

稳增长的抓手与约束——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2022 年 01 月 05 日

研究结论

- 中央经济工作会议召开之后，各地方各部门都在密集召开会议，就 2022 年稳增长相关工作进行部署，我们对此进行了梳理。从其中透露的信息来看，稳增长的抓手可以简要概括为以下方向：
- **货币政策：**（1）2021 年年末就已落地的降准、降息：展望后续，市场对 5 年期 LPR 的下行仍有一定预期，但考虑到两次操作的间隔时间，我们认为在 2022 年初落地的可能性较小；（2）对中小微企业和个体工商户的金融支持：两项直达工具的转换（将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具、将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理）是央行 2022 年的重点工作；（3）稳妥实施好房地产金融审慎管理制度：更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展；此外，《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》已经发布，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目，意味着银行体系将在房地产风险处置中发挥重要功能；（4）绿色金融：包括引导和撬动更多资金进入碳减排领域、强化信息披露、开展金融机构碳核算、稳步推进气候风险压力测试，等等。
- **财政政策：**（1）全方位“靠前”：包括提前下达 2022 年部分专项债券额度，适度超前开展基础设施投资，以及靠前下达资金、靠前安排项目；（2）确定了若干符合高质量发展方向的投资重点，如水利、交通、生态环保、农业农村、市政和新型基础设施建设；（3）更大力度减税降费：重点是制造业，此外针对个税的优惠政策延续实施已经出台。
- **产业政策：**（1）“扩大内需战略纲要”即将出台，预计涉及投资、消费各重点领域；（2）引导绿色领域投资：发展绿色制造，开展绿色低碳技术和产品示范应用，此外 2022 年要完成工业领域重点行业碳达峰顶层设计；（3）促进消费，尤其是新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材消费等；（4）数字产业发展与新基建：如加大千兆光网覆盖面；（5）制造业升级：开展先进制造业集群发展专项行动，扩大“专精特新”企业数量和范围；（6）改造提升传统产业：实施制造业数字化转型行动，引导和支持工业母机、船舶、医疗装备、农机装备等产业加快应用数字化、绿色化、高端化的先进适用技术。
- **尽管稳增长系列政策在不断落地，但并非全无约束，近期也有若干信号表明财政纪律并未放松，**包括：（1）全国财政视频会议提出严肃财经纪律、整顿财经秩序，对化债不实、新增隐性债务的要严肃问责；（2）鹤岗实施财政重整，停止基层招聘、调整预算、盘活专项资金，这是首个财政重整的地级市（之前是区/县）。根据《地方政府债务风险应急处置预案》，这意味着其显性债务付息支出占比超过 10%；（3）继广东、上海启动全域无隐性债务试点后，地级市层面的隐性债务清零工作也在展开，汉中市近日设立隐性债务清零试点工作专班；（4）地产“因城施策”调整并不少见，但如我们《近期“因城施策”出现了哪些变化？》所分析，普遍不是一、二线大城市。
- **稳增长政策不断释放与财政纪律并未放松，这两方面的现状并不矛盾——尽管 2022 年稳增长的方向已经充分确认，但政策窗口仅限“前门”，并不会因为稳增长诉求的提升而重新打开“后门”，我们认为，2022 年或将是赤字、专项债相对超预期，但隐性债务与财政纪律监管仍然偏严的政策组合。**

风险提示

- 清理隐性债务对地方财政形成压力，影响稳增长政策推出节奏；
- 经济增速下行的背景下民营、小微企业信心修复不及预期。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

租赁住房投资作用有多大——月度宏观经济回顾与展望	2021-12-05
政策定力高于预期意味着什么——月度宏观经济回顾与展望	2021-11-10
限电限产如何影响工业增加值和行业景气度——月度宏观经济回顾与展望	2021-10-07

稳增长的抓手与约束

中央经济工作会议召开之后，各地方各部门都在密集召开会议，就 2022 年稳增长相关工作进行部署，我们对此进行了梳理。从其中透露的信息来看，稳增长的抓手可以简要概括为以下方向：

货币政策

- **2021 年年末就已落地的降准、降息：**展望后续，市场对 5 年期 LPR 的下行仍有一定预期，但考虑到两次操作的间隔时间，我们认为在 2022 年初落地的可能性较小；
- **对中小微企业和个体工商户的金融支持：**两项直达工具的转换（将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具、将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理）是央行 2022 年的重点工作；
- **稳妥实施好房地产金融审慎管理制度：**更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展；此外，《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》已经发布，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目，意味着银行体系将在房地产风险处置中发挥重要功能；
- **绿色金融：包括引导和撬动更多资金进入碳减排领域、**强化信息披露、开展金融机构碳核算，稳步推进气候风险压力测试，等等。

财政政策

- **全方位“靠前”，**包括提前下达 2022 年部分专项债券额度，适度超前开展基础设施投资，以及靠前下达资金、靠前安排项目；
- **确定了若干符合高质量发展方向的投资重点，**如水利、交通、生态环保、农业农村、市政和新型基础设施建设等；
- **更大力度减税降费，**重点是制造业，此外针对个税的优惠政策延续实施已经出台。

产业政策

- **“扩大内需战略纲要”即将出台，**预计涉及投资、消费各重点领域；
- **引导绿色领域投资。**发展绿色制造，开展绿色低碳技术和产品示范应用，此外 2022 年要完成工业领域重点行业碳达峰顶层设计；
- **促进消费，**尤其是新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材消费等；
- **数字产业发展与新基建：**如加大千兆光网覆盖面；
- **制造业升级：**开展先进制造业集群发展专项行动，扩大“专精特新”企业数量和范围；
- **改造提升传统产业：**实施制造业数字化转型行动，引导和支持工业母机、船舶、医疗装备、农机装备等产业加快应用数字化、绿色化、高端化的先进适用技术；

表 1：近期主要政策信号

部门	时间	会议/采访/发布会	主要内容
中央财经委员会办公室	2021 年 12 月 11 日	副主任韩文秀在 2021-2022 中国经济年会上的讲话	(1) 各方要积极推出有利于经济稳定的政策， 慎重出台有收缩效应的政策 ；(2) 不把长期目标短期化，系统目标碎片化， 不把持久战打成突击战 ；(3) 要适度超前进行基础设施建设，在减污、降碳、新能源、新技术、新产业集群等领域加大投入。
发改委	2021 年 12 月 14 日	全国发展和改革工作会议	一是加强能源产供储销体系建设；二是健全粮食产购储加销协同保障机制；三是保障产业链供应链安全稳定。充分挖掘国内需求潜力，以品牌建设引领消费升级，推动医疗健康、养老托育、文旅体育等生活性服务业提质扩容，扎实推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，适度超前开展基础设施投资，发挥政府投资引导作用，鼓励和引导民间资本参与交通、物流、生态环境、社会事业等补短板项目建设。
财政部	2021 年 12 月 16 日	国新办政策例行吹风会（财政部介绍加强和完善地方政府债务管理情况）	提前下达 2022 年部分专项债券额度；专项债券重点用于 9 个大的方向 ：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程。
国务院	2021 年 12 月 15 日	国务院常务会议	运用市场化办法加大对中小微企业和个体工商户的金融支持 ，包括：(1) 将普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具转换为普惠小微贷款支持工具。从 2022 年起至 2023 年 6 月底，人民银行对地方法人银行发放的普惠小微企业和个体工商户贷款，按余额增量的 1% 提供资金，鼓励增加普惠小微贷款；(2) 从 2022 年起，将普惠小微信用贷款纳入支农支小再贷款支持计划管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用，必要时可再进一步增加再贷款额度。符合条件的地方法人银行发放普惠小微信用贷款，可向人民银行申请再贷款优惠资金支持；(3) 构建全国一体化融资信用服务平台网络；(4) 完善金融机构发放中小微企业贷款绩效考核、尽职免责等规定。支持金融机构发行小微企业专项金融债券。扩大面向中小微企业的政府性融资担保业务规模，降低担保成本。此外会议还提到实施减税降费政策要向制造业倾斜。
中国人民银行	2021 年 12 月 16 日	人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会	加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，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，遵循市场化、法治化、国际化原则，增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势。
工信部	2021 年 12 月 21 日	全国工业和信息化会议	(1) 实施“增品种、提品质、创品牌”战略，扩大 新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材消费 ；(2) 创建一批国家制造业创新中心和国家地方共建中心，培育一批 国家级先进制造业集群 ；(3) 加大对中小企业的纾困帮扶；(4) 强化应用导向，到 2022 年底千兆光网具备覆盖超过 4 亿户家庭的能力；(5) 实施制造业数字化转型行动计划， 突破一批智能部件和装备 ；(6) 实施工业领域碳达峰行动，稳步推进产业绿色低碳转型。大力发展绿色制造，开展绿色低碳技术和产品示范应用。实施工业能效、水效提升计划。
发改委	2021 年 12 月 22 日	央视记者专访国家发改委负责同志	(1) 实施好 扩大内需战略纲要 ；(2) “政策发力适当靠前”主要表现在三个方面：一是靠前加强基础设施。适度超前开展基础设施投资，支持水利、交通、生态环保、农业农村、市政和新型基础设施建设。二是靠前下达资金。加快中央预算内投资下达进度，加快地方政府专项债券发行节奏。三是靠前安排项目。加快推进在建工程，抓紧新开工一批成熟的项目，拉动有效投资。

国务院	2021 年 12 月 23 日	国务院常务会议	加强对进出口的政策支持。落实减税降费措施。加快出口退税进度。优化出口信保承保和理赔条件， 加大对中小微外贸企业、出运前订单被取消风险等的保障力度 。深化东部与中西部、东北地区合作共建，支持加工贸易梯度转移和承接。做好大宗商品进口。二是进一步鼓励跨境电商等外贸新业态发展。三是加强对企业的配套服务，推动解决企业在发展内外贸同线同标同质产品、拓展贸易渠道、完善供应链等方面遇到的问题。 2022 年对加工贸易企业内销暂免征收缓税利息 。四是缓解国际物流压力。鼓励外贸企业和航运企业签订长期协议。依法依规打击违规收费、哄抬运价等行为。支持金融机构向符合条件的小微外贸企业提供物流方面的普惠性金融支持。五是支持地方结合实际建立健全制度，积极开展贸易调整援助工作，助力稳定产业链和供应链。
财政部	2021 年 12 月 27 日	2021 年全国财政工作视频会议	一是 实施更大力度减税降费 ，增强市场主体活力。二是 保持适当支出强度，提高支出精准度 。三是合理安排地方政府专项债券，保障重点项目建设。四是 加大中央对地方转移支付 ，兜牢基层“三保”底线。五是坚持党政机关过紧日子，节俭办一切事业。六是 严肃财经纪律，整顿财经秩序 。
工信部	2021 年 12 月 27 日	央视专访工信部部长肖亚庆	改造提升传统产业；实施先进制造业集群发展专项行动(“赛马”机制)；引导和支持 工业母机、船舶、医疗装备、农机装备等产业加快应用数字化、绿色化、高端化的先进适用技术 ；加大中小企业帮扶力度；扩大“ 专精特新 ”企业数量和范围；扩大“ 5G+工业互联网 ”应用； 2022 年完成工业领域重点行业碳达峰顶层设计 。
中国人民银行	2021 年 12 月 27 日	中国人民银行工作会议	(1) 推动企业综合融资成本稳中有降、金融系统继续向实体经济让利；(2) 实施好普惠小微贷款支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划接续转换工作；(3) 完善系统性风险监测和评估框架，开展宏观审慎压力测试。稳妥有序推动金融控股公司审批并开展持续监管。实施系统重要性银行附加监管。；(4) 持续做好头部网络金融平台整改工作。 稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展 ；(5) 继续利用好多边债务协调机制，稳妥应对低收入国家债务问题。持续推进金融业有序开放，推动形成以负面清单为基础的更高水平金融开放，有序推进资本项目可兑换；(6) 推动出台金融基础设施监管办法 ，分类推动农村信用社改革。稳步提高人民币国际化水平。加强对香港人民币离岸中心建设的支持力度；(7) 推动贸易便利化试点扩容提质；(8) 稳妥有序推进数字人民币研发试点。落实《征信业务管理办法》 。推进动产融资统一登记公示系统和应收账款融资服务平台应用。 落实推进普惠金融高质量发展实施意见 。
住建部	2021 年 12 月 27 日	访住房和城乡建设部部长王蒙徽	(1) 落实城市主体责任，强化省级政府监督指导责任， 保障刚性住房需求，满足合理的改善性住房需求 ，努力做到稳地价、稳房价、稳预期；(2) 坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期交付风险 。
商务部	2021 年 12 月 28 日	全国商务工作电视电话会议在京召开	聚焦促进消费持续恢复，推动畅通国内大循环。提升传统消费能级，加快新型消费发展，办好消费促进活动，补齐城乡流通短板，加快建设现代流通体系，促进消费升级，增强消费对经济发展的基础性作用。聚焦稳住外贸外资基本盘，促进国内国际双循环。多措并举稳定外贸，加强跨周期调节，落实好稳外贸政策，推进外贸创新发展。加大吸引外资力度，进一步扩大开放。聚焦加强国际经贸合作，扩大高水平对外开放。高质量做好《区域全面经济伙伴关系协定》实施， 积极推进加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》、《数字经济伙伴关系协定》 。
国务院	2021 年 12 月 29 日	国务院常务会议	(1) 落实地方主体责任，根据疫情风险情况引导科学有序出行，防止一刀切；(2) 决定延续实施部分个人所得税优惠政策。

中国人民 银行	2021 年 12 月 30 日	央行行长易纲接受 新华社记者采访	一是货币信贷总量稳定增长。保持货币供应量和社会融资规模增长速度同名义经济增长速度基本匹配；二是金融结构稳步优化。精准施策，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，支持高质量发展；三是综合融资成本稳中有降。
证监会	2021 年 12 月 30 日	证监会主席易会满 接受新华社记者采 访	（1）一是突出 市场“稳” ， 坚决防止大上大下、急上急下 。二是突出政策“稳”， 审慎评估资本市场重大政策措施出台的条件和时机，主动加强与市场的沟通 ，坚持先立后破、稳扎稳打。三是突出预期“稳”，积极强化与相关部门的政策协同和信息共享，多推出有利于稳增长、稳预期的政策措施，慎重出台有收缩效应的政策，防止个体正确、合成谬误；（2）第一，在改革上体现“进”， 全面实行股票发行注册制 ，推动提高上市公司质量，完善多层次资本市场体系；第二，在开放上体现“进”，稳步推动资本市场制度型双向开放，强化境内外市场互联互通， 加快境外上市备案制度改革，加强国际证券监管合作 ；第三，在服务实体经济高质量发展上体现“进”，继续保持 IPO、再融资常态化，坚守科创板“硬科技”定位，建设好创业板，扎实办好北京证券交易所，规范发展私募股权和创投基金，引导资金加大对科技创新、制造业、中小企业等重点领域支持力度；发挥好资本市场并购重组主渠道作用，推动结构变革；发挥好商品期货市场功能，对冲大宗商品和能源价格剧烈波动；抓实抓细资本市场支持振作工业经济 18 条举措，强化直达力和精准性。
中国人民 银行	2021 年 12 月 30 日	小微企业金融服务 和绿色金融新闻发 布会	（1） 房地产企业间的项目并购是房地产行业化解风险、实现出清最有效的市场化手段 ；（2）今年人民银行将重点做好两项直达工具的转换工作；（3）为助力实现碳达峰、碳中和目标，下一步着力做好以下工作：一是健全顶层设计，引导和撬动更多资金进入碳减排领域，推动能源结构、产业结构、生产和生活方式全方位绿色低碳转型。二是推动标准研制， 完善绿色金融和转型金融的标准 。三是强化信息披露， 开展金融机构碳核算，稳步推进气候风险压力测试 。四是完善激励约束，提升金融系统支持绿色低碳发展的内在动力。五是更好发挥全国碳排放权交易市场的定价作用，以更加市场化的方法实现碳减排。

数据来源：新华社等，东方证券研究所

财政纪律是最大约束

尽管稳增长系列政策在不断落地，但并非全无约束，近期也有若干信号表明财政纪律并未放松，包括：

- 全国财政视频会议提出严肃财经纪律、整顿财经秩序，对化债不实、新增隐性债务的要严肃问责；
- 鹤岗实施财政重整，停止基层招聘、调整预算、盘活专项资金，这是首个财政重整的地级市（之前是区/县）。根据《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》，这意味着其政府年度一般债务付息支出超过了当年一般公共预算支出 10%，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%；
- 继广东、上海启动全域无隐性债务试点后，地级市层面的隐性债务清零工作也在展开，汉中市近日设立隐性债务清零试点工作专班；
- 地产“因城施策”调整并不少见，但如我们《近期“因城施策”出现了哪些变化？》所分析，普遍不是一、二线大城市。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

稳增长政策信号不断释放与财政纪律并未放松，这两方面的现状并不矛盾——尽管 2022 年稳增长的方向已经充分确认，但政策窗口仅限“前门”，并不会因为稳增长诉求的提升而重新打开“后门”，我们认为，今年或将是赤字+专项债相对超预期，但隐性债务与财政纪律监管仍然偏严的政策组合。

经济数据回顾与展望

工业品价格上涨放缓

11 月 CPI 同比上涨 2.3%，前值 1.5%，环比上涨 0.4%，前值 0.7%。11 月鲜菜价格仍然高企，猪肉同比降幅继续收窄，两者共同作用下食品项 CPI 由负转正。展望后续，考虑到 12 月份基数影响减弱、蔬菜价格环比下行、猪肉同比跌幅扩大，食品项 CPI 涨幅可能收窄；11 月非食品项中能源价格同比涨幅扩大，其中汽油和柴油价格分别上涨 36.7%和 40.6%，12 月大概率回落；核心 CPI 方面，12 月份疫情多地发散，核心 CPI 大概率延续低迷。

11 月 PPI 同比上涨 12.9%，前值 13.5%，环比增长 0%，前值 2.5%。保供稳供措施有效平抑了部分上游原材料价格，但原油、天然气等大宗商品价格仍居高不下，PPI 整体下行幅度偏小。后续重点关注两点：（1）行业利润格局变化：上游涨幅收窄有利于消费品制造业利润率边际改善；（2）原油供需基本面：OPEC+在 2021 年 12 月的月报中上调了对全球 2022 年第一季度石油需求的预测，需关注 2022 年 1 月 4 日会议上是否调整其产出政策。

工业整体生产改善，中游生产有望维持强劲

供给约束有所缓释，工业生产整体继续回升。11 月规模以上工业增加值同比增长 3.8%，较上个月上升 0.3 个百分点，两年复合增长 5.4%，较上个月上升 0.2 个百分点。结构上来看，上游粗钢、生铁等高耗能品产量降幅小幅收缩，中游设备增加值表现较为亮眼，电气机械和电子设备工业增加值的两年复合增速分别上升 2.3、2 个百分点，通用设备与专用设备小幅下滑但仍处高位；下游消费品小幅改善，其中医药行业工业增加值两年复合增速扩大 3.1 个百分点至 15.3%。

可以相互印证的是，12 月制造业 PMI 上行 0.2 个百分点至 50.3%，其中高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 54.0%、51.6%和 51.1%，均维持在枯荣线以上。展望后续，中游生产有望维持强劲。

线上消费增速持续下行

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_35563

