

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延续性，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，但地方财政可持续性减弱下，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；**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继续推进；**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：wangrm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@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

1 “内需”驱动经济增长，改革深化不停步	1
2 政策的延续与转换：财政加力提效，货币精准有力	2
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
3 新格局下的六大关注点	4
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

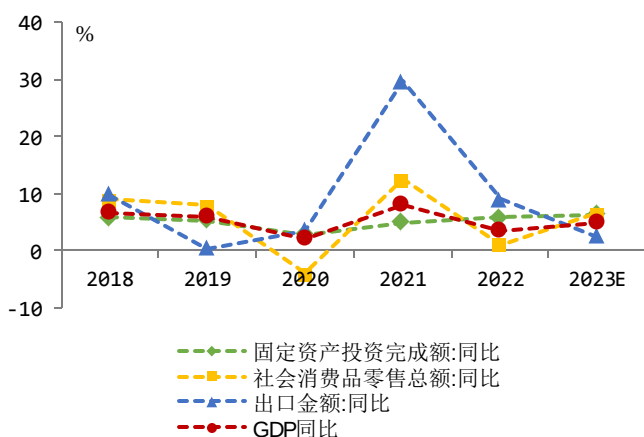
2022 年一季度我国经济开局良好，实现 4.8% 的同比增长，然而 3-4 月国内爆发大规模疫情，房地产行业下行加快，叠加俄乌冲突导致国际大宗商品价格骤升，二季度经济增速出现明显回落，上半年 GDP 同比增长 2.5%。随着疫情形势逐步受控，稳增长一揽子措施及接续政策持续发力，前三季度 GDP 同比增长 3.0%。目前，国际地缘政治风波持续，海外国家通胀仍处于高位，全球货币紧缩浪潮掀起，全球经济面临下行风险增大。反观国内，宏观政策延续积极主动发力，房企融资环境逐步改善，加之防疫政策进一步优化，四季度经济延续恢复态势。然而，11 月以来散点疫情不断，制造业 PMI 继续下行至 48.0%，经济下行压力再度增大，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”。在新发展格局下，“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延续性，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，制造业将进入到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。

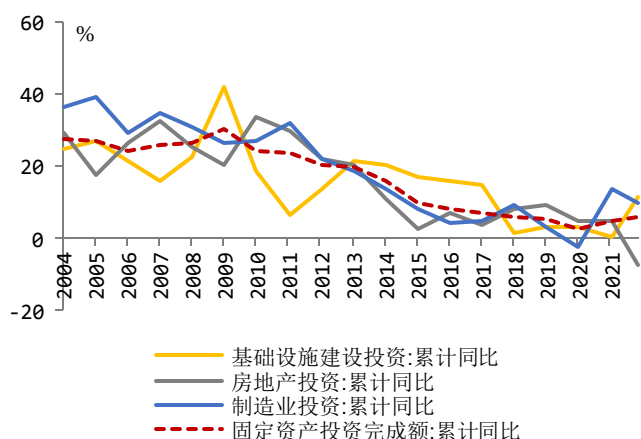
会议指出：“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。在扩大内需的过程中仍存在着不少体制性、机制性障碍，需要通过改革来破除障碍、激发新的发展动能。我国供给侧改革在十九大后逐步从“三去一降一补”向“提高供给体系质量”转变，2023 年供给端质量有望继续得到提升、结构不断优化，从而实现有效供给与有效需求的动态平衡。我们认为将加快从以下四大方向推进改革：一是，发挥科技创新的作用，加快补齐供给端的短板，保障我国产业链供应链安全；二是加快建设全国统一大市场，深入要素市场化改革，促进要素在区域间有序流动，同时继续深入实施区域协调发展战略，促进区域间产业合理布局 and 分工；三是挖掘内需潜力，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

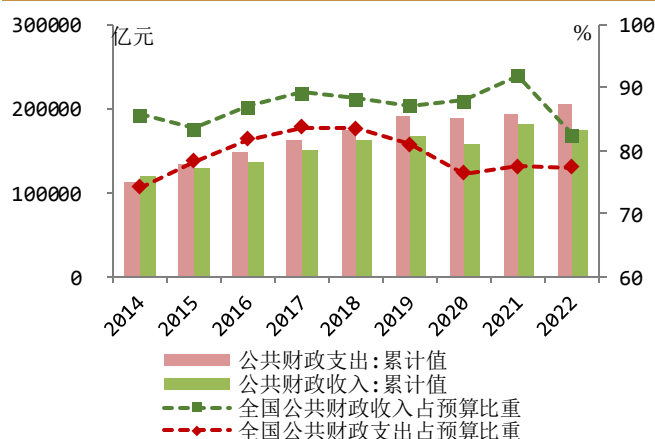
2.1 财政政策：宽松不打“转向灯”，防控地方债务风险

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

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。

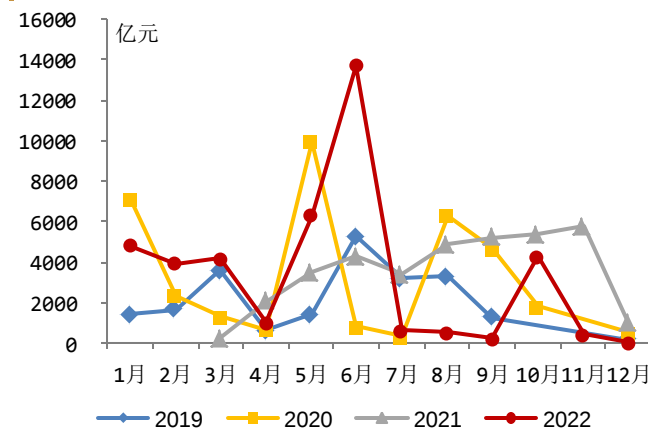
此外, 本次会议两次提到地方债务风险, 强调“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。2022 年在预算内财政缺口扩大的背景下, 准财政工具的使用强度明显加大, 2022 年 6 月底, 3.45 亿元专项债券发行完毕, 8 月底基本使用完毕, 9 月份提出盘活 5000 多亿元专项债限额, 专项债接力稳增长。截至 10 月末, 全国新增发行地方政府专项债券 3.98 万亿元, 创历史新高。2023 年, 由于出口大概率承压, 消费、地产企稳仍待时日, 基建投资将继续为经济增长做出正向贡献, 广义财政仍将持续发力。但由于疫情以及债务问题对于地方财政可持续力的影响, 我们预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

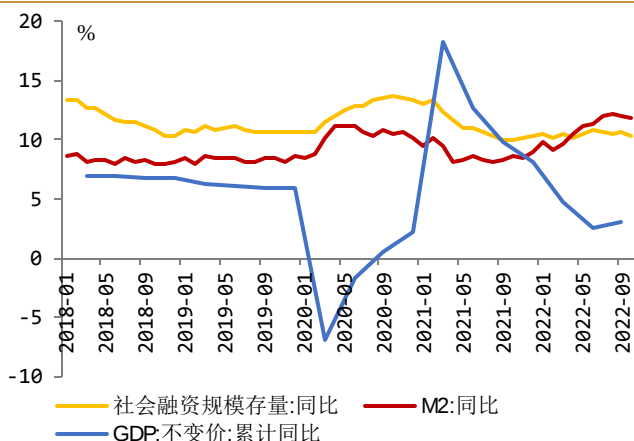
2.2 货币政策：“前宽后稳”精准发力，结构性工具继续加力

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人民币汇率

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。

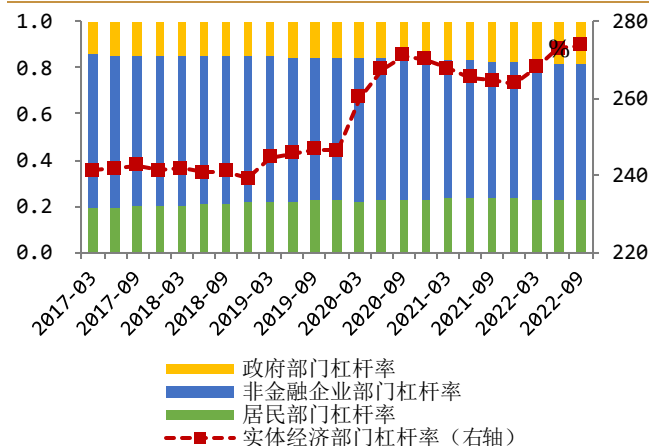
在“守住货币总闸门”的要求下，结构性政策工具有望成为明年货币政策的主要着力点。今年以来，结构性货币政策持续发力，精准滴灌包括制造业、基建、地产、民生等领域，先后创设科技创新、普惠养老、交通物流及设备更新改造专项再贷款，新增支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度、推出“保交楼”专项借款等，同时配合财政发力，新增 8000 亿元政策性开发性银行信贷额度，并设立追加共 6000 亿元以上政策性开发性金融工具。预计 2023 年结构性货币政策仍将继续得到强化，继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围，制造业、基建、地产有望继续获得支持，“三农”、小微企业、民营企业、科技创新和绿色发展等领域是关注重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

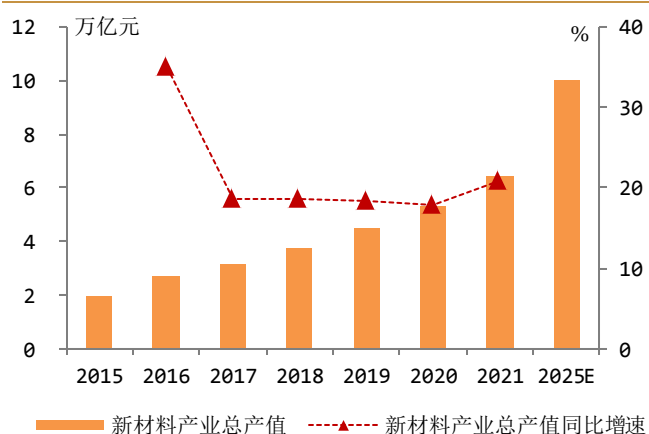
3 新格局下的六大关注点

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

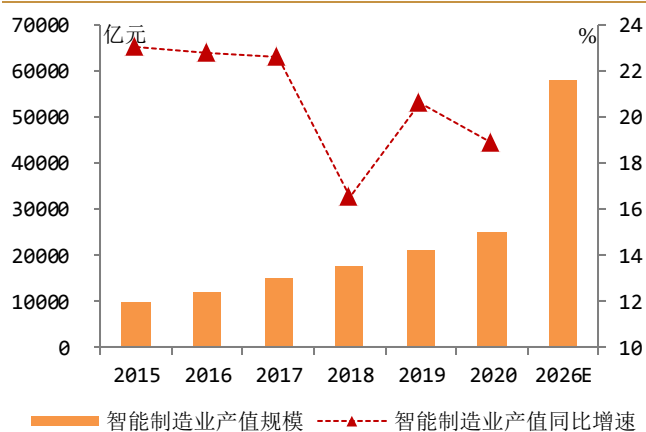
各国产业链创新链布局中的权重上升，其中关键原材料、制药、医疗器械、粮食等储备和本土化生产的趋势较强。2021 年我国对外贸易依存度已从 2006 年的峰值 64.2% 下降至 34.2%，内需对于经济增长的贡献不断提高；其三，产业创新范式发生重要变化，国际竞争逐步由个体竞争向群体竞争、集群竞争、链条竞争和生态竞争转变，链条完整的产业集群创新成为产业竞争力的重要来源。据中国工程院 2019 年评估，我国 60% 制造业产业安全可控，另外 40% 对国外依赖度较大。通过国际比较，中国制造业细分行业中在世界处于领先地位的有 5 个（通信设备、先进轨道交通设备、输变电装备、纺织和家电），处于先进地位的有 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

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_50366

