



定了！2021 年这么干！新周期 新基建 新格局！
解读 2020 年中央经济工作会议

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2020/12/19

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元

fangsiyuan@evergrande.com

研究员：华炎雪

huayanxue@evergrande.com

研究员：梁颖

liangying@evergrande.com

研究员：黄斯佳

huangsijia@evergrande.com

目录

1 中国经济恢复领先全球，但基础尚不牢固	4
2 构建新发展格局，以高质量发展为主题	4
3 宏观政策保持“连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯”	6
4 需求侧管理，扩大消费、投资新基建、优化收入分配	7
5 重申“新基建”，打造中国经济新引擎	7
6 突破关键核心技术，解决“卡脖子”问题	8
7 强化“反垄断”和“防止资本无序扩张”	9
8 全面推进改革开放，积极参与全球治理	11
9 解决“大城市住房突出问题”，坚持“房住不炒”	11
10 处理好恢复经济和防范风险关系，建立金融风险预防、预警机制	12
11 加强资本市场制度建设，重点强调债券市场法制	13
12 应对人口老龄化上升为国家战略：放开生育	13
13 百年未有之大变局：中美贸易摩擦，拜登对华政策展望	14



12月16-18日召开中央经济工作会议，分析当前经济形势，部署明年经济工作安排，意义重大。

会议定调明年宏观经济政策“连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，强调“新发展格局”、“需求侧管理”、“产业链自主可控”、“反垄断”、“防止资本无序扩张”、“新基建”、“租赁住房”、“资本市场改革”等，传递重大信号。

图表：2018-2020年中央经济工作会议要点

领域	2020	2019	2018
经济形势	全球唯一实现经济正增长的主要经济体；经济恢复基础尚不牢固、复苏不稳定不平衡、衍生风险不容忽视。	经济下行压力加大；稳中向好、长期向好趋势不变。	我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。经济运行稳中有变、变中有忧。
总基调	要促进经济运行保持在合理区间，继续做好“六稳”“六保”工作。	保持经济社会持续健康发展。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。	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推动高质量发展。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。
宏观政策	连续性、稳定性、可持续性 不急转弯	稳字当头 前瞻性、针对性、时效性	强化逆周期调节
财政政策	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	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。	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
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	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，降低社会融资成本。	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，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。
重点任务	一是强化国家战略科技力量。 二是增强产业链供应链自主可控能力。 三是坚持扩大内需这个战略基点。 四是全面推进改革开放。 五是解决好种子和耕地问题。 六是强化反垄断和防止资本无序扩张。 七是解决好大城市住房突出问题。 八是做好碳达峰、碳中和工作。	一是坚定不移贯彻新发展理念。 二是坚决打好三大攻坚战。 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。 四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 五是着力推动高质量发展。 六是深化经济体制改革。	一是推动制造业高质量发展。 二是促进形成强大国内市场。 三是扎实推进乡村振兴战略。 四是促进区域协调发展。 五是加快经济体制改革。 六是推动全方位对外开放。 七是加强保障和改善民生。

资料来源：中央经济工作会议，泽平宏观

1 中国经济恢复领先全球，但基础尚不牢固

会议首先肯定今年经济成果，“交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成就，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障。”但同时提出“明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”

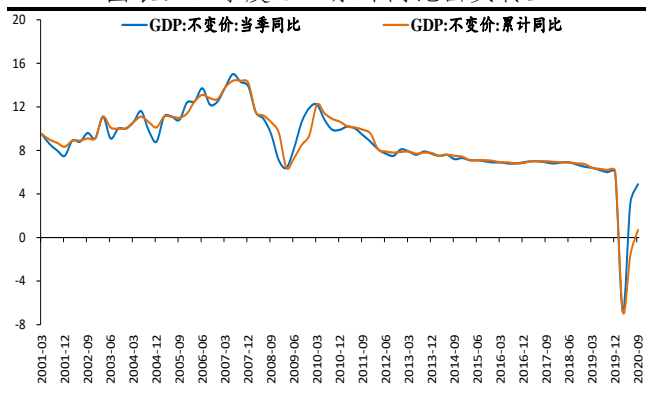
我们此前提出，中国在控制疫情和恢复生产方面走在全球前面，展现了巨大的体制优势和经济韧性。1-3 季度 GDP 增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，我们预计 4 季度 GDP 增速在 5.5%左右，基本恢复到经济潜在增长率水平，2019 年 GDP 增速 6.1%。反观欧美疫情持续失控，蔓延时间长，经济大幅负增长，2020 年“我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”。

从结构看，中国生产 11 月工业生产增长 7.0%，三季度工业产能利用率为 76.7%，服务业生产指数同比增长 8%，在近几年同期中均属高位。主要受益于疫情有效控制和对外内需恢复；三驾马车中，出口、基建和房地产投资是拉动中国经济的主要力量；11 月出口金额（以美元计）同比增长 21.1%，连续 4 个月保持 9%以上的高增速；主要受益于防疫物资、宅经济出口以及对欧美亚等生产替代效应。基建和房地产投资当月同比分别为 5.9%和 10.9%，远超去年水平。

同时，需要清醒地看到，当前经济恢复基础不牢。展望 2021 年，就业、收入和消费低迷，小微企业仍然十分困难，金融风险频发，投资面临回落压力，出口高增难持续。因此，慎勿对经济形势盲目乐观，慎谈货币政策收紧。

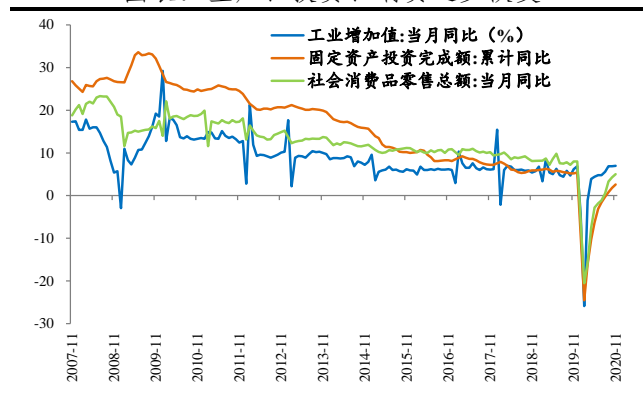
我们在 2019 年下半年提出“拿掉猪以后都是通缩”“充分估计当前经济金融形势严峻性”；在 2020 年上半年提出“新基建”“中国经济复苏将领先全球”；在年底提出“经济持续复苏，但不宜盲目乐观”。

图表：三季度 GDP 累计同比由负转正



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：生产、投资、消费逐步恢复



资料来源：Wind，泽平宏观

2 构建新发展格局，以高质量发展为主题

本次中央经济工作会议继续强调高质量发展，“立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力”和“要促进经济运行保持在合理区间”。中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济结构优化和提质增效将是未来五年的工作重点。

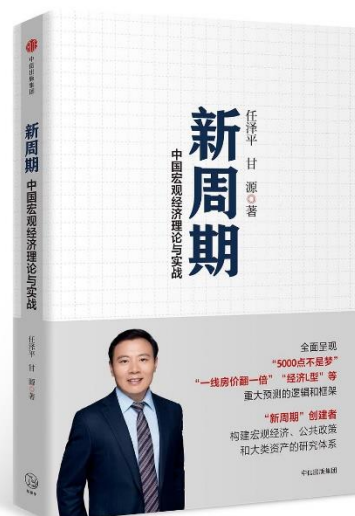


刘鹤副总理在“十四五”规划辅导读本撰文《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》。新发展格局是适应我国经济发展阶段变化的主动选择，是应对错综复杂的国际环境变化的战略举措，是发挥我国超大规模经济体优势的内在要求。从六方面全面落实加快构建新发展格局的决策部署：推动科技创新在畅通循环中发挥关键作用；推动供给创造和引领需求，实现供需良性互动；推动金融更好服务实体经济，健全现代流通体系；推动新型城镇化和城乡区域协调发展；推动扩大就业和提高收入水平；推动更高水平的对外开放，更深度融入全球经济。

我们认为，“双循环”的核心是对内扩大内需、对外提升产业链安全，关键是三大抓手：“新基建”、城市群和放开生育。这是这些年我们在公共政策领域的三大建言和呼吁，但进展不同，新基建已经从学术讨论走向国家战略，城市群逐渐走向社会共识但尚未完全落实到公共政策，而全面放开生育则面临巨大的学术分歧和社会争议。（参见《“双循环”三大抓手：新基建、城市群与放开生育》）

2010年我们参与研究提出“增速换挡”，2014年作者提出“新5%比旧8%好”“改革牛”，2015年提出“经济L型”。

2017年提出“新周期”，提出随着供给侧结构性改革与市场自发出清叠加，我们正站在新周期的起点上，新周期的核心是从产能过剩到供给出清、剩者为王、行业集中度提升，行业龙头资产负债表持续修复，新一轮高质量发展周期，新兴经济周期，新5%比旧8%好，引发年度史诗般教科书级论战（《站在新周期的起点上：来自产能周期的多维证据》）。最近几年传统行业出清大幅加快，行业集中度明显提升，剩者为王的龙头企业被作为核心资产在资本市场上获得明显溢价以及大幅上涨，同时新基建、新经济、新技术蓬勃兴起。我们2017年初提出“新周期的起点”，在市场上一石激起千层浪，出现了宏观研究员一片反对、行业研究员普遍举证、投资者大举买入的盛况奇观。表明“新周期”时代宏观研究要重视微观基础和行业格局的新变化。“新周期”，与其他新生事物和机遇的到来一样，必将经历四个阶段：“看不见”、“看不起”、“看不懂”、最后“来不及”。“在备受争议中，我听到了它坚定坚决，铿锵有力的脚步声。我深信，经过长达六年漫长出清的黑夜隧道，新周期终将走向王座，荣耀加身。那一刻，所有周期的参与者都将为之动容，先知很可能泪流满面。所以，周期不仅是技术过程，背后是人性的轮回，反对者和赞同者共同的宿命。”



3 宏观政策保持“连续性、稳定性、可持续性”， “不急转弯”

会议提出，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。”

我们此前多次提出，“货币政策谈收紧为时尚早，宜保持观察。精准把握好力度和节奏，不要人为制造经济的大起大落。”“财政政策的结构性效果比货币政策好，应继续发力基建尤其是新基建。”

财政政策方面，会议提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”，相比去年中央经济工作会议提出的“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”，此次会议更加强调国家重大战略任务、科技创新、经济结构调整等领域。预计明年财政政策将会结合需求侧管理，加强对于新基建等领域的支持力度，拓展投资空间，优化投资结构。

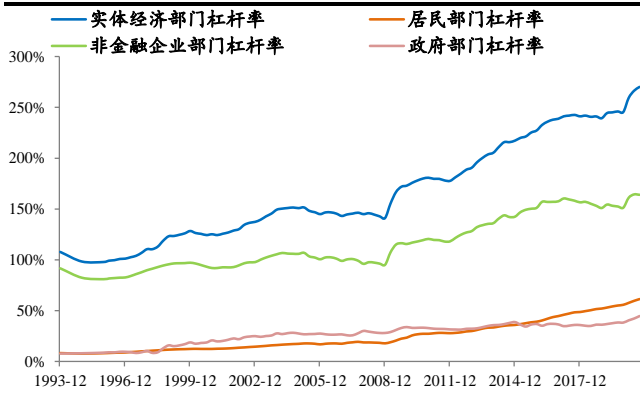
在财政政策力度上，会议提出“保持适度支出强度”。今年受疫情冲击，目标赤字率提到 3.6% 以上，新增专项债 37500 亿元，同时发行特别国债 10000 亿元。然而从运用来看，财政资金重点运用在民生领域，旨在减轻中小企业负担，稳定微观企业经营，整体基建投资增速较为缓慢。预计明年财政政策将会适度调整，在抗疫相关民生支持平稳退出的基础上，明年基建投资、尤其是新基建仍有一定支撑。

货币政策方面，会议提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金”，“加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持”，与 730 政治局会议、央行三季度货政报告表述一脉相承，明确货币政策不搞大水漫灌，但也不让市场缺钱。相比去年会议提出的“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，此次会议更加强调货币政策精准导向，重点加强科技创新、小微企业领域金融支持。

今年处于抗疫特殊时期，我国宏观杠杆率快速上升，截至 9 月末，我国实体经济部门杠杆率已达 270%，较去年末提升 25pct，但明年 GDP 增速回升有助于杠杆率自然回落，在金融监管、房地产审慎管理制度的共同配合下，货币政策进入稳杠杆阶段，类似 2017-2018 年的激烈去杠杆大概率不会重现。预计未来货币政策回归常态并长期保持正常化，信用扩张周期即将迎来拐点，明年社融、M2 增速将由今年的大幅高于名义 GDP 增速向“名义 GDP 增速+合理加点”回归。

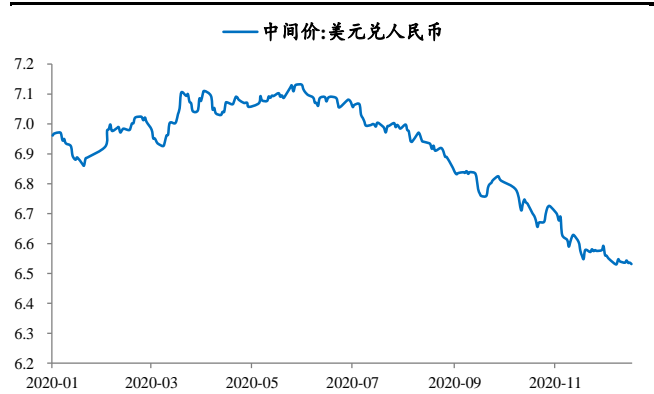
此外，进一步提出“深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。10 月 12 日，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金从 20% 下调为 0，10 月 27 日，外汇交易中心发布消息称，“部分报价行主动将人民币对美元中间价报价模型中的逆周期因子淡出使用”，12 月 11 日，央行、国家外汇管理局发布公告称，将金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。近期陆续出台的相关政策指向监管希望引导人民币汇率在均衡水平附近双向波动，避免人民币过快升值，保持内外均衡。

图表：宏观杠杆率快速上升



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：人民币继续升值



资料来源：Wind，泽平宏观

4 需求侧管理，扩大消费、投资新基建、优化收入分配

会议强调“要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。”

疫后关于扩大需求和需求侧管理的中央论述较多：327 政治局会议明确确定调要扩大内需。730 政治局会议提出“要持续扩大国内需求”，“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”和“积极扩大有效投资”。五中全会继续提出“坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”。

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导读本撰文《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》指出：“要加快培育完整内需体系，完善扩大内需的政策支撑体系。增强消费对经济发展的基础性作用，全面促进消费，提升传统消费，培育新型消费，发展服务消费。发挥投资对优化供给结构的关键作用，拓展投资空间，优化投资结构，推动企业设备更新和技术改造，推进一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。”

具体做法上，一是扩大消费，通过促进高质量就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力；完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业；合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。二是要增强投资增长后劲。大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度；扩大制造业设备更新和技术改造投资；实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系；发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用；激发全社会投资活力。

5 重申“新基建”，打造中国经济新引擎

中央经济会议再次强调“大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。”

我们在 2021 年初倡导新基建，提出应对疫情和经济下行最简单有效的办法是新基建，长期打造中国经济新技术、新经济、新引擎，加大新一代信息技术、人工智能、新能源汽车、数据中心等领域投资（《是该启动“新”一轮基建了》《中国新基建研究报告》）。全网数亿阅读，引起学术界广泛讨论，并走向社会共识和国家战略，写入“两会”政府工作报告，成为 2020 年最大的政策发力点和资本市场最大的投资机会。这次“十四五”规划和中央经济工作会议文件再次强调“新基建”，意味着“新基建”已经上升到长期国家战略层面，2021 年乃至“十四五”期间继续接着干。

“新基建”兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用。疫后中国经济恢复，基建投资是主要拉动力量之一。5 月基建投资增速达 10.9%，此后基本维持 5% 以上增速。长期看，新基建能够培育新经济、新技术和新产业，打造中国经济新的增长点。

新基建包括 5G 基建、大数据中心、人工智能、新能源汽车充电桩等科技领域的基础设施，教育、医疗等民生领域的基础设施，以及营商环境、服务业开放、多层次资本市场等制度领域的基础设施，这些领域发展空间巨大，增长迅速，经济社会效益显著，对上下游行业带动性强，在未来经济社会发展中将起到担大任、挑大梁的重要角色。

新基建带来的未来应用场景和商业模式价值惊人。以 5G 为例，未来 5G 将以万亿美元级的投资拉动十万亿美元级的下游经济价值，中美两国将决战新一代信息技术。新型信息基础设施为智能经济的发展和产业数字化转型提供了底层支撑。5G 与云计算、大数据、物联网、人工智能等领域深度融合，将形成新一代信息技术的核心能力。

6 突破关键核心技术，解决“卡脖子”问题

会议强调，“强化国家战略力量，增强产业链供应链自主可控能力。”

受中美贸易摩擦影响以及自身发展战略需要，近年科技自立自强和产业链供应链安全被频繁提及。

5 月 14 日中共中央政治局常务委员会会议提出，“要实施产业基础再造和产业链提升工程”“要发挥新型举国体制优势，加强科技创新和技术攻关，强化关键环节、关键领域、关键产品保障能力”。730 政治局会议提出，“要提高产业链供应链稳定性和竞争力”。五中全会将“关键核心技术实现重大突破”列入二〇三五年远景目标，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。

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_625

