

五个“必须”和九大“重点工作”

——2023年中央经济工作会议解读

核心观点：

2023年12月11日至12日，中央经济工作会议召开。此次会议要求2024年经济工作要增强信心和底气，做好“五个必须”和九大“重点工作”。“五个必须”是必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理；必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力；必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力；必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动；必须把推进中国式现代化作为最大的政治。与“五个必须”的要求相对应，“九大重点工作”的次序依次是：以科技创新引领现代化产业体系建设、扩大国内需求、深化重点领域改革、扩大高水平对外开放、防范化解重点领域风险、“三农”工作、城乡融合与区域协调发展、生态文明建设和绿色低碳发展、保障和改善民生。

1.此次会议对当前经济形势的判断是：“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。从内容来看，这实际上是需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”的更具体阐述。对比过去，去年中央经济工作会议强调我国经济恢复的基础尚不牢固，“三重压力”仍然较大。今年4月28日的中央政治局会议认为“经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，‘三重压力’得到缓解”。今年7月24日中央政治局会议认为“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，因此开始部署“加强逆周期调节”。可以看到中央对于“三重压力”形势的认识是持续深化的。对于2024年，此次会议进一步提出需求不足、产能过剩、预期偏弱、风险隐患、堵点等判断，显然更为具体、深入。

2.财政政策总基调从去年的“加力提效”调整为“适度加力，提质增效”。“适度加力”为近年来首次提出。“适度加力”直观感受上弱于去年的“加力提效”，但今年更强调财政与货币协同强化，提升政策效果。理解“适度加力”的政策表述，更需要结合此次会议提及的“加大宏观调控力度”以及“增强宏观政策取向一致性”综合分析。我们认为，“适度加力、提质增效”内涵一方面是“加力”逆周期调节，保障经济平稳运行，重点托底地产和地方债务风险，另一方面是“适度”兼顾跨周期调节，体现财政政策在经济高质量转型中的引领作用，避免传统产能过剩。综合而言，“适度加力”兼顾了逆周期和跨周期，力度介于“加力提效”与“提质增效”之间。对于财政支持的重点，此次会议提出“强化国家重大战略任务的财力保障”，主要对应财政支出倾向于“三大工程”，以及稳经济、防风险、调结构。而减税降费方面重在“落实”，即在过去结构性减税降费基础上进一步延续优化、提升效能。

3.货币政策较去年有两个重要变化。一是总体定位从“精准有力”调整为“灵活适度、精准有效”。“灵活”是指以我为主，兼顾内外的相机抉择；“适度”意在总量上的匹配；“精准”强调信贷方向的引导，“有效”有两层含义，一方面是提升货币政策传导效率，防止资金套利和空转，引导更多的资金进入实体经济；另一方面则是“盘活存量、提升效能”，这意味着在总量和结构双向调节之中，结构优先于总量。结构性工具聚焦“五篇大文章”以及为“三大工程”提供资金支持。货币政策的第二个变化是要求“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，在过去三个匹配的基础上，首次新增“价格水平预期目标”的匹配。其背景是在经济转型过程之中，阶段性总需求不足带来价格指数低位运行。总体而言，当下货币政策要在新旧动能切换过程中为经济增长托底，由于新旧动能切换是一个中长期过程，因此当下的跨周期调节应具有稳定性和连续性，是一个中性偏宽松的政策基调。展望2024年，预计央行将进一步实施降准、降息（特别是在二季度美联储开启降息之后），配合财政政策等其他宏观政策协同发力，保持宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

分析师助理：聂天奇

风险提示

1. 对政策理解不到位的风险

目 录

一、核心内容.....	3
二、财政政策解读.....	5
三、货币政策解读.....	9
四、科技创新工作.....	11

一、核心内容

1. 形势判断：进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。

——解读：从内容来看，这实际上是“三重压力”的更具体阐述。中央对于“三重压力”形势的认识是持续深化的。对于2024年，此次会议进一步提出需求不足、产能过剩、预期偏弱、风险隐患、堵点，以及外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，显然更为具体、深入，因此也会有更具针对性的措施。

2. “五个必须”：必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理；必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力；必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力；必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动；必须把推进中国式现代化作为最大的政治。

——解读：最大的政治是中国式现代化，是人口规模巨大的现代化，是全体人民共同富裕的现代化，是物质文明和精神文明相协调的现代化，是人与自然和谐共生的现代化，是走和平发展道路的现代化。这需要坚持供给侧结构性改革、坚持新发展理念、依靠改革开放、确保高水平安全。

3. 政策目标：明年要坚持稳中求进、**以进促稳、先立后破**，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。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，加强政策工具创新和协调配合。

——解读：“以进求稳”是以短期的“进”来实现中长期的“稳”。短期内要加快结构性改革和经济转型，以此来实现中长期的稳定和可持续经济增长。“先立后破”是“稳”和“进”的结合，一方面加大逆周期和跨周期调节，避免旧动能失速，确保短期的“稳”，另一方面加快经济转型，启动新动能来实现长期内的“稳”。未来二十届三中全会还会出台全方位深化结构性改革来推动高质量增长。

4. 政策部署：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。增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。

——解读：对财政政策和货币政策的分析具体见第二、三节。而此次会议最重要的部署就是“增强宏观政策取向一致性”。我们认为，2024年宏观调控的主要特征就是财政政策为主，货币政策配合，侧重就业带动、重点产业、科技发展与绿色等方向。

5. “九项重点工作”：以科技创新引领现代化产业体系建设、扩大国内需求、深化重点领域改革、扩大高水平对外开放、防范化解重点领域风险、“三农”工作、城乡融合与区域协调发展、生态文明建设和绿色低碳发展、保障和改善民生。

——解读：科技创新排在扩大内需之前；改革开放排在防范化解风险之前。总体判断，2024年经济工作兼顾中长期任务与应对短期压力，但会更侧重前者。

表 1：2023 年与 2022 年中央经济工作会议要点对比

	2022 年中央经济工作会议	2023 年中央经济工作会议
年度定位	2022 年是党和国家历史上极为重要的一年。	2023 年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。
经济形势	统筹国内国际两个大局，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，加大宏观调控力度，应对超预期因素冲击，发展质量稳步提升，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，就业物价基本平稳，粮食安全、能源安全和人民生活得到有效保障，保持了经济社会大局稳定。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险， 我国经济回升向好 ，高质量发展扎实推进。现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
当前困难	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。	顶住外部压力，克服内部困难。 进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。
工作原则	坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	坚持 稳中求进、以进促稳、先立后破 ，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。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，加强政策工具创新和协调配合。
财政政策	积极的财政政策要加力提效。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效 。
货币政策	稳健的货币政策要精准有力。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。
产业政策	产业政策要发展和安全并举。科技政策要聚焦自立自强。	以科技创新引领现代化产业体系建设 。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能， 发展新质生产力 。
消费和投资	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。
对外开放	更大力度吸引和利用外资。要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。	扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。
防范化解风险	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。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。
民生	全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫。	切实保障和改善民生。
改革	谋划新一轮全面深化改革。	深化重点领域改革。要谋划 进一步 全面深化改革重大举措，为推动高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力。
区域发展	深入实施区域重大战略和区域协调发展战略。	推动城乡融合、区域协调发展。
绿色低碳	推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国。	深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院

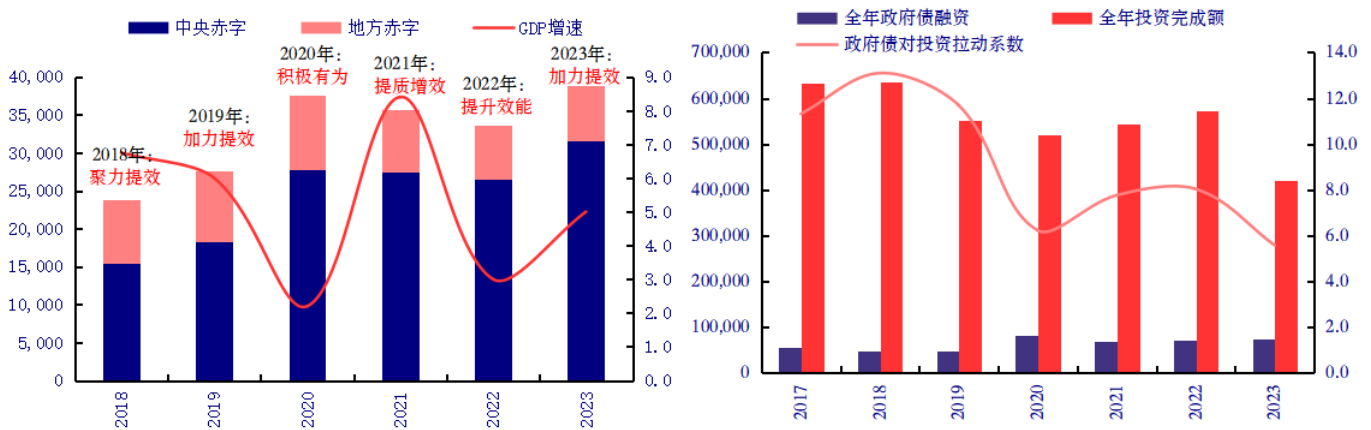
二、财政政策解读

此次中央经济工作会议中财政政策的重点部署有四个方面：一是“适度加力”的政策效果未必弱于“加力提效”。二是“适度加力”兼顾逆周期和跨周期，力度介于“加力提效”与“提质增效”之间；三是财政支出倾向“三大工程”，稳经济、防风险、调结构；四是结构性减税降费政策重在“落实”，延续优化、提升效能。

一是“适度加力”的政策效果未必弱于“加力提效”。

理解本次政治局会议对于财政政策的表述，需要结合会议中再次提及的“加大宏观调控力度”及“增强宏观政策取向一致性”综合分析。“适度加力”在直观感受上虽然弱于去年政治局会议的“加力提效”，但财政及货币协同强化后，政策效果未必弱于去年。

图1：近年来历次财政政策取向及赤字率（左轴：亿元；右轴：%） 图2：政府债务对于基建投资拉动系数（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

实际上，我国自 2013 年供给侧结构性改革以来，财政与货币政策协同效应有所降低，“宽”出的货币较多流向了地产、基建和城投，“紧”的信用又积累了成本较高的广义政府债务。当前我国基础设施建设需求已逐步降低，过去传统的财政逆周期政策对于投资和经济的拉动效果有所减弱，如图 2 所示。而财政和货币的协同是金融，我们认为加大协同意味着明年通过金融领域的“降本增效”能够实施更加精准、科学的宏观调控。

二是“适度加力”兼顾逆周期和跨周期，力度介于“加力提效”与“提质增效”之间。

财政总基调从“加力提效”转为“适度加力，提质增效”，“适度加力”为近年来首次提出，其内涵一方面是“加力”逆周期调节，保障经济平稳运行，重点托底地产和地方债务风险，另一方面是“适度”兼顾跨周期调节，重点体现出财政在经济高质量转型中的引领作用，不搞大水漫灌造成传统产能过剩。

财政力度不能仅看赤字率水平，还要考虑到疫后财政收入的回升对支出的支撑，以及调入资金的规模占比。我们总体认为 2024 年财政政策仍有必要保持 3.5%左右的赤字率水平，同时专项债规模小幅提升至 4 万亿左右，以缓解地方政府的支出压力，维持适度的基建投资规模，保障经济运行在合理区间。

“适度加力”不是不加力，政策力度应介于“加力提效”和“提质增效”之间。如表 1 所示，从历年中央经济工作会议对财政政策的表述来看，自 2018 年以来财政政策基调基本为“加力提效”和“提质增效”。其中 2018 年及 2022 年均以“加力提效”为主，赤

字率及专项债水平均有显著提升，预算支出增速分别为 6.49%、5.59%，2019-2021 年以“提质增效”为主，赤字率及专项债水平维持平稳或小幅下降。而本次会议提出“适度加力，提质增效”，基于 2023 年考虑到新增国债后的赤字率水平已由 3%提至 3.8%，我们认为明年“适度加力”的赤字率水平大致在 3.5%左右，预算支出增速在 5%左右。

表 2：历次中央经济工作会议中财政政策的内容对比

时间	历年中央经济工作会议关于财政政策表述	次年目标赤字率及赤字金额	次年目标专项债规模	次年实际调入资金规模	预算支出增速
2023 年	财政政策要适度加力，提质增效。 优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，落实好结构性减税降费政策，增强财政可持续性，兜牢基础基层三保底线，党政机关要习惯过紧日子。	2024 年预测目标赤字率：3.5%	预测 4 万亿	/	预测：5%左右
2022 年	坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。 积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度 ，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。	23 年目标赤字率：3.0% 3.88 万亿 (地方 0.72 万亿，中央 3.16 万亿)	3.8 万亿	/	5.59%
2021 年	稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。 实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。	22 年目标赤字率：2.8% 3.37 万亿(地方 0.72 万亿，中央 2.65 万亿)	3.65 万亿	2.45 万亿	8.73%
2020 年	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。 积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度 ，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为， 抓实化解地方政府隐性债务风险工作 ，党政机关要坚持过紧日子。	21 年目标赤字率：3.2% 3.57 万亿(地方：0.82 万亿，中央 2.75 万亿)	3.65 万亿	1.17 万亿	1.81%
2019 年	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出 ，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。	20 年目标赤字率：3.6% 3.76 万亿(地方：0.98 万亿，中央 2.78 万亿)	3.75 万亿	2.61 万亿	3.76%
2018 年	宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求； 积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。	19 年目标赤字率：2.8% 2.76 万亿(地方 0.93 万亿，中央 1.83 万亿)	2.15 万亿	2.21 万亿	6.49%
2017 年	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构 ，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。	18 年目标赤字率：2.6% 2.38 万亿(地方 0.83 万亿，中央 1.55 万亿)	1.35 万亿	1.47 万亿	3.32%

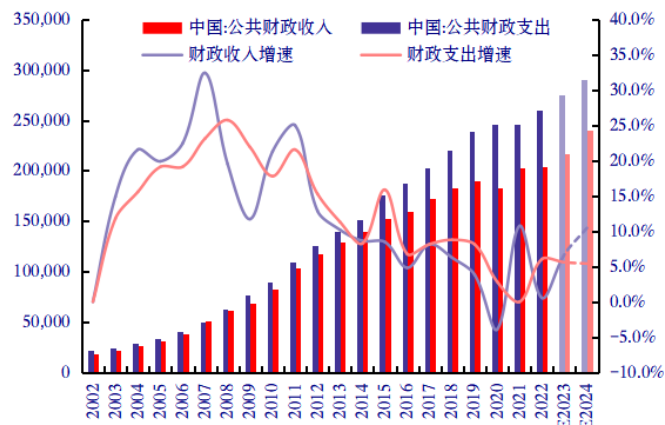
资料来源：新华社，中国银河证券研究院整理

三是财政支出倾向“三大工程”，稳经济、防风险、调结构。

在财政政策方面提及“强化国家重大战略任务财力保障”的同时，本次会议同时提出要“加快推进保障性住房建设，评级两用公共基础设施建设，城中村改造等三大工程，加快构建房地产发展新模式，统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。当前地产下行和地方债务风险本是“一体两面”，我们认为明年财政政策对于基建和保障房建设将力度均将有所提升，以稳定经济增长，防范化解地产和债务风险，兼具调节住房结构。

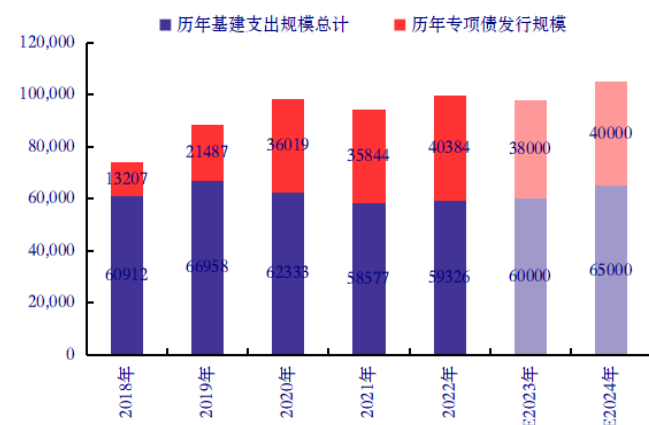
稳经济：基建支出适度回升，稳定经济合理增速。其中一般公共预算用于基建支出比例预计将显著提升(主要考虑疫情期间医疗支出的挤占因素消退，以及平急两用、城中村、保障性住房三大工程建设需要)，财政基建支出合计(交通运输、城乡社区、农林水事务、节能环保四项)绝对值预计为 6.5 万亿左右，大致回升至 2019 年相当水平，累计支出略高于 2022 年水平。加上 4 万亿专项债及今年 5000 亿新增国债，明年一般公共预算及专项债合计用于基建投资支出的规模总计大致在 11 万亿左右水平，较 2023 年增长约 11%。

图3：近年来公共财政收支及预测（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

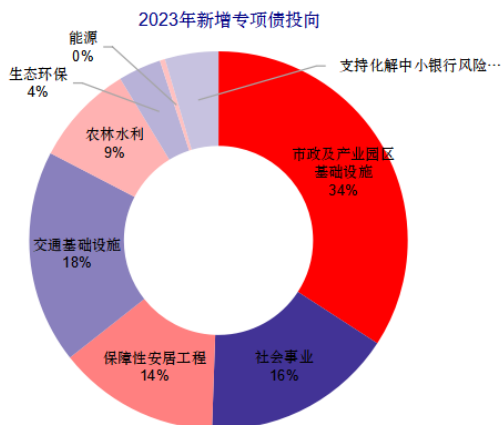
图4：近年来基建支持规模及预算（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

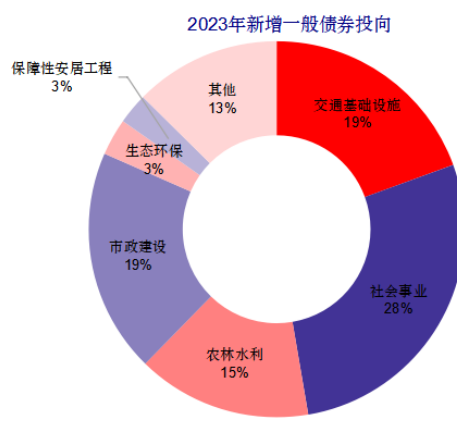
防风险：加大保障房建设支出，对冲地产投资缺口。我们预计 2024 年“一本账”用于保障性住房建设资金应在 8000 亿元以上（2023 年预算数为 7697 亿元），此外新增 4 万亿专项债中用于保障性住房建设的比例有望提升至 20-25%（2023 年为 14%）对应 8000-10000 亿资金，专项债对社会资金撬动比例按照 1:1 保守估计，2024 年保障性住房建设投资金额合计大约在 2.4-2.8 万亿左右，较 2023 年提升 7000-11000 亿左右的投资规模，将能有效弥补明年地产投资的缺口，防范地产领域及地方政府债务风险。

图5：2023 年新增专项债资金投向



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

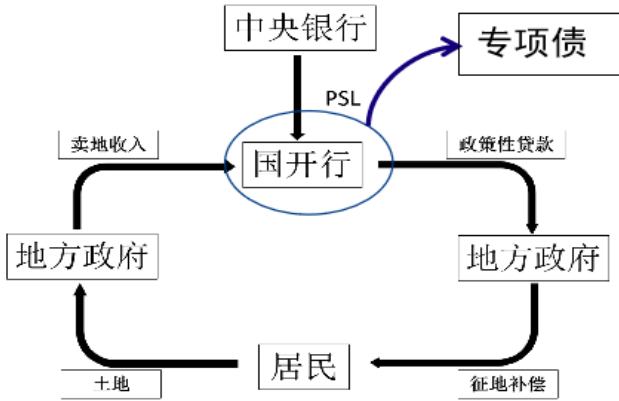
图6：2023 年新增一般债资金投向



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

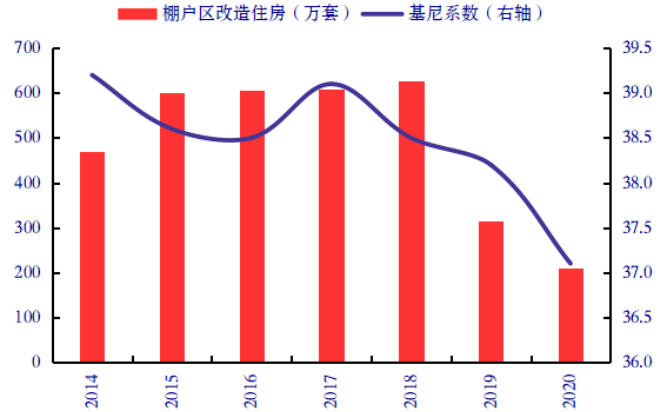
调结构：“城中村”和“保障房”拉动有效需求，调节住房结构失衡。今年提出的“保障房建设”及“城中村改造”中均提及“符合条件的项目纳入地方政府专项债支持范围”。而“三大工程”在兼具逆周期属性的同时，也具备较高的结构性调整作用。类比过去的“棚改”政策来看，通过财政和金融协同之下，既能形成有效需求，又能调整住房结构性失衡和城乡收入差距的现状。如图8所示，棚改期间我国居民基尼系数显著降低。

图7：近年来各类企业应收账款回收周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：棚改对于基尼系数的影响作用

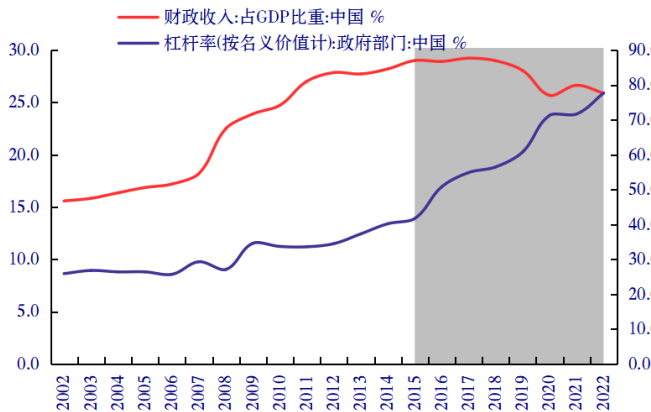


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四是结构性减税降费政策重在“落实”，延续优化、提升效能。

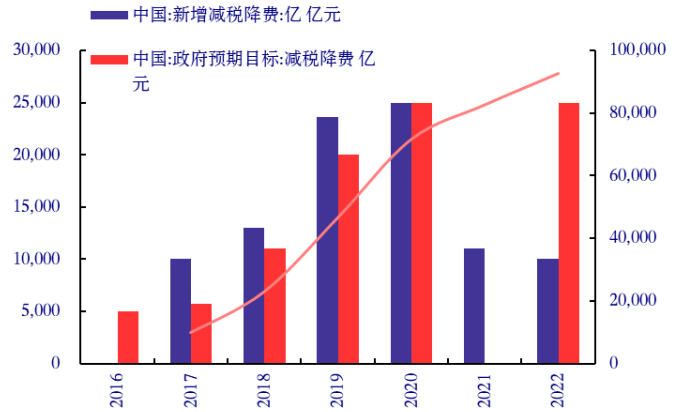
与2021年中央经济工作会议中提出的“实施新的减税降费政策”以及2018年“实施更大规模的减税降费”有所不同，本次会议在减税降费方面提出“落实结构性减税降费政策”。我们认为在减税降费方面疫情期间先后出台了“研发支出加计扣除”、“个税调整”、“购置税减免”等多项政策，2023年对大部分优惠政策也均予以延续。

图9：1998年至今的三次积极财政政策扩张



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：过去历年减税降费规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

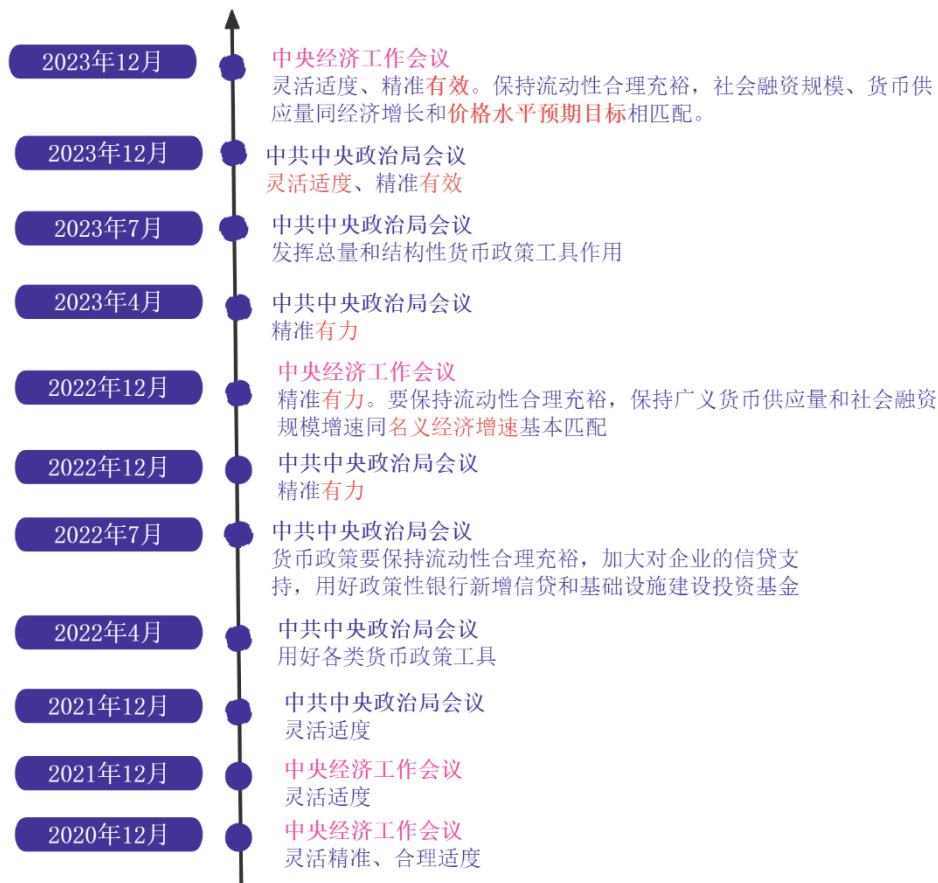
但同时也要注意，我国整体宏观税负水平近年来已持续大幅降低，继续出台大规模减税降费或将影响财政调节收入分配能力及财政可持续性。因此，明年减税降费政策重点在于“落实”，在过去结构性减税降费基础上进一步延续优化、提升效能。例如进一步调整个人所得税的加计扣除方式，平衡不同区域间的加计扣除方式、优化加计扣除项目，增强居民获得感。

三、货币政策解读

货币政策相较去年有二个重要变化，其一，从“精准有力”到“灵活适度、精准有效”，并非货币政策发生转向，当下的货币政策要放在“不一样的跨周期和逆周期”中去理解。以往在逆周期过程调节中强调跨周期调节，或者强调二者结合，市场的解读是从偏宽松的货币政策转向中性的货币政策，甚至是中性偏紧的货币政策立场。当下的“新”逆周期是在新旧动能切换过程中的为经济增长托底。鉴于新旧动能切换至少是一个2-3年的过程中，当下的跨周期调节是强调“新”逆周期政策应该具有稳定性和连续性的，因此与以往不同，“新”跨周期调节隐含的是一个中性偏宽松的政策基调。从“有力”到“有效”，意味着“结构”优先于“总量”，加强总量和结构的双向调节。“灵活”是以我为主，兼顾内外的相机抉择；“适度”意在总量匹配；“精准”强调信贷的方向引导，结构性货币政策工具将聚焦“五篇大文章”，为“三大工程”提供资金支持。“有效”则有两层含义，一方面是提升货币政策传导效率，防止资金套利和空转，引导更多的资金进入实体经济；另一方面则是“盘活存量、提升效能”，这是对精准有效中的“有效”做进一步的阐述。盘活被低效占用的金融资源包括盘活存量贷款、提升存量贷款的使用效率、优化新增贷款投向。根据三季度货币政策执行报告，“减”的方向包括：房地产贷款、部分地方融资平台贷款、基础设施等领域被低效占用的信贷、间接融资比重下降。

其二，“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，在过去三个匹配的基础上，首次新增“价格水平预期目标”，意味着货币总量工具的使用将更加关注通胀水平。11月的通胀数据再次走弱，当下面临的问题是经济转型过程中阶段性总需求不足带来的通胀低位运行，促进物价低位回升，保持物价在合理水平有重要意义。

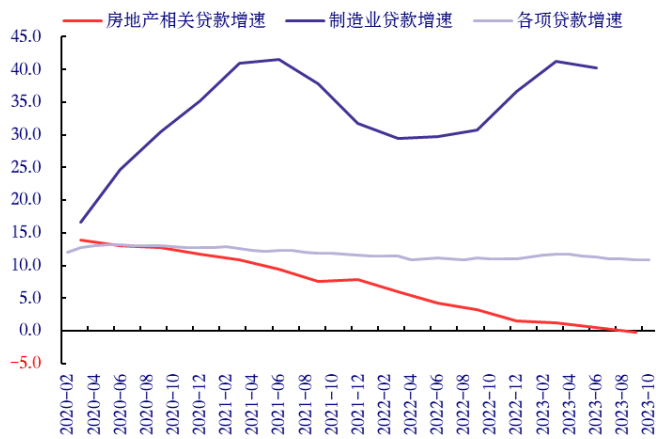
图11：货币政策梳理比较



资料来源：中国银河证券研究院整理

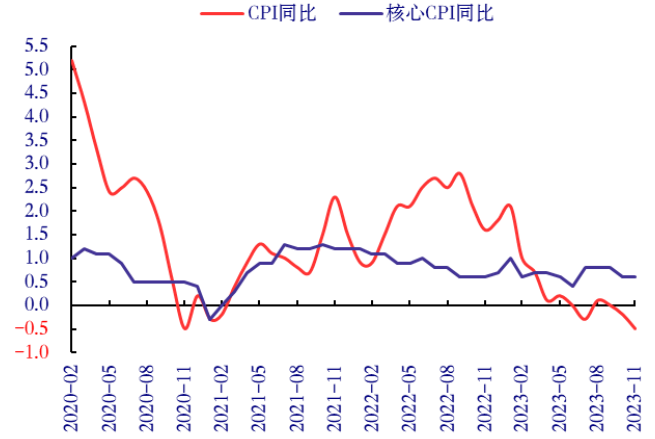
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图12: 房地产与制造业贷款增速(%)



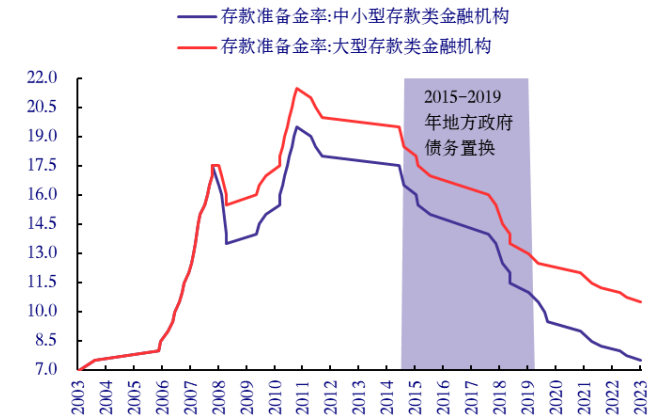
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: CPI 和核心 CPI 同比 (%)



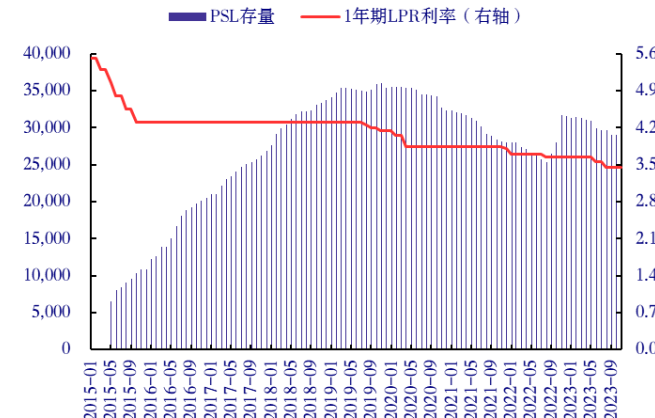
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 存款准备金率变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

展望 2024 年, 货币政策将总量和结构工具双重发力。央行将继续实施降准、降息, 配合财政政策等其他宏观政策协同发力, 保持宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。回顾历次化债、中央政府加杠杆的时期, 央行均使用降准保持流动性合理充裕, 配合商业银行支持政府债券发行和信贷投放的资金需要, 同时降准可以节约商业银行成本, 减轻净息差压力, 提升持续支持实体经济的能力。

降息以推动企业融资成本和个人信贷成本下行, 减轻政府还本付息压力。虽然上一轮化债时期 (2015-2019 年), 央行并未显著降息, 但我们认为当下政府债务环境与之前有显著区别, 截至 2022 年广义政府债务规模较 2017 年翻倍, 2021 年数据显示地方政府债务 (不含城投债) 的还本付息金额占其财政收入 (一、二本帐) 的比重已达 17%, 在国有土地使用权出让收入同比下降的背景下, 未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大, 当前时点降息以减轻政府债务偿还压力, 防范化解金融风险有重要意义。观测 2015 年、2022 年 PSL 启动时期, 央行均使用降息配合。预计 2024 年中国通胀回升但仍将保持低位, 美联储将结束紧缩周期开启降息, 中美货币政策周期错位将得到改善, 通胀和人民币汇率对于价格工具的使用都不构成重要制约。综上, 我们认为 2024 年央行很可能两次降息, 总计 20BP。

结构性货币工具仍将聚焦经济转型, 围绕做好“五篇大文章”展开, 包括“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。截至 2023 年 3 季度末, 结构性货币政策工具余额

7.02 万亿。房地产相关的结构性货币政策工具共 3 个，均为阶段性工具，分别为支持保交楼项目的保交楼贷款支持计划、支持房企项目并购的房企纾困专项再贷款、支持试点城市收购存量住房的租赁住房贷款计划。未来针对“三大工程”可能再次启动 PSL 或创设新的结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。同时，配合地方政府化解债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

四、科技创新工作

中央经济工作会议将“科技创新引领现代化产业体系建设”作为首要重点工作提及。其中，实现高水平科技自立自强重在三个维度：一是健全新型举国体制，在核心技术上取得新的突破；二是强化企业科技创新主体地位；三是重视科技人才教育培养，做好科技性人才储备。现代化产业体系建设要以加固实体经济为核心，防止脱实向虚，并且要重视提升产业链供应链韧性，可在三个方面进一步加固：一是补齐产业发展短板，建设具有完整性、先进性、安全性的产业体系。二是深入推进战略性新兴产业集群发展，构建经济增长新引擎。三是更加注重全产业链条发力的产业政策，做好关键核心技术国产替代，不断加强产业链供应链韧性。

（一）加快实现高水平科技自立自强，科技创新引领现代化产业体系建设

科技政策聚焦高水平自立自强，不断加强科技创新，更好地支持现代化产业体系建设。党的十八大以来，党中央国务院高度重视科技创新工作，习总书记强调，要坚持把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。十八大提出“深化科技体制改革”，实施创新驱动发展战略。十九大接续提出“加快建设创新型国家”，强调创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑。二十大明确提出“到 2035 年，实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列的发展总体目标”。接下来，我们认为科技政策会具体围绕完善科技创新体系和加快实施创新驱动发展战略等方向展开部署。

一是健全新型举国体制，在核心技术上取得新的突破。党的二十大报告指出：“完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制。”发挥重新组建的国家科技部推动健全新型举国体制作用，履行优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合等职能。重点强化我国基础性研究布局，优化基础科学建设布局，构筑成熟的科学技术评价体系、技术落地转化体系，优化科研奖评机制。发挥中央科技委员会战略统筹作用，推进国家创新体系建设和科技体制改革。研究推出一批国家战略科技任务和重大科研项目，统筹布局国家战略科技力量，利用产学研协同创新体系推进重点领域的科技创新发展。

二是强化企业科技创新主体地位，推动实现高水平科技自立自强。二十届中央全面深化改革委员会第一次会议强调，强化企业科技创新主体地位是推动实现高水平科技自立自强的关键举措，要聚焦国家战略和产业发展重大需求，加大企业创新支持力度，积极鼓励、有效引导民营企业参与国家重大创新，推动企业在关键核心技术创新和重大原创技术突破中发挥作用。推动形成企业为主体、产学研高效协同深度融合的创新体系。同时，推动金融机构进行供给侧金融创新，丰富满足科技企业发展需要的金融产品供给；完善契合科技企业“迭代快、高风险、轻资产”发展特点的金融市场机制，调动科技企业创新积极性，推动科技产品迭代和企业技术创新；做好科技企业的金融支持与风险防范，保障科技企业作为科技创新主体的快速发展和可持续成长。

三是重视科技人才教育培养，做好人才储备。将教育强国、科技强国、人才强国三大建设有机结合、统筹推进。根据科学技术发展态势和国家重大战略需求，培养国家战略人才和急需紧缺人才，不断提升原始创新能力和人才培养质量。重视科技人才，特别是青年科技人才的培养与使用，优化科技人才的培养方案与发展路径，进一步提高国家重大科研任务和前沿科技工

作中青年科技人才的使用比重，丰富专业性、战略性科技人才储备。

（二）加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性

现代化产业体系高质量发展应充分发挥加固实体经济的支撑作用，建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。2023年5月召开的第二十届中央财经委员会第一次会议强调，要坚持实体经济为重，防止脱实向虚；坚持稳中求进、循序渐进，不能贪大求洋；坚持三次产业融合发展，避免割裂对立；坚持推动传统产业转型升级，不能当成“低端产业”简单退出；坚持开放合作，不能闭门造车。这为加快建设现代化产业体系指明方向。现代化产业体系的高质量发展必须处理好实体经济和虚拟经济的关系，加强金融、财政等政策与不同产业的协调配合，将发展中心锚定实体经济，保持制造业在国内生产总值中的比重基本稳定。与此同时，要统筹好一、二、三产业的互补共赢和协同发展，全面提升产业体系对实体经济的支撑作用；传统产业升级和战略性新兴产业发展并重，打造强大的先进制造业、现代农业和现代服务业，最终推动现代化产业体系建设的不断完善。

一是补齐产业发展短板，建设具有完整性、先进性、安全性的产业体系。第二十届中央财经委员会第一次会议总结强调：“要把握人工智能等新科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”。目前，我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，220多种工业产品的产量位居世界首位，也建成了全球最大的5G网络、高速铁路网、告诉公路网、网络零售市场等。但同时，我国产业发展仍处于全球价值链低端位置，许多关键核心技术还存在“卡脖子”问题。亟待补齐产业发展短板弱项，建设具有完整性、先进性、安全性的系统完备的现代化产业体系。

二是深入推进战略性新兴产业集群发展，构建经济增长新引擎，为新质生产力的形成奠定产业基础。2022年12月，中共中央出台了《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》，提到深入推进国家战略性新兴产业集群发展，建设国家级战略性新兴产业基地，全面提升信息技术产业核心竞争力，推动人工智能、先进通信、集成电路、新型显示、先进计算等技术创新和应用。战略性新兴产业代表新一轮科技革命和产业变革的方向，是培育发展新动能、获取未来竞争新优势的关键领域，更是能为新质生产力的形成奠定产业基础。2023年，中央多个部门和地方各级政府已经针对数字经济产业、元宇宙产业等创新产业领域出台专门政策，包括《数字中国建设整体布局规划》、《数字经济核心产业分类与国际专利分类参照关系表(2023)》、《元宇宙产业创新发展三年行动计划(2023—2025年)》等。构建一批新的生产力增长引擎为建设系统完备的产业提供支撑是至关重要的。

三是产业政策正在全产业链条发力，做好关键核心技术国产替代，不断加强产业链供应链韧性。在保护主义和逆全球化背景下，美国为主的发达国家和地区在关键产业乃至产业链的发展进程中愈发强化政府干预，再不避讳“产业政策”。从产业链的视角来看，产业政策正在“研发-生产-市场”全产业链条发力。考虑到我国产业体系处于加速建设阶段，此阶段的底层逻辑将重点关注构建安全稳定的产业链，为在全球产业链重塑中占据具有竞争力的地位奠定基础。因此，产业政策及时提供有效支持十分关键。下一阶段需要确保研发资金精准对接关键核心技术的挖掘，以此填补产业链中的技术和零部件薄弱环节。面对全球产业链重塑新趋势，我国充分发挥在产业链完整、市场规模庞大、与全球产业链和供应链体系深度嵌入等方面优势，应不断加强产业链关键核心技术国产替代能力，提升产业链韧性和整体安全水平，巩固提高我国在全球经贸规则重构中的位置。

图片目录

图 1: 近年来历次财政政策取向及赤字率.....	5
图 2: 政府债务对于基建投资拉动系数.....	5
图 3: 近年来公共财政收支及预测.....	7
图 4: 近年来基建支持规模及预算.....	7
图 5: 2023 年新增专项债资金投向.....	7
图 6: 2023 年新增一般债资金投向.....	7
图 7: 近年来各类企业应收账款回收周期.....	8
图 8: 棚改对于基尼系数的影响作用.....	8
图 9: 1998 年至今的三次积极财政政策扩张.....	8
图 10: 过去历年减税降费规模.....	8
图 11: 货币政策梳理比较.....	9
图 12: 房地产与制造业贷款增速(%).....	10
图 13: CPI 和核心 CPI 同比 (%).....	10
图 14: 存款准备金率变动 (%).....	10
图 15: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %).....	10

表格目录

表 1: 2023 年与 2022 年中央经济工作会议要点对比.....	4
表 2: 历次中央经济工作会议中财政政策的内容对比.....	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观分析师。许冬石：宏观分析师。詹璐：宏观分析师。吴京：政策分析师。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn