

中央经济工作会议解读及市场展望

稳中求进，以进促稳，先立后破

◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师： 王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030001
联系人： 李晨光 010-88005492 lichenguang@guosen.com.cn

事项：

新华社报道，中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话，总结2023年经济工作，分析当前经济形势，部署2024年经济工作。

解读：

◆ 稳中求进，以进促稳，先立后破——中央经济工作会议解读及A股展望

根据新华社发布的中央经济工作会议通稿。会议强调，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。综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。会议指出，明年要坚持稳中求进，以进促稳，先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合，积极的财政政策要适度加力提质增效。要优化财政支出结构，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，兜牢基层三保底线。

会议同时部署了明年九项重点工作任务：一是以科技创新引领现代化产业体系建设。二是着力扩大国内需求。三是深化重点领域改革。四是扩大高水平对外开放。五是持续有效防范化解重点领域风险。六是坚持不懈抓好“三农”工作。七是推动城乡融合区域协调发展。八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。九是切实保障和改善民生。

中央经济工作会议为明年经济大势和结构均指明了方向。会议中涉及的财政政策、货币政策以及九项重点工作任务，均充满了提振市场信心的积极信号，这无疑为明年经济的稳定复苏和高质量发展奠定了坚实的基础，因此，我们对明年A股市场持乐观态度。在行业发展趋势方面，根据过去几年的中央经济工作会议的观察，会议强调并支持发展的行业，往往都是受到政策重点关注的行业，而且在次年通常都会有出色的市场表现，有望超越大盘并取得超额的收益。今年的中央经济工作会议提出加快人工智能、数字经济、战略性新兴产业的发展，基于这一信息，我们预期在明年转型发展主题之下，高技术行业有望迎来重大发展机遇。

表1: 历年中央经济工作会议中经济形势、财政与货币政策、产业趋势等相关表述

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
经济形势	我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。世界面临百年未有之大变局，变局中危和机同生并存，这给中华民族伟大复兴带来重大机遇。明年是新中国成立70周年，是全面建成小康社会社会关键之年。	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础。	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。明年将召开党的二十大，这是党和国家政治生活中的一件大事，要保持平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境、风清气正的政治环境。	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。全面深化改革开放，但要看到，我国经济韧性强、潜力大、着力扩大内需，优化结构，提振信心，防风险，明年经济运行有望总体回升向好，高质量发展扎实推进，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。	今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。以习近平同志为核心的党中央，团结带领全党全国各族人民顶住外部压力，克服内部困难，经济保持平稳健康的运行，韧性强、潜力大、着力扩大内需，优化结构，提振信心，防风险，明年经济运行有望总体回升向好，高质量发展扎实推进，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
财政政策	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费。	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。	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，党政军民学，东西南北中，大家一起来节支减资。	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。严禁新增地方政府隐性债务，对现有隐性债务存量要坚持“只减不增”。	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。	积极的财政政策要适度加力，提质增效。要优化财政支出结构，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，兜牢基层“三保”底线，党政军民学，东西南北中，大家一起来节支减资。
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。	
来年重点工作任务	一是推动制造业高质量发展；二是促进形成强大国内市场；三是扎实推进乡村振兴战略；四是促进区域协调发展；五是加快经济体制改革；六是推动全方位对外开放；七是加强保障和改善民生。	一是坚定不移贯彻新发展理念。二是坚决打好三大攻坚战。三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善（其中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位）。四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。五是着力推动高质量发展。六是深化经济体制改革。	一是强化国家战略科技力量。二是增强产业链供应链自主可控能力。三是坚持扩大内需这个战略基点。四是全面推进改革开放。五是解决好种子和耕地问题。六是强化国企改革三年行动任务、电网铁路等化反垄断和防止资本无序扩张。七是解决好大城市住房突出问题。八是做好碳达峰、碳中和工作。	一是微观政策，提及加强反垄断和反不正当竞争、强化契约精神并有效治理恶意拖欠账款和逃废债行为等。二是结构政策，提及“专精特新”企业、物流网络、数字化改造、“房住不炒”等。三是科技政策，提及科技体制改革三年行动方案、基础研究十年规划、产学研结合、国际科技合作等。四是区域政策，提及东、中、西和东北地区协调发展、乡村振兴、新型城镇化等。六是社会保障政策，提及青年就业问题、灵活就业劳动和社会保障政策、新的生育政策等。	一是以科技创新引领现代化产业体系建设。二是着力扩大国内需求。三是深化重点领域改革。四是扩大高水平对外开放。五是持续有效防范化解重点领域风险。六是坚持不懈抓好“三农”工作。七是推动城乡融合区域协调发展。八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。九是切实保障和改善民生。	

资料来源：中国政府网，新闻联播，国信证券经济研究所整理

历年中央经济工作会议后市场表现复盘

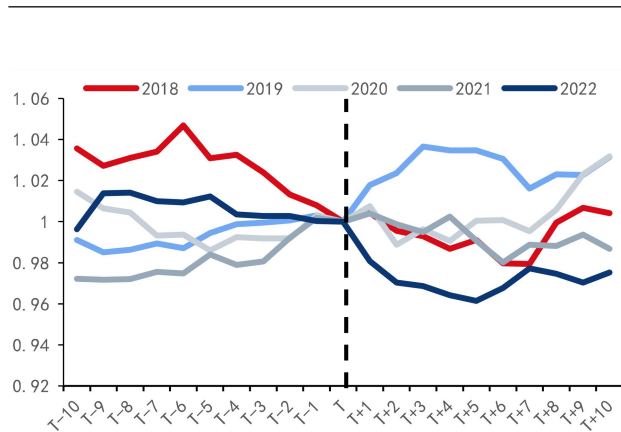
首先，就大盘走势而言，根据近十年的平均情形，中央经济工作会议后 A 股市场往往会经历震荡走强，即便在特定情境下前五个交易日偶尔经历一段震荡期，但在十到二十个交易日内仍会迎来一波上涨行情。以上证指数在中央经济工作会议后首个交易日、会后 5 个交易日、10 个交易日、20 个交易日为统计口径，可以发现会后首个交易日小幅上涨的场景偏多；在会后 20 个交易日内，大部分年份会有明显的上涨，平均涨幅为 0.28%。

图1：上证指数在历年中央经济工作会议后走势

年份	T+1	T+5	T+10	T+20
2013	-1.90%	-5.36%	-4.61%	-8.77%
2014	-0.06%	4.00%	4.51%	9.84%
2015	2.03%	-1.26%	-8.14%	-15.96%
2016	0.01%	-0.24%	-0.45%	-0.46%
2017	0.11%	-0.63%	2.71%	5.41%
2018	-0.37%	-1.67%	-0.39%	1.71%
2019	1.48%	3.17%	2.84%	5.74%
2020	0.46%	-0.24%	2.88%	5.62%
2021	0.22%	-1.11%	-1.50%	-2.17%
2022	-1.94%	-3.87%	-2.51%	1.86%
均值	0.004%	-0.72%	-0.47%	0.28%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

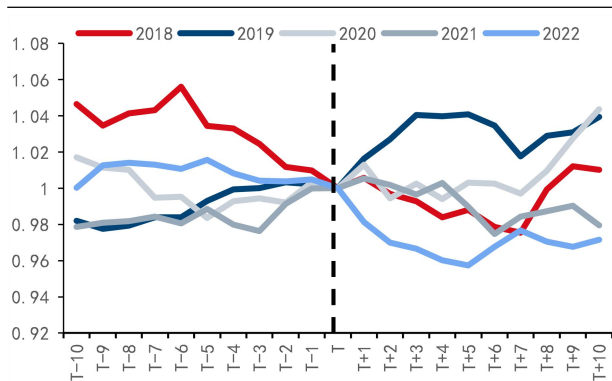
图2：上证指数在历年中央经济工作会议前后表现



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

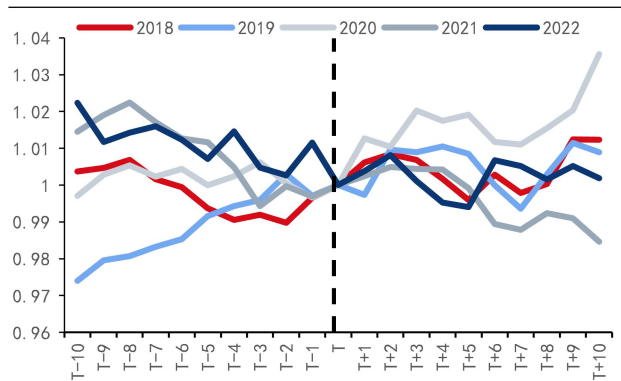
其次，就市场风格而言，短期内中央经济工作会议对市场风格影响有限，更多是对次年投资主线的明晰。市场风格的转变往往受到多种因素的影响，包括宏观经济环境、政策变化等等。中央经济工作会议指明了来年经济重点发力的方向，但并不直接促使短期内市场风格的变化。考虑到配套政策的出台到落地通常需要一定时间，因此短期内难对扭转市场风格的溢出效应可控。为了进一步探究中央经济工作会议对市场风格的影响，我们对近 5 年的中央经济工作会议前后各风格指数与万得全 A 的相对趋势进行了回测。具体结果如图 3 至图 8 所示，通过回测结果可以发现，中央经济工作会议后，五类风格的走势在短期内或是保持原有走势，或出现新的切换，但风格轮转的规律性并不突出。

图3：全 A 指数在会议前后走势对比



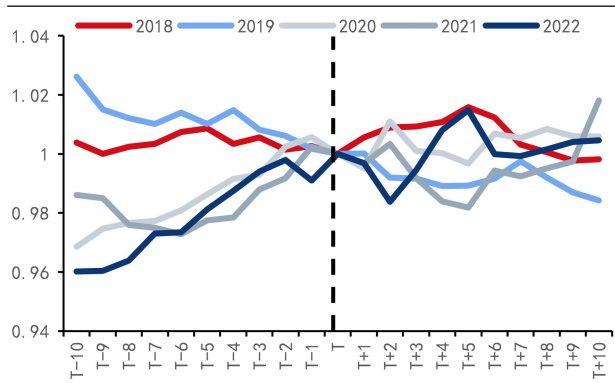
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图4：成长风格在会议前后走势对比



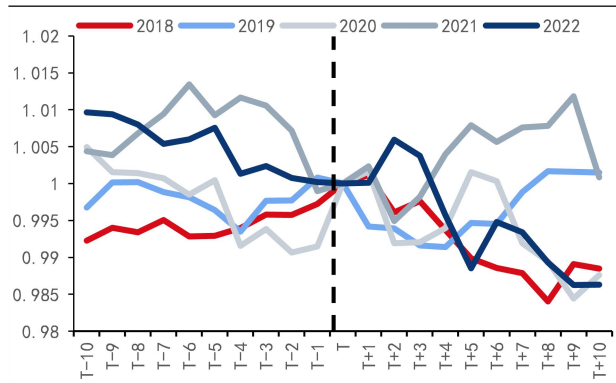
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：数值为成长/全 A，T 为历年中央经济工作会议闭幕时点，单位为天（交易日），下同

图5: 消费风格在会议前后走势对比



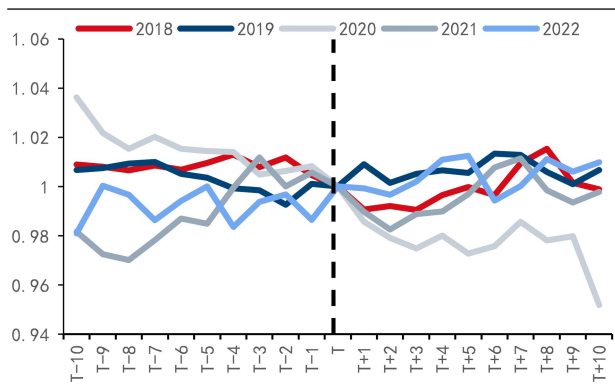
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图6: 周期风格在会议前后走势对比



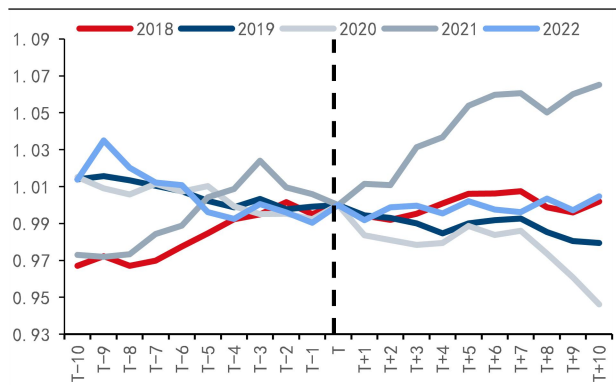
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图7: 金融风格在会议前后走势对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图8: 稳定风格在会议前后走势对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

最后, 就行业主线而言, 中央经济工作会议中强调支持发展的行业, 多为受到产业政策呵护的行业, 通常在次年表现出色, 有望跑赢大盘并获得超额收益。我们梳理了近5年中央经济工作会议所提及的行业, 以及这些行业在次年的表现, 具体结果如图9至图14所示。从走势上看, 中央经济工作会议所提及的行业, 在次年上半年走势与大盘趋同, 伴随着一系列配套政策的出台和落地。这些行业在次年下半年开始逐渐跑赢大盘, 并在年底普遍取得超额收益; 其中, 行业年平均超额收益为4%, 按照交易日来测算, 跑赢大盘时长占比为57%。

值得注意的是, 就地产行业而言, 房住不炒是贯穿近几年的政策主线。过去几年间政策表述集中于“促进房地产市场平稳健康发展”“保交楼”“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”等方面, 相关配套政策主要针对存量, 较少提及增量, 定位于房地产市场健康发展, 房地产市场近年来相对大盘并没有体现出超额收益。如果不考虑地产行业后, 中央经济工作会议重点提及的行业年平均超额收益为10%, 跑赢大盘时长占比达到69%。

表2: 历年中央经济工作会议中产业政策相关表述

年份	提及的产业	产业政策相关表述
2018	5G、房地产	推动制造业高质量发展，推动先进制造业和现代服务业深度融合，稳步推进企业优胜劣汰，增强制造业技术创新能力，加强知识产权保护和运用，形成有效的创新激励机制；要发挥投资关键作用，加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，补齐基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设。
2019	医疗、房地产、农业	以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展；房住不炒；深化医疗养老等民生服务领域市场化改革和对内对外开放；狠抓农业生产保障供给，加快农业供给侧结构性改革，带动农民增收和乡村振兴
2020	制造业、房地产、新能源	增强产业链供应链自主可控能力；要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系；解决好大城市住房突出问题；要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。
2021	专精特新企业、房地产、资源开采、煤炭、新能源	要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批“专精特新”企业；房住不炒；稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革；加快油气等资源先进开采技术开发应用，加快构建废弃物循环利用体系；立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合
2022	房地产、新能源、AI、生物制造、量子计算机、数字经济、金融	优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环；房住不炒；多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费；加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力；提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。
2023	人工智能、数字经济、战略性新兴产业	引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降；要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展，打造若干战略性新兴产业，开辟未来产业新赛道，加快传统产业转型升级，鼓励发展创业投资、股权投资。

资料来源：中国政府网，新闻联播，国信证券经济研究所整理

表3: 2018 年以来会议涉及的相关产业在次年超额收益和跑赢概率

年份	行业	次年超额收益	跑赢大盘时长占比	年份	行业	次年超额收益	跑赢大盘时长占比
2018	5G	1.64%	66.26%	2021	资源开采	24.35%	97.11%
2018	房地产	-6.96%	9.05%	2021	煤炭	39.01%	100.00%
2019	医疗	25.18%	98.35%	2021	新能源	2.58%	76.03%
2019	农业	-3.31%	73.55%	2022	房地产	-16.35%	1.51%
2019	房地产	-34.02%	0.00%	2022	新能源	-28.49%	5.53%
2020	制造业	6.69%	73.97%	2022	AI/数字经济	27.35%	94.97%

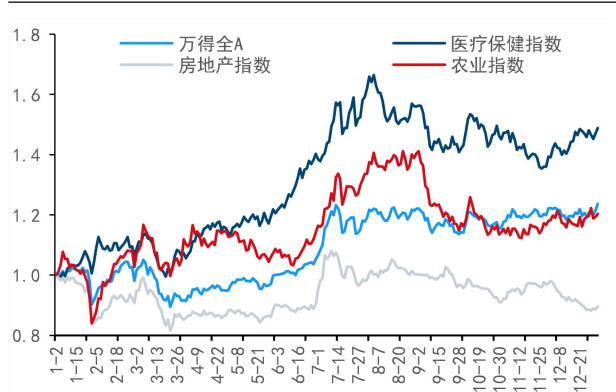
资料来源：中国政府网，万得，国信证券经济研究所整理

图9：2018 年会议提及行业次年走势



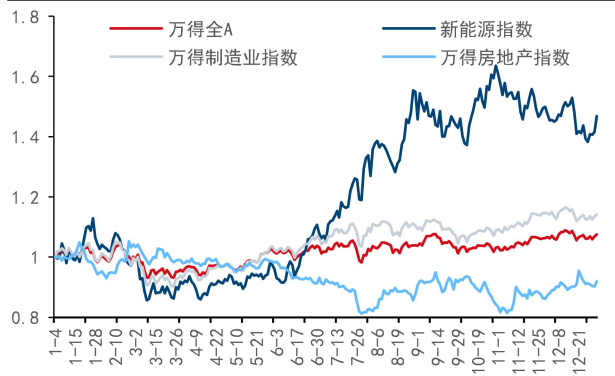
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：2019 年会议提及行业次年走势



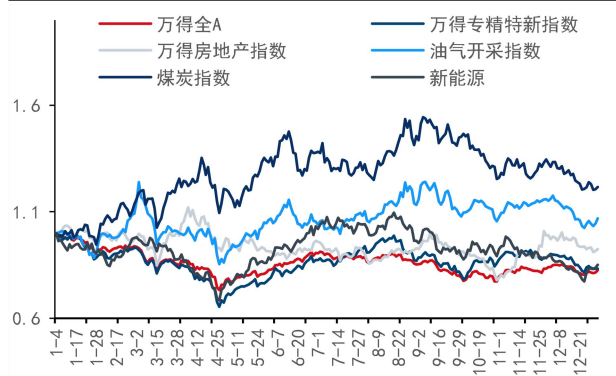
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：2020 年会议提及行业次年走势



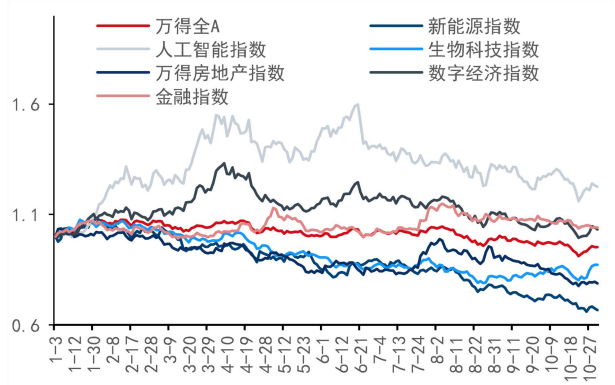
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：2021 年会议提及行业次年走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图13：2022 年会议提及行业次年走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：近 5 年房地产指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示：海外地缘冲突、美国通胀和货币政策的影响等。

相关研究报告：

- 《策略快评-2023 年 12 月各行业金股推荐汇总》 ——2023-11-28
- 《策略快评-2023 年 11 月各行业金股推荐汇总》 ——2023-10-29
- 《策略解读-增发国债对股市的影响》 ——2023-10-25
- 《策略快评-2023 年 10 月各行业金股推荐汇总》 ——2023-09-25
- 《策略快评-2023 年 9 月各行业金股推荐汇总》 ——2023-08-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032