

宏观周报 20211211

中央经济工作会议释放的三条政策主线

2021 年 12 月 11 日

■ **2021 年中央经济会议的一个特点是更加强调经济面临的困难，更加突出经济的“稳”。**一方面，本次会议少见的在靠前的位置强调面临的困难，首次强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”；另一方面，重提“以经济建设为中心”，而且“稳”字出现的频率达 25 次，处于历史的较高水平，**稳增长的诉求突出。**我们认为 2022 年稳定经济可能主要有三条主线：

■ **“房住不炒”未变，“长租房-保障房-商品房”，地产更加突出民生作用。**我们在之前的报告里（《政治局会议的房地产新提法有何深意？》）提及尽管周一（2021 年 12 月 6 日）的政治局会议未提“房住不炒”，但这并不意味着地产政策的全面转向，更多的是**矫枉过正、稳定市场信心和指明地产未来企稳的方向。**本次会议基本和我们的观点相符，“长租房-保障房-商品房”的顺序突出了政策上更加强调地产的民生作用，稳经济的角色大大弱化，我们预计十四五期间保障性住房的建设力度将加大，**先立后破，一定程度对冲地产行业性去杠杆的拖累作用。**2021 年 7 月 4 日以来，各省市也陆续公布了“十四五”五期间保障性住房的建设筹集目标（表 1）。

■ **“精准、可持续”的财政更加“超前”。**财政更加强调可持续性，这可能意味着 2022 年财政赤字和专项债的额度将继续稳中有降，并且“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，但这与“超前”的基建并不矛盾。经过 2021 年的“韬光养晦”，叠加国企利润增长可观（2021 年前 10 个月利润总额较 2019 年已增长 6.3%），2022 年财政资金的“余粮”将显著改善，同时专项债的发行将前置，**财政发力的节奏将和 2021 年相反，助力 2022 年基建投资在年初地产同比下行压力最大的时候，发力稳经济。**我们在之前报告（《“地产下、基建上”，2022 年如何演绎？》）里测算，2020 年基建投资的同比增速可能在 6.5% 左右，重点发力方向将是交通基建、风光电设施和电网升级。

■ **未提稳杠杆，货币政策在稳信用上将发挥更大的作用。**和去年明显的不同是，货币政策未强调“保持宏观杠杆率基本稳定”，货币政策将在稳定经济方面发挥更大的作用，可能进一步扩大再贷款工具的规模、再次降准甚至降息。我们复盘了之前三轮在“地产下、基建上”的情形发现，为了稳住经济和信贷，宏观杠杆率往往要阶段性上升。而且，从 2006 年以来的历史看，很少出现连续两年降杠杆的情况。我们认为 2022 年宏观杠杆率将出现一定上升，截至 2021 年第三季度末我国宏观杠杆率为 264.8%，根据我们测算，2022 年若杠杆率回升至 267%，社融增速有望回升至 10.9% 左右。在结构上，地产行业的杠杆下降可能更多地由其他制造业企业和居民部门杠杆上升来对冲。

■ 此外值得注意的是尽管本次会议对于消费的着墨不多，但在疫情防控方面，政策措辞上出现了微妙的变化——由“严防死守”变为“科学精准做好疫情防控工作”。2021 年疫情反复下严格的管控政策是消费恢复屡遭中断的主要基本面原因，这一基本面的变化将有利于消费的复苏，利好此前受疫情冲击较为严重的消费餐饮、旅游等行业。

■ **每周市场回顾：**本周（2021 年 12 月 6 日至 10 日）价值股跑赢成长股，主要股指中证 50 和沪深 300 表现居前，分别上涨 4.2% 和 3.2%，但创业板指数表现欠佳、全周收跌 0.2%。从行业上看，食品饮料、金融和地产链表表现突出，政治局会议稳定经济、稳定地产的措辞对于市场影响明显，其中食品饮料上涨（6.8%），建筑材料（5.6%）和建筑装饰（5.2%）位居本周行业前三。

■ **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

shaoy@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观月报 20211209：11 月信贷：稳了地产，“冷”了谁？》

2021-12-09

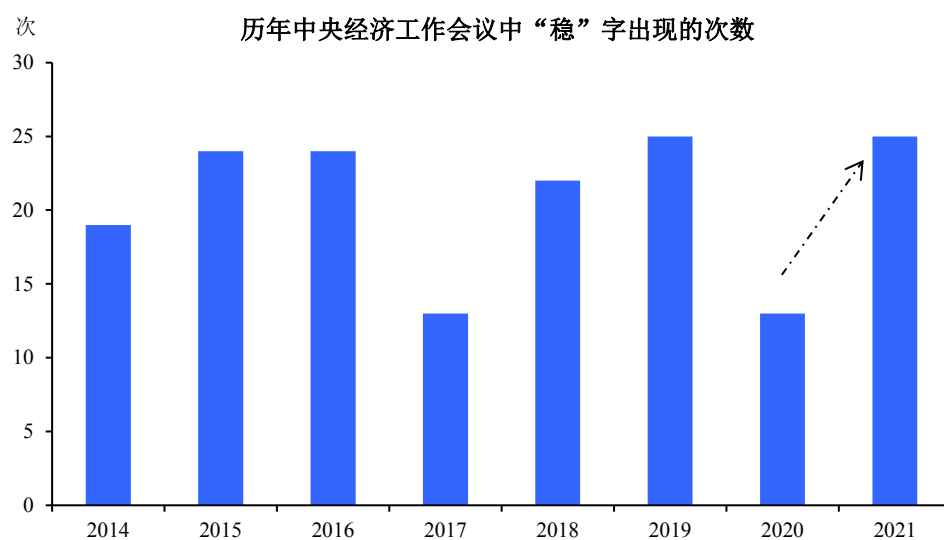
2、《宏观年度报告 20211209：宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑》2021-12-09

3、《宏观月报 20211209：就业的隐忧》2021-12-09

4、《宏观月报 20211208：“地产下、基建上”，2022 年如何演绎？》2021-12-08

5、《宏观月报 20211207：为何出口超预期，央行还“降息”？》2021-12-07

图 1：2021 年中央经济工作会议更加强调“稳”



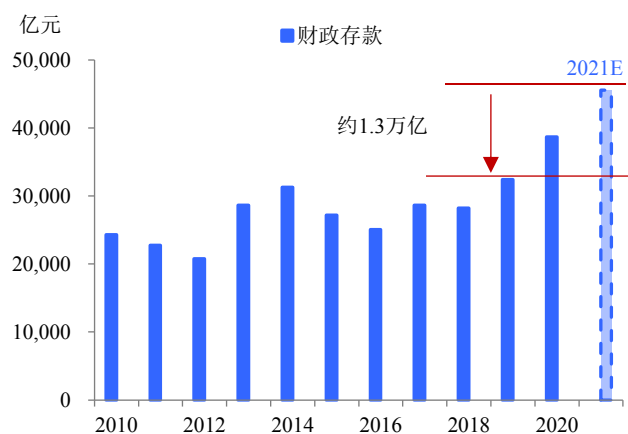
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所整理

表 1: “十四五”期间部分省市保障性住房计划

地方	类型	时间	新建筹集规模 (套/间)	单套面积 (平方米)	总面积(上限) (万平方米)	占新增住房 比例
上海	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	22 万	≤ 70	1540	40%以上
杭州	公共 租赁住房	2022 至 2023 年	4 万		250	
广州	保障性住房	2021 至 2025 年	66 万			50%
深圳	公共住房	2021 至 2025 年	40 万			
南京	保障性住房	2021 至 2025 年	30 万			39%
成都	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	25 万	≤ 70 (占比超过 80%)	1750	
厦门	保障性住房	2021 至 2025 年	10 万	60	600	
武汉	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	25 万	≤ 70	1750	
合肥	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	15 万	≤ 70 (占比超过 80%)	1050	30%以上
海南省	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	3 万	≤ 70	210	
浙江省	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	120 万			30%以上(人 口净流入的大 城市), 15% 以上(重点城 市)
广东省	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	129.7 万	≤ 70	9079	
江苏省	保障性 租赁住房	2021 至 2025 年	20 万			

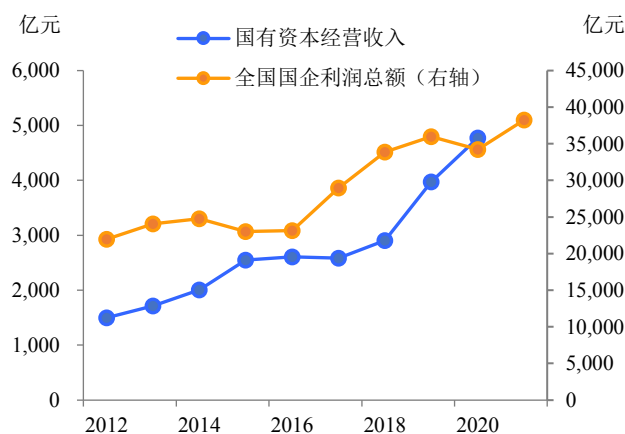
数据来源: 各省市人民政府, 东吴证券研究所整理计算

图 2：财政存款余额



数据来源：Wind，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。

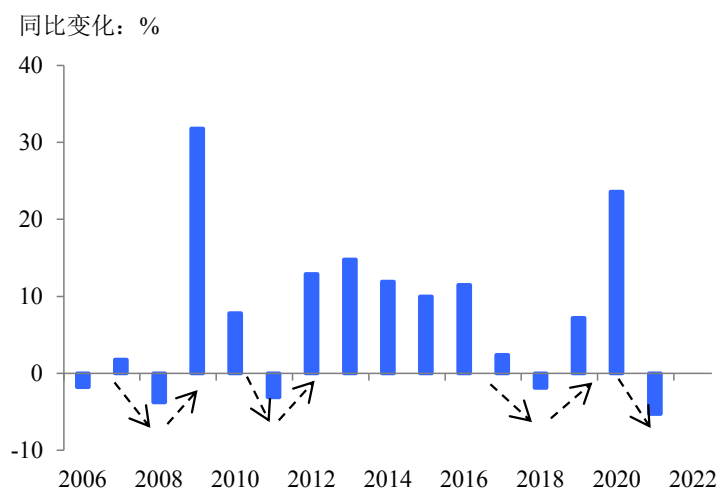
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：“地产下-基建上”阶段经济的基本概况

	1	2	3
起点	2008-06	2012-02	2013-12
终点	2009-02	2012-09	2015-03
宏观背景	金融危机	经济破 8; 十八大召开	“三期叠加”经济换挡; 大宗商品转熊
特点	地产下、基建上	地产下、基建上	地产下、基建稳
后续	地产上，基建上	地产上，基建上	地产和基建双双回落
GDP 同比增速变化 (%)	-4.5	-1.3	-0.6
信贷同比增速变化 (%)	10.05	1.1	-0.1
宏观杠杆率变化 (%)	10.9	7.4	14.6
CPI 同比变化 (%)	-8.7	-1.3	-1.12
PPI 同比变化 (%)	-13.31	-3.6	-3.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 实体经济杠杆率很少出现连续两年下降



注: 2021 年为截至第三季度末的数据。

数据来源: Wind, 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_31051

