

## 2021年中央经济工作会议点评

## 2022年中国经济如何“稳字当头”？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

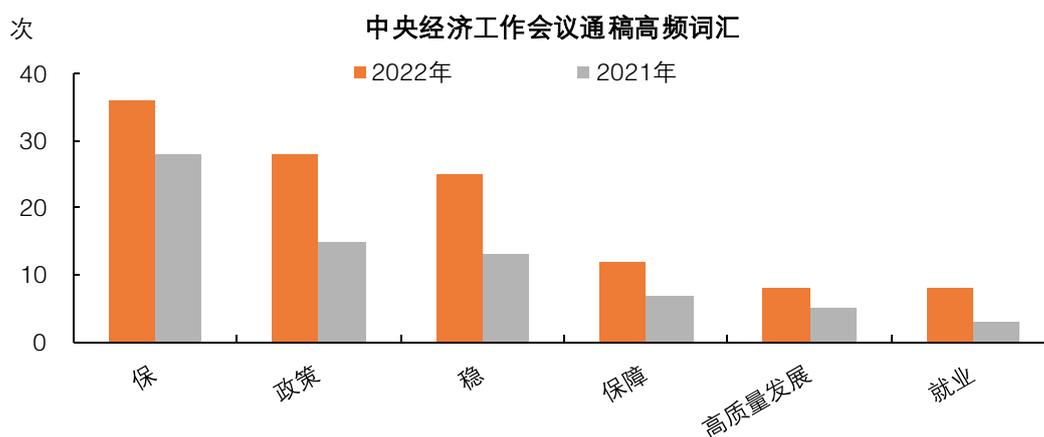


## 平安观点：

- 2021年12月8日至10日中央经济工作会议在北京举行。本次会议对2022年的部署，把稳定宏观经济放在了更突出的位置。新提出了“着力稳定宏观经济大盘”、“稳字当头、稳中求进”“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”、“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”等要求。纵观会议通稿，提到36次“保”、28次“政策”、25次“稳”、12次“保障”，均较去年显著增加。
- 一、宏观政策为什么要求“稳”？2021年7月的中央政治局会议已前瞻部署稳增长，开始强调中国经济的“不稳固”、超预期降准等，但后期由于房地产调控、能耗双控等政策叠加，三季度中国经济快速转冷。若照此趋势演化，2022年中国GDP增速有跌破5%的可能性，这不利于“十四五”疫情常态化首年的起步信心，也不利于“迎接党的二十大胜利召开”。
- 二、财政政策如何提升效能？2022年“要保证财政支出强度，加快支出进度”，对财政发力要求提高。我们认为，2022年财政政策在狭义赤字安排上将比2021年更积极；在地方政府新增债券额度中，可能探索适当降低新增专项债比例；在财政连续两年大额结余的情况下，2022年广义赤字安排名义可能有所下降，但实际力度依然可观。
- 三、货币政策如何灵活适度？近年来，“灵活适度”的表述出现在对2016年、2020年的货币政策部署中，都对应着宽货币、宽信用的年份，而2019年是松紧适度，2017、2018年都提到了“货币总闸门”，可见2022年货币政策偏向宽松的趋向不言自明。我们认为，2022年货币政策降准、降息的空间均已打开。
- 四、如何理解扩大内需的战略高度？中央经济工作会议对2021年的部署中开始把扩大内需提高到“战略”高度，统领于“双循环”的顶层设计理念。新冠疫情以来，中国经济在“双循环”中更加依赖于外循环，2022年在外循环贡献趋于减弱的背景下，内循环的重要性势必进一步凸显。
- 五、如何实现房地产业良性循环？2022年经济工作中对房地产的部署更加注重“加强预期引导”。“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”（银保监会在10月21日的表述是“对首套房购房者予以支持”），“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”（相比于12月6日中央政治局会议，把良性循环放在了前面）。我们认为，不宜线性外推地对2022年中国房地产投资过于悲观。
- 六、中国经济何以稳中求进？除了更加积极的财政货币政策、房地产政策的针对性调整，根据本次会议的部署，2022年中国经济“稳中求进”还增添了两个有利条件：一是碳达峰、碳中和政策路径的调整；二是明确“提升制造业核心竞争力”。

2021年12月8日至10日，中央经济工作会议在北京举行。会议强调，“明年将召开党的二十大，这是党和国家政治生活中的一件大事，要保持平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境、风清气正的政治环境”。围绕这一大局，中央经济工作会议对2022年的部署把稳定宏观经济放在了更突出的位置。会议新提出了“着力稳定宏观经济大盘”、“稳字当头、稳中求进”、“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”、“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”等要求。纵观会议通稿，提到36次“保”、28次“政策”、25次“稳”、12次“保障”，均较去年显著增加。

图表1 对2022年经济工作的部署把稳增长放在更突出位置



资料来源:Wind,平安证券研究所

## 一、宏观政策为什么要求“稳”？

事实上，2021年7月的中央政治局会议已前瞻部署稳增长，开始强调经济的“不稳固”、超预期降准等，但后期由于房地产调控、能耗双控等政策叠加，三季度中国经济出现快速转冷。若照此趋势演化，2022年中国GDP增速有跌破5%的可能性，这不利于“十四五”时期疫情常态化首年的起步信心，也不利于“迎接党的二十大胜利召开”。本次会议部署要求“必须坚持稳中求进，调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打”，就是对前期政策叠加导致经济冲击做出了纠正。

**2021年三季度以来，中国经济下行压力尤其集中在房地产行业。**2021年7月，房地产销售面积当月同比从上月7.5%下滑至-8.5%，10月进一步走低至-21.7%；房地产开发投资完成额当月同比从6月的5.9%下滑至10月的-5.4%；房屋新开工面积同比跌幅进一步扩大，10月当月同比低至-33.1%。土地市场也迅速转冷，2021年4月第一批集中供地期间，100个大中城市成交土地溢价率达23.7%，到10月已低至2.7%，为2012年3月以来新低。房地产拿地、新开工等前瞻指标持续负增长，房企出现“躺平”迹象。基于许宪春等的研究结果，2011年房地产投资形成的固定资本形成和房地产消费合计占支出法GDP的比重为13.7%，那么若房地产投资转负，可直接拖累GDP在1个百分点以上。

**与此同时，2022年中国面临的海外冲击压力也在加大：**一方面，新冠疫情的演化还存在高度不确定性，能不能从“动态清零”转向“流感化”处理，最优的策略还是等待发达国家“先行先试”。而病毒变异的方向是传播能力越来越强，这就会导致中国防疫的经济成本进一步提升，与海外经济体之间产生“开放差”。

另一方面，美国通胀的传导演化之下（住房、运输等服务、工资等的价格走势仍不确定），美联储2022年开启加息已经是大概率事件，海外货币政策的外溢效果也对国内稳增长形成挑战。2021年11月30日以来，鲍威尔在内的多位美联储官员吹风可能加快削减资产购买的步伐。据CEM FedWatch，截至12月9日，市场认为2022年内美联储至少加息一次的概率是98%，加息2次及以上的概率也在80%以上。

## 二、 财政政策如何提升效能？

会议指出“2022年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”。2021年为“保持适度支出强度”，可见2022年对财政发力要求提高。我们认为，2022年财政政策在狭义赤字安排上或将比2021年更积极；在地方政府新增债券额度中，可能探索适当降低新增专项债比例，提高新增一般债占比；在财政连续两年大额结余的情况下，2022年广义赤字安排名义可能有所下降，但实际力度依然可观。

**2022年的狭义赤字率可能持平于2021年的3.2%，但2022年狭义赤字安排将比2021年更积极。**2021年安排狭义赤字35700亿、赤字率3.2%，隐含的2021年名义GDP增速为9.8%，而2021年中国名义GDP增速预计达到13%左右，根据35700亿赤字安排计算的实际赤字率仅为3.1%左右。

按照“精准、可持续”的要求，我们认为2022年地方专项债规模可能较2021年减少，从而2022年广义赤字规模可能也会比2021年的8.92万亿有所下调。这主要是考虑到，在近年来地方专项债规模快速扩张背后，一些不规范的行为和风险引起了越来越多的关注：一是，专项债使用范围多次扩大，用途呈“万能化”之势；二是，专项债要求所对接项目的现金流能够自求平衡。2020年开始，约七成的新增专项债发行时公告称投向基建，但实际上收益率符合要求的基建项目不足，使得专项债募集到资金后趴在账上使用效率不高、挪作它用，甚至用于购买理财产品等问题并不少见；三是，专项债债务可持续性的问题严峻。地方政府专项债收支列入政府性基金预算，由于所对接项目现金流多数难以覆盖本息，需政府性基金收入或发行再融资债券来偿还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有近八成是刚性的，难以腾挪用于偿还地方专项债本息，就是地方专项债余额和地方政府性基金收入缺口的持续扩大，也会导致地方专项债还本对再融资券的依赖度越来越高。

**2022年广义赤字规模可以下调的基础在于，2020-2021年财政连续两年“超收少支”，为财政“跨周期调节”提供了资金。**2020年，全国公共财政预算+政府性基金预算两本账实际使用广义赤字8.7万亿，比预算安排的广义赤字少2.5万亿。2021年预计仍有3.3万亿广义赤字安排结余。从而，两年约有5.8万亿资金可通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等账户，预留到以后年份使用。

**2022年财政政策“提升效能”可能主要体现在：**一是，配合“持续改善民生”的目标，财政支出继续向民生领域倾斜，在保居民就业、保基本民生、保市场主体方面发挥积极作用。而2022年仍然处于地方隐性债务化解过程中，由于缺乏配套资金支持的渠道，财政支出投向基建的规模难以明显提升。二是，配合“促进消费持续恢复”的目标，适当提高公共消费率，发挥对私人消费的“挤入”效应。三是，配合“加快构建新发展格局”的目标，推动地方专项债与“十四五”重大项目更好结合，加大财政对绿色转型、专精特新、共同富裕等重点方向的支持。本次会议强调“财政政策和货币政策要协调联动”，财政支出的方向应与“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”形成合力。

## 三、 货币政策如何灵活适度？

会议指出“2022年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。近年来，“灵活适度”的表述出现在对2016年、2020年的货币政策部署中，都对应着宽货币、宽信用的年份，而2019年是“松紧适度”，2017年、2018年都提到了“货币总闸门”，2022年货币政策偏向宽松的趋向不言自明。

**我们认为，2022年货币政策降准、降息的空间均已打开。**一是，2021年掣肘货币政策的通胀问题开始减弱。根据我们预测，PPI同比从2021年11月开始步入回落，到2022年四季度或将滑入负值；CPI同比则温和上行，三季度有可能上探3%，但这一水平应不足以对货币政策形成紧约束。

二是，实体融资有效需求不足的问题展现。2021年以来信贷余额增速持续滑坡，如果排除四季度政府债券的错位发行，那么社融增速已跌破10%。2021年三季度普惠小微贷款余额增速连续第二个季度下滑至27.4%，比一季度高点已下降6.9个百分点，工业部门中长期贷款余额增速也呈现出1.7个百分点的回落。2021年9月央行推出3000亿支小再贷款额度，12月又下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点，可能就与有效贷款需求不足的问题显露相联系。2021年在通胀紧约束的情况下货币政策主要以结构性方式应对，2022年在通胀约束明显缓解的背景下采取全局性降息的空间将被打开。

三是，强势人民币汇率的情况下，海外货币政策的外溢性不构成紧约束。2021年7月以来，人民币汇率在美元走强的情况下，依然强势升值，人民币对一篮子货币汇率持续走高，CFETS人民币汇率指数已接近回到2015年11月刚推出时的水平。过强的人民币汇率给出口企业带来成本压力，当2022年中国出口面临回落时，其对经济的负面影响将会呈现。因此，人民币汇率可以作为调节内外货币政策差异的“稳定器”，释放国内货币政策的自主性。

**2022年，从降低实体利息负担，防范化解金融风险的角度，亦有降息的必要性。**

一方面，2020年，在经济增长受挫+逆周期政策发力的组合下，中国宏观杠杆率再上台阶，在全球主要经济体中已属高位，而2009年之前中国杠杆率在全球尚处低位。2021年由于中国经济增速反弹，中国宏观杠杆率呈温和回落。2022年我们预计中国实际GDP增速从2021年的8.1%左右下降至5%-5.5%区间，同时社融增速平稳略有回升。在此情况下，宏观杠杆率有再度攀升的压力，“稳增长”与“稳杠杆”之间的权衡将更具挑战性。

另一方面，2020年新冠疫情期间，央行降息35bp所带来的融资成本下降红利，在2021年已被逐渐消化。根据我们对存量社融年化付息规模的测算，2020年央行的大幅降息和降融资成本操作，使得到2020年底，还本付息占当年新增社融的比例降低到至少2016年以来最低水平。但2021年以来还本付息占新增社融的比例重新回升，截至2021年三季度末，已与新冠疫情前水平愈发接近。因此，中期内或有必要推出新的降息操作，配合稳定宏观杠杆率和防范系统性风险。

## 四、如何理解扩大内需的战略高度？

中央经济工作会议对2021年的部署中开始把扩大内需提高到“战略”高度，统领于“双循环”的顶层设计理念。本次会议继续强调了“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复”。

新冠疫情以来，中国经济在“双循环”中更加依赖于外循环，是在全球疫情大爆发背景下，凸显出了我国产业链的优势。2021年以来，中国出口延续靓丽表现，但国内消费复苏明显后劲不足。截至2021年10月，以美元计价出口的两年平均增速达到18.7%，远高于疫情前的约8.1%；而社会消费品零售总额的两年平均增速仅4%，两年累计增速才达到2019年水平，其中餐饮收入仍为负增长。

**2022年中国出口靓丽表现的延续或将面临挑战，目前已经观察到三个方面的不利迹象：**首先，新冠疫情下严重的供应链瓶颈问题，使得发达国家更加重视自身供应链的稳定问题（从Just in time向Just in case转变），开始倾向于将供应链向内收敛，从而“逆全球化”的进程或有提速。从欧盟委员会监测的世界贸易量指数来看，2018年中美贸易冲突导致全球贸易量转为收缩，截至2021年9月，该指数仅比2018年10月创下的高点略高0.9%。全球疫后经济复苏最快的时间段已经过去，全球贸易增速将随着经济增速的下降而回落，“逆全球化”进程可能产生更大拖累。

其次，2021年7、8月份，中国出口市场份额优势已显著收窄，其中一个关键点在于欠发达国家在全球出口中的份额，从此前大幅低于2019年同期水平，回到与2019年同期相近。也就是说，尽管对这些欠发达国家来说，疫苗普及度仍显著落后，但其已愈发适应了与疫情共存，生产能力已有显著修复的迹象。当然，新变异毒株的出现、海外疫情的反复，势必会延长中国出口市场占有率处于高位的时间；但随着变异病毒毒性下降、新冠疫苗普及、特效药物取得进展，海外生产能力将进一步恢复，对中国出口市场份额的不利影响将会愈发凸显。

再次，2021年7月以来，扣除价格因素的中国出口量增长已显著下滑，出口增速中约有一半是价格因素贡献的。即便不考虑价格因素将随着大宗商品价格见顶而减弱，出口对中国经济的拉动效果也已出现了减弱迹象。

**在外循环贡献趋于减弱的背景下，内循环的重要性势必进一步凸显。**基于疫后我国消费恢复缓慢、且目前呈现出后劲不够足的状况，2022年在扩大内需方面或将加强政策发力。2021年12月8日的国务院政策例行吹风会上，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，“十四五”时期将推动农村居民消费梯次升级，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，可能就是促进消费政策的一个前阵。

当前中国消费恢复面临的挑战主要是中长期的：一是，居民债务负担对消费能力的约束开始凸显。2009年以来，我国居民部门杠杆率从17.9%攀升至2021年三季度62.1%，2020年居民债务余额和还本付息额在可支配收入中的占比分别达到

137.9%和 15%，已排在全球主要国家前列。这是房价高企对居民消费挤出效应的一个体现。二是，从收入分配角度，疫情以来我国居民人均可支配收入的中位数增长持续低于平均数增速，意味着收入分配的不平等在扩大，从而会压低边际消费倾向。另外，中国在 1962-1973 年出现了持续 10 余年的第一波生育高峰，1962 年新出生人口数是 1961 年的 2 倍多，达到了 2491 万人，1963 年到 1973 年，新出生人口都在 2400 万以上。如果考虑男性 60 岁退休、女性 55 岁退休，那么现在这一批人口正值“退休潮”，从而也会压低边际消费倾向。三是，2018 年以来地产后周期消费（建筑装潢、家具、家电）持续拖累整体消费增长，而截至 2021 年 10 月，房地产销售面积单月同比的两年平均已连续 3 个月为负，这一拖累因素有待缓解。

上述问题需要在中长期经济的持续增长中去化解，我们认为，合理增加公共消费或是个突破口。本次会议指出“在教育、医疗、养老、住房等人民群众最关心的领域精准提供基本公共服务”。2010-2020 年，中国 GDP 最终消费支出中，政府最终消费支出占比一直在 29.7%-30.8% 之间窄幅波动，公共消费没有很好地发挥逆周期调节功能。国际对比看，中国的公共消费率也长期低于全球平均水平。有学术研究表明，中国公共消费率每提高 1%，居民消费在长期内可能增加 0.39%，公共消费对私人消费具有“挤入”效应。2020 年中国基尼系数为 0.468，仍明显高于 0.4 的国际警戒线，增加公共消费以缓解中低收入人群的后顾之忧，也是“共同富裕”顶层目标下财政政策的应有之义。

## 五、 如何实现房地产业良性循环？

2022 年经济工作中，对房地产的部署更加注重“加强预期引导”。会议指出要“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”（去年是“要高度重视保障性租赁住房建设”），“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”（银保监会在 2021 年 10 月 21 日新闻发布会上的表述是“对首套房购房者予以支持”），“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”（相比于 12 月 6 日中央政治局会议，把“良性循环”放在了前面，并增加了“因城施策”的前提）。这就表明在前期政策叠加导致房地产业信心低沉的情况下，政策开始注重“住有所居”的根本目标，以及恢复房企投资信心的政策意图。

**基于 2022 年政策的转变，以及“十四五”时期我国房地产行业仍然存在战略支撑力量，我们认为，不宜线性外推式地对 2022 年房地产投资过于悲观，2022 年中国的房地产投资或仍可实现 1% 左右增速。**首先，2021 年 8 月 31 日，国新办新闻发布会上明确了“十四五”期间“努力实现全体人民住有所居”的政策目标。住房是人民群众对美好生活向往的一部分，“房住不炒”打击的是房地产投机，而非刚需和改善型需求。而作为总量政策的货币政策，我们预计总体上会比较调适，目前个人住房贷款利率水平相比于历史水平并不算高，应可以支持房地产销售保持小幅正增长的水平上。

其次，进入“十四五”时期，我国“十三五”期间所积累的交通基础设施建设红利，将从三四线城市向城市群和都市圈进一步迁移。我国房地产市场的底层逻辑正在发生悄然但重大的变革，即进一步转向以区域的高质量发展为依托，以农村人口和流动人口的市民化、以城市群和都市圈的一体化（本次会议提出“要深入实施区域重大战略和区域协调发展战略”）、以“住有所居”背景下的普惠性和改善型住房需求为主要增量来源。在改善性、市民化、城市群三大新发展动能的支撑下，房地产销售的基本面并未崩塌，且房地产行业的发展愈发融入、内嵌到高质量发展的进程中。

再次，保障性住房建设有望成为 2022 年房地产投资增长的重要一极。我们梳理目前已经公布“十四五”期间保障房发展规划的城市，根据其规划进行假设推演，得到 2022 年全国保障性租赁住房涉及的房地产开发投资可拉动房地产开发投资同比多增 2.1 个百分点。考虑到保障性住房的概念更广泛，以及保障房与商品住房的捆绑目标，这一拉动效果可能更为显著。

**当前要扭转房地产投资不断下滑的趋势，核心要解决两方面问题：一是，尽快加快土地供应。**要有效控制房价，尤其解决人口流入的热点城市房价过高问题，根本上还是要增加住房供给，而其前端就是土地供应。2021 年至今土地供应规模的缩水，将对 2022 年房地产开发投资产生显著的负面影响，也不利于地方政府财政收入保持平稳，因此亟需进一步理顺集中供地机制。这也是实现“住有所居”发展目标的应有之义。**二是，“信心比黄金贵”。**要使房企回到高周转、降杠杆的良性轨道上，还需要政策给予稳定呵护。2021 年 12 月 3 日银保监会要求“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，就是缓解房企资金来源过紧的重要信号，本次会议“加强预期引导”更是明确了政策的方向。

## 六、中国经济何以稳中求进？

除了更加积极的财政货币政策、房地产政策的针对性调整，根据本次会议的部署，2022年中国经济“稳中求进”还增添了两个有利条件。

一是碳达峰、碳中和政策路径的调整。本次会议通稿中专用一段阐述“要正确认识和把握碳达峰碳中和”，指出“要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变”“要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”。这是对2021年三季度各地拉闸限电、煤炭等大宗商品价格大幅上涨，对经济造成冲击的进一步纠偏。

2021年以来部分地区和行业“运动式”减碳的一个重要原因是，碳达峰、碳中和“30.60”目标较为抽象，缺少明确的、量化的中间目标。三季度由于部分地区冲刺完成能耗双控考核，主要工业品产量增速快速下挫。2021年10月，中共中央、国务院联合印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》后文简称为《工作意见》，标志着“1+N”文件体系中的“1”正式发布。其中明确了2025年和2030年的量化考核目标，我们梳理发现，中国完成2025年和2030年这两个关键时间节点考核的难度并不大，压力主要在从碳达峰到碳中和这个时期。这为2022年政策更好平衡经济增长和绿色转型提供了空间。

二是明确“提升制造业核心竞争力”。本次会议部署了“启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批‘专精特新’企业”“优化民营经济发展环境，依法保护各类市场主体产权和合法权益，政策要一视同仁、平等对待”，这些表述更加突出了制造业在高质量发展中的关键性作用。

制造业投资可以说是2021年以来中国经济的一个亮点。这主要得益于制造业资本开支周期的启动，货币政策对制造业中长期贷款的支持，以及出口高景气的保持提振了制造业盈利水平。我们认为，2022年，制造业投资有望继续受益于资本开支周期的驱动，在绿色转型和“强化国家战略科技力量”的顶层目标驱动下，制造业投资仍然值得高看一眼。不过，考虑到出口高景气的有利环境减弱，绿色转型对制造业投资的拉动还需路径信号的进一步明确、是个渐进过程，制造业投资“高歌猛进”的条件尚不成熟。

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\\_31071](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31071)

