

2023年12月13日

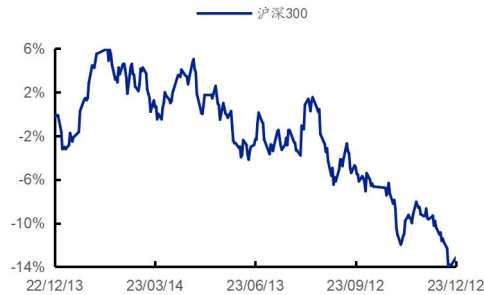
策略点评

研究所：
证券分析师： 胡国鹏 S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn
联系人： 崔莹 S0350121080050
cuiy@ghzq.com.cn

2024年经济工作和政策方向如何看？

——2023年中央经济工作会议解读

最近一年走势



相关报告

《策略专题研究报告：回顾历次全国金融工作会议*胡国鹏》——2023-11-04

《策略专题研究报告：1990年以来韩国经济三次拐点下的政策选择及市场表现*胡国鹏》——2023-10-22

《8月27日提振资本市场举措点评：政策底再夯实，无需悲观*胡国鹏》——2023-08-28

《7月政治局会议学习体会：不再悲观，寻找积极因素*胡国鹏》——2023-07-25

《策略专题研究报告：出海逻辑下“中特估”有哪些机会？*胡国鹏》——2023-06-17

投资要点：

本次会议通稿在以往“稳中求进”经济工作的总基调上，进一步加了“以进促稳、先立后破”表述。全文定调更积极，2024年重点工作部署更加具体，操作性更强。

2024年财政重在“发力”，货币重在“精准”。财政政策更加兼顾连续性及灵活性，特别国债、准财政工具、长期建设国债等工具或出台。货币政策要兼顾基本面及通胀水平，结合当前价格走势，后续降准降息可期。

2024年的首要工作为现代化产业体系建设，一是加快发展人工智能，表述相较此前更积极；二是加快前沿技术突破，加快战略性新兴产业发展，中央经济工作会议层面首提生物制造、商业航天、低空经济。

2024年第二大任务为“扩大内需”，重在形成消费投资的良性循环。消费层面重点关注智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新消费增长点；投资方面重点关注政府投资的带动放大效应。

2024年将迎来二十届三中全会，改革是年度关键词之一。其中金融体制改革重在落地，财税体制改革探索或成亮点，重点关注中央地方财权事权调整。

风险防范化解是2024年重点工作之一，其中房地产领域融资端支持力度或加大，“三大工程”托底地产投资；地方债务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。

股票市场方面，2024年美联储或开始降息，中美有望迎来流动性层面共振，类似于2019年的mini版本，行业配置层面成长主导，兼顾顺周期。成长板块关注医药生物、半导体、消费电子、卫星互联网、人形机器人、游戏、计算机等。顺周期板块关注主动补库和产能释放带来的盈利复苏，如贵金属、汽车、通用设备等。

风险提示：政策不及预期，海外流动性收紧超预期，经济下行压力加大，疫情反复扰动，对政策理解的偏差等。

2023年12月11日至12日召开中央经济工作会议,会议总结了2023年经济工作,分析了当前经济形势,并就2024年经济工作进行具体部署。

通看全文,本次会议通稿全文共4544个字,同2022年中央经济工作会议通稿字数(4619个字)接近,对比来看,本次会议通稿内容更加具体,可操作性更强。一是财政政策和货币政策的定位有所不同,财政更加主动,相比于去年会议强调的五大政策(财政、货币、产业、科技、社会)相协调,本次会议更加强调保持宏观政策取向一致性;二是本次会议通稿从九个方面提出明年经济工作的主要任务,并就重点工作进行结构性调整,2024年的首要任务是以科技创新引领现代化产业体系建设,本次会议通稿将扩大内需作为年度第二大任务。此外,本次会议通稿表述在经济形势、宏观政策定调方面基本延续12月政治局会议的表述,并对部分内容进行细化。

表 1: 2023 年和 2022 中央经济工作会议政策部分结构对比

	2022 年 12 月中央经济工作会议	2023 年 12 月中央经济工作会议
财政政策	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。
货币政策	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕,引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,强化金融稳定保障体系。	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,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,盘活存量、提升效能,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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
扩大内需	要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力,改善消费条件,创新消费场景。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。要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资,加快实施“十四五”重大工程,加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。要继续发挥出口对经济的支撑作用,积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。	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。推动消费从疫后恢复转向持续扩大,培育壮大新型消费,大力发展数字消费、绿色消费、健康消费,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。稳定和扩大传统消费,提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入,扩大中等收入群体规模,优化消费环境。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。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。

<p>产业体系建设</p>	<p>围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。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。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。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、国际竞争中彰显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。</p>	<p>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。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。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。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。加强应用基础研究和前沿研究，强化企业科技创新主体地位。鼓励发展创业投资、股权投资。</p>
<p>房地产</p>	<p>要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，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。</p>	<p>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</p>
<p>金融风险防范</p>	<p>要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强党中央对金融工作集中统一领导。要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。</p>	<p>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。</p>
<p>地方债务风险</p>	<p>-</p>	<p>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。</p>

资料来源：中国政府网、新华社、国海证券研究所

当前经济发展面临的困难来看，本次会议提到了六点：（1）首先内需收缩仍是当前首要问题。一是从价格指数来看，今年以来PPI维持在负区间波动，CPI持续回落，11月CPI指数下滑至-0.5%，有效需求不足问题凸显；二是相比于2022年，今年以来M2增速同社融增速、M1增速的缺口进一步扩大。截至10月，今年以来M2平均增速为11.5%，M1及社融平均增速分别为9.4%、3.9%，而2022年全年M2/M1/社融平均增速分别为11.2%、4.7%及10.4%。意味着在货币政策持续宽松的背景下，宽信用的效果并不明显。（2）对比2021年及2022年会议，首次提到“部分行业产能过剩”。近两年中央经济工作会议层面首次提及过剩产能，我们预计存在产能过剩的行业可能包括部分靠债务杠杆驱动的产业，如部分地产、基建，或许也包括前期政策支持的战略领域。（3）预期弱及部分

领域存在风险。2022年多次提及我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，今年以来预期偏弱的压力并未扭转，预期偏弱一部分来源于一些领域存在风险隐患，又体现在有效需求持续走弱。**(4) 国内大循环存在堵点，外部环境则面临着不确定性。**当前国内大循环存在堵点主要体现在投资-消费未能形成良性循环，而海外则面临着地缘风险扰动、逆全球化抬头等不确定性。

本次会议通稿在以往“稳中求进”经济工作的总基调上，进一步加了“以进促稳、先立后破”表述。“先立后破”的表述于2021年中央经济工作会议通稿中出现过，当时主要指部分领域工作纠偏，本次则上升至整个经济工作层面，同时强调“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，表述更加积极。**对于本次通稿内容的政策及重点工作部分，主要有三点关键变化：**

其一，财政和货币政策基调有所调整，财政重在“发力”，货币重在“精准”。整体来看，2024年财政政策将在稳增长中发挥更大的作用。财政政策方面，2024年要“适度加力”、“用好财政政策空间”。今年四季度财政增发1万亿元国债用于基础设施补短板，揭开了中央财政发力的篇章。无论是相比于美国、日本政府杠杆率，还是我国居民、企业及地方政府的杠杆水平，当前中央杠杆均处于较低位置，有发力的空间。下阶段2024年财政政策更加兼顾连续性及灵活性，特别国债、准财政工具、长期建设国债等工具或出台。货币政策方面，并未提及“发力”，重点落在“灵活适度、精准有效”。此外，本次会议提出“保持社融、M2同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，首次将价格水平预期目标考量范围，意味着后续货币政策的实施要兼顾基本面及通胀水平，结合当前价格走势，后续降准降息可期。

其二，2024年的首要工作为现代化产业体系建设，中央经济工作会议层面首提生物制造、商业航天、低空经济。不同于2022年中央经济工作会议中将“扩大内需”作为来年的首要工作，本次会议年度重点工作将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在首位。其中有部分提法值得关注：一是中央经济工作会议层面首次提及“新质生产力”，其主要代表着颠覆性的前沿技术，所涉及的领域比战略性新兴产业位置更加新进，突出我国要抢占科技发展前沿的重要性；二是重点领域方面，会议提到“加快推动人工智能发展”，相较于7月政治局会议的“促进人工智能安全发展”的表述更加积极，此外会议提到了生物制造、商业航天、低空经济，系中央经济工作会议首次提出，意味着后续产业政策或做相应的部署；三是当前产业政策突出两个方向，其一是推动传统产业的智能化升级改造，后续或仍有结构性政策支持技改，其二是加快前沿技术突破，加快战略性新兴产业发展。

其三，扩大内需仍是重点工作之一，重在形成消费和投资相互促进的良性循环。本次会议将“扩大内需”作为2024年的第二项重点任务，以往消费和投资更多是两个体系并重，本次会议强调要形成消费投资的良性循环。首先，对消费的要求是从疫后恢复转向持续扩大，其中重点提及了数字消费、绿色消费、健康消费，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。其次，投资方面重点关注政府投资的带动放大效应，或意味着后续要进一步发挥政府主导的国家级重大工程项目的协同带动作用。此外，本次会议提及投融资机制，11月《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》正式发布，指导意见提出政府和社会资本合作（PPP）将聚焦使用者付费项目，全部采取特许经

营模式，合理把握重点领域，优先选择民营企业参与。

在经济形势和宏观及产业政策分析之外，我们重点对改革和风险防范两个方面进行解读：

改革层面，重点领域改革是 2024 年第三项重点工作，重点关注金融体制改革落地以及财政体制改革的谋划。2024 年将召开二十届三中全会，历年三中全会的主题则是聚焦改革。本次会议在“改革”层面有三个关注点，一是降成本层面单独提及“有效降低全社会物流成本”，而物流业连接生产和消费两端，推动降低物流成本对于畅通国民经济循环具有重要作用。二是谋划新一轮财税体制改革将成为 2024 年财政工作亮点，其中重点关注高质量发展所适应的政府债务管理机制、中央和地方财权事权调整，以及地方税源税种改革等，三是落实金融体制改革，10 月中央金融工作会议已经对下阶段金融领域重点工作做了安排和部署，相较于财税体制，2024 年金融领域改革落地或更快。

风险防范层面，本次会议对于风险防范的表述篇幅更多，地产领域和地方政府债务是 2024 年风险防范的重点工作。防范化解风险关注房地产、地方政府及中小金融机构三个领域，其中前两个领域是 2024 年风险化解工作重点。房地产来看，风险化解的主基调为“积极稳妥，一视同仁”，延续了 10 月中央金融工作会议的定调，11 月监管部门向金融系统下达“三个不低于”要求，首次提出针对非国有房企的贷款支持，意味着政策开始从市场本身朝着关注企业主体转变。当前房企在融资端和销售端没有明显改善现状下，后续地产政策仍以落实落地为主；同时“三大工程”将起到托底地产投资的重要作用。地方政府化债层面，本次会议明确“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”，意味着 2024 年对于部分债务压力较大的省市，化债的优先级高于稳增长，经济增长的任务主要落在收支相对平衡的经济大省层面，关注后续增量政策或向经济大省倾斜。

股票市场方面，2024 年美联储或开始降息，中美有望迎来流动性层面的共振，类似于 2019 年的 mini 版本，行业配置层面成长主导，兼顾顺周期。2022-2023 年中美两国在经济周期和流动性出现明显的背离，大国背离对于资产市场带来负面的影响。2024 年美联储或开始降息，中美有望迎来流动性层面的共振，类似于 2019 年的 mini 版本。市场风格层面，2021 年以来中小盘持续跑赢，具有长周期特征，当前小盘占优时间和空间或到半程，2024 年我们继续看好中小盘风格，成长或好于金融，周期或优于消费。行业配置层面，成长主导，兼顾顺周期。成长板块关注边缘 AI 终端新一轮创新周期的启动以及卫星互联网基础设施建设提速，兼顾人口结构变化以及技术革新带来的医疗服务，细分领域关注医药生物、半导体、消费电子、卫星互联网、人形机器人、游戏、计算机等。顺周期板块关注主动补库和产能释放带来的盈利复苏，如贵金属、汽车、通用设备等。

表 2：2023 年 12 月中央经济工作会议及 2023 年 12 月政治局会议内容对比

	2023 年 12 月中央经济工作会议	2023 年 12 月政治局会议
定调形势	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	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

	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。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。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。	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。
政策基 调	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。	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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。要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。
房地 产 政策	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。	-
防 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。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。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。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
就 业 民 生	切实保障和改善民生。要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。织密扎牢社会保障网，健全分层分类的社会救助体系。加快完善生育支持政策体系，发展银发经济，推动人口高质量发展。	社会政策要兜住民生底线，要统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应，关心困难群众生产生活，保障农民工工资发放，抓紧抓实安全生产和防灾减灾工作，维护社会和谐稳定。

资料来源：新华社、国海证券研究所

风险提示：政策不及预期，海外流动性收紧超预期，经济下行压力加大，疫情反复扰动，对政策理解的偏差等。

【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

陈鑫宇，策略分析师，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重海外宏观经济、大类资产配置以及专题研究等。

陈婉婷，分析师，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

崔莹，研究助理，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

陈艺鑫，研究助理，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置和大势研判等。

张瀚文，研究助理，中国人民大学经济学硕士，侧重国内流动性以及专题研究等

【分析师承诺】

胡国鹏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。