

## 宏观点评 20231212

# 中央经济工作会议：“以进促稳、先立后破”的深意

2023年12月12日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 今年的中央经济工作会议相对以往多了很多新的内容，尤其是在“科技创新实现新的突破”的背景下，科技创新的内容更丰富了、做好明年经济工作的任务更多了、抓落实更带劲了，经济宣传和舆论引导更强了。

一个“新”字凸显了明年工作中“进”和“立”之所在，其中科技创新无疑是重中之重，核心在于通过颠覆性技术和前沿技术，发展“新质生产力”、完善新型举国体制以及推进新型工业化。

其他方面，宏观政策上要加强“工具创新”，内需上注重“新型消费”和大规模设备“更新”，政府投资支持“新”基建和“新动能”。更加强调培育“外贸新动能”，更加强调推进“城市更新”和城乡融合“新格局”，更加重视“新型能源体系”建设。

那“稳”的的是什么、“破”的又是什么？稳的是预期（“增强宏观政策取向一致性”、“加强经济宣传和舆论引导”）、增长（“经济大省要真正挑起大梁”）和就业（“更加突出就业优先导向”），同样稳的还有风险，尤其是地产、地方债务和中小金融机构，这和中央金融工作会议一脉相承；而“破”可能指向的是旧动能、“产能过剩”的部分行业。

- 尤其值得注意的是，今年又把科技创新和产业政策放到了重点工作的首位。这在2020年中央经济工作会议以及今年4月的政治局会议上都曾出现过，部分说明政策层对于当前的经济工作基本是满意的。同时，这也意味着“立”的核心就在科技创新：一方面要大力发掘新产业和新赛道，一方面要用新技术加快传统产业的升级。

2022年中央经济工作会议上提出“产业政策要发展和安全并举”，正如我们之前的报告《从政治局会议看中央经济工作会议定调》中所说，“发展”和“安全”之间的“连接符”就是科技。此次中央经济工作会议似乎更“开门见山”一些，直接点明现代化产业体系建设的核心在于“科技创新”。更加强调“颠覆性技术和前沿技术”，充分体现了政策层对于科技创新的重视和紧迫性。在具体内容上，除了2022年提及过的人工智能、生物制造、量子以外，此次中央经济工作会议还新增了商业航天、低空经济等战略性新兴产业的表述，同时增加了对于广泛使用“数智技术、绿色技术”的需求。

- 财政政策：表述“变”，但核心“不变”。12月政治局会议中将财政政策的表述由“加力提效”拓展为“适度加力、提质增效”后，中央经济工作会议进一步“指明方向”——如何“适度加力”？一是落实好结构性减税降费政策（尤其针对科技创新和制造业发展），二是扩大专项债用作资本金的范围，支持推进“三大工程”。如何“提质增效”？是增强财政可持续性，是优化财政支出结构。其实这些提法并非“新鲜出炉”，或许国家对财政政策范式转换仍持谨慎态度。

- 货币政策：“价格”与“结构”隐含的两条线索。相比去年，本次货币政策的表述新增两点：一是更加注重与“价格水平预期目标”相匹配，延申了央行此前更长视角跨周期理解匹配的思路，一方面在货币供应和信贷扩张上，可能更加突出逆周期性和对通胀目标的引导，避免出现“通胀疲软——名义GDP走弱——信贷增长匹配放缓”的紧缩循环；另一方面在利率上，后续利率调控或对低通胀、实际利率高企现象更加关注，而非单纯锚定名义GDP增速，明年降息的仍有想象空间。

二是重视“结构”和“存量”，提升效能。这意味总量增速不再是唯一的抓手，央行结构性工具以及商业银行信贷结构的优化也会成为重点。在中央金融工作会议中“金融高质量服务实体”的定调下，货币投放注重资金直达实体，支持特定的行业（科技、绿色、普惠、数字经济），这也利于在保持总量合理增速的情况下通过结构优化来达到降低融资

### 相关研究

《11月非农：美联储“定力”更足？》

2023-12-10

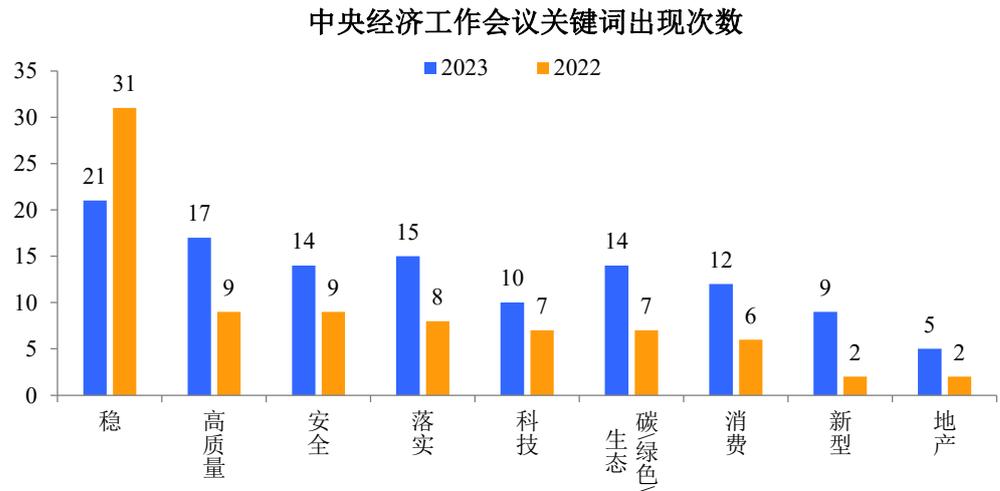
《又是年终岁尾时，中央税“重返沙场”》

2023-12-10

成本的目的。

- **地产：稳妥推进金融“去地产化”。**稳地产聚焦长短期目标并举，短期注重房企面临的流动性问题——“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，近期多家银行密集与民营房企座谈调研；中长期注重转型，合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围推进“三大工程”，构建保障房+商品房的地产新模式。
- **外贸的“新动能”更加注重“引进来”。**除了拓宽出口的种类外，尤其值得注意的是**打造“投资中国”品牌，以及打通外籍人员来华的堵点。**在新旧动能转换的过程中，外资和外需是必不可少的助力、也是经济的重要弹性所在。因此**稳定外资、吸引外资依旧会是未来一段时间对外政策的重心，而通过引入海外购买力、支持国内消费、零售也成为明年的重要看点**，近期增加国际航班、对众多国家实行免签以及向万事网联公司（MasterCard 在中国境内的合资公司）核发银行卡清算业务许可证都是重要的铺垫。
- **风险提示：**美国经济超预期提前衰退，导致经济动能不稳，政策可能会更加强调稳经济；地缘政治形势紧张，导致稳定外资外贸的政策碰到阻碍。

图1: 本次会议多个关键词词频提升



数据来源: 中国政府网, 新华社, 东吴证券研究所

图2: 今年中央经济工作会议中有不少新提法

所属部分	本次中央经济工作会议的表述新提法
政策基调	<ul style="list-style-type: none"> <li>以进促稳、先立后破</li> <li>价格水平预期目标</li> <li>盘活存量、提升效能</li> <li>经济宣传、经济光明论</li> </ul>
具体任务	<b>一、科技创新</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>颠覆性技术</li> <li>新质生产力</li> <li>数智技术、绿色技术</li> <li>前沿研究</li> <li>创业投资、股权投资</li> </ul>
	<b>二、扩大内需</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>新型消费: 数字消费、绿色消费、健康消费、国货“潮品”</li> </ul>
	<b>四、对外开放</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>外贸新动能</li> <li>数据跨境流动</li> <li>“投资中国”品牌</li> <li>“小而美”民生项目</li> </ul>
	<b>七、城乡融合</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>城乡融合发展新格局</li> <li>要素双向流动</li> <li>国家战略腹地建设</li> <li>海洋经济、海洋强国</li> </ul>
	<b>八、绿色低碳</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>美丽中国先行区</li> <li>绿色低碳供应链</li> </ul>
	<b>九、保障民生</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>银发经济</li> <li>人口高质量发展</li> </ul>

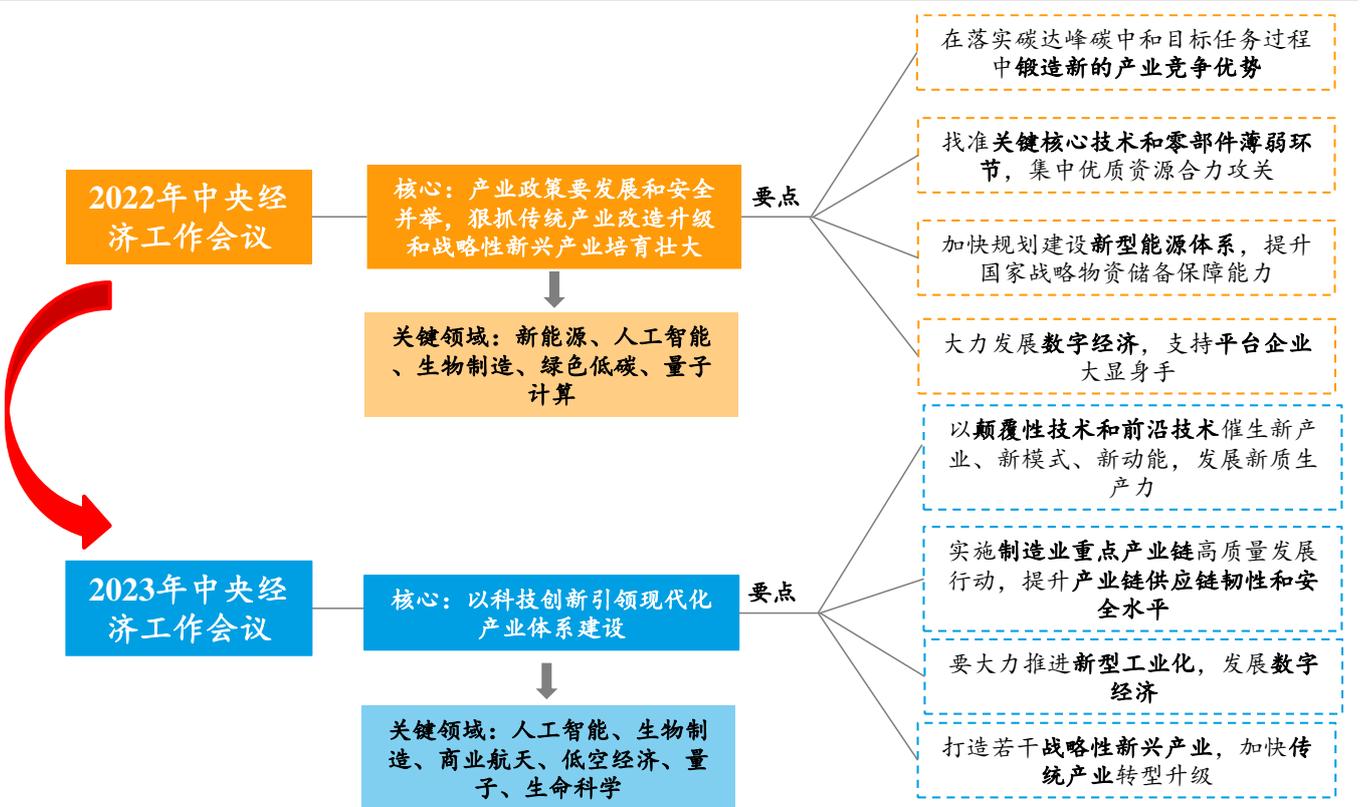
数据来源: 中国政府网, 新华社, 东吴证券研究所

图3：2023 年与 2022 年中央经济工作会议表述对比

2022年中央经济工作会议	VS	2023年中央经济工作会议
<b>当年经济工作成绩</b>		<b>当年经济工作成绩</b>
应对超预期因素冲击，保持了经济社会大局稳定		顶住外部压力、克服内部困难,经济回升向好
<b>明年形式判断</b>	<b>一、回顾总结</b>	<b>明年形式判断</b>
<b>三重压力仍大：</b> 需求收缩、供给冲击、预期转弱	经济回升向好，有利因素强于不利因素	发展面临的有利条件强于不利因素
<b>对风险的规律性认识</b>		<b>对风险的规律性认识</b>
六个：党中央领导、高质量发展、稳中求进、坚持“两个毫不动摇”、对外开放、经济发展在法治轨道上		六个：党中央领导、高质量发展、供给侧结构性改革与扩大需求协同发力、对外开放、高水平安全、中国式现代化
<b>财政、货币</b>	<b>二、宏观政策</b>	<b>财政、货币</b>
积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度 稳健的货币政策要精准有力。	财政货币注重政策效力 增强宏观政策取向一致	积极的财政政策要适度加力、提质增效。 <b>要用好财政政策空间</b> ，提高资金效益和政策效果 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。 <b>发挥总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能</b>
<b>产业及其他</b>		<b>产业及其他</b>
产业政策要发展和安全并举、科技政策要聚焦自立自强、社会政策要兜牢民生底线		<b>要增强宏观政策取向一致性。</b> 加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合
<b>明年经济工作部署</b>	<b>三、工作部署</b>	<b>明年经济工作部署</b>
<b>总基调：宏观政策形成共促高质量发展合力</b> <b>五大任务：</b> 1.扩大国内需求、2.现代化产业体系、3.落实两个毫不动摇、4.吸引外资、5.防范经济金融风险	基调“先立后破” 具体任务增至九个	<b>总基调：稳中求进、以进促稳、先立后破</b> <b>九大任务：</b> 1.科技创新、2.扩大国内需求、3.深化重点领域改革、4.扩大高水平对外开放、5.防范经济金融风险、6.三农工作、7.城乡融合、8.生态文明建设和绿色低碳发展、9.保障和改善民生
<b>凝聚共识</b>	<b>四、凝聚共识</b>	<b>凝聚共识</b>
保持经济平稳运行至关重要 创造性抓好贯彻落实，努力实现明年经济发展主要预期目标	提高领导工作要求	把握和处理速度和质量、宏观数据与微观感受 <b>确保明年经济工作重点任务落地落实</b>

数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图4：关于产业政策的表述：2022年 vs 2023年



数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图5：2023年中央经济工作会议中重点工作排序发生改变

中央经济工作会议重点工作排序			
排序	2020	2022	2023
1	强化国家战略科技力量	着力扩大国内需求	以科技创新引领现代化产业体系建设
2	增强产业链供应链自主可控能力	加快建设现代化产业体系	着力扩大国内需求
3	坚持扩大内需这个战略基点	切实落实“两个毫不动摇”	深化重点领域改革
4	全面推进改革开放	更大力度吸引和利用外资	扩大高水平对外开放
5	解决好种子和耕地问题	有效防范化解重大经济金融风险	持续有效防范化解重点领域风险
6	强化反垄断和防止资本无序扩张		坚持不懈抓好“三农”工作
7	解决好大城市住房突出问题		推动城乡融合、区域协调发展
8	做好碳达峰、碳中和工作		深入推进生态文明建设和绿色低碳发展
9			切实保障和改善民生

数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>