

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

不是单一政策刺激，而是三位一体布局—— 中央经济工作会议十大看点

2023年12月13日

- 第一，不再强调“三重压力”，而是强调有利条件强于不利因素，要求唱响中国经济光明论。
- 第二，首次提出高质量发展是新时代的硬道理，中国式现代化是最大的政治。
- 第三，具体的政策发力方向上，不是单纯的政策刺激，而是呈现出三位一体的布局，即全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度三位一体。
- 第四，2024年位列首位的重点工作，就是以科技创新引领现代化产业体系建设。
- 第五，强调稳中求进、以进促稳、先立后破，加大宏观政策调控力度。
- 第六，强调着力扩大内需，使国内大循环建立在内需主动力的基础上。
- 第七，财政政策仍有较大的空间，可能是2024年的重要发力点。
- 第八，货币政策的空间也是打开的，推动通胀回到预期目标成为货币政策的重要考量。
- 第九，深化新一轮改革开放，向改革开放要动力。
- 第十，防风险仍是2024年重点工作，尤其是化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。
- **风险因素：**国内政策落地不及预期，国际政治局势演变超预期。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

第一，不再强调“三重压力”，而是强调有利条件强于不利因素，要求唱响中国经济光明论。

2021年中央经济工作会议上，中央提出经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。2022年中央经济工作会议上，强调三重压力仍然较大。

本次会议对问题的定性是，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。

相较而言，前两年重点强调的“三重压力”，今年不再出现。同时，会议强调，综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，要增强信心和底气。与之相应，会议还要求，加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。

第二，首次提出高质量发展是新时代的硬道理，中国式现代化是最大的政治。

会议总结了新时代做好经济工作的五个规律性认识，即“五个必须”，其中出现了一系列重大的新判断。

首次提出，把坚持高质量发展作为新时代的硬道理。过去我们长期强调，发展才是硬道理，这一论断在推动我国经济快速增长中发挥了重要作用。新时代下，我国转为高质量发展阶段，中央与时俱进地提出高质量发展是新时代的硬道理。

首次提出，把推进中国式现代化作为最大的政治。党的二十大报告提出，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。本次会议提出，必须把推进中国式现代化作为最大的政治，把中国式现代化宏伟蓝图一步步变成美好现实。

会议也强调，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。把以经济建设为中心、高质量发展、中国式现代化等重要提法统一了起来。

第三，具体的政策发力方向上，不是单纯的政策刺激，而是呈现出三位一体的布局。

市场对加大政策刺激的预期较强，但从这次会议的表述来看，政策发力方向并不是类似“四万亿”计划的政策刺激，而是呈现出三位一体的布局。三位一体，即会议强调的做好明年经济工作的三个方面——全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度。

推动高水平科技自立自强——这一点对应于高质量发展，帮助经济实现质的有效提升。

加大宏观调控力度——这一点对应于稳增长，推动经济实现量的合理增长。

全面深化改革开放——这一点同时作用于质和量两个方面。经济增长动力不能单纯依靠政策刺激，而是要坚持依靠改革开放增强发展内生动力。

三位一体政策布局，兼顾了以经济建设为中心、高质量发展和中国式现代化，从而推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。会议提到的诸多明年重点经济工作，也是在这三位一体政策布局下展开的。

第四，2024年位列首位的重点工作，就是以科技创新引领现代化产业体系建设。

2023年，我国汽车、造船等制造业展现出很强的国际竞争力。汽车出口将超过500万辆，创新历史纪录，新能源汽车产品力获得全球赞誉。在总结2023年工作成绩时，会议专门提到，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破。

会议强调，明年要围绕高质量发展，扎实做好的重点工作，其中位列首位的，就是“以科技创新引领现代化产业体系建设”，显示出，这是三位一体政策布局中最重要的一个方面。

会议专门提到，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。我们认为这些领域可能获得政策重点支持和资源倾斜，在资本市场上也有望带来不容忽视的结构性机会。

第五，强调稳中求进、以进促稳、先立后破，加大宏观政策调控力度。

往年中央经济工作会议，经常强调的八个字是“稳字当头、稳中求进”。本次会议则强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”。

区别于“稳字当头”强调的是以“稳”为先，“以进促稳”强调的是以“进”为先，对“进”的要求明显提高了。“先立后破”，最早是在双碳目标推进过程中的要求，现在推广到了整体经济工作，能够更好地实现稳中求进。

会议也强调，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节。这跟“以进促稳”、“加大宏观政策调控力度”的要求是相一致的。“进”的具体体现，就是加大宏观政策调控力度。这是三位一体政策布局中的一个重要方面。

第六，强调着力扩大内需，使国内大循环建立在内需主动力的基础上。

会议在分析当前经济面临的问题时，专门提出“国内大循环存在堵点”。会议强调，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，发挥超大规模市场和强大生产能力的优势，使国内大循环建立在内需主动力的基础上，提升国际循环质量和水平。

会议把“着力扩大国内需求”列为2024年重点工作第二项，仅次于首位的“以科技创新引领现代化产业体系建设”。2022年中央经济工作会议上，“着力扩大国内需求”位列重点工作首位。

消费——去年强调“增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”，今年强调培育和发展新型消费和新的消费增长点，包括数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费，以及智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等。

投资——去年强调“加快实施‘十四五’重大工程”，更侧重基建投资，今年强调“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”，更侧重高质量发展下的制造业投资。

第七，财政政策仍有较大的空间，可能是2024年的重要发力点。

会议要求，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。明确要求，积极的财政政策要适度加力、提质增效。由此可见，会议对财政政策发力的要求更高，2024年财政政策发力力度可能大于货币政策。

会议要求，要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。目前我国财政政策仍有较大的空间，尤其是中央杠杆率不高，中央加杠杆空间大。今年10月，全国人大常委会及时调整预算，批准增发1万亿国债，财政赤字率提高到3.8%，这是中央加杠杆的典范。

2024年，我们判断财政发力可能有三种方案：1) 年初预算赤字保持在3.8%左右，和今年持平；2) 年初预算赤字3%左右，不安排特别国债，年中和今年一样调整预算，赤字率提高到3.8%左右；3) 年初预算赤字3%左右，另外安排1万亿不计入赤字的特别国债。尽管表现上赤字率有区别，但实际资金支持力度均保持在与今年相比不减少的水平。

此外，会议要求，合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。我们预计，明年用于项目建设的新增专项债规模为3.8-4万亿元之间，用作资本金范围大概率会扩大到保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”的相关领域。

第八，货币政策的空间也是打开的，推动通胀回到预期目标成为货币政策的重要考量。

往年对货币政策的一句常用表述是，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。

本次会议的表述是，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。

区别在于，突出了价格水平预期目标。同时，没有提“保持宏观杠杆率基本稳定”、“管住货币总闸门”等限制性表述。

直观上看，4.5%-5%的经济增速+3%以内的价格水平预期目标，明年社融增速和M2增速可能需要至少达到7.5%-8%以上，才能相匹配。

更重要的是，价格水平预期目标的约束意义增强。今年11月CPI增速仅为-0.5%，与3%以内的目标距离仍远，造成实际利率高企。我们认为，货币政策可能需要推动通胀回到预期目标，在达成目标之前，货币政策宽松都难言结束。在此考量下，我们预计2024年降准空间可能有2次(每次25bp)，降息空间可能也有2次(每次10bp)。

第九，深化新一轮改革开放，向改革开放要动力。

会议把深化重点领域改革和扩大高水平对外开放列入了2024年的重点工作，这也是三位一体政策布局中的一个重要方面。

深化重点领域改革——主要看点包括：1) 国有企业改革深化提升行动；2) 促进民营企业发展壮大一批举措；3) 新一轮财税体制改革；4) 金融体制改革等。

扩大高水平对外开放——主要看点包括：1) 拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口；2) 放宽电信、医疗等服务业市场准入；3) 打造“投资中国”品牌；4) 切实打通外籍人员来华经商、学习、旅游的堵点等。

第十，防风险仍是2024年重点工作，尤其是化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。

会议把“持续有效防范化解重点领域风险”列为2024年的一项重点工作，强调要统筹化解房地产、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。

化解房地产风险——表述是，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。目前，我国房地产市场呈现供需两端同时收缩的格局，化解房地产风险，可能也要从供需两端同时发力。需求端，给予购房消费者更多支持，支持刚性和改善性住房需求；供给端，对国有房企和民营房企的合理融资需求给予一视同仁的支持，缓解新开工持续下行偏离合理住房需求的局面。

化解地方债务风险——表述是，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。我们预计，化解风险上（如新的化债工具分配）可能向债务风险大省倾斜资源，稳定发展上（如新增专项债额度分配）可能向经济大省分配，从而实现地方债务风险化解和稳定发展二者的统筹。

风险因素

国内政策落地不及预期，国际政治局势演变超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。