

五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评

报告日期: 2021-12-12

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
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10

主要观点:

- **事件:** 中央经济工作会议(简称“会议”)12月8-10日在北京举行, 总结2021年经济工作, 分析当前经济形势, 部署2022年经济工作。
- **核心结论:** 更加担忧经济, 突出稳字当头, 注重跨周期和逆周期结合、自主、协调、有效、前端; 扩大内需强调制造业和基建、未重点提消费, 房地产良性循环和健康发展; 5大纠偏, 先立后破, 共同富裕蛋糕先做大再分好, 双碳等破除“运动式、一刀切”; 其他方面, 关注数字、科技、国企改革、区域协调、民生、就业、养老、生育等领域。具体地, 我们梳理出五大主线及其经济、投资启示。
- **主线一: 国家担忧经济, 政策稳字当头, 预计经济仍将保持一定增长。**
本次会议首提“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”, 重提“坚持以经济建设为中心”(以往提及年份: 1998、2001、2005、2014、2018), 也延续了11月总理座谈会以来的“六稳、六保”、“稳定宏观经济大盘”等表述, 对经济担忧加大已成各方共识。因此全文突出一个“稳”字, 包括“稳字当头、稳中求进、稳健有效”等, 且迎接二十大, 应是经济、社会、政治等各方的“社会大局稳定”。
- **主线二: 政策布局具备稳健、自主、协调、有效、前端等特点, 财政稳, 货币宽, 加强货币和财政配合。**
 - 1、政策实施呈现出: 1结合+1协调+有效前端: 1结合: 政策布局更重跨周期和逆周期结合, 以我为主, 我们理解“逆周期”要求政策更重视当下, 预计短期政策力度不受美国等海外收紧掣肘。1协调: 财政和货币政策要协调联动, 预计可能的手段包括疫情期间的财政贴息+央行专项再贷款, 货币配合央行发债节奏, 风险化解同发力(央行金融稳定再贷款、地方再融资债券等)。有效前端: 强调稳健有效和前端发力, 政策落地和执行可能更快更好。
 - 2、财政政策: 会议延续1206政治局会议的提法, 即“财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续”, 预计赤字率可能略收, 但真实财政下达资金预计不少。“保证财政支出强度, 加快支出进度, 适度超前开展基础设施投资”等要求财政节奏更重前端有效。此外, 还提出“减税降费”和“坚决遏制新增地方政府隐性债务”, 后续将继续落实显性和隐性债务合并。
 - 3、货币政策: 会议延续1206政治局会议的提法, 即“稳健的货币政策要灵活适度”, 预计货币政策稳中有松, 流动性维持合理充裕, 支持小微、科技、绿色等结构性工具将成常态, 更重小微。2次降准叠加结构性工具落地后, LPR调整接近最小步长, 可能再降息。本次会议删除“保持货币供应量和社会融资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”, 预计稳信用诉求更强, 明年宏观杠杆率可能上行。但在央行货币政策框架下, 社融不会大幅偏离名义GDP。
- **主线三: 扩大内需关注技改、专精特新和基建, 未提消费, 房地产短期维稳, 长期重视“良性和健康”。**
 - 1.关注制造业技改、专精特新, 基建发力, 如“提升制造业核心竞争力, 激

发涌现一大批‘专精特新’企业，适度超前开展基础设施投资”等。

2.未提消费，并非不重要，稳增长离不开消费，我们理解疫情扰动下，短期促消费政策落实场景和手段有限，未来仍需关注汽车家电等消费政策。

3.房地产延续“房住不炒”总基调，预计短期政策继续纠偏维稳，个贷和开发贷等有望边际宽松，“满足合理住房需求和因城施策”下，也可能看到部分城市限购限贷等政策调整；中长期房地产发展模式将注重“租购并举、保障房建设”，并有望以此拉动房地产投资增长。

● **主线四：5大纠偏，先立后破，正本清源，回应“误解”。**

会议提到了5个方面的纠偏，是“正本清源”，纠正“运动式”行为，也是回应社会关切，澄清“误解”。会议开篇提出“调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。必须加强统筹协调，坚持系统观念”，中财办副主任韩文秀解读时也指出“防止急于求成。要保持战略定力和耐心，不把长期目标短期化，系统目标碎片化，不把持久战打成突击战”。对此，会议指出“需要正确认识和把握”5个方面，包括共同富裕、资本、初级品供给、重大风险、双碳等。我们理解如下：

1、共同富裕开展，效率仍然重要，分好蛋糕需要以做大蛋糕为前提，提示关注年底将发布的《共同富裕行动纲要》，在相关政策的颁布和执行中应会考虑经济增速、效率，而不会盲目寻求“公平”，也提示关注后续在解决收入、城乡、区域不平衡过程中可能会开展的税收调整、鼓励三次分配、乡村振兴和区域协调政策等。

2、发挥资本的积极作用，也要防止资本野蛮生长，对比去年提法，应是从偏重规范到偏重引导。

3、初级产品供给保障，注重节约。主要强调了两件事：1) 节约资源，包括节约生产资源和绿色低碳消费（关注新能源车）。2) 油气等能源安全和粮食安全。

4、防范化解重大风险要精准、要多方配合。会议强调“稳定大局、精准拆弹”，“压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任”，化解风险要有充足资源，广泛配合”，意味着化解风险更强调精准性（比如针对某地产公司的个体行为精准拆弹），化解的方式各方资源要广泛配合，预计包括中央（财政、货币）、地方、市场化（金融机构）和企业自身（企业自救）等资源。

5、双碳：不搞“冲锋式达峰”和“运动式减碳”，国企要带头保供稳价，新能源发展空间也将更广阔。会议指出“实现碳达峰碳中和要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役”，应是指不能搞“冲锋式达峰”（例如部分省市今年上半年能耗反而增加），也不能搞“运动式减碳”，例如三季度以来拉闸限电。“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，表明新能源上游高耗能材料使用限制放宽，新能源发展空间更大。“确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”，表明不能运动式、一刀切地减碳，上游原材料供给受限将改善。

● **主线五：其他可以关注的重点，如数字、科技、要素市场化、注册制、国企改革、区域协调、民生、就业、养老、生育、逃废债等。**

● **经济和投资启示：**

1、对于经济增长，我们维持此前判断，对标5.5%的潜在增速和5%左右的今年GDP复合增速，预计明年GDP5-5.5%是一个合意目标增速区间，

应会保 5% 底线，政策发力下实际增速也可能摸到区间上限。

2、以史为鉴：回顾历史上中央经济工作会议提及“以经济建设为中心”的年份，次年经济增速有升有降，库存大多处于见顶回落期，多有降准降息，实际赤字率有升有降，固定资产投资短线冲高，基建逆周期拖底效果不明显；资产表现方面，次年稳增长政策的落地刺激经济回暖，股市由跌转涨、利率下行幅度收窄。

3、本次会议透露的经济和投资密码：

利率：可能的再降息有助于利好利率下行，但货币宽松同时配合财政发债，利率下行有底，警惕地产拐点对利率的扰动。结构性影响：货币宽松利好低利率的科技等板块，且上半年概率较大；基建发力的积极性和效果可能较之前更明显，新老基建都可关注；制造业仍是支持方向，预计维持稳定，关注技改、数字改造、高端制造等；未提消费不代表消费不重要，但反弹幅度预计受限，关注家电汽车等刺激；围绕共同富裕的分配制度改革、慈善、教育、医疗、养老、住房等基本公共服务应是长期方向；多方配合化解风险，企业要自救，地产等行业可能出现“优胜劣汰”，关注优质龙头；周期行情弱化；新能源有更大空间。

（正文附历史回顾和对比表）

● **风险提示**

经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

正文目录

主线一：国家担忧经济，政策稳字当头，预计经济仍将保持一定增长.....	6
主线二：政策布局具备稳健、自主、协调、有效、前端等特点，财政稳，货币宽，加强货币和财政配合。	9
主线三：扩大内需关注技改、专精特新和基建，未提消费，房地产短期维稳，长期重视“良性和健康”	10
主线四：5大纠偏，先立后破，正本清源，回应“误解”	11
主线五：其他关注的重点：数字、科技、要素市场化、注册制、国企改革、区域协调、民生、就业、养老、生育、逃废债等.....	12
风险提示：	14

图表目录

图表 1 提及“以经济建设为中心”次年的 GDP 表现	6
图表 2 提及“以经济建设为中心”次年的库存表现	6
图表 3 提及“以经济建设为中心”次年的准备金率	7
图表 4 提及“以经济建设为中心”次年的贷款利率	7
图表 5 提及“以经济建设为中心”次年的实际赤字率	7
图表 6 提及“以经济建设为中心”次年的固定资产投资和基建	7
图表 7 历史上提及“以经济建设为中心”次年的股债表现	8
图表 8 中央工作会议与政治局会议表述对比	13

主线一：国家担忧经济，政策稳字当头，预计经济仍将保持一定增长

国家担忧经济，政策稳字当头，经济预计仍将保持一定增速（5%是底线，目标可能5-5.5%，实际完成增速尽量更高），关注稳增长可能的抓手。

● 政策解读

经济和政策定调方面：经济下行成共识，稳字当头决心强，“稳”应是包括经济、社会、政治等在内的全方位“社会大局稳定”。

本次会议首提“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，重提“坚持以经济建设为中心”（以往提及年份：1998、2001、2005、2014、2018），也延续了11月总理座谈会以来的“六稳、六保”、“稳定宏观经济大盘”等表述，再考虑央行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”等表述，对经济担忧加大已成各方共识。

因此，政策要在“稳增长”上发力，本次会议全文突出一个“稳”字（本次25次提及“稳”字，2020年为13次），包括“稳字当头、稳中求进、稳健有效”，要求“推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长”等，此外，会议指出明年党的二十大是一件大事，要“要保持平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境、风清气正的政治环境”，因此应是经济、社会、政治等各方的“社会大局稳定”。

● 经济启示

对于经济增长，我们维持此前判断，即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，在地产下行压力较大的情况下，预计5-5.5%是一个合意目标增速区间，应会保5%底线，政策发力下实际增速也可能摸到区间上限。

回顾历史上中央经济工作会议提及“以经济建设为中心”的年份，次年各项指标表现如下：经济增速有升有降，库存大多处于见顶回落期，也就是短周期看，经济有下行压力；除2005年的次年（2006年）升准加息之外，其他年份多有降准降息，也就是货币政策转向宽松；我们测算的实际赤字率有降有升，也就是说财政不一定很宽；除2015、2018年次年（2016和2019年）之外，其余年份的次年固定资产投资短线冲高；除了2018年次年（2019年）基建投资在趋势上小幅向上，其余年份基建逆周期托底效果不明显。

图表1 提及“以经济建设为中心”次年的GDP表现



资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 提及“以经济建设为中心”次年的库存表现



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 提及“以经济建设为中心”次年的准备金率



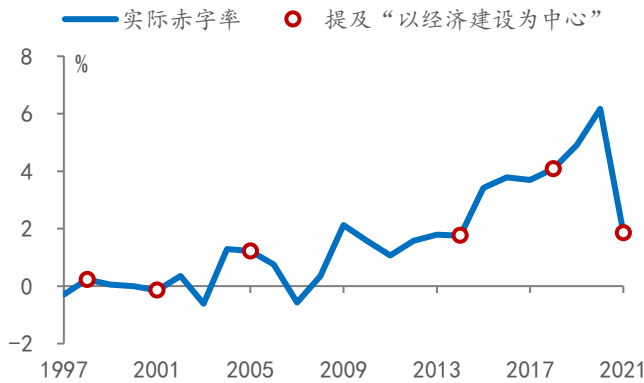
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 提及“以经济建设为中心”次年的贷款利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 提及“以经济建设为中心”次年的实际赤字率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 提及“以经济建设为中心”次年的固定资产投资和基建



资料来源: wind, 华安证券研究所

回顾历史股债表现: 1994 年以来共有 6 次中央经济工作会议提及“以经济建设为中心”, 分别为 1998、2001、2005、2014、2018 和 2021 年。历史回测显示, 经济下行压力增大、亟需政策加大力度, 即中央经济工作会议当年股跌债涨; 次年稳增长政策的落地刺激经济回暖, 股市由跌转涨、利率下行幅度收窄。具体来看, 权益方面上证综指和沪深 300 在次年胜率达 80%、100%, 平均上涨 32.76%、54.23%, 而十年期国债则由当年的下行 106.52BP 收窄至次年的下行 32.85BP。

图表 7 历史上提及“以经济建设为中心”次年的股债表现

中央经济工作会议年度	上证综指涨跌幅 (%)	沪深300涨跌幅 (%)	10Y国债收益率 (BP)	10Y国开债收益率 (BP)
1994年	-22.23			
1995年	-14.29			
1996年	65.14			
1997年	30.22			
1998年	-3.97			
1999年	19.18			
2000年	51.73			
2001年	-20.62			
2002年	-17.52			
2003年	10.27	8.25	18.26	-18.67
2004年	-15.40	-16.30	137.30	146.81
2005年	-8.33	-7.65	-161.16	-148.17
2006年	130.43	121.02	-9.47	-7.80
2007年	96.66	161.55	139.84	175.50
2008年	-65.39	-65.95	-167.32	-193.15
2009年	79.98	96.71	89.01	83.52
2010年	-14.31	-12.51	23.77	17.28
2011年	-21.68	-25.01	-45.88	-19.18
2012年	3.17	7.55	15.27	47.12
2013年	-6.75	-7.65	97.80	135.41
2014年	52.87	51.66	-92.99	-172.75
2015年	9.41	5.58	-80.07	-96.03
2016年	-12.31	-11.28	19.03	54.83
2017年	6.56	21.78	86.92	114.09
2018年	-24.59	-25.31	-65.42	-117.88
2019年	22.30	36.07	-9.00	-6.59
2020年	13.87	27.21	0.64	-4.29
2021年	5.57	-3.00	-30.03	-44.13
当年涨幅	-0.93	6.23	-106.52	-146.27
次年涨幅	32.76	54.23	-32.85	-36.81
当年胜率	20.00%	33.33%	100.00%	100.00%
次年胜率	80.00%	100.00%	100.00%	100.00%

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_31079



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn