

# 宏观周报 20211228

## 2022 年财政和货币将如何配合？

2021 年 12 月 28 日

- **2022 年可能需要警惕财政后劲不足，货币政策要发挥更大的作用。**周一（2021 年 12 月 27 日）财政部和央行都召开了部署 2022 年工作的重要会议。从 2022 年工作要点的措辞和排序上看，**财政政策可能是阶段性发力，而货币政策可能要承担更大的作用。**
- **财政方面，继续加强“管住手”，如何才能“迈开腿”？**。中央经济工作会议以来，市场关注的焦点主要是 2022 年基建的托底发力，但本次会议将**更大力度减税降费**放在首位（2021 年减税达 1 万亿元，2022 年预计规模会更大），而**加强防范化解地方政府隐性债务风险**则提前至第三位（去年是放在第七位），财政“管住手”的力度在定调上是上升。**那如何才能在建投资上“迈开腿”？**
- **充分利用“余粮”+阶段性发力，第一季度基建增速可能干上 10%。**在“严肃财经纪律”下，2022 年财政赤字和专项债的规模可能很难较 2021 年出现明显的扩大，不过由于 2020 年下半年和 2021 年财政支出，尤其是政府性基金支出滞后（主要对应专项债的支出），国有企业经营利润大幅上涨，2021 年底财政“闲置资金”较 2020 年可能增加了 2 万亿元以上（图 1 和 2，暂未考虑专项债还本），叠加 1.46 万亿专项债额度的提前下达以及信贷开门红，我们预计第一季度（广义）基建同比增速可能超过 10%。下半年基建发力可能放缓，不过在低基数的支持下，同比增速并不差，但环比可能趋弱。
- **货币政策可能要发挥更加突出的逆周期作用。**财政政策阶段性发力的重点可能在于帮助经济渡过明年上半年下行压力最大的时间窗口，**而货币政策则可能更加着眼于全局**，总量和结构性工具相结合，既要增强信贷增长的稳定性，又要推动企业综合融资成本稳中有降。不过除了降准、降息以及结构性工具（支小再贷款、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款等）外，我们认为央行可能还会在两个方面发力。
- **一个是监管和政策的纠偏。**与 2020 年会议不同，本次央行工作会议明确提出“正确认识和把握碳达峰碳中和，加强绿色金融工作的整体协调、有序推进”，这背后的含义可能是，**在继续支持绿色经济的同时，保证对于传统工业和能源的必要金融支持**，尤其是在经济下行压力较大的时候，例如 2021 年 10 月在“能耗双控”的风波后，银保监会发布通知强调保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求，就是比较典型的纠偏式稳经济措施。
- 此外，对于资本和平台监管，强调的是**“规范和发展并重”**，平台背后往往连接的是数量庞大的就业群体，经过 2021 年的整顿，互联网平台将在稳就业方面发挥更大的作用；对于地产仍是“托而不举”，“三条红线”的审慎管理可能不会放松，但央行依旧会从居民和房企的融资端给予必要的支持。
- **另一个则是发挥汇率的经济稳定器作用。**谈到 2022 年央行货币政策的空间，绕不开的话题是美联储加息的冲击。**从本次会议看，央行明显也在提前做好布局：**一方面，**继续强调“增强人民币汇率弹性”，这往往意味着央行提高了对于人民币汇率的贬值容忍度**，从 2022 年的角度看汇率如果能从当前的高位回落，可以缓解部分出口型中小企业的经营压力，如果能进一步放缓出口增速下降的速度，对于国内经济无疑是一大助力。另一方面则是大力发展离岸人民币市场，通过新型贸易方式支持人民币和外币在境外兑换和循环，**构建境外“缓冲垫”、减少不必要的跨境资金流动**，降低美联储紧缩对于境内市场的冲击。
- 从财政和货币的工作会议，我们依稀可以看到 2022 年的政策布局。**财政政策的发力可能集中在明年上半年**，由于基数的影响下半年同比数据不差，但是 PMI 等环比数据可能呈现前高后低的走势，因此**货币政策可能会在全年稳经济上发挥更大的作用**，除了流动性和信贷支持外，监管政策的边际放松和人民币汇率的适当贬值都会是重要的渠道。在这样的环境下，对于长端债券收益率而言，2022 年上半年如果降息则意味着阶段性低点的出现，之后可能走出先涨后跌的行情。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

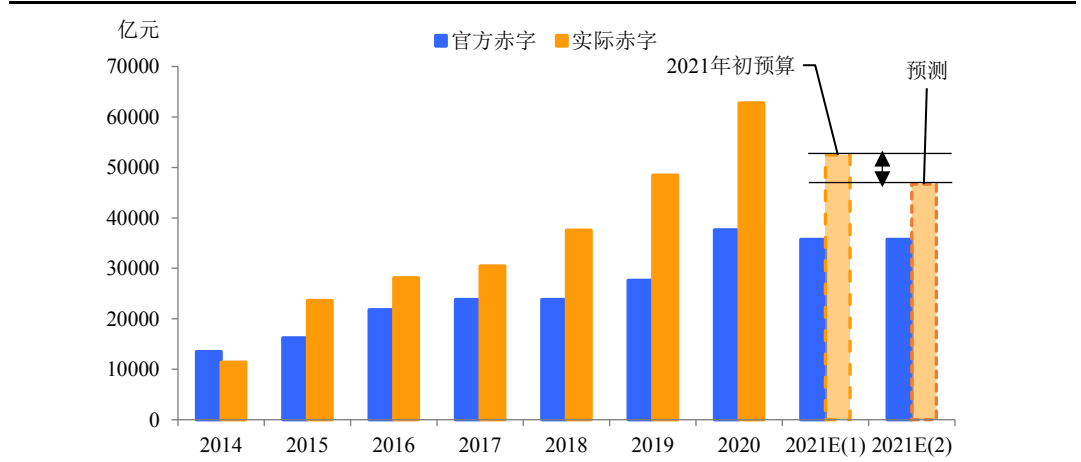
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

- 1、《宏观月报 20211227：基建股会在 2022 年一季度跑赢大盘吗？》2021-12-27
- 2、《宏观周报 20211223：2022 年美股面临的两大风险》2021-12-23
- 3、《宏观月报 20211221：中国农村消费潜力几何？》2021-12-22
- 4、《宏观周报 20211220：LPR 之后，MLF 降息还有多远？》2021-12-20
- 5、《宏观周报 20211219：如果 2022 年 GDP 增速 5.5%，人民币是升是贬？》2021-12-19

图 1: 2021 年财政收支相较年初预算可能出现结余



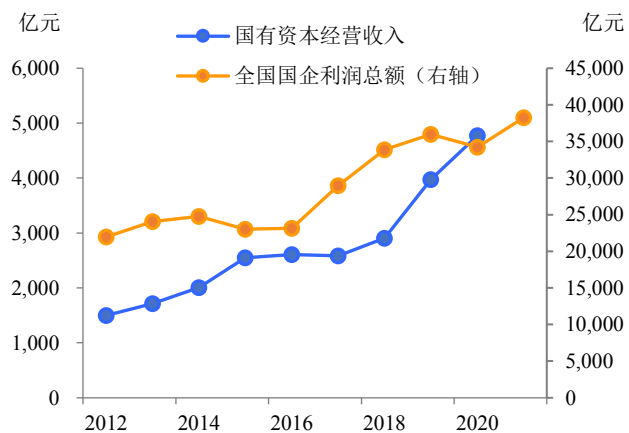
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 2: 2017 年以来一般公共预算和政府性基金预算主要数据

		2017	2018	2019	2020	2021E(预算)	2021E(预测)
1	一般公共预算收入	亿元	172,592.8	183,359.8	190,390.1	182,913.9	197,650.0
2	调入资金	亿元	10,040.5	14,765.3	22,196.8	26,302.4	16,770.0
	结余(含预算稳定基金)	亿元	9,400.5	13,878.9	20,734.0	21,383.0	15,785.0
	调入政府性基金收入(中央)	亿元	26.37	1.46	4.23	3002.5	
	调入国有资本经营预算	亿元	613.7	884.9	1,458.5	1,916.9	985.0
3	一般公共预算支出	亿元	203,085.49	220,904.13	238,858.37	245,679.03	250,120
4	补充中央预算稳定调节基金	亿元	3,347.8	1,020.99	1,328.46	1,137.22	
5	3+4-(1+2) 官方赤字	亿元	23,800.0	23,800.0	27,600.0	37,600.0	35,700.0
	官方赤字率	%	2.86%	2.59%	2.80%	3.71%	3.20%
6	3-1 实际赤字	亿元	30,492.72	37,544.29	48,468.29	62,765.15	52,470.0
	实际赤字率	%	3.66%	4.08%	4.91%	6.19%	4.70%
	财政结余变化	亿元					+5798 +国有资本经营预算的超预期调入
7	全国政府性基金收入	亿元	61,479.66	75,479.07	84,517.72	93,491.26	94,526.62
8	上年结转	亿元	298.5	385.59	360.4	181.55	240.12
9	专项债	亿元	8,000	13,500	21,500	37,500	36,500
10	抗疫特别国债	亿元			10,000		
11	全国政府性基金支出	亿元	60,968.59	80,601.62	91,647.77	118,057.98	131,265.74
12	(7+8+9+10)-11 收入大于支出	亿元	8,809.57	8,763.04	14,730.35	23,114.83	1
13	专项债还本	亿元		6,793.34	5,589.42	6,614.1	

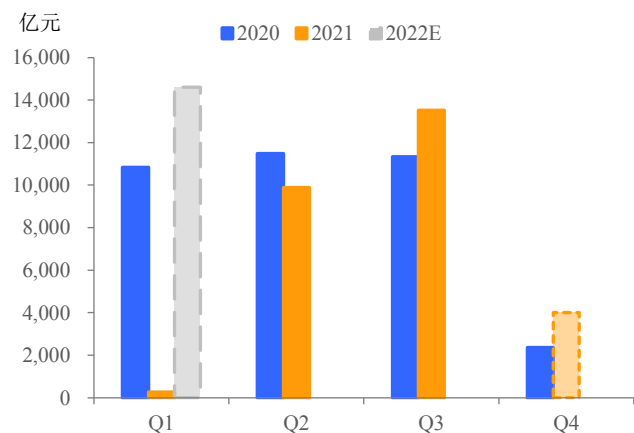
数据来源: 中国财政部, 东吴证券研究所预测

图 3: 国有资本经营收入和国企利润



注：全国国企利润总额 2021 年为截至 10 月的数据。  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 2020 年以来各季度新增专项债



数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

**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\\_35187](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35187)

