

联合解读

改善预期，提振信心——中央经济工作会议解读及市场展望

◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

新华社报道，中央经济工作会议12月15日至16日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话，总结2022年经济工作，分析当前经济形势，部署2023年经济工作。

评论：

◆ 改善预期，提振信心——中央经济工作会议解读及A股展望

根据新华社发布的中央经济工作会议通稿，在保持经济社会大局稳定的前提下，也提及“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。”扩大内需、加快建设现代化产业体系、更大力度吸引和利用外资等五个方面的工作内容，给明年经济大势和结构均指明了方向，无论是财政政策、货币政策的支持，还是稳内需、促消费等角度都涉及提振信心的积极表述，给明年稳定经济增速、提质增效发展服下了“定心丸”，基于此我们对A股保持整体乐观。

“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。”从居民和实体企业角度而言，稳定预期是促进房地产需求落地、消费回暖复苏和投资扩产的前提，结合会议定调和市场基本面，我们看好年底大消费出行链和地产链竣工端的结构机会，中长期来看，明年一季度适合择机布局高质量发展主题下的高端制造领域。

首先，“日历效应”+“主题投资”逻辑下，会后往往短期以大盘价值占优，但只能从市场的情绪面加以解释。我们统计了股票市场在历年12月中央经济工作会议前、后两周的走势，包括全A指数走势，以及成长、消费、周期、金融和稳定等五类风格还有大盘价值、小盘成长的相对走势。结果并没有定论，略微有迹可循的是大盘价值走势先扬后抑，成长风格会后走出一波三折的“N”字形。因此这种对比意义有限，最多归因为“日历效应”——年底经常有大盘价值的相对表现。如果和会议传递的线索相结合，可以理解为对次年提振经济增速的风险偏好提振，而诸多政策是涉及地产、基建、消费等大盘价值板块的，就此引发短期主题投资机会。但博弈的时间窗口也不宜过长，风险情绪利好催生的主题机会，观测期放在两周内比较合适。

其次，从中长期的逻辑出发，年底会议是对次年经济增长和侧重方向的定位和指引。我们锚定1)年底中央经济工作会议闭幕到次年两会开幕前的这段时间，以及2)年底经济工作会议闭幕到次年结束，梳理和对比两个区间内不同风格股票的超额回报。可以发现在区间1)的会议“静默期”内，大金融板块除了2020年外整体都是占优的，大盘价值可能成为贯穿至次年初的主线；稳定风格除了除了2022年外新冠疫情局部地区有所反复的影响下体现出防御属性外，其他年份整体表现不佳；周期近两年实现“开门红”，但2018-2020三年均表现较弱；成长和消费没有明确规律；在区间2)立足于与明年全年的视角下，在历年会议表述均将“制造业高质量发展”、“提升制造业核心竞争力”和“增强制造业技术创新”、“深化科技体制改革”等表述放在重点工作中，在配套产业政策扶持和呵护下，成长占优的概率更大。

图1：从两次会议区间和次年全年行业走势，看年底会议对股市风格的影响

风格	金融		周期		稳定		消费		成长	
年份/时段	上年底到次年两会前	上年底到次年底	上年底到次年两会前	上年底到次年底	上年底到次年两会前	上年底到次年底	上年底到次年两会前	上年底到次年底	上年底到次年两会前	上年底到次年底
2018	3.29%	9.03%	-1.30%	-4.73%	0.21%	8.05%	0.46%	1.78%	-2.41%	-7.25%
2019	1.69%	1.65%	-3.26%	-10.92%	-8.95%	-24.03%	-0.14%	14.10%	4.05%	5.74%
2020	-9.44%	-24.85%	-3.55%	-1.38%	-6.95%	-31.57%	5.94%	22.43%	10.03%	15.80%
2021	1.42%	-18.81%	6.26%	16.02%	-1.91%	6.92%	-1.31%	-13.74%	-2.62%	9.31%
2022	5.09%	——	3.65%	——	8.06%	——	-4.16%	——	-4.50%	——

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：2020 年的年会前选择 4 月末，其余年份均为 2 月末，计算口径为各个风格指数相对于万得全 A 指数的超额回报率。

表1：历年中央经济会议关于制造业和科技的相关表述

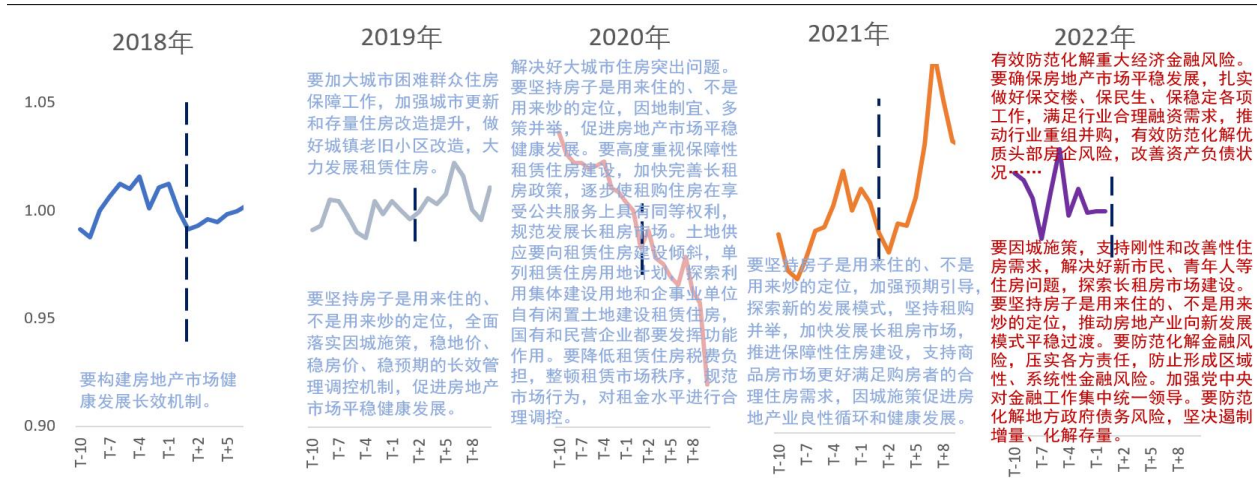
年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
制造业相关表述	推动制造业高质量发展。要推动先进增强、提升、畅通的方针，以创新驱动发挥国家作为重大科技创新组启动一批产业基础再造工程制造业重点产业链，找准关键制造业和现代服务劳动和改革开放为两个轮子，全面提高高者的作用，坚持战略性需求导向，激发涌现一大批核心技术和零部件薄弱产业深度融合，坚定经济整体竞争力，加快现代化经济体向，确定科技创新方向和重点，“专精特新”企业。加快节，集中优质资源合力攻关，不移建设制造强体系建设。要狠抓农业生产保障供给，着力解决制约国家发展和安全形成内外联通、安全高效保证产业体系自主可控和安全。要稳步推进企加快农业供给侧结构性改革，带动农的重大难题。要发挥新型举国体的物流网络。加快数字化可靠，确保国民经济循环畅通。业优胜劣汰，加快农民增收和乡村振兴。要加快恢复生猪制优势，发挥好重要院所高校国改造，促进传统产业升级。加强重要能源、矿产资源国内处置“僵尸企业”，生产，做到保供稳价。 制定退出实施办法，促进新技术、新组织形式、新产业集群形成和发展。				
产业和科技相关表述	要增强制造业技术要深化科技体制改革，加快科技成增强产业链供应链自主可控能要实施科技体制改革三年产业政策要发展和安全并举。创新能力，构建成果转化应用，加快提升企业技术创新力。产业链供应链安全稳定是构行动方案，制定实施基础优化产业政策实施方式，狠抓放、协同、高效的能力，发挥国有企业在技术创新中的建新发展格局的基础。要统筹推进研究十年规划。强化国家传统产业改造升级和战略性新兴产业共性技术研发积极作用，健全鼓励支持基础研究、进补齐短板和锻造长板，针对产战略科技力量，发挥好国兴产业培育壮大，着力补强产平台，健全需求为导向原始创新的体制机制，完善科技人才业薄弱环节，实施好关键核心技术家实验室作用，重组全国业链薄弱环节，在落实碳达峰向、企业为主体的发现、培养、激励机制。要支持战略攻关工程，尽快解决一批“卡重点实验室，推进科研院碳中和目标任务过程中锻造新产学研一体化创新性产业发展，支持加大设备更新和技脖子”问题，在产业优势领域精所改革。强化企业创新主的产业竞争优势。推动“科技-机制，抓紧布局国改投入，推进传统制造业优化升级。耕细作，搞出更多独门绝技。要体地位，深化产学研结合。产业-金融”良性循环。家实验室，重组国要落实减税降费政策，降低企业用实施好产业基础再造工程，打牢完善优化科技创新生态，继科技政策要聚焦自立自强。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。 系，加大对中小企“僵尸企业”处置。要健全体制机制，打基础材料等基础。要加强的创新激励机制。更多依靠市场机制和现代科技创新推动服务业发展，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，推动生活性服务业向高品质和多样化升级。				

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理。

第三，会议释放相关利好催化地产相关板块，行情有望在年底延续。近年来都有提及“房住不炒”，在会议前后并未影响地产股此前的趋势，如 2018、2019 年会议前后两周基本延续了震荡态势，2020 年继续下跌，2021 年短期回调后仍延续会前上涨态势。“房住不炒”已成为多年来贯穿主线，从基本面角度出发一来要看板块本身的估值和盈利，二来也要看会议上的增量信息，如“因城施策”、“长租房市场”等。房地产行业股东市盈率（TTM）在 2018、2019、2020、2021 年底分别为 8.3 倍、9.3 倍、8.1 倍、7.3 倍，而事后来看对应年份年报的盈利（整体法口径 ROE，TTM）是 14%、13%、10%、3%，估值过去三年连续略降但盈利下降更快，一个月的窗口期看股价表现与基本面的关系，不及会议增量信息影响，从措辞出发看 2021 年底地产的利空信号边际没有上一年强，因此在 2020 年底和 2021 年底相同板块走出截然不同的行情。截至今年 12 月中房地产行业板块估值为 12 倍，从销售等数据推定盈利依然在底部，而本次在“房住不炒”

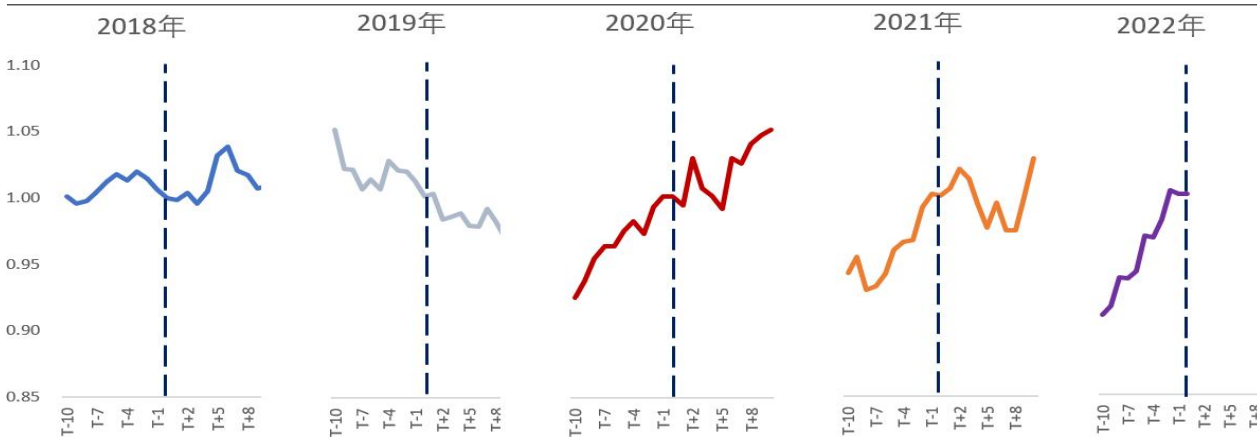
的大背景下，也提及“有效防范化解重大经济金融风险，要确保房地产市场平稳发展，扎实做好‘保交楼、保民生、保稳定’各项工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况……支持刚性和改善性住房需求。”以及“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”相关表述有助于提振市场信心，地产板块有望在年底延续此前震荡中向好的行情，继续交易“困境反转”逻辑。和地产联系紧密的白酒板块与地产走势也可供参考，除了2020年底多重原因导致的走势分歧外基本贴近，而今年在“第二支箭”、“第三支箭”利好兑现后，白酒板块上行幅度较明显，从空间上来讲地产链确定性更强些，白酒板块可以结构中筛选高端酒作为短期配置抓手。

图2：历年会议前后房地产股相对A股整体走势



资料来源：中国政府网，万得，国信证券经济研究所整理。注：图中数值为地产行业股价/全A，T为历年年底中央经济工作会议闭幕时点，单位为天（交易日）。

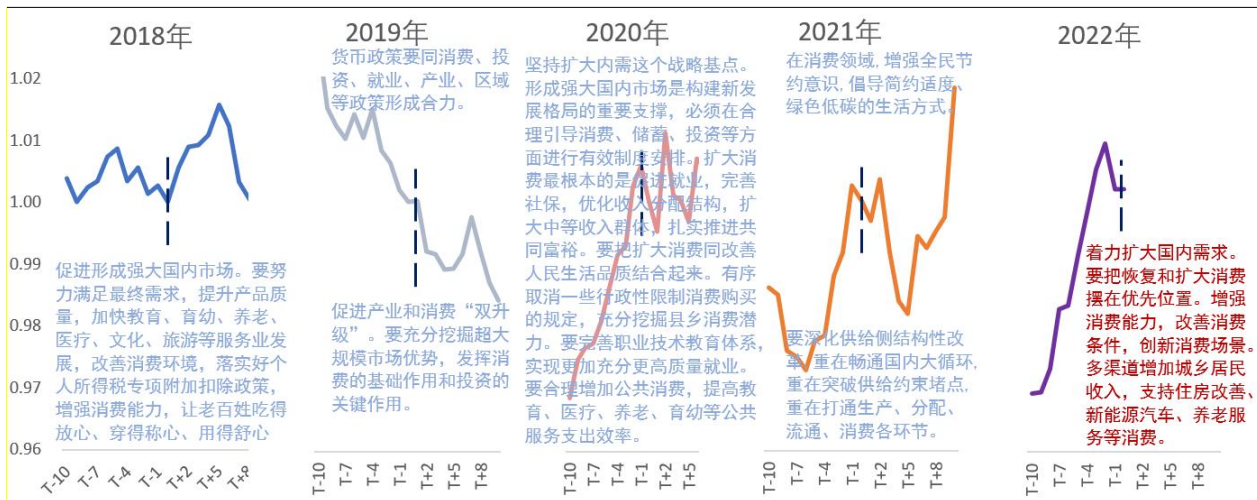
图3：历年会议前后白酒股相对A股整体走势



资料来源：中国政府网，万得，国信证券经济研究所整理。注：图中数值为白酒行业股价/全A，T为历年年底中央经济工作会议闭幕时点，单位为天（交易日）。

最后，在消费、周期和金融板块的影响上，我们将上述板块历年的相对表现与内需/消费、财政、货币的相关表述相结合来分析。（1）消费方面不同的表述会带动短期行情的博弈，今年给出了乐观的交易主线。如2019年“消费升级”更多是从结构出发，而2020年、2022年对“扩大内需”的措辞积极，2018和2021年则着眼于中长期或质量问题，在不同措辞下短期内主题投资呈现出不同的交易行情，今年无论从疫情对内需的影响，还是积极稳住消费的信心和动力都可以参考2020年，甚至力度和空间预期上还要更为积极，因此我们仍看好疫情影响退潮后，消费尤其是出行链、可选消费的投资机会。

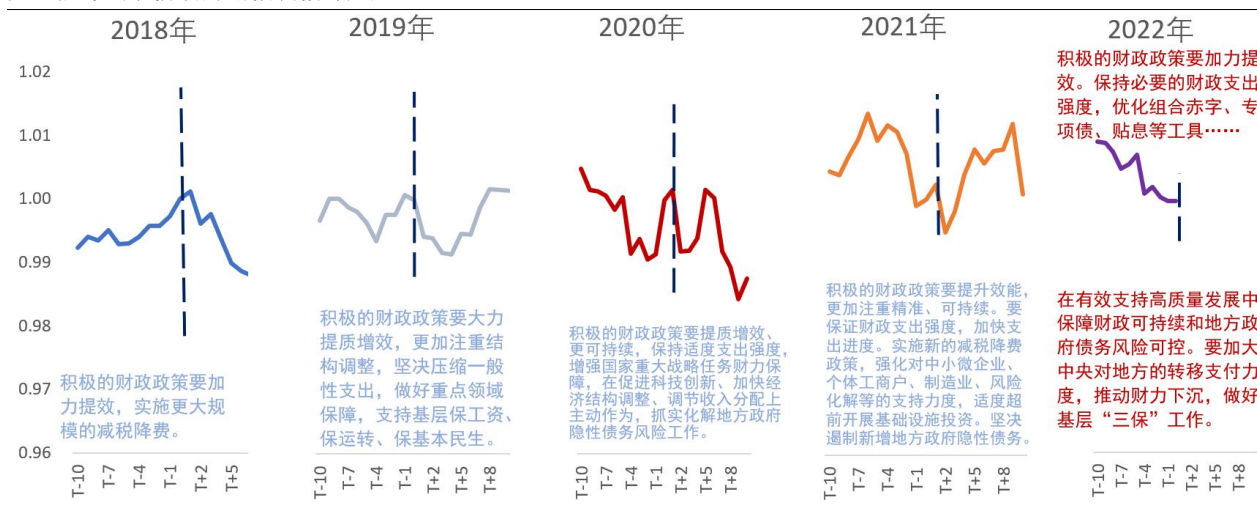
图4：历年会议前后消费板块相对走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：图中数值为中信消费风格/全A，T为历年中央经济工作会议闭幕时点，单位为天（交易日）。

（2）周期板块行情紧密围绕地产和基建脉络，空间和胜率都有限。一方面“房住不炒”的语境下提“改善资产负债状况”、“支持刚性和改善性住房需求”、“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，更多是从需求端“保交付”入手，另一方面“高质量”、“可持续”和“债务风险可控”的特定约束下提出财政“加力提效”，对周期板块的拉动效应预计较为有限，和上述房地产开发及竣工端“困境反转”逻辑不同，和去年海外供应瓶颈问题叠加国内需求复苏的环境也不同，因此周期类风格博弈空间有限。

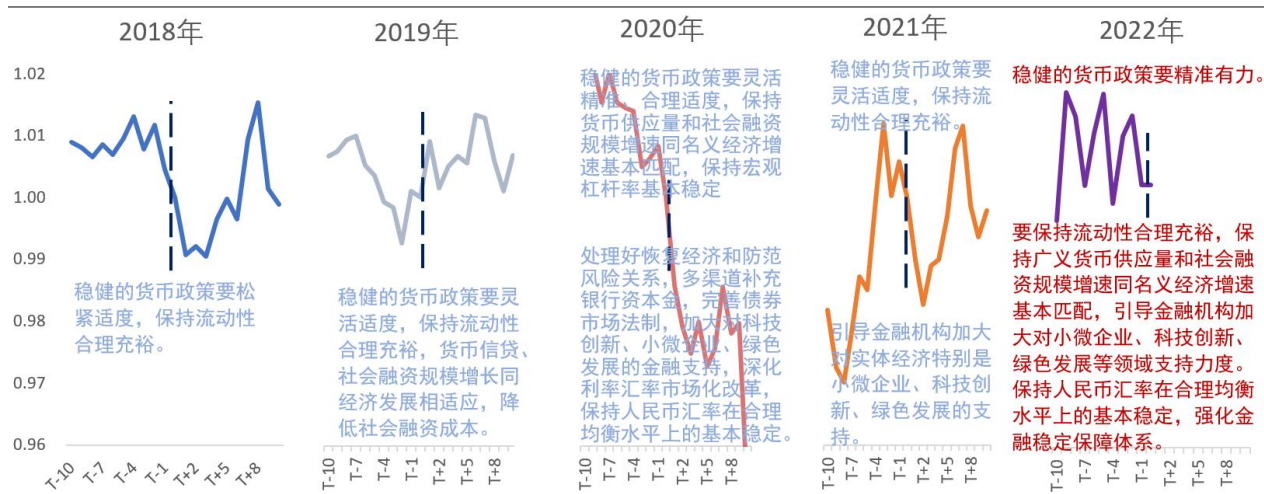
图5：历年会议前后周期板块相对走势



资料来源：中国政府网，万得，国信证券经济研究所整理。注：图中数值为中信消费风格/全A，T为历年中央经济工作会议闭幕时点，单位为天（交易日）。

（3）金融板块需要观测货币政策，本次强调“精准有力”，突出“小微企业”、“科技创新”和“绿色发展”等特定领域，预计对金融板块的影响也较为有限。货币政策边际进一步放宽空间并不强，虽然明年四个季度CPI同比增速较难破3%，未必对货币政策方向实质性转紧构成掣肘，但随着经济企稳回升的预期强化、叠加考虑海外利率高企背景下汇率的压力，进一步降准、降息的空间已经很有限，大概率维持目前的稳态，从货币政策出发，会议对金融板块的影响，以及对整个A股流动性的影响都不构成核心要素。

图6: 历年会议前后金融板块相对走势



资料来源: 中国政府网, 万得, 国信证券经济研究所整理。注: 图中数值为中信消费风格/全 A, T 为历年中央经济工作会议闭幕时点, 单位为天 (交易日)。

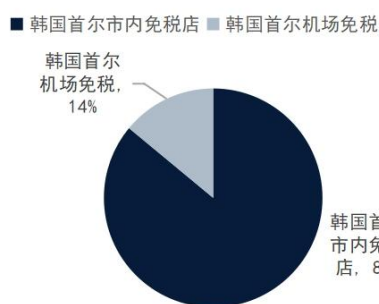
◆ 社服板块：扩内需促消费下板块迎贝塔型机遇，重点关注免税、人服、职教等板块龙头

在强调“扩大内需”，“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”的背景下，大消费出行链板块有望直接受益。我们认为，短期可先博弈后续具体消费扶持政策出台，而后再跟踪板块上市公司业绩验证。具体来看如下：

1、未来促消费系列政策出台，板块有望迎贝塔型机会。结合此前政策和近期跟踪，我们预计未来各地不排除陆续出台系列消费补贴、消费券等政策，与商家、平台促销活动联动，鼓励带动本地餐饮、娱乐、周边休闲等消费，同时旅游城市也不排除通过支持旅行社，与旅游目的地联动补贴吸引客流等方式，吸引客流，以推动消费复苏。鉴于此，我们认为餐饮、酒店、景区等出行产业链龙头有望受益。具体来看，我们继续提示A股和港股餐饮龙头（同庆楼、呷哺呷哺、九毛九、海伦司、奈雪的茶、海底捞等）；景区龙头（天目湖、中青旅、宋城演艺等）；OTA龙头（携程集团-S、同程旅行）以及酒店龙头（锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店、君亭酒店）等。

2、结合《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》及上述“创新消费场景”等表述，建议关注未来免税行业政策机遇。此前，《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中强调“促进免税业健康有序发展…培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设等”。具体来看，我们关注免税行业三方面政策机遇。一是伴随出境游放开，国人离境市内免税政策预计渐行渐近，参考韩国离境市内免税发展及国内海口此前机场与市内免税发展经验，国人离境市内免税政策未来空间广阔，建议短期可关注王府井、中银、中免等投资机会。二是从深入推进海南国际旅游消费中心建设角度，海南战略定位进一步强化，除中免外，海汽集团、海南机场、海南发展、美兰空港等也有望受益。此外，建议跟踪横琴粤澳深度合作区未来政策进展，关注格力地产（珠免拟注入）等投资机会。

图7：韩国首尔市内免税销售远超机场免税



资料来源：穆迪报告，韩国免税协会，国信证券经济研究所整理。

图8：海口机场与市内免税变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、稳就业背景下，关注人服、职教板块投资机遇。中央工作会议全文中提及“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”、“加强新就业形态劳动者权益保障”保就业相关表述。我们认为在防控政策优化背景下，企业用工端需求存在较强恢复动能，就业相关板块经营存在较大经营反转可能性。考虑制造业、消费恢复节奏差异，预计产业复工复产确定性相对更高，纵使疫情阶段反复、行业轮动之下人力资源板块经营业绩也会相对有支撑，建议重点关注企业用工相关人服板块，预计直接受益于下游用工需求复苏，相关受益标的为北京城乡（FESCO）、科锐国际、BOSS直聘、同道猎聘，外服控股；其次职业教育同样承担社会保就业的职责，职业教育培训赛道一方面受益于下游企业用工回暖，上游培训需求有望跟随复苏，另一方面线下培训场景限制的解除（目前多数培训机构线下开课受限制），也将进一步推升学生的参培意愿，建议重点关注传智教育、中国东方教育、中公教育；港股民办高教板块本身定位应用型本科（与学术型本科相比，更加侧重技能教授），且基本面延续稳健表现、估值处低位，建议关注中教控股、新高教集团、中国科培。

表2: “保就业” 相关投资主线

推荐板块	投资逻辑	受益标的
人力资源服务	制造业、消费恢复节奏差异, 预计产业复工复产确定性相对更高, 伴随国内复工复产企业用工端预计会率先复苏。纵使疫情阶段反复、行业轮动之下人力资源板块经营业绩也会相对有支撑,	北京城乡 (FESCO)、科锐国际、BOSS 直聘、同道猎聘、外服控股
职业教育 (应用型本科、职业教育培训)	民办高教板块 (应用型本科) 由于学历教育的特殊属性加持, 经营业绩的确定性也较高; 线下职业教育培训业态受疫情影响相对较大, 但伴随疫情防控形势转好, 消费端线下培训意愿同样有望回暖	传智教育 (职业 IT 培训)、中教控股 (民办应用型本科)、新高教集团 (民办应用型本科)、中国科培 (民办应用型本科)、中国东方教育 (民办高校)、中公教育 (公考招录)

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

◆ 商贸零售: 聚焦复苏主线, 重点布局黄金珠宝、医疗美容及线下百货板块

整体来看, 随着当前疫情防控优化方向的明确, 以及刺激消费政策措施的密集出台, 明年预计防疫对消费的压制影响将逐步消除, 零售相关板块亦有望迎来复苏机遇。聚焦这一主线下, 我们主要考虑三个因素来进行投资选择: 1) 以线下消费为主, 因而前期确实主要受疫情防控基本面受损; 2) 行业消费需求偏刚性因而疫后反弹也较为确定; 3) 估值或股价已有明显回落, 反映了前期受损基本面预期的, 因而后续反弹也相对可期。基于上述考虑, 我们预计黄金珠宝、医美下游机构、百货以及专业连锁板块中的优质标的, 均有望在疫情修复下有较大的反弹空间。

1、黄金珠宝: 需求刚性复苏明确, 头部企业加速扩张

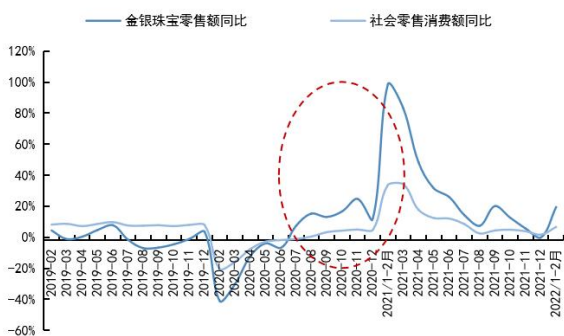
整体来看, 虽然今年黄金珠宝板块基本面有所承压, 但从估值角度已较为充分反映了前期基本面的利空因素。展望明年, 随着疫情防控解除后的基本面复苏, 以及龙头品牌加速开店驱动下顺势提升市场份额, 行业整体基本面复苏趋势具备支撑, 预计未来行业头部企业均有一定修复上行的空间。

首先短期来看, 黄金珠宝在其婚嫁消费场景偏刚性需求, 以及在黄金避险保值属性下, 疫情后需求反弹确定性高: 参考此前数据, 20 年疫情阶段性平缓后的三季度开始, 行业连续取得双位数增速; 而在今年 6 月上海疫情封控结束后也出现较为明显行业增速反弹。

其次长期来看, 龙头企业通过产品升级以及渠道扩张有望实现持续成长。今年以来龙头公司仍在积极逆势开店, 通过逆势扩张确保全年收入端的业绩达成度, 且能够快速提升市占率。此外头部公司也在积极推动产品升级和迭代, 提升品牌溢价。从而为疫情后的同店复苏反弹打下基础。

重点推荐: 迪阿股份、周大福、中国黄金、周大生、老凤祥等。

图9: 20 年疫情后黄金珠宝行业复苏进程



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图10: 黄金珠宝板块投资脉络

防控优化, 需求反弹

产品升级, 提升溢价

龙头拓店, 份额提升

资料来源: 国信证券经济研究所绘制

2、医疗美容：疫情扰动仍存，龙头加速扩张

首先，从疫情后的需求复苏来看，医美属于线下终端消费，因此前期受疫情影响较为直接。但从 20 年后表现来看，行业在疫情阶段性好转后，复苏情况也相对优异。主要源于医美行业整体渗透率相对较低，行业景气度趋势不改，且消费者需求较为刚性，其中预计轻医美客流恢复相对更优，疫情后需求反弹明显。根据 Frost & Sullivan 数据，国内医美行业 2017-2021 年复合增速达到 17.5%，预计至 2025 年市场规模达到 3529 亿元。由于疫情之下对于企业的资金和会员运营都提出了更高的要求，未来均有利于头部企业集中度提升。

其次，从政策监管趋势来看，医美行业处于行业发展初期，因此确实具有较多的不规范之处。同时，医美横跨医疗及消费两大赛道，监管的涉及部门也较为复杂。因而政策监管相关新闻持续出现，在当前市场环境下，对于板块容易形成情绪扰动。但监管本意为促进行业更好发展，未来有望推动合规龙头健康长久发展。且明年在稳增长这一大背景下，预计政策监管对于板块投资情绪的扰动也将逐步趋于弱化。

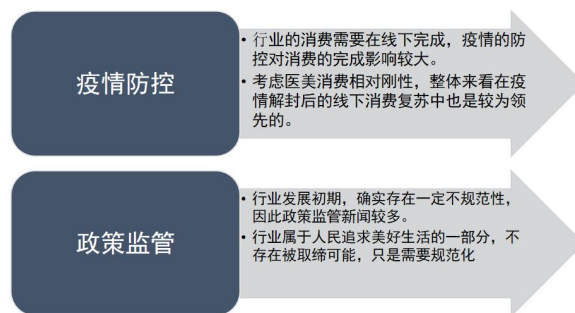
重点推荐：爱美客、朗姿股份、医思健康、雍禾医疗等。

图11：中国医美行业市场规模级增速（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图12：医美板块两大外部影响因素明年有望逆转



资料来源：国信证券经济研究所绘制

3、百货：中高端可选消费为主，疫情后业绩弹性可期

线下零售业态中，不同于以必选消费品为主的超市及便利店业态，以可选消费品为主的百货业态受疫情冲击影响明显，2022年1-10月的零售额同比下降6.8%。但随着未来疫情好转以及促消费政策的刺激，预计百货业态有望实现较大的复苏弹性。一方面，回顾2020年，据汇客云统计数据，在短暂受疫情冲击影响后，2020年4月购物中心等百货业态的客流回暖率迅速提高至40%，9月后客流回暖率基本稳定在80%以上。另一方面，百货板块景气度与宏观经济具有较高的相关性。在当前经济稳增长的背景下，预计未来政策端也将有诸多手段保障国内经济逐步复苏向好。

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_50412

