

# 改善预期，唱响光明论

## ——2023年中央经济工作会议点评

### 点评

- 12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表重要讲话，部署2024年经济工作，会议在此前中央政治局会议的基础上，要求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，加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论，更加强调对经济前景认识的积极度和政策统筹性。以下我们就经济增速、财政货币政策导向、科技创新、扩大内外需、重点领域改革及防范化解风险中涉及的重要信息进行解读。
- **2024年经济发展定调更为积极，经济增速有望向潜在增长率进一步回归。**本次中央经济工作会议对2024年经济工作的表述，延续了此前中央政治局会议的提法，重申要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，与去年“稳字当头、稳中求进”相比，在稳的基调下，突出了“进”，定调上更为积极。此外指出要“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”。今年前三季度GDP累计增速5.2%，其中二季度有所走弱，三季度超预期回升至4.9%，四季度财政扩张、政策系统性加力，全年经济增速大概率突破5%。“十四五”时期中国潜在增长率在5.5%左右，预计2024年经济将继续复苏态势，或呈现出前稳后升态势，从目前中央政治局会议和经济工作会议的定调来看，2024年的增速目标或较今年5%左右的设定更加积极，在唱响中国经济光明论的同时，实际增速进一步向潜在经济增长率回归。从结构上看，今年投资和消费恢复势头都较明显，1-10月，制造业投资同比增长6.2%，与1-9月增速持平，其中1-10月，高技术制造业投资同比增长11.3%，明显高于制造业整体投资增速；房地产投资整体拖累，基建投资增速前高后低，表现较稳健；消费复苏前高后低，四季度复苏速度加快。预计2024年投资和出口增速回升较快，同时，消费复苏延续，在服务消费与可选消费带动下增速稳中有升。
- **积极财政加力，专项债限额上调可期，同时强调财经纪律。**本次会议提出“积极财政政策‘适度加力、提质增效’”，与去年中央经济工作会议中财政政策“加力提效”的提法类似，明年财政政策仍将延续积极态势，同时更加强调财政资金的使用效率和政策的效果。支出端，优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，并合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，今年的专项债限额3.8万亿元，明年在这一基础上或增加至4万亿元左右，使用范围上新增支持城中村改造、保障房、旅游、充换电等；收入端，落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。2023年1-10月，全国一般公共预算收入完成全年进度86.3%，高于去年同期，但低于此前同期水平。2024年减费降税将向重点领域倾斜，政策效率也将进一步提升。10月，人大决定在今年四季度增发1万亿元国债，赤字率由3%提高到3.8%左右，财政政策得到进一步接力。2024年，在“巩固和增强经济回升向好态势”的目标下，预算赤字率有望继续突破3%。此外，会议还强调要“严肃财经纪律”，尤其是“严格转移支付资金监管”，2023年，中央对地方转移支付规模达到10.06万亿元，后续转移支付管理的规范性、有效性和透明度有望进一步提高。
- **稳健货币政策更加强调灵活性与有效性，提升政策的配合性。**本次会议提出“稳

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 猪、油共振走低，CPI继续探底——11月通胀数据点评 (2023-12-10)
2. 国际金价表现强势，海外扰动因素多 (2023-12-08)
3. 出、进口优势转换，机电产品表现较亮眼——11月贸易数据点评 (2023-12-08)
4. 央行重磅表态，美联储褐皮书发布 (2023-12-03)
5. 仍在荣枯线下，新动能需求支撑较好——11月PMI数据点评 (2023-12-01)
6. 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
7. 金融工作进入密集落地期，汇率波动引关注 (2023-11-24)
8. 聚金门共商中美新愿景，看海外数据表现分化 (2023-11-19)
9. 产需两端延续改善，投资仍待提振 (2023-11-16)
10. 政府债多发支撑数据，但居民企业贷款表现偏弱——10月社融数据点评 (2023-11-14)



健货币政策‘灵活适度、精准有效’”，去年中央经济工作会议对货币政策的表述是“精准有力”，“有力”变为“有效”意味着 2024 年的货币政策将更加相机抉择，稳健适度基调不变，同时更加注重货币政策的有效性。相比去年会上“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”的表述，此次会议的提法是“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”，尤其强调了“价格水平”。2023 年以来物价水平持续走低，11 月 CPI 和 PPI 分别录得-0.5%和-3%，CPI 已经连续两个月负增长，意味着后续货币政策的调控目标可能不仅是保持物价低于 3%，还将把促进物价温和回升考虑在内。2023 年货币政策稳中趋松，央行于 2023 年 6 月和 8 月调整 LPR，年内 1 年期和 5 年期 LPR 累计分别调降 20bp、10bp；3 月和 9 月降准，累计下调存款准备金率 50bp。2024 年货币政策继续保持适度性，仍有降准降息的可能性，促进社会综合融资成本稳中有降。结构性工具方面，会议指出货币政策精准滴灌的重点领域有：“科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等”。目前已有结构性货币政策工具包括普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款等 17 个，余额超过 7 万亿元，后续数字经济等领域也有望获得再贷款等工具的支持。同时关注创新型政策工具的使用，及与财政政策的配合性。

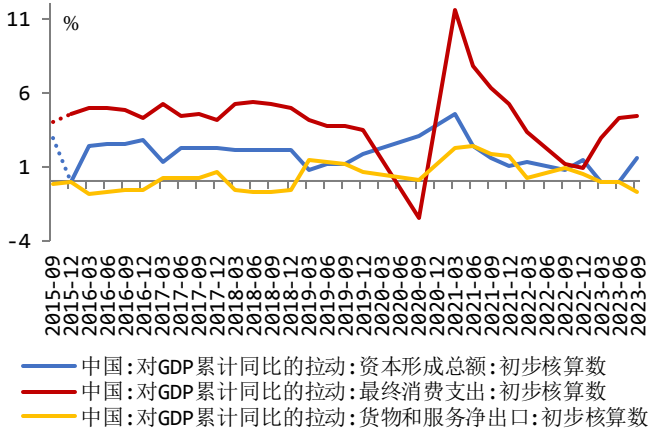
- **科技引领现代化产业体系建设，更注重产业链供应链韧性和安全。**本次会议提出“完善新型举国体制，实施制造业重点产业链高质量发展行动，加强质量支撑和标准引领，提升产业链供应链韧性和安全水平”。我们认为以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平，主要体现在三个方面：其一，提升制造业科技创新能力，破解“卡脖子”难题，加强产业链供应链韧性和安全性。根据《2022 年全国科技经费投入统计公报》，2022 年我国 R&D 经费投入再创新高，达到 30782.9 亿元，较 2021 年增长 10.1%，连续 7 年保持两位数增长，R&D 经费投入占国内生产总值的比重从 2012 年的 1.91%持续提高到 2022 年的 2.54%；我国高技术制造业研发投入持续增长，2022 年达到 6507.7 亿元，较上年提高 14.5%。其二，大力推动数字经济发展，加强其与实体经济的融合，从而加快我国产业链供应链数字化、网络化、智能化、绿色化改造升级。根据 2023 年《中国数字经济发展研究报告》，2022 年，我国数字经济规模达到 50.2 万亿元，同比名义增长 10.3%，已连续 11 年显著高于同期 GDP 名义增速，数字经济占 GDP 比重达到 41.5%，这一比重相当于第二产业占国民经济的比重。数字经济全要素生产率从 2012 年的 1.66 上升至 2022 年的 1.75。后续能源、制造、交通运输、建筑等关键领域或将加大数字化新型基础设施布局。其三，继续加强战略性新兴产业和未来产业新赛道投入，如生物制造、商业航天、低空经济、量子技术等。2024 年建议重点关注人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域重点环节突破及国产化替代的投资机会。
- **消费与投资的互动性将得到明显提升，外贸新动能是重要关注点。**本次会议在扩大需求上提及的篇幅较多，包括内需和外需两方面。内需方面，会议指出“推动消费从疫后恢复转向持续扩大”，今年 1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 6.9%，从单月来看，8 月以来连续三个月单月同比与环比增速正增长，且 10 月增幅双双扩大，消费复苏已走入正向循环推进期。具体来看，明年大力发展的有：数字消费、绿色消费、健康消费，同时将“积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货‘潮品’等新的消费增长点”。近年来，对国产品牌接受程度很高的“Z 世代”成长为新消费主导力量，潮流玩具、美妆用品、流行服饰、电子数码等一系列国潮品牌逐渐崛起。1-10 月服装鞋帽、针、纺织品类零售占比为 8.3%，同比增长 10.2%。同时也要“稳定和扩大传统消费”，包括新能源汽车和电子产品等。与去年相比，本次会议新增“扩大中等收入群体规模，优化消费环境”的提法，扩大中等收入群体一方面需要做大收入蛋糕，另一方面需要深化收入分配制度的改革。此外，还提出“要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新”，此前国家发改委印发《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》，首批聚焦锅炉、电机、电力变压器、制冷、照明、家用电器等 6 类产品设备，相关领域产品的更新换代所带来的消费有望进一步扩大，从而进一



步带动生产端的投资更新。“关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳”等领域有望获得更多政府投资支持，同时鼓励社会资本参与新型基础设施等领域建设。外需方面，“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”，2023年前三季度，我国跨境电商出口1.3万亿元，增长17.7%，占全部出口金额的7.4%左右，增速和占比均高于跨境电商进口，跨境电商等外贸新业态有望进入发展快车道。

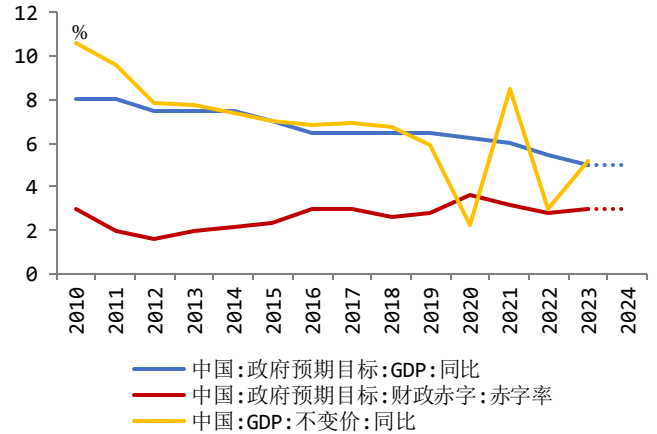
- **重点领域改革关注国有企业改革、全国统一大市场建设、财税体制改革和金融体制改革。**作为明年经济“进”的重要一环，重点领域改革核心目的在于为高质量发展持续注入强大动力，四大领域齐发力。国企改革方面，通过实施国有企业改革三年行动，央企主责主业有了显著加强，央企的数量也从2003年的196家降低到2012年的112家，目前为98家。未来央企合并重组的方向是“横向合并”“纵向联合”“创新攻坚”“内部协同”，推动资源不断向主业企业集中、向优势企业集中、向“链长”企业集中，加快在缺少布局或尚未形成竞争优势的关键领域实现突破。与此相衔接，国有企业改革进一步深化的方向是在建设现代化产业体系、构建新发展格局中充分发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用。全国统一大市场建设方面，2022年4月，国务院发布关于加快建设全国统一大市场的意见，并提出要健全统一的社会信用制度，2023年5月，国务院常务会议研究了落实建设全国统一大市场部署总体工作方案和举措，明确加快完善建设全国统一大市场的配套政策，后续社会信用体系建设法、公平竞争审查条例、消费者权益保护法实施条例等立法进程，修订市场准入负面清单将继续加快推动，同时，全国统一大市场建设也与财税金融体制改革关系较大。财税体制改革方面，重点或在三个方面：其一，完善预算管理制度。通过深化预算绩效管理、完善基本支出标准、完善国债收益率曲线、完善财政资金直达机制、推动央地财政系统信息贯通、加强预决算公开等方式，进一步提高财政资金的使用效率，精准有效落实积极的财政政策；其二，优化税制结构。目前我国税制结构以间接税为主，包括消费税、增值税等，但间接税过重不利于调节收入分配。后续可能主要提高直接税的占比，如后移消费税征收环节并稳步下划地方、个税税率结构调整、适当扩大综合所得征税范围、扩大增值税抵扣范围等；其三，进一步理顺央地财政关系，10月，中央金融工作会议上也强调“优化中央和地方政府债务结构”。金融体制改革方面，10月中央金融工作会议提出未来5年金融工作的目标位“加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险”，后续预计金融领域制度改革、金融监管、资本市场改革、第三支柱养老保险改革等将持续推进。
- **统筹化解三大风险，加快推进“三大工程”建设。**“防风险”依然是政府工作的重要一环，会议强调“持续有效防范化解重点领域风险”。后续“防风险”的重点领域仍是房地产、地方债和中小金融机构三大方面。房地产方面，本次会议未提及“房住不炒”，提出要“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”。近期，监管层面持续为房企融资提供政策支持，11月，央行等三部门联合召开金融机构座谈会，据媒体报道会上提出了“三个不低于”，以量化指标要求银行给予房企（尤其是非国有房企）信贷支持，是对此前推出的“金融16条”和“三支箭”等政策的补充，后续针对缓解房地产企业融资问题的政策有望进一步得到落实。此外，政策还将加快推进“三大工程”的建设，后续财税、金融等相关政策有望对“三大工程”持续提供资金支持，加快房地产行业向发展新模式转型；地方债方面，要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，和之前提法不同的是除了考虑“风险化解”之外还需要考虑“稳定发展”，这其中经济大省需要为稳定全国经济作出更大贡献。2023年前三季度，广东、山东、浙江、江苏等省份债务余额较大，但债务率水平较低，北京、广东以及上海部分区隐债清零；而青海、贵州、吉林等地区政府杠杆率相对较高，化债的紧迫性较强。相较之下，经济大省虽然债务余额规模大，但自行化解能力强，将起到稳定经济增长的重要作用。而对于债务率高的省份，潘功胜此前指出，必要时央行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持，明年地方政府化债仍将持续，特殊再融资债或继续发行，SPV等货币政策工具也有望出台。
- **风险提示：政策落地不及预期、海外波动超预期。**

图 1：对 GDP 的分项贡献



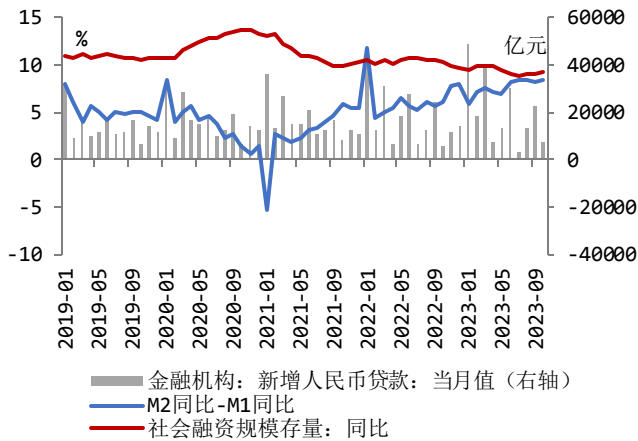
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：政府预期目标赤字率和 GDP 增速



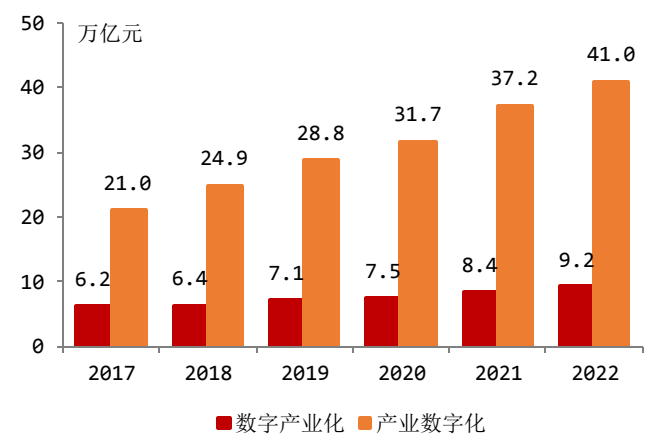
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：M2 和 M1 剪刀差不断扩大，资金传导效率下降



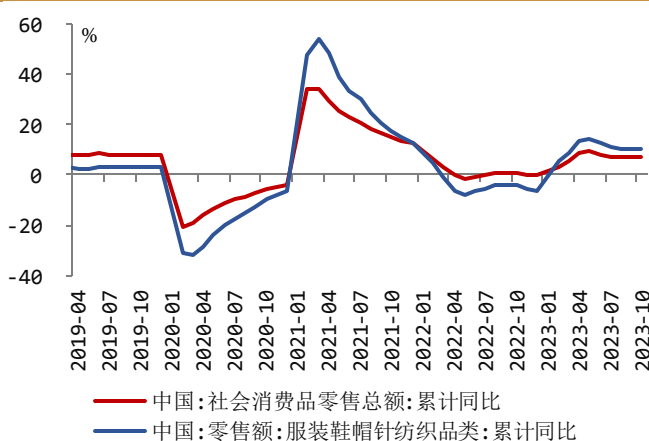
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：数字经济分为数字产业化和产业数字化



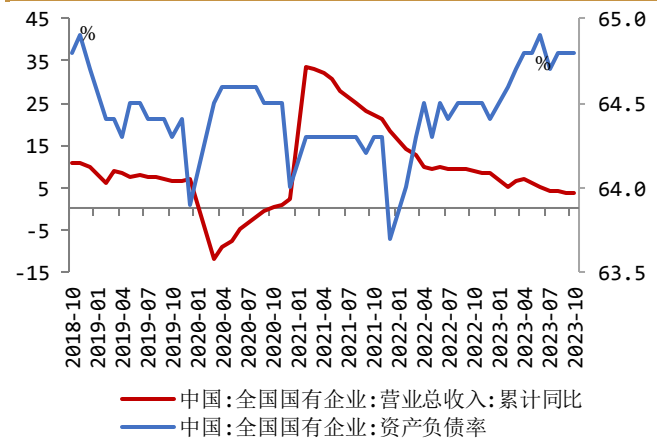
数据来源：信通院、西南证券整理

图 5：社会消费品零售增速和服装鞋帽类零售增速对比



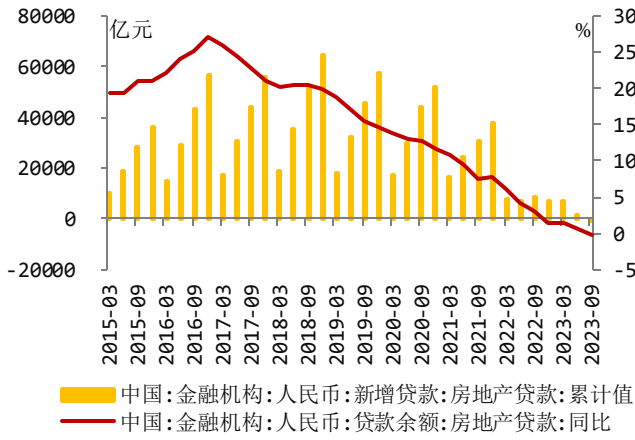
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：国有企业营收增速和资产负债率



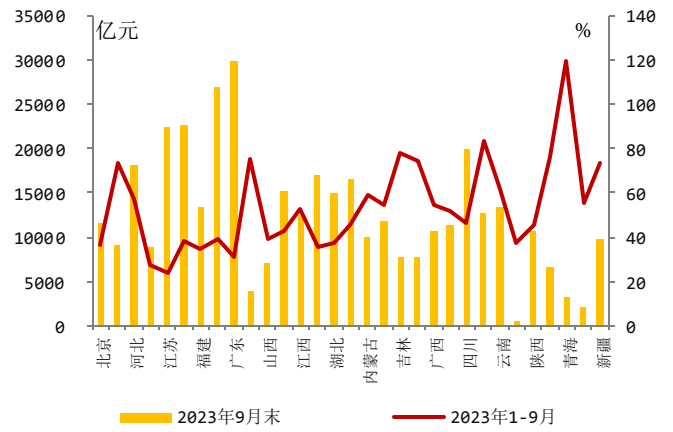
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：新增房地产贷款和贷款余额增速均走低



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：各省地方政府债务情况



数据来源：各省市财政部、wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---