# 旬度经济观察

## ——2020 年的政策以“维稳”为主

韦志超[1] 袁方(联系人)[2]

2019 年 12 月 10 日

### 内容提要

政治局会议表明，2020 年的政策以“维稳”为主。大幅刺激和激进改革的可能性很小，经济失控的可能性也不大。经济和市场的波动性可能比之前降低。

10-11 月中国对东盟和中国台湾的出口显著增加，这可能部分抵消了中国对美出口下降的负面影响。

猪价连续大幅上涨的趋势相对减弱，目前市场可能已经基本消化了猪通胀带来的扰动。

整体广义社融增速依然保持平稳，可能显示央行对融资供给有较强的掌控力。未来的社融增速有望保持平稳，即使下行，节奏也会相对平稳。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001
2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

## 一、政策以“稳”为主，相机抉择

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2020 年经济工作。通过对比最近几年 12 月的政治局会议声明，我们判断整体政策以“稳”为主。

首先，12 月的政治局会议与 4 月、7 月及 10 月的政治局会议有所不同，主要是为了中央经济工作会议定调，在行文上有所区别。因此，本次会议更适合与往年 12 月会议来进行比较。

表一：2015-2019 年历次 12 月政治局会议公告节选

| | |
|---|---|
| 2015 | （节选）会议强调，2016 年经济社会发展要抓住关键点、**打好歼灭战**。**要**深入实施创新驱动战略，推进大众创业、万众创新，增强发展动力和活力。**要**积极稳妥推进企业优胜劣汰，通过兼并重组、破产清算，实现市场出清。**要**帮助企业降低成本，包括降低制度性交易成本、企业税费负担、社会保险费、财务成本、电力价格、物流成本等，打出一套“组合拳”。**要**化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。**要**扩大有效供给，保持有效投资力度，着力补齐短板。**要**防范化解金融风险，坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。**要**深化改革开放，继续深化简政放权、放管结合、优化服务，加大国企、财税、金融、社保等重要领域和关键环节改革力度，推出一批具有重大牵引作用的改革举措。**要**切实保障人民群众基本生活，保持社会和谐稳定。**要**抓好“一带一路”建设，促进国际产能合作，抓好重大标志性工程落地。**要**改善国内投资环境，保护外资企业合法权益，保护知识产权。**“要坚持把“三农”工作作为全党工作重中之重”** |
| 2016 | （节选）“要在保持社会稳定的前提下，推进关键领域工作**取得突破**。”，“要深入推进“三去一降一补”，推动五大任务**有实质性进展**”，“**要**积极推进农业供给侧结构性改革，大力振兴实体经济，培育壮大新动能，加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制，加快推进国企、财税、金融、社保等基础性关键性改革，更好发挥经济体制改革的牵引作用。**要**扎实推进“一带一路”建设，完善法治建设，改善投资环境，释放消费潜力，扩大开放领域，积极吸引外资。**要**继续做好各项民生工作，保持社会大局稳定。” |
| 2017 | （节选）“推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求，**必须**深刻认识、全面领会、**真正落实**”，“要统筹规划，有序推进，**确保打赢三大攻坚战**。防范化解重大风险要使宏观杠杆率**得到有效控制**，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作**取得积极成效**”，“污染防治要使主要污染物排放总量继续**明显减少**，生态环境质量总体改善”，“要在协调推进各项工作的同时，着力抓好重点工作，**力争取得明显成效**” |
| 2018 | （节选）会议强调，要辩证看待国际环境和国内条件的变化，增强忧患意识，继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期，坚定信心，把握主动，坚定不移办好自己的事。要保持战略定力，注重稳扎稳打，加强协调配合，聚焦主要矛盾，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果。<br>会议指出，明年**要**继续打好三大攻坚战，按照已确定的行动方案，针对突出问题，打好重点 |

| | |
|---|---|
| | 战役。推动制造业高质量发展，推进先进制造业与现代服务业深度融合。促进形成强大国内市场，提升国民经济整体性水平。扎实推进乡村振兴战略，巩固发展“三农”持续向好形势。促进区域协调发展，发挥好各地区比较优势。加快经济体制改革，推动全方位对外开放。加强保障和改善民生，着力解决好人民群众反映强烈的突出问题。 |
| 2019 | （节选）要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。 |

数据来源：新华社

从表一节选的行文来看，在 2017 年以前，政策的目的性和结果导向是相当强的，具有很强的进攻性。但在 2018 年，政策倾向和结果导向显著变弱；2019 年基本上是 2018 年的延续。

我们认为，这可能有以下几个原因：

（1）2018 年经济形势不如预期，2019 年也不乐观。2018 年对形势的判断是“错综复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务”，2019 年则是“国内外风险挑战明显上升的复杂局面”。在这种情况下，**政策更偏向于防御**。

（2）未来的政治经济形势不确定性依然较大。在不确定性较大的情况下，政策的取向和结果要求就被明显淡化了。进一步看，政策淡化后可以**留足相机抉择的空间**，根据形势的变化灵活调整。

（3）政策的思路在调整。2017 年以前政策雷厉风行，见效很快，但也产生了一些副作用。2018 年下半年后，政策变的较为温和，不再刻意强调政策的短期效果。

因此，我们判断，2020 年政策的进攻性是不强的。但另一方面，政策的防御性较强。2017-2019 年的总基调都提到了“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防

风险”，但 2019 年新加了“**保稳定**”，这表明政府维稳的意愿较为强烈。另外，对于三大攻坚战的表述，2017-2018 年都具有一定的进攻性，是要解决问题的，但 2019 年则具有明显的防御性。

表二：2017-2019 年历次 12 月政治局会议公告节选

| | 总基调 | 三大攻坚战 |
|---|---|---|
| 2017 | 稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险 | 会议指出，要统筹规划，有序推进，确保打赢三大攻坚战。防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效；精准脱贫要瞄准特殊贫困人口精准帮扶，进一步向深度贫困地区聚焦发力，把扶贫和扶志、扶智结合起来，激发贫困人口内生脱贫动力，巩固扶贫成果，提高脱贫质量；污染防治要使主要污染物排放总量继续明显减少，生态环境质量总体改善。 |
| 2018 | 稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险 | 会议指出，明年要继续打好三大攻坚战，按照已确定的行动方案，针对突出问题，打好重点战役。 |
| 2019 | 稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、**保稳定** | 明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，**确保不发生系统性金融风险**。 |

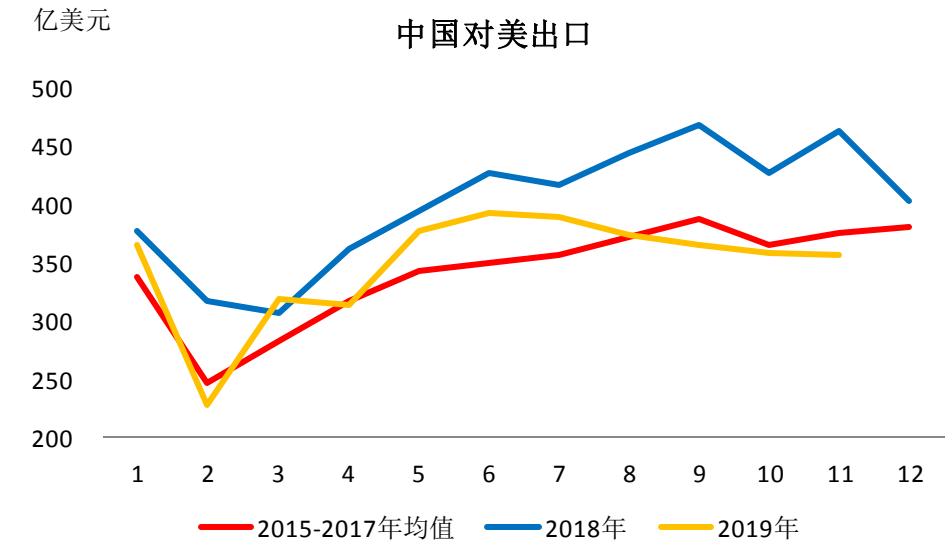
总而言之，2020 年的政策以“维稳”为主。大幅刺激和激进改革的可能性很小，经济失控的可能性也不大。经济和市场的波动性可能比之前降低。

## 二、转口贸易可能部分抵消了中国对美出口下降的负面影响

11 月的外贸数据波澜不惊，出口同比从-0.8%小幅降为-1.1%，进口同比则由-6.2%升为 0.3%。中美贸易摩擦在 8 月升级后，中国对美出口明显下降，但我们猜测中国通过东盟及中国台湾的转口贸易可能在相当程度上抵消了对美出口下降的负面影响，这使得 8 月后中国整体出口增速下行并不显著。11 月进口同比的回升主要受基数的影响。

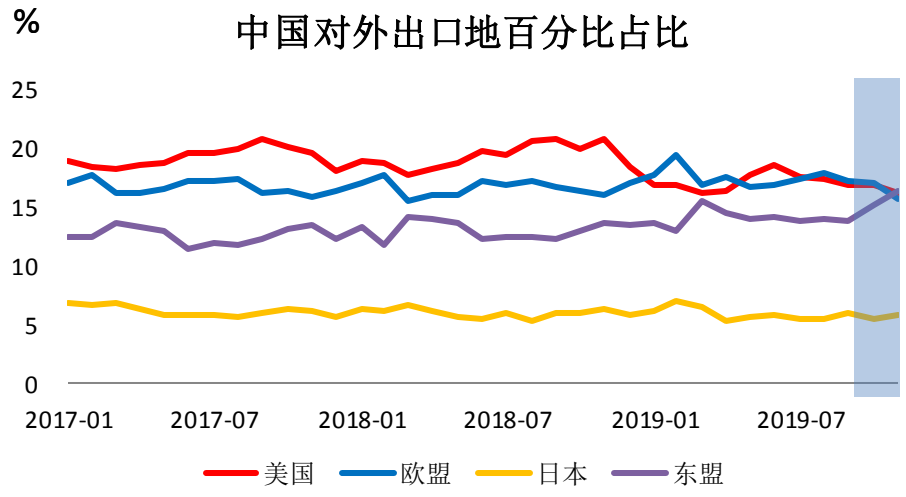
受中美贸易摩擦在 8 月升级的影响，中国对美出口自 8 月后下行明显。对美出口占中国总出口的比例明显下行。但同时，10-11 月对东盟出口占中国总出口的比例明显上行。我们猜测，中国对东盟的转口贸易缓释了关税上升的负面影响。

图 1：




数据来源：Wind，安信证券

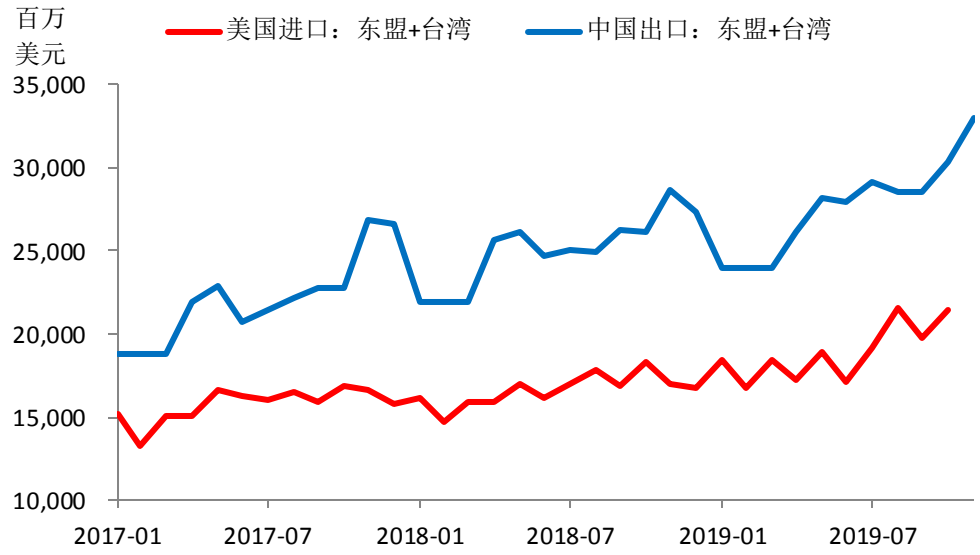
图 2：%




数据来源：Wind，安信证券

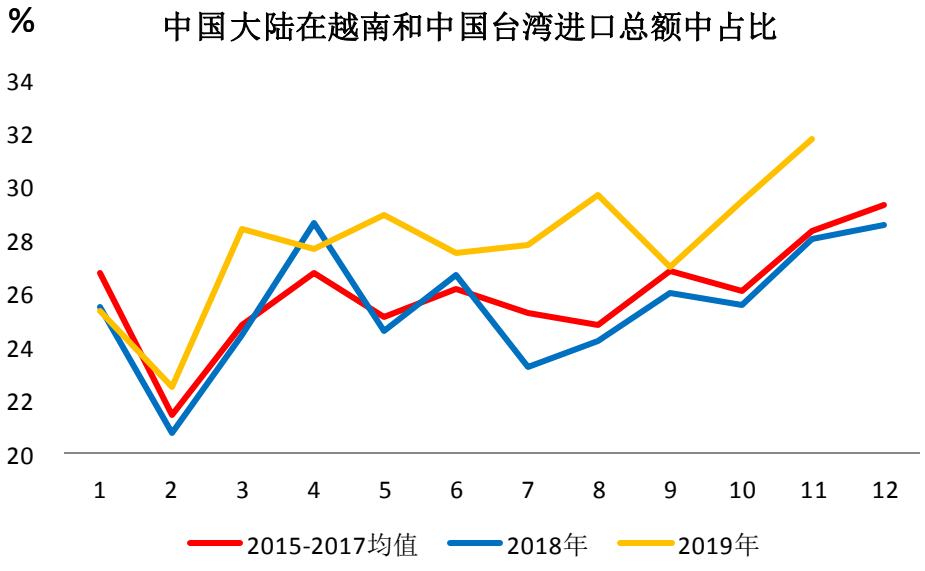
8月后美国从中国进口明显下降的同时，美国从东盟和台湾的进口明显上升，形成了较为显著的贸易替代。8-9月中国对东盟和台湾的出口并没有明显增加，但10-11月上升明显。

图3:




数据来源：Wind，安信证券

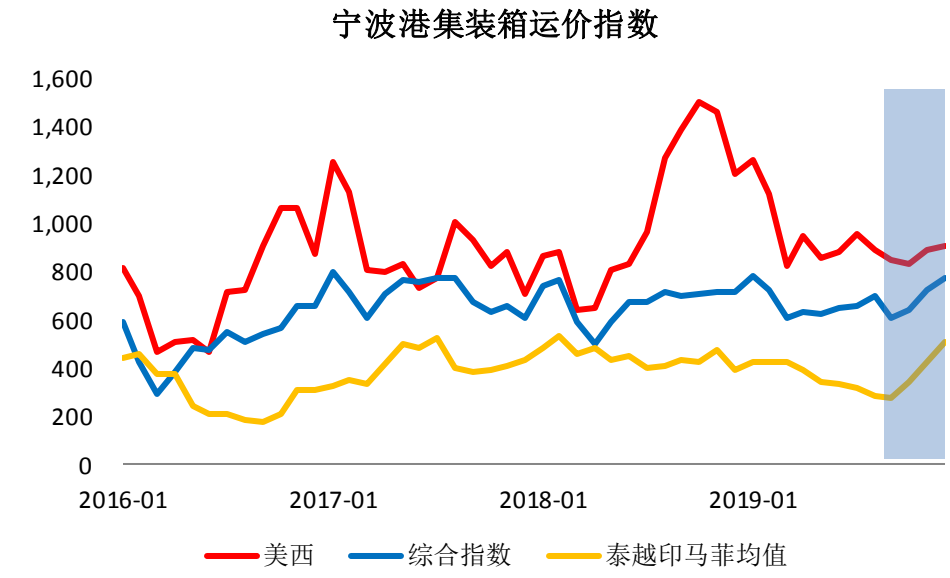
图4： %




数据来源：Wind，安信证券

从已经公布的越南和中国台湾的数据上看，10-11 月中国大陆在越南和中国台湾的进口总额中的占比大幅攀升。这一比例在 2019 年前几个月已经大幅上升，这很可能与中美贸易摩擦导致的贸易替代有关。8 月中美贸易摩擦升级后，这一比例再度明显上升，我们有理由相信，这是因为中美贸易摩擦升级导致的贸易替代深化所致。

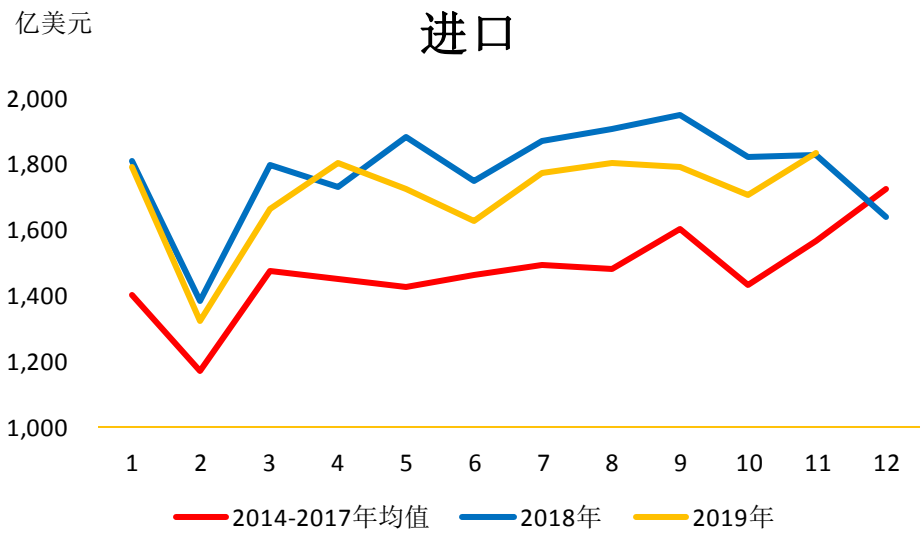
图 5:




数据来源：Wind，安信证券

从宁波港的集装箱运价指数来看，东南亚航线的价格在 10 月后明显反弹，力度超过其他航线的涨幅。这说明中国对东盟的实际出口确实在显著增加。2018 年中国出口商应对贸易摩擦的方式是“抢出口”，2019 年的应对方式可能转为用东盟和中国台湾进行转口贸易。从目前的情况来看，这在很大程度上缓和了中美贸易摩擦对中国出口的负面影响。

图6:




数据来源：Wind，安信证券

进口方面，尽管进口同比增速大幅反弹，但从图 6 容易看出，这主要是因为 2018 年 11 月的基数较低所致，这和 2018 年四季度的悲观预期有关。从图中可以看到，2018 年 12 月的基数也很低，因此 2019 年 12 月的进口同比增速可能会继续大幅反弹。

## 三、猪通胀担忧缓解，PPI 较为平淡

11 月 CPI 同比 4.5%，创 2012 年以来的新高。其中，畜肉类价格影响 CPI 同比上涨 3.27%，是主要贡献；但核心 CPI 同比 1.4%，继续走低。猪肉价格环比 3.8%，

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_8481