

宏观点评 20221204

中央经济工作会议前瞻：稳经济的重头戏

2022年12月04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

相关研究

《2023 美国通胀的“上不去”与“下不来”》

2022-12-01

《美元：2023 年会更像 1974 还是 1981? 》

2022-11-29

■ 逢党代会后的中央经济工作会议必有大看点，比如 2017 年的中央经济工作会议形成了习近平经济思想的四梁八柱。而相比于 19 大之后的 2017 年，当前的中国经济显然面临着较大的下行压力，这也是 20 大之后党中央持续出台了一系列利好经济的政策举措（图 1）。鉴于 2023 年是国务院新老更替后的履新元年，我们认为在本月召开的中央经济工作会议上，**大力发展经济将成为 2023 年经济工作的首要任务，稳经济的重头戏即将拉开。**

■ 在展望本次会议时，首先要关注的是通稿的篇章结构，我们预计本次会议将继续把当前及明年总体形势的判断提至第一部分。经济工作会议的通稿惯常分为四大部分：第一部分是回顾总结，第二部分是下一年经济工作的重点任务，第三部分是对一些经济问题的正确认识，比如去年会议对共同富裕、资本保供、重大风险防范、及双碳这五个领域进行了重新梳理，第四部分是政府工作的部署。在去年的会议上，往年放在第二部分对当前及下一年总体形势判断被提到了第一部分，**这种靠前陈述对当前和明年形势尤其是压力方面的看法，我们预计今年将再次呈现**，以表明中央对当前经济困难的重视，从而继续在“以经济建设为中心”下稳中求进。

除此之外，2021 年会议通稿中新增“纠正认识”的内容，对于一些经济问题的正确认识，比如去年会议对共同富裕、资本“红绿灯”、保供、重大风险防范及双碳这五个领域进行了重新梳理。今年这一部分的内容值得关注，如果保留而且出现防疫相关的内容，那么政策优化的不确定性会大幅下降。

■ 我们预计 2023 年中国经济增速的目标可能设定在 5% 左右。今年中国经济受到疫情冲击和地产下行的双重影响，我们预计今年中国经济的增速在 3% 左右，与去年经济工作会议设定的 5.5% 左右的增速目标有一定距离。**这是否意味着 2023 年的经济增速目标将大幅下调？**我们并不这么认为：一是从历史来看，除了 2020 年初突发的新冠疫情导致政府取消了经济增速目标，其余历年经济下行周期中政府对经济增速目标的下调都没有超过 0.5 个百分点（图 3）；二是明年经济增长存在今年基数低的有利条件，而随着房地产和防疫政策持续的优化调整，根据我们的计算，如果额外的政策加码达到 2.7 万亿左右，是可以实现 5% 左右的经济增速的。

■ 我们预计 2023 年中国赤字率目标在 3.2% 左右，财政发力需要特别国债等工具的支持。宏观政策往往在经济工作部署中居于首位，考虑到 2023 年较大的稳增长压力，**货币政策保持宽松的方向不变，“合理充裕”依旧是重要的关键词。**不过，我们在之前的报告中也提及，2023 年稳经济的抓手依旧是政府主导的支出，尤其是基建以及由重大项目引导的制造业投资。出于财政可持续性的考虑，2023 年政府赤字率可能在 3.2% 左右，根据我们的测算，如果专项债的发行量能够维持在 4 万亿，2023 年基建增速约为 5.2%。若要发挥更大的稳经济作用，则需要使用额外的财政工具，我们认为特别国债的可能性较大，筹集的资金可以用于防疫相关的投资或是政府消费支出。

■ 考虑到近期疫情防控政策的转向，防疫相关的表述将备受关注。除了可能出现在我们上面所说的“纠正认识”的部分（这部分也有可能 2023 年不会出现）外，**防疫相关的内容最有可能出现在明年工作思路和部署（第三部分）和凝聚共识（第四部分）两个部分：**前者在于为防疫和经济工作的关系进行定调，统筹疫情防控和经济发展，防疫更加强调科学精准；后者在于统一各级领导干部的思想，做好常态化防疫工作，既避免“层层加码”、“一刀切”，也要避免“躺平”。

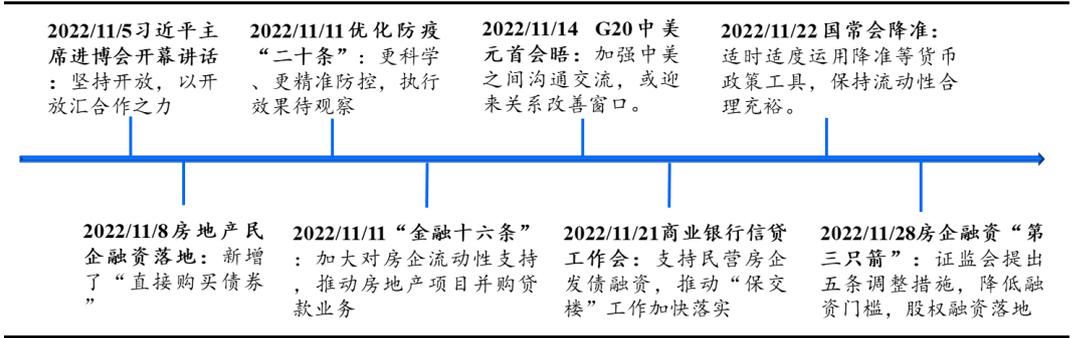
■ 产业政策方面，我们预计将更注重质的“有效”提升。2021 年中央经济工作会议提出“质的稳步提升和量的合理增长”，而今年大会报告的表述为“质的有效提升和量的合理增长”，措辞从“稳步”变为“有效”，我们预计今年的中央经济工作会议将延续这一基调。这也体现在了大会后出台的产业政策上，包括对于完善制度建设、促进创新和行业健康发展的重视，例如加强知识产权保护制度建设、助力专精特新企业的创新发展（表 1）。10 月，科技部印发《“十四五”技术要素市场专项规划》，提出到 2025 年，我国技术要素市场制度体系基本完备，互联互通的技术要素交易网络基本建成，技术要素市场服务体系协同高效，技术要素市场化配置成效大幅提升。

■ 安全作为今年大会的关键词，如何做到统筹发展和安全？今年的中央经济工作会议

将交上第一份官方答卷。而对于投资者来说，最关心的莫过于稳增长和安全的政策基调对投资有何启示？结合大会及“十四五”规划，我们对科技、生物、能源、粮食和产业链这五大领域的政策进行了梳理，如表 2 所示，**稳经济和安全下的投资主线聚焦信创、半导体、医药**。我们认为核心关注点有三个：

- **一是提升我国核心竞争力的战略领域。**“十四五”规划提出了将“人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域”作为有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。集中优势资源攻关“**新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等领域**”的关键核心技术。
- **二是涉及基本民生保障和粮食能源保供的领域。**总书记 2020 年 6 月 2 日在座谈会上指出，生命安全和生物安全领域的重大科技成果是国之重器，一定要掌握在自己手中。**生物安全被纳入国家安全体系，医疗设备、医疗研发等领域前景向好**。此外，保障民生的粮食和能源安全领域也值得关注，涉及储能、种植业等产业。
- **三是产业链韧性的相关领域。**总书记 2020 年 4 月 10 日在中央财经委第七次会议上指出，要着力打造自主、安全的产业链、供应链，力争重要产品和供应渠道都至少有一个替代来源，形成必要的产业备份系统。“十四五”规划指出，**巩固提升高铁、电力装备、新能源、船舶等领域全产业链竞争力，从符合未来产业变革方向的整机产品入手打造战略性全局性产业链**。数字经济、信创、电力设备、新能源等行业有望迎来政策红利。
- **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，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长

图1: 20 大后一系列在经济领域的利好政策持续释放



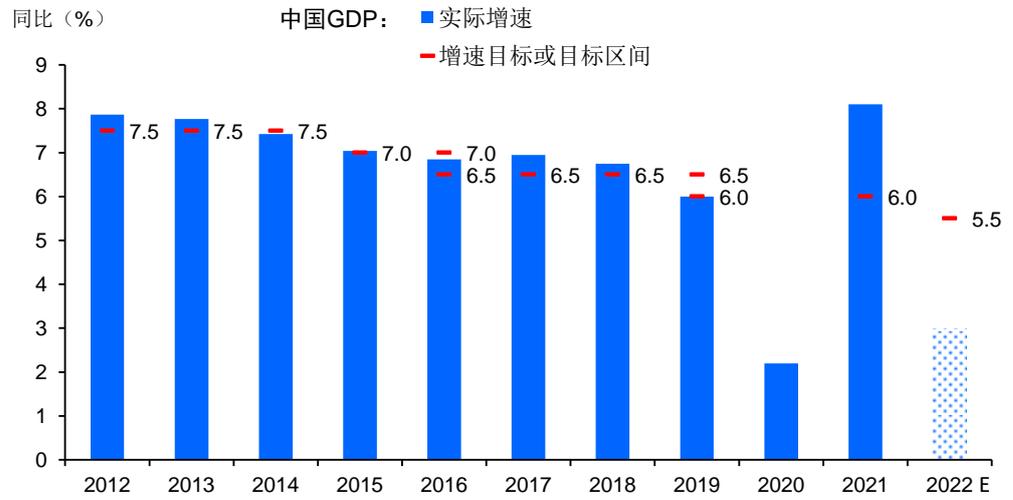
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：如何解读中央经济工作会议？以 2020 年和 2021 年通稿为例

2020年中央经济工作会议	VS	2021年中央经济工作会议
<p>当年经济工作成绩</p> <p>我国是全球唯一经济正增长的主要经济体</p>		<p>当年经济工作成绩</p> <p>我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位</p>
	<p>一、回顾总结</p> <p>将明年形势判断表述提前，体现风险与挑战压力增大</p>	<p>明年形势判断</p> <p>三重压力： 需求收缩、供给冲击、预期转弱</p>
<p>对风险的规律性认识</p> <p>五个规律性认识：党中央领导，制度优势，人民至上，科学决策和创造性应对，科技自立自强</p>		<p>对风险的规律性认识</p> <p>四个规律性认识：党中央领导，高质量发展，稳中求进，统筹协调</p>
<p>明年形势判断</p> <p>经济复苏不稳定不平衡</p>	<p>二、形势判断</p> <p>强调稳增长</p>	
<p>明年经济工作部署</p> <p>宏观政策：精准有效，不急转弯 八大任务：1. 国家战略科技、2. 供应链自主可控、3. 扩大内需、4. 推进改革开放、5. 解决种子耕地问题、6. 强化反垄断、7. 解决大城市住房问题、8. 做好双碳工作</p>	<p>三、工作思路和部署</p> <p>强调稳增长，具体任务调整</p>	<p>明年经济工作部署</p> <p>七大任务：1. 宏观政策稳健有效、2. 微观政策激活市场、3. 制造业竞争力和房地产健康、4. 科技政策扎实落地、5. 改革开放政策试点、6. 区域性政策均衡发展、7. 社会政策保障民生</p>
	<p>2021年新增：纠正认识</p> <p>新增五个方面需纠正认识</p>	<p>纠正认识</p> <p>五个方面：1. 共同富裕、2. 为资本设置“红绿灯”、3. 保供稳价、4. 防范金融风险、5. 双碳工作纠偏</p>
<p>凝聚共识</p> <p>加强党的全面领导</p>	<p>四、政府工作和共识</p> <p>更加强调统一思想</p>	<p>凝聚共识</p> <p>自觉同党中央保持高度一致，提高政治判断力、政治领悟力、政治执行力 尊重客观实际和群众需求，必须有系统思维、科学谋划</p>
<p>疫情防控</p> <p>巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果（工作思路和部署）；抓好“外防输入、内防反弹”工作，严防死守（凝聚共识）</p>	<p>五、特殊主题</p> <p>疫情防控趋向科学精准，安全发展具体任务调整</p>	<p>疫情防控</p> <p>统筹疫情防控和经济社会发展（工作思路和部署）；坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准做好疫情防控工作（凝聚共识），</p>
<p>安全</p> <p>统筹发展和安全 五个方面：1. 科技创新安全、2. 产业链供应安全、3. 安全审查机制、4. 粮食安全、5. 安全生产与防灾</p>		<p>安全</p> <p>统筹发展和安全 四个方面：1. 物流网安全、2. 新能源安全、3. 安全生产、4. 公共安全</p>

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图3: 除了 2020 年取消目标, 历年经济增速目标的下调没有超过 0.5 个百分点



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2022年以来政治局常委会对疫情讨论的主要内容

政治局常委会论疫情			
	2022年11月	2022年5月	2022年3月
主题	听取新冠肺炎疫情防控工作汇报 研究部署 进一步优化防控工作 的二十条措施	分析当前新冠肺炎疫情防控形势 研究部署 抓紧抓实疫情防控重点工作	分析新冠肺炎疫情形势 部署 从严抓好疫情防控工作
回顾定调	-	我们的防控方针是由党的性质和宗旨决定的， 我们的防控政策是经得起历史检验的，我们的防控措施是科学有效的	充分体现了我国防控疫情的坚实实力和强大能力，充分彰显了中国共产党领导和我国社会主义制度的 显著优势
防控措施	<ul style="list-style-type: none"> ●切实落实“四早”要求，以快制快，避免战线扩大、时间延长； ●要集中力量打好重点地区疫情歼灭战……尽快遏制疫情扩散蔓延，尽快恢复正常生产生活秩序， ●要坚持科学精准防控……进一步优化调整防控措施，在隔离转运、核酸检测、人员流动、医疗服务、疫苗接种、服务保障企业和校园等疫情防控、滞留人员疏解等方面采取更为精准的举措。 ●要大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性。 ●必要的防疫举措不能放松，既要反对不负责任的态度，又要反对和克服形式主义、官僚主义，纠正“层层加码”、“一刀切”等做法。 ●要全力做好人民群众生产生活服务保障，切实满足疫情处置期间群众基本生活需求。 ●要做好重点人群疫苗接种等工作。 	<ul style="list-style-type: none"> ●要加快局部聚集性疫情处置，应检尽检、应隔尽隔、应收尽收、应治尽治，协调联动核酸检测、流调、隔离转运和社区管控等重点环节，确保感染者和 risk 人群及时排查出、管控住； ●要加强防控能力建设； ●要及时完善防控措施，加大对病毒变异的研究和防范力度，不搞简单化、一刀切，同步做好群众基本生活保障和生活物资供应，保障好群众看病就医需求。 ●要从严落实常态化疫情防控举措……压实行业责任和单位责任； ●加强信息发布，主动回应社会关切，引导广大群众增强责任意识、自我防护意识，自觉承担防控责任和义务，落实个人、家庭等日常防护措施，推进加强免疫接种工作。 	<ul style="list-style-type: none"> ●要保持群众正常生产生活平稳有序； ●全面提升疫情监测预警和应急响应能力。 ●要压实口岸地区防控责任，充实口岸防控力量，健全常态化防控机制； ●要加强学校等重点场所常态化防控，压实主体责任，做实做细防控措施和应急预案。 ●要教育引导广大干部群众充分认识防疫工作的重要性； ●要加强疫苗接种科普宣传，推进加强免疫接种，进一步提高接种率； ●要统筹做好信息发布和宣传引导，及时向社会通报疫情态势和防控工作进展，主动回应社会关切。
工作落实	充分认识抗疫斗争的复杂性、艰巨性、反复性，强化责任担当，增强斗争本领，守土有责、守土尽责，深入一线， 抓实抓细疫情防控各项工作 ，做好思想引导和心理疏导， 坚决打赢常态化疫情防控攻坚战。	克服麻痹思想、厌战情绪、侥幸心理、松劲心态， 全面动员、全面部署，以时不我待的精神、分秒必争的行动抓实抓细疫情防控各项工作 。	要加强组织领导，克服麻痹思想、厌战情绪、侥幸心理、松劲心态， 以时不我待的精神抓实抓细疫情防控各项工作。 疫情较为严重的地方， 党政主要领导和各级领导干部要把防疫工作放在第一位，尽锐出战，决战决胜。 要强化督查问责，对失职失责导致疫情失控的要立即依纪依规查处，严肃问责。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

表1: 二十大会后出台的产业政策

政策名称	发布时间	发布部门	主要内容
《关于知识产权助力专精特新中小企业创新发展若干措施的通知》	10月24日	国家知识产权局、工业和信息化部	围绕提升知识产权创造水平、促进知识产权高效运用、加强知识产权保护、强化知识产权服务保障等4个方面，提出若干项针对性举措，并进一步突出了政策间的融合支撑。
《“十四五”技术要素市场专项规划》	10月25日	科技部	明确健全科技成果产权制度、强化高质量科技成果供给、建设高标准技术交易市场、提升技术要素市场专业化服务效能、促进技术要素与其他要素融合、加速技术要素跨境流动等六项重点任务。
《关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知》	10月28日	发改委、国家能源局	巩固光伏行业发展取得的显著成果，扎实推进以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地建设，纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点，提升光伏发电产业链供应链配套供应保障能力。
《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》	11月1日	工信部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家体育总局	到2026年，虚拟现实在经济社会重要行业领域实现规模化应用，形成若干具有较强国际竞争力的骨干企业和产业集群，打造技术、产品、服务和应用共同繁荣的产业发展格局。
《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》	11月4日	农业农村部、水利部、发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、人民银行、银保监会	从现在到年底前，聚焦农业农村基础设施短板弱项，突出抓好大中型灌区等水利设施、小型农田水利设施，以及现代设施农业和农产品仓储保鲜冷链物流设施等项目建设。
《建材行业碳达峰实施方案》	11月7日	工信部、发改委、生态环境部、住房和城乡建设部	明确强化总量控制、推动原料替代、转换用能结构、加快技术创新、推进绿色制造5方面重点任务。
《有色金属行业碳达峰实施方案》	11月15日	工信部、发改委、生态环境部	明确优化冶炼产能规模、调整优化产业结构、强化技术节能降碳、推进清洁能源替代、建设绿色制造体系5方面重点任务。
《中小企业数字化转型指南》	11月8日	工业和信息化部	面向中小企业、数字化转型服务供给方和地方各级主管部门，从增强企业转型能力、提升转型供给水平、加大转型政策支持等三方面提出了14条具体举措，助力中小企业数字化转型。

数据来源：中经联播，东吴证券研究所

表2: 稳经济和安全的政策导向及相关行业

议题	经济和产业重点	涉及行业或主题
1. 科技安全和创新	<ul style="list-style-type: none"> 目标：实现高水平科技自立自强 国家重大科技项目：人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域 集中优势资源攻关关键核心技术：新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等领域 	信创、半导体、医药、航空航天等
2. 生物安全	<ul style="list-style-type: none"> 宗旨：保护人民健康、保障国家安全、维护国家长治久安。 重要举措：坚持平时和战时结合、预防和应急结合、科研和救治防控结合，加强疫病防控和公共卫生科研攻关体系和能力建设 	医疗设备、医疗研发等
3. 能源安全	<ul style="list-style-type: none"> 重要举措：完善产供储销体系，增强能源持续稳定供应和风险管控能力 焦点：国内油气勘探开发、油气储备设施建设、全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统、电力生产和输送通道、新能源消纳和存储、水利基础设施建设 	工程机械、数字经济、储能等
4. 粮食安全	<ul style="list-style-type: none"> 目标：全方位夯实粮食安全根基 重要举措：实施分品种保障策略，完善重要农产品供给保障体系和粮食产购储加销体系 <ul style="list-style-type: none"> 健全农业支持保护制度 强化绿色导向、标准引领和质量安全监管 保障粮、棉、油、糖、肉等重要农产品供给安全，提升收储调控能力 	种植业、生物育种、生猪养殖等
5. 产业链韧性	<ul style="list-style-type: none"> 目标：提升产业链供应链现代化水平，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全的产业链供应链 重要举措： <ul style="list-style-type: none"> 巩固提升高铁、电力装备、新能源、船舶等领域全产业链竞争力，从符合未来产业变革方向的整机产品入手打造战略性全局性产业链 优化区域产业链布局，引导产业链关键环节留在国内，强化中西部和东北地区承接产业转移能力建设 实施应急产品生产能力和储备工程，建设区域性应急物资生产保障基地 	数字经济、信创、电力设备、新能源等

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>

