

宏观

证券研究报告

2021 年 12 月 07 日

稳定优先，适度纠偏——政治局会议解读

政治局会议的五大要点：

要点一：经济工作稳字当头，是政治局会议首提

要点二：宏观政策稳健有效，积极财政未提基建

要点三：房地产业健康发展，保障性住房加速推进

要点四：扩大内需首先是提振消费，改善经济内生动能

要点五：微观政策要激发市场主体活力

风险提示：经济下行压力超预期/好于预期；稳增长政策力度低于预期；疫情形势超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：多收了三五斗——长鞭效应下，库存正在过度累积》
2021-12-05
- 2 《宏观报告：六问六答：联储放弃“暂时通胀”并加速 taper 的深意-六问六答：联储放弃“暂时通胀”并加速 taper 的深意》
2021-12-02
- 3 《宏观报告：风险定价-拥挤的债券，脆弱性上升-12 月第 1 周资产配置报告》
2021-11-29

要点一：经济工作稳字当头，是政治局会议首提

“稳字当头、稳中求进”——会议对明年经济工作的总体要求是“稳字当头”，这在政治局会议中应是首提，意味着当前经济下行压力加大的势头要有所改变，适度稳增长的必要性提高。

“稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开”——除了年底政治局会议一贯的“六稳”、“六保”外，此次会议进一步要求在二十大即将召开的特殊时点，经济运行和社会大局的稳定应被放在更加优先的位置，说明明年上半年将是宏观经济稳增长的重要窗口期。

要点二：宏观政策稳健有效，积极财政未提基建

“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”——会议对财政政策的要求重点落在了“提效”，而没有“加力”的相关表述，并且全文也未提及基建，因此暂时不能确定明年财政的扩张空间和基建的发力方向。需要注意的是，由于紧随其后召开的中央经济工作会议将发布关于经济工作部署的详细表述，年底的政治局会议通稿一般比较简略，不会面面俱到，因此相比于通稿“没提到什么”，观察“提到了什么”更有实际意义。

“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”——会议关于货币政策的表述没有新的提法，但货币政策环境大概率保持友好。央行宣布将于 12 月 15 日全面降准 50BP，释放长期资金 1.2 万亿，部分置换降准当日 9500 亿的 MLF 到期，跨年流动性大概率相对宽松，明年前置发行的专项债供给压力也将有所缓解，可谓一举多得。

要点三：房地产业健康发展，保障性住房加速推进

年底政治局会议不提“房住不炒”没有特殊意义，因为紧随其后的中央经济工作会议基本都会提及，所以主要关注此次会议提及的三条表述。

“推进保障性住房建设”——这是继棚改之后，国务院部署的又一项重大住房保障措施。今年 7 月，国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，1-9 月全国 40 个重点城市已开工建设 72 万套，完成投资 775 亿元。目前已有多个省市发布“十四五”期间的保障性租赁住房建设计划，预计将在明年形成投资额 3000 亿元、新开工面积 8400 万平方米，拉动房地产投资增速 1.0%、新开工面积增速 2.1%。（详见《房地产何时见底？》）

“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”——这与央行和银保监会 9 月底召开的房地产金融工作座谈会的基调是一致的。从具体措施来看，10 月 21 日的国新办发布会上，银保监会领导提及“保障好刚需群体信贷需求”，11 月房地产贷款在 10 月大幅回升的基础上保持同环比双升态势。此次高层会议确认政策基调，预计居民房贷将继续合理增长，部分地方的限购政策也有适度放松的空间。

“促进房地产业健康发展和良性循环”——这是对房地产政策一体两面的要求。房地产行业健康发展要求房子回归消费属性、行业去金融化，但此前部分房企过度加杠杆，导致在政策收缩期出现违约风险，大型房企违约又将导致金融机构授信进一步收紧，循环往复形成系统性金融风险。良性循环是既让过度加杠杆者出局（央行答记者问：恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张），又要防止一刀切政策引发信用正反馈式收缩。随着恒大债券违约“靴子落地”（广东省政府向恒大派出工作组），房企融资环境有望进一步放松。

要点四：扩大内需首先是提振消费，改善经济内生动能

“促进消费持续恢复”——会议对扩大内需战略的第一条要求落在了消费。今年 1-10 月，社零的两年同比增速仅为 4.0%，大幅低于疫情之前 2019 年的 8.0%，严重削弱了经济的内生动能。去年疫情之后，国内经济复苏的主要力量来自出口高景气 and 房地产高韧性，而今年下半年房地产调头回落，经济下行压力陡然加大。虽然当前出口景气度仍在高位，但更多是仰仗国内疫情防控的相对优势，未来走势有较大不确定性。因此，稳字当头的经济

诉求下，提振消费、强化经济内生动能的必要性明显提升。

要恢复消费，既需要“统筹疫情防控和经济社会发展”，也需要相关政策的适度支持。好在当前大部分居民的消费倾向尚未出现永久性回落，如果明年国内疫情压力缓解，促消费政策积极落地，消费增速有望重新提升。（详见《消费复苏动能为何持续缺失》）

要点五：微观政策要激发市场主体活力

“微观政策要激发市场主体活力”——这一表述在高层领导出席的企业家座谈会中出现较多，在政治局会议出现较少，上一次出现是在 2018 年 12 月的政治局会议，可见与这一表述相匹配的情景是保护市场主体、优化营商环境、弘扬企业家精神，向追求效率的经济部门释放更多的政策空间。

相应的，与 7 月的政治局会议相比，此次会议对于限制性政策的表述明显减少，例如统筹有序做好双碳、坚决遏制两高项目、防范化解重点领域风险、企业境外上市监管等。预计今年部分政策压力较大的行业（互联网、传媒、教育等）有望在有序发展中迎来政策执行层面的适度纠偏。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_30627

