾如此分析了当下我国在新旧增长动能转化中出现的問題：【3】

“最近3年，我国汽车行业取得了历史性的突破，在新能源转型的大潮中实现了弯道超车，亮眼表现从2020年一直延续到现在。我国汽车行业的弯道超车可以给人两点启示。从一方面来说，我国供给面的产业转型升级一直在快速推进。而从另一方面来说，在汽车这么一个大行业取得历史性突破的时候，我国宏观经济仍然低迷，充分表明了我国宏观政策既要推进‘立’，更要防止‘破’。在市场已经做好了‘立’的时候，我国宏观政策需要纠偏不恰当的‘破’。只有停止人为的‘破’，守住中国经济的存量，同时促进‘立’，培育更多的新增长点，我国经济才能实现高质量发展之要求。”

2020年以来，我国汽车行业取得了骄人成绩：我国汽车出口量在2020年时还明显落后于日本、德国和韩国，而现在已跃居世界第一；国内市场上我国自主品牌汽车销量曾连续十多年落后于合资品牌，现在也大幅反超。

在我国汽车行业取得历史性突破的同时，我国经济景气却从2021年开始趋势性走弱。其中，因融资紧缩政策而陷入恶性循环的地产行业是经济下行压力的主要来源。2023年3季度，我国各项主要经济指标中，大幅负增长的地产投资可说是“房间里的大象”。地产行业之所以会走到今天这一步，笔者早在2022年7月25日发表的《中国房地产业的困境和对策》一文中就已分析过，此处不再赘述【4】。（图表3）

**图表 3. 显著收缩的地产投资是我国经济下行压力的主要来源**



资料来源：万得，中银证券

我国汽车行业规模虽然不小，但跟地产行业体量比起来还差得很远。2022年，中汽协统计的重点车企，其工业增加值总额达到8481亿元。但与同期约7.4万亿元的地产行业增加值比起来，还是小巫见大巫。因此，尽管2022年我国重点车企工业增加值相比2021年大幅增长18%（增幅1309亿元），却仍然难以对冲同期我国地产行业增加值那4.4%的下降（2022年我国地产行业增加值降幅达3395亿元）。这充分表明，尽管我国在培育新增长点方面“立”得相当不错，但仍然难以补上传统增长引擎被过度“破”了之后留下的空当。如果政策不能在“破”方面更加审慎，“立”的效果就会大打折扣。

由此可见，此次政治局会议重提“先立后破”，矛头应该直指2021年以来被过度“破”掉的地产行业。从2022年底推出“保交楼”政策、地产融资修复的“三支箭”政策，到今年的“认房不认贷”政策，政府其实一直在试图修复地产行业。但问题是，地产行业早已因“三条红线”政策压力而陷入恶性循环，深度超调。因此，就算加上最近一年以来的修复政策，地产行业的政策总基调还是偏紧，还在给地产行业带来“破”的压力。在政治局会议明确当前政策以“改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势”为目标，并要求“增强宏观政策取向一致性”的时候，地产政策还需往宽松方向做较大幅度调整，才能真正落实政治局会议的要求。地产政策（尤其是地产开发商的融资政策）接下来会往宽松方向走多远，高度影响2024年我国经济的走向，以及各界的预期和信心。

二十大之后，我国经济已经进入了新时代。我国经济结构转型升级既是经济发展自身规律的表现，也是各方对中国经济的期待。在这个过程中，政策当然应该在培育经济发展新增长点和新动能方面发挥积极作用，把“立”的工作做好。但同样重要的是稳住传统增长引擎，守住我国经济的基本盘。2021年以来我国地产行业的弱势，以及随之而来的经济下行压力，已经充分说明了政策“破”过头的危害。经济结构转型不是朝夕之功，更不可能一蹴而就。不看实际情况，一味地“破”，非但难以推动经济结构转型，反而会给增长带来压力，给经济带来风险，不利于我国在中美大博弈的过程中站稳脚跟。

在刚结束的政治局会议中，高层领导再提“先立后破”，并将其提升为整个宏观政策的总基调，可说是精准抓住了当前政策施行中的一个主要问题。两年前，高层领导针对“双碳目标”提出了“先立后破”的导向，及时纠正了“双碳”政策中过度打压传统能源供给的不良倾向。现在，各方希望高层领导重提“先立后破”后，能纠偏我国新旧增长动能转换中政策过度压制旧动能，侵蚀经济增长基本盘的倾向，让政策在“破”的时候更加审慎。如此，我国经济回升向好态势才能巩固，社会预期才能改善。（完）

**风险提示：**宏观政策的不确定性；政策效果不达预期。

【1】2023年12月8日，《中央政治局会议公报》，  
[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6919152.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919152.htm)。

【2】2021年12月10日，《中央经济工作会议公报》，  
[http://www.gov.cn/xinwen/2021-12/10/content\\_5659796.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-12/10/content_5659796.htm)。

【3】徐高，2023年7月18日，《破立之间的经济压力》，  
<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404924890783548028>。

【4】徐高，2022年7月25日，《中国房地产业的困境和对策》，  
<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404795243886412416>。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371