

2022 年度中央经济工作会议如何指引 A 股？

专题报告

相关报告

2022 年中央经济工作会议通稿发布，整体来看，在经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力背景下，为实现经济质提升、量增长，2023 年财政和货币政策定调强调有力和精准，大力提振市场信心、着力扩大国内需求成为重中之重。对 A 股而言，政策有望支持经济改善和企业盈利逐季回升，带动 A 股重回上行，但有限的弹性下更可能演绎“结构牛”。结构上，短期内受益经济复苏的上证 50 和银房家有望继续表现；经济企稳后，以新时代五朵金花为代表的新兴产业方向将逐渐占优。

- **【经济定调】** 中央提到“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。”这也意味着后续的政策力度将会进一步加大，与后面“着力扩大国内需求”形成呼应。2023 年仍是稳增长政策出台的大年，政策驱动的特征将会仍旧明显。
- **【目标】** 本次经济工作会议更是两次提到“量的合理增长”。尽管中国经济已经进入新常态高质量发展的阶段，经济增速进入新的中枢，但反复强调必需要有一定量的合理增长，根据分析，2023 年 GDP 目标预计在 4.5%-5% 之间。
- **【政策定调】** **财政政策方面**，2023 年财政政策仍然是更加积极。不过本次中央经济工作会议对基建的强调相对没有那么突出，只在后文扩大内需环节提到，“加强区域间基础设施联通”，重点提到了“要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉”，表明为了保证 2023 年财政支出的力度，中央会一定程度加杠杆，增加对地方财政的支持。**货币政策方面**，本次中央经济工作会议定调为“精准有力”，预计明年流动性状态介于 2020 和 2021 年之间的水平，既不是大水漫灌，也不会大幅收紧流动性，预计利率中枢将会保持在当前水平附近震荡，结构性货币政策工具有所作为。
- **【产业政策】** 扩大内需明年的五大经济工作中是第一要务，尤其消费摆在优先位置，**预计明年增量政策最多的领域为“房地产”“新能源汽车”“养老”**。另外产业政策继续强调补链强链；科技攻关；产业链供应链安全；科技自立自强。这与二十大报告中相应的表述对应，可概括为新时代五朵金花“高端制造，医疗医药，新能源（含车），自主可控及人工智能，军工装备”。
- **【地产政策】** 融资端满足合理的融资需求，需求端支持刚性和改善性需求。在地产融资三支箭后，优质头部房企风险进一步化解，未来地产行业向新发展模式平稳过渡，优质房企有望走出独立的 α 行情。
- **【平台经济】** 支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。未来在政策引导下，平台企业将在数字经济建设和发展中发挥重要作用。
- **【两个毫不动摇】** 提高国企核心竞争力，支持民营企业发展。
- **如何指引 A 股投资？** 当前市场进入稳增长扩内需和对明年经济预期改善的窗口期，在政策指引和经济复苏预期的推动下，短期内经济复苏相关代表指数上证 50 和银房家有望继续表现。当权重指数对经济复苏的修复到一定程度，很有可能就会逐渐放缓上行斜率，逐渐转为偏新兴成长指数占优的局面，科创 50、中证 1000，创业板综等新兴成长指数可能会相对占优，可布局新时代五朵金花。
- **风险提示：美联储政策收紧超预期；国内经济不及预期。**

《从上证 50 到中小成长，春节效应为何一再重演——A 股投资策略周报（1211）》

《风格悄然变化的原因和年底布局的思路_A 股投资策略周报（1114）》

《趋于平淡，酝酿波动——A 股投资策略周报（1107）》

《市场预期混乱，等待弥合的信号_A 股投资策略周报（1017）》

《渐宽的流动性、更荒的资产荒与渐深入央企改革_A 股投资策略周报（0926）》

《假期间港股调整对 A 股影响几何_A 股投资策略周报（0921）》

《为什么你觉得现在既像 2015，又像 2018_A 股投资策略周报（0912）》

张夏 S1090513080006
zhangxia1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn

● 2022 年中央经济工作会议主要内容

12 月 15 日-16 日，中央经济工作会议在北京举行，总结 2022 年经济工作，分析当前经济形势，并部署 2023 年经济工作。我们从经济定调、目标、政策方针、财政货币政策、产业政策、资本市场政策、房地产政策等多方面对中央经济工作会议精神进行解读。

➢ 定调：中央对经济转弱和外部环境严峻有了更加明确预期

对于经济的定调，中央提到“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。”这也意味着后续的政策力度将会进一步加大，与后面“着力扩大国内需求”形成呼应。2023 年仍是稳增长政策出台的大年，政策驱动的特征将会仍旧明显。

表 1: 过去四次中央经济工作会议对当前经济的定调

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
困难和挑战	结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视	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。我们既要正视困难，又要坚定信心	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。但要看到，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。

资料来源：新华社，招商证券

➢ 目标：实现质的有效提升和量的合理增长，保持经济运行在合理区间

继 2019 年和 2021 年后，本次中央经济工作会议再次强调量的增长，而本次经济工作会议更是两次提到“量的合理增长”。尽管中国经济已经进入新常态高质量发展的阶段，经济增速进入新的中枢，但是必需要有一定量的合理增长，这是反复强调的。

表 2: 过去四次中央经济工作会议对未来经济目标的定调

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
目标	保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官	确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年	持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。	1) 推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。2) 要更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，坚持以质取胜，以量变的积累实现质变。3) 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。要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。

资料来源：新华社，招商证券

今年党的代表大会召开，总书记做报告中明确“到二〇三五年，我国发展的总体目标是：经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升，人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平。2022 年 12 月 9 日，中央财经委员会办公室分管日常工作的副主任韩文秀在《人民日报》撰文表示，“要认识到，基本实现社会主义现代化和全面建成社会主义现代化强国，需要达到国际公认的发展水平标准，比如目前中等发达国家人均国内生产总值在 2 万美元以

上”。

我们统计了外交部描述为中等发达国家水平国家的人均 GDP 水平，做了相应的估算，总得来看，要实现 2035 年人均 GDP 翻一翻的目标，假定汇率在当前水平不变，我们需要维持 3.6-5.2%之间的增速。考虑到经济基数越大，增速实现难度越大，则 2023 年 GDP 目标预计在 4.5-5%之间。

表 3: 过去四次中央经济工作会议对未来经济目标的定调

指标名称	单位	2022 年人均 GDP 预估	2021/12/31	2020/12/31
西班牙:人均 GDP	美元		30116	27056
捷克:人均 GDP	美元		26378	22933
葡萄牙:人均 GDP	美元		24262	22195
希腊:人均 GDP	美元		20277	17647
匈牙利:人均 GDP	美元		18773	16076
中等发达国家平均水平			23961	21182
中国:人均 GDP	美元	12629	12556	10409
			2035 年人均 GDP	2023~2035 年年化增速
2035 年目标	美元	以 2021 年中等发达国家平均水平	24299	5.2%
		以 2021 年中等发达国家门槛水平	18773	3.1%
		以 2021 年中等发达国家门槛水平年化增 1%	21579	4.2%
		韩文秀 (2022)	>20000	3.6%

资料来源: 个公开资料, 招商证券

➤ **方针: 大力提振市场信心, 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, 突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作。**

本次中央经济工作会议的方针里面, 提到“大力提振市场信心”, “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”并且, 此前反复强调的六稳六保中, 突出强调“稳增长、稳就业、稳物价工作”, 稳增长放在更加突出的位置。

另外, 此次中央经济工作会议将二十大的核心提法进行再度强调, 例如“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, 着力补强产业链薄弱环节, 在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线。安全, 补强产业链, 科技自立自强”是未来工作的重点。

表 4: 过去四次中央经济工作会议的方针

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
方针	坚决打赢三大攻坚战, 全面做好“六稳”工作, 统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定, 保持经济运行在合理区间, 进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期, 提振市场信心, 增强人民群众获得感、幸福感、安全感	坚持系统观念, 巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果, 更好统筹发展和安全, 扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务, 科学精准实施宏观政策, 努力保持经济运行在合理区间, 坚持扩大内需战略, 强化科技战略支撑, 扩大高水平对外开放	坚持稳中求进工作总基调, 完整、准确、全面贯彻新发展理念, 加快构建新发展格局, 全面深化改革开放, 坚持创新驱动发展, 推动高质量发展, 坚持以供给侧结构性改革为主线, 统筹疫情防控和经济社会发展, 统筹发展和安全, 继续做好“六稳”、“六保”工作	全面贯彻落实党的二十大精神, 扎实推进中国式现代化, 坚持稳中求进工作总基调, 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, 更好统筹疫情防控和经济社会发展, 更好统筹发展和安全, 全面深化改革开放, 大力提振市场信心, 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, 突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作, 有效防范化解重大风险。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, 着力补强产业链薄弱环节, 在落实碳达峰碳中和目标任务过程中

锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线

资料来源：新华社，招商证券

中央经济工作会议再提“提振市场信心”，并且是大力提振市场信心，上一次提“提振市场信心”是2019年，尽管2020年疫情冲击来袭，但是市场信心较足，经济恢复较快，股市表现较好。目前，市场信心略有不足。居民防御性储蓄明显攀升，存款储蓄率创下了近十年新高。因此，如何推出“大力提振市场信心”的政策值得期待，只有居民信心恢复，消费投资需求才有望持续改善。

图 1：2022 年以来，居民储蓄率持续攀升



资料来源：Wind，招商证券

➤ 财政政策：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

中央经济工作会议指出，财政政策保持“必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。由此来看，2023年财政政策仍然是更加积极。不过，相较于2021年重点强调“适度超前开展基础设施投资”，本次中央经济工作会议对基建的强调相对没有那么突出，只在后文扩大内需环节提到，“加强区域间基础设施联通”。

而本次经济工作会议中，重点提到了“要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉”，表明为了保证2023年财政支出的力度，中央会一定程度加杠杆，增加对地方财政的支持。

表 5：最近四次中央经济工作会议对财政政策的表述

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
财政政 策	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子	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，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，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	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。

资料来源：新华社，招商证券

➤ 货币政策：货币政策寻求精准有力

货币政策表述方面，2019 年和 2021 年的中央经济工作会议都是“灵活适度”，实际的结果是流动性相对宽松，2020 年和 2022 年利率中枢呈现下行的状态；而 2020 年是灵活精准，2021 年利率中枢相对较高，流动性相对没有那么充裕。本次中央经济工作会议定调为“精准有力”，预计明年流动性状态介于 2020 和 2021 年之间的水平，既不是大水漫灌，也不会大幅收紧流动性，目标是尽量使得新增社融增速尤其是中长期社融增速回升，预计利率中枢将会保持在当前水平附近震荡，结构性货币政策工具将继续有所作为。

表 6：最近四次中央经济工作会议对货币政策的表述

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金	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。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。	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。

资料来源：新华社，招商证券

➤ 产业政策：扩大内需是第一要务，但是扩大内需的关键在消费而非投资

扩大内需在明年的五大经济工作中是第一要务，面对“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”，2022 年经济增速进一步下探。2023 年，扩大内需成为第一要务。本次中央经济工作会议中“扩大内需”提到三次，加上一次“扩大国内需求”，四次提到扩大内需。一般情况，扩大内需也会提，但是提的次数如此之多，位置如此之靠前，这在过去十年的中央经济工作会议中是较为罕见的。

表 7：近四次中央经济工作会议的产业政策重点

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
产业政策重点	要大力发展数字经济，加快建设养老服务体系，加强战略性、网络型基础设施建设（内容较为全面，摘录）	强化国家战略科技力量；增强产业链供应链自主可控能力；坚持扩大内需这个战略基点；解决好种子和耕地问题；强化反垄断和防止资本无序扩张；解决好大城市住房突出问题；做好碳达峰、碳中和工作	要深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批“专精特新”企业。加快形成内外联通、安全高效的物流网络。加快数字化改造，促进传统产业升级。要增强国内资源生产保障能力，加快油气等资源先进开采技术开发应用，加快构建废弃物循环利用体系。要把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置，持续推进高标准农田建设，深入实施种业振兴行动，提高农机装备水平，保障种粮农民合理收益，中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中	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，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。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。 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；加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。 二是加快建设现代化产业体系，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关；实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动；提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力；加快新能源、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。要大力发展数字经济。

资料来源：Wind，招商证券

历史上，扩大内需作为排名靠前的产业政策出现在 2006、2009、2011 年。

表 8: 扩大内需作为重点政策的几年

	2006 年年度经济工作会议	2009 年年度经济工作会议	2011 年年度经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
产业政策重点	要正确处理好投资和消费、内需和外需的关系， 最根本的是扩大国内消费需求 。当前工作的着力点，就是要合理控制投资增长，努力优化投资结构。……	扩大居民消费需求 ，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策。积极稳妥推进城镇化；……	着力扩大内需 特别是消费需求；着力推进产业结构优化升级；着力加强节能减排工作；着力推动区域协调发展。	1) 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；加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。

资料来源：公开资料，招商证券

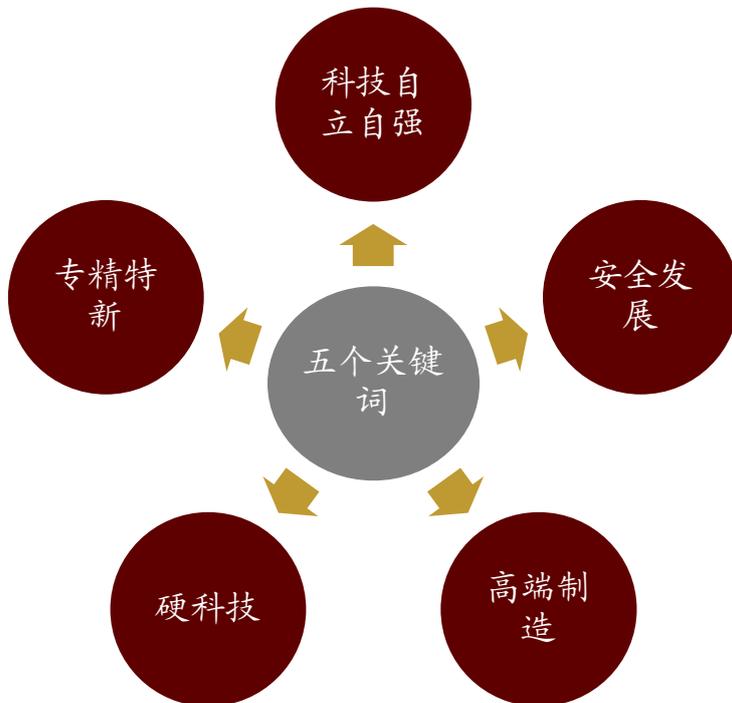
本次扩大内需的策略，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持**住房改善、新能源汽车、养老服务**等消费。要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。”

从这个表述来看，预计明年增量政策最多的三个领域为“**房地产**”“**新能源汽车**”“**养老**”。预期未来一段时间，“银房家”，“新能源汽车”和养老等板块将会有所表现。

另外，产业政策方面，继续强调补链强链，科技攻关；产业链供应链安全；科技自立自强，这与二十大报告中的相应的表述是对应的。这就意味着，一旦明年扩大内需的政策逐渐落地见效，下一个重点工作就变成上述目标。这与我们在年度策略报告中提到的二十大报告对于 A 股未来 2-3 年投资思路的指引是一致的。

图 2: 二十大产业发展的五个关键词

以创新为成长，给安全以溢价



资料来源：招商证券整理

现代资本市场具有服务经济高质量发展的重要功能。资本市场在资源配置、风险缓释、政策传导、预期管理等方面

有独特而重要的功能，是深化金融供给侧结构性改革的关键所在，在高质量发展中能够发挥更大作用。据二十大报告内容，我们认为未来五年，资本市场围绕以下方面可以发挥更大的作用。

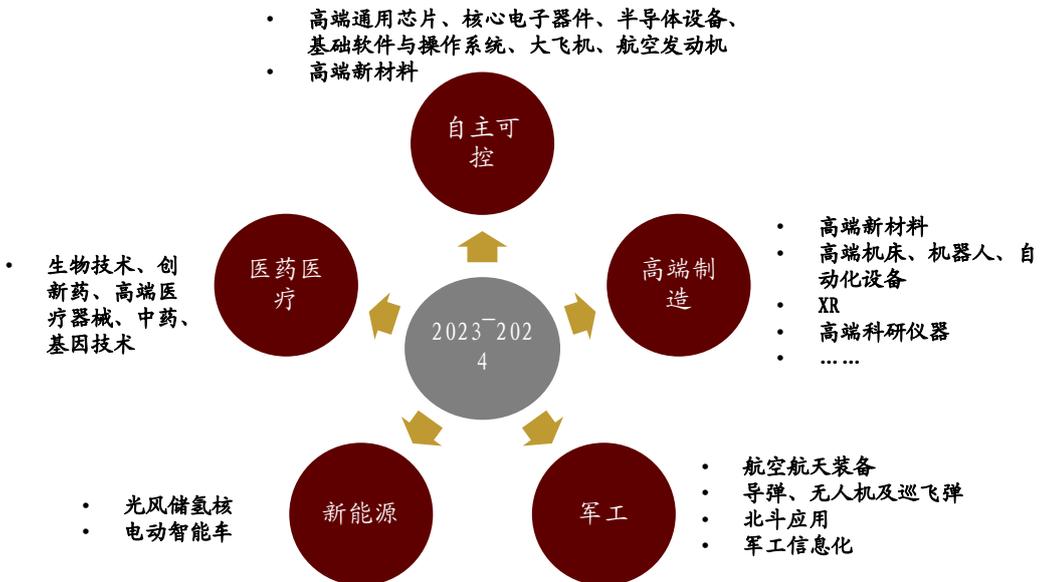
图 3：二十大后 A 股投资的五个关键方向

- 服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平**
 - “补短板思维”，国产替代相关领域，如高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统、大飞机、航空发动机、高端数控机床、高端科学仪器、生物育种等。
 - 网络安全、生物安全、数据安全、人工智能安全等涉及国家安全的先进技术方向。
 - 基础设施相关，如物流、航运、电力等供应链基础设施不足领域。
- 服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战**
 - 重点关注新一代人工智能、量子信息、集成电路、基因与生物技术、临床医学与健康等
- 服务于建设现代化产业体系，推进新型工业化和制造强国战略**
 - 重点关注新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等领域。同时密切关注物联网、数字经济和实体经济的深度融合。
- 服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设**
 - 重点关注医疗器械、医疗服务、创新药和疫苗等领域
- 服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，国防科技和武器装备重大工程等领域**
 - 主要关注军工方向

资料来源：招商证券整理

我们将以上五个方向总结为新时代的五朵金花：

图 4：二十大后新时代的五朵金花



资料来源：招商证券整理

本次中央经济工作会议里面，对于二十大报告中的核心提法再度强调，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，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线。围绕安全发展、科技自立自强、产业链供应链安全等关键词之下新产业趋势代表——新时代五朵金花“高端制造，医疗医药，新能源（含车），自主可控及人工智能，军工装备”等在 2023 年有望在经济逐渐企稳后逐渐开始占优

➤ 关于地产——支持住房改善，确保房地产市场平稳发展

中国的地产环境很显然发生了重大变化，购房者预期也发生了重大变化，上文中提到扩大内需时，排名第一是住房改善，很显然，地产成为2023年稳增长扩内需的关键领域，在需求端，预计会有更多的政策围绕“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”。

在融资端，也明确定调“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”。在地产融资三支箭后，优质头部房企风险进一步化解。

“房住不炒”仍提，但是表述位置已经明显靠后，地产行业已经逐渐向新发展模式平稳过渡。如此一来，房地产业自2015年开始的系统性杀估值基本告一段落，由于中国房地产业市场空间巨大，未来房地产上市公司将会因为经营能力的好坏出现巨大的分化，优秀房地产公司也有机会走出独立的“α”行情。

表 9：近四次中央经济工作会议的地产政策

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
地产政策	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展	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	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。

资料来源：新华社，招商证券

➤ 关于反垄断——支持平台企业大显身手

2020 年中央经济工作会议提出“强化反垄断和防止资本无序扩张，反垄断、反不正当竞争”，2021 年，平台互联网的无序扩张、不正当竞争受到严格监管，在港股和美股上市的互联网公司的估值出现较为明显的调整。2021 年的中央经济工作会议中，对于资本进行了定调——“要正确认识和把握资本的特性和行为规律。社会主义市场经济是一个伟大创造，社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用”，2022 年平台型互联网公司面临的监管环境有所缓和。

今年的中央经济工作会议中，提到“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”。一方面，随着平台经济专项整改完成，未来将通过常态化监管规范数字经济和平台企业的发展；另一方面，鼓励和引导平台企业参与到国际竞争中，有利于企业做大做强。由此可见，未来在政策引导下，平台企业将在数字经济建设和发展中发挥重要的作用。

表 10：近四次中央经济工作会议对平台经济/反垄断的相关表述

	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
反垄断	强化反垄断和防止资本无序扩张。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求	要正确认识和把握资本的特性和行为规律。社会主义市场经济是一个伟大创造，社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用。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。	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。

资料来源：新华社，招商证券

➤ **两个毫不动摇：提高国企核心竞争力，支持民营企业发展壮大**

自 2019 年中央经济工作会议提出“要制定实施国企改革三年行动方案”，再到 2020 年“深入实施国企改革三年行动”，以及 2021 年中央经济工作会议提出“要完成国企改革三年行动任务”。

今年中央经济工作会议在明年的五大工作中，明确要“切实落实‘两个毫不动摇’”。国企方面，“**深化国资国企改革，提高国企核心竞争力，完善中国特色国有企业现代公司治理**”。从党的十八大以来，党中央就对国企改革作出重要战略部署，经过本轮全面深化改革后，国企改革取得了重要成效，如，国有企业盈利能力改善、资产负债率下降且运营能力提升、股权激励更加广泛、积极引入战投、科技创新能力不断增强等。国企改革三年行动收官之际，也是国企改革新阶段的开始。未来随着国有企业改革进一步深化，推动国有资本和国有企业做强做优做大，国有企业有望迎来第二增长曲线。结合前段时间证监会主席在金融界论坛的发言，“要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”，在改革红利和国家战略部署的加持下，国有企业估值中枢存在提升空间。

民营企业方面，今年中央经济工作会议提出“**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**”。民营企业在我国经济发展中具有不可替代的作用，“五六七八九”的特点是对民营企业在税收、GDP、技术创新、就业、企业数量等方面占比的全面总结，也是对其重要地位的肯定。疫情三年对中小企业造成明显影响，在疫后经济发展中，提振民企信心、恢复民企活力也是推动经济整体好转的重要内容，预计未来将继续出台支持民营企业发展的政策。

表 11：近四次中央经济工作会议关于国企改革和民营经济发展的表述

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
国企改革	要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整；要制定实施国企改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效，优化民营经济发展环境	要深入实施国企改革三年行动，优化民营经济发展环境，健全现代企业制度，完善公司治理，激发各类市场主体活力	完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革；	要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。
多种所有制经济	优化民营经济发展环境。健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系。	优化民营经济发展环境	促进多种所有制经济共同发展，优化民营经济发展环境，依法保护各类市场主体产权和合法权益，政策要一视同仁、平等对待。	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。

资料来源：Wind，招商证券

● **对经济工作会议的定调对于 2023 年 A 股的指引**

基于 2022 年中央经济工作会议对明年的政策定调及各项经济工作安排部署，我们认为中央经济工作会议对 A 股明年的投资指引主要包括以下几个方面：

- 第一，由于 2023 年对于着力扩大国内需求反复强调，预计财政政策、产业政策对于总需求相当支持，加上中国经济从疫情中逐渐恢复，GDP 增速有望明显回升，**预计 2023 年 GDP 增速能够回升至 4.5-5% 之间，企业盈利增速有望逐季回升，那么 2023 年 A 股有望在盈利回升的推动下回到上行周期。**
- 第二，与此同时，对于地产强调的住房改善，对于基建强调的是区域间基础设施联通，扩大内需的关键是恢复和扩大消费。**淡化了基建地产投资对经济的拉动，因此，我们也不认为 2023 年经济增速恢复到很高的增速，企业盈利增速回升的弹性有限，支持 A 股演绎“结构牛”的特征。**
- 第三，货币政策定调精准有力，强调保持货币供应量和名义 GDP 相匹配，**预计明年流动性保持基本充裕的情况下难以进一步宽松，预计利率中枢在当前水平稳定，A 股大幅提估值的空间较为有限。**
- 第四，2023 年产业政策定调更为明确，扩大内需的抓手是**住房改善、新能源汽车和养老**，建设现代化产业体系的关键在**自主可控，新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳**等领域。以上行业和领域有望有更好表现。

表 12: 历年中央经济工作会议产业政策重点与次年行业表现

	产业政策重点	核心看点	1	2	3	4	5
2022 年	1) 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; 加快实施“十四五”重大工程, 加强区域间基础设施联通。要继续发挥出口对经济的支撑作用, 积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。2) 加快建设现代化产业体系, 找准关键核心技术和零部件薄弱环节, 集中优质资源合力攻关; 实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动; 提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力; 加快新能源、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。要大力发展数字经济。3) 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, 着力补强产业链薄弱环节, 在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。4) 科技政策要聚焦自立自强, 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	扩大国内需求 / 加快建设现代化产业体系 / 发展和安全并举 / 科技自立自强	地产链消费、新能源汽车、高端制造、自主可控、新能源、医药、人工智能等				
2021 年	适度超前开展基础设施投资。要深化供给侧结构性改革, 重在畅通国内大循环, 重在突破供给约束堵点, 重在打通生产、分配、流通、消费各环节。要提升制造业核心竞争力, 启动一批产业基础再造工程项目, 激发涌现一大批“专精特新”企业。加快形成内外联通、安全高效的物流网络。加快数字化改造, 促进传统产业升级。要增强国内资源生产保障能力, 加快油气等能源先进开采技术开发应用, 加快构建废弃物循环利用体系。要把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置, 持续推进高标准农田建设, 深入实施种业振兴行动, 提高农机装备水平, 保障种粮农民合理收益, 中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中	适度超前开展基础设施投资 / 增强国内资源生产保障能力	煤炭	综合	交通运输	房地产	建筑装饰
2020 年	强化国家战略科技力量; 增强产业链供应链自主可控能力; 坚持扩大内需这个战略基点; 解决好种子和耕地问题; 强化反垄断和防止资本无序扩张; 解决好大城市住房突出问题; 做好碳达峰、碳中和工作	碳达峰、碳中和	电力设备	有色金属	煤炭	基础化工	钢铁
2019 年	要大力发展数字经济, 加快建设养老服务体系, 加强战略性、网络型基础设施建设 (内容较为全面, 摘录)		社会服务	电力设备	食品饮料	国防军工	美容护理
2018 年	推动制造业高质量发展, 促进形成强大国内市场 (加快服务业发展, 加大制造业技术改造和设备更新, 加快 5G 商用步伐, 加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设)	新基建、强大国内市场	电子	食品饮料	家用电器	建筑材料	计算机
2017 年	防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。大力培育新动能, 强化科技创新, 推动传统产业优化升级, 培育一批具有创新能力的排头兵企业, 积极推进军民融合深度发展。	三大攻坚战	社会服务	银行	食品饮料	农林牧渔	美容护理
2016 年	明年要继续深化供给侧结构性改革。实施创新驱动发展战略, 既要推动战略性新兴产业蓬勃成长, 也要注重用新技术新业态全面改造提升传统产业。推动供需结构有效匹配、消费升级和有效投资良性互动、城乡区域协调发展, 进一步释放国内需求潜力。	供给侧结构性改革	食品饮料	家用电器	钢铁	非银金融	有色金属
2015 年	主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。产业政策要准, 就是要准确定位结构性改革方向。要推进农业现代化、加快制造强国建设、加快服务业发展、提高基础设施网络化水平等, 推动形成新的增长点。要坚持创新驱动, 注重激活存量, 着力补齐短板, 加快绿色发展, 发展实体经济。	去产能、去库存	食品饮料	煤炭	建筑材料	建筑装饰	家用电器
2014 年	推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展, 逐步增强战略性新兴产业和服务业的支撑作用, 着力推动传统产业向中高端迈进。	战略性新兴产业和服务业的支撑作用	计算机	轻工制造	纺织服装	社会服务	传媒
2013 年	化解产能过剩的根本出路是创新, 包括技术创新、产品创新、组织创新、商业模式创新、市场创新。大力发展战略性新兴产业, 加快传统产业优化升级。创造环境, 使企业真正成为创新主体。	传统产业优化升级	非银金融	建筑装饰	钢铁	房地产	交通运输
2012 年	夯实农业基础, 保障农产品供给; 加快调整产业结构, 提高产业整体素质(着力增强创新驱动发展新动力, 注重发挥企业家才能, 加快科技创新, 加强产品创新、品牌创新、产业组织创新、商业模式创新)	创新	传媒	计算机	环保	电子	家用电器

资料来源: Wind, 招商证券

总的来看, 经济下行压力进一步加大, 随着中央经济工作会议定调, 扩大内需政策加码概率进一步加大, 在支持消费, 住房改善、新能源汽车、养老、新产业趋势方面将会有更多明确的措施。当前市场进入稳增长扩内需和对明年经济预期改善的窗口期, 在政策指引和经济复苏预期的推动下, 短期内经济复苏相关代表指数上证 50 和银房家有望继续表现。

但与此同时, 在希望实现量的合理增长的同时, 无论是财政政策还是货币政策, 都强调的是精准有力有效。对于地产强调的住房改善, 对于基建强调的是区域间基础设施联通, 扩大内需的关键是恢复和扩大消费, 弱化基建地产投资对经济的拉动, 因此, 我们也不认为 2023 年经济增速恢复到很高的增速, 企业盈利增速回升的弹性有限。当权重指数对经济复苏的修复到一定程度, 很有可能就会逐渐放缓上行斜率, 逐渐转为偏新兴成长指数占优的局面。科创 50、中证 1000, 创业板综等新兴成长指数可能会相对占优。

另外, 在本次中央经济工作会议里面, 对于二十大报告中的核心提法再度强调, “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，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势”，“科技政策要聚焦自立自强”，“社会政策要兜牢民生底线”。**围绕安全发展、科技自立自强、产业链供应链安全等关键词之下新产业趋势代表——新时代五朵金花“高端制造，医疗医药，新能源（含车），自主可控及人工智能，军工装备”等在2023年有望在经济逐渐企稳后逐渐开始占优。**

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。曾获得“进门财经“年度十佳分析师”，2019《财经》研究今榜最佳策略分析师，新浪“金麒麟”最佳策略分析师,WIND 金牌分析师等称号。

涂婧清：华东理工大学金融学硕士，2018 年加入招商证券，从事策略研究，目前负责市场流动性和机构投资者分析。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。