

向内生动能要增长

证券研究报告

2022年12月08日

12月政治局会议解读

作为二十大开局之年，宏观政策仍然会以二十大报告为基准，安全、科技仍是重头戏，产业政策可能是当前重要的预期差。明年稳增长重点在于通过优化防疫政策和稳定市场信心来修复经济的内生动能；基建可能会是内生动能的一个平衡项，存在“此消彼长”的关系；在追求“高质量发展”的前提下，对地产不宜抱有过高的期待。

在地产缺席的稳增长模式下，预计明年经济可能仍然处于弱复苏的状态。对权益市场而言，消费相关板块存在复苏交易的机会，中期主线仍然看安全、科技创新、高端制造业；对债券市场而言，市场对政策的“强预期”以及财政的靠前发力仍然会抑制市场情绪，导致利率短期处于逆风状态，但在经济弱复苏的情况下，利率上行可能反而会创造新的配置窗口。

风险提示：疫情发展可能超预期，进而导致稳增长压力加大；政策效果不及预期，进而改变政策出台的节奏；年底中央经济工作会议可能会提出新的政策指引，导致对政策的研判出现偏差。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：大盘价值仍处在超配区间—22年11月-23年1月资产配置报告》2022-12-02
- 2 《宏观报告：宏观-消费的黎明之前》2022-11-25
- 3 《宏观报告：COP27 的新变化和对世界的影响》2022-11-23

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2023 年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署 2023 年党风廉政建设和反腐败工作。¹

关键词一：产业政策、科技政策

更加强调安全和科技，这是本次政治局会议相比于今年 7 月和去年 12 月政治局会议的较大变化。本次会议提出，“产业政策要发展和安全并举”、“科技政策要聚焦自立自强”，与二十大报告的精神一脉相承。

会议对产业链安全、自主可控、科技创新的重视不仅体现为表述的变化，更体现为排序的前置。今年 12 月，科技政策位列于财政政策、货币政策、产业政策之后；去年 12 月，科技政策位于财政政策、货币政策、扩大内需、微观政策、结构政策、房地产政策之后。产业政策单独凝结成了一个主题，并且与科技政策、社会政策、财政政策、货币政策并列，重要性有明显的提升。

关键词二：两个“更好”

本次政治局会议在“统筹疫情防控和经济社会发展”（去年 12 月和今年 7 月政治局会议出现）和“统筹发展和安全”（二十大报告出现）之前，增加了两个“更好”，突出政策在这两个问题上的决心和定力。

第一个“更好”，针对的是疫情防控要持续优化。明年经济内生动能修复加快，逆周期政策对冲的必要性下降。

第二个“更好”，针对的是要坚持产业链、供应链、粮食能源、科技等方面的安全发展观。

关键词三：“大力提振市场信心”

本次政治局会议在确定明年经济政策基调的部分强调“大力提振市场信心”。这在十八大以来的政治局会议上并不多见，上次政治局会议提到“提振市场信心”还是 2018 年 12 月，并且本次还多了“大力”二字，表明政策对市场信心的高度重视。

此外，本次政治局会议还强调了“要切实落实‘两个毫不动摇’”，这也是 2018 年 10 月政治局会议后的首次，之后在 2018 年 11 月 1 日中央召开了民营经济座谈会，强调“大力支持民营企业发展壮大”，打消了当时市场对“国进民退”的担忧，有效稳定了民企的信心和预期。²

我们预计明年的宏观政策会进一步聚焦于稳定市场主体的预期，结合对“防疫和经济”这一矛盾的再平衡，进一步加快经济的内生复苏。

对于本月中央经济工作会议在“大力提振市场信心”方面，有较多政策期待，重点发力方向可能包括加快优化调整防疫政策、稳定民营经济优化营商环境、推出平台经济“绿

¹ http://www.news.cn/politics/leaders/2022-12/07/c_1129188720.htm

² http://www.gov.cn/xinwen/2018-11/01/content_5336616.htm?tdsourcetag=s_pctim_aiomsg

灯”案例等。信心是稳增长最重要的抓手，比黄金更珍贵。

关键词四：“宽财政、稳货币”

本次政治局会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，今年4月会议也提出“稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”，之后稳增长发力。明年还是存在“稳增长”要求，但“财政-货币”的组合将与今年不同。

今年货币政策先后两次降准、两次降息、三次下调LPR；而财政政策相对克制，中央赤字并未明显扩张，专项债规模仅在8月增加了5000多亿元。

本次政治局会议将货币政策表述从去年12月的“灵活适度，保持流动性合理充裕”改为“精准有力”，将财政政策表述则从“提升效能，更加注重精准、可持续”改为“加力提效”。货币更注重“精准”，财政更注重“加力”，预示明年“财政-货币”的政策组合将切换到“宽财政+稳货币”的模式。类似2020年下半年，当时（2020年7月）政治局会议对财政的要求是“更加积极有为、注重实效”，对货币的要求是“灵活适度、精准导向”。

考虑到地方财政压力仍然较大，债务规模、付息压力等可能不再支持地方财政进一步加杠杆，预计明年财政主要通过中央财政和准财政（如政策性金融工具）的方式发力。

关键词五：未提“房住不炒”不等于重走老路

本次会议没有提到“房住不炒”，也没有提到任何与地产相关的内容，但并不等于要进行新一轮的大规模刺激。2021年12月的政治局会议也未提“房住不炒”，但当年中央经济工作会议再次重申了“房住不炒”，此后的事实也证明了“房住不炒”的定力。

明年房地产市场要稳，但不是重走老路。我们预计，明年可能会进一步打开供给端的约束，加码推进“保交楼”，促进房地产市场尽快形成新的均衡。需求侧有望在因城施策的方式下继续放松，促进被拖累的真实需求回补，但在潜在需求进入长期回落阶段的情况下，重新大规模刺激的可能性较小。

追求“高质量发展”的前提下，对地产刺激不宜抱有过高的期待。

在地产缺席的稳增长模式下，预计明年经济可能仍然处于弱复苏的状态。对权益市场而言，政策带来的短期主线是复苏交易，方向明确但过程复杂；中期主线是寻找确定性的交易机会，在不确定的环境下，寻找政策、业绩和产业趋势相对确定的方向，如安全、科技创新、高端制造。对债券市场而言，市场对于复苏的“强预期”以及财政的靠前发力仍然会抑制市场情绪，导致利率短期处于逆风状态，但在经济复苏的“弱现实”下，利率上行可能反而会创造新的配置窗口。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com