

宏观利率

加强政策合力，提振信心，实现主要预期目标

——2022年中央经济工作会议点评

2022年12月17日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- 整体看，2022年中央经济工作会议对于明年的经济发展基调偏积极，提出“努力实现明年经济发展主要预期目标”。经济整体回升的背后既包含疫情防控政策优化后经济循环的自发修复，也包含宏观政策、产业政策、内需政策以及市场信心恢复政策等之间合力的发挥。“要更好统筹当前和长远，既要做好当前工作，又要为今后发展做好衔接”的政策基调下，更注重经济质的有效提升和量的合理增长，防范和化解重大经济金融风险，统筹发展和安全。明年政策布局上，首先是“改善社会心理预期、提振发展信心”。财政政策和货币政策上，应该没有大的刺激，但适度支撑是必要的。具体看：
 - 2022年，疫情再度冲击经济循环，外部环境错综复杂，“三重压力”依然存在。由于我国已于2022年11月出台疫情防控优化政策，辅以宏观政策加强配合，提振市场信心，明年经济运行有望整体好转。通稿提出“努力实现明年经济发展主要预期目标”。
 - 发展仍是第一要务，发展必须是高质量发展。这是党的二十大对未来发展明确要求。明年是党的二十大开局之年，也是疫后经济社会走向正常化循环的重要年份，经济增速合理回升固然重要，但重在质的有效提升和量的合理增长。
 - 高质量发展必然要求全局谋划和长远考量，加强市场信心、宏观政策和其他因素的通盘考虑，而非走强刺激老路。
 - 通稿提出“积极的财政政策要加力提效”，但要“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，财政政策抓手更加多元化。
 - 当前经济恢复基础仍不牢固，货币政策有望继续保持宽松，但未来将更聚焦在宽信用端。通稿提出“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕”。
 - 当前我国外部环境复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，出口面临较大的收缩风险。无论是明年还是长远看，扩内需，加强内循环都是重要战略部署。通稿提出“要更好统筹国内循环和国际循环，围绕构建新发展格局，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平。”
 - 有关房地产调控的表述放到了“有效防范化解重大经济金融风险”这部分，主要由于地产对经济的拖累已非常明显，未来政策有望进一步推动房地产“软着陆”。整体上，明年“保交楼、保民生、保稳定”依然是重要抓手。长远看，房地产行业长效机制构建的政策部署并未改变，未来要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
 - 就业、生育、养老等社会问题未来或更加突出，长期或形成负向反馈，对此要足够重视。
 - **风险提示：**疫情形势超预期发展；居民信心难以快速回升。



1. 在“三重压力”中优化政策配合，推动经济总体回升

2022年，疫情再度冲击经济循环，外部环境错综复杂，“三重压力”依然存在。由于我国已于2022年11月出台疫情防控优化政策，辅以宏观政策调控力度加大和各种政策之间的配合，提振市场信心，明年经济运行有望整体好转。政策层面也提出“努力实现明年经济发展主要预期目标”。通稿提出“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。”

发展仍是第一要务，发展必须是高质量发展。这是党的二十大对未来发展的明确要求。明年是党的二十大开局之年，也是疫后经济社会走向正常化循环的重要年份，经济增速合理回升固然重要，但重在质的有效提升和量的合理增长。通稿提出“发展必须是高质量发展，完整、准确、全面贯彻新发展理念”“要准确把握明年经济工作部署要求，敢担当，善作为，察实情，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，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。”

高质量发展必然要求全局谋划和长远考量，加强市场信心、宏观政策和其他因素的通盘考虑，而非走强刺激老路。从通稿来看，这些考虑因素包括“更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险。”**第一**，宏观政策加强配合。通稿提出“要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。”**第二**，更好统筹宏观经济政策和其他政策，增强全局观，加强与宏观政策取向一致性评估。**第三**，要更好统筹当前和长远，既要做好当前工作，又要为今后发展做好衔接。**第四**，围绕经济发展痛点难点着力。**第五**，着力提升市场信心。

2. 财政政策加力提效，同时保障财政可持续和风险可控

通稿提出“积极的财政政策要加力提效”，但要“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，财政政策抓手更加多元化。第一，我们认为“财政加力提效”的部署下，还会保持必要的财政支出强度，重点是支持经济社会薄弱环节。一是配合社会政策，“要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。”二是“完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用”。三是在“国家重大工程和补短板项目建设”中发挥带头作用。第二，保障财政可持续和地方政府债务风险可控。近三

年的稳增长压力使得政府债务大幅攀升，透支未来财政政策空间，这也是财政未来要更加“聚力增效”的重要原因。从赤字和专项债角度看，明年预计不会明显超过今年的力度和规模。第三，从政策抓手看，通稿提出“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。

3. 货币政策精准有力

通稿提出“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，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，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。”

当前经济恢复基础仍不牢固，货币政策有望继续保持宽松，但未来将更聚焦在宽信用端。2022年11月，易纲在署名文章《建设现代中央银行制度》中提示“中央银行要管好货币总闸门 我国有条件尽量长时间保持正常的货币政策。”央行三季度货币政策执行报告提出重视通胀，引发债市担忧。我们认为，由于稳健货币政策含义非常丰富，未来宏观图景仍然纷繁复杂，货币政策措施的微调只是根据防疫政策、地产政策优化等作出提前预防，并不能绝对代表中期内货币政策走势。当前居民加杠杆动力不足，边际上看，9-11月社融同比大幅下滑9.54%，为2021年11月以来下滑力度最大的时段，住户在降低贷款需求的同时加快存款定期化。这一现象有望通过经济循环趋于正常后居民预期的自发好转来实现，但中短期内仍有必要通过宽货币进一步推动融资利率下行激发市场信心。

4. 着力扩大内需，增强国内大循环内生动力和可靠性

当前我国外部环境复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，出口面临较大的收缩风险。无论是明年还是长远看，扩内需，加强内循环都是重要战略部署。通稿提出“要更好统筹国内循环和国际循环，围绕构建新发展格局，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平。”

第一，着力扩大国内需求。一是要把恢复和扩大消费摆在优先位置。明年消费是经济发展的重要抓手。促进增强消费能力方面，还是要增加居民收入。2022年11月受疫情影响我国失业率再度攀升，通稿提出“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。”“多渠道增加城乡居民收入”等；从主要消费品抓手看，通稿提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。二是要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。三是要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。

第二，加快建设现代化产业体系，聚焦发展和安全，防范风险。一是围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。二是加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力。实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。三是提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。四是要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。五是抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。如“在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势”。

第三，切实落实“两个毫不动摇”，以改革促循环。针对社会上对我们是否坚持“两个毫不动摇”的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊。要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益。各级领导干部要为民营企业解难题、办实事，构建亲清政商关系。

5. 确保房地产市场平稳发展

今年通稿将有关房地产调控的表述放到了“有效防范化解重大经济金融风险”这部分，主要由于地产对经济的拖累已非常明显，未来政策有望进一步推动房地产“软着陆”。整体上，明年“保交楼、保民生、保稳定”依然是重要抓手。长远看，房地产行业长效机制构建的政策部署并未改变，未来要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

第一，需求端看，要“确保要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。”在《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中关于地产需求端有更为详细的描述，即“支持居民合理自住需求，遏制投资投机性需求，稳地价、稳房价、稳预期。完善住房保障基础性制度和支持政策，以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。因地制宜发展共有产权住房。完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。健全住房公积金制度。”

第二，供给端看，要“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。”“满足行业合理融资需求”是地产“三保”的重要一环。尽管地产政策“三支箭”一定程度缓解部分房企现金流紧张局面，但整体来说效果仍需进一步发挥。从房地产开发资金来源看，11月房地产开发资金来源累计跌幅从10月的-24.7%大幅扩大至-25.7%，房

地产开发贷款跌幅扩大至-26.9%（前值-26.6%），但随着销售大幅下跌，个人按揭贷款累计同比跌幅扩大至-26.2%（前值-24.5%），自筹资金降幅扩大至-17.5%（前值-14.8%）。房企面临的融资环境再度恶化。11月土地购置面积累计同比-53.8%（前值-53.0%），地产企业信心恢复尚需时日。

6. 持续推动就业、生育和养老等长期难题的化解

随着经济潜在增速下滑，就业、生育、养老等社会问题未来或更加突出，长期或形成负向反馈，对此要足够重视。在社会政策中，提出“要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。”同时，及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。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。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。”

7. 风险提示

疫情形势超预期发展；居民信心难以快速回升。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336