

三大“积极”信号

事件:

中央经济工作会议 12月15日至16日在北京举行。

点评:

■ 信号一：站在新的更高历史起点，政策定调积极，提振信心、加大调控力度。经济预判谨慎、但工作要求不低，努力实现经济发展主要预期目标。相较去年底，会议对国内经济依然强调“三重压力”，对外部环境的担忧有所增加，“动荡不安”、“影响加深”。不同的是，本次会议在党换届完成、“第二个百年”开局时点召开，对明年定位高，“我国发展站在新的更高历史起点上”、“为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”，需要推动经济运行整体好转、质和量提升。

政策定调积极，坚持发展、提振信心；加大宏观政策调控力度，财政加力、货币配合。不同于去年底“以经济建设为中心”，本次会议突出强调“坚持发展”，坚持尊重规律、底线思维、“两个不动摇”等，提振发展信心。宏观政策层面，要求加大调控力度、形成政策合力；财政优化组合赤字、专项债等，注重可持续和风险，或意味财政加力由中央赤字扩张、准财政加码，专项债注重分配优化等。

■ 信号二：压制信心的四大领域，房地产、防疫、民企和平台均有积极表态

压制今年经济的两大变量，房地产和疫情均有积极的政策安排，有利于信心提振和经济修复。防范化解风险和扩大内需两大方面涉及房地产，“房住不炒”不变下，强调改善房企资产负债状况，推动房地产业向新发展模式平稳过渡；后者在恢复消费上，提出支持住房改善，或指向需求端的措施优化。针对疫情变化，防疫措施已开始优化，中央进一步明确要求“因时因势”优化、顺利渡过流行期。

民营企业与平台企业发展的制度“担忧”或加快“消除”，进一步提振发展信心。针对“两个毫不动摇”的不正确议论，中央“亮明态度，毫不含糊”，切实落实“两个不动摇”，要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来。进一步地，中央对平台企业定位继续优化，常态化监管下，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中“大显身手”，不再提及“红绿灯”、“整改”等。

■ 信号三：着力扩大内需，消费优先、投资加强，政策引领新时代朱格拉周期

着力扩大国内需求，消费优先、投资加强。中央把恢复和扩大消费摆在优先位置，既是完成明年经济工作任务的关键之一，也是中长期扩大内需战略规划短期安排；抓手包括：促进就业、尤其是青年就业和增加收入，住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。消费是基础、投资是关键，重大工程、区域间基础设施联通、补短板项目等是投资加强的重要方向，对基建和制造业投资形成支撑。

产业政策发展与安全并举、紧迫性提升，或开启新时代“朱格拉周期”元年。延续“二十大”、12月中央政治局会议思路，会议强调产业链供应链补链强链、自主可控和安全等必要性和紧迫性，加快现代产业体系建设，保障能源、粮食等安全，或带来新一轮产业投资周期，安全相关产业或率先启动，如上游涉及生产要素安全的产业和在中游设备制造国产化、高端化等，或推动制造业投资继续强劲。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

信号一：站在新的更高历史起点，政策定调积极，提振信心、加大调控力度3

信号二：压制信心的四大领域，房地产、防疫、民企和平台均有积极表态...3

信号三：着力扩大内需，消费优先、投资加强，政策引领新时代朱格拉周期3

图表目录

图表 1：中央经济工作会议主要内容比较.....4

信号一：站在新的更高历史起点，政策定调积极，提振信心、加大调控力度

经济预判谨慎、但工作要求不低，努力实现经济发展主要预期目标。相较于去年底，会议对国内经济依然强调“三重压力”，对外部环境的担忧有所增加，“动荡不安”、“影响加深”。不同的是，本次会议在党换届完成、“第二个百年”开局时点召开，对明年定位高，“我国发展站在新的更高历史起点上”、“为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”，需要推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。

政策定调积极，坚持发展、提振信心；加大宏观政策调控力度、形成政策合力。不同于去年底“以经济建设为中心”，本次会议突出强调“坚持发展”，坚持实事求是、尊重规律、系统观念、底线思维、实践检验等，更加务实和侧重经济发展；坚持“两个不动摇”、恪守契约精神等，提振发展信心。宏观政策层面，要求加大调控力度、加强各类政策协调配合形成合力，比去年底的“稳健有效”、财政货币“协调联动”表态更加积极。

财政加力或主要体现为中央“加杠杆”，货币与之配合、更多运用结构性工具。财政“加力提效”、货币“精准有力”，延续近期中央政治局会议定调，实施要求上进一步细化。财政“既要又要”特征明显，既要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，又要财政可持续和地方政府债务风险可控，或意味财政加力由中央赤字扩张、准财政加码，专项债注重地区分配优化等。货币与财政配合，提供合理充裕的流动性环境、与名义经济增长基本匹配的货币金融环境，更多运用PSL、再贷款等结构性工具提供定向支持。（详情参见《财政稳增长，还有多少“弹药”？》、《付息视角看明年地方债空间》）

信号二：压制信心的四大领域，房地产、防疫、民企和平台均有积极表态

“房住不炒”大原则不变下，房地产放在防范化解风险和扩大内需的“语境”内阐述，与去年底侧重强调“调结构”明显不同。最为直接表现为，“房住不炒”去年底会议是放在房地产相关表述最前面强调，本次是放在最后，并提出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。大原则不变下，房地产政策重心在有效防范化解风险，供给端，“有效防范化解优质头部房企风险”，“改善资产负债状况”，同时防范道德风险，“打击违法犯罪行为”；需求端，在扩大内需、恢复消费“语境”中，提出支持住房改善，或指向未来需求端措施优化、加强等。

针对疫情变化，中央进一步明确要求“因时因势”优化、顺利渡过流行期。11月以来，防疫已在不断优化，最高规格的会议予以明确，起到“定心丸”的作用。在中央政治局会议表态基础上，本次会议进一步强调，“因时因势优化疫情防控措施”，“认真落实新阶段疫情防控各项举措”；首提“顺利渡过流行期”，“确保平稳转段和社会秩序稳定”等。

民营企业 and 平台企业发展的制度“担忧”或加快“消除”，进一步提振发展信心。针对“两个毫不动摇”的不正确议论，中央“亮明态度，毫不含糊”，切实落实“两个不动摇”，要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来。进一步地，中央对平台企业定位继续优化，常态化监管下，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中“大显身手”，不再提及“红绿灯”、“整改”等。

信号三：着力扩大内需，消费优先、投资加强，政策引领新时代朱格拉周期

着力扩大国内需求，消费优先、投资加强。中央把恢复和扩大消费摆在优先位置，既是完成明年经济工作任务的关键之一，也是中长期扩大内需战略规划的短期安排；抓手包括：促进就业、尤其是青年就业和增加收入，住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。消费是基础、投资是关键，“十四五”重大工程、区域间基础设施联通、补短板项目等是投资加强的重要方向，同时政策性金融加大对重大项目的融资支持对基建和制造业投资形成支撑。

产业政策发展与安全并举、紧迫性提升，或开启新时代“朱格拉周期”元年。延续“二十大”、中央政治局会议思路，会议强调产业补链强链、自主可控和安全等必要性和紧迫性，加快现代产业体系建设，保障能源、粮食等安全，或带来新一轮产业投资周期，战略安全、自主可控相关产业或将一马当先、首

先受益。提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力的同时，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。

出口加速下滑背景下，中央对稳外贸、对外开放等重视度也有所提升。强调扩大内需之后，会议明确“继续发挥出口对经济的支撑作用”，“要更大力度推动外贸稳规模、优结构”；同时，“更大力度吸引外资”，“更大力度促进外资稳存量、扩增量”，“推进高水平对外开放”、“加大现代服务业领域开放力度”等。

图表 1：中央经济工作会议主要内容比较

| | 2021 | 2022 |
|------|---|---|
| 经济形势 | 我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力...外部环境更趋复杂严峻和不确定...我国 经济韧性强，长期向好的基本面不会改变 。 | 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...我国发展站在新的更高历史起点上... |
| 政策基调 | 推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长...调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持 先立后破、稳扎稳打 ...继续做好“六稳”、“六保”工作...着力 稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间 ，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开...明年经济工作要 稳字当头、稳中求进 ，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策， 政策发力适当靠前 ...加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。 | 更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全...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，推动经济运行整体好转 ，实现质的有效提升和量的合理增长...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...要从战略全局出发，从改善社会心理预期，提振发展信心入手... 围绕市场主体需求施策 ，完善政策实施方式， 增强时效性和精准性 ...努力 实现明年经济发展主要预期目标 ...产业政策要发展和安全并举， 优化产业政策实施方式 ， 狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大 ... |
| 财政 | 积极的财政政策要 提升效能，更加注重精准、可持续 。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资 。党政机关要坚持过紧日子... 坚决遏制新增地方政府隐性债务 。 | 积极的财政政策要 加力提效，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 ，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。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。 |
| 货币 | 稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是 小微企业、科技创新、绿色发展 的支持。财政政策和货币政策要协调联动， 跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合 。 | 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融规模增速度与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... 强化金融稳定保障体系 。 |
| 地产 | 坚持 房子是用来住的、不是用来炒的 定位， 加强预期引导 ，探索新的发展模式...加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展 。 | 要 确保房地产市场平稳发展 ，扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”各项工作， 满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 ，同时， 要依法打击违法违规行为，支持刚性和改善性住房需求 。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 。 |
| 防风险 | 依法 加强对资本的有效监管 ，防止资本野蛮生长...按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针， 抓好风险处置工作 ，加强金融法治建设， 压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任 ...化解风险要有充足资源，研究制定化解风险的政策... 完善金融风险处置机制 。 | 有效防范化解重大经济金融风险 ...压实各方责任， 防止区域性、系统性金融风险 ... 加强党中央对金融工作集中统一领导，要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量，化解存量 ... |
| 重点任务 | 1、宏观政策要 稳健有效 。 2、微观政策要 持续激发市场主体活力 。 3、结构政策要 着力畅通国民经济循环 。 4、科技政策要 扎实落地 。 5、改革开放政策要 激活发展动力 。 6、区域政策要 增强发展的平衡性协调性 。 7、社会政策要 兜住兜牢民生底线 。 | 1、着力扩大国内需求。 2、加快建设现代化产业体系。 3、切实落实两个毫不动摇。 4、更大力度吸引和利用外资。 5、有效防范化解重大经济金融风险。 |
| 就业 | 在推动高质量发展中 强化就业优先导向 ，提高经济增长的就业带动能力... 抓好重点群体就业，落实落细稳就业举措，解决好高校毕业生等青年就业问题 ，健全灵活就业劳动用工和社会保障政策... | 社会政策要兜牢民生底线 ， 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 。 |
| 民生 | 保就业保民生保市场主体...促进东、中、西和东北地区协调发展... 全面推进乡村振兴，提升新型城镇化建设质量 ... 推进基本养老保险全国统筹 ...推动新的生育政策落地见效，积极应对人口老龄化...在教育、医疗、养老、住房等人民群众最关心的领域 精准提供基本公共服务 。 | 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... 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... 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。 |
| 一需求 | 实施好扩大内需战略 ，增强发展内生动力... 加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价 | ① 着力扩大国内需求 。要把恢复和扩大消费摆在优先位置，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； ② 通过政府投资和政策激励，有效带动全社会投资 ，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 |
| 一供给 | ① 碳达峰碳中和 和... 不可能毕其功于一役 ...推动煤炭和新能源优化组合... 创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变 ； ② 突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节 ... 提升制造业核心竞争力 ... 加快数字化改造，促进传统产业转型升级 ； ③ 抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务 ，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革... | ① 加快建设现代化产业体系 。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... 关键核心技术和零部件薄弱环节攻关，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 ； ② 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 ； ③ 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... |

来源：新华社、国金证券研究所

风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放；房企债务、居民购房意愿等，继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼 | 地址：中国北京西城区长椿街3号4层 | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402 |