

【申银万国期货】中央经济工作会议落幕，趋势回暖仍需等待

——中央经济工作会议&11 月经济数据解读

2021 年 12 月 16 日

分析师：唐广华
 从业资格号：F3010997
 投资咨询号：Z0011162

联系人：叶慧超
 从业资格号：F03086553
 电话：021-50581703
 邮箱：yehch@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
 邮编：200122
 电话：021 5058 8811
 传真：021 5058 8822
 网址：www.sywgqh.com.cn

摘要：

- **中央经济工作会议顺利召开：**2021年12月8日-10日，一年一度的中央经济工作会议在北京召开。会议指出，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力……”。本次会议正面对当前经济下行压力，尤其进入下半年以来，我国经济下行压力加大。
- **会议指出要把握时度效：**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。必须加强统筹协调，坚持系统观念。”
- **明年有七大任务：**宏观政策要稳健有效；微观政策要持续激发市场主体活力；结构政策要着力畅通国民经济循环；科技政策要扎实落地；改革开放政策要激活发展动力；区域政策要增强发展的平衡性协调性；社会政策要兜住兜牢民生底线
- **11 月经济数据依旧趋势放缓：**目前消费依旧没有复苏到位，11 月社会零售规模同比增长仅为 3.9%，两年平均增速由 4.6%回落至 4.4%。环比增速由 0.40%回落至 0.22%。今年前 11 月制造业投资由 14.2%回落至 13.7%，两年平均增速由 4.0%回升至 4.7%。11 月单月同比增速由 10.1%微幅回落至 10.0%，两年平均增速则由 6.9%回升至 11.2%。11 月工业增加值同比增速由 3.5%回升至 3.8%，两年平均增速由 5.2%回升至 5.4%，环比增速则由 0.39%小幅回落至 0.37%。11 月官方制造业 PMI 中的生产指数由 48.4%回升至 52%，重新站上荣枯线。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

一、中央经济工作会议定调明年工作

2021 年 12 月 8 日-10 日，一年一度的中央经济工作会议在北京召开。每年年底的经济会议非常重要，一般是基于前不久召开的政治局会议并且将部分工作进一步细化。每年会议的通稿一般包含六大部分：1. 总结当年的经济工作成绩；2. 指出当年党领导的经济取得的规律性认识；3. 指出当年工作的不足；4. 分析未来国际国内形势；5. 明确第二年工作总目标和基调；6. 下一阶段具体工作。

1. 会议明确三重压力

会议指出，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力……。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”。本次会议正面当前经济下行压力，尤其进入下半年以来，我国经济下行压力加大。需求方面房地产强力调控已经疫情对消费的冲击导致企业和居民需求端明显收缩。供给方面，部分地区执行双碳政策时过于激进，将中长期目标短期化，导致了能耗供给冲击，这一现象在 11 月有所好转。同时，今年对房地产、互联网、教培行业的整顿在经济下行期导致居民政府和企业对经济增长预期明显转弱。在保持经济全球领先地位的诉求下，需注重与防范经济出现失速风险，经济增速需保持在合理区间。同时由于今年下半年经济增速基数较低，政策无需大规模宽松就可以推动经济维持较高增速，因此 2022 年 5.5% 的 GDP 增速基本可实现。

2. 政策改革把握时度效

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。必须加强统筹协调，坚持系统观念。” 本次会议强调理顺发展与改革的关系，**坚持跨周期调节与逆周期调节的有机结合**，进一步要求财政政策和货币政策要协调联动。当前政策的发力点在于逆周期调节，稳增长成为经济工作的首要目标，旨在保持经济运行在潜在增长中枢附近。此外，经济工作的改革发展稳定将保持定力，继续推进供给侧结构性改革和制度型对外开放。对于货币财政政策，本次会议提出了三点思路：**1. 逆周期政策与经济结构调整之间面临权衡取舍**。预计明年政策的出台和发力将充分考虑节奏、力度和预期效果，一揽子逆周期政策的落地推进将实现全局规划，加强各类政策的协调性、适配性和可持续性；**2. 供给侧结构性改革主线维持不变**。2022 年的经济工作将把优化供给结构作为主攻方向，把总需求调控与深化供给侧结构性改革统一起来，把短期调控与长期调控、总量调控与结构调控统一起来。**3. 经济建设重回政策重心**。会议指出“必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，全党都要聚精会神贯彻执行，推动经济实现质的稳

步提升和量的合理增长。”这说明经济增长的重要性高于经济结构调整，稳增长的政策取向将贯穿 2022 年的一揽子调控政策。

3. 会议提出明年七大任务

今年的中央工作会议提出了下一阶段的七大任务。首先，宏观政策要稳健有效。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。其次，微观政策要持续激发市场主体活力。政府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。第三，结构政策要着力畅通国民经济循环。政策要深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。第四，科技政策要扎实落地。具体要实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划。第五，改革开放政策要激活发展动力。在扩大高水平对外开放的同时，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。第六，区域政策要增强发展的平衡性协调性。预计明年会深入实施区域重大战略和区域协调发展战略，促进东、中、西和东北地区协调发展。第七，社会政策要兜住兜牢民生底线。由于明年就业压力空前，政策上预计会统筹推进经济发展和民生保障，健全常住地提供基本公共服务制度

二、11 月经济数据依旧趋势放缓

1. 需求预期转弱导致消费超预期下行

从支出法角度来看，目前消费依旧没有复苏到位，11 月社会零售规模同比增长仅为 3.9%，两年平均增速由 4.6% 回落至 4.4%。环比增速由 0.40% 回落至 0.22%。扣除价格因素同比实际增长 0.5%，为去年 9 月以来的最低水平。11 月疫情有所恶化，导致线下接触型消费持续低迷。11 月餐饮收入增速由 2.0% 回落至 -2.7%，两年平均增速则由 1.1% 回落至 -1.2%。但疫情并非主要原因，据官方统计，今年双十一支付宝总交易额同比增长 8.45%，远低于去年的 85.6%，首次出现个位数增长。1-11 月份，实物商品网上零售额增速回落至 13.2%，为 2020 年 6 月以来最低增速，但占社会消费品零售总额的比重则由 23.7% 上升至 24.5%，由于线上消费并不受疫情影响，反映出网下消费更弱。

统计局数据显示，11 月全国城镇调查失业率为 5.0%，较上月上升 0.1 个百分点。16-24 岁人口调查失业率为 14.3%，比上月上升 0.1 个百分点。由于房地产产业链收缩，双减政策落地，以及互联网企业扩张进入平台期，就业压力或逐渐显现，导致居民

储蓄意愿提高，消费需求下滑。同时，前三季度全国居民人均可支配收入名义同比增长 10.4%，人均可支配收入中位数累计同比增长 8.0%，均低于 GDP 名义同比增速 13.9%，从而拖累居民消费。

2. 制造业维持投资企稳

今年前11月制造业投资由14.2%回落至13.7%，两年平均增速由4.0%回升至4.7%。11月单月同比增速由10.1%微幅回落至10.0%，两年平均增速则由6.9%回升至11.2%。制造业投资增速较稳主要有如下几方面原因：1. 今年前10个月，制造业利润同比增速由42.9%回落至39%，营业收入利润率持平于6.6%，均高于疫前水平，新一轮周期启动前期企业资本开支意愿较高；2. 近期高层屡屡提及支持“专精特新”中小企业，引导企业加大技术改造投资，强化科技创新和产业链供应链韧性，1-11月高技术产业投资两年平均增长14.2%，较1-10月加快0.7个百分点，继续发挥牵引作用；3. 在全球产业链运行不畅的背景下，中国产品行销世界，出口红利持续时间相对较长，为制造业企业保障了订单需求。

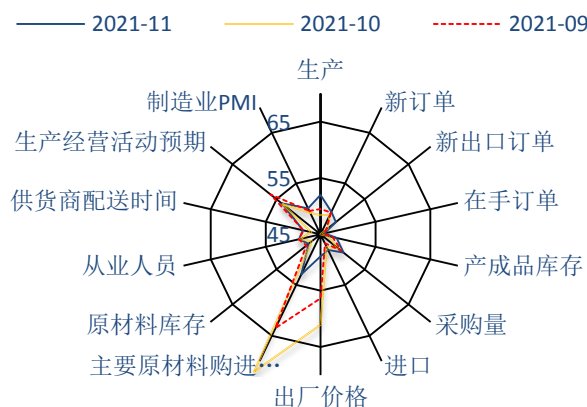
3. 基建复苏仍不及预期

今年前11月基建投资增速由1.0%回落至0.5%，两年平均增速由0.9%回落至0.8%；11月单月同比增速由-2.4%下降至-3.6%，两年平均增速由0.9%回落至-0.1%，明显弱于预期。从资金方面来看，11月新增专项债5761亿元，达到年内最高水平。截至11月底，专项债发行进度已经达到95%，基本完成发改委10月提出的全年发完的目标。11月新增城投债净融资2383亿元，为下半年以来最高水平，资金逐渐到位，但尚未转化为实物工作量。我们判断在今年经济增速达成不成问题的前提下，政府年底用基建稳增长的意愿有所削弱，目的可能在于控制地方政府融资风险。这一点也在上周的中央经济工作会议中有所体现，跨周期和逆周期经济政策有机结合。

4. 工业品生产有所回升

11月工业增加值同比增速由3.5%回升至3.8%，两年平均增速由5.2%回升至5.4%，环比增速则由0.39%小幅回落至0.37%。11月官方制造业PMI中的生产指数由48.4%回升至52%，重新站上荣枯线。11月以来，电力供应能力持续提升、原材料价格大幅下跌以及需求短期改善等多重因素提振下，工业产能加快释放。全国层面缺电现象11月明显改善，海外Omicron疫情发酵下出口交货值两年平均增速由7.8%回升至11.0%，达到年内最高水平。日前央行已经宣布本月15日正式降息，并且推出了定向降准，国务院常务会议提出将去年两项即将到期创新货币政策转换为普惠小微企业贷款工具并可以滚动使用再贷款规模，政策目前还是致力于小微企业为主。

图 1：PMI 显示经济已经边际好转（%）

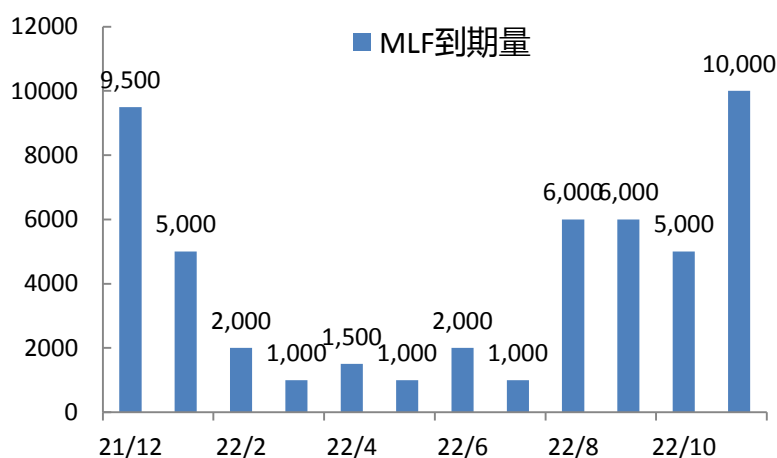


资料来源：Wind，申万期货研究所

三、下一阶段货币财政政策展望

12 月 15 日，央行开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，操作利率为 2.95%，与 11 月持平，连续 21 个月保持这一水平。与此同时，中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1.2 万亿元。对冲到期的 MLF 后，此次新增长期资金为 7500 亿元，同时央行继续开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，实现资金长中短不同期限组合，既满足了跨年流动性需求，又优化了银行体系资金结构。

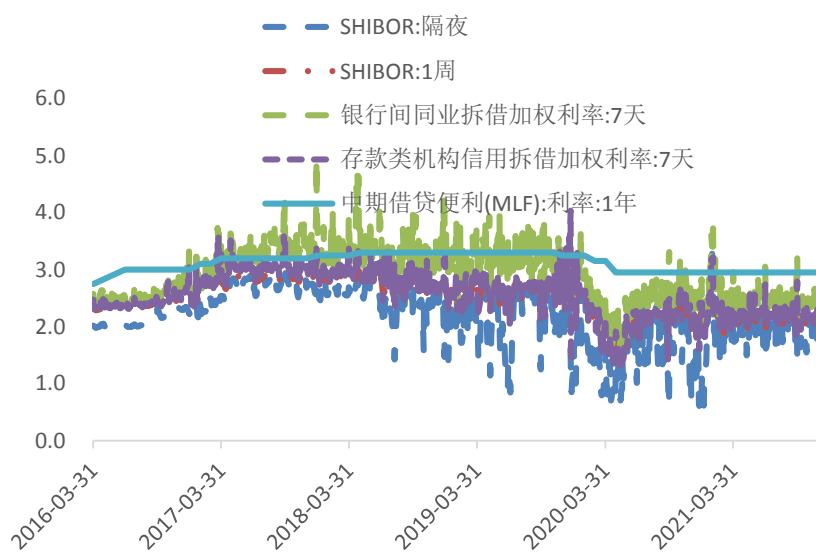
图 2：明年上半年 MLF 到期量较低



资料来源：Wind，申万期货研究所

由于央行在降准时表示“稳健货币政策取向没有改变”，当前还看不到 MLF 降息的迫切性和必要性。降准刚刚实施，此时应引导金融机构用好降准资金，而不是急于降低政策利率，这意味着短期内 MLF 利率不会降。但此次降准落地后，叠加 7 月降准在降低银行资金成本方面的累积效应，商业银行目前资金较为充裕，我们预计 12 月 20 日公布的 LPR 报价很可能小幅下调，从而在降低企业贷款利率方面起到代替政策性降息的作用。

图 3：银行间质押式 7 天回购加权利率和 SHIBOR1 周走势(%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

2、财政实物工作量即将落地

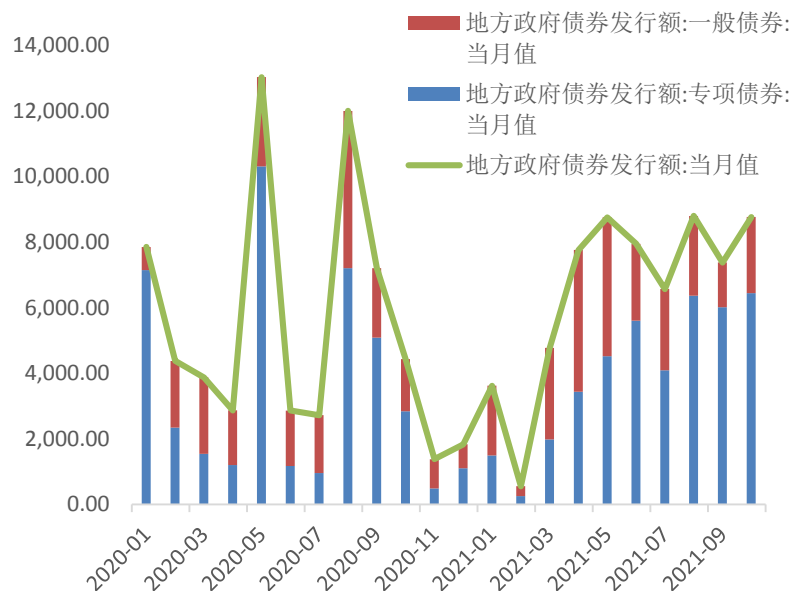
11 月 24 日的国常会提出，面对新的经济下行压力，要加强跨周期调节，在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时，统筹做好今明两年专项债管理政策衔接，更好发挥专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资，以利扩大内需、促进消费。目前财政部已向省级财政部门下达了 2022 年提前批专项债额度。此外，提前批一般债额度也一并下达。这意味着额度及项目储备均已到位，2022 年地方债预计元旦后将开启发行。国家发改委发言人表示近期已对地方报送的 2022 年专项债券项目从投向领域方面进行了筛选，形成准备项目清单，这将为明年专项债券加快发行使用打下扎实的项目基础。

3、专项债发行短期难以刺激见效

2021 年 8 月公共预算收入同比增速为 2.7%，在剔除基数效应后，两年平均增长 4%，相比 7 月的 7.4% 有所回落。截至 2021 年 9 月底，新增专项债发行 2.37 万亿元，加上 2020 年剩余用于

补充中小银行资本金的 1494 亿元专项债度，新增专项债发行占 2021 年全年限额的 65.4%，不及去年同期接近 90%。考虑到发改委要求 11 月底之前今年债务发行完毕，10 月和 11 月每月有平均 7000 亿规模。但是由于政治局会议要求压控地方政府融资平台金融风险，今年财政部对于专项债的审批难以放松。对于 2022 年提前批额度，目前监管部门要求需在 2022 年一季度形成实物工作量。与此同时，监管部门同期也一并下达了 2021 年剩余约 2000 亿地方债额度。从三季度投向来看主要聚焦于民生、交通基建等久期较长的领域，预计明年一季度能够形成实物工作量，短期刺激力度有限。

图 4：专项债四季度不及预期（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

4、稳预期是明年一季度政策着力点

近期闭幕的中央经济工作会议明确了明年的七大任务，提出坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，保持经济运行在合理区间。同时重提“六稳”和“六保”，由于明年即将召开 20 大，一季度我们认为稳预期将是政策主要着力点。

货币政策方面目前降准已经生效，定向降息已经落地，短期内再度降息意义不大，预计仍旧是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，结构化宽松政策预计延续。财政方面要提升效能，中央经济工作会议提出更加注重精准、可持续，同时要保证财政支出强度，加快支出进度。预计一季度基建项目审批加速，全年财政前置效应明显，平稳过渡明年上半年的投资谷底期。

四、近期宏观经济数据情况

指标名称	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
工业											
工业增加值累计同比(%)	10.10	10.90	11.80	13.10	14.40	15.90	17.80	20.30	24.50	35.10	25.40
工业企业利润总额累计同比(%)		42.20	44.70	49.50	57.30	66.90	83.40	106.10	137.30	178.90	
制造业PMI	50.10	49.20	49.60	50.10	50.40	50.90	51.00	51.10	51.90	50.60	51.30
消费											
社会零售总额累计同比(%)	13.70	14.90	16.40	18.10	20.70	23.00	25.70	29.60	33.90	33.80	
投资											
固定资产投资累计同比(%)	5.20	6.10	7.30	8.90	10.30	12.60	15.40	19.90	25.60	35.00	
房地产开发投资累计同比(%)	6.00	7.20	8.80	10.90	12.70	15.00	18.30	21.60	25.60	38.30	
基建投资累计同比(%)	-0.17	0.72	1.52	2.58	4.19	7.15	10.36	16.91	26.76	34.95	
	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
固定资产投资累计值	494082.00	445823.00	397827.00	346913.00	302533.00	255900.00	193917.00	143804.00	95994.00		
房地产开发投资完成额	137314.00	124933.62	112568.07	98059.73	84895.41	72179.07	54318.08	40239.76	27575.82		
进出口											
出口金额当月同比(%)	22.00	27.10	28.20	25.60	19.30	32.20	27.80	32.20	30.50	154.70	24.60
进口金额当月同比(%)	31.70	20.60	17.60	33.10	28.30	37.10	52.00	44.00	39.10	18.90	28.70
贸易差额(亿美元)	717.10	845.40	668.29	583.44	562.26	507.96	437.12	410.62	118.92	354.68	617.66
金融											
社会融资规模存量同比(%)	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00

资料来源：Wind，申万期货研究所

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。