

向执行落实要增长

证券研究报告

2023年12月13日

中央经济工作会议解读

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第3周》
2023-12-10
- 2 《宏观报告：什么是先立后破-12月政治局会议解读》
2023-12-09
- 3 《宏观报告：宏观-出口转正之后》
2023-12-08

在目标上，对稳增长的诉求边际加强，但同时重视作为中心工作的经济建设和作为首要任务的高质量发展，“不搞强刺激”的政策前提仍然延续了去年底中央经济工作会议的基调。在操作上，更加强调地方要主动担当、落实到位、发挥积极性主动性创造性，中央政策或在边界内适度发力，与去年底会议更加强调民营经济、内生增长则有所不同。

如同我们在《什么是先立后破？——12月政治局会议解读》（2023.12.09）中提示的，明年经济增速目标大概率会以“跳起来摘果子”为标准进行设定，既要“跳起来”（稳增长诉求强于今年），又要“够得着”（不超出实际基础搞“强刺激”）。

风险提示：海外经济超预期衰退，可能影响国内政策发力；对具体政策形势的估计可能存在偏差。

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行。

整体来看，明年经济政策的取向较为明确，相较于今年未发生重大转变，但在具体方式上出现了变化。

在目标上，对稳增长的诉求边际加强，但同时重视作为中心工作的经济建设和作为首要任务的高质量发展，“不搞强刺激”的政策前提仍然延续了去年底中央经济工作会议的基调。在操作上，更加强调地方要主动担当、落实到位、发挥积极性主动性创造性，中央政策或在边界内适度发力，与去年底会议更加强调民营经济、内生增长则有所不同。

一、政策的取向——“跳起来”、“够得着”

在会议召开之前，市场关注的焦点是政策层面对明年经济增长的诉求是否更强，是否会出台较大力度的刺激政策。本次会议基本上明确地回答这两个问题——“聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务”，即稳增长诉求边际加强，但不会强刺激。

1、政策诉求是否更强？——边际加强

会议强调了“聚焦经济建设这一中心工作”，与二十大报告中提到的“坚持以经济建设为中心”和去年底中央经济工作会议提到的“坚持发展是党执政兴国的第一要务”异曲同工，意味着中央对经济增长仍有诉求，经济工作仍然重要。

而明年的经济诉求预计**边际加强**。在部署工作要求的内容中，会议明确提出了“要深刻领会党中央对经济形势的科学判断，切实增强做好经济工作的责任感使命感，抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些，努力以自身工作的确定性应对形势变化的不确定性”，相比于去年底会议的“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，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效”，本次会议所展现出的稳增长紧迫性更强。

2、是否会搞强刺激？——保持定力

会议在强化对经济增长诉求的同时，也并未放松对高质量发展的要求，仍然将经济建设和高质量发展放在了并重的位置。

会议强调了“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”、“必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动”、“明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作”。同时，在会议提到的 9 个重点工作中，“以科技创新引领现代化产业体系建设”被放在了首位（可能意味着政策在科技创新方面的发力将进一步加强），而作为去年底会议中首位重点工作的“着力扩大国内需求”在今年反而被放在了第二位。

这些表述和顺序上的变化，充分说明了高质量发展的战略定力仍然较强，也就意味着稳增长不能通过“走老路”或“强刺激”的方式来完成。

因此，如同我们在《什么是先立后破？——12 月政治局会议解读》（2023.12.09）中提示的，明年经济增速目标大概率会以“跳起来摘果子”为标准进行设定，既要“跳起来”（稳增长诉求强于今年），又要“够得着”（不超出实际基础搞“强刺激”）。

二、政策的操作——向执行落实要增长

在明年经济工作具体怎么做的问题上，本次会议与去年底会议相比，存在较大的变化，从向内生动能要增长转变为向地方执行落实要增长。

回顾去年底的中央经济工作会议，民营经济和内生动能是稳增长的主要抓手（详见报告《奠定不强刺激基调——中央经济工作会议解读》，2022.12.18；《向内生动能要增长——12月政治局会议解读》，2022.12.8）。

去年底的会议使用了较多的篇幅来部署民营经济与内生动能相关的政策：

第一，针对民营经济的，比如“针对社会上对我们是否坚持‘两个毫不动摇’的不正确议论，必须表明态度，毫不含糊”、“要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大”、“依法保护民营企业产权和企业家权益”。

第二，针对内生动能的，除了民营经济本身外，还有优化疫情防控措施（“加强统筹衔接，有序组织实施，顺利渡过流行期，确保平稳转段和社会秩序稳定”）、稳定市场主体预期（“明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作”）、支持平台经济（“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”）。

而本次中央经济工作会议，将明年稳增长的主要发力点放在了地方政府对政策、目标的落实上，可以参考 2022 年下半年。

本次会议对地方政府提出了较高的要求：

第一，“切实增强做好经济工作的责任感使命感，抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些”本身就是对地方政府的督促和要求。

第二，会议还要求“始终保持奋发有为的精神状态，胸怀‘国之大者’，主动担当作为”。

第三，会议更是明确提出了“三个落实”的要求——“要不折不扣抓落实，确保最终效果符合党中央决策意图。要雷厉风行抓落实，统筹把握时度效。要求真务实抓落实，坚决纠治形式主义、官僚主义。要敢作善为抓落实，坚持正确用人导向，充分发挥各级领导干部的积极性主动性创造性。”

此外，在化债的部分，会议还要求“经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”。我们认为，在本轮化债的过程中，部分债务压力较大的地区可能需要适度放缓举债和投资的速度，这就要求经济、财政实力较强的经济大省承担更多的稳增长责任。

而这种重点抓地方执行落实的政策选择，与 2022 年下半年存在相似之处，2022 年的政策对明年或有一定的参考价值。

2022 年 5 月 25 日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，提出了“各部门在稳经

济大盘这个大局面前都有责任，要有更强的紧迫感”、“地方肩负着促一方发展、造福一方的重任，要守土尽责抓落实”、“不断解决两难多难问题，是对各级政府行政能力的考验”的要求，并向 12 个省派出督查组，对政策落实和配套开展专项督查。

“经济大省勇挑大梁”的要求也是在 2022 年下半年提出。2022 年 7 月 28 日政治局会议指出，“要充分调动各方面积极性。各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。”

但重视地方的执行落实，并不意味着中央政策完全不会发力。

本次会议明确指出，“在政策储备上打好提前量、留出冗余度”。而“提前量”、“冗余度”上一次在政策叙事体系中出现是在 2022 年 4 月 29 日的政治局会议中——“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余量”。此后，5 月 23 日的国常会决定实施包括增加留抵退税、增加普惠小微金融贷款支持、支持汽车消费等共 6 方面 33 项稳经济一揽子措施；6 月 1 日的国常会宣布了调增政策性银行 8000 亿元信贷额度支持基建、对失业农民工发放补助、对汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款延期还本付息等政策。

因此，明年中央层面的稳增长政策，我们预计也有进一步加码的空间，不过侧重点仍然是地方层面更加积极的落实，中央政策或将以“适度”、“有效”为边界。

三、还有哪些边际变化值得关注？

1、关注产能过剩的问题

在分析当前经济存在的问题时，相比此前重点关注的需求、预期、风险（对应 7 月 24 日政治局会议的“着力扩大内需、提振信心、防范风险”），本次会议额外提到了“部分行业产能过剩”的问题。我们认为，产能过剩一方面源自于海外贸易壁垒带来的外需增长放缓，另一方面可能也源自于房地产周期回落带来的上下游相关产业需求的不足。

通常来说，中央经济工作会议提出的经济领域的问题，往往会成为此后一个阶段政策重点发力的方向。本次会议也提到，“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”，我们预计，缓解部分行业产能过剩问题，一方面可能需要在“旧动能”领域继续“去产能”，另一方面扩大内需、中国制造出海也有助于缓解供需矛盾。

2、财政总量适度扩张，重点在于优化结构、提高效益

本次会议要求“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，相比于去年底会议的“加力提效”，主要的变化在于强调“适度”。

在接受新华社采访时，财政部部长蓝佛安指出“在‘适度加力’方面，主要是适度加大支出规模，支撑经济社会发展需要，具体包括科学确定赤字率和赤字规模、加强财政资

金资源统筹、保持必要的支出强度等”。

因此，我们预计明年的财政赤字规模较今年会出现一定程度的扩张，但要在“科学”的范围内，遵循可持续性负债的财政约束（详见报告《赤字率的空间》，2023.11.21），扩张幅度有限。

而结构、效益的优化提高可能是明年财政的重点。财政部部长蓝佛安还指出，“在‘提质增效’方面，主要是推进财政管理科学化、标准化、规范化，把同样的钱花出更大的效果”。同时，本次会议也明确要求“优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障”，有限的财政资源或向“三大工程”等领域做出更大的倾斜。

3、货币的总量政策目标微调

对货币政策，本次会议提出了“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”的要求，而此前则是“保持广义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”。

我们认为，过去强调“同名义经济增速基本匹配”，主要是为了约束货币扩张不要超出经济增长水平。而今年通胀水平较低，GDP 平减指数为-0.8%，导致前三季度名义 GDP 增速仅有 4.4%，低于 5.2%的实际 GDP 增速，也明显低于前三季度 10.3%的 M2 增速和 9.0%的社融增速；因此，现在强调“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，则是在低通胀的环境下，要求货币扩张更多以维持适度通胀水平为目标。

4、关注财税体制改革

在深化改革方面，本次会议的重要看点在于提出了“要谋划新一轮财税体制改革”。

随着房地产周期的下行，维持“土地财政”运转的难度逐渐加大，同时当前地方政府债务压力较大，共同制约了财政政策的效果（详见报告《赤字率的空间》，2023.11.21），因此有必要再进行一轮财税体制改革，重新划分中央和地方的财权、事权。

中央金融工作会议提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，可能为新一轮财税体制改革提示了方向，即在财政已经比较积极但仍需继续扩张的情况下，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体，上收部分事权，承担更多的支出责任。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com