

稳健有效——12月政治局会议和降准点评

报告日期: 2021-12-06

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具,对大类资产有何影响?》2021-11-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗?价格传导如何?》2021-11-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_对三季度央行货币政策报告的6点理解》2021-11-20
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_保供已显成效,政策将向何处去?》2021-11-30

主要观点:

- **事件:** 2021年12月6日,中共中央政治局召开会议,分析研究2022年经济工作;央行决定于12月15日下调金融机构存款准备金率。
- **核心结论:** 12月政治局会议总体延续11月总理座谈会以来的表述和基调,总体看,国家对经济担忧加大,“稳定宏观经济大盘”意味着经济增长仍会保底线;政策基调稳中趋松,更强调“稳健有效”,财政更注重提升效能和精准,关注专项债和减税降费;降准已落地,将利好股债,但股好于债,创业板表现最优;预计短期降息较难,但降准之后客观上会降低企业的实际融资成本。政策向需求侧倾斜,强调扩大内需。重视微观市场活力和硬科技;强调更高水平对外开放和区域协调发展;也提及民生、就业、生育和养老;未提双碳。本次未提“房住不炒”不改房地产总基调,但房地产边际宽松可期。
- **国家对经济担忧加大,我们预计明年经济仍将保5%以上的底线,实际GDP同比可能在5-5.5%。**本次会议延续11月19日和22日总理座谈会的提法,重提“六稳、六保”(430、730会议均删去),强调“持续改善民生,着力稳定宏观经济大盘”,再考虑总理座谈会强调“保就业保民生保市场主体,落实好岁末年初筹划的跨周期调节举措,推动经济爬坡过坎”,央行Q3货币政策报告重提“阶段性、结构性、周期性因素”,首提“保持经济平稳运行的难度加大”等,意味着国家对经济担忧加大。不过,按照刘鹤副总理11月30日在第九届中欧论坛上提到的“预计全年经济增长将超过预期目标。对于明年中国经济,我们抱有充足信心”,预计今年实际GDP同比可能在8%左右;尽管地产下行压力较大,但考虑到明年潜在经济增速应在5.5%左右,今年GDP两年复合增速在5%左右,预计明年GDP同比仍将保5%的底线,我们预计为5-5.5%。
- **政策基调稳健偏宽,财政更注重精准,关注专项债加快投入项目和减税降费;货币政策稳中有松,降准已落地,短期降息仍较难,但客观上有助于降低企业的实际融资成本。**

与730政治局会议相比,本次会议新增“稳字当头”,延续“稳中求进”,删除了“保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,但新增“宏观政策要稳健有效”,表明政策转向稳健偏松,更加强调“稳”和“有效”。其中:

 - 1) **财政政策延续“提升效能”,更注重“精准”,关注专项债加快投放并形成实物工作量,以及对中小企业减税降费。**与730政治局会议相比,本次会议延续“积极的财政政策要提升效能”,新增“更加注重精准、可持续”。预计2022年财政赤字率和专项债规模可能略有收缩,但广义财政赤字规模预计维持稳定。财政投放将更精准有效,包括加大专项债投放并更多实现实物工作量,给小微企业结构性减税降费等。与之对应的是11月24日国常会部署专项债工作,要求“加快今年剩余额度发行,力争在明年初形成更多实物工作量(语气上较730政治局会议的‘合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形

成实物工作量’有所加强)；适时推进成熟项目开工；按程序提前下达部分额度；资金使用要注重实效，加强对投向审核监管，制止资金长期闲置”等。11月10日国务院办公厅发文对中小企业进一步减税降费。

2) 货币政策稳中有松，预计流动性维持合理充裕，结构性工具将成常态。与730政治局会议相比，本次会议指出“稳健的货币政策要灵活适度”(去年疫情以来至2020年11月的Q3央行货币政策执行报告均为“灵活适度”，2020年12月中央经济工作会议以来均是“灵活精准、合理适度”，本次报告再次改为“灵活适度”)，延续“保持流动性合理充裕”。再考虑央行Q3货币政策报告删除“总闸门”和“不搞‘大水漫灌’”，我们预计货币政策稳中有松，降准已落地，后续流动性将继续维持合理充裕，支持小微企业、绿色等的结构性支持工具也将成为常态。

● **降准符合预期，短期降息较难，但降准客观上有助于降低企业实际融资成本，关注降准对股债的影响。**

1) 为何降准？此次降准应在市场预期之内，主因疫情反复、地产风险等扰动下，经济下行压力加大、稳增长重要性凸显，政策要加强跨周期调节；12月MLF到期9500亿元，跨年流动性需求加大，明年财政前置等因素需要资金量较大；美联储加息之前，是我国再宽松较好的窗口期。

2) 降准后会降息吗？鉴于央行指出“稳健货币政策取向没有改变。此次降准是货币政策常规操作”，释放资金主要用于置换MLF和补充长期资金，我们预计央行降政策利率较难。同时，央行指出“此次降准共计释放长期资金约1.2万亿元，降低金融机构资金成本每年约150亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本”，我们测算降低的融资成本为 $12000 \times (2.95\% - 1.62\%) = 159.6$ 亿元，对应的银行负债端成本下降不足5个BP，因此短期LPR利率可能难以调整，但客观上应会有助于降低企业的实际融资成本。

3) 降准对股债的影响？以史为鉴，08年至今降准共二十一次，降准之后上证综指和沪深300短期胜率较高，中长期胜率出现下滑但涨幅扩大。创业板在权益市场中表现最优，后一周、后一个月、后三个月胜率为56%、69%、56%，平均上涨1.65%、7.58%、9.37%；与股市相比，债券收益率似乎更能在降准前纳入一定预期(price in)，具体表现为10年国债和10年国开债在降准前一周平均下行4.9和5.4个BP，降准落地后下行空间有所收窄，该规律仅在2019年不显著。总体看，降准利好股债，但股好于债，创业板表现最优(详细请见图表1)。

● **强调扩大内需，促进消费；重视微观市场活力和硬科技；强调更高水平对外开放和区域协调发展；提及民生、就业、生育和养老；未提双碳。**

1) 扩大内需，促进消费，扩大有效投资。本次会议突出“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力”。再结合11月19日总理座谈会强调“带动更多就业和居民增收，促进消费扩大”，意味着政策开始从保供向需求侧倾斜。**2) 重视微观主体活力和硬科技。**会议指出“激发市场活力、要素市场化配置改革试点，强化知识产权保护、提升制造业核心竞争力、强化国家战略科技力量”等。**3) 强调更高水平对外开放和区域协调发展。****4) 重视民生、就业、生育和养老。**会议指出“社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹”等。**5) 未提双碳并**

非意味着双碳不重要，但预计短期双碳可能与“保供稳价”之间形成更好平衡。

● 房地产市场继续纠偏，防风险更加重视守底线。

未提“房住不炒”预计不改房地产总基调，但房地产边际宽松可期。一方面，本次会议删除了430和730会议反复提及的“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，也未提及“稳地价、稳房价、稳预期”等表述，但预计“房住不炒”大基调难以改变。另一方面，本次会议着重强调“要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，促进房地产业健康发展和良性循环”，我们认为在“两维护”的基础上，也会更注重良性循环，加强保障房建设和房地产领域的“优胜劣汰”，再结合11月央行Q3货币政策报告更强调“底线思维”，防止系统性和次生风险，12月3日银保监会表示“现阶段重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展”，总体看房地产将继续边际纠偏，个贷和开发贷等方面有望继续边际宽松。

● 风险提示

经济下行速度超预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 降准后大类资产表现总结

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
观察期																				
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	34.84	-3.30	2.26	5.07	35.24	3.68	0.82	12.40	60.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
涨幅	0.11	0.41	0.18	2.92	0.14	0.68	0.51	4.10	-1.53	1.65	7.58	9.37	-4.92	0.16	-5.38	-7.10	-5.43	-0.53	-6.25	-11.02
胜率	55%	60%	50%	45%	45%	60%	55%	45%	38%	56%	69%	56%	60%	40%	60%	50%	65%	50%	50%	45%

资料来源：Wind，华安证券研究所

注 1：创业板数据从 2010 年 6 月 1 日开始；观察期的计算中，“后一周、后一个月、后三个月”分别以降准日加 7 天、30 天、90 天近似计算，若对应日期没有数据，则后延至有数据日作为近似替代；“前一周”为降准日减 7 天近似计算，若对应日期没有数据，则倒推至有数据日作为近似替代。此外，需要注意的是，对于两次降准相隔月份数在 3 月以内的情况，“后三个月”的大类资产表现应是也隐含了下一次降准的影响，分析时应予以考虑。

注 2：计算胜率时，股指上行、债券收益率下行获胜。

图表 2 政治局会议表述对比

	2021年12.6政治局会议	2021年7.30政治局会议	2021年4.30政治局会议	2020年12.11政治局会议
总结研判	今年整体上实现了“十四五”良好开局：从容应对百年变局和世纪疫情，奋力完成改革发展艰巨任务，经济发展保持全球领先地位，国家战略科技力量加快发展，产业链韧性和优势得到提升，改革开放向纵深推进，民生保障有力有效，生态文明建设持续推进。	统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，经济持续稳定恢复、稳中向好，科技自立自强积极推进，改革开放力度加大，民生得到有效保障，高质量发展取得新成效，社会大局保持稳定。成功举办庆祝中国共产党成立100周年系列活动，正式宣布全面建成小康社会，踏上向第二个百年奋斗目标进军的新征程。	各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。当前经济恢复不均衡、基础不稳固。	2020年是“十三五”规划收官之年，我国经济实力、科技实力、综合国力和人民生活水平跃上新的大台阶，脱贫攻坚如期完成，即将全面建成小康社会，经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性。
未来方向	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，以供给侧结构性改革为主线，统筹推进疫情防控和经济社会发展，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，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。	全球疫情仍在持续，外部环境复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。下半年经济工作要稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。	推动经济稳中向好，深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。坚持稳中求进，贯彻新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展。精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展，深化供给侧结构性改革，改革创新，满足人民日益增长的美好生活需要，做好“六稳”工作、落实“六保”，科学精准实施宏观政策，保持经济运行在合理区间，扩大内需，强化科技，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局。
	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策稳健有效，积极的财政政策要提升效能，注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。微观政策要激发市场主体活力，宏观政策要激发市场主体活力。	挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，引导企业加大技术改造投资。强化科技创新和产业链供应链韧性，发展专精特新中小企业。激发市场主体活力，坚持高水平开放，筑牢经济安全防线。	引领产业优化升级，强化科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。国内需求加快恢复，制造业和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，制定共同富裕行动纲要，城乡区域收入差距逐步缩小。	扭住供给侧结构性改革，注重需求侧改革，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成供需更高水平动态平衡，稳住经济基本盘。

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_30639

