



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2021 年
中央经济工作会议
宏观及投资策略分析

农银国际证券研究部

2021 年 12 月 13 日



2021 年中央经济工作会议的宏观及投资策略分析

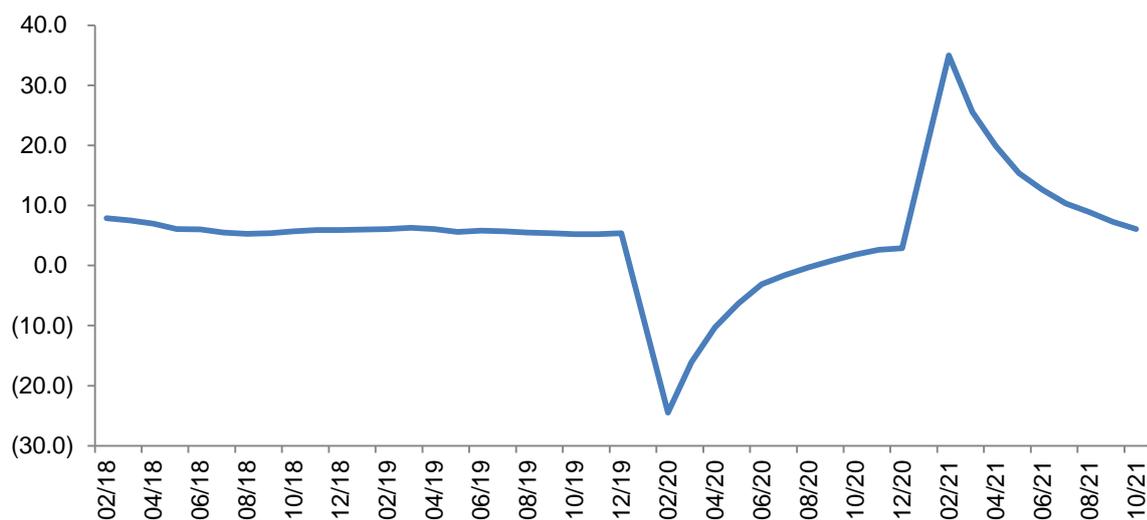
经济师姚少华、分析师董耀基

中央经济工作会议的宏观解读

中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京举行。习近平在会上发表重要讲话，总结 2021 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2022 年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

会议首先肯定了今年沉着应对百年变局和世纪疫情，实现了“十四五”良好开局。但同时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。需求收缩主要指内需疲弱。一方面是房地产投资以及基建投资乏力导致整体投资增速放缓（图表 1），今年 7 月至 10 月整体投资、房地产投资以及基建投资分别下跌 0.1%、1.8% 以及 6.6%。另一方面受疫情和居民收入放缓导致整体消费低迷（图表 2），7 月至 10 月零售销售增速仅为 5.1%。供给冲击指全球疫情冲击下大宗商品供给短缺，导致中国 PPI 高企，中小企业以及中下游企业经营成本上升。此外，传统能源向新能源转化中，受政策误解导致阶段性供给不足。预期转弱指市场主体对明年经济出现悲观情绪，或影响居民消费意愿以及企业投资意愿。

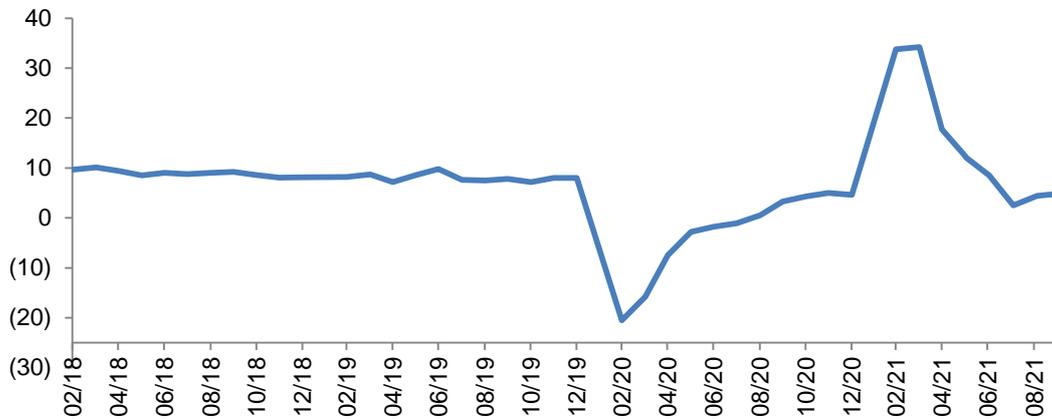
图表 1：中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源：国家统计局、农银国际证券



图表 2: 中国零售销售增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

基于以上判断，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的责任，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。所以明年经济工作的核心是稳增长，特别是在房地产行业大幅放缓下找到新的增长点来阻止经济明显下滑。

会议对明年的宏观政策进行了定调，确定明年宏观政策要稳健有效。稳健的意思是政策保持连续性、稳定性、可持续性，有效是指政策要有效果。会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要保证财政支出强度，加快支出进度。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。从上面的表述可看出明年的财政政策将较今年积极，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投资的政策。我们预计明年的减税降费规模或由今年的 1.2 万人民币上升至 1.5 万亿人民币。土地市场的显著降温将为地方政府财政收入带来压力。因此，我们预期 2022 年地方政府专项债发行规模将继续扩大。

货币政策方面，会议提出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。有见于经济放缓压力较大，我们预期 2022 年人民银行将继续下调 RRR 一至两次，基准利率不排除下调可能。此外，货币政策将继续向小微企业、科技创新行业、绿色行业倾斜，这些领域将获得更多的金融资源支持。房地产行业不会有大幅的金融支持，仅有边际放松针对居民首套房的按揭需求以及符合条件的房地产企业的开发贷需求。



科技政策方面，会议要求科技政策要扎实落地，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。我们可以预计在未来相当长一段时间里以美国为首的西方国家将加大对中国的技术封锁力度，所以中国须加快形成核心技术突破体系，实现重大领域关键核心技术突破。通过科技创新提高全要素生产率，令投资回报率上升。我们预计中国将在芯片和半导体、软件、精密机械、新材料等高科技领域加大投放资源，做到关键核心技术自主可控。拥有强大创新能力和核心技术的专精特新“小巨人”企业将获得更多的财政及金融支持来实现技术突破、创新及升级。我们可以预见明年高科技板块将获得更多的增长空间。

在房地产方面，中央经济工作会议再次强调住房不炒，房地产政策大方向未见明显改变。但文中亦提及因城施策促进房地产业良性循环和健康发展的政策，反映部分地区，特别是三四线城市下行压力较大，在限购限价政策方面或作出一些松动。根据国家统计局数据，新建商品房销售额跌势正在加快，10月份数字同比下降-23%至1.24万亿人民币（图表3）。70大中城市房价数据显示，10月份一线、二线和三线城市新建商品住宅销售价格分别环比持平、下降0.2%和下降0.3%，反映低线城市住房需求正在减弱。特别是文中提到支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，这或意味除刚需以外，一些改善性二套房需求或获得支持，部分非热点城市限购政策或适当放松。另一方面，坚持租购并举等相关字眼在去年中央经济工作会议亦有出现，在融资方面或继续给与开发商相关优惠。但值得注意的是，在中央经济工作会议中首次提到了“探索新的发展模式”。特别是今年以来高杠杆开发模式已经难以为继，部分企业爆发债务危机，要从发展模式上防范房地产金融风险。地价过高，前期投资巨大是引致开发商高杠杆主因，今年在卖地方面有新的集中供地政策，未来在卖地模式上或有更多不同新政。

图表 3: 新建商品房销售额



来源：国家统计局、农银国际证券



会议还明确了需要正确认识和把握的五个方面的问题（图表 4）。一是要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径。实现共同富裕目标，首先要通过全国人民共同奋斗把“蛋糕”做大做好，然后通过合理的制度安排把“蛋糕”切好分好。二是要正确认识和把握资本的特性和行为规律。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。三是要正确认识和把握初级产品供给保障。四是要正确认识和把握防范化解重大风险。五是要正确认识和把握碳达峰碳中和。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。我们认为未来包括新能源产业、环保产业在内的绿色经济将获得长足的发展。绿色债权与股权融资的发展无疑有广阔的空间。我们预计明年新增绿色贷款金额或突破 1 万亿人民币水平。

图表 4：2022 年需要正确认识和把握的五个方面的问题

1. 要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径
2. 要正确认识和把握资本的特性和行为规律
3. 要正确认识和把握初级产品供给保障
4. 要正确认识和把握防范化解重大风险
5. 要正确认识和把握碳达峰碳中和

来源：2021 年中央经济工作会议、农银国际证券



投资主题

研究部主管陈宋恩

中央经济工作会议向资本市场传达了以下投资主题。

高质量的发展

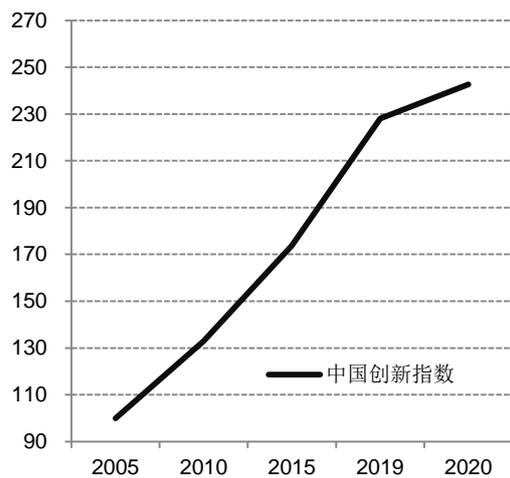
根据中央经济工作会议提出的要求，高质量发展包括以下要素。

- 创新驱动发展
- 要在推动高质量发展中强化就业优先导向，提高经济增长的就业带动力。
- 实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役

我们有以下判断。

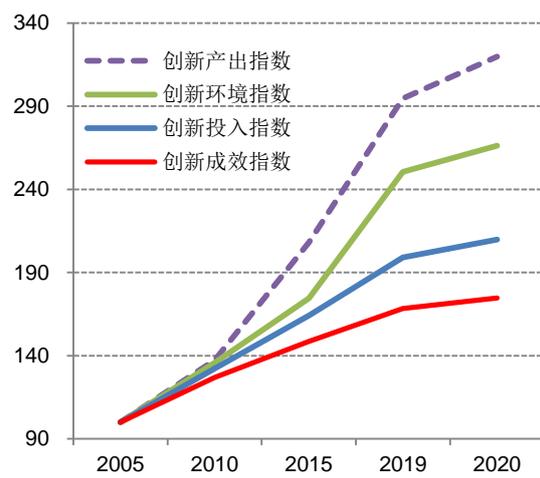
创新驱动发展。根据国家统计局的数据，在过去三个五年计划中，以创新指数衡量的创新是创造就业和提振经济产出的催化剂。创新指标近十五年来不断提高，但改进方向不平衡，有待解决。创新环境（如人均 GDP、劳动力中大专及以上学历人数、理工科毕业生占适龄人口比重等）和创新产出（如科技论文、专利授权、发明专利授权、商标拥有量等）显著改善，但创新投入和创新成效改善滞后。这些滞后因素将拖累长期产出的增长势头。因此，在未来几年中，增加创新投入（如 R&D 活动等）和注重创新成效（如单位 GDP 能耗、人均主营业务收入等）成为创新发展可持续发展的重要因素。

图表 5: 创新指标近十五年来不断提高



2005 年的指数基数=100
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 6: 创新环境和产出显著改善，但创新投入和成效改善滞后

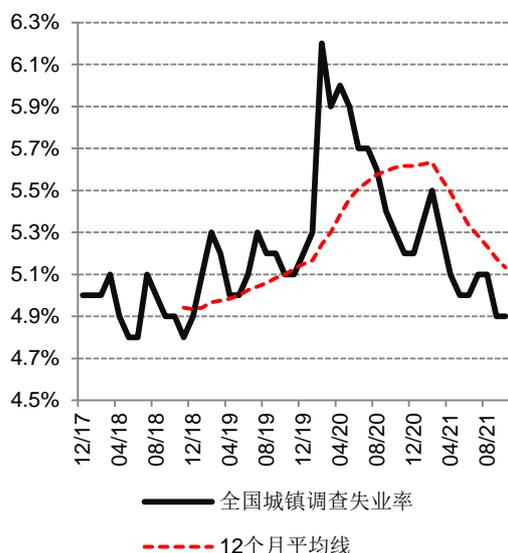


2005 年的指数基数=100
来源：国家统计局、农银国际证券



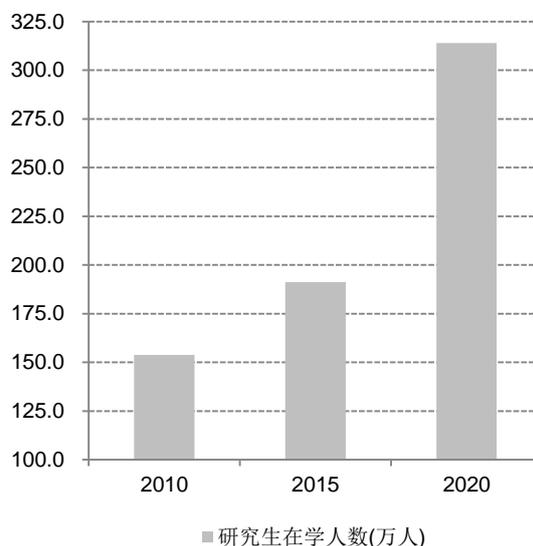
从人口红利向工程师红利转变。在过去两年的新冠危机期间，保护市场主体在保护就业方面发挥着重要作用。全国城镇调查失业率已降至新冠危机爆发前的水平。2021年10月，全国城镇调查失业率已经下降到4.9%。前十个月的城镇调查失业率也下降到5.1%。我们同意创新推动高质量发展。然而，维持创新的基本投入要素是优质劳动力的投入。经济将受益于从人口红利向工程师红利的转变。工程师红利指高学历具有先进的技术技能劳动力将在各类市场主体中发挥更重要的作用。半导体产业、生物科技产业、新能源产业的蓬勃发展是工程师红利效应的结果。“十二五”期间研究生在学人数的复合年增长率为4.4%。“十三五”期间的复合年增长率上升至10.4%。他们是未来创造工程师红利的要素。

图表 7: 全国城镇调查失业率已降至新冠危机爆发前的水平



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 8: 在学研究生是未来创造工程师红利的要素



来源：国家统计局、农银国际证券

双碳目标: 碳达峰碳中和。这两个目标引导了高质量经济的发展路径。然而，它们都是长期目标。那么，如何分阶段实现这些目标呢。会议中提到的最重要的一点是“坚持先立后破”。我们理解这会成为“先做加法，后做减法”。加法是先建立足够大的清洁能源装机容量，以满足经济发展对能源的需求；之后，高碳排放的能源将逐步被替代。

我们判断，发展绿色经济已成为未来几年全球投资的主体。尽管如此，在“十四五”期间，化石燃料能源仍然是中国经济的主要能源。中国计划到2025年非化石燃料能源占能源消费总量的20%。2020年，煤炭、石油和天然气分别占能源消费总量的56.8%、18.9%和8.4%。2020年，非化石燃料和其他形式的能源消费占能源消费总量的15.9%。“十三五”期间能源消费总量的复合年增长率为2.78%。如果“十四五”期间能源消费复合年增

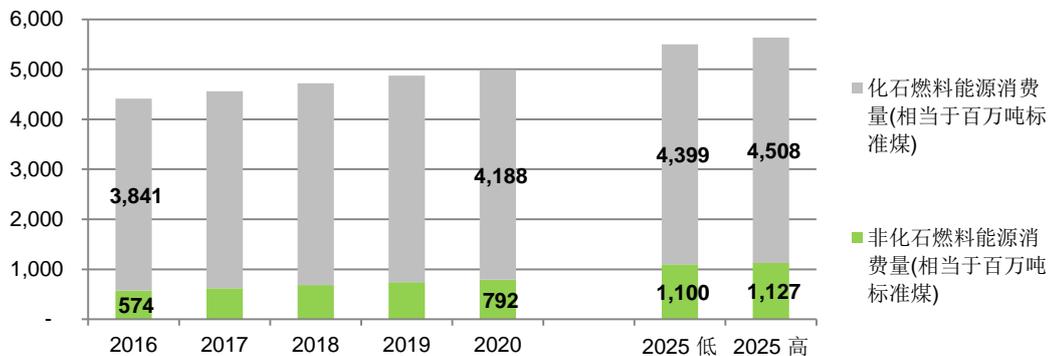


长率保持在 2.0-2.5%范围内，到 2025 年化石燃料能源消费占总能源消费的比例降至 80%，那么“十四五”期间隐含的化石燃料能源消费量和非化石燃料能源消费量的复合年增长率将分别为 0.99-1.48%和 6.79-7.31%。

这一估计表明，化石燃料仍然是经济的主要能源，未来几年对化石燃料能源的需求仍在增长，因此确保化石燃料能源的稳定供应对于保持经济发展的稳定至关重要。增加非化石燃料能源消费量在经济中的比重的前题条件是增加绿色能源的装机容量（如水电、核能、风能和太阳能装机容量）和扩大绿色能源供应基础设施（如制氢设施、输气设施、储能设施、充电设施等）。相应的设备供应商和基础设施承包商将成为早期受益人。我们观察到两项有价值的技术将在未来几年吸引投资行业的注意力 - 非化石燃料能源开发和碳捕获技术。促进碳中和的恐惧或障碍源于对减少使用化石燃料能源将限制经济发展的担忧。碳中和意味着碳捕获或吸收等于碳排放。因此，为了实现碳中和，碳捕获技术的作用变得至关重要。市场倾向于认为减少化石燃料的使用将对经济发展产生不利影响。假设化石燃料消耗产生的碳排放可以被捕获和储存。在这种情况下，化石燃料的使用可以继续或以较慢的速度减少，而不会破坏碳中和的目标。

目前，中国的碳排放权交易价格约为每吨 42 元人民币或 6.6 美元，远低于一些西方国家。在西欧，碳排放权的交易价格约为每吨 90-150 美元。低的碳排放权价格几乎没有激励能源用户节约能源，并将能源投入从化石燃料转换为非化石燃料。我们认为，国家首先要建立足够大的清洁能源供应，之后，政府将引导碳排放价格持续上涨，然后市场力量将激励能源用户增加清洁能源消费，减少化石燃料能源消费。

图表 9: 2025 年化石燃料能源消费仍然是经济的主要能源来源



化石燃料能源消费量是指煤炭、原油和天然气的能源消费量
 2025 年低：假设能源消费量从 2020 年到 2025 年的复合年增长率为 2.0%
 2025 年高：假设能源消费量从 2020 年到 2025 年的复合年增长率为 2.5%
 来源：国家统计局、农银国际证券预测



在清洁能源供应链中，早期受益者是设备供应商或生产商和生产设施供应商。此外，到 2025 年，清洁能源仍仅占能源消耗的五分之一，因此，即使在 2025 年之后，清洁能源装机容量的增长仍将持续。这对清洁能源供应链行业的上游供应商来说是一个长期的积极因素。此外，清洁能源的需求不仅在国内，而且在国际上，中国的清洁能源供应链也能够抓住国际需求机会。

据人民银行统计，9 月底，绿色贷款总额同比增长 27.9%，达到 14.8 万亿元。其中，基础设施绿色升级产业贷款余额同比增长 25.7%至 6.99 万亿元，清洁能源行业绿色贷款同比增长 22.8%至 3.79 万亿元。信贷资源的流动对绿色经济发展价值链内的上游设备供应商或生产者是一个积极因素。

专精特新“小巨人”

根据中央经济工作会议提出的要求，要提升制造业核心竞争力，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。

我们认为，“专精特新”企业是创新驱动经济发展和工程师红利的主要受益企业之一。从产品竞争到供应链竞争，再到国家之间的竞争，特别是在核心部件或关键技术领域的竞争是展示国家的竞争力最佳参考。我们认为，重要战略产业的缺陷需要小巨人的支持。根据工信部，专精特新“小巨人”公司是指专注于利基行业、占据高市场份额、拥有强大创新能力和核心技术的领先中小企业。为了保持竞争力，这些小巨人通常表现出对研发活动的高度投入，并拥有重要的知识产权。政府已经确定了 4700 多家小巨人企业，这个数字在未来几年将进一步增加。对小巨人的投资给银行家和投资者带来了机遇和挑战。

专精特新“小巨人”重点专注于工业“四基”- 关键基础材料、核心基础零部件（元器件）、先进基础工艺、产业技术基础，为了提升工业核心竞争力的重要基础。

小巨人诞生于以下具有战略意义的重要行业包括：

- (1) 新一代信息技术
- (2) 高档数控机床和机器人
- (3) 航空航天装备
- (4) 海洋工程装备及高技术船舶
- (5) 先进轨道交通装备
- (6) 节能与新能源汽车
- (7) 电力装备
- (8) 新材料
- (9) 生物医药及高性能医疗器械
- (10) 农业机械装备



这是中国制造 2025 的目标产业。美国及其联盟对中国市场实施的核心部件或技术出口限制，为小巨人提供了足够大的市场发展空间，不用担心进口竞争。

为资本设置“红绿灯”

经济产出的两个基本投入要素是资本资源和劳动力资源。2008 年，美国开始采取量化宽松措施提振经济。自那时以来，量化宽松已成为各国央行支持经济复苏的主要工具。其后果是全球流动性泛滥。过剩的资本资源一方面有助于支持经济发展，但如果资源在经济中无序流动，也会扰乱社会稳定。中央经济工作会议提出要正确认识和把握资本的特性和行为规律。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。要支持和引导资本规范健康发展，坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。

我们注意到几个要点。首先，在量化宽松环境下，资本资源不是稀缺资源，资本资源的过度供给会带来风险。大量流动性的无序流动会导致资产价格的大幅波动，增加系统性风险。这不利于资源合理配置。第二，引导资本资源进入具有战略意义的产业和企业，对于建立国家的长期竞争力更为重要。第三，公有制企业是维护和提升公共利益的理想平台。第四，非公有制企业也很重要，但它们可能不是代表全部公共利益的平台。从这几方面来看，政府偏向于让更多资本和劳动力资源流入公有制企业。

房地产市场政策

中央经济工作会议提出要要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，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，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

我们对该行业的潜在发展有以下看法。一些地方政府可以考虑通过提供更多的政府租赁住房来建立长期的经常性收入来源。从长远来看，政府可以减少对土地销售收入的依赖。出租物业的土地所有权仍在政府手中，政府出租物业的开发成本主要是建筑成本。私人发展商兴建出租物业不会有这项成本优势，因为他们需要承担高昂的土地成本。如果政府兴建更多出租物业，政府房屋项目管理将为私人物业管理服务提供商带来商机。

政府需要引导信贷资源离开房地产市场进入其他战略性重要行业。根据人民银行的数据，房地产贷款（包括房地产开发贷款和个人住房贷款等）占金融机构发放的人民币贷款总额从 2015 年末的 22.4% 增加到 2020 年末的 28.7% 和 2021 年 9 月末的 27.1%。2021 年 6 月末，四大国有商业银行发放的房地产贷款占其国内贷款总额的 36-40%。如果房地产贷款占人民币贷款总额的比例下降 1 个百分点，将释放 1.89 万亿人民币的信贷资源。9 月末，个人住房抵押贷款占人民币贷款总额约 19.7%，房地产开发贷款占人民币贷款总额约 6.4%。为了将房地产市场的信贷资源释放到其他行业，需要抑制这两类贷款的增长。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

全面实行股票发行注册制

中央经济工作会议提出要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革。我们相信，A股主板的股票发行将在2022年进行注册制。这一变化可能有助于缩短A股主板上市申请的等待时间。这对中国投资银行业来说是个好消息。这对创投机构和私人股本投资者来说也是个好消息。然而，IPO公司发行的大量新股可能会给股市估值带来压力，除非需求按比例增加。A股主板注册制还将吸引在香港上市的大型H股和红筹股公司回归国内市场发行股票上市融资。



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华及董耀基作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报($\sim 10\%$)
持有	市场回报($\sim 10\%$) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim +10\%$)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim -10\%$)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2008 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2008-20 年的复合增长率为 9.2%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2021 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863