

以小康目标为底线，政策或逐步向积极转变

西南宏观观点

- 一年一度的中央经济工作会议是确定来年经济政策的核心会议，因而历来受到广泛关注。今年又面临经济持续下滑，3 季度 GDP 增速放缓至 6.0% 的低位，学术界与市场人士对经济增速是否需要“保 6”展开激烈争论，进而对以往经济政策进行深刻反思的时期。在这个时点召开的经济工作会议，对观察政府对相关问题态度，以及对判断未来政策和经济走势具有重要指示作用。
- **全面建成小康社会目标将是明年经济的底线。**本次会议高度强调完成全面建成小康社会的重要性，会议中七次提到全面建成小康社会。要求将实现全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务作为明年全党工作的重中之重，作为全面建成小康社会和完成十三五规划的收官之年，2020 年要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，做好经济工作十分重要。要确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，得到人民认可、经得起历史检验。政策如此重视全面建设小康社会，这意味着建成小康社会目标将成为明年经济的底线，2020 年经济规模较 2010 年翻一番则一定要完成。按过去几年增速来看，如果 19 年 4 季度 GDP 同比增速在 6.0%，那么 2020 年经济增速需要在 6.08% 以上才能够实现小康社会目标。即使考虑到普查数据可能对过去年份 GDP 进行调整，但调整幅度不会很大，经济依然需要保持一定增速。预计 2020 年经济增速需要保持在 6% 附近，而这将成为经济增长的底线。本次会议也明确紧扣全面建成小康社会目标任务，……实现明年预期目标。因而建成小康社会目标将是明年经济的底线。
- **虽然确定了小康社会的底线，但在具体的政策层面基本上沿继了之前政治局会议的表述，相对变化不大。**与今年 7 月的政治局会议和 18 年中央经济工作会议相比，本次政治局会议表述中最明显的区别是对金融风险防控的定调的不同。而在其它方面变化不大，甚至在宏观政策发力方面的表述不如 18 年中央经济工作会议清晰。
- **对防范金融风险定调的改变是本次会议最为明显的变化之一。**沿继 19 年 12 月初政治局会议的表述，本次中央经济工作会议在阐述三大攻坚战时，同样将防范金融风险放到了扶贫和污染防治之后，而前几年则是三大攻坚战之首，显示防范金融风险的重要性和迫切度较前几年有所下降。同时，本次会议首次给出我国金融体系总体健康、具备化解各类风险能力的表述，这在之前政治局会议和中央工作会议上并未有过，显示决策层对金融风险担忧有所下降，相应的金融管控可能有所改善，政策有望柔性化处理。在具体的政策层面，未再如过去几次会议一样强调控制地方政府债务风险以及结构性去杠杆，而是相对缓和的改成“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”的表述。这反应决策层通过对金融市场深刻观察以及对杠杆率运行规律深刻认识之后，对此问题有了更为客观的认识，未来金融监管以及去杠杆的压力将有所减轻，而更多的是以杠杆稳定增长以及债务的稳定扩张为目标，对经济增长来说，这种目标则是更为务实的。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 实体融资总量结构都有改善，债务置换并非其原因 (2019-12-11)
2. 无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升 (2019-12-10)
3. 如何正确看待并预测 CPI 中猪肉权重 (2019-12-09)
4. 出口保持平稳，外需依然在企稳回升过程中 (2019-12-08)
5. 央行呵护流动性，经济将逐步企稳 (2019-12-08)
6. 政策定调更为积极，经济企稳确定性上升——中央政治局会议解读 (2019-12-07)
7. 房地产韧性的来源：漫长且缓慢的补库 (2019-12-04)
8. 旧潮已退去，波涛安悠悠——海外经济年度报告 (2019-12-03)
9. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
10. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)



- **逆周期政策表述相对稳健，宏观政策表述变化不大。**虽然决策层高度强调了小康社会目标，但在宏观政策上表述变化却不大。政策在总结今年经验时表示必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，在具体的宏观政策上要求继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，这个和之前政治局会议以及中央经济工作会议表现一致。相对于 18 年中央经济工作会议，今年表述相对审慎，今年未再给出强化逆周期调节以及稳定总需求的表述。在财政政策方面表示积极的财政政策要大力提质增效，显示财政可能以结构性调整为主。考虑到 19 年已经有大规模的减税措施，20 年继续大幅减税对财政压力过大，因而这次会议未再和 18 年一样表示要实施更大规模的减税降费。虽然同时也未再表示要较大幅度增加地方政府专项债券规模，但考虑到财政政策空间，我们依然认为 20 年地方政府专项债规模将较 19 年有明显提升，可能增加到 3 万亿元左右。
- **货币政策依然以扩大实体信用为主要目标。**本次会议在货币政策方面的表述并未太大变化，表示稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。基调由之前的松紧适度改为灵活适度，意味着灵活性可能有所提升，但适度的基调并未变化，因而流动性可能会延续目前状况。政策主要强调要疏通货币政策传导渠道，因而政策将继续以扩大实体信用，降低实体融资成本为主要目标。
- **房地产政策表述较 19 年 7 月政治局会议变化不大，政策再度收紧可能性有限。**本次会议延续了 19 年 7 月政治局会议对房地产的表述，要求要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策。但删除了不将房地产作为刺激经济的手段的表述，然而考虑到当前房价上涨压力并未消除，我们认为删除这个表述实质影响不大。本次会议强调要稳地价、稳房价、稳预期，因而我们认为政策对房地产定调以稳为主。政策再度收紧可能性有限，而在经济放缓压力之下，部分供需较为宽松的地区可能出现政策自下而上的改善。房地产市场会继续呈现韧性。
- **虽然本次会议在宏观政策上并未给出更为积极的表述，但结合小康目标的底线以及近期对过去几年宏观政策的讨论，不排除未来政策逐步向积极转变的可能。**虽然本次会议在宏观政策上并未给出更为积极的表述，但客观上，要确保明年实现全面建成小康社会目标，则需要积极的宏观政策配合。同时，近期多为学术权威展开对经济是否需要“保 6”以及衍生出的对过去几年宏观政策的讨论和反思，对“去杠杆”等政策有了更多维度的观察和更客观的认识，学术观点对过去几年政策的认识开始发生方向性转变，而这种转变有望推动政策向更为务实的方向发展，有助于改变过去几年不当政策对经济的抑制，促进经济活力。因而，随着经济表现对建成小康社会压力的体现以及学术争论向政策制定逐步反馈，政策方向将逐步向积极方向转变。
- **经济将逐步企稳，对权益市场形成支撑，而债市将继续震荡。**本次会议明确小康目标的底线，虽然未给出更为积极的宏观政策表述，但基本上沿继了之前的政策。考虑到政策总体以稳增长为主，同时未来存在更为积极的可能，这将进一步夯实本来已经呈现出企稳迹象的实体经济势头，未来一两个季度实体经济可能继续呈现企稳回升趋势，这将对权益市场形成支撑。而基本面改善情况下，债市难以再度上涨，但流动性平稳环境下，债市也难以明显调整，或将延续总体震荡状况。
- **风险提示：经济下行超预期。**

表 1：近期中央重要经济工作会议要点对比

内容	2019 年 12 月中央经济工作会议	2019 年 7 月政治局会议	2018 年 12 月中央经济工作会议
基调	■ 紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调。 ■ 坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作。 ■ 统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间。 ■ 确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，得到人民认可、经得起历史检验。	■ 坚持稳中求进工作总基调。 ■ 坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放。 ■ 坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路。 ■ 统筹国内国际两个大局，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。	■ 坚持稳中求进。 ■ 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，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心。
挑战	■ 转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。 ■ 当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。	■ 我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大。	■ 经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。
机遇	■ 我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。 ■ 我们有党的坚强领导和中国特色社会主义制度的显著优势，有改革开放以来积累的雄厚物质技术基础，有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源。	■ 推动高质量发展的积极因素增多。 ■ 须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。	■ 我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。 ■ 世界面临百年未有之大变局，变局中危和机同生并存，这给中华民族伟大复兴带来重大机遇。
经济形势	■ 保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善。 ■ 改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。	■ 上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，主要宏观经济指标保持在合理区间。 ■ 供给侧结构性改革持续推进，改革开放继续深化，就业比较充分，精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高，推动高质量发展的积极因素增多。	■ 宏观调控目标较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，改革开放力度加大，稳妥应对中美经贸摩擦，人民生活持续改善。 ■ 保持了经济持续健康发展和社会大局稳定。
宏观调控	■ 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 ■ 积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。 ■ 稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资	■ 要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。	■ 宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。 ■ 积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。 ■ 稳健的货币政策要松紧适度，保

内容	2019 年 12 月中央经济工作会议	2019 年 7 月政治局会议	2018 年 12 月中央经济工作会议
	规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制。		持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。
防范化解金融风险	- 我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。 - 要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。	推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。	要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。
精准脱贫	要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜，落实产业扶贫、易地搬迁扶贫等措施，严把贫困人口退出关，巩固脱贫成果。要建立机制，及时做好返贫人口和新发生贫困人口的监测和帮扶。	- 精准脱贫有序推进，人民生活水平和质量继续提高 - 巩固拓展脱贫成果。	打好脱贫攻坚战，要一鼓作气，重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题，加大“三区三州”等深度贫困地区和特殊贫困群体脱贫攻坚力度，减少和防止贫困人口返贫，研究解决那些收入水平略高于建档立卡贫困户的群体缺乏政策支持等新问题。
补短板	- 以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力。 - 要加快恢复生猪生产，做到保供稳价。 - 打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化水平。 - 要提高中心城市和城市群综合承载能力。	- 深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。 - 稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。 - 深化体制机制改革，增添经济发展活力和动力，加快重大战略实施步伐，提升城市群功能。	- 加大基础设施等领域补短板力度。 - 建立公平开放透明的市场规则和法治化营商环境。 - 培育和发展新的产业集群。 - 加快建设统一开放、竞争有序的现代市场体系，提高金融体系服务实体经济能力。
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。
改革	- 要改革土地计划管理方式，深化财税体制改革。 - 要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。 - 主动参与全球经济治理变革，积极参与世贸组织改革，加快多双边自贸协议谈判。	- 加大对外开放，加紧落实一系列重大开放举措。 - 推进金融供给侧结构性改革，……，把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。 - 科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量。	- 要加快国资国企改革。 - 要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革。 - 推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。 - 推进财税体制改革，健全地方税体系，规范政府举债融资机制。

资料来源：中国政府网，西南证券整理

表 2：历年中央经济工作会议要点回顾

会议时间	关键词	下一年政策基调
2019 年 12 月 10-12 日	坚持稳中求进	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要大力提质增效，……稳健的货币政策要灵活适度
2019 年 07 月 30 日	坚持稳中求进	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，……货币政策要松紧适度
2019 年 04 月 19 日	坚持稳中求进	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度
2018 年 12 月 21 日	坚持稳中求进	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018 年 7 月 31 日	坚持稳中求进	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018 年 4 月 23 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健中性的货币政策
2017 年 12 月 20 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策
2017 年 7 月 24 日	坚持稳中求进	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策
2016 年 12 月 26 日	坚持稳中求进	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2016 年 7 月 26 日	稳中求进，坚持适度扩大总需求	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2015 年 12 月 21 日	稳中求进，新常态	积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度
2015 年 7 月 30 日	稳中求进，新常态	坚持积极财政不变调 货币政策要松紧适度
2014 年 12 月 9-11 日	稳中求进、新常态	稳中求进,主动适应经济发展新常态，转方式、调结构 积极地财政政策要有力度，（稳健的）货币政策要更加注重松紧适度
2013 年 12 月 10-13 日	稳中求进、改革创新	经济工作目标：稳增长、调结构、促改革
2012 年 12 月 15-16 日	稳增长、转方式，调结构	经济工作目标依次为“稳增长、转方式、调结构”

资料来源：中国政府网，西南证券整理

附录：

中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强作重要讲话 栗战书汪洋王沪宁赵乐际韩正出席会议

http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-12/12/c_1125340392.htm

（其中的黑色着重号是我们所添加）

新华社北京 12 月 12 日电 中央经济工作会议 12 月 10 日至 12 日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平，中共中央政治局常委、国务院总理李克强，中共中央政治局常委栗战书、汪洋、王沪宁、赵乐际、韩正出席会议。

习近平在会上发表重要讲话，总结 2019 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2020 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。

会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，扎实做好“六稳”工作，**保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善**，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。

会议指出，成绩来之不易，根本原因在于我们坚持党中央集中统一领导，保持战略定力，坚持稳中求进，深化改革开放，**充分发挥中央和地方两个积极性**。在工作中，我们形成一些重要认识：**必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，增强微观主体活力，把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程**；必须从系统论出发优化经济治理方式，加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡；必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍，激活蛰伏的发展潜能，让各类市场主体在科技创新和国内国际市场竞争的第一线奋勇拼搏；必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

会议强调，在充分肯定成绩的同时，必须清醒认识到，我国正处在**转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大**。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。

会议指出，**我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变**。我们有党的坚强领导和中国特色社会主义制度的显著优势，有改革开放以来积累的雄厚物质技术基础，有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源，全党全国坚定信心、同心同德，一定能战胜各种风险挑战。

会议强调，**明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，做好经济工作十分重要**。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，坚决贯彻党的基本理论、基本路线、基本方略，增强“四个意识”、坚定“四

个自信”、做到“两个维护”，紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，得到人民认可、经得起历史检验。

会议指出，实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。

会议确定，明年要抓好以下重点工作。

一是坚定不移贯彻新发展理念。理念是行动的先导。新时代抓发展，必须更加突出发展理念，坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，推动高质量发展。各级党委和政府必须适应我国发展进入新阶段、社会主要矛盾发生变化的必然要求，紧紧扭住新发展理念推动发展，把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上。要树立全面、整体的观念，遵循经济社会发展规律，重大政策出台和调整要进行综合影响评估，切实抓好政策落实，坚决杜绝形形色色的形式主义、官僚主义。要把坚持贯彻新发展理念作为检验各级领导干部的一个重要尺度。

二是坚决打好三大攻坚战。要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜，落实产业扶贫、易地搬迁扶贫等措施，严把贫困人口退出关，巩固脱贫成果。要建立机制，及时做好返贫人口和新发生贫困人口的监测和帮扶。要打好污染防治攻坚战，坚持方向不变、力度不减，突出精准治污、科学治污、依法治污，推动生态环境质量持续好转。要重点打好蓝天、碧水、净土保卫战，完善相关治理机制，抓好源头防控。我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。

三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好关键时点、困难人群的基本生活保障。要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作，确保零就业家庭动态清零。要加快补齐民生短板，有效解决进城务工人员子女上学难问题。要兜住基本生活底线，确保养老金按时足额发放，加快推进养老保险全国统筹。要发挥市场供给灵活性优势，深化医疗养老等民生服务领域市场化改革和对内对外开放，增强多层次多样化供给能力，更好实现社会

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_8363

