

2022年12月17日

证券研究报告·宏观专题报告

2022年中央经济工作会议解读



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 稳中重质，进而求新

## ——2022年中央经济工作会议解读

### 摘要

本次会议是“二十大”后新格局之下对明年经济工作进行部署的一次重要会议，着重突出了一个“稳”字，对明年经济形势判断务实求进，在三重压力之下，宽松的货币与财政政策仍将延续，同时强调要从提振发展信心入手，重点抓好扩内需、建设现代产业体系、落实“两个毫不动摇”、利用外资、化解金融风险等工作。

- **经济形势判断：“内需”驱动经济增长，改革深化不停步。**当前，我国经济恢复的基础尚不牢固，三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，但我国经济韧性强、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。2023年的经济工作重心将放在提振内需上，其中投资、消费是主要驱动力。我们认为，随着疫情防控措施优化，积极的宏观调控政策保持连续性，增强协同性，2023年经济增速有望在5%-5.5%区间合理运行，总体呈现前高后稳的态势。另外，实施扩大内需战略要同深化供给侧结构性改革有机结合起来，2023年供给端质量有望继续得到提升、结构不断优化。
- **政策的延续与转换：财政加力提效，货币精准有力。**积极财政要加力提效，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。2023年，随着疫情影响逐渐减弱，财政收入有望呈恢复性增长态势，预算内支出也有望加快。预计财政仍将保持宽松基调，赤字率或将上行至3%左右，广义财政持续发力。此外，本次会议两次提到地方债务风险，预计2023年新增专项债限额在2022年的基础上将有所提高，但地方财政可持续力减弱下，幅度或有限，新增限额或为3.7-3.75万亿元；稳健货币要精准有力，保持流动性合理充裕。2023年货币政策的基调仍是稳健的，但同时也会调节好货币闸门，注重松紧适度，强化金融稳定保障体系。在经济内生动力修复过程中，货币政策的呵护预计仍将得到延续，之后随着经济回升态势得到确定，货币政策或由松转稳，保持宏观杠杆率基本稳定。同时，结构性货币政策仍将继续得到强化，继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围。
- **新格局下的六大关注点：其一**，发展和安全并举，注重产业体系建设和科技创新。基于全球产业链创新链三方面的发展趋势，后续对于新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等发展将加强，产业链链长制将继续推行；**其二**，“两个毫不动摇”，尊重市场与放管结合，金融体制改革将继续拓展，核心领域由国有企业重点发展，并表明要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来；**其三**，绿色转型中的基础能源安全与清洁能源，增强能源技术创新能力，推进清洁能源消纳工作，新型储能参与电力市场；**其四**，区域协调发展与养老服务消费，区域后续将加快构建高质量发展区域经济布局路径，鼓励多区域因地制宜发展，收入差距方面关注税制改革的可能方向，城乡方面或将着重基础设施建设和养老体系建设；**其五**，房地产新发展模式过渡，防风险与支持住房需求，“租购并举”及保障性住房建设或将推进；**其六**，防疫优化助力消费复苏，平台经济再担重任，建议关注数字化智能化的投资案例。
- **风险提示：**疫情影响持续性超预期，逆全球化程度加深，国内复苏不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望 (2022-11-27)
2. 身在其中：从产业角度看全球和我国 (2022-11-21)
3. 如何看待“期中大考”的一抹“红”？ (2022-11-10)
4. 利率市场化改革的四维度分析 (2022-11-05)
5. 守正致远，新征程的六大看点——“二十大”开幕式报告解读 (2022-10-18)
6. 气候变化如何影响经济？——基于变化趋势、作用机制与适应策略分析 (2022-09-20)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 “内需”驱动经济增长，改革深化不停步</b>	<b>1</b>
<b>2 政策的延续与转换：财政加力提效，货币精准有力</b>	<b>2</b>
2.1 财政政策：宽松不打“转向灯”，防控地方债务风险	2
2.2 货币政策：“前宽后稳”精准发力，结构性工具继续加力	3
<b>3 新格局下的六大关注点</b>	<b>4</b>
3.1 发展和安全并举，注重产业体系建设和科技创新	4
3.2 “两个毫不动摇”，尊重市场与放管结合	5
3.3 绿色转型中的能源安全与清洁能源	7
3.4 区域协调发展与养老服务消费	8
3.5 房地产新发展模式过渡，防风险与支持住房需求	9
3.6 防疫优化助力消费复苏，平台经济再担重任	10

## 图 目 录

图 1: 外需走弱下, 内需的重要性提升.....	2
图 2: 地产投资增速走低, 基建和制造业投资增速较高.....	2
图 3: 2022 年财政减收明显, 支出进度与近两年类似.....	3
图 4: 2022 年三季度专项债发行仍有所加力.....	3
图 5: 2022 年货币政策加大逆周期调节力度.....	4
图 6: 2022 年实体经济部门杠杆率抬升至新高.....	4
图 7: 中国新材料产业产值规模及增速.....	5
图 8: 中国智能制造业产值规模及增速.....	5
图 9: 国有非金融和金融企业资产总额及增速对比.....	7
图 10: 国有非金融和金融企业资产负债率.....	7
图 11: 我国进口原油和煤的数量同比变化.....	8
图 12: 与欧美比, 我国碳排放量较高.....	8
图 13: 不同地区固定资产投资同比变化.....	9
图 14: 2010 年来, 直接税和地方税收占我国税收比重有所升高.....	9
图 15: “金九银十”地产销售仍然低迷.....	10
图 16: 部分省市保障房计划建设情况.....	10
图 17: 2020 年以来国内消费增长受疫情多次脉冲影响.....	11
图 18: 2019 年以来重点可选消费品占比与增速变化.....	11

12月15日至16日，中央经济工作会议在北京召开，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表重要讲话，总结2022年经济工作，分析当前经济形势，部署2023年经济工作，李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，李强作了总结讲话。本次会议是“二十大”后新格局之下对明年经济工作进行部署的一次重要会议。本次会议对当前经济形势的判断是：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，但认为“我国经济韧性强、潜力大、活力足，明年经济运行有望总体回升”，强调明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，强调政策的协调配合与发展合力。总体来看，本次会议突出了一个“稳”字，对明年经济形势判断务实求进，在多重压力之下，宽松的货币与财政政策仍将延续，同时强调要从提振发展信心入手，重点抓好扩内需、建设现代产业体系、落实“两个毫不动摇”、利用外资、化解金融风险等工作。2023年新发展格局将带来新的产业机会，我们也基于对此次会议精神的深入分析，提出投资布局中的六大重点关注领域。

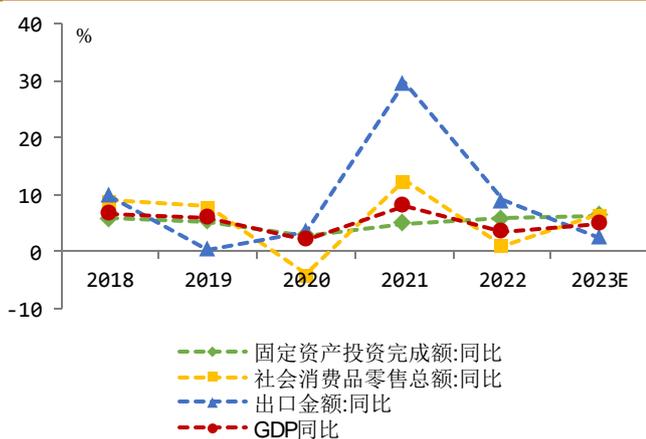
## 1 “内需”驱动经济增长，改革深化不停步

2022年一季度我国经济开局良好，实现4.8%的同比增长，然而3-4月国内爆发大规模疫情，房地产行业下行加快，叠加俄乌冲突导致国际大宗商品价格骤升，二季度经济增速出现明显回落，上半年GDP同比增长2.5%。随着疫情形势逐步受控，稳增长一揽子措施及接续政策持续发力，前三季度GDP同比增长3.0%。目前，国际地缘政治风波持续，海外国家通胀仍处于高位，全球货币紧缩浪潮掀起，全球经济面临下行风险增大。反观国内，宏观政策延续积极主动发力，房企融资环境逐步改善，加之防疫政策进一步优化，四季度经济延续恢复态势。然而，11月以来散点疫情不断，制造业PMI继续下行至48.0%，经济下行压力再度增大，预计全年GDP增速在3.0%左右。本次会议对当前经济形势的判断是“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”，但对于我国经济发展充满信心，会议认为“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”。此前，党的二十大报告也提出要“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。在新格局下，“内需”将成为我国经济发展的主要抓手。预计随着疫情防控优化二十条逐步落地，积极的宏观调控政策保持连续性，增强协同性，2023年经济增速有望向“十四五”期间经济潜在增长率回归，预计在5%-5.5%区间合理运行，总体呈现前高后稳的态势。

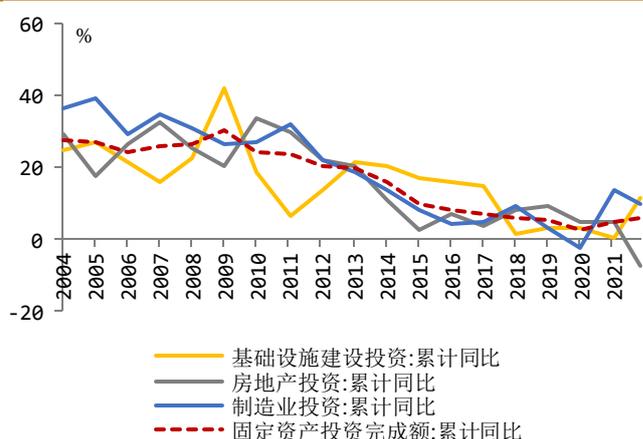
2022年前三季度，投资、消费和净出口对经济的贡献率分别为26.7%、41.3%和32.0%。2023年外需走弱的趋势较为明确，三驾马车对经济的贡献预计将出现分化，出口增速或继续走低至2.6%左右，对经济增长的支撑作用或逐步减弱。因此，在“以内促外”的双循环格局中，明年的经济工作重心将放在提振内需上，其中投资、消费是主要驱动力。投资方面，在产业链安全和升级的两大要求下，高端制造或将继续得到政策支持，叠加经济大环境复苏，制造业将进入新一轮的转型升级期，制造业投资有望实现两位数的高速增长。此外，基建投资仍是稳经济政策的一大抓手，相关财政、货币政策或在上半年得到延续，但由于地方债务压力增大、社会资本参与尚有不足，预计实际基建投资增速略有所回落，其中新基建领域的投资潜力较大。另外，在房地产市场持续遇冷背景下，各地因城施策刺激购房需求，同时保交楼等供给端政策频出，有利于改善房企融资环境，对提振市场信心起到一定积极作用，房地产市场有望在供需两端政策持续发力下逐步企稳，同时加快开启“租购并举”的新模式，

预计房地产投资增速或逐步回升至 0.8% 左右，整体呈前低后高走势；消费方面，2022 年消费增长持续受到疫情反复的冲击，但随着防疫政策更加科学精准，消费有望得到持续性恢复，预计 2023 年社会消费品零售同比可达 6.5%，其中可选消费反弹力度或大于必选消费，服装鞋帽、地产链相关、石油及制品类的消费复苏有望显著加快。

会议指出：“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”。在扩大内需的过程中仍存在着不少体制性、机制性障碍，需要通过改革来破除障碍、激发新的发展动能。我国供给侧改革在十九大后逐步从“三去一降一补”向“提高供给体系质量”转变，2023 年供给端质量有望继续得到提升、结构不断优化，从而实现有效供给与有效需求的动态平衡。我们认为将加快从以下四大方向推进改革：一是，发挥科技创新的作用，加快补齐供给端的短板，保障我国产业链供应链安全；二是加快建设全国统一大市场，深入要素市场化改革，促进要素在区域间有序流动，同时继续深入实施区域协调发展战略，促进区域间产业合理布局 and 分工；三是挖掘内需潜力，在高质量发展中推动共同富裕，扩大中等收入群体规模，并持续完善分配制度；四是进一步推动城乡融合发展，推进新型城镇化，逐步破除城乡二元结构，激发乡村要素市场潜力。

**图 1：外需走弱下，内需的重要性提升**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 2：地产投资增速走低，基建和制造业投资增速较高**


数据来源: wind、西南证券整理

## 2 政策的延续与转换：财政加力提效，货币精准有力

### 2.1 财政政策：宽松不打“转向灯”，防控地方债务风险

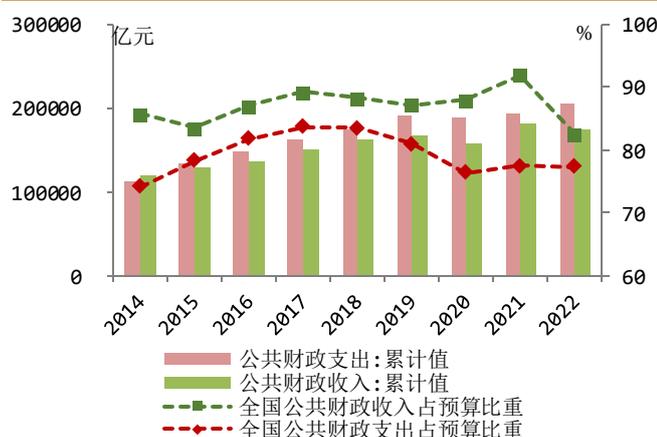
会议指出：“积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。2022 年，财政跨周期调节经济力度明显加大，总体呈现“减收增支”、“节奏前置”的特点。在局部疫情和大规模减税降费影响下，我国财政收入进度明显偏慢，全国政府性基金收入也受到土地财政的拖累。截至 11 月，新增减税降费及退税缓税缓费超 3.7 万亿元，高于预算设定。同时，预算内一般公共预算支出仍保持了适度扩张。“减收增支”下，1-10 月狭义赤字规模达 3.29 万亿元，财政缺口大于有数据以来同期水平。从支出结构上看，1-10 月财政支出中社会保障和就业、教育、卫生健康、农林水占比相对较高，卫生健康、科学技术、债务付息以及社会保障和就业的支出增速相对较快，体现出疫情特殊期间民生类支出加快的特点，同时对科学技术、教育等也有所

2023 年，随着疫情影响逐渐

减弱, 财政收入有望呈恢复性增长态势, 预算内支出也有望加快。2022 年预算赤字率为 2.8%, 预计 2023 年财政仍将保持宽松基调, 赤字率或将上行至 3% 左右。从支出结构, 在疫后正常化之下, 城乡社区、农林水、节能环保等支出力度或得到恢复, 文旅体育、科学技术、交通运输等支出也有望实现不同程度的增长。

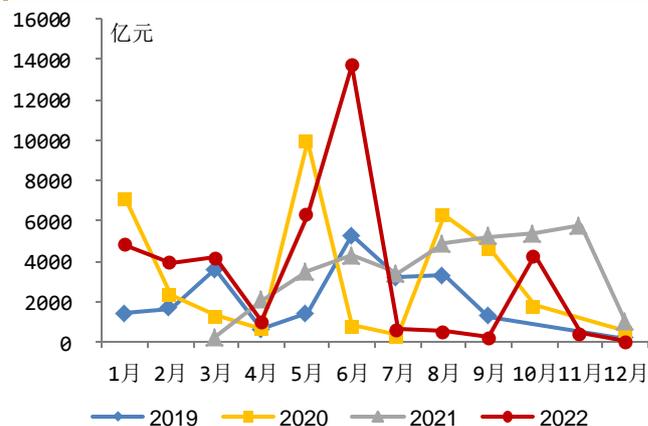
此外, 本次会议两次提到地方债务风险, 强调“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。2022 年在预算内财政缺口扩大的背景下, 准财政工具的使用强度明显加大, 2022 年 6 月底, 3.45 亿元专项债券发行完毕, 8 月底基本使用完毕, 9 月份提出盘活 5000 多亿元专项债限额, 专项债接力稳增长。截至 10 月末, 全国新增发行地方政府专项债券 3.98 万亿元, 创历史新高。2023 年, 由于出口大概率承压, 消费、地产企稳仍待时日, 基建投资将继续为经济增长做出正向贡献, 广义财政仍将持续发力。但由于疫情以及债务问题对于地方财政可持续力的影响, 我们预计 2023 年新增专项债限额在 2022 年的基础上将有所提高, 但幅度或有限, 新增限额或为 3.7-3.75 万亿元。

图 3: 2022 年财政减收明显, 支出进度与近两年类似



数据来源: wind、西南证券整理。注: 采用 1-10 月累计公共财政收支数据

图 4: 2022 年三季度专项债发行仍有所加力



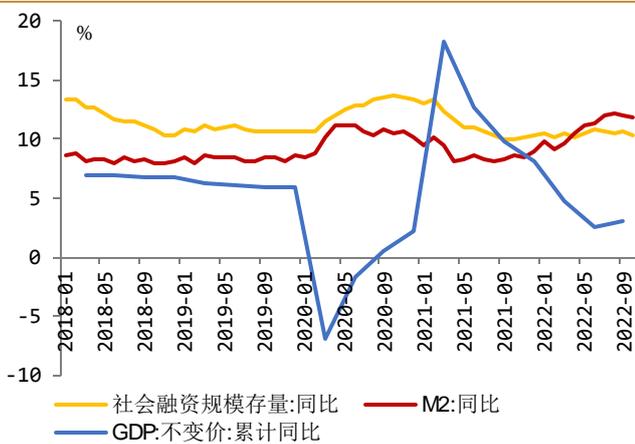
数据来源: wind、西南证券整理

## 2.2 货币政策: “前宽后稳” 精准发力, 结构性工具继续加力

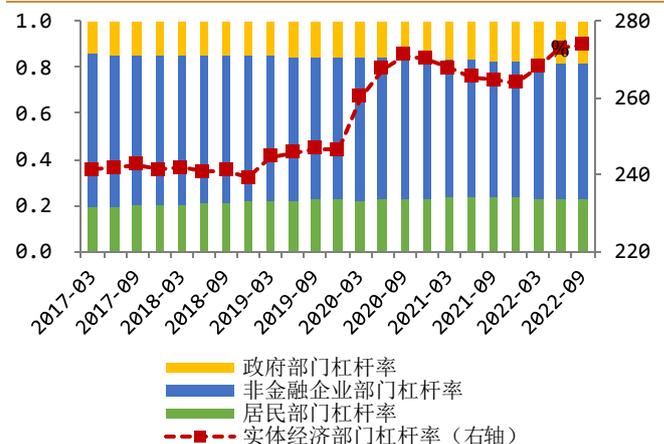
会议指出: “稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕, 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。”。2023 年货币政策的基调仍是稳健的, 但同时也会调节好货币闸门, 注重松紧适度, 强化金融稳定保障体系。2022 年我国货币政策总体呈现稳中趋松的态势, 总量和结构货币政策协同发力稳增长。央行分别于 4 月和 12 月累计降准 50bp, 1 年期和 5 年期及以上 LPR 年内分别调降 15bp 和 35bp。2022 年货币政策稳增长力度有所加大, 实体经济部门杠杆率逐季抬升, 截至第三季度, 杠杆率较去年年末升高 10.1 个百分点至 273.9%, 非金融企业、政府和居民部门分别贡献了 7.0、2.9 和 0.2 个百分点的涨幅。但由于受到疫情、地产等多方面因素扰动, 实体经济融资信贷需求仍较为疲软, 宽货币向宽信用的传导过程受阻。此外, 从掣肘因素来看, 11 月 CPI 和 PPI 分别回落至 1.6% 和 -1.3%, 通胀压力明显减轻, 但央行在三季度货币政策执行报告中仍强调对通胀潜在上行的担忧, 2023 年初结构性通胀压力仍有可能抬升, 但在国内保供稳价政策下, 全年整体通胀压力尚且可控; 汇率方面, 今年 4 月以来人民币持续走贬, 后续随着美联储加息节奏放缓、经济走弱, 美元指数有望回落, 同时国内经济基本面逐步修复, 人民币贬值空间较为有限。

将保持在合理均衡水平上的基本稳定。2023年在经济内生动力修复过程中，货币政策的呵护预计仍将得到延续，尤其是在明年上半年，不排除定向降准和定向降息的可能性，存款利率市场化有望进一步推进，为降低企业融资成本打开空间。之后随着经济回升态势得到确定，货币政策或由松转稳，保持宏观杠杆率基本稳定。预计2023年全年社融存量增速约为10.3%，M2同比增速为10.1%，较今年略有所回落。

在“守住货币总闸门”的要求下，结构性政策工具有望成为明年货币政策的主要着力点。今年以来，结构性货币政策持续发力，精准滴灌包括制造业、基建、地产、民生等领域，先后创设科技创新、普惠养老、交通物流及设备更新改造专项再贷款，新增支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度、推出“保交楼”专项借款等，同时配合财政发力，新增8000亿元政策性开发性银行信贷额度，并设立追加共6000亿元以上政策性开发性金融工具。预计2023年结构性货币政策仍将继续得到强化，继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围，制造业、基建、地产有望继续获得支持，“三农”、小微企业、民营企业、科技创新和绿色发展等领域是关注重点。此外，随着防疫措施精准优化，对消费端的定向支持或可期。

**图5：2022年货币政策加大逆周期调节力度**


数据来源：wind、西南证券整理

**图6：2022年实体经济部门杠杆率抬升至新高**


数据来源：wind、西南证券整理

## 3 新格局下的六大关注点

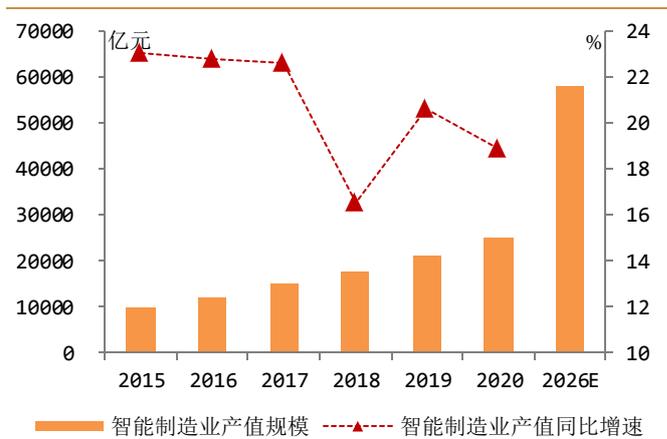
### 3.1 发展和安全并举，注重产业体系建设和科技创新

二十大报告对于未来发展的表述为“必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，本次中央经济工作会议重申“完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”、且“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”、“加快建设现代化产业体系”，表述突出了“新”和“以内促外”，这两个方面都需要继续推进产业链和创新链重合，当下阶段对于产业自主可控和安全可靠提出更高的要求。受疫情及俄乌冲突等地缘政治不稳定因素影响，全球产业链创新链有三方面的发展趋势：其一，全球产业链分工格局深度调整，原有“大三角”分工格局逐渐支离破碎，北美供应链、欧盟供应链和亚洲供应链等区域供应链“三足鼎立”格局加速形成；其二，世界产业链创新链运行逻辑深度变化，各国将相关产业迁回本土的意愿变得更为强烈，安全因素在

各国产业链创新链布局中的权重上升，其中关键原材料、制药、医疗器械、粮食等储备和本土化生产的趋势较强。2021年我国对外贸易依存度已从2006年的峰值64.2%下降至34.2%，内需对于经济增长的贡献不断提高；其三，产业创新范式发生重要变化，国际竞争逐步由个体竞争向群体竞争、集群竞争、链条竞争和生态竞争转变，链条完整的产业集群创新成为产业竞争力的重要来源。据中国工程院2019年评估，我国60%制造业产业安全可控，另外40%对国外依赖度较大。通过国际比较，中国制造业细分行业中在世界处于领先地位的有5个（通信设备、先进轨道交通设备、输变电装备、纺织和家电），处于先进地位的有6个（航天装备、新能源汽车、发电装备、钢铁、石化和建材），与世界先进水平差距大的有10个（飞机、航空机械设备及系统、高档数控机床与基础制造装备、机器人、高技术船舶与海洋工程装备、节能汽车、高性能医疗器械、新材料、生物医药和食品），与世界先进水平差距巨大的有5个（集成电路及专用设备、造作系统与工业软件、智能制造核心信息设备、航空发动机和农业装备）。“十四五”规划纲要指明提升制造业核心竞争力的八大方向：高端新材料、重大技术装备、智能制造与机器人技术、航空发动机及燃气轮机、北斗产业化应用、新能源汽车和智能（网联）汽车、高端医疗装备和创新药、农业机械装备。后续对于新能源、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将加强。此外，本次会议提出“科技政策要聚焦自立自强，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用”，预计“产业链链长制”将继续推行，近年来链长制经历了“中部城市首创—沿海省份推广—国家层面认可—全国竞相运用”的发展过程，后续将继续推进并减持差异化原则。

**图7：中国新材料产业产值规模及增速**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

**图8：中国智能制造业产值规模及增速**


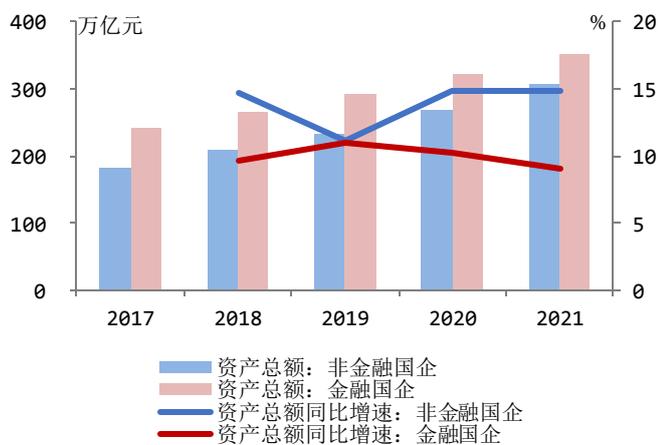
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

### 3.2 “两个毫不动摇”，尊重市场与放管结合

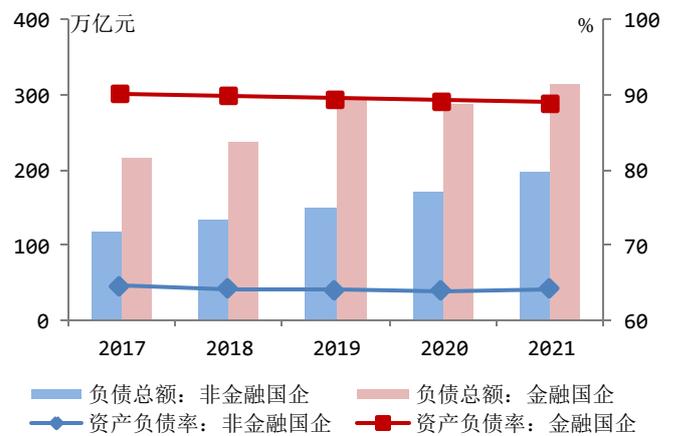
本次中央经济工作会议要求“推动科技、产业、金融良性循环”，“坚定不移深化改革，更大激发市场活力和社会创造力，尊重市场规律，深化简政放权，放管结合，优化服务改革，对各类所有制企业一视同仁”。对于国有企业，会议指出“要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。截至2022年6月底，中央企业和地方省级层面的改革任务举措完成率均超过95%，国企改革三年行动的主体任务基本完成，国企三年改革行动收官。二十大报告提出要“深化国资国企改革”，“深化金融体制改革，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系”。国有企业做优做强将聚焦三个方面：首先，金融体制改革将继续拓展，国企估值加速修复，金融国改有望向纵深推进。目前国有金融资本管理的顶层制度不断~~完善~~，

年全国国有非金融企业资产、负债及国有资本权益分别较 2019 年提升 31.8%、32.1%和 33.9%，而全国国有金融企业资产、负债和净资产分别较 2019 年增长 20.2%、19.5%和 25.9%，增速低于国有非金融企业。国有资产证券化是后续金融国改的重点之一，通过金融控股大平台实现国有资产整体上市。下一步，央行将稳妥有序推动其他符合条件的企业申设金融控股公司，未来金控行业或根据自身特点进行差异化、专业化发展，增强其核心竞争力。截至 2021 年底，国有控股上市公司共 1317 家，总市值 33.54 万亿元，占境内及港股上市公司的 28.26%。11 月，证监会主席易会满表示要把握好不同类型上市公司的估值逻辑。目前我国国有上市企业估值偏低，未来将继续深化国有企业改革，加快专业化整合，低估值央国企有望迎来价值重估。其次，核心领域国有企业重点发展，推动资源向优势企业和主业企业集中，发挥创新引领作用。今年前三季度，中央企业围绕新一代信息技术、高端装备制造、粮食安全等产业链领域的卡点堵点，明确重点投资项目近 300 项，完成投资超过 5000 亿元。央企在关系国家安全和国计民生的重要行业关键领域，充分发挥规模、数据、应用等优势，加快补齐产业链短板和薄弱环节，锻造长板优势，夯实产业基础能力，加速产业链发展建设。重点培育一批具有产业生态主导力和锻长板优势的链长企业，打造一批新形势下的关键性支柱产业，带动细分领域“专精特新”企业，搭建上下游、大中小企业专业分工、协同发展。第三，继续深化供给侧结构性改革，聚焦主责主业发展实体经济。截至 2022 年上半年，“两非”剥离完成率达 99.7%，截至 2021 年底中央企业从事主业的子企业户数占比达 93%，主业投资占比达 97%。

对于民营企业，本次会议亮明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，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。数据显示，我国民营企业数量达 4700 多万家，在企业总量中的占比提高至 93.3%。民营经济对国家的税收贡献超过 50%、就业贡献超过 80%。二十大报告指出，“优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大。完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。支持中小微企业发展”。后续政策对于民企，尤其是创新型中小企业的扶持力度预计将加大。对于外资企业，本次会议中提出“要落实好外资企业国民待遇，加大知识产权和外商投资合法权益的保护力度，积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定和数字经济伙伴关系协定等高标准经贸协议，深化国内相关领域改革”，目前外资企业占比不到全国企业总数的 3%，但创造了全国 2/5 的对外贸易、1/6 的税收收入和近 1/10 的城镇就业，2022 年 10 月，国家发改委、商务部发布《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》，目录增加条目数为近年来最多，此外也发布了《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》。从目前的政策导向看，外资企业，尤其是制造业领域外企预计将蓬勃发展。

**图 9：国有非金融和金融企业资产总额及增速对比**


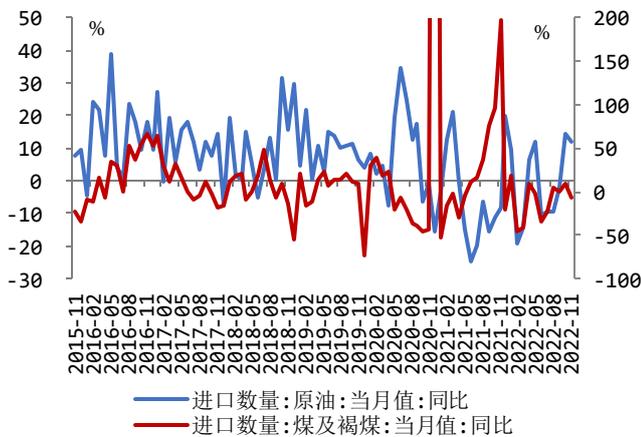
数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，西南证券整理

**图 10：国有非金融和金融企业资产负债率**


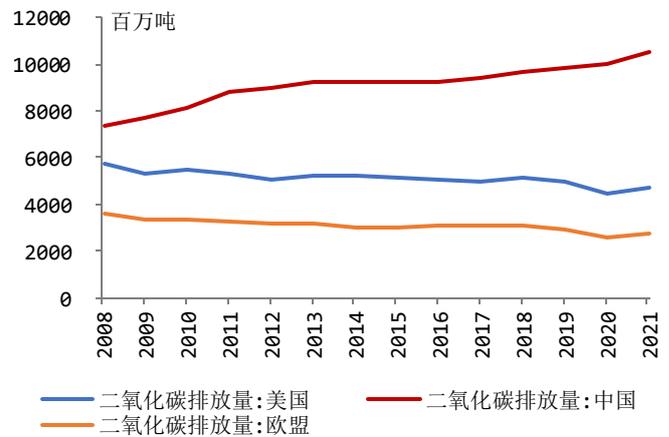
数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，西南证券整理

### 3.3 绿色转型中的能源安全与清洁能源

本次中央经济工作会议指出“推动区域社会发展绿色转型”、“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”。全球碳达峰、碳中和目标引发的能源转型以及俄乌冲突是推动全球能源格局发展演变的两个主导力量，对中国能源安全的影响主要体现在进口成本上升以及能源供应压力上。能源安全方面，我国将深入推进能源体制改革，增强能源技术创新能力。近日国家发展改革委相关部门连续召开会议，确保近期煤电油气运能源安全，11 月末，国家发改委办公厅印发《2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案》、《关于进一步严格做好 2023 年电煤中长期合同签订工作的通知》，对做好 2023 年电煤中长期合同签订履约工作作出部署安排；加大对煤电企业金融支持力度，将充分利用煤炭清洁高效利用专项再贷款，为煤电企业购买电煤保供提供低成本流动资金贷款支持，提升煤电企业顶峰发电能力。此前，国务院在部署稳经济一揽子政策的接续政策措施中明确，支持中央发电企业等发行 2000 亿元能源保供特别债，截至 11 月 28 日，能源保供特别债发行金额超 1200 亿元。清洁能源方面，推进清洁能源消纳工作，新型储能参与电力市场。2021 年 10 月，中共中央、国务院印发的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》提出了 10 方面 31 项重点任务。从政策领域看，“十二五”期间侧重能效提高政策，占比约为 56%；“十三五”期间的重心是能源结构调整政策，比重为 59%。据国际能源网统计，2022 年一季度全国已出台“双碳”相关政策 78 条，其中国家出台政策 18 条，地方出台政策 61 条。2020 年，全国风电、光伏发电利用率分别为 96.5%、98.0%；2021 年为 96.9%、98.0%，连续保持在 95% 以上的高利用率水平。2022 年 6 月，国家发改委、国家能源局联合发布《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》，推动新型储能参与电力市场，发挥源网荷储协同消纳清洁能源能力。此外，清洁能源方面仍将加快关键领域技术创新。近年来，国家能源局先后印发了《能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）》、《“十四五”能源领域科技创新规划》，将清洁能源发电、先进输电等技术作为重点研发任务，对新型电力系统相关技术创新及研发应用进行专项部署；科技部 2022 年围绕光伏、风能、高比例可再生能源主动支撑技术等部署了 50 余项重点专项任务，未来在低碳技术创新及关键领域攻关将继续重点推进。

**图 11：我国进口原油和煤的数量同比变化**


数据来源: Wind, 西南证券整理

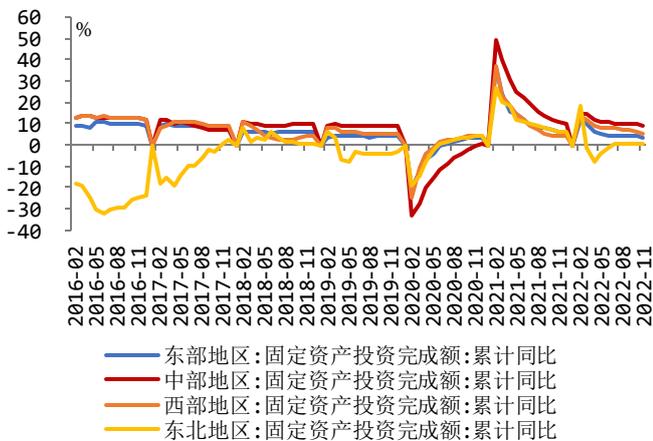
**图 12：与欧美比，我国碳排放量较高**


数据来源: Wind, 西南证券整理

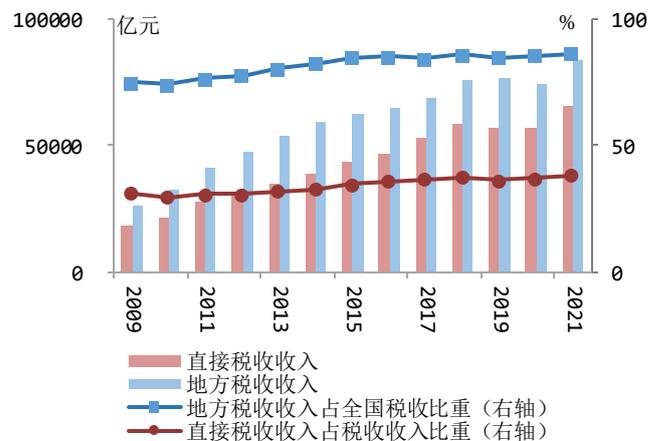
### 3.4 区域协调发展与养老服务消费

本次中央经济工作会议强调“深入实施区域重大战略和区域协调发展战略”，后续将加快构建高质量发展区域经济布局路径，鼓励多区域因地制宜发展。现阶段，我国东中西部地区差距的空间格局尚未发生根本改变，但中国的区域发展格局正在发生重大变化，即从“东西差异”逐渐演变为“南北差距”。2021 年，南方地区占全国 GDP 的比重达到 64.75%，北方地区仅占 35.25%。再者，目前我国先进制造业集群主要呈现出东强西弱、一带三核两支撑的特点，一带是沿海经济带，三核是指环渤海核心、长三角核心和珠三角核心，两支撑为西部支撑和中部支撑。目前的区域协调主基调也从过去发达地区与欠发达地区之间的协调，变成现在东与西两大区域之间、东五大城市群之间、各城市群内部之间的多个层面的多重协调。收入差距方面，规范收入分配秩序和财富积累机制或依然是未来方向，关注税制改革的可能方向。现阶段财富积累的载体仍以住房为主，这样的积累机制改变，一方面需要加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，另一方面需要进一步加大税收的调节力度，充分发挥税收在收入分配环节中的作用，房产税系列税种，如房产税、资本利得税、遗产税等都有可能后续开征或扩大征收范围。城乡方面，本次会议继续强调“要全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫”。城乡差距主要表现在基础设施、公共服务、收入和治理四个方面，在继续实施乡村振兴的战略中，加强乡村基础设施建设，重点围绕农村道路和城乡客运一体化、农村供排水保障、乡村清洁能源建设、农村危房改造和抗震改造、农村物流体系、农村信息基础设施、农村生态环境基础设施建设等方面发力。

此外，本次会议对养老也有了明确指示，提出“适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，支持养老服务消费”，预计 2023 年，城镇职工延迟退休的方案将出台，围绕社会化养老而提供的相关服务也将进入发展快车道。而在农村养老方面，我们认为后续将继续加强下沉养老保障体系建设，当前我国农村人口老龄化程度明显高于城镇，2020 年底，城镇老龄化程度为 15.8%，而农村为 23.8%。目前“三支柱”养老保障体系正在加快推进中，已有多地在探索“以地养老”模式，即通过农村宅基地改革，采取“自愿有偿退出”原则，允许部分地区农村把老人的宅基地以及附属的房屋和承包耕地退还给集体，以此置换养老服务。

**图 13：不同地区固定资产投资同比变化**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 14：2010 年来，直接税和地方税收占我国税收比重有所升高**


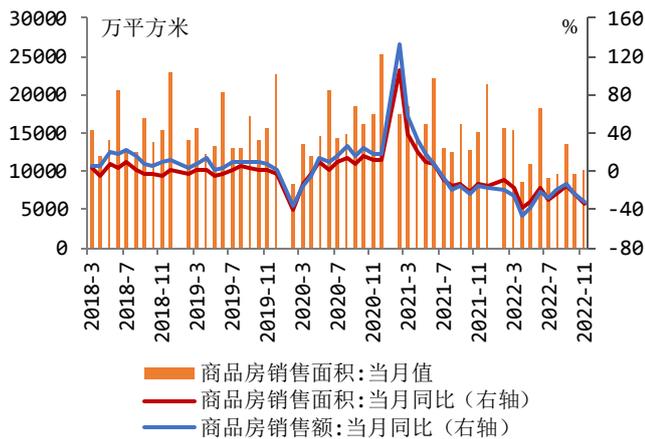
数据来源：财政部, 西南证券整理

### 3.5 房地产新发展模式过渡，防风险与支持住房需求

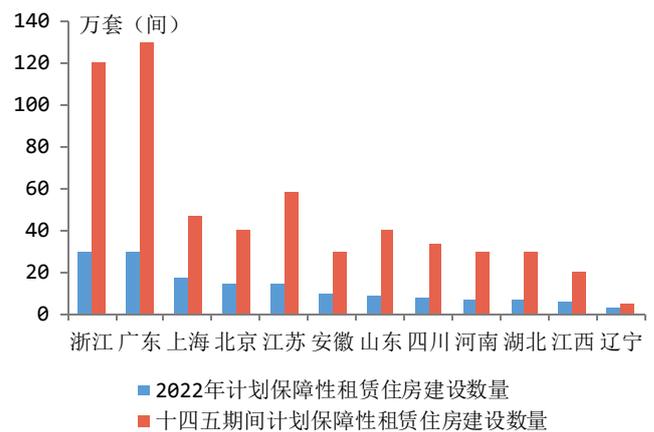
本次会议提到：“要确保房地产市场平稳发展”、“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资要求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。从需求端看，9 月，中央出台 930 地产新政，降低房贷利率、公积金利率、换购退税“三箭齐发”，各地方也因城施策调整“四限”、放松公积金贷款、减税降费、购房补贴等，但居民购房意愿仍有待进一步改善。1-11 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 6.5%，增速较前值继续回落 0.8 个百分点；房屋新开工面积下降 38.9%，较前值降幅扩大 1.1 个百分点。从供给端看，自 7 月政治局会议以来，政策加大保交楼力度，比如 8 月份推出 2000 亿元保交楼专项借款，各地方设立纾困基金。9 月，随着银保监会定调“房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转”，政策更加侧重于供给侧发力。1-11 月全国房地产开发投资同比下降 9.8%，降幅比 1-10 月继续扩大 1 个百分点，较整体固定资产投资增速慢 15.1 个百分点；从资金情况来看，1-11 月房地产开发企业到位资金同比下降了 24.7%，降幅扩大 0.2 个百分点。11 月，房地产领域的金融“组合拳”力度明显加大：民营房企债权融资“第二支箭”、房企股权融资“第三支箭”发出，16 条金融支持措施颁布，允许向优质房企出具保函置换预售监管资金，证监会也决定在股权融资方面调整优化 5 项措施。同时，由于土地市场成交整体冷淡，11 月多个城市加推“两集中”供地批次，或在一定程度上提振开发商拿地预期。近段时间以来，包括厦门、南京、南通、武汉和佛山等城市均有解除限购限制、降低购房门槛等房地产宽松政策的消息传出。新一轮刺激楼市活跃度的政策浪潮或已开始。**若地产修复缓慢，2023 年初稳地产政策预计将得到延续，供需两端政策持续托举，叠加疫情影响逐步减弱，房地产投资增速有望回升至 0.8% 左右，并呈前低后高走势。**

此外，会议再次重申了“支持刚性和改善性住房要求，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”，二十大报告也指出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。我们预计 2023 年“租购并举”的新发展模式将加速推进，推进保障性住房建设。据 ICCRA 统计，截至 2022 年三季度末，全国已开业房间规模中保障性租赁住房规模合计为约 10 万套（间），纳保比例最高的为租赁式社区，其次为青年公寓和宿舍型公寓等。“十四五”规划指出，全国 40 个重点城市将建设保障性租赁住房 650 万套。近两年政策持续从土地、财税、金融等方面加大对保障房的支持力度，11 月，证监会指出将推动保障性租赁住房 REITs 常

态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”，目前已有四家保租房 REITs 上市，后续有望继续扩容，助力保租房进入建设和发展的快车道。此外，2021 年末我国常住人口城镇化率已达到 64.72%，高速增长期已基本接近尾声。在未来城镇化率提升速度放缓以及人口老龄化的背景之下，2022 年 6 月发改委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》，提出加快农业转移人口市民化、优化城镇化空间布局、发展县域经济等。随着落户限制放开、大中小城市发展加快协同、住房品质提升，房地产市场仍有望迎来增量购买力，支撑房地产行业平稳健康发展。

**图 15：“金九银十”地产销售仍然低迷**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 16：部分省市保障房计划建设情况**


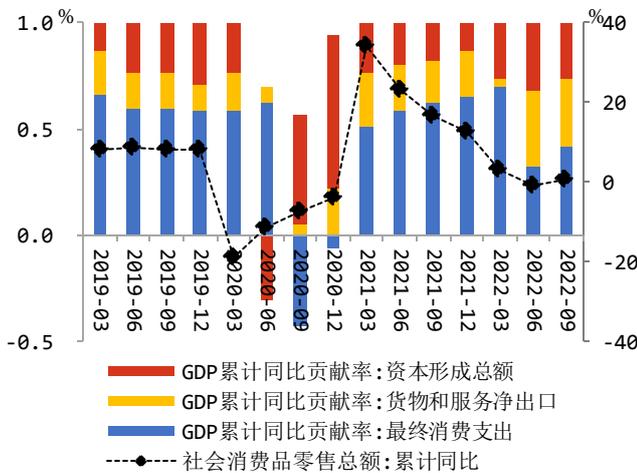
数据来源：wind、西南证券整理

### 3.6 防疫优化助力消费复苏，平台经济再担重任

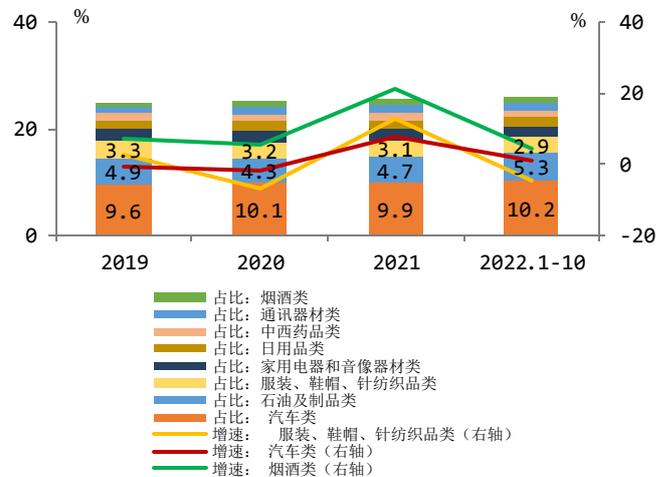
会议指出：“着力提高国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车及养老服务消费”。2020 年以来，疫情持续对国内消费增长造成冲击，2022 年 1-11 月，社会消费品零售总额三年同比复合增长 4.34%，低于 1990 年以来年均增长水平。在疫情影响下，居民消费的能力和意愿均有所减弱。从收入上看，前三季度，城镇居民人均可支配收入累计同比 4.3%，仍延续低速增长的态势。从消费意愿上看，第三季度居民选择更多投资和消费的占比分别处于 19.1% 和 22.8%，倾向于更多储蓄的占比在 58.1%，位于有数据以来最高水平，居民仍是持币观望的状态，预期有待提振。前三季度最终消费支出对 GDP 的贡献率 41.3%，高于资本形成和净出口的贡献率，该比重较上半年提升了 9.2 个百分点，但较 2021 年大幅回落 24.1 个百分点，疫情对消费的压制依然较大。11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组提出进一步优化防控工作的二十条措施，制定了核酸检测、风险区划定及管控、居家隔离医学观察、居家健康监测等 4 个技术文件，为优化疫情防控管理提出顶层方案；29 日，《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》出台，进一步做好对弱势群体的保护工作；12 月 7 日，国务院联防联控机制调整防疫措施（“新十条”），取消落地检、也不查验健康码，允许无症状或轻症感染者在符合条件的情况下居家隔离。随着疫情防控管理措施不断优化改进，2023 年我国消费有望迎来快速修复，逐步释放长期受疫情压制的内需潜力。本次会议将提振消费信心，多渠道增加居民收入作为明年的工作重点，这将从根本上改善居民收入预期偏弱、储蓄意愿较强等对消费恢复的制约，中性估计 2023 年社会消费品零售同比或可达 6.5%。其中，由于全国的疫情防控优化并非一蹴而就，短期内居民对必选消费中比如中西药品、粮油食品、饮料等的消费需求或仍较旺盛随着疫情影响逐步减弱，

可选消费有望快速反弹，服装鞋帽、石油及制品类等或有显著表现，旅游、餐饮、零售等接触性的服务消费将迎来加速修复，叠加地产形势企稳也将带动家具、建筑及装潢材料等地产链上的消费回升。此外，随着消费逐步实现疫后正常化，消费创新升级和扩大县乡消费或继续成为促消费的两条主线，比如实物消费提质升级，促进养老托育、文化旅游等服务消费，绿色消费加快发展，支持新能源汽车、绿色智能家电下乡等。

平台经济方面，本次会议指出：“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、国际竞争中彰显身手”。10月28日，何立峰表示目前平台经济治理体系仍需要完善，配套实施细则亟待出台，未来将支持和引导平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例；11月22日，国常会也指出“支持平台经济持续健康发展，保障电商、快递网络畅通”。平台经济在经济中的重要性不容忽视。疫情期间线上消费成为亮点，2022年1-11月，实物商品网上销售额同比增长6.4%，高于社会消费品零售总额增速6.5个百分点，增速明显快于线下商品销售，占社会消费品零售总额的比重为27.1%，其中电商平台扮演着连接生产、物流与消费的重要桥梁角色，有利于满足居民消费需求，对挖掘消费潜力也有着巨大作用。另外，平台经济在吸纳就业、助力脱贫攻坚等方面也起到重要作用。在经历了过去两年集中治理的阶段后，平台经济中不合规、不利于社会公平等因素逐步消除，后续监管层将继续加强对平台经济的引导，尤其是在赋能制造业、农业、消费、公共服务等方面，我们认为制造业数字化智能化、工业互联网、智慧农业、农村电商、新兴零售、智慧物流、远程医疗、线上办公或为未来投资案例的方向。

**图 17：2020 年以来国内消费增长受疫情多次脉冲影响**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 18：2019 年以来重点可选消费品占比与增速变化**


数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn