



报告日期：2022年3月22日

保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行

——3月16日国务院金融委专题会议点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。我们点评如下：

- 一、俄乌冲突本质上是美俄对抗，不排除延续至2024年的可能；
- 二、中短期宏观经济存隐忧，“稳增长”依旧在政府目标体系中位居首位；
- 三、货币政策是“稳增长”的主力军之一，“宽信用”优先于“宽货币”；
- 四、有力有效防范化解房地产风险，今年不扩大房地产税改革试点城市；
- 五、保持资本市场平稳运行，共同维护资本市场的稳定发展。

风险因素

1. 俄乌冲突激烈程度超预期；
2. “稳增长”政策力度低于预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220322）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
2. 英大宏观评论（20220321）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
3. 英大宏观评论（20220314）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
4. 英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
5. 英大证券2022年1月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度
6. 英大宏观评论（20220222）2022年CPI突破3.0%的概率较低，PPI年内低点大概率位于10月
7. 英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业PMI的差值难以大幅收窄，1季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
8. 英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告
9. 英大宏观评论（20220210）2022年税收收入增速大概率较2021年下行，民生是2022年财政支出的重点领域
10. 英大宏观评论（20220207）短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑2022年利润增速
11. 英大宏观评论（20220125）1季度货币政策还将“稳中有松”，短期内10年期国债到期收益率反转概率较低
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）

目录

一、俄乌冲突本质上是美俄对抗，不排除延续至 2024 年的可能.....	3
二、中短期宏观经济存隐忧，“稳增长”依旧在政府目标体系中位居首位.....	3
三、货币政策是“稳增长”的主力军之一，“宽信用”优先于“宽货币”.....	4
四、有力有效防范化解房地产风险，今年不扩大房地产税改革试点城市.....	5
五、保持资本市场平稳运行，共同维护资本市场的稳定发展.....	6



事件：3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。

点评：

一、俄乌冲突本质上是美俄对抗，不排除延续至2024年的可能

会议指出，当前的形势是“复杂”的。我们认为，目前的复杂局势包括俄乌冲突、大宗商品价格上涨、新冠肺炎疫情恶化以及主要经济体收紧货币政策等。其中，俄乌冲突位列当前复杂局势的首位：**一**是因为俄乌冲突属于国际政治，以及外交与军事领域，脱离了经济学的范畴；**二**是因为乌克兰是目前全球各方力量的角力场所；**三**是因为战场形势瞬息万变，单个战争具有不可复制性。反观大宗商品价格上涨、新冠肺炎疫情恶化以及主要经济体收紧货币政策等，在历史上曾经多次出现，有经验与规律可以借鉴。

对于俄乌冲突走势的研判，3月1日我们在《英大宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中提出，“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”。3月1日至3月7日，俄乌局势进一步紧张，在资本市场上体现为布伦特原油期货主力合约冲高至139.13美元/桶，创2008年8月以来新高，而COMEX黄金期货主力合约冲高至2078.8美元/盎司，居于历史高位。

在俄乌前四轮谈判均告失败的背景下，当前俄乌冲突局势再度紧张。市场关注的焦点是，俄乌冲突大概率在什么时候结束？对此，我们在前期观点的基础上，进一步推断并认为：只要拜登担任美国总统，则俄乌冲突大概率还将持续。众所周知，俄乌冲突本质上是美俄对抗。在俄乌冲突持续将近一个月，且俄乌双方互不让步的情况下，拜登与普京之间的私人关系大概率恶化，而拜登与普京均作为总统，分别对美国以及俄罗斯政府有绝对影响力。拜登与普京私人关系恶化在国际领域的体现就是美俄持续对抗。考虑到拜登的任期自2021年1月开始，在2025年1月结束。据此，我们不排除俄乌冲突持续至2024年的可能。换一个角度看，对于拜登而言，必须在乌克兰问题上取得成绩，在国内才能连任成功，在国际上维持美国的影响力，而对于普京而言，同样必须在乌克兰问题上取得成绩，在国内才能树立威信，在国际上拓展俄罗斯生存空间。因此，对于拜登与普京而言，在乌克兰问题上妥协的余地不大。

二、中短期宏观经济存隐忧，“稳增长”依旧在政府目标体系中位居首位

在1-2月宏观经济取得“开门红”的背景下，“稳增长”是否要减码是市场关注的焦点。从会议看，“稳增长”力度还将维持在较高水平。这一判断的依据有以下三点。**第一**，会议开宗明义指出，在复杂的形势下，“最关键的是坚持发展是党执政兴国的第一要务”，表明发展经济是我国当前的首要任务，这与“坚持以经济建设为中心”相呼



应，最终实现“保持经济运行在合理区间”这一目标，也就是“5.50%左右”。**第二**，在1-2月宏观经济数据大幅超预期的背景下，会议指出，要“切实振作一季度经济”。那么，1季度宏观经济有哪些隐忧？从2月经济数据看，主要有三个隐忧：**一是**虽然2月规模以上企业工业增加值累计同比录得7.50%，较2021年两年平均增速加快1.40个百分点，但是2月小型企业PMI生产指数录得41.10，较前值下行4.20个百分点，创2020年3月以来新低，表明规下企业工业增加值累计同比大概率不乐观，小型企业经营面临的困难越来越大；**二是**2月服务业生产指数同比增长4.20%，虽然比2021年12月份加快1.2个百分点，但是比2021年两年平均增速回落1.8个百分点；**三是**2月城镇调查失业率录得5.50%，触及政府预期目标“城镇调查失业率全年控制在5.5%以内”的上限。**展望3月**，国内新冠肺炎新增确诊病例数仅次于疫情最为严重的2020年2月，高于2020年1月疫情爆发以来的其他月份，大概率利空3月社会消费品零售总额当月同比。**第三**，从全年宏观经济走势看，基建投资增速、出口增速以及制造业投资增速这三个主要经济变量大概率“前高后低”，具体看，高点在1季度，低点在4季度。这就意味着，**如果未持续推进跨周期与逆周期调节等“稳增长”举措**，下半年宏观经济的压力要大于上半年。

在以上背景下，会议指出，要“全力落实中央经济工作会议精神和全国‘两会’部署”。2021年中央经济工作会议要求，“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，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”。3月5日《政府工作报告》指出，“今年工作要坚持稳字当头、稳中求进”，“面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置”。可见，“稳增长”依旧是在政府目标体系中位居首位。

三、货币政策是“稳增长”的主力军之一，“宽信用”优先于“宽货币”

我们认为，在“稳增长”过程中，货币政策大概率承担重要角色。**第一**，从组织架构上看，国务院金融稳定发展委员会办公室设在人民银行总行，易纲行长任副主任兼办公室主任。这一制度安排表明央行是金融委的主要执行部门，有利于央行快速贯彻执行金融委相关决策。**第二**，会议指出，“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”，与3月5日《政府工作报告》所提出的“扩大新增贷款规模”相呼应。前者从新增贷款增速的角度提出“宽信用”要求，后者则从新增贷款规模的角度提出“宽信用”要求。在2021年金融机构新增人民币贷款为19.95万亿元的背景下，预计2022年金融机构新增人民币贷款大概率超21万亿。**第三**，在“货币政策要主动应对”的背景下，“宽信用”与“宽货币”哪个优先？我们认为“宽信用”优先于“宽货币”，毕竟会议明确提出“新增贷款要保持适度增长”。支持我们这一判断的另外一个逻辑是，降准可降低商业银行资金成本，进而推动商业银行下调LPR报价，也就是说，降准可为降息创造条件。因此，虽然我们认为“宽信用”优先于“宽货币”，但是也不能排除后期“宽货币”的可能。**第四**，“货币政策要主动应对”将延续到什么时候？短期之内，新冠肺炎疫情以

及俄乌冲突还将冲击宏观经济。即使新冠肺炎疫情在 3 月得到有效控制，但是收入所承受的冲击在短期之内难以修复，因此下半年消费增速不会太高。我们坚持《英大宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“‘灵活适度’基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告”的判断。

3 月 21 日，国务院常务会议指出，要“加大稳健货币政策对实体经济的支持力度”，“坚持不搞‘大水漫灌’，同时运用货币政策工具保持社会融资适度增长”。对此，我们的解读有四点。**第一**，国务院常务会议的级别高于国务院金融稳定发展委员会的专题会议，这就意味着“加大稳健货币政策对实体经济的支持力度”得到更高层级的确认。**第二**，会议指出，“坚持不搞‘大水漫灌’，同时运用货币政策工具保持社会融资适度增长”，我们认为这句话的重点在后半句，而不是前半句。**第三**，“运用货币政策工具保持社会融资适度增长”预示两点：**一是**社会融资规模存量同比大概率在 1-2 月的基础上上行，相应地，M2 同比大概率也将上行；**二是**降准是推升 M2 的传统手段，这就意味着后期央行降准的概率将上升。**第四**，降准降低商业银行资金成本，通过成本传导，有利于央行下调 LPR 报价。

四、有力有效防范化解房地产风险，今年不扩大房地产税改革试点城市

会议指出，“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。**第一**，“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案”表明两点：**一是**此前的政策在力度与效度方面表现不佳；**二是**目前房地产企业面临较大风险。2 月诸多指标表明房地产市场承受较大压力：**一是**从“销售-新开工-施工-竣工”链条看，绝大部分指标出现恶化迹象，如 2 月商品房销售面积累计同比录得-9.60%，较前值大幅下行 11.50 个百分点，2020 年 10 月以来首次进入负值区间；**二是**从房地产的资金链条看，2 月房地产开发资金来源合计累计同比录得-17.70%，较前值大幅下行 21.90 个百分点，为 1998 年 7 月有数据记录以来新低，表明房地产企业的资金链条继续恶化。**第二**，“提出向新发展模式转型的配套措施”。2021 年中央经

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_39655

