



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2023 年 中央经济工作会议 宏观及投资策略分析

农银国际

2023 年 12 月 13 日



2023 年中央经济工作会议的宏观及投资策略分析

经济师姚少华博士

高质量发展是 2024 年经济工作的主基调

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话，全面总结 2023 年经济工作，深刻分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作。国务院总理李强作总结讲话，对做好 2024 年经济工作提出要求。

会议首先肯定了 2023 年我国经济回升向好，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破。但同时指出我国经济发展面临一些困难和挑战，主要包括有效需求不足、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。我们认为有效需求不足体现为今年年初以来整体投资以及零售销售偏慢。部分行业产能过剩表现为通胀疲弱，通缩风险上升。风险隐患仍然较多，主要以房地产、地方债务、中小金融机构三大风险为代表。外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升表现为今年出口表现负增长。由于 2022 年较低的基数效应，我们预期 2023 年全年 GDP 实际增长 5.3% 左右。

对于 2024 年的整体经济工作，会议认为必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理，完整、准确、全面贯彻新发展理念，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。通过上述表述可看出 2024 年经济工作的关键词是高质量发展。为使整体经济工作做到高质量发展，我们认为以下三方面的工作尤为重要。

首先，2024 年中国的经济需要保持在一定的增速，稳增长或是 2024 年的首要目标。会议要求，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。虽然本次会议未明确给出 2024 年经济发展主要预期目标，我们预计在 2024 年政府工作报告上 GDP 增速目标或设定在 5.0% 左右，也可能设定为 4.5%-5.0%。我们预计中国经济在 2024 年将增长 5.0%（图表 1）。消费的持续复苏以及制造业投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。相反，仍偏疲弱的房地产行业和部分地方政府高企的债务水平将是主要挑战。



图表 1：经济预测

经济指标	2022 年	2023 年预测	2024 年预测
实质 GDP 增长，%	3.0	5.3	5.0
固定资产投资增长，%	5.1	3.0	4.0
零售销售增长，%	-0.2	7.0	6.0
以美元计出口增长，%	7.0	-5.5	2.0
以美元计进口增长，%	1.1	-6.0	2.5
工业产出增长，%	3.6	4.1	4.5
消费物价通胀，%	2.0	0.4	1.5
生产物价通胀，%	4.2	-3.0	0.5
M2 增长，%	11.8	10.0	9.5
社会融资规模增量，十亿人民币	32,010	35,500	37,000
整体新增人民币贷款，十亿人民币	21,310	23,000	24,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8986	7,0000	6.8000
1 年期 LPR，%	3.65	3.45	3.25
5 年期 LPR，%	4.30	4.20	4.00

来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券预测

其次，2024 年要有效化解经济运行中的主要风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。当前中国经济主要面临三大风险，包括房地产风险、部分地方政府债务高企风险以及中小金融机构风险。本次会议对房地产风险着墨最多，强调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。我们预期 2024 年房地产投资在稳地产政策特别是加快推进城中村改造加快以及保障性住房建设支持下或略有反弹。房地产销售在按揭利率下调下料低位回暖。沿着先立后破的思路，预期政策将继续呵护房地产、地方债务化解以及中小金融机构。

第三，高质量发展需要中国的科技创新进一步突破。本次会议在 2024 年的九大经济工作里，以科技创新引领现代化产业体系建设放在首位，反映中央对科技创新工作的重视。会议强调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。我们可以预计在未来相当长一段时间里以美国为首的西方国家将加大对中国的



技术封锁力度，所以中国须加快形成核心技术突破体系，实现重大领域关键核心技术突破。通过科技创新提高全要素生产率，令投资回报率上升。科技创新亦可提高中国出口产品和服务的附加值以及国际定价能力，从根本上提高中国在国际舞台的竞争实力。

此外，会议对 2024 年的宏观政策进行了定调，确定 2024 年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。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。适度加力是 2024 年财政政策的关键词，意味着适当增加财政支出规模。我们预期 2024 年中央财政预算赤字率与 2023 年大致相同，约在 3.8% 左右。为增加地方政府的广义财政空间，我们预期 2024 年地方政府专项债发行额度或在 4 万亿左右，小幅高于今年的 3.8 万亿规模。我们预期中央财政对地方的转移支付在 2024 年将进一步扩大，2024 年转移支付的规模或达到 11 万亿左右，小幅高于 2023 年的 10.06 万亿规模。

货币政策方面，会议提出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，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。为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年将继续下调基准利率。我们预计 2024 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调在 3.25% 及 4.00%。为增加金融市场流动性，我们预期 2024 年人民银行将继续下调 RRR 两次。汇率方面，由于美联储开始进入降息周期、中国经济反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期 2024 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8000 左右。

会议还明确了 2024 年 9 项重点工作（图表 2）。一是以科技创新引领现代化产业体系建设。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。二是着力扩大国内需求。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。三是深化重点领域改革。要谋划进一步全面深化改革重大举措，为推动高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力。不断完善落实“两个毫不动摇”的体制机制，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力。四是扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。五是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。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。要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。



图表 2：2024 年 9 项重点工作

1. 以科技创新引领现代化产业体系建设
2. 着力扩大国内需求
3. 深化重点领域改革
4. 扩大高水平对外开放
5. 持续有效防范化解重点领域风险
6. 坚持不懈抓好“三农”工作
7. 推动城乡融合、区域协调发展
8. 深入推进生态文明建设和绿色低碳发展
9. 切实保障和改善民生

来源：2023 年中央经济工作会议、农银国际证券



投资主题

研究部主管陈宋恩

2024年是“十四五”规划的第四年，我们预期政府将更加积极主动地应对经济发展及挑战，保持经济增长。如果不出现意外的黑天鹅事件，我们对2024年中国经济应该保持谨慎乐观。“十四五”规划的首两年，2021-22年的经济发展受到新冠病毒疫情控制、俄乌冲突爆发引发的全球能源和食品供应危机、大部分发达国家利率飙升抑制需求等不利影响。2023年，即“十四五”规划的第三年，国内经济受到外需和内需（包括消费和投资）疲弱的叠加不利影响。2024-25年是政府经济工作加大力度的时期。

一、中央经济工作会议向资本市场传达了以下投资主题

扩大内需是必然选择。我们判断，除新冠病毒疫情控制因素外，2022-23年的大部分负面因素将在2024年继续存在。鉴于外需疲弱，2024年中央政府稳定经济增长的必然选择是扩大内需，特别是私人消费、私人投资和公共投资。

虽然我们预计政府将积极主动地扩大财政政策，但我们相信政府将更加遵守财政纪律来使用财政资源。我们认为政府将偏向于限制公共支出、但增加财政资源用于公共投资。在这种情况下，政府主导的投资项目对于稳定经济增长、吸引民间资本加入政府主导的项目都发挥着重要作用。

事实上，中央经济工作会议明确提出合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围；严格转移支付资金监管，严肃财经纪律；增强财政可持续性；严控一般性支出；党政机关要习惯过紧日子等要求。如果财政政策的扩张主要是增加公共投资，政府只是将手中的货币转化为具有长期经济回报的实物资产，那么我们就没必要过度担心财政赤字的增加。当然，不排除一些资本市场投资者或信用评级机构可能对财政赤字增加感到担忧，因为财政支出和投资的细节尚不清楚。

图表 3：2021-23 年，全国一般公共预算收入支出比例在提升中，中央收入支出比例偏高，但地方收入支出比例偏低，中央负责财政资源再分配工作

时期	1-10/2023	1-10/2022	2022 年	2021 年
全国一般公共预算收入/支出比例	0.87	0.84	0.78	0.82
其中：				
中央一般公共预算收入/支出比例	2.84	2.82	2.67	2.58
地方一般公共预算收入/支出比例	0.55	0.52	0.48	0.53

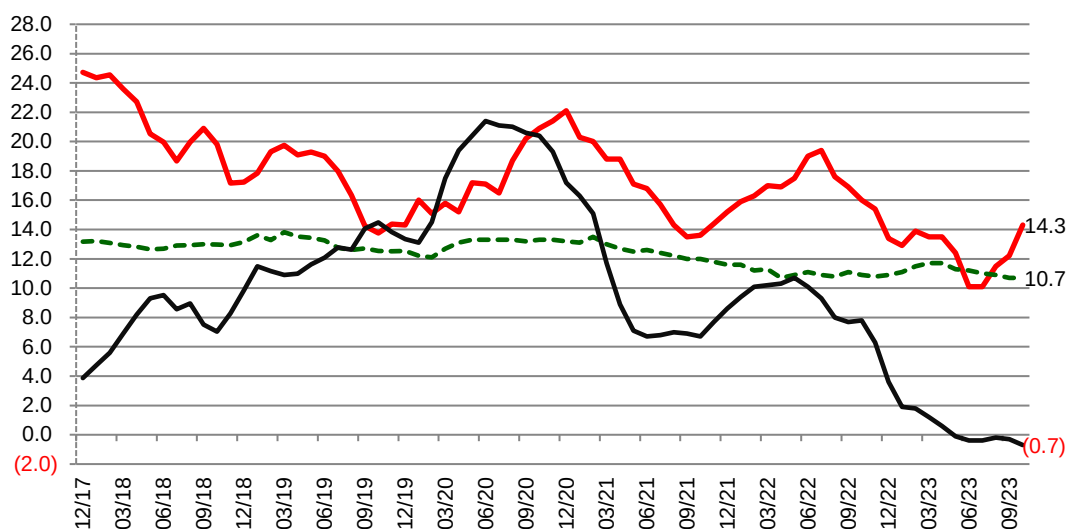
来源：财政部财政收支情况、农银国际证券



图表 4：社会融资规模存量同比变化

— 存量政府债券、企业债券、人民币贷款余额同比变化 (%)

2023 年政府增加发债投入实体经济



红线：政府债券余额同比变化；黑线：企业债券余额同比变化；绿点线：人民币贷款余额同比变化

注：截至 2023 年 10 月末

来源：人民银行、农银国际证券

私募股权和风险投资机会。 中央经济工作会议明确提出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。

我们认为经济增长需要新的增长动力轨迹，新的增长动力意味着发展新的朝阳产业。随着中央明确提出哪些新兴产业赛道将出现，相关扶持政策或措施将会出台。此外，中央还可以引导金融机构加大对政府支持的新兴产业的金融资源配置。

二级市场机会 - 扩大内需仍是主要投资主题。 上述这些新兴行业可能会被二级市场投资者视为高风险行业，因为这些新兴行业的公司可能规模较小且处于公司成长周期的早期阶段。中央经济工作会议明确提出要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。2024 年，关注私人消费相关商品和服务仍将是二级市场的投资主题。

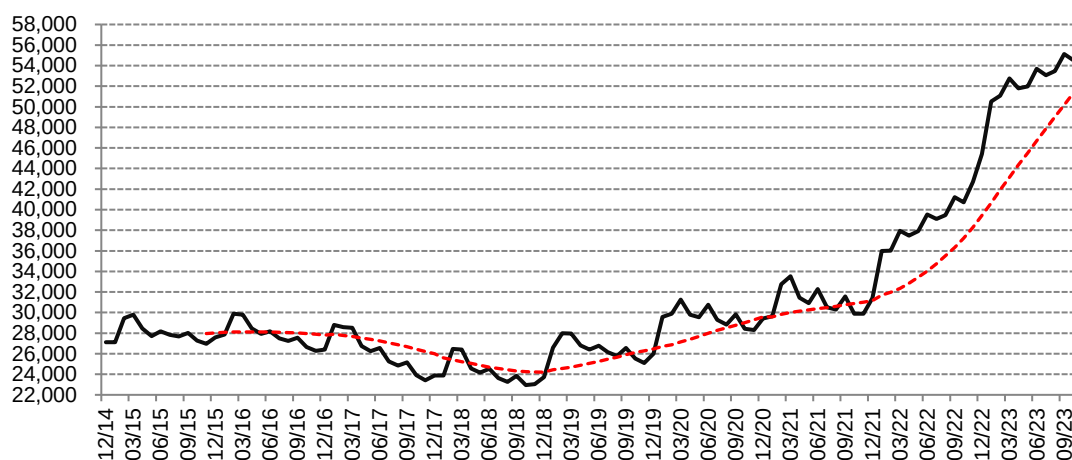
2023 年第四季度，我们观察到投资者抛售中国消费相关股票，因为投资者担心房地产市场的不利形势（即负财富效应）将限制私人消费，以及一些地方政府紧张的财政状况（即政府过紧日子）将严重抑制政府支出。我们判断，对中



国消费板块的过度悲观一方面压低了大部分蓝筹消费股的股价，但这也为价值投资者提供了机会可选择性低价吸纳部分蓝筹消费股。

我们对 2024 年私人消费市场持谨慎乐观态度。谨慎乐观原因是住户净存款持续增加，购买力有待释放。2023 年 10 月末，住户在金融机构人民币存款较 2022 年末大幅增加 13.77 万亿元至 134.11 万亿元；同期住户人民币贷款增加 4.65 万亿元至 79.58 万亿元；住户净存款增加 9.12 万亿元至 54.53 万亿元。在此期间通胀率低，意味着住户的名义和实际购买力明显增加。

图表 5：住户人民币净存款（十亿元人民币）
住户名义购买力持续增加，有待释放



红点线：12 个月平均线

净存款 = 存款 - 贷款

来源：人民银行、农银国际证券

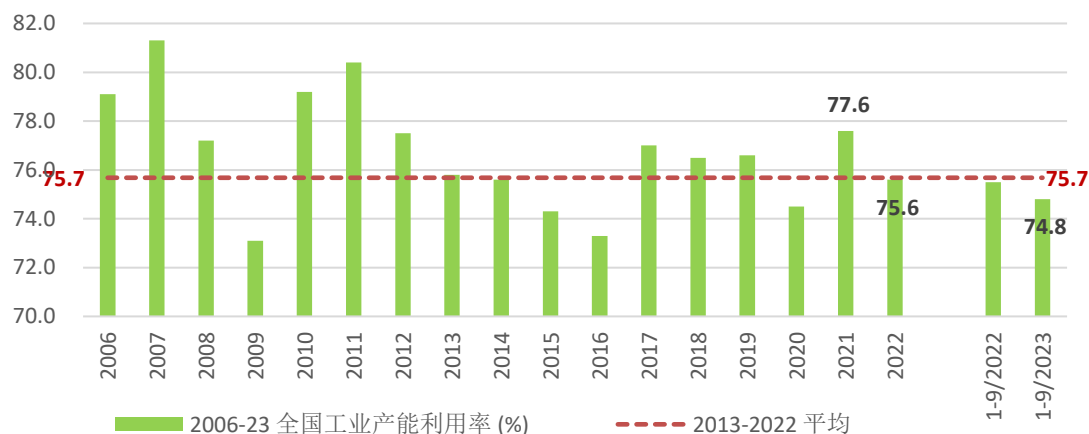
住户有钱，看供给侧如何创造新需求。鉴于 2023 年新的新能源汽车销量大幅增长，但整体新车销量增速较低，表明消费者愿意在有需要的情况下增加新耐用消费品的消费。从这个角度来看，政府提振私人消费面临的挑战是恢复消费者支出信心、发展新供给诱导产生新需求。从投资者的角度来看，生产者能够推出热门爆款的消费品或服务将成为消费行业的赢家，而且新消费需求将拉动新投资。

2024 年的投资风险之一是部分行业出现严重产能过剩。中央经济工作会议明确指出，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。中央经济工作会议明确要求，2024 年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。



我们判断先立后破是带来产能过剩风险的因素之一。我们理解先立后破是指在某个时期旧产能和新产能并存直至新产能完全可靠取代旧产能，我们认为产能过剩是降低供应中断风险所必需付出的保险成本。

图表 6：全国工业产能利用率（%）－产能过剩导致产能利用率下降，对资本密集型行业不利，单位固定成本难以摊销下降



来源：国家统计局、农银国际证券

从投资者的角度来看，产能过剩风险带来新的投资机会。产能过剩可能在特定时期在某个行业供应链的特定环节存在。产能过剩是供应链的某个环节过剩供应，对于产能过剩环节的上游或下游来说可能是好消息。

2023 年下半年汽车级电池材料碳酸锂价格大幅下跌，对碳酸锂制造业来说供应过剩形势严重，但这对新能源汽车制造商来说是个好消息，因为汽车电池成本的下降将使他们能够以较低的新能源汽车价格来取代燃油汽车制造商的市场份额。这对于传统燃油汽车制造商来说也是一个负面消息。2023 年太阳能级硅片价格也大幅下降，这是产能过剩的又一个明显信号，但这对下游新的太阳能电站项目来说是个好消息，因为投资成本可能会下降，有利提高投资回报。从投资者的角度来看，某个行业供应链某个环节的产能过剩风险，同时也是该行业供应链其他环节的投资机会。

二、 应该保持谨慎乐观，而不是过度悲观

对于 A 股或港股市场投资者来说，我们认为应该保持谨慎乐观，而不是过度悲观。

过去两年，中港股市深度调整，风险已较充分释放。今年以来，沪深 300 指数和恒生指数分别下跌了约 11% 和 17%。自 2021 年末以来至今，沪深 300 指数



和恒生指数分别下跌了约 30%和 29%。鉴于主要股指在 2022-23 年的较大跌幅，这意味着大部分众所周知的负面因素已反映到股价中，风险已大量释放并消化，所以此时此刻不应过度悲观。

从宏观面看，上行惊喜可能超过下行惊讶。2024 年是“十四五”规划的第四个年头，我们认为政府拉动经济增长的动力将相对较高。政府一方面将更加积极地运用财政和货币政策刺激需求，另一方面更主动遏制房地产市场风险和地方政府债务风险带来的潜在系统性风险。当然，我们并不期望这些主要风险会在一夜之间消失，但我们有理由期望政府能够成功控制风险。因此，国家风险溢价将得到遏制或有可能在 2024 年逐渐下降，国家风险溢价下降将是资产定价上行的有利因素。总体而言，上行惊喜可能超过下行惊讶，所以我们认为应该保持谨慎乐观。

外部因素或有较好变化。从外部因素来看，市场预期欧美 2023 年利率周期见顶以及预期 2024 年利率进入下行周期。在欧美利率上行变化至下行周期的情况下，一方面会减轻人民币贬值压力，另一方面降低境外投资者持有人民币资产的机会成本。这将影响全球流动性流动方向。

投资主题明确。政府支持的新兴产业是私募股权和风险投资机会。政府扩大内需仍是二级市场主要投资主题。我们预期中央经济工作会议为 2024 年主要工作提出指导原则及方向，相应监管部门将在近期出台落实工作的政策措施执行细节。



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有(除以下披露权益)研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183