

周度经济观察

——如何理解中央经济工作会议的定调

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021年12月14日

内容提要

本次中央经济工作会议最重要的意义在于全面强调稳增长，把经济建设放在尤为突出的位置。这一定调是对下半年来政策的适时纠偏。

未来政策的出台将是渐进、相机抉择的，总量和结构性政策均有望出台，对政策的范围以及力度的预期不宜过度框定。

伴随政策的转向，当前交易场景快速从经济下滑向稳增长的方向切换，均值回复的力量推动指数重心上移，这一过程尚未结束。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、稳增长是明年政策的首要任务

12月召开的中央经济工作会议意味着稳定经济增长是明年宏观政策的首要任务，这一定调是对下半年来政策的适时纠偏，预计今年底以及明年一季度将是稳增长政策的密集出台期。

中央经济工作会议指出，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，并强调“坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，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。”会议对基本路线的强调在过往历史中较为少见，明确了明年宏观政策的总体基调。此外，会议着重提出“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，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。”凸显了稳增长在政策排序里的重要位置。

如何实现经济运行在合理区间这一目标？

财政政策层面，“要保证财政支出强度，加快支出进度。适度超前开展基础设施投资。跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。”同时延续了此前“坚决遏制新增地方政府隐性债务。”这意味着对地方政府隐性债务的控制甚至去化将长期坚持，财政的发力主要依赖于公共财政、专项债以及预算调节基金等。基建投资有望从明年初开始温和回升，但考虑到表外融资的严格控制，基建年度增速或许难以达到类似2017年以前两位数的水平。

货币政策层面，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。”相比之前，本次会议没有提及货币政策总闸门、杠杆率、社融与名义经济增速匹配等，反映了面对经济下行的压力，明年总体的货币政策将转向宽松，这一宽松在

广义流动性层面对应着金融体系主动信贷投放推动的社融、信贷增速回升，在狭义流动性层面对应着降准、甚至降息的可能。

在房地产政策层面，会议延续“房子是用来住的、不是用来炒的定位”，并再次提及“推进保障性住房建设，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。”这一表述对应着房地产行业长期商业模式转型和债务去化的方向没有改变。近期伴随一系列融资政策的放松，房地产行业流动性压力逐步缓解，市场从无序出清转为有序出清，房地产新开工、投资加速下滑的状态有望在明年趋于缓和，但其对宏观经济的影响总体偏拖累。

在能耗双控政策层面，会议指出“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”，并强调“加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解。”今年下半年以来能耗双控政策快速推进，导致大宗商品价格大幅上涨，下游企业利润受到压制，发电企业严重亏损，居民和企业用电需求难以充分满足，宏观经济供应受到明显冲击。明年能耗双控政策的推进节奏可能比今年缓和，相应的对宏观经济的影响将弱于今年。

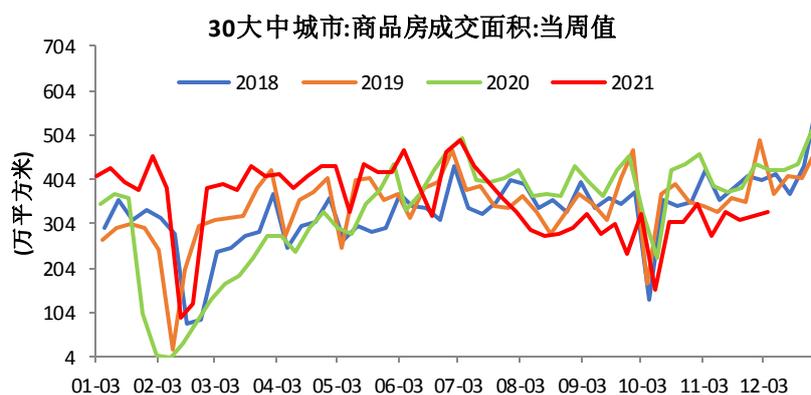
此外，会议关于共同富裕强调“要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径；要正确认识和把握第三次分配，不搞道德绑架，不搞福利主义”。这一表述回应了当前市场参与者的关注，有助于安抚企业家信心，推动经济生产活动向更有效率的方向发展。

会议还提到“科学精准做好疫情防控工作”，意在降低疫情对居民生活、企业生产经营及宏观经济的影响；强调“正确认识和把握防范化解重大风险，压实地方金融监管行业主管等各方责任”，这与遏制地方政府隐形债务、房住不炒方向一致。

总体而言，本次中央经济工作会议最重要的意义在于全面强调稳增长，把经济建设放在最为突出的位置。围绕这一基调，财政、货币、房地产、能耗双控等政策都将出现实质调整。尽管本次会议上对消费的表述不多，但考虑到基建的温和上行以及房地产投资的走弱，消费相关的刺激政策也值得期待。我们倾向于认为政策的出台将是渐进的、相机抉择的，除了总量政策以外，扶持民营企业、制造业等结构性政策也会跟进，中央经济工作会议重要的意义在于政策基调的转向，而政策的范围、力度不宜过度框定。

因此从最终的结果来看，明年房地产投资和出口弱于今年的概率较大，相应的基建、消费和制造业投资将同步走强，进而推动明年 GDP 增速有望回到 5% 左右。考虑到今年下半年 GDP 复合增速低于 5%，明年要实现 5% 左右的增速，意味着明年下半年经济增速有望企稳反弹。

图1：30大中城市当周商品房成交面积，万平方米



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场上涨尚未结束

政治局会议以及中央经济工作会议后权益市场整体表现积极，各板块出现不同幅度的上涨，稳增长预期的升温对市场风险偏好的提升、盈利前景的改善带来正面影响。

从板块的盈利来看，成长板块无疑有产业升级、能源转型等中长期逻辑的支撑；居民消费倾向的回升、成本的下降以及终端价格的上涨，这些市场化的力量有望推动消费盈利温和回升，消费相关政策或将加速消费恢复的进程；伴随房地产至暗时刻的度过，市场转入有序出清，行业不确定性下降，房地产头部公司的盈利有望改善，相应的银行坏账的压力有望缓解，这些因素对金融板块形成利好；周期板块受益于稳增长政策的出台以及经济预期的改善，盈利或将回暖。

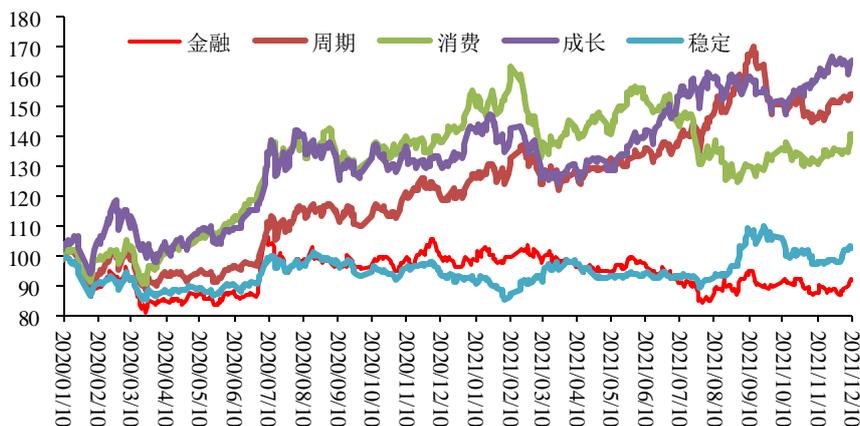
展望明年，尽管在不同的时间维度里，我们均能找到对各板块盈利有利的因素，但就当下来看，推动指数整体上行的力量可能源自于均值回复。今年年初沪深 300 指数一度接近 6000 点，随后伴随经济的大幅走弱，房地产、能耗双控、共同富裕等政策对市场风险偏好形成压制，指数逐步下行，但始终稳定在 4800 点以上，暗示这一位置已经相对充分吸收了诸多不利影响。而近期政策的转向以及预期的改善，在短时间内有望推动市场向更高水平靠拢，这一压制后的反弹显示了均值回归的力量，这一过程尚未结束。在这一过程中成长板块由于此前交易过度拥挤，可能会在短期之内表现偏弱。

在这一均值回复的力量消退后，市场的关注将更多集中在政策落地的力度，盈利恢复的程度上，我们倾向于认为，明年年中企业盈利的改善可能会在更多行业体现，进而推动指数进一步上行。

合并而言，当前宏观交易的场景正在从经济下滑向稳增长预期升温，经济预期改善的方向切换，这一过程中均值回复的力量将推动指数重心上移，这一阶段

过后市场上涨的持续性将主要取决于政策落地的效果，我们倾向于认为明年市场的上涨具有持续性。

图2: 各风格指数表现

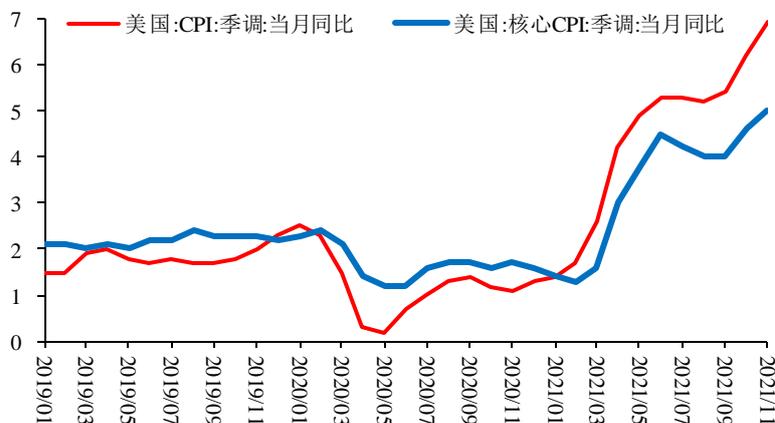


数据来源: Wind, 安信证券

三、美国通胀创历史新高，但不改市场预期

美国 11 月 CPI 同比 6.9%，较上月上升 0.7 个百分点，创近 40 年来新高；核心 CPI 同比 5.0%，较上月上升 0.4 个百分点；11 月 CPI 环比 0.8%，核心 CPI 环比 0.5%，虽显著高于疫情前五年 0.1%-0.2%左右的同期平均水平，但较上月均下滑 0.1 个百分点。

图3: 美国 CPI 季调同比, %

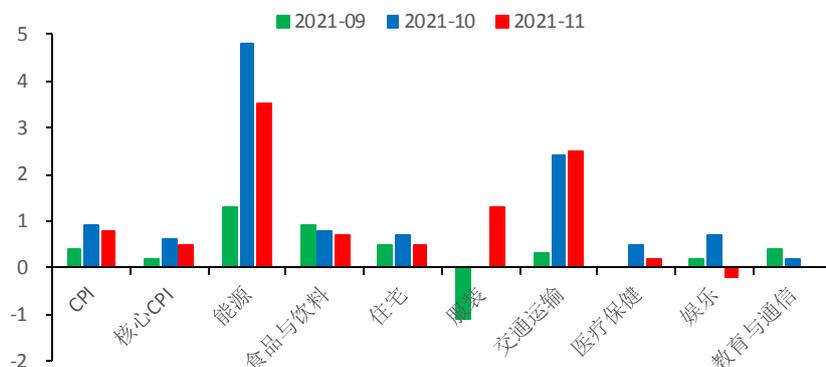


数据来源: Wind, 安信证券

拆开来看，货物与服务价格延续了下半年以来的上涨趋势，交通运输、能源、食品、以及住宅仍是支撑高通胀的主力分项。

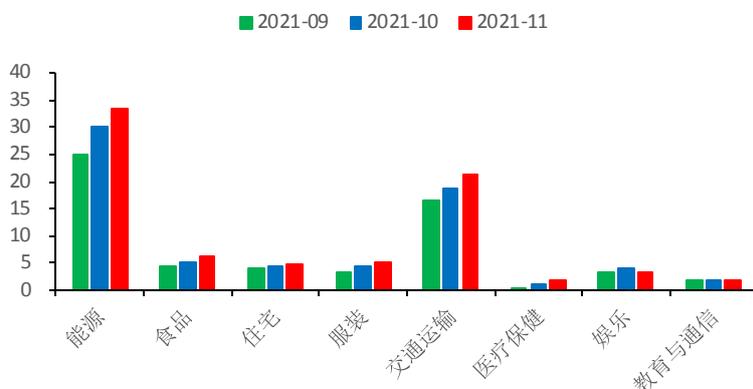
其中，交通运输价格环比 2.5%（前值 2.4%），对 CPI 贡献率近四成，这可能与汽车产业链存在瓶颈、油价上升、以及劳动力供应不足有关；能源价格环比 3.5%（前值 4.8%），对 CPI 贡献率近两成，涨势较上月放缓，显示出 Omicron 毒株以及美国实施原油储备投放等措施对能源供需预期的影响；食品价格环比连续 2 个月下滑 0.1 个百分点至 0.7%，涨幅边际放缓；而住宅价格本月的环比表现（0.5%）尽管低于此前三项，但由于其占 CPI 权重较大（40%左右），对 CPI 贡献率近四分之一，这可能与外出就业租住需求的上升、以及美国房地产市场供需关系偏紧有关。

图4：美国 CPI 季调环比分项，%



数据来源：Wind，安信证券

图5: 美国 CPI 季调同比分项, %



数据来源: Wind, 安信证券

此前美国 10 月 CPI 同比 6.2% 的表现, 部分促使了美联储主席鲍威尔公开表示放弃“暂时性通胀”的表述, 他暗示将在本周四召开的 FOMC 议息会议上讨论加速 Taper。鲍威尔的鹰派表态标志着美联储的政策重点正式转向打压通胀, 市场定价则进一步吸收加息提前的预期。

而美国 11 月 CPI 的表现基本与此前市场的预期一致, 并且重点分项的环比出现滑落, 表明通胀上升势头边际放缓, 未能进一步加剧市场对加息提前的担忧, 因此反映在资产价格上即表现为: 美股三大股指小幅上升, 美债收益率、美元指数以及黄金价格小幅下降; 从 5 年期美债中拆出的中短期通胀预期也小幅回落至

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_31153



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn