

宏观点评 20221217

解读中央经济工作会议：多大决心？哪些抓手？

2022年12月17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

《11月经济：数据的“坏消息”是政策的“好消息”？》

2022-12-16

《美联储首次转向：利好还是利空？》

2022-12-14

- **明年稳经济的决心有多大？** 尽管今年中央经济工作会议没有提及“以经济建设为中心”，但是会议对于稳经济的诉求可能是近 10 年最强的一次：从整体上看，**关键词频**方面，“发展”和“稳”出现的次数在 2021 年的基础上继续增加（图 1 与 2）；**篇章结构**上，继续**靠前陈述**对当前和明年形势尤其是压力方面的看法（图 3）。

从主要内容看，宏观政策上，对于财政、货币政策“**加力提效+精准有力**”的措辞组合较以往明显更加积极；**重点任务部署**上，**罕见地把扩大内需放到首位**，**消费的优先级放在投资之前**，并进一步将**住房改善和恢复消费放在第一位**；在政府工作和凝聚共识中，再次强调“**保持经济平稳运行至关重要**”，要求“**努力实现明年经济发展主要预期目标**”。

- **有哪些抓手？**可以概括为“3+1”：**消费（房+车）**，**制造业投资和基建投资**，另外**稳定外需和外资**作为重要的辅助手段。

- **有哪些政策工具？**货币和财政双发力，传统工具包括适当提高赤字率（3%以上），维持较高水平的专项债规模等，**贴息是本次会议的亮点**，**将作为财政和货币政策协调的重要载体**，这说明明年**政策性金融工具**、**各种定向的专项再贷款**等存在较大的空间。除此之外，**产业政策和科技政策**相配合将为制造业投资和基建投资指明重要的方向。具体来看：

- **财政政策“加力提效”、货币政策“精准有力”意味着什么？**今年会议是近 10 年以来**宏观政策表述最积极**的一次，此前从未出现过“双发力”的提法。2015 年经济工作会议“**加大力度+灵活适度**”下，**2016 年财政赤字率攀升至 3%**，同时**货币政策加大了支持力度**，**新增 PSL 9750 亿元为史上最高**。2018 年会议财政政策也提及“加力提效”，但是对货币政策更加谨慎——“**松紧适度**”，**2019 年财政赤字小幅增加 0.2 个百分点**，但**专项债规模大幅增加 8000 亿元**。展望 2023 年，**预计赤字率将上升至 3% 以上（2022 年为 2.8%）**，而考虑到地方专项债规模增加空间有限（更多通过中央转移支付），**明年诸如政策性金融工具、PSL 以及专项再贷款等结构性工具+财政贴息将成为重要的补充和看点**。

- **不过，财政货币政策要取得稳经济的效果离不开居民和企业部门的加杠杆，也即是内需的稳定。**稳经济从来不能只靠政府和政策，一方面，从 2016 年和 2019 年财政发力的经验来看，有了居民和企业部门的加杠杆经济才能真正企稳；另一方面，2021 和 2022 年是“反面教材”，少了企业和居民的参与，政策稳经济的效果会大打折扣。**所以扩大内需尤其是扩大消费被放在了优先的位置**：

- **2023 年消费优先级高于投资，而居民消费的大头短期看是“买房+买车”，长期看则还有“养老”。**房和车在居民支出中体量大、弹性足，是短期稳定消费最有效的抓手，预计明年利率（尤其是房贷利率）仍会下调，相关减免税政策有望继续，但是如何鉴定住房改善型消费可能是明年需求端政策制定需要关注的内容。“养老”消费作为统筹当前和长远的重要结合点，短期内对于经济的拉动较为有限，当时中长期看伴随我国人口结构的变化存在较大的增长空间。

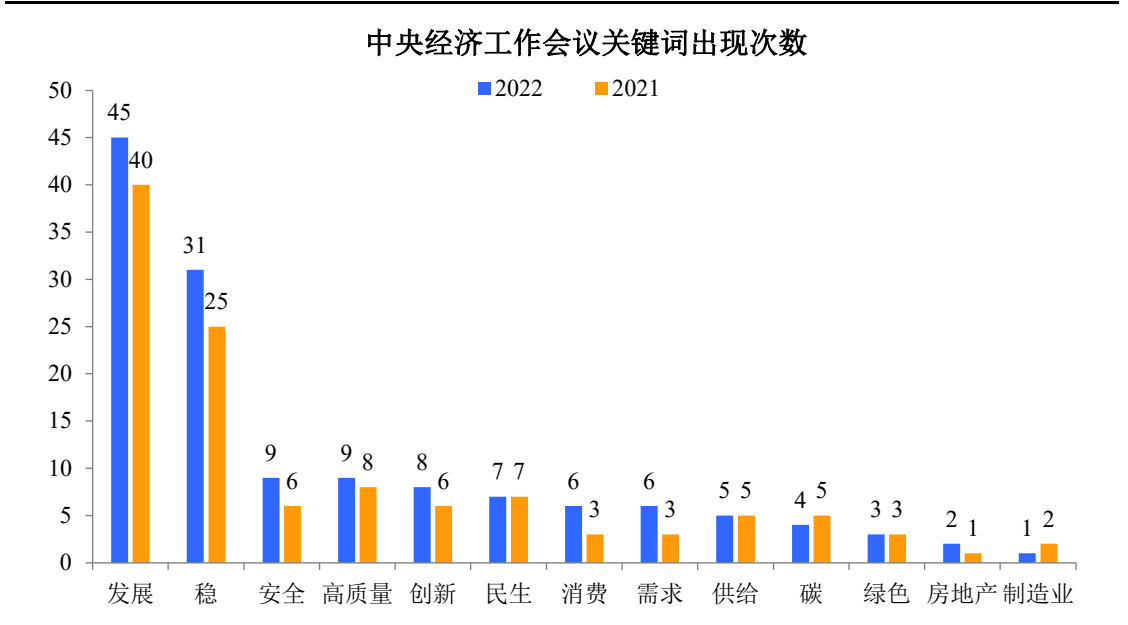
- **起底消费需要多管齐下，除了稳就业、增收外，消费券可能是能够较快改善居民消费倾向的重要工具。**2022 年我国消费者信心已下滑至历史低位，消费累计同比增速很可能录得负值。2023 年尽管防疫政策大幅优化将带来利好，但不足以弥补消费的缺口。**预期和信心的回暖通常需要政策的引导，我们认为明年中央主导的普惠性政策可期，形式或为数字消费券。**

- **企业加杠杆：产业改造升级+新兴产业投资+参与国家重大工程项目。**本次会议对于企业端的诉求同样强烈，要“**狠抓**”传统产业改造升级和战

略性新兴产业培育壮大，同时鼓励和吸引民间资本参与国家重大工程和补短板项目。前者意味着制造业投资在明年被提到了更加重要的位置，后者则意味着基建投资要继续发力，充分利用民间资本的杠杆，通过“加力”的财政撬动更大规模的基建投资落地。

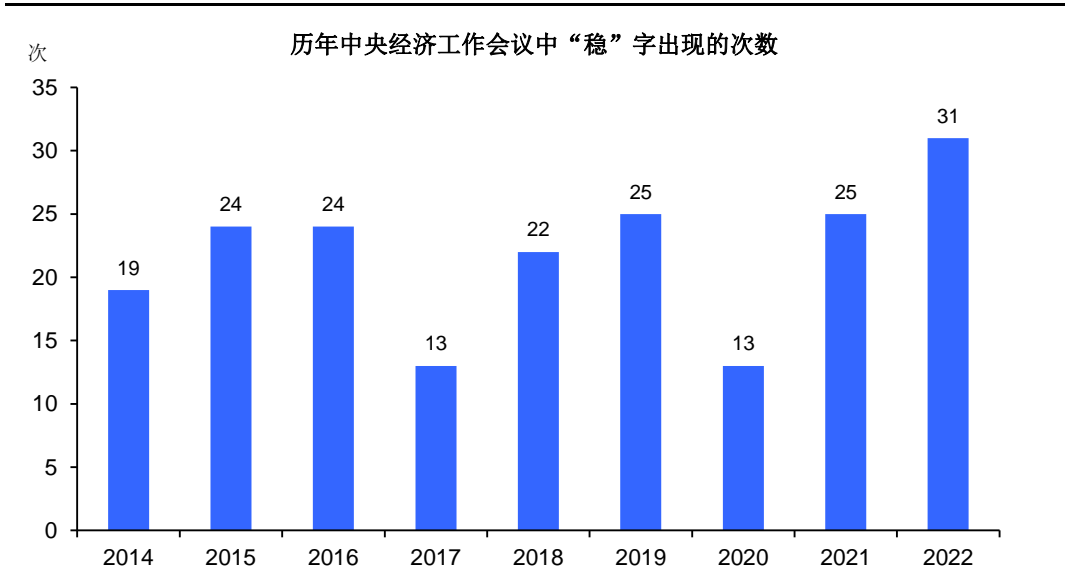
- **四季度以来的政策基调对投资有何启示？我们认为 2023 年为主题投资大年，稳增长、安全和养老服务相关的板块值得关注。**结合大会、政治局会议、中央经济工作会议以及“十四五”规划，我们对科技、生物、能源、粮食、养老服务和产业链这七大领域的政策进行了梳理，如表 1 所示，投资主线聚焦医药、半导体、信创、新能源。我们认为核心关注点有三个：
- **一是提升我国核心竞争力的战略领域。**“十四五”规划提出了将“人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域”作为有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。集中优势资源攻关“新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、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。**本次经济工作会议强调“社会政策要兜牢民生底线”，并提出“稳妥推进养老保险全国统筹”、“支持养老服务消费”。我国养老配套设施建设有望迎来政策红利，重点关注养老服务相关领域，医疗服务、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：**新冠病毒变异导致疫情超预期反弹，防疫政策大幅收紧；政策对冲经济下行力度不及预期。

图1: 2022年和2021年中央经济工作会议关键词频对比



数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图2: 2021年以来, 稳经济的重要性继续上升



数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

图3：2020年至2022年中央经济工作会议结构和主要内容的对比

	2022年中央经济工作会议	2021年中央经济工作会议	2020年中央经济工作会议
一、回顾总结	当年经济工作成绩： 应对超预期因素冲击，保持了经济社会大局稳定	当年经济工作成绩： 我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位	当年经济工作成绩： 我国是全球唯一经济正增长的主要经济体
	明年形势判断： 三重压力仍大：需求收缩、供给冲击、预期转弱	明年形势判断： 三重压力：需求收缩、供给冲击、预期转弱	规律性认识： 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
	规律性认识： 六个规律性认识：党中央领导、高质量发展、稳中求进、坚持“两个毫不动摇”、对外开放、经济发展在法治轨道上	规律性认识： 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	
二、工作部署			明年经济形势判断： 经济复苏不稳定不平衡
	明年经济工作部署： 宏观政策形成共促高质量发展合力（财政、货币、产业、科技和社会政策） 五大任务： 1. 扩大国内需求、2. 现代化产业体系、3. 落实两个毫不动摇、4. 吸引外资、5. 防范经济金融风险	明年经济工作部署： 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	明年经济工作部署： 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
三、纠正认识		纠正认识： 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	
四、凝聚共识	保持经济平稳运行至关重要创造性抓好贯彻落实，努力实现明年经济发展主要预期目标	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	加强党的全面领导
五、特殊主题	疫情防控： 优化调整疫情防控政策，加强统筹衔接，有序组织实施，顺利渡过流行期，确保平稳转段和社会秩序稳定	疫情防控： 统筹疫情防控和经济社会发展；坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准做好疫情防控工作	疫情防控： 巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果；抓好“外防输入、内防反弹”工作，严防死守
	安全： 统筹发展和安全三个方面： 1. 产业体系安全、2. 民生安全、3. 安全生产与防灾	安全： 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	安全： 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

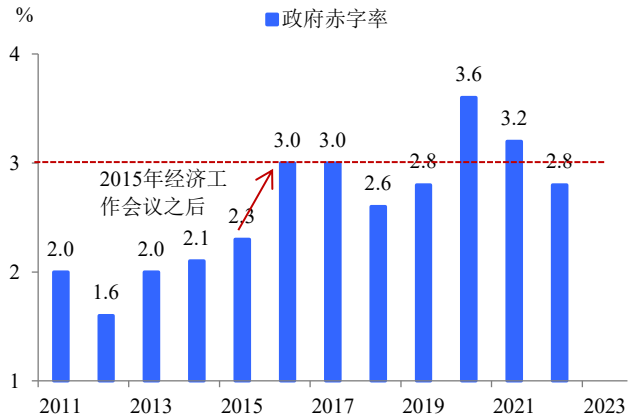
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图4：财政加力提效、货币政策精准有力意味着什么？——2012年以来中央经济工作会议关于财政货币政策的表述

年份	是否提及 “以经济建设为中心”	财政政策	货币政策	财政政策方向
2012			把握好度	
2013				
2014	★	要有力度	松紧适度	
2015		加大力度	灵活适度	<ul style="list-style-type: none"> ● 实行减税政策 ● 阶段性提高财政赤字率
2016		积极有效	稳健中性	
2017			保持中性	
2018	★	加力提效	松紧适度	<ul style="list-style-type: none"> ● 更大规模的减税降费 ● 较大幅度增加地方政府专项债券规模
2019		提质增效	灵活适度	
2020		提质增效	灵活精准、合理适度	
2021	★	提升效能	灵活适度	<ul style="list-style-type: none"> ● 保证财政支出强度，加快支出进度 ● 新的减税降费政策 ● 适度超前开展基础设施投资
2022		加力提效	精准有力	<ul style="list-style-type: none"> ● 保持必要的财政支出强度 ● 优化组合赤字、专项债、贴息等工具 ● 加大中央对地方的转移支付力度

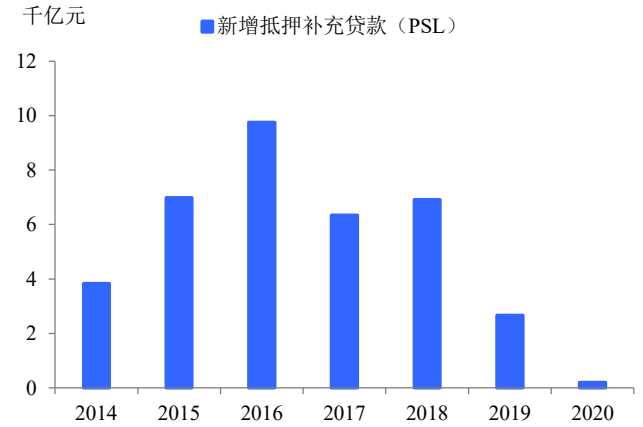
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图5：2016年财政赤字率在危机后再次升至3%



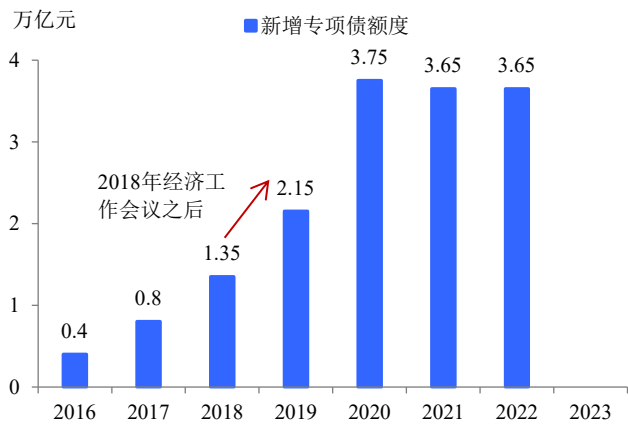
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2015年至2016年PSL工具大发力



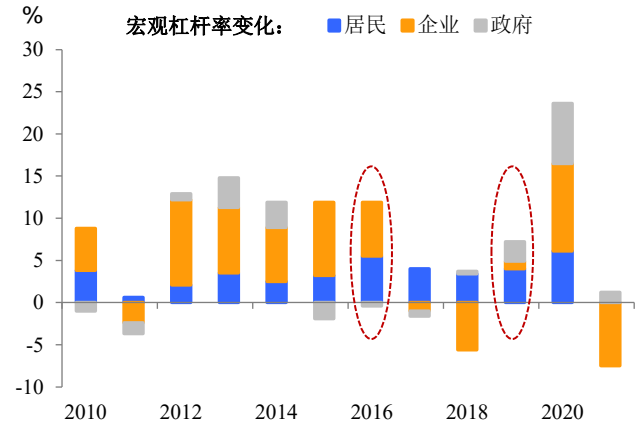
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2019年专项债发行明显加力



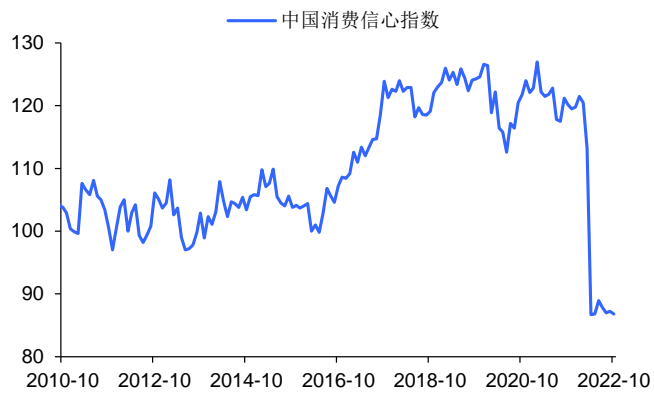
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图8：政策取得稳经济的效果离不开居民加杠杆



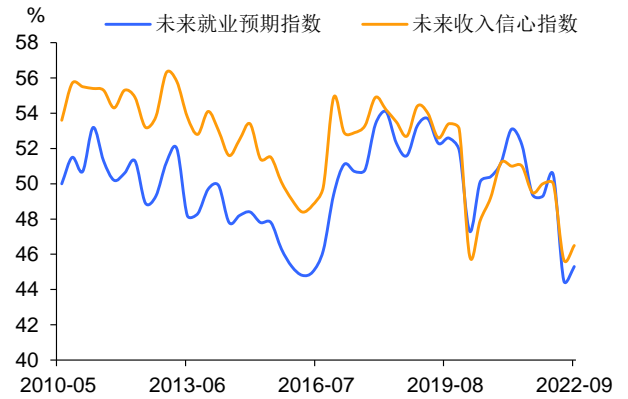
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图9：2022年我国消费者信心跌落至历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022年我国居民预期和信心低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 稳经济和安全的政策导向涉及的相关行业

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.养老服务	<ul style="list-style-type: none"> • 目标: 社会政策要兜牢民生底线 • 重要举措: <ul style="list-style-type: none"> ✓加强新就业形态劳动者权益保障，稳妥推进养老保险全国统筹 ✓多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费 	医疗服务、医疗设备、医疗研发等
6.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>

