

宏观周报 20220903

以史为鉴，观察党代会后政策走向的三条线索

2022年09月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

■ 随着二十大日程的确定，投资者的一大关注点，是今年以来不断上升的经济政策不确定性是否能在大会召开后有所下降。图1表明至少从最近四次全国党代会召开后的情况来看是缺乏定论的。但这并不表明从大会召开到次年两会公布新的政府工作报告之前，经济政策的走向没有经验可循。在本文中，我们通过梳理历次全国党代会召开前后人事的变动、出台的宏观政策、以及重要会议的内容，试图给出二十大后观察政策走向的三条线索。结合这三条线索来看，我们认为相比十八大和十九大，二十大召开后稳增长在执行层面有望进一步加强，但是大会及之后政策往往会由短期目标向中长期规划倾斜，这会导致在稳增长之外的其他诉求，今年值得关注的是共同富裕等构建内需体系的政策主张。

■ 第一条线索是部委的人事更替，这涉及政策落地的效率。具体来看，根据部委领导的到位时间可以分为三种情况：

理想的情况是部委在党代会前到位，使得部委换届能与党代会换届相衔接。这有利于党代会后消除人事的不确定性，提高经济政策从中央到部委的执行力。次要的情况是部委的人事调整在党代会和两会之间完成。相对不理想的情况是部委换届滞后于党代会换届，在两会前后才到位，此情况下，由于可能涉及后续的人事调整，政策执行的不确定性增加。

■ 与前两届党代会相比，二十大的部委到位时间较为理想。如图2所示，十八大和十九大绝大部分部委到位时间集中在两会上，十八大前的部委到位率更是仅8%。而目前二十大的部委到位率高达42%（截至2022/9/2，下同），即已经有11位部委完成更换（表1）。主要经济相关部门的部委到位情况也比前两届党代会理想：工信部、住建部、人社部和自然资源部的新部长均已到位，而十九大前仅有发改委和住建部到位（表2）。

■ 部委人事到位时间的提速，相较而言会有助于稳增长政策靠前发力。在同样面临稳增长压力的十八大时期，基建和房地产的发力部分对冲了经济的下行压力（图3）。而当前部委到位远好于十八大同期时的情况，后续经济政策落地的效率有望进一步更高。

■ 第二条线索是大会前后宏观政策发力点的变化。一般而言，大会之后继往开来，宏观政策的重心会发生变化，比如从会议前的稳增长到更广泛的社会和行政改革，政策目标也很可能从短期向中长期倾斜，而这种变化对于短期经济的增长往往未必是利好：

■ 十八大：从稳增长转向调结构和反腐，经济企稳出现反复。2012年经济在外需走弱和前期紧缩政策的滞后影响下继续走弱，增速破8。2012年7月、大会召开前经济工作仍以稳增长和扩大投资为主，但是十八大召开之后，政策重心逐步向调结构转变，这在12月的政治局会议上表现尤其突出（图4和5）。

除此之外，党风建设和反腐工作的重要性也被大大提升。12月政治局会议在经济工作之前提出“八项规定”，明确要改进工作作风、密切群众关系；2013年1月22日十八届中央纪委二次会议，总书记在本次全会上首次提出“‘老虎’‘苍蝇’一起打”。

■ 十九大：三大攻坚战，政策紧缩更加明显。2017年中国经济整体保持稳健，在供给侧改革的基础上，十九大报告首次提出三大攻坚战（防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治），进一步聚焦改革和加大力度。大会后11月17日央行联合4部门起草《资管新规》（征求意见稿），剑指金融拆弹，12月20日中央经济工作会议明确表示“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”（图6）。直接的影响是导致经济的信贷脉冲加速下降，紧信用对2018年经济的影响由此开始显现。

■ 二十大：对经济的重视程度会更高，但须留意重提共同富裕等中长期规划。今年稳增长的压力明显大于2012年和2017年，我们认为在二十大召开后，保持经济处于合理区间、避免出台收缩性政策的主线暂时不会

相关研究

《非农数据点评：8月非农对9月加息是好消息还是坏消息？》

2022-09-03

《人民币再破“7”的胜负手仍在地产——兼论人民币汇率的分析框架》

2022-08-29

变，但对于未来五年的政策规划也会更加明确，9月1日《求是》杂志发表总书记关于构建“构建新发展格局”的讲话，其中“加快培育完整内需体系”被放在工作着力点的首位，如何推动共同富裕和促进消费可能成为大会及之后政策的重要变化点。

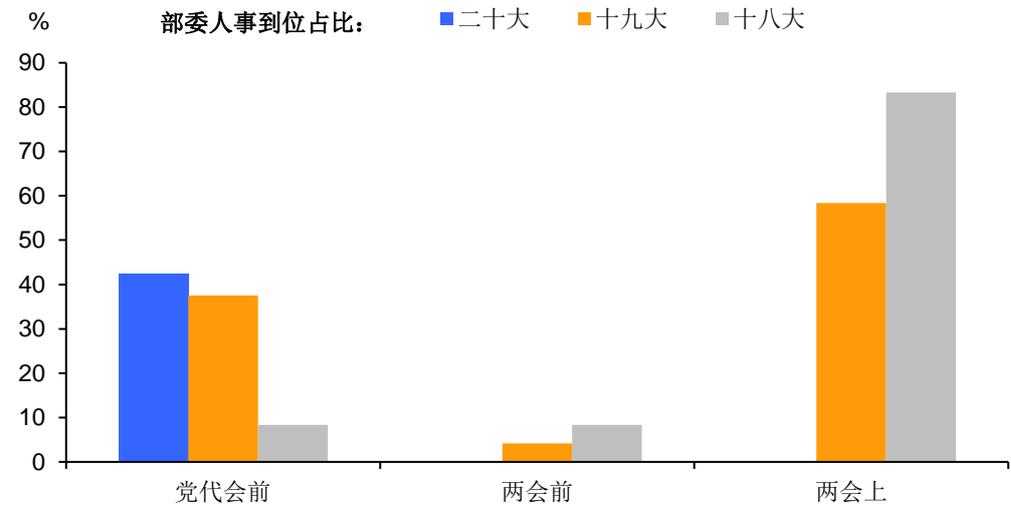
- **第三条线索是金融工作会议的召开与政策基调。**从1997年开始，五年一次的全国金融工作会议与党的全国代表大会均在同一年召开，而作为金融系统最高规格的会议，前者对于重大金融改革方向和政策的“定调”显然会影响到党代会后的宏观调控。具体而言，我们认为这种影响源于两个方面，一是金融工作会议召开的时点；二是会议本身的“基调”。
- **金融工作会议提早召开有利于降低党代会后宏观调控的不确定性。**这相当于中央在党代会召开前就已经对未来五年的金融工作定调，重大的金融政策往往会在随后党代会报告中，从而保持政策的可预见性。事实上，此前五次全国金融工作会议有4次均在党代会前召开（图7），唯一的例外是1997年亚洲金融危机爆发下的第一次金融工作会议。然而，今年以来在房地产停贷和村镇银行暴雷等风险事件下，第六次全国金融工作会议至今尚未召开，预计要推迟到党代会之后。因此，相对于以往，今年党代会后金融政策未来取向的不确定性是有所加大的。
- **金融工作会议的“基调”也会影响到党代会经济工作的方向。**这取决于金融工作会议的重心是促进经济发展还是防范化解金融风险。以最近两次金融工作会议为例。如图8所示，第四次全国金融工作会议的召开恰逢十八大前经济的下行周期，在基调上突出了“牢牢把握发展实体经济这一坚实基础”，对于防范化解金融风险要求相对温和。但第五次金融工作会议似乎是为了顺应十九大经济转入“高质量发展阶段”的要求，其在基调上更侧重“防范化解系统性金融风险”，因此，在“推动经济去杠杆”的要求下，十九大后的宏观调控也转向“紧信用”。从当前来看，我们预计第六次金融工作会议将把房地产作为防范化解系统性金融风险的重中之重，其如何应对无疑将左右二十大后的宏观经济环境。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口的放缓可能提前到来。疫情反复，严格防控持续时间明显拉长。

图1: 中国经济政策不确定性在十六大和十八大后下降, 在十七大和十九大后上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 近三次党代会部委人事到位时间



注: 二十大统计截至 2022/9/2

数据来源: 人民政协网, 新华社, 参考消息, 中国经济网, 环球网, 人民网, 央视网, 东吴证券研究所

表1: 二十大部委人事到位情况 (统计截至 2022/9/2)

人事调整	部委
新近调整 (11人)	2022年: 金壮龙 (工信部部长)、潘岳 (国家民委主任)、王小洪 (公安部部长)、周祖翼 (人社部部长)、王广华 (自然资源部部长)、倪虹 (住建部部长)、裴金佳 (退役军人事务部部长)、唐登杰 (民政部长)、王祥喜 (应急管理部长)
	2021年: 怀进鹏 (教育部长)、李国英 (水利部长)
尚未调整 (15人)	何立峰 (发改委主任)、王文涛 (商务部长)、唐一军 (司法部长)、黄润秋 (生态环境部长)、李小鹏 (交通运输部部长)、唐仁健 (农业农村部长)、胡和平 (文化旅游部长)、王毅 (外交部长)、王志刚 (科技部长)、马晓伟 (卫健委主任)、易纲 (人民银行行长)、魏凤和 (国防部长)、陈文清 (国安部)、刘昆 (财政部部长)、侯凯 (审计署署长)

注: 新近调整为 2021 年以来调整

数据来源: 证券时报, 中国新闻网, 中国经济网, 环球网, 新京报, 中国青年报, 潇湘晨报, 东吴证券研究所

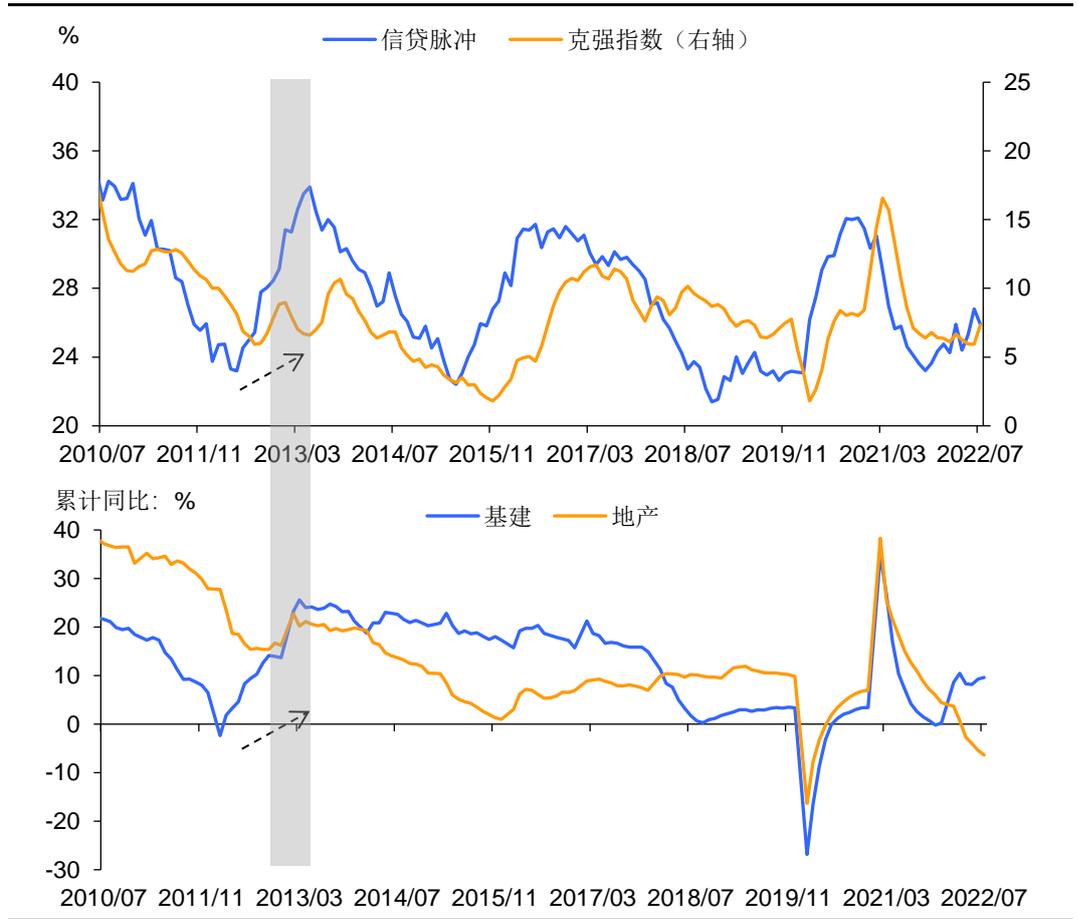
表2: 主要经济相关部门部委领导人位情况

主要经济相关部门	人事调整时间		
	十八大	十九大	二十大
发改委主任	两会上	党代会前	尚未调整
住建部部长	两会上	党代会前	党代会前
人社部长	未调整	两会上	党代会前
自然资源部部长	部门尚未成立	两会上	党代会前
人民银行行长	未调整	两会上	尚未调整
财政部部长	两会上	两会上	尚未调整
工信部党组书记	未调整	未调整	党代会前

注: 二十大统计截至 2022/9/2

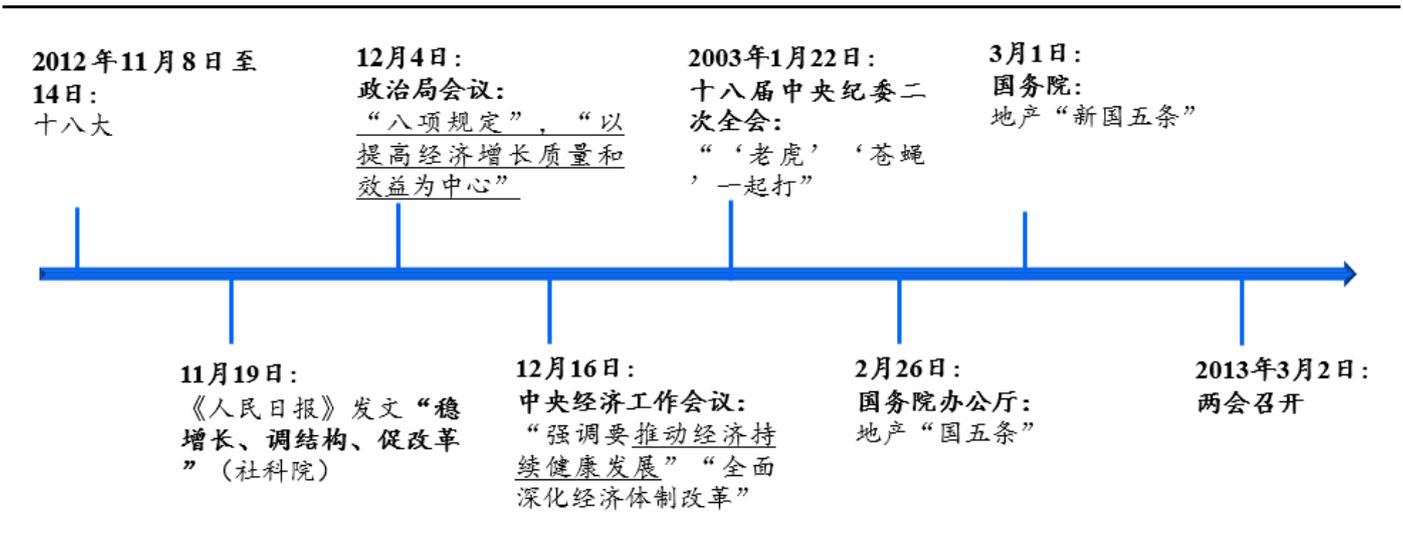
数据来源: 人民政协网, 新华社, 参考消息, 中国经济网, 环球网, 人民网, 央视网, 证券时报, 中国新闻网, 新京报, 中国青年报, 潇湘晨报, 东吴证券研究所

图3: 2012 年四季度至 2013 年一季度, 基建和房地产投资持续回升



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2012 年至 2013 年十八大至两会期间的部分重要事件



数据来源: 新华网, 中国政府网, 东吴证券研究所绘制

图5: 2012年7月和12月政治局会议对于经济政策措辞发生明显的改变

	2012年7月	2012年12月
经济工作	<ul style="list-style-type: none"> ●坚持稳中求进的工作总基调，把稳增长放在更加重要的位置； ●各地区各部门要切实把思想和行动统一到中央对经济形势的分析判断和各项决策部署上来，齐心协力，真抓实干，确保经济社会发展各项工作取得更大成绩。 	<ul style="list-style-type: none"> ●以提高经济增长质量和效益为中心，稳中求进，开拓创新，扎实开局。
宏观政策	<ul style="list-style-type: none"> ●要加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大结构性减税政策力度，保持货币信贷平稳适度增长。 	<ul style="list-style-type: none"> ●要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力提高针对性和有效性，适时适度进行预调微调，加强政策协调配合。
投资	<ul style="list-style-type: none"> ●在优化投资结构的同时扩大有效投资，落实促进民间投资的政策措施，加大对国家重大项目建设的支 	<ul style="list-style-type: none"> ●促进投资稳定增长和结构优化，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。
地产	<ul style="list-style-type: none"> ●坚定不移地贯彻执行房地产市场调控政策，坚决抑制投机投资性需求，切实防止房价反弹，增加普通商品房特别是中小套型住房供应，抓好保障性安居工程建设，满足居民合理的自住性住房需求。 	<ul style="list-style-type: none"> ●要积极稳妥推进城镇化，增强城镇综合承载能力，提高土地节约集约利用水平，有序推进农业转移人口市民化； ●加强房地产市场调控和住房保障工作。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所整理

图6: 2017年7月和12月政治局会议对于经济政策措辞发生明显的改变

	2017年7月	2017年12月
经济工作	<ul style="list-style-type: none"> ●要坚持稳中求进工作总基调，更好把握稳和进的关系，把握好平衡，把握好时机，把握好度； ●各地区各部门要增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，把思想认识统一到党中央对经济形势的判断上来，不折不扣贯彻执行党中央制定的大政方针。 	<ul style="list-style-type: none"> ●坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作..... ●在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展。
宏观政策	<ul style="list-style-type: none"> ●要保持政策连续性和稳定性，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动。 	
供给侧改革/三大攻坚战	<ul style="list-style-type: none"> ●深入推进“三去一降一补”，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子； ●加大补短板力度，改善供给质量。要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险.....要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调..... 	<ul style="list-style-type: none"> ●要统筹规划，有序推进，确保打赢三大攻坚战。 ●防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效； ●精准脱贫要瞄准特殊贫困人口精准帮扶.....巩固扶贫成果，提高脱贫质量； ●污染防治要使主要污染物排放总量继续明显减少，生态环境质量总体改善。
投资	<ul style="list-style-type: none"> ●要稳定外资和民间投资，稳定信心，加强产权保护，扩大外资市场准入，增强营商环境对投资者的吸引力。 	
地产	<ul style="list-style-type: none"> ●要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。 	<ul style="list-style-type: none"> ●加快住房制度改革和长效机制建设。

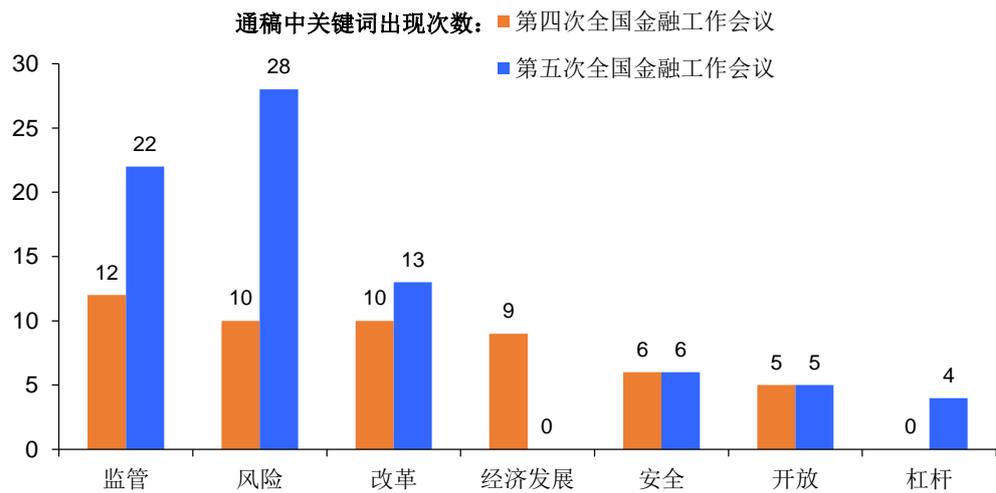
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所整理

图7：历次金融工作会议与党代会均在在同一年召开，但时点上很少晚于党代会

金融工作会议		党代会		金融工作会议时间-党代会时间
第一次	1997年11月	十五大	1997年9月	2个月
第二次	2002年2月	十六大	2002年11月	-9个月
第三次	2007年1月	十七大	2007年10月	-9个月
第四次	2012年1月	十八大	2012年11月	-10月
第五次	2017年7月	十九大	2017年10月	-3个月
第六次		二十大	2022年10月	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：相比第四次金融工作会议，第五次金融工作会议更加强调防范金融风险



数据来源：新华社，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

