

稳增长意愿强烈，传统与新兴并重

报告日期：2021-12-12

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1.《宽松以对确认，跨年行情可以更积极》2021-12-06

2.周报《宽松再起，加持跨年行情》2021-12-05

3.《疫情冲击有限，积极参与跨年行情》2021-11-28

4.周报《跨周期调节发力，成长消费齐开花》2021-11-21

5.年度策略报告《春生夏长 秋收冬藏——2022年度A股投资策略》2021-11-02

主要观点

● 重要会议

中央经济工作会议12月8日至10日在北京举行，会议总结2021年经济工作，分析当前经济形势，部署2022年经济工作。

● 总基调偏暖，稳增长意愿强烈，政策节奏明确前置

在“三重压力”面前，稳增长意愿强烈。不仅明确要求各地方积极推出稳增长举措，还要求政策发力适当靠前。推断2021年Q4有望成为增长阶段性底部，而后续在跨周期调节和逆周期调节相结合下，增长将稳步抬升，2022年全年增速有望达到5.5%。

财政政策保持力度、节奏前置。一是“要保证财政支出强度”。预计2022年实际专项债使用规模有望超过4万亿，包括2022年专项债额度和2021年已发行但尚未使用的部分。二是“加快支出进度”。会议明确提出“适度超前开展基础设施投资”将成为2022年Q1成为稳增长的重要抓手。

货币政策为稳增长预留空间，可以更乐观一些。删去了2018、2019和2020连续三年提出的“货币供应和社融增速要同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，为明年稳增长预留充分的操作空间。预计社融、M2增速2022年保持稳定，存在继续全面降准、定向降息的可能。

显著提振市场风险偏好。除了稳增长意愿强烈外，会议还对“共同富裕”、“资本监管”、“防范化解重大风险”“双碳工作”等均做了明确的详细阐述，纠正了上述工作中存在的不足，显著提升市场风险偏好。例如地产调控强调满足合理住房需求等、共同富裕强调首先要做大做强“做大蛋糕”、化解风险要有资源和广泛配合、“双碳”工作不可能毕其功于一役等，显著缓解了市场对部分政策可能激进推进的担忧。

● 传统与新兴并重，跨年行情将持续、全面演绎，关注建筑建材、金融地产和绿色科技三条主线

会议基调整体偏暖且有力提振短期风险偏好，跨年行情将持续、全面演绎。节奏上建议首先重点把握已经开始有望至少持续至2022年一季度的行情，其次适度把握后续美联储加息之前的行情。

结构方面，建议关注建筑建材、金融地产和绿色科技三条主线。①会议对于稳增长的态度更加清晰、措施更加具体和明确，将有力应对增长压力，尤其是2022年一季度，基建等领域的政策储备有望加速释放，关注建筑建材类板块机会。②对科技和新能源的重视，如要求科技政策要扎实落地、新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制等，具体而言，包括水风光等清洁能源、新能源车、新型电力、半导体等。③房地产调控逐步放松和预期转变，行业风险集中释放近尾声，政策底部确定，而银行资产质量改善叠加估值低位，建议关注地产和银行板块的配置价值。此外，在股票市场走强以及全面实行注册制催化的背景下，券商类机会也值得关注。

● 风险提示

对政策解读存在偏差等。

正文目录

| | |
|------------------------------------|----------|
| 1 总基调偏暖，政策发力可期、节奏前置 | 3 |
| 1.1 稳增长意愿十足、政策节奏确定性前置..... | 3 |
| 1.2 货币政策中性表述减少，为稳增长预留充分空间..... | 4 |
| 1.3 全面稳增长且纠偏不合理做法与预期，显著提振风险偏好..... | 4 |
| 2 传统与新兴并重，跨年行情将全面演绎 | 6 |
| 2.1 风险偏好得以显著提升，跨年行情将全面演绎..... | 6 |
| 2.2 关注建筑建材、金融地产和绿色科技三条主线..... | 6 |

1 总基调偏暖，政策发力可期、节奏前置

在统筹疫情防控和经济社会发展中，更加突出稳增长的重要性。2022 年中央经济工作会议提出“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，并要求“全党都要聚精会神贯彻执行，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长”，要求“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，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**。”足见中央对于 2022 年经济增长的担忧与重视。我们认为，在 2021 年有望实现 GDP 两年平均 5.3% 左右的增速后，稳增长仍存在阶段性压力，需要政策保驾护航，实现“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。

“三重压力”具体体现为 2021 年 1-10 月社会商品零售总额两年平均增长 4%，相当于疫情前 8% 增速的一半，海外供给恢复后需求能否延续拉动出口高增速存在一些不确定性，房地产市场悲观情绪浓厚等问题需要解决。

2021 年 Q4 有望成为 GDP 增速阶段性底部，之后在政策支持下逐步回暖。据测算 2021 年 Q4 经济增速可能在 4% 左右或者略低于 4%。而后续随着跨周期调节在 2022 年 Q1 逐步发力，预计 2022 年 Q1 增速将回升至 4.2%，Q2、Q3 边际向好，Q4 可能小有回落，全年增速有望达到 5.5%。增长的内生动力来自消费（7.4%）、出口（8.9%）和出口拉动的制造业投资（3.9%），而政策发力端则在基建投资（有望超过 4%）和房地产加强预期引导实现一定托底（有望实现小幅正增长）。

1.1 稳增长意愿十足、政策节奏确定性前置

在三重压力面前，**2022 年稳增长意愿十足。财政政策基调维持积极，在保持支出强度的同时，“政策发力适当靠前”。**财政政策基本上延续了 7·30 中央政治局会议“积极的财政政策要提升政策效能”的表述，更加注重精准、可持续，保持中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等领域的支持力度。由于单纯依靠消费等内生经济动能实现增长仍然面临着新冠疫情等不确定性，因此财政将重点放在使用效率和节奏控制上，实现稳增长。据此，我们预计 2022 年的财政政策上：**①赤字率将有所调降，2022 年赤字率有望进一步回归，预计下调至 3.0% 左右；②地方政府专项债规模预计将调降至 3.5 万亿左右；③“实施新的减税降费政策”，预计社保和税收会出台新的优惠政策；④“党政机关要坚持过紧日子”，严肃财经纪律，预计会继续压缩一般性公共支出。**

2022 年财政政策的看点有二：一是**“要保证财政支出强度”**。预计 2022 年专项债额度将审定在 3.5 万亿左右，但考虑到 7·30 政治局会议时就已经明确“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”，2021 年已发行但尚未使用的部分将用于 2022 年，2022 年实际专项债使用规模有望超过 4 万亿。二是**“加快支出进度”**。本次会议明确提出“适度超前开展基础设施投资”，有望在 2022 年 Q1 成为经济稳增长的重要手段。我们认为，与今年财政支

出后置相对的，2022年财政支出将明显前置，预计专项债发行节奏较2021年将显著提前，总体有望在2022年三季度前基本完成。

1.2 货币政策中性表述减少，为稳增长预留充分空间

货币政中性表述减少，为稳增长预留充分空间。与往年相比，货币政策虽然一如既往延续“稳健”主基调，要求“保持合理充裕”，但除了明确“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”的结构性政策外，并无更多更详细的内容，内容较去年中央经济工作会议大幅减少。我们认为，表述减少一方面有可能是更多货币政策内容和细节未在公报中披露，但另一方面，更有可能是为明年货币政策留有回转的空间，尤其是美联储明年大概率首次加息的大背景下，如何服务于国内宏观经济发展目标，实现“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”，给货币政策预留足够的操作空间。

预计2022年货币政策以呵护为主，可更加积极乐观。中央经济工作会议删去了2018、2019和2020连续三年提出的“货币供应和社融增速要同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，同时增加了“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”的表述，我们认为，这意味着明年Q1稳增长压力面前，信贷总量支持依旧可期，继续全面降准、定向降息可期。全年来看，M2、社融较2021年有望保持稳定，预计2022年M2将稳定在8%左右，社融稳定在10%左右，宏观杠杆率将略有抬升，全年预计在273%附近，不会成为宏观调控的焦点。

多重因素支撑流动性层面相对充裕，主要掣肘来自于海外。①2022年无明显通胀压力和去杠杆压力。2021年10月PPI顶点已过，“保供稳价”政策效应持续显现，后续大概率逐步回落，而CPI同比单月破3%的风险主要在2022年Q4。②确保结构性改革、产业升级等的加速推进，定向支持会增强，也会防范推进改革中容易出现的风险。③此次会议明确2022年“三重压力”，要求各地政府均全力稳增长，显示对增长的担忧和稳增长的强烈意愿；④二十大召开需要稳定友好的政策环境。在内部宽松友好的环境下，2022年流动性最大的掣肘来自于海外，目前来看海外流动性的拐点已较为明确，各国货币政策均呈现出边际收紧态势，尤其是下半年美联储有望启动加息，届时将对我国货币政策形成掣肘。

1.3 全面稳增长且纠偏不合理做法与预期，显著提振风险偏好

全面稳增长且纠偏不合理做法与预期，将显著提振市场风险偏好。此次会议强调“必须坚持稳中求进，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”。表明前期有些政策在执行过程存在一定的偏差或不合理预期，具体表现为对“共同富裕”、“双碳”、“能耗双控”等政策的执行与理解中存在的偏差。会议在强调“要正确认识和把握防范化解重大风险”中要求“稳定大局、统筹协调、

分类施策、精准拆弹的方针，抓好风险处置工作，加强金融法治建设，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。”同时表示“化解风险要有充足资源”，如此表述表明**2021年在化解重大风险工作中，全局统筹、协调工作不足，2022年在此类工作中需要一方面加强部门间的协调，另一方面准备好充足的资源，推断多指在问题金融机构、地产企业以及城投平台的风险处置中加强行业主管部门、以及财政和货币端的协调与配合，所谓充足的资源主要指专项债、再贷款等。**

房地产调控将继续向暖微调。本次会议在坚持“房住不炒”的大前提下，政策基调有所回暖，尤其是强调“加强预期引导”。我们认为，强调预期管理背后有多方面因素考量。①如房地产调控政策延续，房地产有可能成为2022年经济增长的最大制约因素，通过预期引导将逐步扭转当前市场浓厚的悲观情绪。②稳定房地产的核心在于稳定房价，而当下稳定房价的关键在于扭转一致性下滑预期。特别是民营头部企业的集中暴雷对购房者预期产生的直接影响需要逐步调整，通过稳商品房销售，推动稳房地产开发投资。③政策层面仍需要防止2022年行业调整触底后可能出现的房价过快上涨，商品房待售面积的绝对库存量偏低，如果购房者预期一旦扭转，房价仍存快速上行的压力。此外，支持“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”以及“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，表明地产调控后续可能会看到不同城市的微调。此外关于房地产税试点推出时机，我们认为有两个选择：①近期尽快推出，意在扭转房价下跌一致性预期，如此要求试点范围足够广、力度足够多元化，且有望叠加减少房屋流转环节等费用以确保宏观税负的稳定。②2022年下半年推出，对应行业调整触底后，低库存状态下房价有望迎来重新上涨，适时推出起到平抑房价的作用。

纠偏对共同富裕的过度解读。共同富裕政策依然以“做大蛋糕”为主，政策将延续此前既定节奏，不会大幅提前。会议强调，实现共同富裕“首先要通过全国人民共同奋斗把‘蛋糕’做大做好，然后通过合理的制度安排把‘蛋糕’切好分好”，将“做大蛋糕”排在“切蛋糕”之前，故政策发力点首先在于“在推动高质量发展中强化就业优先导向，提高经济增长的就业带动力”。在节奏和力度上，会议提出“坚持尽力而为、量力而行”，并明确指出实现共同富裕“是一个长期的历史过程”。我们认为，会议表述进一步明确了共同富裕政策依旧坚持发展是第一要务，对完善分配政策将延续此前既定节奏、不会大幅提前。

再度纠偏“运动式”双碳。“双碳”工作更加注重节奏，防止运动式“减碳”的态度更加清晰。会议提出“双碳”工作“要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役”，同时将防范风险纳入原则之一，强调“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”以及“要立足以煤为主的基本国情……推动煤炭和新能源优化组合”。我们认为，较7·30政治局会议“纠正运动式‘减碳’”表述，本次会议更加全面明确的阐述了“双碳”工作的要求与节奏，有望对“双碳”工作中出现

的问题进一步纠偏，2022年将注重“双碳”与保能源供应之间的统筹和协调，更加注重“双碳”工作节奏和力度。

2 传统与新兴并重，跨年行情将全面演绎

2.1 风险偏好得以显著提升，跨年行情将全面演绎

会议基调整体偏暖有力提振短期风险偏好，跨年行情将持续、全面演绎。我们认为，中央经济工作会议基调整体偏暖，对于稳增长的态度更加清晰、措施更加具体和明确，尤其是应对2022年Q1经济增速下行风险在基建等领域的政策储备有望加速释放。此外会议对于科技和基础研究的重视程度进一步提高，对于小微企业和民营经济的支持力度不减，对于部分政策微调的态度更加明确，给市场吃了定心丸，将显著提振风险偏好，为跨年行情带来了更多利好。

节奏上建议全面重点把握明年一季度的行情，适度把握美联储加息之前的行情。配置方面，新兴成长和低估值蓝筹均将有不错表现。

2.2 关注建筑建材、金融地产和绿色科技三条主线

关注基建适度超前下的建筑建材行情。在三重压力面前，尤其是需求收缩下，稳增长最直接、最有效的方式就是依靠投资拉动，从本次中央经济工作会议来看基建将成为有力抓手。考虑到2021年专项债已经基本发行完毕，本次会议提出“适度超前开展基础设施投资”，短期内建议关注基建发力下对应的建筑、建材、钢铁等板块。

关注2022年Q1的绿色科技行情。本次会议提出“实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划”。且明确“增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合……新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”等均将对绿色科技板块形成有力支撑。从国际经验来看，2019年我国人均GDP达到1万美元，跨越中等收入陷阱、实现共同富裕要求经济增长方式转变，科技创新是必由

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_31090

