



联讯证券专题研究

一文看懂中央经济工作会议

2019 年 12 月 12 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

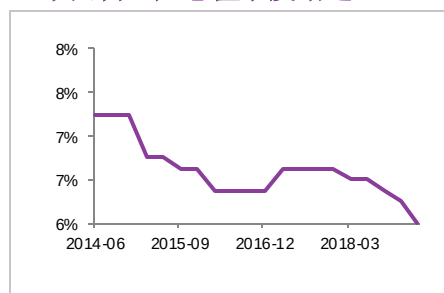
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

◇ 一文看懂中央经济工作会议

中央经济工作会议通稿已经发布，部署 2020 年经济工作时，基本延续了 12 月 6 日政治局会议的思路，但涉及面更广，内容也更为具体。读完通稿，我们认为有以下几个值得关注的点。

第一，去杠杆工作暂时告一段落。

第二，金融工作重心转变。

第三，货币政策偏松，信用或适度扩张。

第四，新增专项债规模可能低于预期。

第五，2020 年地产调控政策会比较温和。

第六，整体来看，围绕全面建成小康社会，2020 年的政策基调是稳增长、稳预期、稳杠杆。

◇ 风险提示：外部环境恶化

相关研究

《为什么专项债没能拉动基建投资》

2019-11-29

《评 11 月制造业 PMI：经济短期低点可能已过》2019-11-30

《稳增长之年——评 1206 政治局会议》

2019-12-06

《贸易顺差可能继续收窄——评 11 月进出口数据》2019-12-08

《警惕低存栏下猪价反弹压力——评 11 月物价数据》2019-12-10



中央经济工作会议通稿已经发布，部署 2020 年经济工作时，基本延续了 12 月 6 日政治局会议的思路，但涉及面更广，内容也更为具体。读完通稿，我们认为有以下几个值得关注的点。

第一，去杠杆工作暂时告一段落。通稿中明确指出“我国金融体系总体健康、具备化解各类风险的能力”，这和往年“打好防范化解重大风险攻坚战重点是防控金融风险”、“防范金融市场异常波动和共振”等说法截然不同。这是对过去金融去杠杆工作的肯定，金融去杠杆的任务基本完成。

通稿也提到要保持宏观杠杆率基本稳定，相比于往年的“去杠杆”基调偏积极一些。去杠杆将暂时告一段落，后面重点转向稳杠杆，预计实体融资的环境将改善，信用分层的现象可能会有所好转。

第二，金融工作重心转变。一方面，金融去杠杆工作暂时告一段落后，金融监管对债市冲击的风险减弱，但仍需关注明年资管新规过渡期结束后，部分理财存续资产未到期的解决方法。另一方面，金融供给侧改革继续，要求大行下沉，目的在于降低实体融资成本，解决企业融资难与融资贵的问题。

因为与中小行相比，大行的负债成本更低，在相同条件下，贷款利率定价也会更低。若大行下沉，则大行贷款对企业更有吸引力，其贷款在信贷总规模中的比例会提升，从而带动全社会融资成本的下降。但这样中小行的市场份额缩减，加之在金融供给侧改革背景下，同业负债难度提升，缩表压力会进一步加大。

第三，货币政策偏松，信用或适度扩张。为协同财政、消费等政策，央行可能会继续投放便宜的长期负债，配合专项债的下发、匹配中长期信贷，或投放 PSL 支持政策性银行对基建项目的融资，信用扩张有更强的基础。但由于也强调了社融与增长相适应的问题，因此大水漫灌难以出现，信用扩张有上限。

需要关注的是，本次是中央经济工作会议层面，首次明确提及降低社会融资成本。预计降成本（LPR）将是明年央行的另一工作目标，为实现该目标，我们可能会看到：1）宽货币降低银行的同业负债成本；2）继续严格管控银行违规高息揽储行为；3）继续调降政策利率主动牵引 LPR 下行；4）鼓励大行下沉，对应金融工作的重点。

第四，新增专项债规模可能低于预期。和去年的中央经济工作会议相比，删去了“较大幅度增加地方政府专项债券规模”的提法。专项债在实际使用中，面临着缺少好的项目来对接、还款来源高度依赖土地、为让专项债能够发行虚构现金流等问题，有潜在的偿还风险。11 月财政部提前下发了 1 万亿专项债额度，规模也不及此前预期，2020 年专项债增量或会控制。

与此，减税降费力度，可能也将弱于今年。去年中央经济工作会议，指出要“实施更大规模的减税降费”，今年两会期间确立了减税降费 2 万亿的目标，财政部领导 11 月指出今年实际的减税降费规模将达到 2.3 万亿，大大超过了原先目标。

但如此大规模的减税降费，目前来看，对制造业投资和消费的提振都不明显。2020 年政策主基调是稳增长，逆周期调控需要加码，来确保两个翻一番目标顺利完成。由于公共部门的消费倾向，高于企业和家庭部门，稳增长压力下，大概率难再出现今年这样力度的减税降费。此次中央经济工作会议，对减税降费的定调是“落实”，预计在增量政策上不会有大动作。



第五，2020 年地产调控政策会比较温和。本次会议继续强调“房住不炒”，但和去年中央经济工作会议、今年 7 月政治局会议相比，有几个新的变化，一是没有继续说“不把房地产作为短期刺激经济的手段”；二是增加了“稳地价、稳房价、稳预期”的说法，明确了地产调控的目的不是让房价下跌；三是强调要“全面落实因城施策”，意味着地方政府在地产调控上可能将有更大的自由度。

在这样的调控基调下，预计 2020 年将有更多城市，通过放宽落户条件、缩短或取消非户籍人口购房所需社保缴纳年限、降低二手房限售标准等，变相放松地产调控。针对房企融资的监管大概率也不会继续收紧，此前有关领导已经指出要综合多种工具对房地产融资逆周期调节。

加大城市困难群众住房保障工作，做好城镇老旧小区改造，2020 年的棚改旧改或超预期。目前土地市场已经在逐步回暖，明年新开工不差，竣工周期也会支撑建安投资，2020 年房地产投资或将继续保持较强韧性。

第六，整体来看，围绕全面建成小康社会，2020 年的政策基调是稳增长、稳预期、稳杠杆。信用宽松，金融适度扩表，弱化防风险和去杠杆的诉求较为确定。

在具体的需求端稳增长上，预计将围绕以下是三条路径。一是基建稳增长，12 月 6 日政治局会议明确提到了“加强基础设施建设”，本次会议也提到了诸多重点基建领域；二是房地产调控力度明显弱化，棚改旧改或超预期，2020 年地产投资有支撑；三是和 2019 年相比，2020 年消费在稳增长中将发挥更重要的作用，预计汽车和地产竣工产业链这两个是重点。



分析师简介

李奇霖，联讯证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

钟林楠，南开大学硕士研究生，2017年8月加入联讯证券，现任固定收益首席分析师，证书编号：S0300519110001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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_8404

