



证券研究报告·宏观研究报告  
2019年12月9日

首创宏观“茶”：

政治局会议确定“稳增长”基调，不应过度看空  
2020年宏观经济

——12月6日政治局会议点评

#### 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

#### 主要观点：

- 12月6日，中共中央政治局召开会议，分析研究2020年经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。对此，我们主要分析观点如下：
- 1、风险挑战明显上升，国内外形势趋于严峻；
- 2、保持经济运行在合理区间，政策重心偏向“稳增长”；
- 3、基建投资增速有望在2019年的基础上上行一定幅度；
- 4、房地产调控凸显“因城施策”，对2020年房地产投资不应悲观；
- 5、运用好逆周期调节工具，关注后期中央经济工作会议；
- 6、贸易摩擦具有长期性，但也许没有想象中的那么严重。

**事件：**12月6日，中共中央政治局召开会议，分析研究2020年经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。

**点评：**

**1、风险挑战明显上升，国内外形势趋于严峻。**在会议召开的背景方面，去年12月政治局会议的提法是“面对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”，今年7月政治局会议的提法是“面对国内外风险挑战明显增多的复杂局面”，而本次政治局会议的提法则是“面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面”。对比去年12月，虽然国际环境“错综复杂”，国内任务“艰巨繁重”，但是还不至于形成“风险挑战”，对比今年7月，“风险挑战”在数量方面“明显增多”，而到了今年12月，“风险挑战”在数量与处理难度两个方面均“明显上升”。对国内外环境的提法，总体上看措辞是越来越严峻。行至2019年12月，国外方面，中美贸易战始终悬而未决，第一阶段协议尚未签订，导致2019年我国出口增速持续承压，与此同时，在经济领域之外，美国在部分地区不断挑战我国底线，同时打出“经济”牌与“非经济”牌；国内方面，2019年我国工业企业利润总额累计同比持续个位数负增长，亏损企业亏损额累计同比与亏损家数累计同比居高不下，导致失业率中枢较2018年明显上升，严重拖累消费增速，同时削弱民间资本投资的能力与意愿，进而使得制造业投资增速上行乏力。以上两方面是2019年我国宏观经济增速承压的两条主线。

**2、保持经济运行在合理区间，政策重心偏向“稳增长”。**在“风险挑战明显上升”，叠加2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年的背景下，本次会议指出，要“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”。首先，关于“六稳”，去年12月的提法是“进一步做好‘六稳’工作”，今年7月的提法是“全面做好‘六稳’工作”，而本次会议则两提“（全面）做好‘六稳’工作”，“稳增长”的政策引导倾向较为明显；其次，与今年7月相比，“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定”的顺序没有变，“稳增长”依旧位列第一，而与去年12月相比，则多了“保稳定”的提法；最后，对于经济增速，去年12月的提法是“保持经济运行在合理区间”，在2019年1、2、3季度GDP不变价累计同比分别为6.4%、6.3%、6.2%的背景下，4季度GDP不变价累计同比亦即2019年全年经济增速大概率为6.1%，落在6.0%-6.5%的“合理区间”之内，符合政府与市场的预期。本次会议再提“保持经济运行在合理区间”，预计在2020年政府工作报告中，经济增速的目标区间下调至5.5%-6.0%的概率极低，大概率被调整为6.0%左右，也有可能依旧位于6.0%-6.5%之间。在此前提下，叠加考虑2020年侧重“稳增长”，预计经济增速大概率落在“6.0%左右”的“中右侧”，即6.0%，乃至6.1%。

**3、基建投资增速有望在2019年的基础上上行一定幅度。**作为历次逆周期调节的重要“抓手”，基建投资在2018年末至2019年上半年被市场寄予厚望，期待它在政策的大力支持下，能像2008年以及2012年那样“力挽狂澜”。但是截至10月，全口径的基建投资累计同比仅录得3.26%，期间出现两次小幅反弹，但是主因均是2018年同期基数下行。我们把这一现象称为“基建投资增速低迷之谜”。我们在《首创宏观“茶”：货币政策适时微调预调的必要性与可能性在加大（20190618）》中提出，基建投资增速低迷的原因有四

点：一是资金来源约束；二是政府责任约束；三是基建空间有限；四是新型基建并未计入基建投资。在这四点中，前两点应该是主因。本次会议对基建投资的提法——“明”——“暗”：“明线”是明确提出“加强基础设施建设”，这在历年 12 月政治局会议中较为少见，且去年 12 月未提及基础设施，表明 2020 年基建投资力度大概率较 2019 年加大；“暗线”是针对制约基建投资的政府责任约束，明确提出“完善担当作为的激励机制”。对于经济工作中干部的激励问题，此前政治局会议均未提及，但是自去年 12 月起政治局会议就开始重视这一问题：去年 12 月的提法是“激励干部担当作为”；今年 7 月的提法是“激励约束并重”。本次会议在此基础上，第三次谈及激励问题，具体提法是“完善担当作为的激励机制”。2017 年 7 月召开的全国金融工作会议指出，“各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”。这一规定对地方政府而言是约束“十分有余”而激励“严重不足”，在很大程度上削弱地方政府在基建投资上“主动作为”的积极性，导致 2017 年 7 月以来基建投资增速“断崖式”下行。所以自去年 12 月以来政治局会议 3 次强调干部的“激励”问题。预计今后在地方政府基建投资的积极性上，将出台相应的配套措施，对地方政府的基建投资行为给与一定的激励。在以上分析的前提下，预计 2020 年基建投资增速有望在 2019 年的基础上上行一定幅度。值得提醒的是，按照以往经验，全国金融工作会议每隔五年召开一次，下一次召开的时间是 2022 年。

**4、房地产调控凸显“因城施策”，对 2020 年房地产投资不应悲观。**与去年 12 月一样，本次政治局会议对房地产投资只字未提，而今年 7 月会议对房地产市场的提法是“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”。我们认为 2020 年房地产调控大概率边际放松，主要体现为“因城施策”特征更加凸显，因此对 2020 年房地产投资不应悲观，这一判断主要基于以下几个信号：首先，针对房地产调控，11 月 15 日发布的 3 季度货币政策执行报告与 8 月 9 日发布的 2 季度货币政策执行报告的最大区别是删除了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的提法；其次，11 月 20 日，央行在下调 1 年期 LPR 报价的同时，超预期下调 5 年期 LPR 报价，利多房地产投资增速；最后，近期房地产调控“因城施策”特征凸显，如 10 月 22 日广东房贷利率加点下限确定，广东地区（深圳以外）根据央行规定的最低下限执行，又如 11 月 11 日深圳市住建局称，深圳市日前将普通商品住房标准调整为“宗地容积率 1.0 以上且房屋建筑面积 144 平方米以下”。2020 年出口增速依旧承压，工业企业利润增速缺乏大幅上行基础，进而制造业投资增速以及消费增速无法大幅上行，一旦基建投资增速低于预期，房地产调控大概率继续强调“因城施策”。基于以上分析，叠加本次会议未提及房地产调控，结合近年来对于房地产投资而言，“没有消息就是最好的消息”的经验，我们坚持认为 2020 年房地产投资下行空间有限。

**5、运用好逆周期调节工具，关注后期中央经济工作会议。**对于逆周期调节，此次会议着墨不多，仅提到“运用好逆周期调节工具”，但是相比去年 12 月只字未提“逆周期”而言，“稳增长”的意味更强，此外，对比今年 7 月“适时适度实施宏观政策逆周期调节”的提法，本次会议删除了“适时适度”四个字，“稳增长”的意味再次加强。今年 7 月提出“要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”，而本次会议未提出货币政策与财政政策的具体举措，考虑到 12 月底将召开一年一度的中央经济工作会议，预计在此后的几周中，将酝酿如何“运用好逆周期调节工具”。但是不管怎样，预计 2020 年逆周期调节的力度大概率较 2019 年加大：货币政策方面，LPR 报价的缓步下调是确定性事件，而在 2 季度 CPI 同

比下行的背景下，下调 MLF 利率以及 OMO 利率的概率也越来越大，数量型工具方面，下调法定存款准备金率也是大概率事件，预计 1 季度有可能降准。财政政策方面，减税降费还将持续推进，而专项债的发力则是财政政策“加力提效”的重要抓手，且不排除在 3 月的《政府工作报告》中上调赤字率至 3.0%，乃至更高的可能。

**6、贸易摩擦具有长期性，但也许没有想象中的那么严重。**本次会议未明确提及中美贸易摩擦，但是在两处间接提及。第一处是“面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面”，这就指出中美贸易摩擦的“挑战”性质及其严重性。第二处是“我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事”。其中，外部压力无疑包括中美贸易摩擦。在提出问题的同时，本次会议也指出了解决问题的思路，那就是“善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力”，也就是说，“深化改革、扩大开放”是今后我国应对贸易摩擦的总体思路，同时，强化辩证思维，在外因与内因之间，重心放在内因上，“集中精力办好自己的事”，坚信道路选择的正确性，“增强必胜信心”。关于中美贸易摩擦，值得提醒的有两点：一是 2020 年是美国总统大选年，但不论是共和党在台上，还是民主党在台上，对我国的高科技产业进行遏制是“驴”“象”两党的共识，因此，对于中美贸易摩擦的长期性要有一定的思想准备，其并不因为特朗普能否当选而改变；二是特朗普政府并不是专门针对中国发动贸易战。自特朗普上台以来，美欧贸易摩擦不断扩大升级，包括高额钢铁和铝关税、高额汽车关税威胁，空客补贴案以及近期针对法国征收数字税的“报复”。越南方面，特朗普曾称，“越南在贸易上比中国更恶劣”。可见，中美贸易摩擦是美国挑起的全球贸易摩擦的一部分，也就是说，美国并不仅仅针对我国发起贸易摩擦，我国在应对策略上存在较大的腾挪空间，从这一角度看，中美贸易摩擦也许没有想象中的那么严重。

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\\_8551](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8551)

