

# 宏观

证券研究报告

2021年12月11日

## 5.0%还是5.5%? ——经济工作会议对五个市场关注问题的解答

中央经济工作会议是在年底中央政治局会议的基础上，对明年经济工作部署的进一步细化，关于稳增长等关键问题的总基调不会有变化，因此我们的关注点主要落在：1) 政治局会议未提及的问题有了怎样的明确；2) 提及的问题又有怎样的细化。结论如下：

关注点一：明年增长目标是5.0%还是5.5%以上? ——结论：上半年按5%以上预期，全年5%左右或略高，不要对5.5%有执念

关注点二：明年稳增长靠新基建还是老基建? ——结论：新基建增量更高，老基建存量前置

关注点三：明年会降息吗? ——结论：上半年全面降息概率不大、定向降息为主

关注点四：提振消费政策如何落实? ——结论：没有直接论述，低于预期

关注点五：双碳和能耗双控具体如何纠偏? ——结论：先立后破，有利于减污降碳新能源行业

**风险提示：**经济下行压力超预期；稳增长政策力度低于预期；疫情形势超预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-国内开始交易宽信用，海外短线交易预期混乱-12月第2周资产配置报告》 2021-12-08
- 2 《宏观报告：宏观-稳定优先，适度纠偏 —— 政治局会议解读》 2021-12-07
- 3 《宏观报告：多收了三五斗——长鞭效应下，库存正在过度累积》 2021-12-05

中央经济工作会议是在年底中央政治局会议的基础上，对明年经济工作部署的进一步细化，关于稳增长等关键问题的总基调不会有变化，因此我们的关注点主要落在：1) 政治局会议未提及的问题有了怎样的明确；2) 提及的问题又有怎样的细化。

### 关注点一：明年增长目标是 5.0% 还是 5.5% 以上？——结论：上半年按 5% 以上预期，全年 5% 左右或略高，不要对 5.5% 有执念

稳增长之于明年经济工作的重要性已经无需赘述，“稳字当头”（首要目标）、“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任”（可能强化 GDP 量化考核）、“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”（久违的“逆周期”）等表述态度明确。

关键在于稳增长的空间和时间。客观来说，在房地产下行仍未结束、疫情如何影响消费和出口仍未未知的情况下，考虑到 3 季度 GDP 两年同比仅 4.9%，明年要取得 5% 以上的 GDP 增速已经要付出很大努力，要确保 5.5% 以上更是不可避免要走大规模基建或者房地产等“老路”。

纵览全文，政策表述虽然积极，却并没有突破存量政策空间约束的迹象。例如再次明确“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”（地产没有强刺激）；强调“严肃财经纪律、坚决遏制新增地方政府隐性债务”（基建没有高弹性），这意味着“老路”不会轻易重走。

因此政策发力更多是将存量空间在上半年前置，而非全年持续发力。相比于今年的政策后置，明年政策将会前置，总体要求是“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”，对财政特别指出“保证财政支出强度，加快支出进度”。存量政策空间在上半年前置发力后，下半年政策力度料将收敛。因此，上半年的经济预期可以按折年率 5% 以上，经济“开门红”；下半年的经济预期可适当调低，全年在 5% 或略高，建议不要对 5.5% 有执念。

### 关注点二：明年稳增长靠新基建还是老基建？——结论：新基建增量更高，老基建存量前置

政治局会议未提及基建，经济工作会议则有一句表述：“适度超前开展基础设施投资”，我们理解是指在新基建和新能源基建等领域，可以在应用层面的需求释放之前，适度超前完善基础设施建设，以供给牵引需求，而非允许地方超出实际需要来建设传统基建。具体可以参考今年 9 月刘鹤副总理在“中国国际数字经济博览会开幕式”上的致辞：“发展数字经济必须认真落实新发展理念，...，适度超前进行基础设施建设，优化资源和服务供给”；中财办副主任韩文秀在解读中央经济工作会议时进一步明确“要适度超前进行基础设施建设，在减污、降碳、新能源、新技术、新产业集群等领域加大投入，既扩大短期需求，又增强长期动能”。

对于传统基建，“严肃财经纪律、坚决遏制新增地方政府隐性债务”意味着全年增量弹性有限，更多是节奏靠前、“加快支出进度”，同时注重精准、可持续。

因此，预计明年上半年新基建和老基建增速都有向上的空间，但全年来看新基建的弹性更高、更可持续。老基建受限于隐性债务约束、城镇化发展阶段等主客观因素的限制，节奏上将是前高后低，全年增速不会较近年 3%-4% 的增速水平有明显提高。

### 关注点三：明年会降息吗？——结论：上半年全面降息概率不大、定向降息为主

与政治局会议相同，经济工作会议对货币政策的表述没有新的提法。考虑到降准已经落地，接下来的关注点在于降息的概率和时间。会议提及“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价”，预计短时间内央行将主要使用结构性货币政策工具，通过低息再贷款等方式对中小微企业定向降息，全面降息（直接下调政策利率）不会太快。如果上半年的积极政策过后，经济下行压力仍然较大（例如疫情导致消费复苏低于预期、出口/房地产超预期回落），全面降息的概率提升。

#### 关注点四：提振消费政策如何落实？——结论：没有直接论述，低于预期

政治局会议把“促进消费持续恢复”作为扩大内需战略的第一条要求，但在经济工作会议中却没有直接阐述，也没有实质性的政策要求，反而提出“要坚持节约优先，实施全面节约战略”、“在消费领域，增强全民节约意识，倡导简约适度、绿色低碳的生活方式”，低于预期。

两个合理的解释：1)“消费持续恢复”是“统筹疫情防控和经济社会发展”的结果，靠的是优化疫情防控手段来提供消费自发性复苏的空间，而不是政策的大规模主动刺激；2)“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策”，促消费的激励性政策还在酝酿当中。

#### 关注点五：双碳和能耗双控具体如何纠偏？——结论：先立后破，有利于减污降碳新能源行业

政治局会议未提及双碳和能耗问题，但经济工作会议的着墨较多。可以分成两个方面来看：

一是在满足能源合理需求方面，明确“要立足以煤为主的基本国情”、“要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”，这是“先立后破、稳扎稳打”的政策态度，有利于缓解缺煤限电对合理用电需求的限制，有利于缓解工业部门的供给侧约束，减轻通胀压力。另外，新能源产业链的上游原材料例如硅料、磷等属于高能耗行业，今年屡遭限产导致原材料价格高企，打击中下游投产积极性，能源保供稳价将有利于稳定预期、减轻产业链中下游的成本负担。

二是在优化能源供给结构方面，提出“要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变”，这是对降能耗考核机制的重要优化。以往考察能耗是以能源消费总量简单表征碳排放，实际上没有区分能源消费结构，即消费的是清洁能源还是化石能源，此次优化将利好生产过程中更多使用清洁能源的高能耗行业/公司，反过来也有利于清洁能源的下游需求。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%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\\_31068](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31068)

