

证券研究报告 / 宏观数据

政策的温和退坡与重心调整

——2020 年中央经济工作会议点评

报告摘要：

明年宏观政策总体基调是连续性、稳定性和可持续性，政策操作上强调要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。我们认为明年总量层面退出节奏预计相对缓和，收紧幅度相对可控。更多是审时度势下的相机抉择，边走边看的状态，更多是结构性政策为主要抓手。货币政策方面，更加强调精准性，但总量层面没有释放明显收紧信号。首先，宏观杠杆率依旧是保持基本稳定，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，打消市场对于明年去杠杆的担忧。财政政策方面，从年中政治局会议的“积极有为”到“提质增效、更可持续，保持适度支出强度”，我们认为明年财政政策在总量层面是相对收敛的，即广义赤字空间有所压缩，但并不会出现明显收紧。结构层面上，财政政策重心继续向新基建和民生领域倾斜，传统基建难有发挥空间。

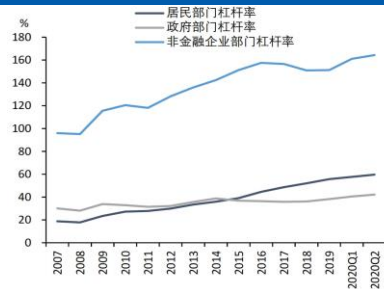
在经济工作上，本次会议强调了八大任务，整体表述较为务实，同时还提出具体对策。首先将“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”放到前列，足以凸显其重要性。同时还提出种子及耕地问题，强化粮食安全的重要性，这些都是未来供给侧结构性改革的主线。其次，会议强调“需求侧管理”。对于消费而言，最根本的就是促进就业，在分配领域加大力气。我们认为除了传统的个税制度改革之外，还可以从解决高收入人群的避税行为，以及从单纯个税征收转向以家庭为主体进行操作。同时，中央还指出几类促消费的措施，“有序取消一些行政性限制消费购买的规定”指向部分地区的汽车限购措施可能会继续放松；

“充分挖掘县乡消费潜力”与近期商务部推行汽车、家电下乡等措施相一致；“合理增加公共消费”，指向公共财政支出继续向民生领域倾斜。对于投资而言，政策重心在于数字经济、新基建、制造业设备更新和技术改造，进一步明确了投资端中新旧动能切换的问题，再一次强化我们对于明年制造业投资将成为经济亮点的结论。同时，房地产调控方面，本次会议重点强化租赁住房建设，增加土地供应、降低租赁住房税费等。会议还首次提出“做好碳达峰、碳中和工作”，而碳达峰的对立面，就是要提高非化石能源的占比，大力发展新能源，保证稳定输出和持续供应仍然是十四五期间急需解决的问题。

综合来看，我们认为本次定调对于股债而言都释放相对乐观的信号。对于股市而言，稳杠杆的信号确定，意味着整体流动性环境不会出现过快收紧。行业来看，整体利好科技、消费、新能源大方向，农业在时点上超预期、金融利好有限。对于债市而言，一方面，货币政策不会过快退出、以及财政政策的温和退坡，意味着明年债市利率上行的空间相对有限，但全年趋势性机会尚不明朗。

风险提示：海外疫情持续反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《美联储未加码宽松，但持敞开态度》

--20201217

《预计四季度 GDP 有望升破 6%》

--20201216

《欧央行如期加码宽松，海外流动性难以收紧》

--20201214

《政治局会议释放哪些关键信号？》

--20201213

《社融拐点确认，但信用收紧仍待时日 --- 11 月金融数据点评》

--20201210

《央行释放维稳信号，利率上行有望暂缓 --- 流动性周度观察（2020 年第 49 周）》

--20201209

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	宏观政策不急转弯	3
1.1.	政策退出节奏相对温和，更多为审时度势、相机抉择	3
1.2.	货币政策：稳杠杆	3
1.3.	财政政策：温和退坡	4
2.	科技创新引导供给侧改革	4
3.	需求侧管理：扩内需与完善租房市场	5
4.	再次强化反垄断和防止资本无序扩张	5
5.	落实碳达峰工作，大力发展新能源	6
6.	股债市场影响	6

12月16日-18日，中共经济工作会议召开，总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年经济工作，强调了八大任务：强化国家战略科技力量；增强产业链供应链自主可控能力；坚持扩大内需这个战略基点；全面推进改革开放；解决好种子和耕地问题；强化反垄断和防止资本无序扩张；解决好大城市住房突出问题；做好碳达峰、碳中和工作。我们认为主要传递以下信息：

1. 宏观政策不急转弯

1.1. 政策退出节奏相对温和，更多为审时度势、相机抉择

在针对当前经济形势的评估中，会议表述并未过度乐观，而是以稳增长、防风险为主，坚持底线思维，与12月11日政治局会议强调的风险意识相一致。这也是宏观政策暂不急转弯的重要基础。会议指出“我国经济恢复基础尚不牢固，明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”其次，同政治局表述一致，明年是一个特殊的年份，正值建党100周年以及十四五开局元年，政策的目的在于维稳经济，即**努力保持经济运行在合理区间**，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，防止政策过快退出导致风险暴露。

明年宏观政策总体基调是连续性、稳定性和可持续性。具体来看，“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。我们认为这句话包含了两层含义，一是随着经济的恢复，疫情冲击逐步消退，宏观政策应当是回归正常化的节奏，今年以来货币财政双宽松的局面较难复现。二是，考虑到政策的连续性和可持续性，总量层面退出节奏预计相对缓和，收紧幅度相对可控。更多是审时度势下的相机抉择，边走边看的状态。“精准有效”则意味着明年更多是结构性政策为主要抓手。

从官方的表态来看，政策取舍主要看三方面因素，一是供给端修复不均衡的情况是否得到缓解，例如中小企业景气度偏弱，近期工业品领域供给不足的情况较为突出；二是国内消费能够持续有效恢复，家电等可选消费较为疲软，年初以来汽车消费也暂未回正；三是疫情的冲击暂未消退，明年海外经济共振式复苏仍具备不确定性。

1.2. 货币政策：稳杠杆

货币政策方面，总基调为“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”。与去年中央经济会议相比，更加强调精准性，但总量层面没有释放明显收紧信号。首先，宏观杠杆率依旧是保持基本稳定，打消市场对于明年去杠杆的担忧。同时“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，较今年三季度货币执行报告中提出的“反映潜在名义GDP增速”而言，态度上出现一定缓和。我们预计明年社融增速将回落至10%-11%附近。同时，本次会议并未提及“保持流动性合理充裕”，我们认为结合前述分析，并非释放货币大幅收紧的信号，由于明年货币政策更多是相机抉择的情况，不提及的原因可能在于防止出现预期管理混乱的问题。除此之外，本次会议额外指出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，意味着稳汇率，维持国际收支平衡也是货币政策明年关注的主要目标之一。

1.3. 财政政策：温和退坡

财政方面，我们认为明年财政政策在总量层面是相对收敛的，即广义赤字空间有所压缩，但并不会出现明显收紧。一方面，从收入端来看，明年税收收入的修复有望补充财政资金，今年 1-11 月公共财政收入累计增速仅为-5.3%。同时，通稿中未涉及去年经济工作会议提及的“减税降费”，我们认为可能明年更多是执行前期的减税措施，不太会开展更大规模的行动，疫情期间推出的一些临时性降成本措施预计会平稳有序收回，也有助于收入端的进一步改善。另一方面，从支出端来看，今年 1-11 月公共财政支出累计增速仅为 0.7%，同过去几年 7%-8%的增速仍有较大差距。我们认为明年税收收入修复的积极力量会超过赤字率收敛的影响，公共财政支出的力度不会减弱，特别国债的退出以及专项债的逐步“退坡”会对政府性基金支出有一定影响，但整体而言并不会出现财政悬崖的情况。对比 2019 年经济工作会议以及今年历次政治局会议，财政政策的表态从“大力提质增效，更加注重结构调整”到“积极的财政政策要更加积极有为”再到“财政政策注重实效”，最后到本次会议提到的“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”。明显感受到了后疫情时代，财政政策的托底作用在逐步消退。

在结构层面上，财政政策重心继续向新基建和民生领域倾斜，传统基建难有发挥空间。从通稿中出现的顺序来看，依次是“国家重大战略、科技创新、经济结构调整、调节收入分配”。此外，党政机关要坚持过紧日子”意味着继续压缩一般性支出，与去年基调保持一致。同时，本次会议特别指出，“抓实化解地方政府隐性债务风险工作，打击各种逃废债行为”。可以预见的是，十四五期间，地方债务扩张速度将逐步放缓，财政回归再平衡过程，举债规模同收入端相匹配。而“打击各种逃废债行为”重在稳定市场预期，恢复债券市场投融资功能，但考虑到这一利好此前已经被市场消化，对金融利好效应有限。

2. 科技创新引导供给侧改革

首先，在八大重点任务中，科技创新位于首位，足以凸显其重要程度。对于未来科技创新方向和重点，会议中主要提到几点：一是科技创新关键在于顺应国家战略性需求，尤其是与国家发展和安全相关领域。二是从具体工作安排来看，会议指出，发挥好科研院所的重要作用、重视基础研究、引导企业积极参与、加快人才培养、完善激励和评价机制等等。

其次，强化产业链供应链安全稳定的重要性，减少对外部环境的依赖度，尤其是我们看到今年疫情发生以来，供应链的自主可控性愈发凸显。会议主要指出三点发展方向，一是，补短板与锻长板协同并进，不仅尽快解决一批“卡脖子”问题，而且要强化优势领域的产业地位，防止制造业订单外流的风险；二是，要实施好产业基础再造工程，有助于实现供应链的稳定性。三是提升产品质量形成有效的产品供给，同时强化共性技术供给，有利于技术的多领域运用。

本次会议还特别提出种子及耕地问题，显示出国家对于粮食安全的重视程度。今年疫情发生后，各国贸易保护主义兴起，欧洲、东南亚等国对于粮食的禁运行为在国际上造成了不小的风波，同时受洪涝、台风、虫灾等因素影响，国内部分品种出现产量增速放缓的情况，因此粮食安全又再一次提上日程。会议中重点指出，“关键在

于**落实藏粮于地、藏粮于技战略**。“藏粮于地”指向的是“牢牢守住 18 亿亩耕地红线，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，规范耕地占补平衡”，即通过守住耕地面积稳定粮食生产底盘。“藏粮于技”指向的是“加强种子库建设，有序推进生物育种产业化应用，开展种源“卡脖子”技术攻关，加强农田水利建设”，即利用科学技术增加粮食的单产量以及产量的稳定输出。考虑到往年中央在 1 月份会出台一号文件聚焦农业，本次中央经济会议提前指出，时点上超出市场预期。

3. 需求侧管理：扩内需与完善租房市场

需求侧管理的顺位仅次于科技和产业链的供给侧改革，会议强调“坚持扩大内需这个战略基点，形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”。从 12 月政治局会议首次提出的“需求侧改革”到本次会议提出的“需求侧管理”，二者内容并无差异，区别在于节奏和力度上，管理一词更加温和，也与需求侧作为慢变量的调控相一致。本次会议相较政治局会议而言，将具体内容进行细化，直接点出了相关对策。需求侧管理，包括消费、投资以及储蓄相关的制度安排。

首先，对于消费而言，会议指出“最根本的就是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体”，集中在分配领域加大力气。在就业领域，完善职业技术教育体系；在二次分配领域，一是继续完善社保制度，二是优化收入分配，我们认为除了传统的个税制度改革方向之外，还可以从解决高收入人群的避税行为，以及从单纯个税征收转向以家庭为主体进行操作。

同时，会议还指出几类促消费的措施，一是“有序取消一些行政性限制消费购买的规定”，指向部分地区的汽车限购措施可能会继续放松；二是“充分挖掘县乡消费潜力”，与近期商务部推行汽车、家电下乡等措施相一致；三是“合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”，指向公共财政支出继续向民生领域倾斜。

其次，对于投资而言，政策重心在于数字经济、新基建、制造业设备更新和技术改造，其次是城镇老旧小区改造，现代物流体系建设。这也进一步明确了投资端中新旧动能切换的问题，政策端的倾斜再一次强化我们对于明年制造业投资将成为经济亮点的结论。

最后，我们认为房地产调控也属于需求侧管理的范畴，通过稳定房价，降低住房成本，防止居民加杠杆率对于消费的挤出效应。除去房住不炒、因城施策的传统调控手段之外，本次会议重点强化租赁住房建设。一是“土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房”；二是“降低租赁住房税费负担，对租金水平进行合理调控”。

4. 再次强化反垄断和防止资本无序扩张

继政治局会议上首次提及“强化反垄断和防止资本无序扩张”之后，中央经济工作会议也将此事提上日程，体现出监管的坚决性。一方面，纠正部分互联网企业利用

垄断优势的情况，有助于引导其回归创新发展的道路，这也是政策扶持的初衷；另一方面，有助于缓解中小企业被限制进入的现象，营造公平竞争的市场环节，一定程度上也有助于改善就业环节。在具体对策上，会议指出要完善“平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面”的相关法律法规、加强监管等，

5. 落实碳达峰工作，大力发展新能源

本次会议也首次提出“做好碳达峰、碳中和工作”，2014 年中央就曾提及碳达峰的问题，但是考虑到我国要在 2030 年将碳达峰落实到位，因此本次会议指出，“要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰”。而碳达峰的对立面，就是要提高非化石能源的占比，我国已经提出 2030 年非化石能源占比达到 25%，2019 年该比例为 15.3%。今年以来我国发电量中，有 70%来自火电，17%来自水电，而风电、核电、太阳能仅占比 6%、5%、2%。从装机容量来看，自 2017 年之后包括水电、太阳能在内的可再生能源新增装机容量是在持续回落的，这也能够理解为什么近期在生活和生产用电旺盛的情况下，部分省市电力生产能力有限，导致出现供电紧张的问题，新能源的稳定输出和持续供应仍然是十四五期间急需解决的问题。

6. 股债市场影响

综合来看，我们认为本次会议提到的宏观政策不急转弯对于股债而言都释放相对乐观的信号。对于股市而言，稳杠杆的信号确定，意味着整体流动性环境不会出现过快收紧。行业来看，包括科技、消费、新能源在内的大方向依然是未来的政策主线，但目前来看，市场已经提前反映这一预期。对于农业板块在时点上超出预期，市场目前预计将在 1 月份的中央一号文件中提及，此次是提前出台相关意见。此外打击逃废债有利于稳定市场情绪，但并不释放刚兑信号，同时经历永煤风波后，市场对于信用风险的评估更加谨慎，对金融利好效应不大。

对于债市而言，一方面，货币政策不会过快退出，意味着明年加息概率较小，债市利率上行的空间相对有限；另一方面，财政政策的温和退坡，意味着明年广义赤字规模将有所收敛，明年债市的供给压力相对缓和，同样也压低了利率上行的空间。

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_731

