

# 走出疫情，迈向复苏

## ——中央经济工作会议点评

### ◆对明年经济回升态度乐观，预计我国经济将在磨底2-3个月回稳向上，全年增速有望达到4.5%-5%

中央经济工作会议12月15日至16日在北京举行。针对当前经济形势，会议提出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，但同时强调我国经济韧性强、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。12月15日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国—东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞，其中提出对于明年中国经济实现整体性好转极有信心。上述信号体现了中央对于明年经济回升持较为乐观的态度，这与我们的判断基本一致。

我国今年前三季度GDP累计同比3%，较去年全年的8.1%明显下降，消费和房地产投资是今年经济最大的拖累。展望2023年，全球经济大概率逐步下行，出口形势并不乐观，我国经济复苏的关键在消费和地产的恢复。随着疫情防控的优化，疫情影响减弱叠加促消费政策有望不断落地，消费有望成为明年内需增长的重要动力。同时，目前地产政策面已经做出明显调整，预计2023年房地产对经济的拖累效应将明显降低。

因此，2023年我国经济进一步复苏的趋势较为明确。但短期内，疫情防控政策调整带来的大量居民感染，可能一定程度上影响未来几个月的经济复苏速度。12月9日，钟南山院士及团队成员接受媒体采访时表示，根据团队模型测算，预计广州第一波感染峰值可能会在明年一月中上旬到二月中期到来，三月份中上旬进入平稳阶段。12月16日，中国工程院院士张伯礼研判，疫情的高峰会出现在明年一二月份。

从日本经验来看，日本于2022年3月21日全面解除疫情管控，放开后单周确诊病例数自6月末才开始加速增长，约五个月后于8月6日达第一波单周确诊高峰。从出行数据来看，3月放开后，4月日本公路客运指数同比、国内航空客运指数同比均出现短暂抬升，但随着感染加剧，6月日本公路客运指数同比即回落，10月同比已下滑至明显低于全面放开前水平；7月开始日本国内航空客运指数同比也转为下行。虽然日本疫情防控放开后的疫情变化情况与我国会有不同，但日本疫情感染扩散后造成了经济修复的波折，这一点值得我国借鉴。

参考相关专家的预测和日本经验，预计我国经济有望在磨底2到3个月回稳向上。预计2023年我国GDP增速有望达到4.5%-5%之间。节奏上看，一季度GDP增速可能处于全年低位，二季度由于同比基数较低，GDP增速会有明显反弹，有望形成年内高点。

### ◆中央加强了对稳物价的关注，需警惕疫情对我国劳动力供给的中长期影响

会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比之下，去年中央经济工作会议强调的是“六稳”（即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）。“六

### 主要数据

上证指数	3167.8576
沪深300	3954.227
深证成指	11295.0274

### 主要指数走势图



### 作者

符旻 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyijs@avicsec.com

### 相关研究报告

经济已处底部区域，关注政策积极变化 — 2022-12-16  
美联储比市场预期偏鹰，但逐步转鸽仍是明年主线 — 2022-12-15  
社融数据走弱或已近尾声 — 2022-12-14

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

稳”变为“三稳”，体现的是我国经济主要风险和政策重心的变化。在 2021 年的中央经济工作会议公报中，“就业”出现了 8 次，未提到“物价”，本次中央经济工作会议公报中，“就业”出现了 7 次，“物价”出现了 4 次，可见，更明显的变化在于中央加强了对稳物价的重视。

在稳物价方面，会议从兜牢民生底线的角度，强调“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”，这主要对应疫情对居民收入和部分产品供给造成冲击，导致部分商品价格出现短期上涨，居民实际购买力下降。当前我国总体通胀水平依然较低（11 月 CPI 同比 1.6%，PPI 同比-1.3%），预计明年我国 CPI 同比会在 2.5% 左右，PPI 同比在 0 左右，总体上看通胀压力有望维持温和。

但参考美国经验，需要警惕的是疫情扩散是否会对我国劳动力市场造成长期影响。目前美国通胀已经见顶，但薪资增长仍具较高韧性，主要在于美国劳动力供给始终未恢复到疫情前的水平。美联储主席鲍威尔在 12 月 1 日于布鲁金斯学会发表讲话时表示，造成美国当前劳动力缺口的三大原因是：（1）因为感染新冠病毒或“长新冠”而导致部分人员不能返回劳动力市场；（2）新冠对老年人生活健康的损害导致了超额的退休人员——即退休人数超出了由人口老龄化所推算的正常水平；（3）净移民人数的骤减和疫情期间死亡人数的激增。其中前两点原因对我国有借鉴意义，疫情大面积感染对我国劳动力供给是否有中长期影响还需要继续观察。

在稳就业方面，本次会议提出“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”，体现了今年疫情扰动下就业形式十分严峻。预计随着明年经济的恢复，就业形势会相应有所缓和。

#### ◆ 明年房地产调控将“托而不举”，房企分化或进一步加剧

在 2021 年中央经济工作会议中，针对房地产的相关表述放在“结构政策要着力畅通国民经济循环”部分，而今年将其主要放在了“有效防范化解重大经济金融风险”部分，体现了中央对房地产调控的重点是风险防控。其中提出“推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险”，这体现了政府对房企风险的救助和托底将主要集中在头部企业。12 月 16 日，房企万科召开了 2022 年第一次临时股东大会，会上，万科董事会主席郁亮表示：“几个月前我们曾提到行业出现微光，这几个月下来我觉得微光正在逐步变成曙光。”我们认为，随着房地产政策“三箭齐发”，利好不断累积，房地产行业总体，特别是头部房企风险可控，但未来房企结构分化或进一步加剧，房地产领域洗牌不可避免。

本次会议继续强调了“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求”，但也再次强调了“房住不炒”，我们认为这是为房地产政策调控划清了上下边界，即在房地产消费与投资下行拖累经济甚至造成金融领域风险时，应加大房地产支持政策力度，而当房价再次出现大幅上行风险时，就将迎来政策的收紧。

总体而言，明年房地产调控将继续“托而不举”，并且“托”的也主要是头部房企，而不是全部。

#### ◆ 明年财政赤字率或提升至 3%，节奏依然前置；宽货币从外部约束转向内部约束

会议提出，明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。

今年基建投资增速较去年有明显提升，财政发力是今年经济的主要支撑项。考虑到明年上半年依然处于经济逐步走出疫情影响的过渡期，财政政策需要继续发力，一方面通过基建投资提振内需，另一方面通过税费补贴等激发经济内生动力。为保留足够的政策空间，预计2023年财政赤字率目标值会维持在较高水平，预计不会低于今年的2.8%，可能会升至3%左右。专项债额度或也不低于今年的3.65万亿元规模。同时财政节奏上预计与今年类似，依然是前置发力，以确保上半年经济平稳走出疫情影响。

同时，会议强调“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，对地方政府债务风险的强调反映了财政的发力不具有长期持续性，如果明年经济顺利走出疫情影响并实现较好的复苏，预计下半年财政发力就会逐步撤出，转向对债务水平的控制。

货币政策方面，今年美债收益率随着美联储快速加息而大幅攀升，中美利差走向深度倒挂并驱动人民币大幅贬值，这对国内货币宽松形成了外部约束。明年美债收益率有望随着通胀和经济弱化而回落，而我国国债收益率有望随着信用扩张和经济进一步复苏而抬升，中美利差倒挂的状态有望结束，人民币贬值压力有望明显缓解。这意味着明年国内货币政策的外部约束降低，央行进一步宽货币的主要约束将转向内部防风险和控杠杆，存在进一步降准降息的可能，但预计央行会较为谨慎，更偏重于使用结构性工具进行定向流动性输送。

#### ◆ 供需齐发力，多措并举扩内需

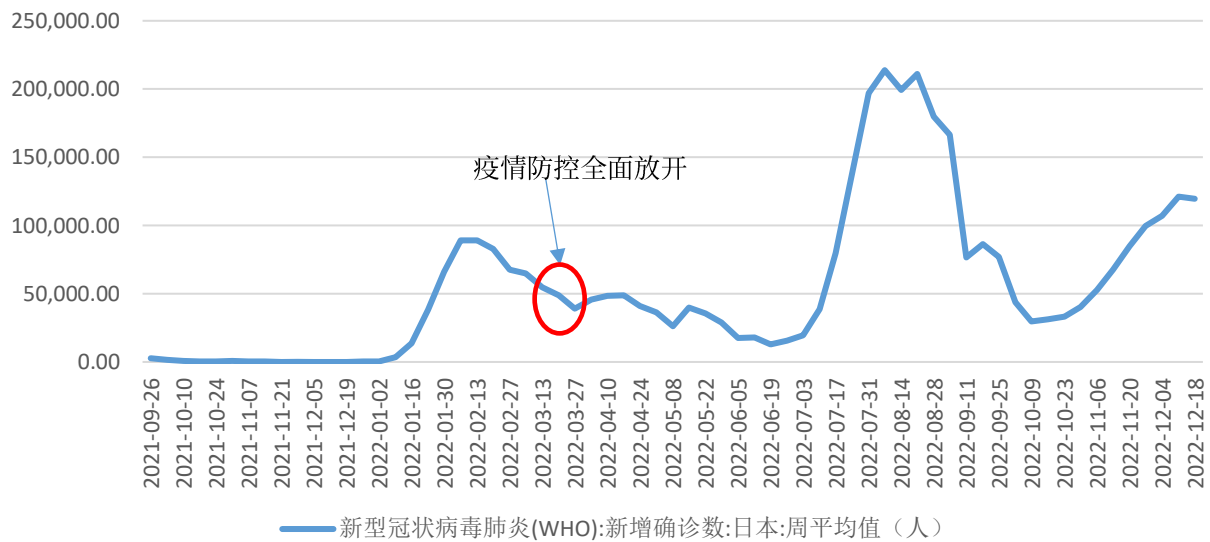
会议提出，“着力扩大国内需求”，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，结合近日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》和发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》来看，扩内需将成为明年的宏观政策主线。其中，消费方面，会议明确提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”，预计相关领域支持政策有望进一步落地；投资方面，会议重点强调了政府投资和政策激励对全社会投资的带动作用，侧面印证了明年财政将继续发力。

同时，会议再次强调“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”，“要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需”。我们认为，加快我国产业结构优化调整，推动新兴产业更好更快发展，从而创造更多优质就业机会，也将是我国扩大内需的重要手段。

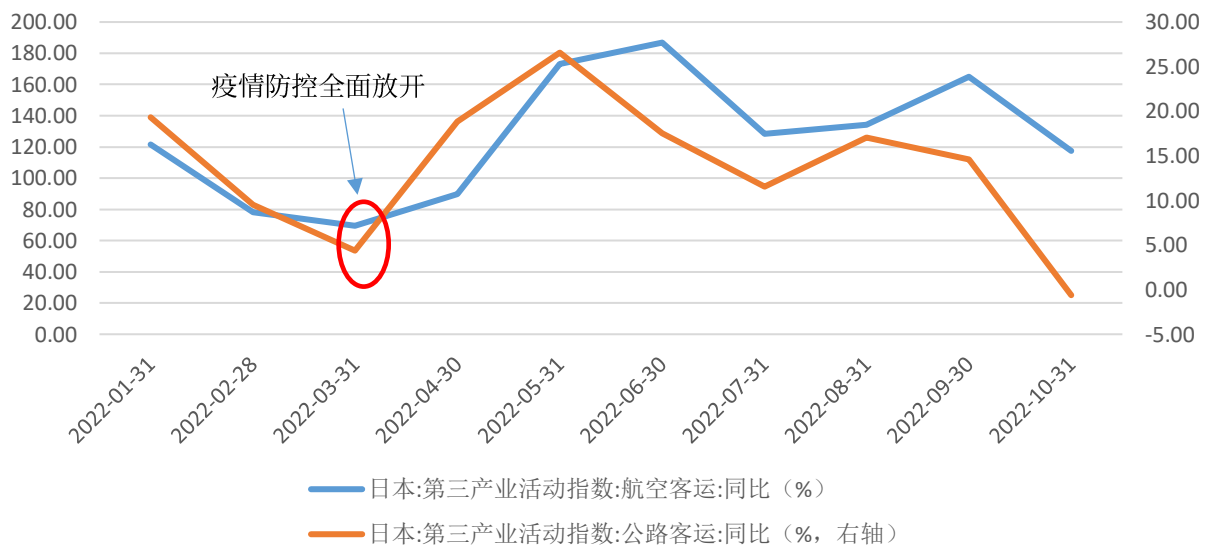
#### ◆ 继续关注新兴赛道和平台企业预期修复

会议提出，“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”，这体现了我国经济产业结构调整不是“弃旧迎新”，而是传统、新兴共同提升，会议明确提出的上述新兴赛道值得重点关注。

同时，会议提出“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、国际竞争中中大显身手”，这里对平台企业的功能定位给予了十分积极的表述，再次确认了平台企业“政策底”已过，政策态度有望从“亮红灯”为主转向“开绿灯”为主，市场对已上市平台企业的业绩和估值预期有望进一步修复。

**图1 日本新冠疫情变化情况**


资料来源：同花顺，中航证券研究所

**图2 日本疫情防控放开后航空客运和公路客运变化情况**


资料来源：wind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637