

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报: 风险偏好继续回升, 关注政策变化
- 12 月政治局会议简评: 淡而化之
- 11 月外贸数据: 外需动能不再, 内需逐渐接力

- 2022 年 12 月 15-16 日召开的中央经济工作会议取向积极, 有不少超出市场预期的地方, 会议通稿总共三次提到“提振信心”, 比较罕见。总体看, 会议提振信心的表态迫切, 促进经济的转向也很明显, 从词频和文本两方面分析均能佐证上述结论。虽然中央经济工作会议表态积极, 但市场即时反应平平, 究其原因, 主要可能有三点, 一是当前阶段市场更看重政策落地效果, 需要标志性的政策或者事件来提振信心; 二是股市点位较前期低点已然反弹超 20%, 动能弱化; 三是疫情仍处在过渡期。当前经济和政策环境与 2018 年底类似, 因此可以对股市乐观, 对债市保守。
- 经济复苏还需时间, 消费板块表现坚挺。经济高频数据显示, 随着防疫政策的优化调整, 在渡过流行期的过程中, 经济修复面临一定的波折, 地铁平均客运量、拥堵延时指数以及整车物流指数等指标边际均有所走弱。与经济基本面不同, 资本市场的预期打的更足, 特别是消费板块周内表现坚挺。
- 美国加息符合预期, 议息会议信号偏鹰。美国 11 月通胀数据超预期回落、议息会议放缓加息步长, 均为利好, 但是议息会议显示明年终端利率上调至 5.1%, 预言 2024 年之前利率保持高位并且不会降息, 市场将之解读为鹰派信号, 外盘股债应声调整。值得关注的是, 十年美债从 4.34% 的高点不到两个月回落接近 100 个 BP, 需提防美债利率短期向上反弹。
- 后市展望。当前经济和政策环境与 2018 年底类似, 经济表现低迷, 政策提振信心。虽然 A 股较前低已经反弹了一定幅度, 但基本面和风险偏好的修复仍在初期, 从中央经济工作会议定调来看, 后续仍有机会, 因此可以对股市乐观, 对债市保守。10 年国债收益率中枢有望升至 3.0%-3.1%, 趋势比较明确。股债变化的时点均难以准确判断, 需提前布局。

风险提示: 疫情发展超预期; 政策不及预期; 海外扰动超预期

2022 年 12 月 15-16 日召开的中央经济工作会议取向积极，有不少超出市场预期的地方，会议通稿总共三次提到“提振信心”，比较罕见。总体看，会议提振信心的表态迫切，促进经济的转向也很明显，从词频和文本两方面分析均能佐证上述结论。

虽然中央经济工作会议表态积极，但市场即时反应平平，究其原因，主要可能有三点，一是当前阶段市场更看重政策落地效果，需要标志性的政策或者事件注入信心；二是当前股市点位较前期低点已然反弹超 20%，动能弱化；三是疫情仍处在过渡期。

当前经济和政策环境与 2018 年底类似，因此可以对股市乐观，对债市保守。10 年国债收益率中枢有望升至 3.0%-3.1%，趋势比较明确。

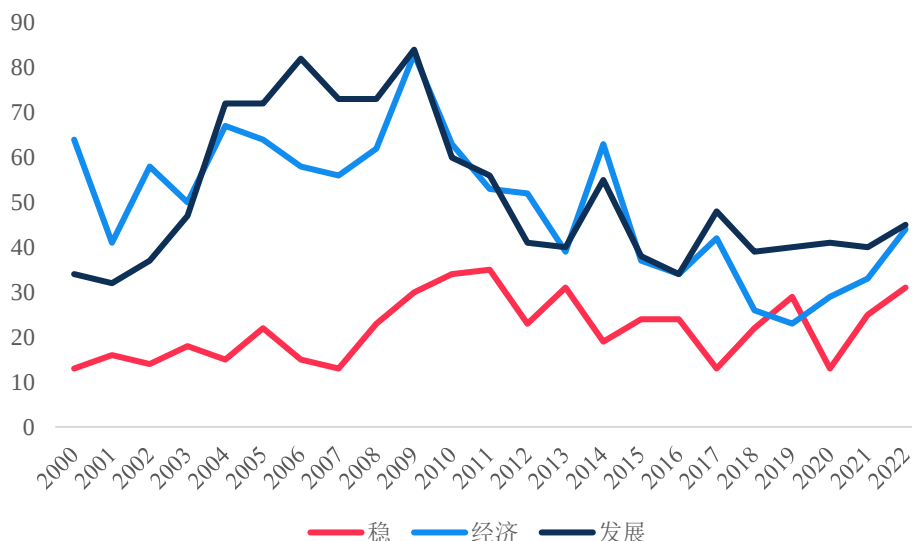
1 提振信心是关键，全力以赴拼经济

2022 年 12 月 15-16 日召开的中央经济工作会议取向积极，有不少超出市场预期的地方。会议提振信心的表态迫切，促进经济的转向也很明显。下文从本次中央经济工作会议通稿的词频和文本两方面进行分析。

一方面，本次中央经济工作会议通稿的词频显示，提振经济的意图明显，提升经济的抓手也较为清晰。

与经济总量息息相关的词频，“经济”、“发展”、“稳”等较 2021 年均有所上升，特别是“经济”一词，本次会议通稿共提及 44 次，为 2015 年以来最高，较去年增加了 11 次。

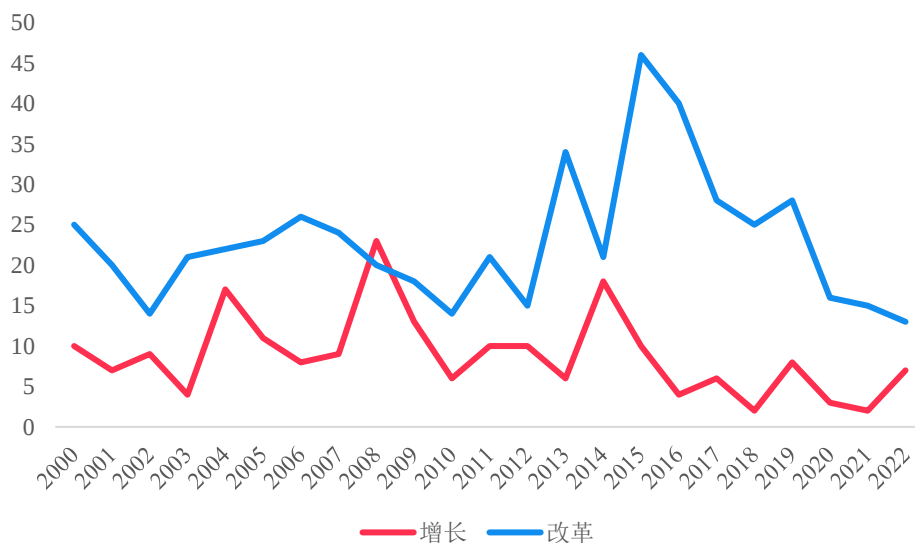
图 1：提振经济意图明显



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

在更多提及“经济”和“发展”的同时，提及“改革”的频率较去年进一步下降，2022 年“改革”一词出现 13 次，较去年下降 2 次。

图 2：提增长降改革



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

从关键词频来看经济结构的侧重，提升经济的抓手可能是投资和内需，特别是内需。2022 年提及“内需”与“投资”的次数均为 5 次，较去年分别增加 4 次和 3 次，“内需”出现的频率为 2013 年以来最高。同时，“需求”、“供给”、“生产”出现的次数分别为 6、5、2，较去年增加 3 次、持平、减少 6 次。

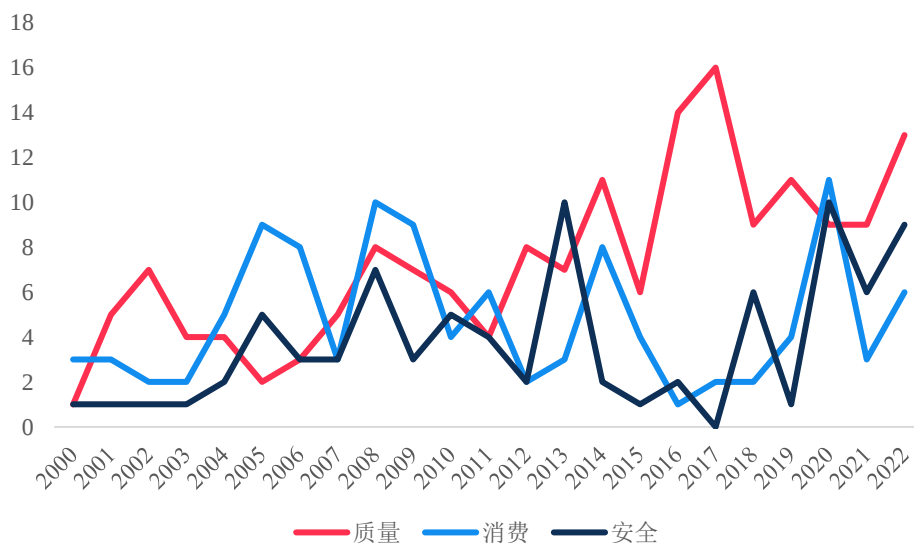
图 3：内需与投资加力



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

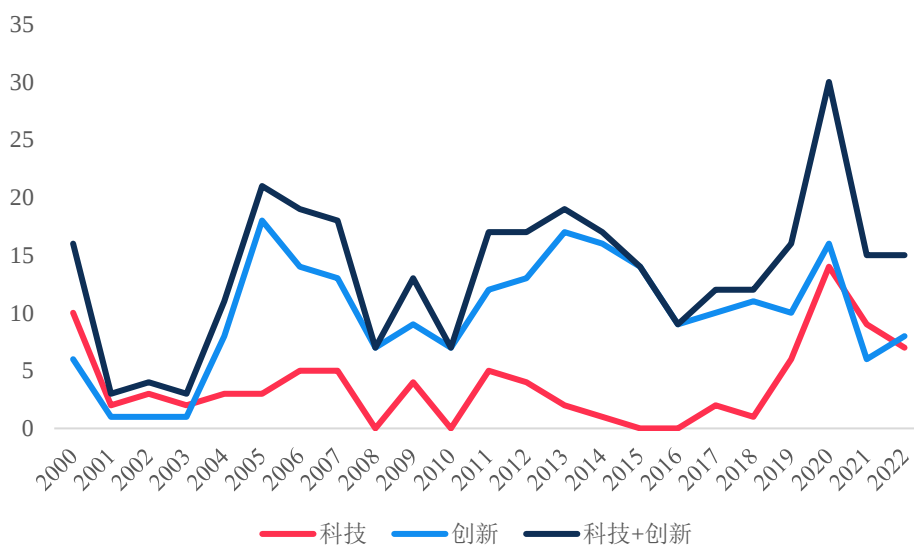
进一步将内需与投资细化，我们认为，明年“消费”、“安全”以及“质量”相关的领域可能机会较大。与此同时，在全力拼经济的背景下，“科技”词频略降，“创新”词频略升，两者之和与去年持平。

图 4：消费、安全与质量相关板块有机会



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 5：科创力度持平



资料来源：Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

下面，通过进一步学习中央经济工作会议通稿的文本，来把握本次会议的基调。

会议定调方面，2022 年在内外环境的提法上与 2021 年类似，在经济前瞻部分则更加聚焦 2023 年的情况，着重强调了“要坚定做好经济工作的信心”。此外，2022 年虽然没再提“以经济建设为中心”，但用了“坚持发展是党执政兴国的第一要务”的表述，力度同样不弱。

表 1：中央经济工作会议关于经济工作的基调

	2022 经济工作会议	2021 经济工作会议
内外环境	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 。	必须看到我国经济发展面临 需求收缩、供给冲击、预期转弱 三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进， 外部环境更趋复杂严峻和不确定 。
经济前瞻	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。要坚定做好经济工作的信心 。	我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变。
工作基调	坚持 发展是党执政兴国的第一要务	必须坚持高质量发展， 坚持以经济建设为中心 是党的基本路线的要求

资料来源：Wind, 新华社，首创证券研究发展部

政策提法方面，总体原则与去年保持一致，依然是“坚持稳字当头、稳中求进”。

具体到财政和货币政策，力度较去年没有降低，一方面，财政政策要“加力”，货币政策要“有力”，特别是货币政策较 12 月 6 日的政治局会议补充了关于总量的表述，增加了“保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”；另一方面，财政政策关于“地方债务”的提法有所放松，从“坚决遏制新增地方政府隐性债务”变为“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”。

房地产政策在保留“房住不炒”的同时，明确提出了“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，延续了最近房地产政策放松的一惯性。

此外，防疫政策的优化无需多言，其他政策的较少着墨则反映了腾出手拼经济的态度。

表 2：中央经济工作会议关于政策的提法

	2022 经济工作会议	2021 经济工作会议
宏观政策	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，加大宏观政策调控力度， 加强各类政策协调配合 ，形成共促高质量发展合力。	要稳字当头、稳中求进 ，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策， 政策发力适当靠前 。 宏观政策要稳健有效 。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。
财政政策	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， 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 。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。	积极的财政政策要 提升效能，更加注重精准、可持续 。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。 坚决遏制新增地方政府隐性债务 。
货币政策	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融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	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。

	微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持 人民币汇率 在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。	
其他政策	产业政策要发展和安全并举。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线。	微观政策要持续激发市场主体活力。结构政策要着力畅通国民经济循环。科技政策要扎实落地。改革开放政策要激活发展动力。区域政策要增强发展的平衡性协调性。社会政策要兜住兜牢民生底线。
防疫政策	要更好统筹疫情防控和经济社会发展， 因时因势优化疫情防控措施 ，认真落实新阶段疫情防控各项举措，保障好群众的就医用药，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 。	要坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准做好疫情防控工作。
地产政策	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，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 ，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。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。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：Wind, 新华社，首创证券研究发展部

工作要求方面，把“着力扩大国内需求”提到了靠前位置，点出了“住房改善、新能源汽车、养老服务”等领域；在“加快建设现代化产业体系”部分对平台经济的提法超预期，表示“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、国际竞争中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道”，无论是定性还是篇幅，都体现了对平台经济的友好；此外，强调并回应了“切实落实‘两个毫不动摇’”。

表 3：中央经济工作会议工作要求

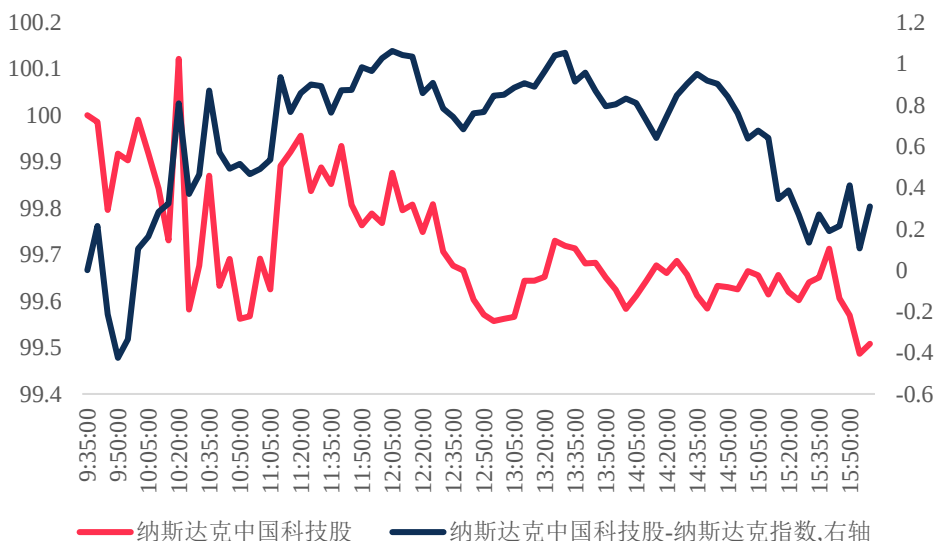
	2022 经济工作会议	2021 经济工作会议
工作要求	一是着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。 二是加快建设现代化产业体系。要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。 三是切实落实“两个毫不动摇”。针对社会	1. 要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径。2. 要正确认识和把握资本的特性和行为规律。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。要支持和引导资本规范健康发展，坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。3. 要正确认识和把握初级产品供给保障。4. 要正确认识和把握防范化解重大风险。5. 要正确认识和把握碳达峰碳中和。

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。
四是更大力度吸引和利用外资。
五是有效防范化解重大经济金融风险。

资料来源：Wind, 新华社，首创证券研究发展部

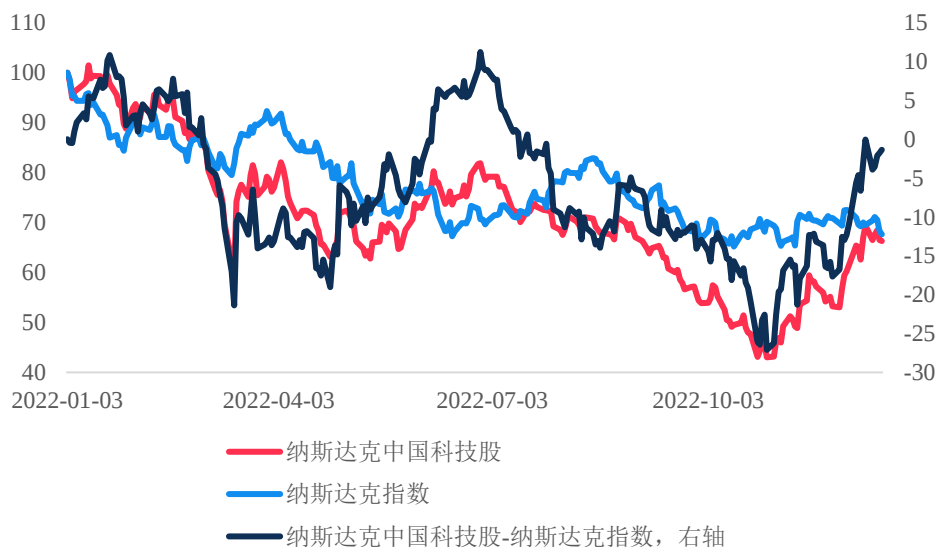
虽然 2022 年中央经济工作会议表态积极，但市场即时反应平平，纳斯达克中国科技股指数波动幅度在 1% 以内。主要可能有三点，一是当前阶段市场更看重政策落地效果，需要标志性的政策或者事件来提振信心；二是股市点位较前期低点已然反弹超 20%，动能弱化；三是疫情仍处在过渡期。当前经济和政策环境与 2018 年底类似，因此可以对股市乐观，对债市保守。

图 6：市场反应平平（12 月 16 日纳斯达克，%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：纳斯达克中国科技股从 10 月低点反弹超 20%（%）



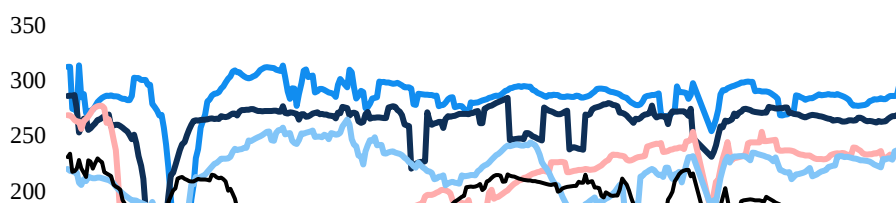
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 经济复苏还需时间，消费板块表现坚挺

经济高频数据显示，随着防疫政策的优化调整，在渡过流行期的过程中，经济修复面临一定的波折，地铁平均客运量、拥堵延时指数以及整车物流指数等指标边际均有所走弱。

图 8：地铁平均客运量（万人）

全国主要城市地铁平均客运量：7MA



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_50436

