

中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2023年12月13日

中央经济工作会议 12月11-12日在北京召开，定调 2024 年经济工作重心。会议明确指出当前经济运行面临的困难挑战，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。整体论调基本延续 12月8日政治局会议的提法——“稳中求进、以进促稳、先立后破”，“要强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，而且进一步给出操作指引——“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”。整体而言，我们认为新一年经济工作对增长质量更为重视，周期性政策刺激或低于市场预期。尽管市场上有声音认为增长目标会依然维持在 5%左右，我们认为 4.5%-5%的增长目标或更符合实际情况和适应高质量发展要求。

新一年的经济工作或改革和增长并重，周期性政策刺激或低于市场的预期。虽然我们相信经济增速对新一年的经济工作仍然重要，但是会议通稿中的一些表述意味着政府或更重视高质量增长，改革的重要性明显高于去年：首先，“稳增长”不再放在“三稳”目标的首位，而是让位于“稳预期”。其次，相比 7月份政治局会议强调宏观政策的逆周期调节，此次会议和 12月政治局会议新加入“跨周期调节”的措辞或意味着必要时刺激政策将退出。再次，在去年会议“稳中求进”的基础上加上“先立后破”亦暗示改革意图。最后，“转方式、调结构、提质量、增效益”也表明了对调整经济结构、提高经济质量以及改善政策效益的要求。在更重视改革和高质量发展的背景下，大规模政策刺激出台的可能性很低，稳增长的政策刺激在新的一年里可能会低于此前市场和我们的预期。

稳预期被放在更重要位置，政府似乎对通胀问题的担忧显著少于市场。今年会议提出的“三稳”目标为稳预期、稳增长和稳就业，而去年的是稳增长、稳就业、稳物价。会议通稿新增“稳预期”并放在“稳增长”前面，体现了稳预期在新一年经济工作中的重要性。我们相信政府有可能改善政策透明度以及增强与市场的沟通以改善预期，有助于改善市场预期的政策措施亦可期。然而，此次会议通告删除了“稳通胀”。尽管市场对中国的负 CPI 读数较为担心，但是政府似乎并未对通胀问题有特别担忧。



扫码关注浦银国际研究

会议对政策协调提出了更高要求。除了强调货币和财政政策协调配合之外，通稿亦把就业、产业、区域、科技、环保政策也加入到宏观政策的框架里，为高质量增长服务。

通稿针对政治局会议提出的“财政政策要适度加力、提质增效”提出更详细部署：

1. 赤字率或定在 3.5%-3.8% 区间。“用好财政政策空间”或意味着政府会善用中央财政空间，2024 年的财政赤字率或仍显著高于 3% 的隐性红线。然而“提高资金效益和政策效果”以及“增强财政可持续性，严控一般性支出”等措辞亦降低了大规模财政刺激的可能性。虽然市场上有声音认为 2024 年的财政赤字率可能会定在 3.8% 或更高，但是我们认为政府可能并不会让赤字率高于今年修订后的 3.8%，我们预计明年赤字率会定在 3.5%-3.8% 的区间内。

2. 对重点支出领域作出安排。通稿提出要“优化财政支出结构”：1) “合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”意味着专项债或成为三大工程融资来源之一，且专项债撬动其他资金的杠杆作用有望提升。我们预计 2024 年的地方政府专项债额度可能小幅上升 2000 亿元，总额度达到 4 万亿元。2) 相较去年会议通稿，新添的“落实好结构性减税降费”或暗示明年减税降费幅度或高于今年。3) 政府也会重点支持科技创新和制造业发展。

3. 推出大规模促消费政策的可能性或较低。一方面，本次会议对经济工作的部署将扩大内需放在第二位，让位于产业政策。另一方面，通稿并未提出具体的促消费或者增收方案。

4. 强调有效益的投资。重点领域包括大规模设备更新、关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳等。

5. 对化解地方债务风险提供更多线索，化债工作或稳健推动。通稿提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，暗示化债工作或稳健推进，减少化债工作对经济发展的负面影响。“经济大省要真正挑起大梁”或暗示化债处置方式。短期来看，我们相信特殊再融资债的发行会继续，以解燃眉之急。中期来看，“谋划新一轮财税体制改革”或意味着财税再分配改革或帮助地方政府改善对土地收入和隐性债务的融资依赖。此外，我们相信央行或设立 SPV 工具来帮助化解地方债风险。地方政府也可以依靠盘活部分国有资产偿付债务负担。

货币政策的宽松定调较7月政治局会议有所收敛。相较7月政治局会议，虽然货币政策定调仍为“稳健”，但是12月政治局会议和此次会议均新添“灵活适度、精准有效”等表述。和去年中央经济工作提出的“精准有力”相比，“精准有效”的表述也体现了货币政策在新的一年里将更强调政策成效，力度上或有所减退。不过，此次会议提出要“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”。由于今年通胀率较低，政府不再要求社融和M2同名义GDP增速相匹配，而是和实际增速和价格预期目标相匹配。假定4.5%的增长目标，3%的通胀目标，那么预计信贷增速目标至少在7.5%以上。这意味着信贷环境或仍维持适度充裕。我们依然相信至少明年上半年货币政策会继续宽松，预计还有2次25个基点的降准，降息或根据经济复苏情况而定。

对房地产政策的表述延续此前中央金融工作会议的提法。通稿依然强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”以及“加快三大工程建设”。我们依然相信需求端政策短期内继续重落实和观望成效。供给端政策或持续发力。三大工程建设或为明年稳地产的重要一环。

会议勾勒出围绕高质量发展的改革蓝图：1) 建设以科技创新引领现代化产业体系被放在最重要位置，我们相信对研发和先进制造业的政策支持将继续升级。2) 为了促进民企发展，政府承诺将在“在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措”。3) 为了扩大高水平对外开放，政府承诺将拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口；放宽电信、医疗等服务业市场准入等。

风险提示：房地产行业迟迟不能企稳、地方政府债务风险、中美关系恶化。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

