

宏观点评 20221207

中央经济工作会议的见微知著——12月政治局会议点评

2022年12月07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

shaoh@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《中央经济工作会议前瞻：稳经济的重头戏》

2022-12-04

《2023 美国通胀的“上不去”与“下不来”》

2022-12-01

■ **大会之后的 12 月政治局会议往往具有重要的风向标意味。**此前市场可能一直纠结于大会之后在安全面前，增长的目标是不是被弱化了。12 月政治会议用两个“更好”做出了回应，**明年稳经济的重要性要进一步提高——“更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全”**。如何做到？一言以蔽之，**不同政策要形成合力（尤其是疫情政策），同时要“加力提效”**。

■ **从历史比较上也能看出，2022 年 12 月政治局会议很“经济导向”。**从前两次大会前后政治局会议措辞的变化入手，18 大后政策的重心由稳增长转变为“**提高经济增长质量和效益**”，在宏观政策上则强调提高针对性和有效性、注重结构优化，19 大后更是转向了三大攻坚战和防范化解金融风险，对于宏观政策着墨很少。而今年的会议则是用三段内容讨论如何“推动经济运行整体好转”（表 1 和 2）。

■ **值得注意的是，本次会议明确点出了今年政策效果的症结——政策没有形成合力。**2022 年宏观政策发力并不弱，但是问题的核心在于**财政货币等政策和防疫政策在对经济的影响上形成了相反的作用力**，导致的结果就是经济的分化和整体的疲软，例如企业端的信贷和投资（受政策直接拉动明显）表现明显更好，而居民端的借贷和支出意愿则大相径庭；又比如宽松的货币和严厉的防疫政策下，流动性淤积在银行间市场无法有效传导到实体经济。

■ **对症下药，2023 年宏观政策发力的重要前提是优化疫情防控措施，加强各类政策协调配合。**一方面，防疫政策的优化对于政策传导至关重要，而这一步已经迈开，另一方面，在其他领域依旧会**坚持避免出台具有收缩效应的政策**，除了财政政策和货币政策继续积极外，地产政策在通稿中虽未提及，我们认为继续维持托底和防风险的态度是题中之义。

■ **在以上前提下，财政政策依旧是 2023 年稳经济的重要抓手，货币政策方面则会可能会有更多的结构性工具出台。**“积极的财政政策要**加力提效**”，我们认为 2023 年赤字率较 2022 年会小幅上涨至 3%至 3.2%，在充分利用限额额度的基础上，专项债的发行也会保持在较高的水平上，除此之外特别国债等工具也会提上议程。根据我们的测算，4 万亿专项债+1 万亿特别国债有望使得 2023 年政府相关投资增速上升到 8%以上。

“稳健的货币政策要精准有力”则意味着货币政策会更多地使用结构性工具来配合财政政策，更好地发挥稳定经济的功能。专项再贷款和 PSL 等工具有望继续扩类增量，政策性金融机构将继续发挥重要作用

■ **对于 2023 年经济增长的目标，我们依旧预期会在 5%左右。**我们认为本次会议为明年稳定经济开出了方向正确的“药方”，症结一旦解开，在 2022 年基数低的有利条件，随着房地产和防疫政策持续的优化调整，财政货币政策继续协调发力，5%的增长目标是可以实现的。

■ **除此之外，在经济建设方面，会议表示注重质的“有效”提升，与大会的表述一致。**10 月大会首次提出“质的有效提升和量的合理增长”，此前表述为“质的稳步提升和量的合理增长”。措辞从“稳步”变为“有效”，体现出后续发展将更注重质的内涵，进一步通过科技进步下全要素生产率的提高来提升质量，更加注重经济发展的效率。本次政治局会议指出“**产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强**”，这已经体现在了大会后出台的产业政策上，包括对于完善制度建设、促进创新和行业健康发展的重视，例如加强知识产权保护制度建设、助力专精特新企业的创新发展（表 3）。

■ **统筹发展和安全无疑是 2023 年政策的重中之重。**安全作为今年大会的关键词，在本次政治局会议中共出现了 6 次，重点强调了粮食安全、能源安全、供应链安全和安全生产。那么对于投资者来说，安全的政策基调对投资有何启示？结合本次政治局会议、大会及“十四五”规划，我们对科技、生物、能源、粮食、军事、产业链和数据这七大领域的政策进行了梳理，如表 4 所示，安全主题下的投资主线聚焦军工、信创、半导体、医药。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。**增强前沿科技领域的实力对我国在未来的大国竞争中保持领先地位至关重要。领域方面，“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。**总书记2020年6月2日在座谈会上指出，生命安全和生物安全领域的重大科技成果是国之重器，一定要掌握在自己手中。生物安全被纳入国家安全体系，医疗设备、医疗研发等领域前景向好；保障人民生命安全的军工行业也值得关注；保障民生的粮食和能源安全、以及涉及人民福祉的数据安全领域前景向好，包括储能、种植业、信息安全等产业。
- **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，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；**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：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长

表1: 十八大之后 12 月政治局会议的措辞出现明显变化

	2012年7月	2012年12月
经济工作	●坚持稳中求进的工作总基调，把稳增长放在更加重要的位置； ●各地区各部门要切实把思想和行动统一到中央对经济形势的分析判断和各项决策部署上来，齐心协力，真抓实干，确保经济社会发展各项工作取得更大成绩。	●以提高经济增长质量和效益为中心，稳中求进，开拓创新，扎实开局。
宏观政策	●要加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大结构性减税政策力度，保持货币信贷平稳适度增长。	●要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力提高针对性和有效性，适时适度进行预调微调，加强政策协调配合。
投资	●在优化投资结构的同时扩大有效投资，落实促进民间投资的政策措施，加大对国家重大项目建设的支持。	●促进投资稳定增长和结构优化，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。
地产	●坚定不移地贯彻执行房地产市场调控政策，坚决抑制投机投资性需求，切实防止房价反弹，增加普通商品房特别是中小套型住房供应，抓好保障性安居工程建设，满足居民合理的自住性住房需求。	●要积极稳妥推进城镇化，增强城镇综合承载能力，提高土地节约集约利用水平，有序推进农业转移人口市民化； ●加强房地产市场调控和住房保障工作。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

表2: 十九大大之后 12 月政治局会议的措辞变化

	2017年7月	2017年12月
经济工作	●要坚持稳中求进工作总基调，更好把握稳和进的关系，把握好平衡，把握好时机，把握好度； ●各地区各部门要增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，把思想认识统一到党中央对经济形势的判断上来，不折不扣贯彻执行党中央制定的大政方针。	●坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作…… ●在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展。
宏观政策	●要保持政策连续性和稳定性，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动。	
供给侧改革/三大攻坚战	●深入推进“三去一降一补”，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子； ●加大补短板力度，改善供给质量。要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险……要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调……	●要统筹规划，有序推进，确保打赢三大攻坚战。 ●防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效； ●精准脱贫要瞄准特殊贫困人口精准帮扶……巩固扶贫成果，提高脱贫质量； ●污染防治要使主要污染物排放总量继续明显减少，生态环境质量总体改善。
投资	●要稳定外资和民间投资，稳定信心，加强产权保护，扩大外资市场准入，增强营商环境对投资者的吸引力。	
地产	●要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。	●加快住房制度改革和长效机制建设。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

表3：二十大会后出台的产业政策

政策名称	发布时间	发布部门	主要内容
《关于知识产权助力专精特新中小企业创新发展若干措施的通知》	10月24日	国家知识产权局、工业和信息化部	围绕提升知识产权创造水平、促进知识产权高效运用、加强知识产权保护、强化知识产权服务保障等4个方面，提出若干项针对性举措，并进一步突出了政策间的融合支撑。
《“十四五”技术要素市场专项规划》	10月25日	科技部	明确健全科技成果产权制度、强化高质量科技成果供给、建设高标准技术交易市场、提升技术要素市场专业化服务效能、促进技术要素与其他要素融合、加速技术要素跨境流动等六项重点任务。
《关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知》	10月28日	发改委、国家能源局	巩固光伏行业发展取得的显著成果，扎实推进以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地建设，纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点，提升光伏发电产业链供应链配套供应保障能力。
《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》	11月1日	工信部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家体育总局	到2026年，虚拟现实在经济社会重要行业领域实现规模化应用，形成若干具有较强国际竞争力的骨干企业和产业集群，打造技术、产品、服务和应用共同繁荣的产业发展格局。
《关于扩大当前农业农村基础设施建设投资的工作方案》	11月4日	农业农村部、水利部、发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、人民银行、银保监会	从现在到年底前，聚焦农业农村基础设施短板弱项，突出抓好大中型灌区等水利设施、小型农田水利设施，以及现代设施农业和农产品仓储保鲜冷链物流设施等项目建设。
《建材行业碳达峰实施方案》	11月7日	工信部、发改委、生态环境部、住房和城乡建设部	明确强化总量控制、推动原料替代、转换用能结构、加快技术创新、推进绿色制造5方面重点任务。
《有色金属行业碳达峰实施方案》	11月15日	工信部、发改委、生态环境部	明确优化冶炼产能规模、调整优化产业结构、强化技术节能降碳、推进清洁能源替代、建设绿色制造体系5方面重点任务。
《中小企业数字化转型指南》	11月8日	工业和信息化部	面向中小企业、数字化转型服务供给方和地方各级主管部门，从增强企业转型能力、提升转型供给水平、加大转型政策支持等三方面提出了14条具体举措，助力中小企业数字化转型。

数据来源：中经联播，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49797

