报告日期： 2020 年 12 月 19 日

中央经济工作会议深度解析

❑ 财政政策要更可持续

中央经济工作会提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”、“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，2021 年进入后疫情时代，财政政策由积极转向回归常态的节奏与经济恢复的节奏将保持一致，当经济修复至疫情前水平，财政工具的力度很可能适当回调，广义赤字下降。

❑ 货币政策保持宏观杠杆率基本稳定

会议对货币政策的措辞要点有：1、“灵活精准、合理适度”意味着 2020 年下半年的货币政策主基调将延续至 2021 年，结构性货币政策最后退出有助于减少信用系统性收缩的风险。2、从“保持宏观杠杆率基本稳定”来看，金融稳定可能成为央行货币政策的首要目标，即货币政策基调转向稳健中性，出现边际收紧，但收紧的过程将是渐进的。3、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意味着 M2 和社融两项货币政策中介目标在 2021 年将经历压降的过程。预计 2021 年一季度央行将开启紧信用，2021 年 M2 增速回落至 9.5%-10%左右，社融增速回落至 10.9%左右，与名义 GDP 增速 10.7%的预测值基本匹配。

❑ 新发展格局的关键是供给创造需求

会议要求，要加快构建双循环新发展格局，紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理。**我们认为，处理好供给和需求之间的关系，还是要扭住供给侧结构改革这条主线，需求侧管理将围绕供给侧改革展开**。因此，构建新发展格局的关键是供给创造需求，一方面通过发展高端制造业补短板，提高供给体系对国内需求的满足能力，另一方面以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。

❑ 突出八项重点任务

会议共提出 2021 年经济工作的八项重点任务：

（1）**科技创新要服务国家战略。**科技战略力量位列八大重点工作之首，一是发挥新型举国体制优势，重组国家实验室；二是推进知识产权一体化保护，建设国际和区域科创中心；三是以揭榜挂帅的方式完善激励机制；四是重点推进基础研究；五是产业方向将重点围绕十四五规划提出的的“四个面向”开展。

（2）**产业自主可控是重要预期差。**会议强调，加大关键核心技术攻关力度，尽快解决一批“卡脖子”问题。我们认为，基础零部件、基础工艺、关键基础材料等方面都将是发展重点，未来有望针对以上方面实施较强的产业政策倾斜。

（3）**不依靠债务扩大内需。**扩大消费，推进收入分配机制改革将是未来的工作重点；传统基建将更加注重民生领域补短板；制造业设备更新和技术改造也是重要方向。

（4）**改革开放营造良好营商环境。**一是进一步营造国际化的营商环境；二是提高上市公司质量；三是发展第三支柱养老保险；四是积极考虑加入 CPTPP。

（5）**粮食安全重在解决种子和耕地。**提高种源技术自主可控能力是粮食安全的重要基础。牢守耕地红线，提升粮食生产效率是粮食安全的重要保障。

（6）**强化反垄断和防止资本无序扩张。**反垄断是国际上的总体趋势，尤其对于互联网平台。会议强调“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”。

（7）**大城市住房问题是民生问题。**住房问题关系民生福祉，一方面坚持房住不炒，另一方面落实保障性租赁住房、长租房政策，丰富住房供给。

（8）**环保重点关注碳排放。**环保工作的后续目标主要落实在碳排方面，主要通过节能减排、优化能源结构等方式实现。

风险提示：新冠病毒变异导致疫苗应用低于预期；中美摩擦超预期变化

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书编号：S1230520070006
邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书编号：S1230520080001
邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜
执业证书编号：S1230120080050
邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

联系人：张浩
执业证书编号：S1230120070054
邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《中央经济工作会议前瞻》2020.12.12

2《十四五规划详解》2020.11.04

3《创新、产业、市场、改革——五中全会公报划重点》2020.10.30

4《关于十四五规划量化指标的建议》2020.08.25

正文目录

1. 财政政策要更可持续 3
2. 货币政策保持宏观杠杆率基本稳定 5
3. 新发展格局的关键是供给创造需求 6
4. 突出八项重点任务 6
4.1. 科技创新要服务国家战略 6
4.2. 产业自主可控是重要预期差 7
4.3. 不依靠债务扩大内需 8
4.4. 改革开放营造良好营商环境 8
4.5. 粮食安全重在解决种子和耕地 9
4.6. 防止资本无序扩张 9
4.7. 大城市住房问题是民生问题 10
4.8. 环保重点关注碳排放 10

图表目录

图 1：财政回归常态，广义赤字下降 4
图 2：全球主要国家基础研究强度比较（%） 7
图 3：国家重点实验室分布 7

1. 财政政策要更可持续

财政强调可持续，广义赤字将下降。百年未有之大疫情背景下，财政政策积极有为，赤字率、特别国债、专项债、减税降费等一系列财政工具发挥重要作用，保障了六保、六稳目标的实现，带动经济修复，我国料将成为 2020 年唯一正增长经济体。中央经济工作会提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”、“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，2021 年进入后疫情时代，财政政策由积极转向回归常态的节奏与经济恢复的节奏将保持一致，当经济修复至疫情前水平，财政工具的力度很可能适当回调，广义赤字下降。**

赤字率大概率回到 3%红线内。从可持续性和防风险角度看，赤字率 3%是重要的财政红线，2021 年政策回归常态，赤字率回调至 3%确定性高，对应 2021 年赤字规模为 33500 亿元，一般公共预算收入与支出的规模为 19 万亿左右（预算收入目标：2021 年同比 5%，2020 年同比-5.3%）和 25 万亿以上（预算支出目标：2021 年同比 2%，2020 年同比 3.8%）。

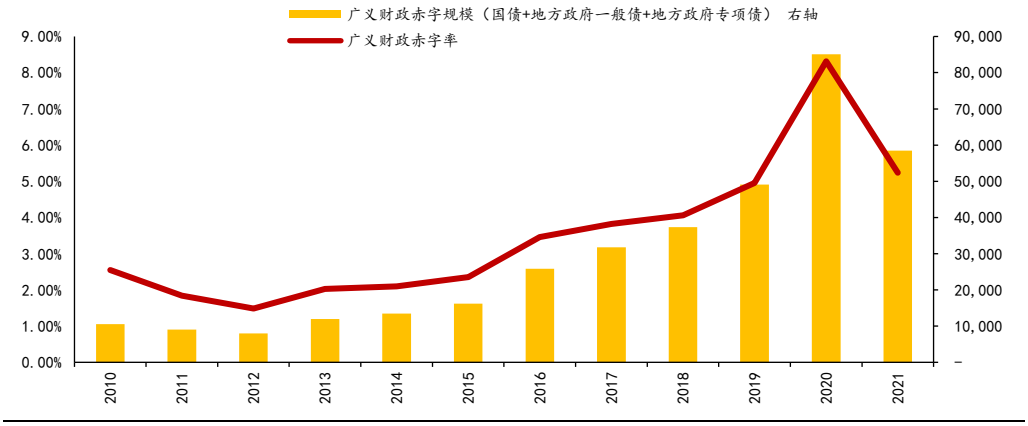
减税降费规模适当回调。预计新增减税降费规模也会下降，十三五期间减税降费规模逐年提升，2016 年至 2019 年分别为 5700 亿、1 万亿、1.3 万亿、2.36 万亿，2020 年应对疫情实施大范围阶段性减税降费，加上翘尾因素规模达 2.5 万亿元；1-10 月，全国新增减税降费 22301.61 亿元，其中新增减税 7461.12 亿元，新增降费 14840.49 亿元。2020 年阶段性减税降费政策导致 2021 年没有翘尾因素支撑，结合十三五规划时期经验，仅从新增减税降费角度来看，我们预计 2021 年新增减税降费规模 1 万亿元左右。

2021 年财政支出将保持适度强度。2020 年一般公共预算支出结构分化，为应对疫情并落实六稳、六保任务，前期财政资金更多集中于卫生健康和社保就业方面，1-11 月支出已落实 90%以上，教育、科技、文体传媒、环保、城乡社区、农林水和交通运输等领域在 12 月仍需投入 16.68%、28.76%、22.51%、36.73%、34.45%、17.74%和 10.85%的预算资金比例，支出进度较慢。2021 年，我们认为，各项政策退出可能导致出现一定的风险释放特征，政策正常化需要把握“不急转弯”的思路。因此，2021 年财政支出结构可能保持适度强度，社保就业领域支出仍强，落实“六稳”、“六保”任务；科技、教育、环保、预算内基建等 2020 年支出较慢的领域，可能在十四五规划的开局之年（2021 年）支出加速。

广义赤字将下降。考虑全年地方债券发行规模相对平稳、专项债到期续作规模增加、一般债补充地方赤字规模相对刚性，我们预计新增专项债规模为 26000 亿，叠加赤字规模 33500 亿元，2021 年我们预计广义赤字及赤字率将环比下降。

土地财政依赖仍存。2020 年地方国有土地出让收入预算目标在-3%左右，但 1-11 月累计同比已经达到 12.9%。在 2020 年地方政府债务性融资规模较高的背景下，地方政府的卖地收入依旧高增，侧面反映出地方政府对土地财政的依赖。进入 2021 年，考虑广义赤字下降体现出政府债务性现金流入的减少，我们认为地方政府对土地财政的依赖性仍会相对较高，预计卖地收入仍将成为重要的地方财政资金来源。我们预计政府性基金收入同比为 2%，而支出受 2020 年高基数影响预计支出规模调减到 11.6 万亿左右，同比增长为-8%。

图 1：财政回归常态，广义赤字下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

增强国家重大战略任务财力保障。2020 年 10 月 31 日，总书记在《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》中指出六大发展战略问题：坚定实施扩大内需战略；优化和稳定产业链、供应链；完善城市化战略；调整优化科技投入和产出结构；实现人与自然和谐共生；加强公共卫生体系建设。

在扩大内需战略方面，消费是我国经济增长的重要引擎，中等收入群体是消费的重要基础。我们认为，通过财政工具调节收入分配对扩大中等收入群体有促进作用。在优化和稳定产业链、供应链方面，“为保障我国产业安全和国家安全，要着力打造自主可控、安全可靠的产业链、供应链”，“国民经济要正常运转，必须增强防灾备灾意识”。同时，财政可向我国产业链、供应链、防灾备灾体系的短板倾斜。在完善城市化战略方面，在城市旧城和老旧小区改造，地下管网、停车场建设，托幼、养老、家政、教育、医疗服务等方面都有巨大需求和发展空间。

此外财政可向老旧小区改造等市场较难发挥作用的领域发力。在调整优化科技投入和产出结构方面，财政可向基础研究发力，优化基础研究布局，做强优势领域，完善高校专业设置，加强基础学科教育和人才培养，补上冷门短板。在人与自然和谐共生、加强公共卫生体系建设方面，财政应向保障生态安全、改善城乡公共卫生环境的基础设施建设有所倾斜。

抓实化解地方政府隐性债务风险工作。会议再度提及化解地方政府隐形债务问题值得关注，一定程度上表明，中央政府对潜在债务风险保持高度关注，但后续推进化解并非一蹴而就，我们提示关注未来财政出台关于隐形债务化解方式的细则文件。

2021 年财政回归常态，关注政策退出对经济指标的扰动。2020 年积极有为的财政政策对增长、就业、企业资产负债表等方面产生了较强的支撑作用，随着 2021 年财政回归常态，政策退出可能对部分经济指标产生扰动。广义赤字下降，基建到位资金规模回落导致 2021 年基建增速可能适当承压；2020 年大规模阶段性减税降费政策带动企业盈利快速修复并转正，2021 年减税降费等降成本政策的力度下降将对企业盈利产生一定扰动，企业盈利的修复有限也将影响相关制造业投资的积极力度。2020 年财政支出重点保障卫生健康和社保就业支出，预计 2021 年仍会保持一定力度的社保就业支出托底就业，科技、教育、环保等其他领域适当加速。

2. 货币政策保持宏观杠杆率基本稳定

会议对货币政策提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制”。

首先，“灵活精准、合理适度”意味着 2020 年下半年的货币政策主基调将延续至 2021 年，结构性货币政策将最后退出。2020 年疫情后，央行通过全面宽松+结构调控并举的方式迅速维稳经济，不仅总量适度，且精准施力，其在退出的过程中，将是先收缩基础货币，再压货币乘数，最后才是结构性货币政策的退出。央行当前仍强调落实和发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，强化对稳企业保就业的金融支持，结构性货币政策定向支持、最后退出，能够切实减少信用系统性收缩的风险。预计 2021 年一季度央行将开启紧信用，但结构性政策如 MPA 对制造业中长期贷款比重的考核仍将持续。

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意味着 M2 和社融两项货币政策中介目标在 2021 年将经历压降的过程。我们预计 2021 年名义 GDP 增速约为 10.7%，在央行货币政策首要目标可能切换至金融稳定而收紧的情况下，预计 2021 年 M2 增速回落至 9.5%-10%左右，社融增速回落至 10.9%左右，与名义 GDP 增速是基本匹配的。

“保持宏观杠杆率基本稳定”措辞与央行三季度货币政策执行报告中的表述一致，预计后续稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点，金融稳定可能成为央行货币政策的首要目标，即货币政策基调转向稳健中性，出现边际收紧。我们通过社融增速预测值初步估算 2020 年末我国宏观杠杆率水平大概率突破 280%（BIS 口径），全年上行幅度超 20 个百分点。未来央行收紧货币政策仅可能出自对金融稳定问题的考量，2021 年一季度开始紧信用概率较大。

会议同时强调“处理好恢复经济和防范风险关系”，这意味着虽然金融稳定问题更加突出，但也不能因防范金融风险而产生过度的经济下行压力，由此我们预计货币政策收紧将是一个渐进的过程。

会议强调“多渠道补充银行资本金”，受疫情冲击影响，银行计提拨备压力上升、加大实体经济支持力度增加信贷投放，同时也面临非标回表压力，我们认为银行资本金将长期面临一定的压力，未来可能不会继续明显压降银行利润。

最后，我们认为完善债券市场法制是打击逃废债的重要保障，有助于缓解信用违约风险，但金融市场对违约事件往往是非线性的反应，仅强调完善债市法制并不一定能根本解决信用收缩的问题，还需配合其他托底政策，防范系统性信用收缩风险。

3. 新发展格局的关键是供给创造需求

会议要求，要加快构建双循环新发展格局，紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理。结合刘鹤副总理 11 月 25 日在人民日报发表的文章，我们认为，经济运行的主要矛盾仍在供给侧，**处理好供给和需求之间的关系，还是要扭住供给侧结构改革这条主线，需求侧管理将围绕供给侧改革展开。**

从这个角度来看，**构建新发展格局的关键是供给创造需求**，具体表现有两点：一是通过发展高端制造业补短板，提高供给体系对国内需求的满足能力，解决部分企业因遭受外部不公平制裁造成的供给短缺对需求的压制问题；二是通过加大科技创力度并发展新型消费，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。

4. 突出八项重点任务

4.1. 科技创新要服务国家战略

科技战略力量位列八大重点工作之首，与十四五规划以“科技创新”为核心的重要精神相呼应。我们认为科技工作的重心将围绕以下五大要点开展：

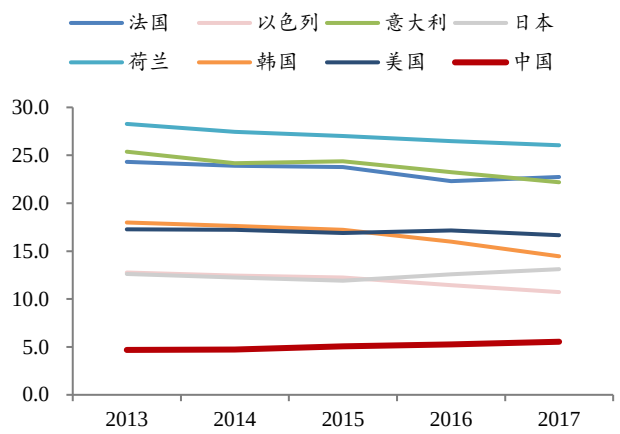
一是发挥新型举国体制优势。2020 年 5 月中共中央政治局常务委员会召开会议时曾指出：“要发挥新型举国体制优势，加强科技创新和技术攻关，强化关键环节、关键领域、关键产品保障能力”。我们认为本项工作的落脚点可能在于重组国家实验室，以国家为重心推进基础科技研究。李克强总理曾于 2020 年 5 月提出“重组国家重点实验室体系攻关揭榜挂帅，发展社会研发机构，深化国际科技合作。”根据《2016 国家重点实验室年度报告》，我国当前共有国家重点实验室 254 个，覆盖 8 个学科领域，主要分布在教育部和中国科学院，其中教育部 131 个，占 51.6%；中国科学院 78 个，占 30.7%；其他部门和地方 45 个，占 17.7%。未来的重组可能通过两大方向开展。一方面是结合科技发展的重点方向调整学科覆盖中心，加强诸如信息科学、医学科学、材料科学等重要领域的研究比重。另一方面是结合会议精神“发挥企业在科技创新中的主体作用”，可能引入民营企业参与国家重点实验室的研发工作。

二是推进知识产权一体化保护，支持有条件的地方建设国际和区域科创中心并吸引企业入驻，发挥地方的产业特色优势。在此过程中，要通过加强知识产权保护力度，维护企业研究成果，激发市场主体创新活力，引导资源聚焦重点领域和关键环节，着力解决“卡脖子”问题；用法治思维和法治方式为保护创新，激励创新。

三是完善激励机制，通过揭榜挂帅的方式，对产出重要研究成果的自然人和企业主体进行激励；对企业研发过程中的相关支出，通过税收倍增抵免、重点行业创新研究补助、研发设备折旧抵扣等措施进行补助。

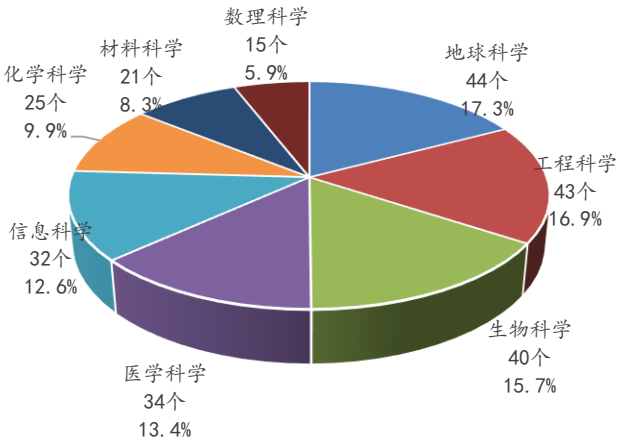
四是重点推进基础研究。本次经济工作会议多次强调基础研究，明确“抓紧制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心”。这与我们此前的预期一致，过去我国在整体研发与基础研究领域投入不足，这导致我国在科技产业链的上游面临研发、生产能力不足的问题。通过加强研发可以提升我国科技产业的独立性，预计重点推进基础研究强度将成为未来科技工作的重中之重。**2019 年我国基础研究强度仅为 6.03%，预计 2020 年达到 6.2%，过去 10 年增长幅度约 1.6%。**从国际横向比较来看，我国的基础研究强度长期落后于国际发达国家，美欧韩日等发达国家基础研究强度均是我国的 2-4 倍，研发强度、基础研究强度双双显著落后于发达国家的现状亟待改变。

图 2：全球主要国家基础研究强度比较（%）



资料来源：UIS，浙商证券研究所

图 3：国家重点实验室分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所

五是产业发展方向，我们认为仍将围绕十四五规划提出的四大国家战略方面开展：一是世界前沿方面，将瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目”。二是人民生命健康方面，将对应生物医药等大健康领域的重点发展方向。三是经济主战场方面，当前我国正面临百年未有之大变局，外部环境发生重大变化，美国屡屡在关键领域对我国企业进行“卡脖子”制衡，这也对应了在中美长期博弈大背景下我国需要提升科技制造产业链的完整性，其中的核心产业便是第三代半导体。四是国家重大需求方面，在经济潜在增速下行的背景下，我国需要通过技术升级提高全要素生产率；此外，我国也需结合自身的生产要素，发展出世界领先的产业，增强自身的核心竞争力。这一领域，我们认为对应了 5G、新能源、工业互联网、物联网、云计算、区块链等以大数据为基础的产业，从长期来看可以提升企业的生产附加值，也可以充分利用我国在网络、大数据等领域的资源和基础设施优势。

4.2. 产业自主可控是重要预期差

会议提出要增强产业链供应链自主可控能力，将产业链供应链安全稳定作为构建新发展格局的基础。相较之前“提升产业链供应链现代化水平”的表述，**首次强调了“自主可**

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_736