

防范三大重点领域风险，结合价格水平考量信用供给

——信用角度看中央经济工作会议

联合资信 研究中心

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，深刻分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作。在 2022 年年底绝大多数机构、投资者都认识到了 2023 年经济恢复的复杂性，但很少预见 2023 年年中开始的价格弱势表现。当然这无疑与房地产相关风险仍处于出清阶段有关。本次中央经济工作会议中每一个字都体现了对于经济增长的呵护之心，要积极地促进经济增长，提振信心，鼓舞士气，改善价格弱势表现。经济增长目标预计将在 2023 年基础上更进一步，以政府积极行动来拉动社会信心。

本次会议有三大政策取向对信用市场具有重大影响，值得关注：

一是提出“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。”对于信用增量的要求，在 2022 年提出的与“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”基础上，增加对价格因素的考量。一方面说明 2024 年价格水平波动将同步影响信用投放量，另一方面也说明中央对于价格水平的未来走势提出了更高的要求。

二是提出“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”“加强经济宣传和舆论引导”。一方面，在总结过往多部门多产业政策叠加经验基础上，要求“加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合”，统一思想，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。另一方面，社会预期影响着企业、居民的投资消费行为，影响着经济走势。2023 年，公司债、企业债发行数量不足，CPI 低位运行，企业和居民信心不足对信贷扩张带来巨大逆风。2024，社会预期管理与提振信心的重要性将大大提高，将加强经济宣传和舆论引导，相应宏观政策的导向也将向着更加积极的方向推进。这体现了经济工作的中心地位，思想宣传、娱乐发展、社会思潮将向经济工作上统一。

三是，提出“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”。房地产领域，2023 年，房地产有利政策不断出台，但从经济指标看房地产行业信用风险仍有待进一步出清，特别是不同性质的房地产企业风险水平出现两级分化态势。本次会议强调 2024 年需要“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”，民营房地产企业的风险化解预期得到更多呵护。**地方债务领域**，对于地方政府债务风险化解，2023 年通过发行特殊再融资债券化解地方政府债务风险已向市场释放了积极信号，2024 年地方政府将在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”方向将更有作为，通过经济增长平滑和逐步化解债务风险。同时，“经济大省要真正挑起大梁”，经济大省的地方政府及城投企业在上述领域的投资建设也将承担更多任务。**中小金融机构领域**，需要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。中央将房地产、地方债务、中小金融机构风险放在一起考虑，这对货币政策的流动性安排提出了更高要求，不能因为单独为某一方提供流动性支持而忽视其他方面。通过房地产风险与地方债务风险管理的合力，实现中小银行的风险防范与化解。

回到宏观经济总体布局上来，中央经济工作会议对于 2024 年经济工作总基调、财政及货币政策等基本方向的安排如下：

中央经济工作会议指出，明年经济工作总基调为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。自往期中央政治局会议提出中国经济面临三重压力以来，经济工作总基调是稳中求进。经过一年的经济调整，可以说进出口最严峻的形势已经过去，目前主要是房地产相关债务问题较为严重，拖累了经济整体恢复进程。在房地产相关债务演化下，经济数据展现出明显脉冲特点，财政、货币一发力，经济数据就可以拐头向上，但延续时间只有一到二个月。本次会议在稳中求进总基调的基础上，增加了“以进促稳、先立后破”，对明年经济增长速度提出了更高的要求，预计 2024 年经济增长目标在 5% 左右。其实 2023 年经济增长如果可以完成 5% 的目标，与 2022 年两年平均增速在 4% 左右相比较，2024 年 5% 的增长目标，要求经济增长在 2023 年基础上更进一步。

从需求侧来看，社零增速首先要企稳，这可能需要做很多工作。会议表示“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，扩内需一直以来是经济改革的重点，现阶段面临是撒胡椒面式刺激，还是以公共服务投资为抓手促进消费的战略抉择。会议要求以消费和投资相互促进为取向，可见接下来对于保障房投资，教育、医疗、养老福利均等化设施投资将是未来一段时间工作重点。会议提出要培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，发挥好政府投资的带动放大效应，完善投融资机制，从扩大、稳固、带动、完善四个角度部署消费、投资工作。明年在数字消费、绿色消费上的推广力度将会加强，新能源车促销会有更多支持政策，推动大规模设备更新和消费品以旧换新，充电桩、计算中心、氢能设施等新型基础设施将继续加码提速，节能减排降碳稳步推进。

“先立后破”对明年经济结构性改革提出了工作总基调，传统产能的调整和出清工作可能要把步子放缓，例如冶炼行业的重组并购要放缓，中小银行、券商的合并重组要放缓，与房地产相关行业的产能调整要放缓。与此同时，科技创新投入要进一步加强，特别是通用人工智能、车联网、电池生产等行业要加快投入，国有资产盘活、历史沉淀信贷存量盘活工作会加快步伐。在土地出让费大规模降低的环境下，地方政府性基金与一般公共财政收支格局面临较大调整，一方面民生支出压力不减，一方面财政收入格局面临大变化。财政体制改革已经进入变革前期，面临税基、税率的一系列制度性改革，但在“先立后破”的基调下，财政体制改革步伐可能要放缓，边际税率不会快速调整。会议指出“要谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革。”将财税体制改革定性为“谋划”，体现了中央将税改后延，减轻对于经济不确定性的影响。在支出压力下，会议强调“要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生”，短期内或将增加财政赤字来跨周期应对财政体制改革的延后影响，而赤字率阶段性增加将增加国债在债券市场中的供应量。同时地方政府的城投平台将会继续存在一段时间，其公司制度改革安排将会后延。

会议表示，明年的财政、货币环境是“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”。积极财政、稳健货币的总政策取向没有变，相应的近几年专项债预算前置、年内追加财政预算，货币降准、降息，加强对房地产企业的信贷支持等政策将延续下去，跟随经济进展及时采取政策工具。这一轮的政策工具箱逐步打开，加码加力的整体趋势还将保持。在边际上“适度”两次提及，显示出要在2023年基础上进一步加快前瞻性实施的取向，这意味着明年上半年相关的财政预算支持投资的同时货币政策投放流动性将会更加积极配合。在今年四季度，特殊再融资债券、一万亿追加财政预算债券大规模发行的背景下，2024年一季度是一万亿特别国债形成实物工作量的重点时段，“适度加力”预示在此基础上，专项债额度将提前发力，形成一个重大的基建集中开工期，提振明年开年的经济信心。会议指出合理扩大地方政府专项债券用作资本金使用范围，这将提高专项债资金使用灵活性，将自负盈亏项目库扩展，或能支持更多民生工程建设、新型基础设施建设，形成更加长期的社会效益。在专项债基础上，预计一季度也是一个金融再融资债券集中发行期，化解中小银行的资产负债表困境。

2023年四季度货币政策没有采取降准的措施，MLF短期流动性投放量较多。进入明年一季度之后，货币政策大概率延续MLF投放流动性的措施，长期限资金投放有限，长债利率或保持强势。房地产价格是货币环境最大的背景因素，在房地产债务出清迟迟无法推进的情况下，货币政策难言“精准有效”。一至二季度是判断房地产投资增速的关键时间段，在低基数条件下，房地产投资增速能否企稳非常

关键。关于房地产销售的价格限制在逐步取消，相关价格调整更加灵活，房地产供求关系或许能在明年上半年出现一定调整。房地产资金的题眼在销售端，销售回款顺利，居民愿意为相应价格的房子提高杠杆，信贷正循环也就有了动力。在不依靠央行投放基础货币条件下，结构性货币政策通过差异化的利率政策引导供给侧结构性改革才有操作空间。