

2019年12月13日

宏观经济



政策科学稳健，以保收官

——2019年中央经济工作会议点评

宏观简报

◆要点：

收官之年，稳字当头。增长有目标，但保“6%”不是硬约束。逆周期调节要科学稳健、注重系统全局，以避免“大放大收、单兵突击”造成经济与市场的“大起大落”。稳杠杆基调不变，但或更灵活，地产以稳为主而非刺激手段，基建回暖可期但难大反弹，政策总体偏松，但更重结构。明年金融周期下行继续，经济自发“紧信用”的大方向难扭转，仍需“松货币”和“宽财政”来对冲。亮点在于轻重资产行业动能转换，资本市场或“避重逐轻”。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)

010-56513039

huangwenjing@ebcn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)

010-56513153

guoyb@ebcn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

zhengyc@ebcn.com

收官之年，政策科学稳健、注重系统全局。2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要稳字当头，以实现预期目标。虽有目标，对逆周期调节政策力度的定调从以往的“加大”变成了“科学稳健把握”，表明宏观政策“大放大收”造成市场“大起大落”的情形或难再现。同时“从系统论出发……加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡”，也表明政策将避免单兵突击，而是加强协调以实现“保稳定”的大局。保6%不是硬约束，稳杠杆将更灵活，地产以稳为主而非刺激手段，基建回暖可期但难大反弹，政策总量温和放松，但更注重结构。

1、增长有目标，但保“6%”不是硬约束

综合目标要实现，但“经济下行压力加大”，市场对GDP增速是否保6%争论较多，我们认为该争论意义不大。一方面，在新发展理念下，量的合理增长和质的稳步提升同样重要，不会为了实现经济增速的不合理增长而扭曲经济结构；另一方面，第四次全国经济普查上调了2018年GDP，并将调整历史年度GDP，统计质量的改善也意味着GDP离翻番的目标更近。根据我们的初步推算，不必达到6%，2020年人均收入和实际GDP较2010年翻一番即可实现。

2、逆周期调节政策以稳为主，结构是重点

稳健的货币政策要灵活适度，“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，不搞大水漫灌，提法也比之前“M2和社融增速要与GDP名义增速相匹配”更具操作灵活性。短期结构性通胀上行无碍货币偏松方向，或只影响节奏。结构仍是重点，疏通传导，“引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”。

积极财政政策要提质增效、注重结构调整，继续执行和落实前期的“减税降费”政策。积极财政或主要体现在预算内赤字率和专项债上，不排除预算内财政赤字率提高到3%，但突破3%概率较小，专项债或提高到3万亿左右，压缩棚改和土储，主要投向基建。包括专项债在内的中义赤字可能达7.3%左右（2019年可能为6.6%），城投债净融资和政策性金融债净融资量或相对平稳，PSL有望回升，广义财政赤字率会在10.1%左右（2019年或为9.1%左右）。今年部分地方政府支出困难，会议强调“支持基层保工资、保运转、保民生”，同时结构上“引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域”。税率、费率或难进一步减降，但前期已有减税降费政策将继续执行落实。

就业仍将延续今年的政策，总体就业压力不算大，解决大学生、退伍军人等特殊群体的结构性就业问题仍是重点。除非经济大幅下行，导致就业压力明显上行，否则难出现为保就业而进行的大刺激。

3、监管更灵活，结构改革加快

“稳杠杆”基调未变，但监管政策或更灵活，配合大局。今年前两季度，我国非金融私人部门宏观杠杆率再度攀升，稳杠杆任务依然艰巨。但三大攻坚

战顺序调整为“精准脱贫、污染防治、防范风险”，稳杠杆放到了最后，防风险定调从 2019 年的“结构性去杠杆”转变为“金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”，说明在保稳定的大局下，明年或难去主动刺破风险点，同时在资管新规过渡期最后一年，部分监管政策实操中或仍有一定灵活性。

房地产亦是求稳，难成刺激手段。会议依旧强调房住不炒，“全面落实”因城施策或意在有保有压，防止房价大起大落，稳地价、稳房价、稳预期仍是调控目标。

政治局会议提出要把外部压力转化为改革开放的动力。中央经济工作会议也提出“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”。制定实施国企改革三年行动方案，明年改革或将提速。改革土地计划管理方式，农村集体土地入市、都市圈土地指标跨区调剂、落户城镇的农村贫困人口宅基地复垦腾退的用地指标由输入地使用或都将加快。在培育新动能方面，支持战略性新兴产业发展，支持加大设备更新和技改投入，同时发挥国有企业在技术创新中的积极作用。

4、“紧信用”需“松货币”“宽财政”对冲，资本市场或避重逐轻

展望 2020 年，我国金融周期继续下行，经济自发“紧信用”的大方向难扭转，仍需“松货币”和“宽财政”来对冲。近期个别中观指标改善并不代表基本面好转，经济增长仍存在一定下行压力。受益于专项债，明年基建投资或先扬后抑，但受新增隐性债务追责影响，全年基建投资不会太高，或在 6%左右；地产投资继续下行，制造业投资低位徘徊，库存周期开启仍需时日且力度存疑，预计 2020 年实际 GDP 增长或前高后低，全年放缓至 5.8%左右。

亮点在于轻重资产行业动能转换，国际经验表明，金融周期下半场轻资产行业表现相对亮眼，中国亦出现类似迹象，2020 年中国资本市场或“避重逐轻”。轻资产行业（科研服务、计算机设备、制药、电信）的机会或更可持续，国债利率仍有下行空间，明年下半年方向或更清晰，而重资产行业的信用风险可能大于轻资产行业。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_8390

