

奠定不强刺激基调

证券研究报告

2022 年 12 月 18 日

中央经济工作会议解读

总的来看，本次中央经济工作会议已经清晰地勾勒出了明年的政策路线，在需要平衡短期压力和长期目标的情况下，经济大概率维持渐进式的弱复苏。

权益市场方面：短期来看已经进入了复苏交易的验证期，而本次会议对市场预期做出了回应，复苏交易或迎来阶段性考验；中期主线仍然是寻找安全、科技创新、高端制造等政策、业绩、产业趋势相对确定的交易机会。

债券市场方面：随着“强预期”的证伪，短期基本面最大的利空基本解除，剩下的扰动主要在交易层面和年初的利率债供给层面，当前利率上行压力有限；中期来看，随着第一轮疫情上升期的结束，经济在二季度开始边际复苏，利率可能会迎来震荡上行阶段。

风险提示：疫情发展可能超预期，进而导致稳增长压力加大；政策效果不及预期，进而改变政策出台的节奏。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-经济的黎明之前》2022-12-16
- 2 《宏观报告：谁能替代德国制造？》2022-12-16
- 3 《宏观报告：风险定价-复苏交易进入验证期-12 月第 3 周资产配置报告》2022-12-16

中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在北京举行。

从会议通稿的内容来看，在短期压力和长期目标的矛盾中寻找平衡可能仍然会是明年经济政策的核心特征，意味着针对短期压力的稳增长政策还需要追求“度”的恰到好处，“边走边看”和“随时调整”预计会是明年经济政策的主要风格。

一、明确回答了市场的核心关注——是否有经济刺激？

从会前的市场预期来看，市场对于经济工作会议的核心关注聚焦在明年经济政策要不要强刺激。关于经济刺激政策的预期，一定程度反映在了近期股债市场表现里，刺激预期主要来自于两种看法：一是从政策的角度，近期疫情政策优化，地产供给侧连续释放“三支箭”，12月政治局会议也未提“房住不炒”，表现出对于明年经济要实现较高增长目标的追求，同时明年也是二十大的开局之年，新班子新气象，实现开门红是必要的。二是从经济的角度，担忧明年海外经济衰退拖累外需，叠加房地产连续两年下行拖累内需，认为需要通过相当规模的经济刺激和投资拉动，来实现一个整数位的增长目标。

从会议通稿的内容来看，答案也是明确的——发展必须是高质量发展，奠定不强刺激的基调。会议在部署明年经济工作的部分，开宗明义地指出，“坚持发展是党执政兴国的第一要务，发展必须是高质量发展，完整、准确、全面贯彻新发展理念”。

会议并不回避经济的短期压力。会议延用了前两年经济工作会议的表述——“当前我国经济恢复的基础尚不牢固”（2020年）、“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”（2021年）。同时，会议也指出，“对于我们这么大的经济体而言，保持经济平稳运行至关重要”，并重申“发展是第一要务”。

但是会议提出了对发展的新要求。“新班子要有新气象新作为”，“发展必须是高质量发展”，并且在部署执行层面的要求时，还提出“要坚持把高质量发展作为全面建设社会主义现代化国家的首要任务”。

也就是说，关于发展的内涵发生了变化，稳增长不能走有损长期目标的“老路”。会议提出了“更好统筹”——“防疫和经济”、“经济的质和量”、“供给侧改革和扩大内需”、“经济政策和其他政策”、“国内循环和国际循环”、“当前和长远”这六对矛盾，尤其是“经济质的有效提升和量的合理增长”以及“当前和长远”，都明确体现了不搞大水漫灌、不强刺激的底线要求。

二、明年经济增长，推测目标在 5%左右，预测区间在 4.8-5.1%

既然追求高质量发展的目标已经明确，那么短期政策的底线也就基本清晰。

首先是明年对“量”的要求存在，但可能不会过高。尤其是本次会议还提出了“努力实现明年经济发展主要预期目标”，与今年4月29日政治局会议颇具相似之处。今年4月，作为开年第一次讨论经济工作的政治局会议提出，“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，相比于2021年3次经济相关的政治局会议，额外增加了“努力实现全年经济社会发展预期目标”，边际弱化了对于实现年初制定的各项经济预期

目标的要求。此后，在今年 7 月政治局会议上，再次提出了“力争实现最好结果”，有“尽力而为、量力而行”的意味。而在十八大以来的中央经济工作会议中，提出“努力实现全年经济社会发展预期目标”尚属首次，我们认为对这一变化的理解可以参考今年 4 月政治局会议，中央可能对明年在实现经济目标方面留有了一定的余地。

其次是基本明确了不会对房地产需求进行强刺激。会议重申了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，供给侧的边际变化是提出“要坚决依法打击违法犯罪行为”，可能从政策层面统一推进相关主体的破产重整、并购重组以及破产出清。我们预计明年 GDP 目标可能定在 5% 左右，实际 GDP 增速有望落在 4.8-5.1% 的区间内。

第一，在防疫政策优化调整、大力提振市场信心、促进消费政策出台的帮助下，消费在明年可能会迎来改善，但疫后消费的修复幅度还受到疫情的影响。根据海外地区经验，在第一轮奥密克戎疫情上升期，消费往往会面临下行压力，消费实质性回暖可能在明年 2 月以后，全年社零增速在 5% 左右，具体还将受到疫情反复和感染曲线的影响。（详见《经济的黎明之前》）

第二，明年的房地产政策“托而不举”，部分在今年受拖累的刚性、改善性需求存在回补的可能，因此房地产需求有望企稳，但出现明显反弹的可能性较为有限。我们预计明年商品房销售面积增速的中枢或在 -4% 左右，房地产投资增速的中枢或在 -11% 左右，但影响 GDP 核算的建安设备投资有望保持 1.5% 左右的增长（详见《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》）。

第三，基建投资明年上半年仍有发力的空间，是消费、地产、出口的平衡项，预计明年全年基建投资增速在 6% 左右。制造业投资在产业政策、科技政策的主动发力下，叠加市场主体信心的恢复，可能存在较多的期待，预计有望维持 7% 以上的增速。明年欧美经济走弱带动外需回落，但出口份额有望基本稳定，预计出口增速可能在 0% 左右。

三、新提法有哪些？

（一）疫情防控的新形势——保健康、防重症、平稳转段

防疫工作重心从防控感染转到医疗救治的思路转向基本明确。会议要求，“因时因势优化疫情防控措施”、“重点抓好老年人和患基础性疾病群体的防控，着力保健康、防重症”。

但是，会议对于流行期的疫情防控工作提出了要求，“加强统筹衔接，有序组织实施，顺利渡过流行期，确保平稳转段和社会秩序稳定”，突出“有序”“顺利”“平稳”，可能存在适度平滑疫情曲线的工作基调。

随着防疫政策的优化，疫情对经济活动的干扰也将逐渐弱化，受疫情拖累的消费需求有望逐渐恢复，这是明年经济重要的内生动能之一。

（二）提振市场信心的新做法——纠偏不正确的社会议论，改变平台经济定位

经济工作会议一上来就抓住了约束当前经济动能的核心问题——社会预期悲观、市场信

心不足。会议指出，“明年经济工作千头万绪，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，纲举目张做好工作”，与 12 月 6 日政治局会议提出的“大力提振市场信心”相呼应，宏观政策进一步聚焦于稳定市场主体的预期，释放改革潜力，加快经济内生修复的节奏。

提振信心的第一个做法是明确支持民营经济，指出“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”。

特别值得注意的是，会议将“社会上的不正确议论”明确提出来，说明政策层面在正视市场主体信心走弱、居民收入预期走弱、资产负债表衰退等问题，抓住了制约当前经济增长的要害；而明确指出社会议论是“不正确”的，表明中央的真实态度与社会思潮是截然不同的，宣誓了对“社会上不正确议论”进行纠偏的信心，以及坚决支持民营经济、提振市场信心的态度。

同时，会议还强调“亮明态度，毫不含糊”具有更大的力度，表明政策层面支持民营经济发展的决心。“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”，从根本上确立了帮助民企恢复信心的政策路径。

提振信心的第二个做法是改变了对平台经济的定位。正如我们在报告《向内生动动能要增长——12 月政治局会议解读》中所指出的，平台经济是明年较大期待之一。本次会议没有再提及去年和前年中央经济工作会议中的“防止资本野蛮生长”、“防止资本无序扩张”，而是提出了“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”，对平台经济释放出了较大的暖意。

（三）产业政策的新提法

第一是“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。消费将会是明年政策重点发力的方向之一，具体来看，“增强消费能力”、“多渠道增加城乡居民收入”可能会有消费券等政策出台，“改善消费条件，创新消费场景”则对应着防疫政策的优化、线下消费场景的恢复。从消费品类来看，本次会议提到的住房改善、新能源汽车、养老服务可能会有进一步促进政策出台。

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_50367

