

2022 年稳增长有望靠前发力，结构性改革围绕双循环战略展开

——2021 年中央经济工作会议要点解读

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2021 年 12 月 10 日，中央经济工作会议召开，分析研究 2022 年经济工作。我们对本次会议做以下要点解读：

一、2022 年宏观经济管理目标：稳字当头，着力稳定宏观经济大盘。

强调“稳字当头”有两个原因：一是会议指出，“在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，同时“外部环境更趋复杂严峻和不确定”。我们判断，这主要是指受全球疫情波动，国内消费修复偏缓，以及房地产市场下行等因素影响，当前及未来一段时间国内宏观经济面临新的下行压力。二是 2022 年将召开党的二十大，需要保持平稳健康的经济环境。为此，明年的经济工作将坚持稳字当头，顶住经济下行压力，稳定宏观经济大盘，避免经济增速滑出“合理区间”。我们理解，“合理区间”指的是 GDP 增速要处于我国潜在经济增长水平附近，即 5.0%至 6.0%的区间之内。初步判断，明年两会政府工作报告确定的经济增长目标将是“5.0-5.5%”。这一方面能与今年“6.0%以上”的增长目标相衔接，同时也能确保我国经济继续处于中高速增长状态，为稳就业提供坚实基础。

二、2022 年上半年宏观政策将向稳增长方向适度倾斜，靠前发力。

具体政策安排方面，本次会议提出“宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”其中，“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”，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。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”。会议特别强调，“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，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”。

我们分析认为，与 12 月 6 日政治局会议公报相比，本次会议对财政政策、货币政策的部署更加具体，政策节奏安排更加明确。其中，强调“政策发力适当靠前”，主要源于受房地产市场处于“寒潮期”等因素影响，明年经济下行压力主要集中在上半年。

本次会议强调“宏观政策要稳健有效”，一方面是指要保持宏观政策的连续性、稳定性、可持续性，

不会搞“急转弯”。值得注意的是，本次会议指出，“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”，“要立足以煤为主的基本国情”，“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，加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解”。我们认为，这意味着明年宏观政策实施将更加强调综合平衡，会对政策效应有更加充分的预判和应对预案，不会再出现类似拉闸限电的现象。这本身就能对稳经济发挥重要作用。另一方面，本次会议强调宏观政策要“有效”，主要是指政策要在对冲经济下行压力方面取得实际效果。具体而言，就是要在明年上半年经济下行压力较大时段，保持必要的政策力度，防止经济运行滑出合理区间。

首先是对财政政策的要求，“要提升效能，更加精准”。我们认为，“提升效能”包括多个方面，当前的重点是财政政策要在明年上半年稳增长中取得实际效果，其中就包括适度加快预算内投资和新增地方政府专项债投资进度，确保明年上半年形成实物工作量。具体衡量指标是基建投资在明年上半年有望明显提速。为此，本次会议提出“要保证财政支出强度，加快支出进度”。着眼于保证财政支出强度，我们判断 2022 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模都不会大幅下调，有可能分别达到 3.0% 和 3.5 万亿，较今年分别小幅下调 0.2 个百分点和 1500 亿。考虑到今年已发未用的专项债资金结转因素，明年财政实际支出强度会比今年有所增大。

“加快支出进度”方面，一是指专项债额度将恢复提前下达，即明年部分专项债额度将在今年底下达，明年一季度就会开闸发行，发行节奏较今年显著前移。二是明年上半年基建投资将明显加快。我们判断，明年一季度基建投资增速有可能从今年四季度的同比负增长，转为 7% 左右的正增长。这样可以有效对冲房地产投资增速下滑对经济运行造成的冲击。

“更加精准”方面，我们判断，明年财政政策将在支持国民经济薄弱环节、增强经济发展内生动能方面推出新的政策组合。为此，会议要求“实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资”。当前中小微企业普遍面临上游大宗商品和工业品价格上涨带来的成本压力，经营困难加剧，其本身又承担着稳就业的重任。而适度超前开展基建投资、特别是新基建投资，则是培育、壮大经济增长新动能的重要基础。

其次是稳健的货币政策“要灵活适度”。我们判断，在当前的经济背景下，“灵活”指的是明年上半年货币政策稳增长会及时出手，并且要适当体现前瞻性；下半年经济企稳转强，政策方向有可能转向边际收紧；“适度”主要是指在跨周期调节下，明年的货币政策力度不会过猛，避免引发经济大起大落，给将来留下风险隐患。实际上，本次会议强调财政政策“可持续”也有类似含义，主要是防止政策力度过大，政府杠杆率快速上升。我们判断，着眼于稳定宏观经济大盘，明年上半年货币政策边际向宽是大

方向，有可能延续降准，必要时也会小幅下调政策利率。这意味着债牛仍有下半场，明年上半年在降准、降息等宽松措施推动下，10年期国债收益率仍有进一步下行空间。不过，下半年经济增长动能转强后，不排除货币政策边际收紧，市场利率掉头向上的可能。由此，我们认为，明年以10年期国债收益率为代表的市场利率将呈“前低后高”走势，其中10年期国债收益率波动区间将大致在2.7%-3.0%之间。

会议要求，明年货币政策要“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”。我们认为这里有两个含义：首先，明年上半年货币政策边际宽松带来的增量资金会优先向小微企业等重点领域投放；其次，明年结构性货币政策还将担当重要角色，其中支小再贷款规模可能继续扩大，碳减排支持工具将开始发力，也不排除推出定向支持科技创新政策工具的可能。

第三是房地产政策重申“房住不炒”，房地产调控政策基调不变。这意味着接下来房地产调控方向不会转向大幅放松。在当前房地产行业处于“寒潮期”的背景下，会议强调“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，表明政策重心已从前期的抑制房价高涨，转向防止因市场过冷、供应不足而伤及刚需。我们判断，当前房地产金融环境由冷转暖的势头至少会延续到明年上半年。这将确保个别头部房企违约风险不会向整个行业大规模扩散。值得一提的是，会议要求“推进保障性住房建设”，考虑到明年房地产投资有可能出现下滑，推进保障性租赁住房、共有产权住房等建设，有助于缓和房地产投资下行压力，同时也能切实为“新市民”等刚需群体解决一部分住房需求。可以看到，近期上海、浙江等地已出台了力度较大的建设计划。

针对近期个别头部房企违约可能引发的风险，本次会议未有直接提及，但会议强调，“要继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针，抓好风险处置工作，加强金融法治建设，压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任。”这意味着当前房地产市场风险已引起中央充分重视，明年相关风险防范力度会进一步加大，个体风险向整个行业扩散的传导路径将被封闭，更不允许其对金融安全形成冲击。

三、2022年结构性改革围绕双循环主线展开

本次会议对明年的结构性改革做出重要部署，主要是围绕加快构建双循环新发展格局展开。构建双循环新发展格局有四项主要内容：一是推动自主技术创新，解决“卡脖子”问题，二是增强产业链安全，三是扩大内需，四是高水平开放。会议对明年结构性改革的政策部署中，均有针对性地对以上四项内容做了具体安排。

针对第一项内容，会议提出“科技政策要扎实落地”，其中的重点将是抓好关键核心技术攻关，强化

国家战略科技力量。在增强产业链安全方面，会议提出“提升制造业核心竞争力”，“保障产业链供应链稳定”。十四五期间产业政策的一个重点就是要支持制造业转型升级，包括要将关键产业链环节留在国内。为此，2020年以来金融对制造业投资的支持力度大幅上升。

扩大内需方面，会议提出“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”。我们认为，明年这方面政策的一个重点将是促进消费持续恢复。受国内疫情散发影响，2021年居民消费修复偏缓，1-10月社零累计两年平均增速仍远低于疫情前。由此，下一步扩内需的重点是要促进居民消费加快修复，未来一段时间促消费政策有可能进一步加码。长期来看，今年强调的共同富裕目标将为提升居民消费提供基础性支撑。最后，会议明确提出要“推动制度型开放，落实好外资企业国民待遇，吸引更多跨国公司投资，推动重大外资项目加快落地”。我们判断，2022年国内自贸区建设、申请加入重要国际多边经贸组织、金融等服务业领域对外开放步伐都有望加快，这也是牵制美国对华脱钩政策的最有效反制手段。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

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_31076

