

变化：快与慢

中央经济工作会议点评

2024年相对确定的是宏观困境，不确定的是政策组合。

有为政府更加有为的背景下，市场自身的逻辑在弱化，知其可为而为之，知其不可为而不为，可能是市场需要面对的现实。

中央经济工作会议落地，对比2022年底的会议公告，有变化，但是市场关注在于行动，在于行动的快与慢。

看得见问题，但知易行难。

面对有效需求不足、产能过剩、国内大循环有堵点，中国能否回归以经济建设为中心？能否改革再出发？能否实现中国版的QE或者MMT？

市场只能小心观察，边走边看。

直白而言，财政与货币组合决定总体定价方向，宽货币多一点还是宽财政多一点，或将决定债市胜率。

对于债市，我们继续年度策略观点：

对比2023年，宽货币与宽财政可能在四个季度间动态波动。所以全年利率方向并不清晰，只是年初可能宽财政略多一些，所以我们倾向于利率未必先下。

全年还是按照震荡市的格局考虑，震荡市，一般而言信用票息略优于利率久期。所以还是首选信用票息，城投、二永、金融债。考虑到一揽子化债和金融供给侧改革，城投仍然可以适度下沉，二永金融债也可以适度积极。

资金利率暂且按照1.8%估计，十年国债结合资金利率在现阶段先按照2.6-2.9%估计。全年中枢有可能会低于初始这个区间。

我们建议配置户稳步参与。交易性机构岁末年初再等待观察一下，推迟左侧布局时点。

毕竟，解决问题还需要走好接下来的每一步，并不容易。

风险提示：政策理解偏差，赤字规模超预期，降准降息连续落地

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC执业证书编号：S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：2024年，城投怎么看？ - 城投年度策略（2023-12-11）》
2023-12-11
- 2 《固定收益：螺纹钢消费量震荡、延续去库，商品房销售持续弱于季节性 - 国内需求周度跟踪 20231211》
2023-12-11
- 3 《固定收益：中能转债，能源互联网系统解决方案提供商 - 申购建议：积极参与》 2023-12-11

内容目录

1. 问题：产能过剩、国内大循环存在堵点	3
2. 聚焦：解放和发展生产力，经济建设是中心工作、高质量发展是首要任务.....	3
3. 协同：把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估	3
4. 明年经济社会发展目标如何实现？	3
4.1. 财政政策怎么做？	4
4.2. 货币政策如何？	5
4.3. 地产政策有何期待？	7
4.4. 结构工具有何期待？	7
4.5. 居民增收有何期待？	7

图表目录

图 1：2023 年预算调整、国债增发.....	4
图 2：一季度新增专项债.....	5
图 3：一季度新增一般债.....	5
图 4：实际 GDP 增速+价格预期目标与社融和 M2.....	5
图 5：M1-M2 剪刀差维持高位.....	7
图 6：商业银行净息差持续收窄.....	7

2023年12月11日到12日，中央经济工作会议¹在北京举行。2024年经济工作的重心是什么？债券市场要关注哪些问题？

1. 问题：产能过剩、国内大循环存在堵点

2022年底中央经济工作会议²明确，“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……”

与之对比，2023年会议强调，“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……”

高层明确经济问题存在需求不足、产能过剩、国内大循环有堵点，预计总需求刺激方面政策力度会进一步加大。

2. 聚焦：解放和发展生产力，经济建设是中心工作、高质量发展是首要任务

必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力，统筹推进深层次改革和高水平开放，**不断解放和发展社会生产力**、激发和增强社会活力。

聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务，把中国式现代化宏伟蓝图一步步变成美好现实……

时隔两年，再次提出“以经济建设为中心”（上次提出是2021年中央经济工作会议）³，需要关注是否有实质性的工作重心回归。

全篇15次提到改革（去年13次），市场关注三中全会是否有可能进一步推动深层次改革以释放经济潜力。

结合“以进促稳、先立后破”，稳是发展、进是改革，通过改革促进稳定和发展，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”。

“‘稳’是大局、是基础，稳得住才能进得了；也只有不断地进，才能不断提高稳的水平。在这个过程中，必须坚持先立后破，谋定后动、循序渐进、稳扎稳打，用发展的办法来解决发展中的问题，以培育壮大增量来调整优化存量，提高核心竞争力。”

——与会同志谈贯彻落实中央经济工作会议精神⁴

全文17次提到高质量（2022年9次），在统筹规划2024年具体工作时，也有相应强调，“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”。

逻辑上，工作重心越聚焦，工作越好开展。

3. 协同：把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估

会议要求：“要增强宏观政策取向一致性……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”。

市场需要关注目前有哪些非经济性政策存在与既定宏观政策取向不一致的情形，后续如何调整以获得取向一致性。

4. 明年经济社会发展目标如何实现？

“必须把推进中国式现代化作为最大的政治”，要守住底线，要立足实现十四五规划和

¹ http://www.xinhuanet.com/2023-12/12/c_1130022917.htm。

² https://www.gov.cn/xinwen/2022-12/16/content_5732408.htm。

³ http://www.gov.cn/xinwen/2021-12/10/content_5659796.htm。

⁴ http://www.news.cn/2023-12/12/c_1130023291.htm。

2035 远期目标，我们预计明年 GDP 目标大概率在 5%左右（《2024 年债券市场展望之如何看待经济目标？》，20231122）。

4.1. 财政政策怎么做？

4.1.1. 财政总量关注目标和路径

对于财政政策，要实现明年 5%左右的经济增速，我们认为赤字率要达到 3.6%以上（包含增量国债或特别国债）。从会议行文观察，财政政策强调质量和效益，强调可持续，强调财政纪律，可能意味着财政空间和约束仍在。年初目标可能略低于市场的预期值。后续不排除再调升的可能。

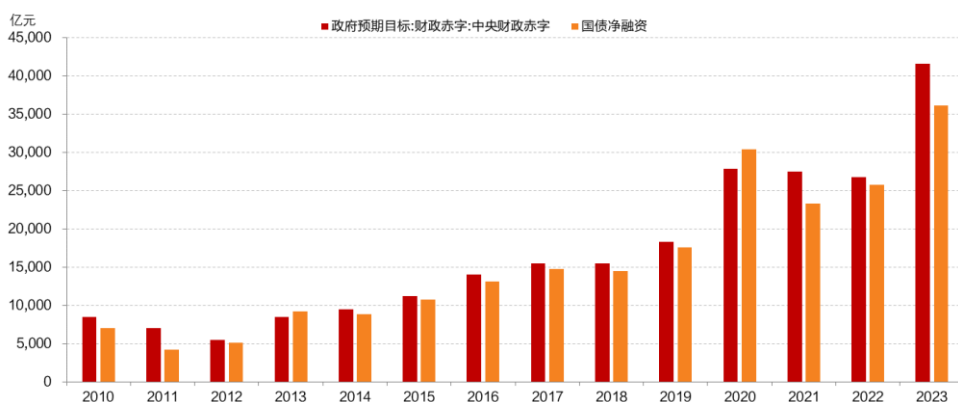
“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。”

——2023 年中央经济工作会议

“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。同时，更加注重激励地方高质量发展，增强发展的内生动力。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，同时加强与货币、就业、产业等政策协同联动，着力提升支持高质量发展的效果。”

——与会同志谈贯彻落实中央经济工作会议精神⁵

图 1：2023 年预算调整、国债增发



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.2. 关注财政靠前发力的可能性

“要准确把握明年经济工作的政策取向，在政策实施上强化协同联动、放大组合效应，在政策储备上打好提前量、留出冗余度，在政策效果评价上注重有效性、增强获得感，着力提升宏观政策支持高质量发展的效果。要讲求工作推进的方式方法，抓住主要矛盾，突破瓶颈制约，注重前瞻布局，确保明年经济工作重点任务落地落实。”

强调“提前量和冗余度”和前瞻布局，上一次高层的相似表述是 2022 年 4 月政治局会议⁶，“把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，随后确实对应 5-6 月专项债加快发行，以及 6 月初“国务院 33 条”⁷调增政策性银行信贷额度等操作。

如果明年一季度地方债按照提前批的 100%顶额发行，则意味着一季度新增一般债 4320 亿

⁵ http://www.news.cn/2023-12/12/c_1130023291.htm。

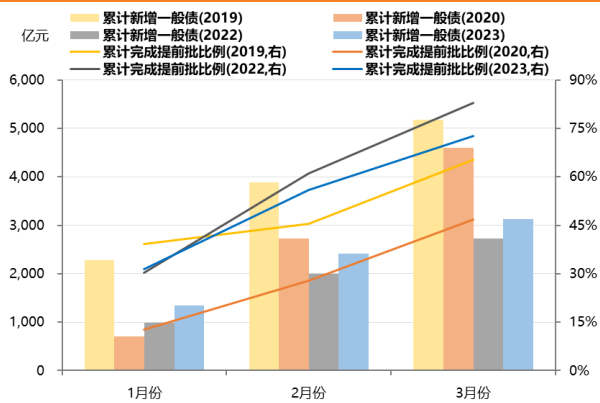
⁶ <https://www.12371.cn/2022/04/29/ARTI1651208988308723.shtml>。

⁷ https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/31/content_5693189.htm。

元、新增专项债 2.28 万亿元（团队前期报告《2024 年利率债供给展望，20231211》），比 2023 年一季度同比多增 1 万亿以上，会显著造成供给压力。

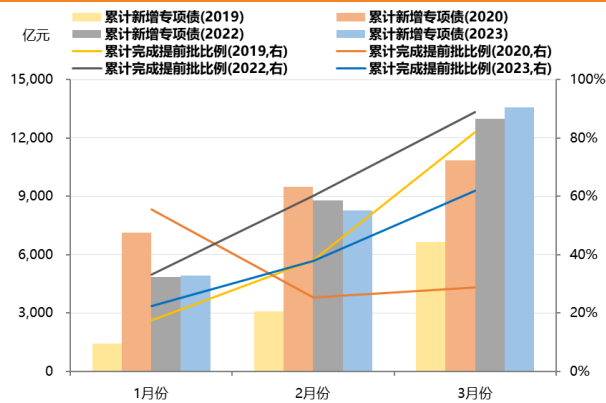
此外，还需关注明年一季度国债发行节奏和其他宽信用政策（例如 PSL 和政策性银行配合）的落地情况。

图 2：一季度新增专项债



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：一季度新增一般债



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.3. 关注城投融资变化

对于防范化解地方政府债务风险，本次新提法是“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”，而非“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，关注 2024 年发达省份城投融资能否扩容，为稳增长提供更大的杠杆作用。

4.1.4. 一带一路政策优化，量力而行，聚焦国内

一带一路政策也有一定优化，突出重点。“抓好支持高质量共建‘一带一路’八项行动的落实落地，统筹推进重大标志性工程和‘小而美’民生项目”。

4.2. 货币政策如何？

对于货币政策，第一个变化是“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”，过去的提法是，“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”，如何理解？

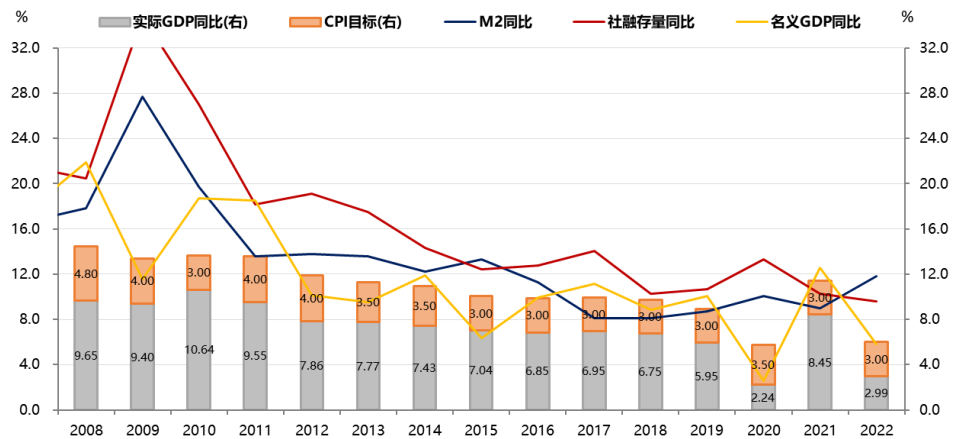
在央行《健全现代货币政策框架》⁸中提到，“名义经济增速可能会偏离反映潜在产出的名义经济增速，货币政策就要参照后者，支持经济增长回归潜在增速”。

过去一年里，实际 GDP 增速保持在 5% 左右，但通胀形势出现了变化，通胀中枢始终处在较低位置，甚至低于反映潜在增速的名义 GDP 增速，因此本次新提法中，强调了 M2 和社融要同时与经济增长和价格水平预期目标相匹配。

换言之，2024 年社融和 M2 的增速要比经济平稳运行下的“基本匹配”原则略高，直观上也可能继续显著高于明年的名义 GDP 增速。这也就是我们团队前期报告（《理解央行的用心》，20231128）中所说，社融和 M2 要发挥逆周期调节作用，要反映潜在增速/经济增速目标，因此理论上社融和 M2 增速应该与稳增长诉求保持趋势一致；“基本匹配”原则所蕴含的中长期维度可能不止是年度，甚至是一轮经济周期。

图 4：实际 GDP 增速+价格预期目标与社融和 M2

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122510/4162288/index.html>。



资料来源：Wind，天风证券研究所

其次，本次会议中提到“促进社会综合融资成本稳中有降”，是不是意味着明年继续连续降息？

需要明确，综合融资成本，包含的意义更加广泛，与2021年中央经济工作会议中的“促进中小微企业融资增量、扩面、降价”相比，相对弱化。

我们在团队前期报告（《如何看待央行不降息？》，20230117）中曾有相关阐释，降成本与降息并非因果关系，调降MLF利率仅仅是降成本中的一个方面。2021年四季度货币政策执行报告⁹专栏二中明确，推动企业综合融资成本稳中有降包含5个方面，分别是LPR压缩点差；调降MLF利率；调降再贷款利率；优化存款利率监管以降低银行负债成本；以及会同银保监会等部门，通过降低利率、减少收费、直达工具等综合措施，推动降低企业尤其是小微企业综合融资成本。

2022年4-5月，央行通过加速上缴利润¹⁰、降准¹¹、规范存款利率¹²等方式降低金融机构负债端成本，引导5月LPR下行¹³，从而达到降成本的目的。

市场对降息的期待是降低政策利率，而央行关注在于降低实体经济综合融资成本。关注点不同，会导致偏差。

在2021年金融数据新闻发布会¹⁴上，记者问到“在昨天降息的基础之上，央行如何看待下一步降准的空间和可能性，特别是1月份是否有可能继续降准，一季度还有没有降息的空间？”

央行的回应是：“下一步观察利率要有两个角度。一个角度是看实际的贷款利率变化，也就是说直接看结果，看看是什么就可以了。2021年以来，人民银行通过持续优化LPR改革，畅通货币政策传导，增强信贷市场竞争性，有效推动实际贷款利率在上年大幅度下降的基础上继续稳中有降，2021年全年企业贷款利率为4.61%，是改革开放四十多年来的最低水平。”

往后看，市场还需要注意的问题在于：落实到具体行动和实际结果，即使降准降息，流动性可能未必宽松。

究其原因，在于货币行为是多目标动态均衡。因为很难同时兼顾多目标，所以只能是此一时彼一时，可能某一个阶段宽货币多一些，但可能在某一个阶段货币又没那么宽松。

最为直观的两个问题，宽货币是否持续受到资金空转套利问题约束，降息特别是降LPR与稳定银行息差如何同步推进，上述问题还没有明确答案。

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4246985/4469772/2022021119311841777.pdf>。

¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4533227/index.html>。

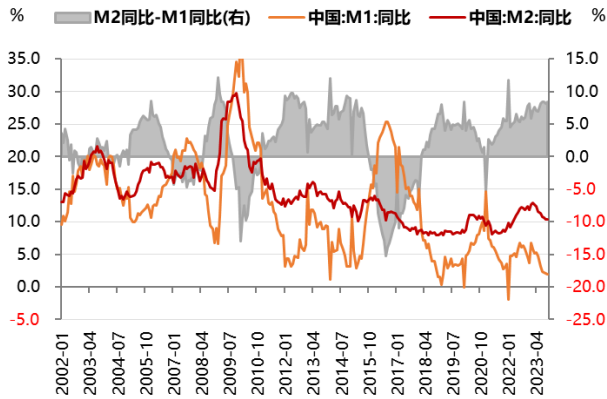
¹¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4531933/index.html>。

¹² <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4547221/2022050917023223026.pdf>。

¹³ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/3876551/4559923/index.html>。

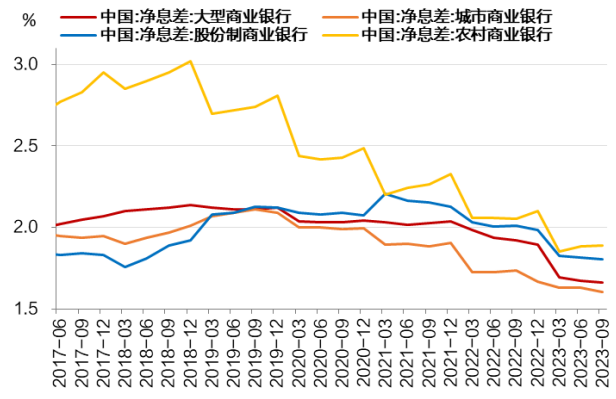
¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4451702/index.html>。

图 5: M1-M2 剪刀差维持高位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 商业银行净息差持续收窄



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 地产政策有何期待?

宽信用稳增长，关注政策传导，关键在于地产增量政策和结构工具，所谓一个好汉三个帮，如果说财政是好汉，还需要货币、地产和结构工具的配合与支持。目前看还是不确定的状态。

对于地产，我们认为，需要关注能否为房企提供进一步融资支持，是否有更高层面兜底纾困房企、化解保交楼等问题。

2022 年中央经济工作会议提到，“**有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。**要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。

2023 年中央经济工作会议提到，“**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，促进房地产市场平稳健康发展。**加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式”。

地产政策如果没有显著增量，或将削弱宏观总量政策的效果。

4.4. 结构工具有何期待?

会议中提出了“加强政策工具创新和协调配合”，关注具体工具出台和落地。相对确切的是，可能会有设备更新改造、高水平科技创新、消费品以旧换新、新型基础设施建设等相关的工具支持。“以科技创新引领现代化产业体系建设……推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设”。

4.5. 居民增收有何期待?

对于居民增收，本次新提法是“扩大中等收入群体规模”（上次提到相似表述是 2020 年¹⁵和 2011 年¹⁶）。2022 年 4 月发改委文章中提及如何持续扩大中等收入群体规模¹⁷，一是稳定经济增长、扩大就业，稳定工资性收入、提高财产性收入；二是健全收入分配机制，完善社会保障，降低居民生活负担，提高人力资源水平和质量等。此外，关注能否有更有力的货币化支持工具，这也是地产回暖的重要助力。

¹⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2020-12/18/content_5571002.htm。

¹⁶ http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/syxw/2011-12/15/content_1682023.htm。

¹⁷ https://www.ndrc.gov.cn/fggz/jyysr/jysrsbxf/202204/t20220427_1323432.html。

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com