

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 央行上调外汇准备金率的背后——关于人民币两大背离的探讨
- 11月贸易数据点评: 外需偏强, 内需仍待观望
- 政治局会议点评: 稳+不折腾=股市起飞

- **政策维稳意图显性化。**政治局会议和中央经济工作会议相继召开, 明确定调维稳, 明显对股市利好。首先, “稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧, 企业盈利预期提升; 其次, “不折腾”降低了市场对监管政策的担忧, 提升了市场的风险偏好; 另外, 货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。
- **财政发力成效初显。**11月政府融资进一步提速, 地方政府专项债“尽量”发放, 城投债净融资加速, 此外, 政府存款超季节性减少, 指示财政支出的力度也在加大; 同时, 房地产需求端的居民个人抵押贷款进一步得到释放, 有助于缓解房企资金紧张。但同时也要看到, 经济内需增长动力尚未明显好转, 宽信用缺少融资主体, 更多是依靠政府发力和银行调度, 企业的在手现金状况未见明显改善。
- **外围风险偏好回升。**实验室关于奥密克戎毒株的初步研究结论偏利好, 海外市场度过了最初的恐慌期, 风险偏好有所回升, 以美股为代表的外围市场开始出现修复。
- **美国通胀高位运行。**11月美国核心CPI同比4.9%, 前值4.6%, 市场预期4.9%。核心CPI环比0.5%, 前值0.6%, 市场预期0.5%。美国CPI虽然符合市场预期, 但整体仍然在高位运行, 或对美联储Taper节奏有所影响, 需进一步关注美联储12月14-15日议息会议的政策取向。
- **后市展望。**当前的市场与2018年底的市场极为相似, 均为经济下行压力大的时候迎来政策纠偏。结合历史走势, 我们认为经济在政策支持下将迎来明显的修复, 这利好股市, 而债市的表现将较为中性。A股由于之前跌幅不大, 反弹力度不大, 港股则因为之前跌幅较大, 有较大的反弹空间。国债收益率则可能在当前点位下保持低位震荡。

风险提示: 疫情超预期

1 政策维稳意图显性化

市场对中央经济工作会议的理解高度一致，认为会议延续了12月6日中央政治局会议的基调，并且是政治局会议精神的进一步落地和细化。正如我们之前对政治局会议的解读，中央经济工作会议释放的核心信号依然是“稳”和“不折腾”，主要表现在以下几个方面：

第一，最大的主线是“稳”。会议除了进一步明确了明年经济工作要“稳字当头，稳中求进”以外，还较为具体的强调了当前面临的困难，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。

第二，对待房地产的态度维持正面，重申了最近几年中央经济工作会议“房住不炒”的总体基调，但也“复制”了政治局会议的正向表述，同时明确了“长租房-保障房-商品房”的供给层次。

第三，宏观政策指向更为明确。货币政策结合了政治局会议和以往中央经济工作会议的表述，一方面“要灵活适度，保持流动性合理充裕”，另一方面还要“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”；财政政策政治局会议的表述是偏紧的，在中央经济工作会议上的指向更为明确，强调了“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”。

第四，能源政策趋于缓和，“先立后破”的指向清晰明了，如：碳达峰、碳中和“不可能毕其功于一役”，“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”，“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”。

表 1 中央会议精神

	2021 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2019 年中央经济工作会议	2018 年中央经济工作会议
经济形势	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。	经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。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。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

财政政策

积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。

房地产政策

要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，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。

金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

融资贵问题。

积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。

积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。

积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。

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，促进房地产业健康和良性循环。

要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。

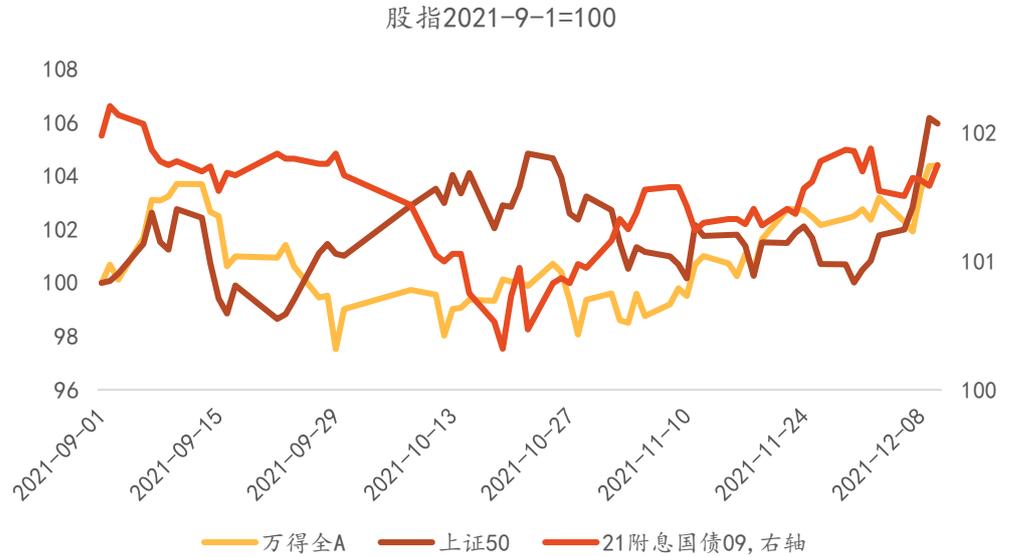
要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。

要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：新华社，首创证券

政治局会议和中央经济工作会议相继召开，明确定调维稳，明显对股市利好。首先，“稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧，企业盈利预期提升；其次，“不折腾”降低了市场对监管政策的担忧，提升了市场的风险偏好；另外，货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。

图 1：股市利好



资料来源：Wind，首创证券

图 2：港股反弹潜力大



资料来源：Wind，首创证券

当前的市场与 2018 年底的市场极为相似，均为经济下行压力大的时候迎来政策纠偏。结合历史走势，我们认为经济在政策支持下将迎来明显的修复，这利好股市，而债市的表现将较为中性。

图 3：国债收益率有望震荡



资料来源：Wind，首创证券

2 经济维稳成效初显

社融触底反弹，宽松趋势隐现。11月社会融资规模好于季节性，新增人民币贷款符合季节性。社融存量同比增速 10.1%，较 10 月上升 0.1 个百分点，整体反弹力度稍显微弱，但信号较为明确。

社融增速企稳回升，主要是政府融资在进一步提速，尤其是地方政府专项债在 11 月实现了“尽量”发放；同时，房地产需求端的居民个人抵押贷款进一步得到释放，有助于缓解房企资金紧张。

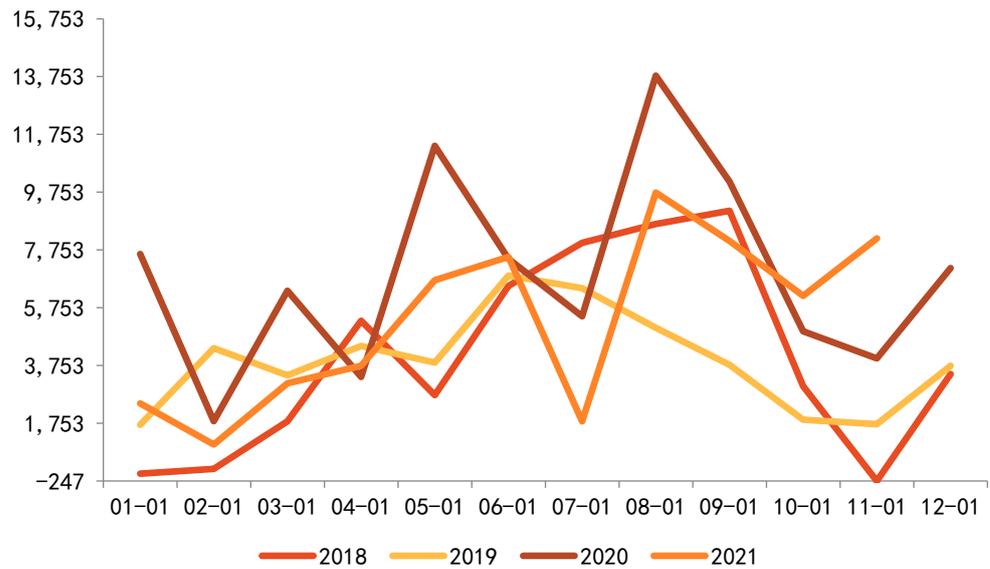
从社融的结构来看，非标融资在年底进一步压降，11月非标融资减少 2538 亿元，同比多减 495 亿元；企业债券融资 4104 亿元，同比多增 3264 亿元，或与城投债净融资高增有关，11月城投债净融资 2300 亿元，同比多增 1500 亿元；政府专项债发行 8158 亿元，同比多增 4158 亿元，继续呵护社融走强。此外，财政存款的变化也佐证了财政在加大力度维稳经济，11月新增财政存款-7281 亿元，为近 6 年来季节性最低值，同比减少 5424 亿元，环比大幅减少 18381 亿元。

图 4：社融存量同比 (%)



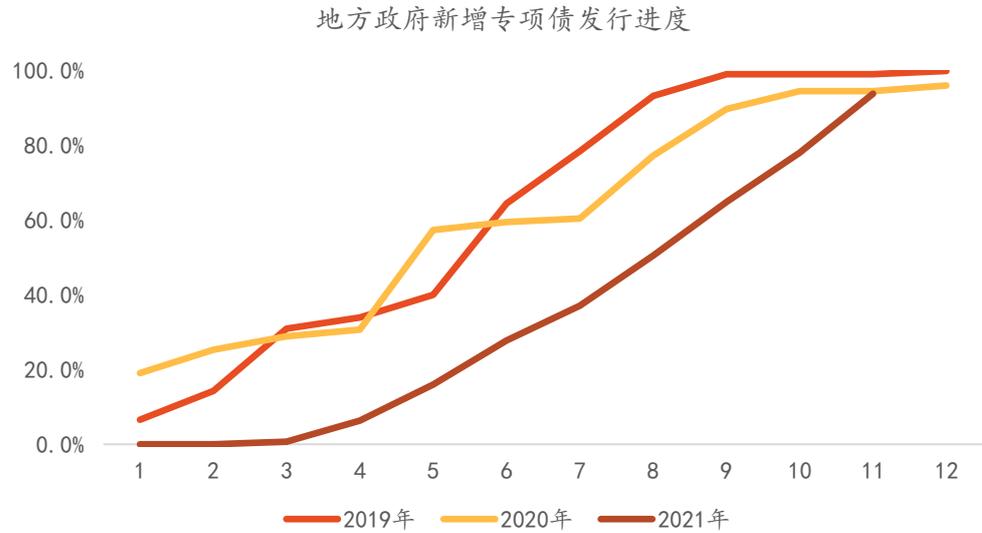
资料来源：Wind，首创证券

图 5：政府债券 (亿元)



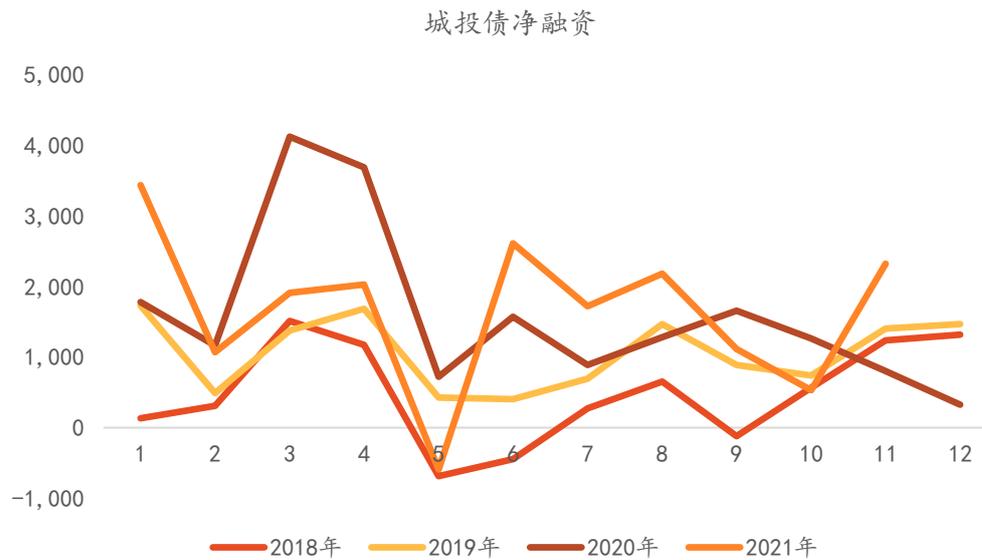
资料来源：Wind，首创证券

图 6：地方政府新增专项债发行进度



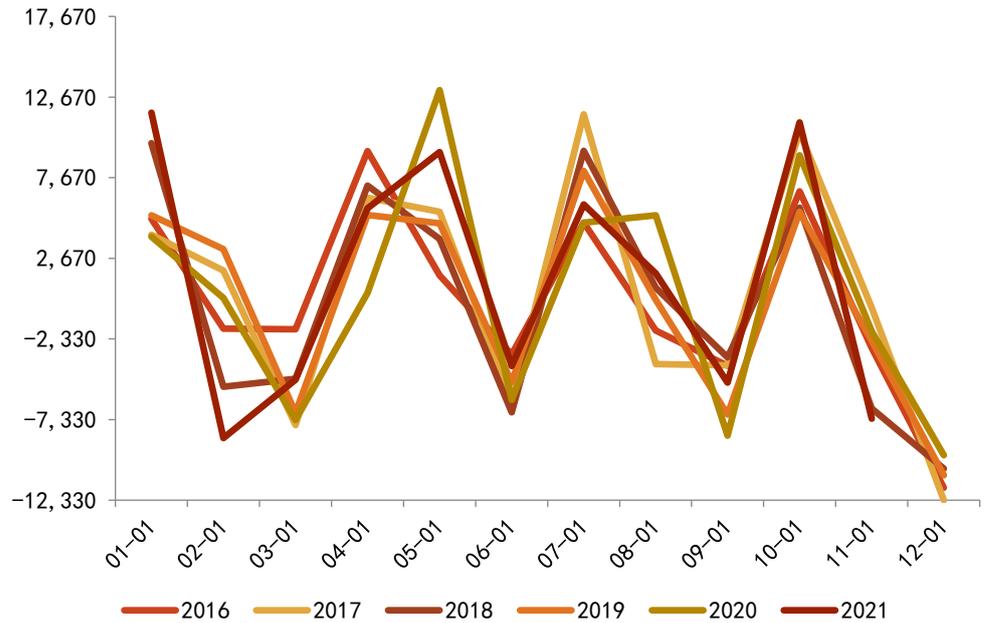
资料来源：Wind，首创证券

图 7：城投债净融资（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 8：财政存款（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

但从 11 月的社融数据也能看到，经济内需增长动力尚未明显好转，宽信用缺少融资主体，更多是依靠政府发力和银行调度。房企销售数据仍未恢复到以往季节性水平，投资意愿不足，M1 同比增速小幅反弹 0.2 个百分点至 3.0%，反映企业的在手现金状况未见明显改善。

图 9：M1、M2 同比 (%)



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_31179



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn