

评级：看好

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：86-10-56511920

相关研究

- 供给约束缓解，服务业显韧性
- 国债收益率还能下行多少？
- 政策转向更明确

- 2021 年 12 月的政治局会议公告公布，全篇释放的核心信号是“稳”+“不折腾”，对股市明显利好，对债市影响则相对中性。
- 公告最大的主线是“稳”。会议明确提出明年经济工作要“稳字当头，稳中求进”。“稳字当头”的说法在 2016 年以来只在本次政治局会议及 2019 年的中央经济工作会议中出现过，其重要性毋庸置疑。考虑到 2022 年是政治大年，其背后的逻辑也显而易见。
- 对待房地产的态度明显转向积极。房地产是当下市场最关注的核心变量，被认为是影响 2022 年经济的关键变量。对房地产的描述一共三句话，均为正面用词（推进、支持、促进、良性循环），表态的积极程度在最近 10 年仅次于 2015 年房地产非常悲观的时候。
- 供给侧改革相对淡化，不折腾。2021 年影响市场非常重要的一个变量是监管政策，教育、互联网等行业均受影响，其背后大的背景是供给侧结构性改革。本次会议对供给侧结构性改革的定调是最近以来最为温和的。并且，之前的几次政治局会议，均或多或少的提到了改革的目标，但这次没有。2021 年市场的一条主线——双碳政策——这次也没有提及。
- 这对股市利好。首先，“稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧，企业盈利预期提升；其次，“不折腾”降低了市场对监管政策的担忧，提升了市场的风险偏好；另外，货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。
- 债市的走向则比较微妙。货币宽松尽管对债市利好，但房地产等维稳措施及监管政策转向温和则是偏空的。在疫情没有大改观的条件下，10 年国债收益率可能就在 2.8-3.0 之间波动。

风险提示：全球经济修复不及预期

2021 年 12 月的政治局会议公告公布，全篇释放的核心信号是“稳”+“不折腾”，对股市明显利好，对债市影响则相对中性。

第一，公告最大的主线是“稳”。会议明确提出明年经济工作要“稳字当头，稳中求进”。“稳字当头”的说法在 2016 年以来只在本次政治局会议及 2019 年的中央经济工作会议中出现过，其重要性毋庸置疑。考虑到 2022 年是政治大年，其背后的逻辑也显而易见。公告中在字里行间也呼应着“稳”，比如“着力稳定宏观经济大盘”、“保持社会大局稳定”等，不再赘述。

第二，对待房地产的态度明显转向积极。房地产是当下市场最关注的核心变量，被认为是影响 2022 年经济的关键变量。对房地产的描述一共三句话，均为正面用词（**推进、支持、促进、良性循环**），表态的积极程度在最近 10 年仅次于 2015 年房地产非常悲观的时候。

第三，供给侧改革相对淡化，不折腾。2021 年影响市场非常重要的一个变量是监管政策，教育、互联网等行业均受影响，其背后大的背景是供给侧结构性改革。本次会议对供给侧结构性改革的定调是最近以来最为温和的。并且，之前的几次政治局会议，均或多或少的提到了改革的目标，但这次没有。2021 年市场的一条主线——双碳政策——这次也没有提及。

表一：政治局会议供给侧改革对比

会议时间	供给侧改革表述	具体任务
2020-12	“以深化供给侧结构性改革为主线”、“要扭住供给侧结构性改革”	强化反垄断和防止资本无序扩张
2021-04	凝神聚力深化供给侧结构性改革	要加强和改进平台经济监管
2021-07	深化供给侧结构性改革	完善企业境外上市监管制度
2021-12	坚持以供给侧结构性改革为主线	无

数据来源：新华社

以上三点是本次政治局会议最重要的内容。其背后的逻辑是辩证统一的，都是为了 2022 年的政治考虑。

公告其他的内容，我们做简单的梳理。

首先是财政货币政策。从字面的意思上理解，财政政策强调质量，感觉是偏紧的：货币政策增加了“灵活适度”，感觉是偏松的。然而，从最近几年政治局会议对财政货币政策的描述上看，除了 2020 年 4 月的财政货币大幅宽松的指向性非常明显以外，似乎没有特别明确的规律。简单的对比之后，我们认为文字上最为相近的可能是 2019 年，整体属于偏松的取向，财政则显得稍紧一些。

表二：政治局会议财政货币政策对比

会议时间	财政政策	货币政策
2019-04	积极的财政政策要加力提效	稳健的货币政策要松紧适度
2019-07	财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策	货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕
2019-12	无	无
2020-04	积极的财政政策要更加积极有为，	稳健的货币政策要更加灵活适度，运

	提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。	用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上
2020-07	财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。
2020-12	无	无
2021-04	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。
2021-07	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，推动今年底明年初形成实物工作量。	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
2021-12	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。

数据来源：新华社

其次是扩大内需政策。本次会议明确提出“促进消费持续恢复，积极扩大有效投资”，估计会有一些具体的针对性政策出台，在消费和投资端适度放松。

产业政策方面，没有特别的地方，重点强调了“继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量”，相比7月的用词，紧迫性明显下降，也跟“稳”的取向相呼应。

综合各方面的分析来看，2022年经济的主基调就是“稳”。这体现在两方面。一方面运用宏观政策维持宏观经济的稳定；另一方面则在监管政策上转为温和，减少监管政策造成的震荡。

这对股市利好。首先，“稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧，企业盈利预期提升；其次，“不折腾”降低了市场对监管政策的担忧，提升了市场的风险偏好；另外，货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。

债市的走向则比较微妙。货币宽松尽管对债市利好，但房地产等维稳措施及监管政策转向温和则是偏空的。在疫情没有大改观的条件下，10年国债收益率有可能略有下行，但中枢可能就在2.8-3.0之间波动。

从风格上看，由于债市震荡，2021年的小票行情可能难以持续，但成长股依然得到风险偏好提升的支撑，周期股则受益于维稳的操作，消费股主要决定于疫情的变化。因此，2022年的板块走势会更为平衡，更多是主题性和个股的投资机会。

从历次政治局会议的走势上看，其定调将持续1-2个季度。我们认为，在2022年4月政治局会议之前，政策仍将维持这一取向。这段时间内，股市投资将相对占优。

风险提示：全球经济修复不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家。韦志超为美国布朗大学经济学博士，曾在国泰君安证券、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020 年 11 月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上

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_30752

