

## 四个宽松信号

## —中央经济工作会议点评

宏观事件点评

2021年12月12日

## 报告摘要：

中央经济工作会议12月8日至10日在北京举行。

2022年政策重点在于“稳增长”和托民生，中央经济工作会议释放了四个宽松信号。

**第一，财政宽松。**财政宽松要点在于保民生保就业。具体有三类宽松操作，一是传统基建投资前置；二是新基建或有规模扩张；三是减税降费规模大概率超过2021年。

**第二，货币宽松。**2022年启用总量宽松保持流动性合理充裕，并将积极运用两类结构性工具，加大对实体经济、小微企业、科技创新、绿色发展支持。

**第三，地产政策有限度宽松。**坚持“房住不炒”，加强预期引导，促进房地产良性循环和健康发展。意味着2022年房地产运行有三个要点：房地产不能过快降温；本轮地产刺激力度弱于以往；房地产行业与房地产企业可能面临转型。

**第四，更灵活地实现“碳达峰”、“碳中和”。**确保能源供给，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。意味着未来会更务实地实现能源转型之路。

## ● 风险提示：

海外需求波动超预期，疫情持续时间超预期，能耗双控节奏超预期。

## 民生证券研究院

## 分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 研究助理：谢文迪

执业证号：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京举行。

## 1 今年会议对稳增长和保民生赋更高权重

今年中央经济工作会议，对当前经济压力和民生就业领域更加关注。

会议全文比较罕见地定义当前国内经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，也非常鲜明地提出“社会政策要兜住兜牢民生底线”。

我们认为 2022 年政策重点在于“稳增长”和托民生，中央经济工作会议释放了四个宽松信号。

第一，财政宽松。2022 年会新增减税降费，保民生保就业，基建投资前置。

第二，货币宽松。明年继续保持流动性合理充裕，加大对实体经济、小微企业、科技创新、绿色发展支持。

第三，地产政策有限度宽松。坚持“房住不炒”，加强预期引导、促进房地产良性循环和健康发展。

第四，更灵活地实现“碳达峰”、“碳中和”。确保能源供给，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。

图1: PMI 反映当前服务业就业压力较高 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2 2022 年财政宽松方式

预计 2022 年会看到三种方式的财政宽松。

### 方式一，传统基建节奏前置。

本次会议基建相关的三处表述值得关注，“要保证财政支出强度，加快支出进度”；“政策发力适当靠前”；“坚决遏制新增地方政府隐性债务”。

我们预计 2022 年财政发力靠前，年初传统老基建投资力度同步加大。但明年地方隐债监管力度不减，意味着全年基建投资增速不会有大幅扩容，毕竟传统基建大部分资金需要隐性债务支持。

现实中，2021 年基建相关的财政资金支出进度偏慢，专项债发行节奏滞后，结余资金和项目可在明年初形成实物工作量。地方已于今年 10 月陆续上报 2022 年专项债项目，11 月财政部提出下一步将做好 22 年专项债提前下达工作，这部分新增项目及资金同样将拉动明年初基建投资。

### 方式二，推动新基建投资。

本次会议还提到“适度超前开展基础设施投资”，市场对此表达存在争议。

我们理解，此处表达并不意味着传统基建投资规模将迅速放大，而是指“新基建”可能适度超前。新基建主要包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三个领域。

刘鹤副总理在 9 月的“2021 中国国际数字经济博览会开幕式”上已有过相同表述：“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”。当时提到的“适度超前进行基础设施建设”语境是数字经济建设，属于新基建范畴。这是我们对新基建判断依据。

### 方式三：增扩减税降费规模

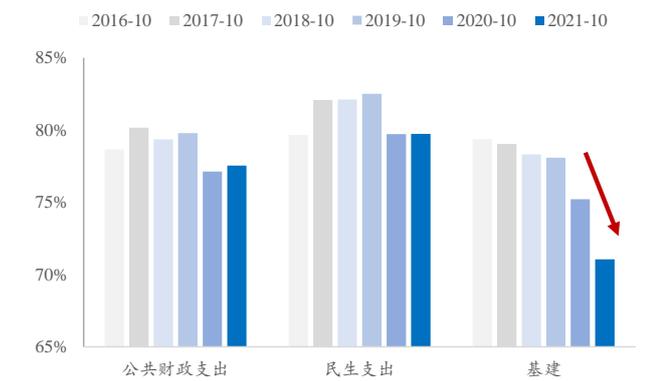
去年经济工作会对减税降费的表述为“完善减税降费政策”，今年表述改为“实施新的减税降费政策”。

我们认为 2022 年减税降费力度将显著加大，尤其是针对保民生的“降费”力度更大。

2020 年减税规模达 0.9 万亿，2021 前三季度减税 0.8 万亿（年初预算 0.6 万亿），我们预计 2022 年将延续近两年减税力度，或达 0.9 万亿左右。

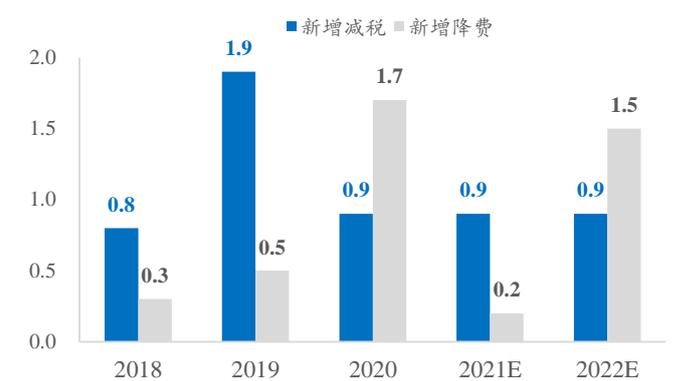
相较减税，2022 更有可能实施新的、力度更大的降费政策。2022 年疫情影响预计将继续退却，但中小企业运营仍面临困难，为加大纾困力度，2022 降费规模大概率超过 2021 年，但弱于 2020 年。

图2: 1-10月公共财政基建支出进度缓慢(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图3: 2022年或新增减税降费2.4万亿(万亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3 2022 年货币宽松方式

预计 2022 年货币宽松在于两个着力点。

#### 其一，宽总量货币和信用。

本次会议提到“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。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”，确立了当下总量层面稳内需的政策基调。

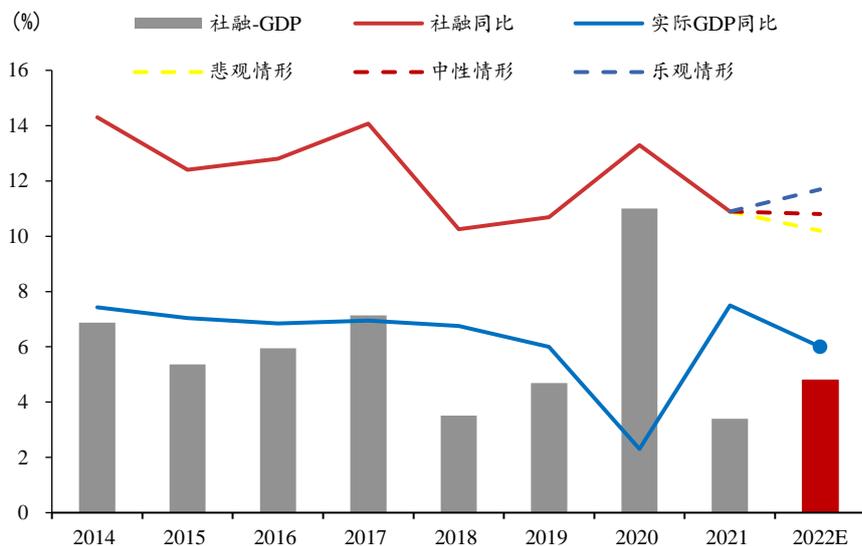
总量宽松主要有两部分内容，一是信用端放松，核心指标是社融增速企稳回升。二是货币流动性充裕。我们预计 2022 年降准不止 1 次，我们也不排除有降息可能。我们认为降息是否落地主要取决于内需压力。如果有降息，预计上半年降息概率高于下半年。

#### 其二，采用结构性工具进行针对性放开信用宽松。

本次会议提到“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”，意味着货币操作层面，用结构性工具针对经济转型升级的思路延续。

预计明年可能推出两类结构性货币工具。一类结构性工具主要针对传统小微企业融资便利，解决二元信用问题；另一类结构性工具针对性撬动清洁能源、碳减排、新兴高端制造业等信用，解决经济长期增长动能命题。

图4：2022 年信用条件迅速打开



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 房地产政策有限度宽松

中央经济工作会议对于“房住不炒”和“保障性住房”的态度一以贯之，不过也有三点边际信号值得关注。

**第一，政策着眼点从“房地产市场”到“房地产业”，意味着房地产不能过快降温。**房地产业是经济的重要组成部分。房地产快速降温，对固定资产投资、上下游产业链，甚至居民就业都是重大冲击。从现实出发，保证房地产业良性循环和健康发展，地产数据不能再进一步恶化。

**第二，会议首次提出“加强预期引导”，或意味着本轮地产刺激力度弱于以往。**预期引导有两层含义，既要引导房子“不是用来炒的”的预期，也要避免市场产生系统性风险爆发的担忧。我们认为，此轮逆周期调控政策对房地产的刺激将远弱于以往。

**第三，会议指出“探索新的发展模式”，房地产行业与房地产企业可能面临转型。**新的发展模式可能有两个方向，一是化解传统地产发展模式下，房企“金融化”的风险；二是引导长租房市场进一步发展；三是长租房、保障房、商品房等多策并举满足购房者的合理住房需求。

## 5 能源转型更加务实

今年会议对能源转型的表述不同于去年，意味着能源转型相关政策更加务实。

**第一，“碳中和”推进方面，今年更加客观也更加务实。**

去年会议指出“推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度”。

今年会议相关表述为“坚定不移推进，但不可能毕其功于一役”，这句话有两点含义，一是政策继续确认“碳中和”目标；二是政策也肯定了煤炭在中国能源结构的地位。也就是说，政策层面已经积极关注过去运动式减碳对中下游生产造成的负面影响。从经济运行现实出发，煤炭用量需要逐步减少，而非一蹴而就。

**第二，能耗总量观测方面，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量。**

本次会议指出，“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”。

新增可再生能源不纳入能源消费总量，鼓励社会使用绿电。原料用能不纳入能源消费总量，意味着上游原料供给约束将减轻。

## 6 风险提示

海外需求波动超预期，疫情持续时间超预期，能耗双控节奏超预期。

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\\_31162](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31162)

