

新定调、新提法、新格局

基本结论

■ 宏观：稳字当头下的着力与纠偏

经济定调：形势研判偏谨慎，面临“需求收缩”、“供给冲击”、“预期转弱”三重压力。政策定调：“稳字当头”、“稳中求进”，发力要适当靠前，托底态度明确。财政政策：保证支出强度、加快支出进度，降税降费、基建等为重要着力点。货币政策：“灵活适度”，为稳增长提供合理充裕的流动性环境，推动信用环境改善、注重“质”的提升而非“量”的扩张。

■ 固收：反弹即是机会，利率逢高配置，早配早受益

明年利率大概率前低后高，但在宏观环境的“变局之下”并不绝对。我们判断利率中枢水平会较 2021 年继续下行。明年降息目前看虽然概率不高，但我们相信一定会有不确定的催化因素出现，促成降息靴子的落地。

■ 策略：宽松政策窗口期，先抑后扬行情进入下半场

先抑后扬行情进入下半场，未来一个季度对 A 股市场不悲观。国内经济下行压力日益显现，业绩下行已经成为市场一致预期，不会成为主导市场的核心因素。政策是未来一个阶段 A 股的核心驱动因素，货币和信用政策重新开启边际宽松窗口，不排除央行后续降低 MLF 利率。

■ 地产：最大变化是从“稳市场”到“稳行业”

反映了政府的工作重心从“稳市场”转到了“稳行业”。我们认为本次中央的表述变为“稳行业”，其核心在于维护销售市场平稳发展不失速，进而使得“躺平”的房企能够恢复活力重新参与土拍市场。

■ 电力设备新能源：从能耗双控向碳排放双控转变

会议提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，意思是还是要纳入强度控制的，所以并不意味着新能源制造相关高能耗产业的产能建设可以无限制的展开；“从‘能耗双控’向‘碳排放双控’转变”，很明显就是鼓励所有的终端用能领域去使用可再生能源，这是非常高的一个立意。

■ 能源公用：在发电和调峰功能上或给予煤电合理回报

要认识到传统能源尤其是煤电对于整个电力系统与能源供应的作用，在储能尤其是长时储能发展不成熟时期，我们仍需要煤电作为电力安全保供的基石，因此，需要制定煤电发展适合的政策土壤。

■ 食品饮料：政策层面或给予消费支持

2022 年大众消费品板块有望迎来成本、需求端的双重改善，基本面环比向好。需求端看，此次会议强调扩大内需，有望从政策层面给予消费支持，大众消费品率先受益。供给端看，年底龙头密集提价。

■ 医药：聚焦创新+高端制造主线

2022 年聚焦创新+高端制造主线，背后驱动因素是产业转移，产业升级，中国高端制造崛起和国产替代。新冠流感化，新冠仍是 2022H1 的大主题。

■ 风险提示：稳增长加码低预期、通胀压力上升、疫情反复

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号：S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
yaoyao@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

王班 分析师 SAC 执业编号：S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

一、宏观：稳字当头下的着力与纠偏

■ 经济面临三重压力下，政策“稳字当头”，发力要适当靠前、托底态度明确

经济定调：形势研判偏谨慎，面临“需求收缩”、“供给冲击”、“预期转弱”三重压力。相较于 2020 年的“经济恢复基础不牢固”，本次会议对经济定调偏谨慎，三重压力也回答了此前总理提出的“经济有新的下行压力”。结合当前形势来看，“需求收缩”或指向地产投资、出口和部分消费，“供给收缩”或指向“运动式”减碳、全球供应链“错位”等带来的生产扰动，“预期转弱”可能包含经济、收入和楼市等预期。

政策定调：“稳字当头”、“稳中求进”，发力要适当靠前，托底态度明确。会议要求，“各地区各部门”要担负起稳定宏观经济责任、积极推出有利于经济稳定的政策，加大宏观政策跨周期调节力度，着力稳定宏观经济大盘。保持合理的经济增长，有利于社会大局稳定，保就业保民生保市场主体。短期保障重点群体就业、保市场主体就业创业，中长期强化就业优先导向、提高经济增长的就业带动力。

■ 财政、货币协同，财政减税降费、适度超前基建，货币灵活适度、结构引导

财政政策：保证支出强度、加快支出进度，降税降费、基建等为重要着力点。会议要求，财政和货币协调联动，跨周期和逆周期调控有机结合。其中，今年财政明显“超收减支”、结余规模较大，加之部分项目资金尚未使用、专项债额度提前下达，为明年财政尽早发力等提供资金支持，而“十四五”规划等重大项目，或成为扩大有效投资的抓手。降费降税等措施，也有利于稳就业、促进消费等。

货币政策：“灵活适度”，为稳增长提供合理充裕的流动性环境，推动信用环境改善、注重“质”的提升而非“量”的扩张。相较于 2020 年，会议不再提及货币供应量和社融增速、宏观杠杆率等要求，政策托底必然带来一定融资扩张和杠杆阶段性抬升，也需要合理充裕的流动性配合，补充银行可用资金、降低实体融资成本等的同时，更加注重结构引导，加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。

二、固收：反弹即是机会，利率逢高配置，早配早受益

- 明年的宏观政策稳字当头，特别强调了财政和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期政策政策有机结合，政策发力适当靠前。政策托底的意图较为明显。
- 对财政政策的表述，今年提到“要保证财政支出强度，加快支出进度”，去年是“持适度支出强度”；新增“适度超前开展基础设施投资”的提法；新增“严肃财政纪律”提法；对隐形债务，今年是“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，措辞要比“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”要严格。这与我们的预期一致，明年财政政策会比今年积极，尤其是上半年，但对财政纪律的要求加码，因此整体力度或有限。
- 对货币政策表述，增加了“保持流动性合理充裕”，去掉了“保持货币供应量和社融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”的表述。我们认为这表明货币政策宽松空间已经打开。当前经济整体需求不足，只靠降准给信贷供给端刺激，效果越来越有限，只有通过降低贷款利率刺激需求端，达到供需适配，才能达到稳信贷的效果。从这个角度来说，我们认为降息的概率在增加，最乐观的情景，可能本月就会出现，中性一点看，明年上半年，甚至一季度就能看到政策利率降息靴子的落地。
- 对于双碳，会议强调要“要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役”，要求科学考核，“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”，这都表明了要杜绝今年运动式“双碳”的意图，减少对经济发展和人民生活的影响，有稳定经济之意。

- 对于房地产，再次强调了“房住不炒”的理念，并新增“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，整体与主流预期一致，即房地产政策不会有本质转变，但是会在边际上放松以促进行业良性发展。
- 明年利率大概率前低后高，但在宏观环境的“变局之下”并不绝对。我们判断利率中枢水平会较 2021 年继续下行。明年降息目前看虽然概率不高，但我们相信一定会有不确定的催化因素出现，促成降息靴子的落地。明年收益率曲线形态整体偏平坦，但对政策和经济的预期差可能会阶段性的抬高曲线的斜率。我们预计 2022 年 10 年国债估值中枢在 2.86% 附近，振幅可能在 2.6%-3.2%。
- 我们对债市的整体观点策略为，反弹即是机会，利率逢高配置，早配早受益。汲取 2021 年上半年的教训，在利率向上波动空间有限的背景下，时间比点位重要。顺大势而为，因时节而变。上半年可适度加仓加长久期，下半年审时度势，视情况决定仓位和久期。10 年国债收益率 3% 以上都是好的加仓时机。对交易盘而言，预计换届年政策对市场的影响会越来越大，传统指标有失灵可能，给交易盘增加难度，交易盘应顺势而为。
- 对信用债而言，我们认为明年信用虽有边际修复的迹象，但是不确定性仍然存在，地产政策风险未释放完毕，民营地产业债仍应回避。而城投风险在换届年以稳为主的背景下风险不大。

三、策略：宽松政策窗口期，先抑后扬行情进入下半场

- 中央经济工作会议明确表示稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，各地方部委担负稳定宏观经济责任，各方面政策要靠前。宏观层面政策宽松稳定经济的态度相对明确。微观产业层面，重点强调提高制造业核心竞争力。与此同时，明确纠偏此前运动减碳的冒进政策，明确了以煤为主的基本国情，推动煤炭和新能源优化组合。此外，首次提出“从‘能耗双控’向‘碳排放双控’转变”，双碳相关政策进入统筹协调推进阶段。
- 先抑后扬行情进入下半场，未来一个季度对 A 股市场不悲观。国内经济下行压力日益显现，未来半年经济处在寻底阶段，经济大概率在明年年中触底，业绩下行已经成为市场一致预期，不会成为主导市场的核心因素。政策是未来一个阶段 A 股的核心驱动因素，货币和信用政策重新开启边际宽松窗口，不排除央行后续降低 MLF 利率。从 10 月央行新闻发布会后市场降准预期的落空，到 11 月三季度央行货币政策执行报告不提流动性大闸门的遐想，再到高层重提“适时降准”，随后全面降准 0.5 个百分点，政策边际宽松提振经济的新窗口已经开启，不排除后续降低 MLF 利率引导 LPR 利率下降。
- 围绕年底和年初行情布局，聚焦新能源板块的主线回归，关注医药和消费的超跌反弹机会，券商短平快机会。继续关注受益于国内和海外资本开支的中游资本品板块中的细分领域，比如智能制造、零部件等。与此同时，基础化工行业中受益于新能源的细分产业链也值得关注。
- 前瞻明年，我们认为上半年市场相对下半年要更好。持续关注新能源、高端制造等领域。此外，风格上我们认为成长风格优于价值风格，中小盘风格优于大盘风格。原因在于，经济下行阶段，高增长稀缺，成长股相对占优。与此同时，宽信用逐步验证，信用利差低位继续下行，小盘风格相对占优。

四、地产：最大变化是从“稳市场”到“稳行业”

- “房住不炒”总基调未变，但不代表后续要对地产悲观。2018 年以来的中央经济工作会议，会上都提到了“房住不炒”，本次也再次提及，属于符合预期。我们此前也一直强调，“房住不炒”是本届政府对地产的总基调，这并不会改变，但不代表后续就要对地产悲观。
- 最大变化是从“稳市场”到“稳行业”。我们认为中央经济工作对地产的表述中的最大变化，是从“促进房地产市场平稳健康发展”转变为“促进房地产业健康发展和良性循环”，这反映了政府的工作重心从“稳市场”转到了“稳行业”。

今年以前的调控措施，无论是限购、限贷、限售，都是针对房地产市场的调控，核心是希望房价能够平稳。而今年以来，很多房企接连暴雷。这一方面是因为部分房企老板低估了中央对“房住不炒”的决心，没有真正执行降杠杆，而是把负债从表内转移到表外。另一方面，本轮调控，中央和地方高估了房企的资产质量，部分调控措施过于激进。二者叠加，加速了房企的不断暴雷。2017年严格限价之后，一些房企的高价土地盈利困难，在竣工交付结算之后，亏损会不断暴露。今年在融资端调控收紧之后，重信贷的地产行业出现了信用紧缩的情况，目前正逐渐转化为销售危机。我们认为本次中央的表述变为“稳行业”，其核心在于维护销售市场平稳发展不失速，进而使得“躺平”的房企能够恢复活力重新参与土拍市场。

- **“支持满足购房者合理需求”，允许因城施策，再次验证调控态度转暖。**本次会议再次提到了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，我们认为这一方面是中央和地方已经统一了认知，对地产的态度转暖，另一方面也是说明允许城市放松。最近已经有多个城市执行了放松，其中也有结合“二胎”、“三胎”政策给予购房补贴的方式。我们预计未来会有更多城市会给出类似政策，正如我们10月中旬报告中预判的那样，“哈尔滨”十六条”会成为越来越多城市边际放松的模板。
- **“良性循环”需要土拍正常化运行。**当前土拍市场降温明显，不仅会影响到明年的整体供给，带来房价上涨的压力，而且会加大地方政府的财政压力。我们预计未来在销售、再融资和资产盘活三方面，会陆续有支持政策出台以帮助房企恢复正常运行。今日宝龙地产发行美元债，也说明优质民营房企境外再融资功能得以恢复，我们预计接下来会有更多民营房企境外再融资得以开展。
- **会议提及“推进保障性住房建设”，但我们认为保障住房的建设无法对明年新开工产生很大支撑。**北京和上海是保障性租赁住房的主要城市。以上海为例，明确在“十四五”期间，将计划新增建设筹措保障性租赁住房47万套以上，其中在2021-2022年计划建设筹措保障性租赁住房24万套，完成“十四五”目标总量的一半以上。我们认为这部分新增租赁住房供应，无法全部通过新建去满足。因为一方面，通过规定住宅类土地自持15%提供保障性住房，会影响房企拿地热情。而如果通过出让专门租赁用地，那也会减少当年住宅类用地数量，因为租赁用地的指标也包含在全年供地总指标内。另一方面，通过新建保障性住房，在速度上也来不及。因此，我们觉得还需要靠存量转化来完成计划供应额度，比如商办改租、社会性租房的到期由政府转接、过去几年的自持部分。我们预计存量的比例预计接近一半。而存量转化是无法拉动新开工的，所以我们认为保障性租赁住房对明年新开工的支撑并不大。
- **维持对地产和物业板块行情看好的判断。**一方面，货币未来很可能边际宽松。另一方面，预计更多城市在调控政策上会有边际改善。整体地产板块会有一波行情。此外，随着地产调控政策的改善，我们也看好物业的估值修复，其反弹力度可能会大于地产。

五、电力设备新能源：从能耗双控向碳排放双控转变

- 会议提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，意思是还是要纳入强度控制的，所以并不意味着新能源制造相关高能耗产业的产能建设可以无限制的展开；
- “从‘能耗双控’向‘碳排放双控’转变”，很明显就是鼓励所有的终端用能领域去使用可再生能源，这是非常高的一个立意也是双碳目标提出以来很大的一个变化；
- 结合以上两点，再考虑到出口型产业未来可能面临产品的全生命周期碳足迹追溯，以及潜在的碳边境税的可能，即使是可再生能源原料的新建产能，

也会需要尽量选择清洁能源比例较高的地区进行建设，所以区域上也存在一定限制。

六、能源公用：在发电和调峰功能上或给予煤电合理回报

- “要正确认识和把握碳达峰碳中和。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。”

我国将坚定不移地继续双碳路线，在实现双碳目标的路上，目前不存在纠偏，但是要防止运动式减碳。

- “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。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。”

要认识到传统能源尤其是煤电对于整个电力系统与能源供应的作用，在储能尤其是长时储能发展不成熟时期，我们仍需要煤电作为电力安全保供的基石，因此，需要制定煤电发展适合的政策土壤。**2021年至2022年，政府或将出台多项政策，在发电和调峰功能上给予煤电合理回报。**

- “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，加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解。”

原料用能是指类似石化、天然气化工之类的以化石能源为原料的项目，未来在地方政府考核层面，上述项目与增量新能源消费将不计入省政府考核的总量指标。而从能源总量考核转换到碳排放“总量”与“强度”是更有效解决新能源消费计入能源总量消费的有效办法。

- “要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。要深入推动能源革命，加快建设能源强国。”

电力与煤炭国企应当作为能源保供的主要对象；通过高比例新能源发展带动风光等上游制造业的发展，从而实现以“新能源”为主的能源革命。

七、食品饮料：有望从政策层面给予消费支持

- 本次会议强调，“稳字当头、稳中求进”、“持续改善民生”、“实施好扩大内需战略”，有望从政策层面给予消费支持。今年大众品板块同时承受成本加重+需求疲软的双重压力，1) 需求层面，经济下行+疫情反复+暴雨天气，都制约餐饮消费，啤酒、调味品等餐饮强相关的行业销量不及预期。2) 供给层面，原材料成本上涨、生产限电等均对毛利率产生压制。
- 2022年大众消费品板块有望迎来成本、需求端的双重改善，基本面环比向好。需求端看，此次会议强调扩大内需，有望从政策层面给予消费支持，大众消费品率先受益。供给端看，年底龙头密集提价，ppi有望实现向cpi的传导。

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_31091



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn