

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 11 月外贸数据点评：基数干扰出口，价格影响进口
- 11 月 PMI 数据点评：复苏虽放缓，预期在好转
- 宏观经济周报：理解近期资本市场的四个线索

- 学习 2023 年中央经济工作会议精神，我们认为可以从中期和短期两个方面来领会。中期，会议起到了纲举目张的作用，“纲”是“中国式现代化”，“必须把推进中国式现代化作为最大的政治”，“目”是“高质量发展”，“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”。短期，为了“克服一些困难和挑战”，消费、投资以及稳增长政策仍有进一步打开的空间。
- **词频分析**。词频显示，高质量发展是经济工作的重心，科技创新或是重点支持领域，经济总量在淡化，但需求也受到了一定程度的关注，特别是消费。具体说来：与高质量发展相关的词频提升，与经济总量相关的词频下降，“消费”和“投资”、“科技”和“创新”词频提升。
- **文本分析**。会议定调，直面困难；工作基调，“五个必须”，特别关注“高质量发展”和“中国式现代化”的新提法；**经济前瞻**，信心和底气。**政策取向**，偏向积极。**财政政策顾虑较多**。一是“力度”下降；二是支出有方向；三是加强纪律。**货币政策更加积极**。会议明确指出“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”，在低通胀环境下特别强调“价格水平预期目标”，意味着流动性宽松还有空间。会议还明确提出“促进社会综合融资成本稳中有降”。**房地产政策**没提“房住不炒”，更加明确地暗示了“三大工程”与“新模式”的关系。**工作要求**，本次会议提了 9 个方面，比去年的 5 个方面明显要多。和 12 月政治局会议一样，本次会议把扩大内需移到了第二位，将建设现代化产业体系移到了第一位，与高质量发展相匹配。
- **后市展望**。中央经济工作会议强调高质量发展，短期可能兼顾需求，货币政策发力似乎比财政政策逻辑更加顺畅，因此，债市比股市可能更具系统性机会，股市或重点关注结构性机会，如科技和消费。根据社融领先经济半年左右的规律，年底经济趋缓的可能性仍存，需注意。
- **风险提示**。政策落地不及预期，海外扰动超预期。

学习 2023 年 12 月 11-12 日召开的中央经济工作会议精神，我们认为可以从中期和短期两个方面来领会。

中期，会议起到了纲举目张的作用，“纲”是“中国式现代化”，“必须把推进中国式现代化作为最大的政治”，“目”是“高质量发展”，“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”。非常明确，接下来经济工作将围绕“纲”和“目”展开，这或将带来一些结构性的投资机会。

短期，为了“克服一些困难和挑战”，消费、投资以及稳增长政策仍有进一步打开的空间，比如货币政策的表述比 12 月中共中央政治局会议更加积极，下文将详述。

1 词频分析

与高质量发展相关的词频提升，“质量”和“安全”分别出现 21 和 14 次，环比分别增加 8 和 5 次。

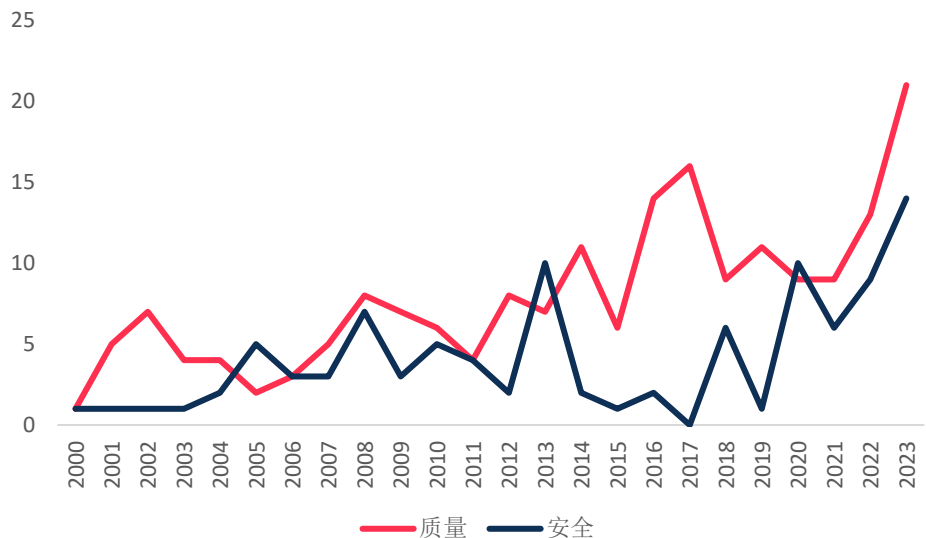
与经济总量相关的词频下降，“经济”和“稳”分别出现 38 和 21 次，环比下降 6 和 10 次。“供给”和“需求”分别出现 3 和 4 次，环比均下降 2 次。

但是与需求有关的词频上升，“消费”和“投资”分别出现 12 和 6 次，环比分别增加 6 和 1 次。

此外，科技创新词频上升，“科技”和“创新”分别出现 9 和 9 次，环比分别增加 2 和 1 次。

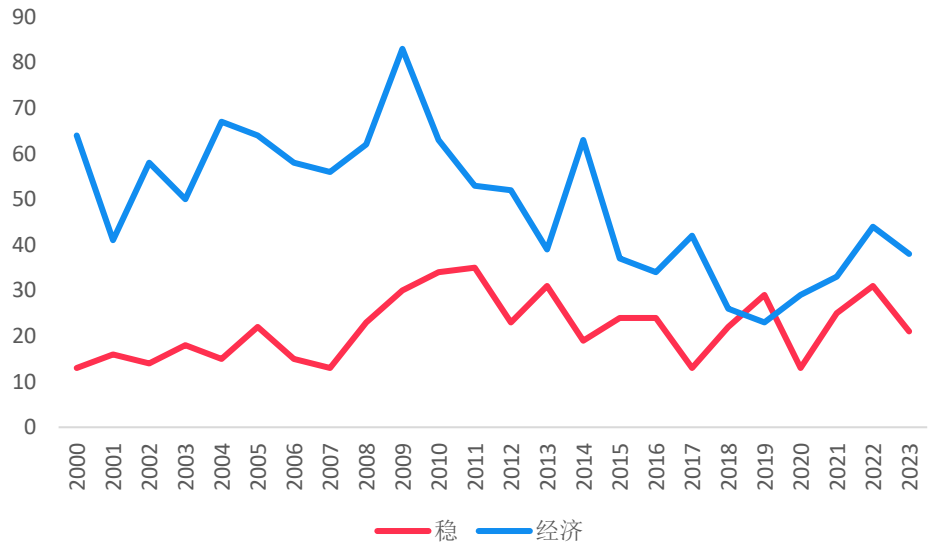
从词频分析初步可知，高质量发展是明年经济工作的重心，科技或是重点支持领域，经济总量在淡化，但同时为了“克服一些困难和挑战”，需求也受到了一定程度的关注，特别是消费。

图 1：质量和安全创新高



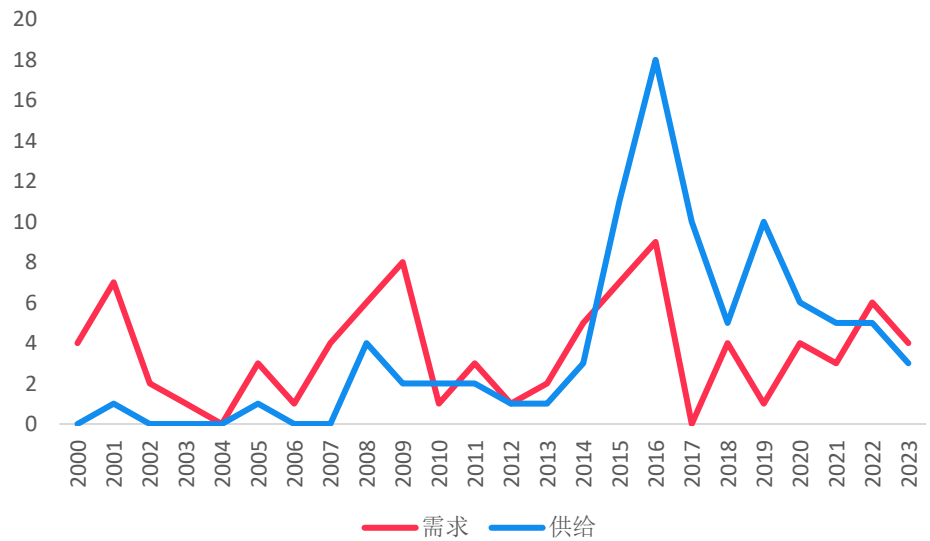
资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 2：稳经济淡化



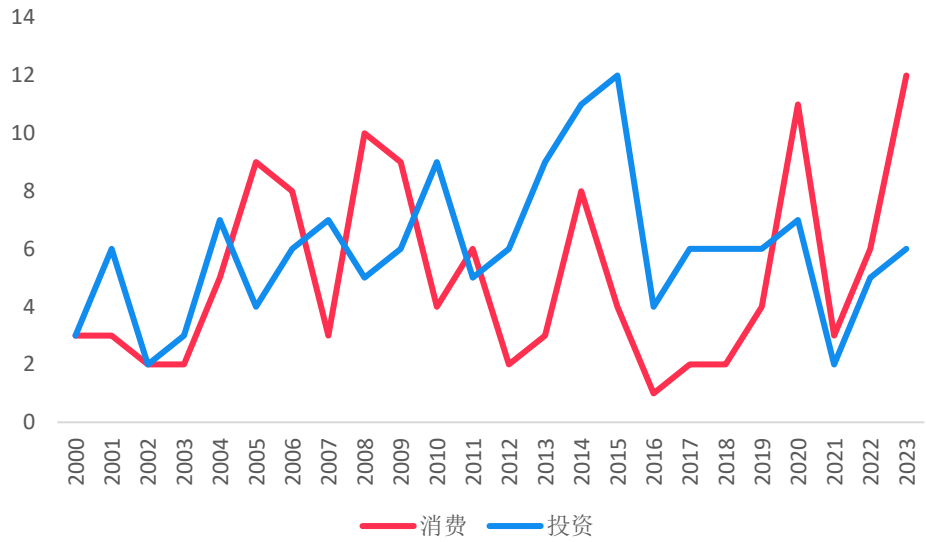
资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 3：供给和需求淡化



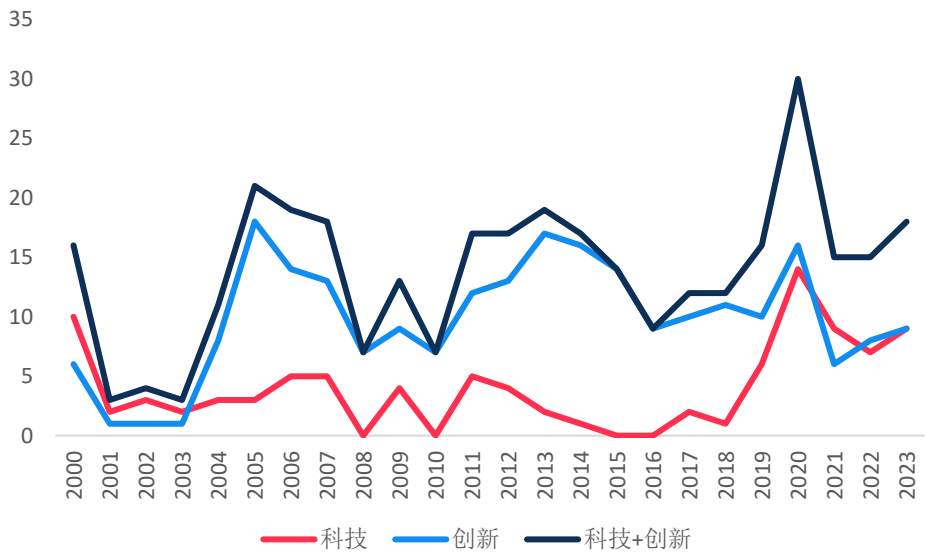
资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 4：消费和投资增加



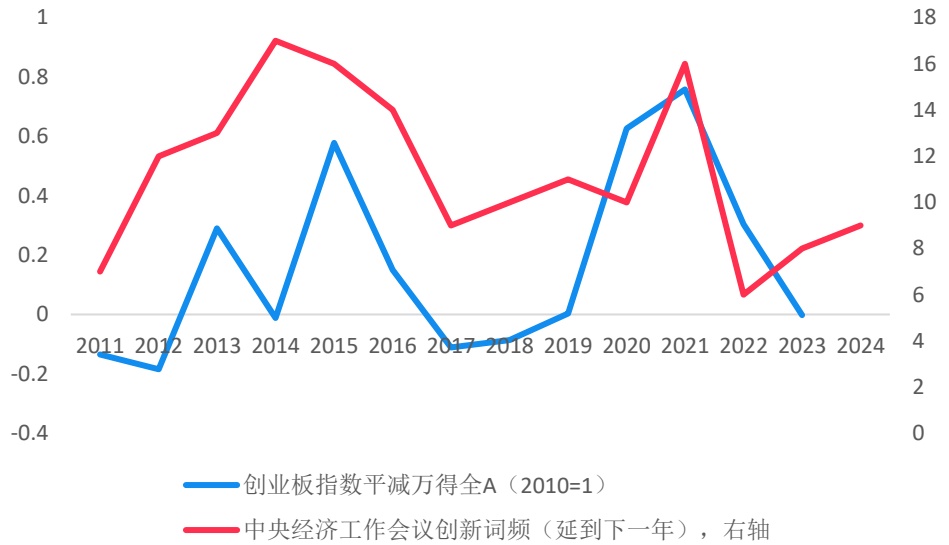
资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 5：科技和创新增加



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 6：创新词频与创业板指



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 文本分析

下面，通过进一步学习中央经济工作会议通稿的文本，来把握本次会议的基调。

会议定调方面，2023 年面对的内外环境比 2022 年更加复杂，内部多重困难交织，外部不确定性增加。经济前瞻部分仍然强调了“要增强信心和底气”。工作基调总结了“五个必须”，其中“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”和“必须把推进中国式现代化作为最大的政治”的新提法值得重视。

表 1：中央经济工作会议关于经济工作的基调

	2023 经济工作会议	2022 经济工作会议
内外环境	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。	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。
经济前瞻	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。	我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现， 明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。
工作基调	必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理 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 必须坚持依靠改革开放增强发展内生动力	坚持发展是党执政兴国的第一要务

必须坚持高质量发展和高水平安全性互动

必须把推进中国式现代化作为最大的政治

资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

政策提法方面, 总体原则比去年更加积极, 提出“稳中求进、以进促稳、先立后破”, 还提出“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”。下面具体来看财政、货币和房地产政策。

财政政策顾虑较多。一是“力度”下降, 由去年的“加力提效”变为“适度加力、提质增效”, 强调要提高资金效益和政策效果; 二是支出方向有要求, 强化国家重大战略任务财力保障, 重点支持科技创新和制造业发展; 三是加强纪律, 严格转移支付资金监管, 党政机关要习惯过紧日子。

货币政策更加积极。虽然“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”的提法不如去年“要加力提效”简单直接, 但是本次会议明确指出“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”, 在低通胀环境下特别强调了是“价格水平预期目标”而不是“名义经济增速”, 意味着流动性宽松还有空间。并且, 本次会议提出“促进社会综合融资成本稳中有降”。

房地产政策没提“房住不炒”, 更加明确地暗示了“三大工程”与“新模式”的关系, 其余提法为近期常见提法。

表 2: 中央经济工作会议关于政策的提法

	2023 经济工作会议	2022 经济工作会议
宏观政策	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。	坚持稳字当头、稳中求进, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 加大宏观政策调控力度, 加强各类政策协调配合, 形成共促高质量发展合力。
财政政策	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。	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。
货币政策	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	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕, 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, 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

	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。
其他政策	要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，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导， 唱响中国经济光明论 。
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 。
	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。

资料来源：Wind, 新华社，首创证券研究发展部

工作要求方面，本次会议提了9个方面，比去年的5个方面明显要多。和12月政治局会议一样，本次会议把扩大内需移到了第二位，将建设现代化产业体系移到了第一位，与高质量发展相匹配。

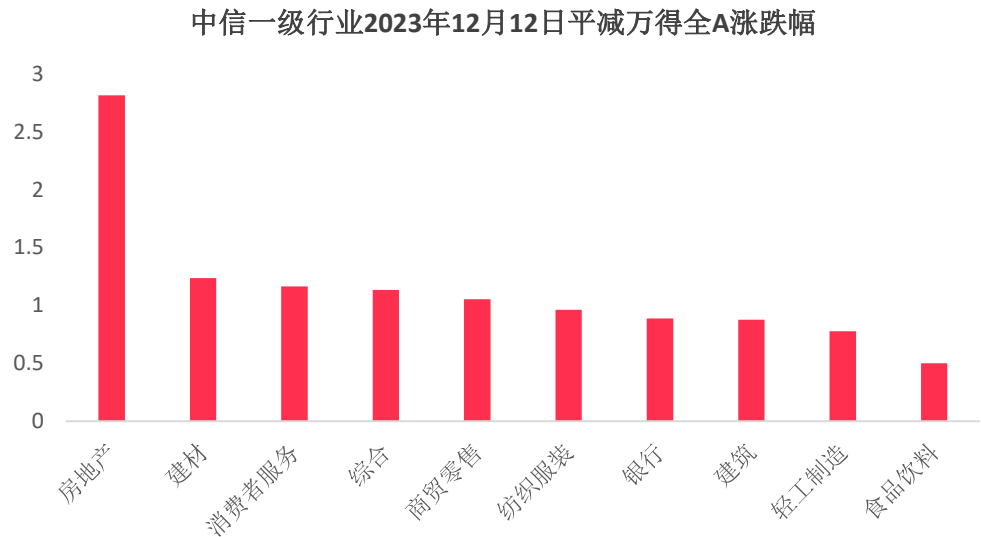
表3：中央经济工作会议工作要求

	2023 经济工作会议	2022 经济工作会议
工作要求	一是以科技创新引领现代化产业体系建设。 二是着力扩大国内需求。 三是深化重点领域改革。 四是扩大高水平对外开放。 五是持续有效防范化解重点领域风险。 六是坚持不懈抓好“三农”工作。 七是推动城乡融合、区域协调发展。 八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 九是切实保障和改善民生。	一是着力扩大国内需求。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。 二是加快建设现代化产业体系。 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 大显身手。 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 。 三是切实落实“两个毫不动摇”。针对社会上对我们是否坚持“两个毫不动摇”的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊。 四是更大力度吸引和利用外资。 五是有效防范化解重大经济金融风险。

资料来源：Wind, 新华社，首创证券研究发展部

市场对中央经济工作会议作出了反应，2023年12月12日中信一级行业涨跌幅前十的主要是房地产相关和消费类，10年期国债活跃券日内下行约1.5BP。

图7：中信一级行业2023年12月12日平减万得全A涨跌幅前十（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图8：10年期国债活跃券230018日内走势（2023年12月12日）

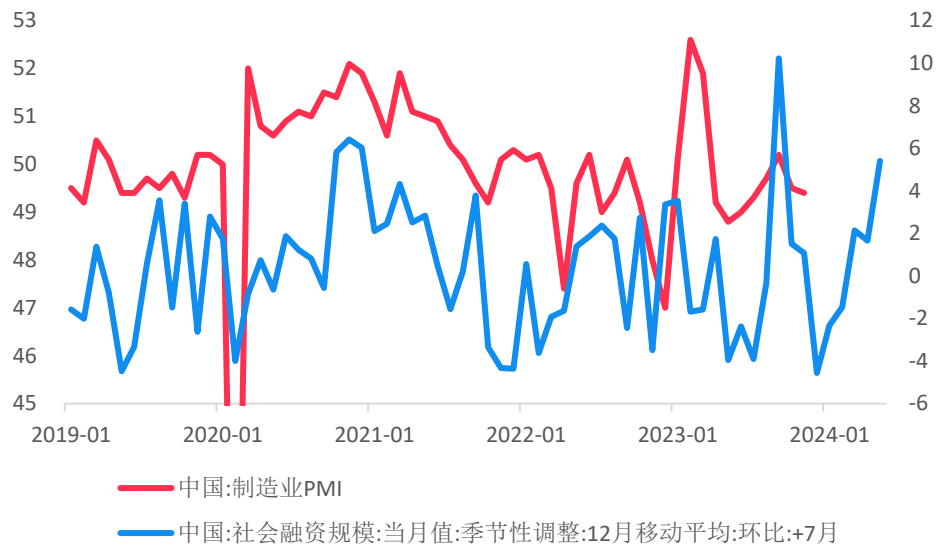


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

中央经济工作会议强调高质量发展，短期可能兼顾需求，货币政策发力似乎比财政政策逻辑更加顺畅，因此，债市比股市可能更具系统性机会，股市或将重点关注结构性机会，如科技和消费。根据社融领先经济半年左右的规律，年底经济趋缓的可能性仍存，需注意。

图 9：经济稳中转弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 风险提示

政策落地不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现