

宏观点评报告

2020 年 12 月 22 日

经济工作目标已经改变 “钢铁时代” 结束

中央经济工作会议点评

核心内容:

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com
分析师登记编号: S0130515030003

- **经济环境有较大的不确定性** 2021 年我国疫情事情的各种政策要逐步退出,尤其是“稳定宏观杠杆率”与“控制货币总闸门”必然会带来信用的收缩,而信用的收缩必然会带来经济的下滑,对经济的冲击要有充分的认识。我国对 2021 年的经济运行仍然以稳定为主,防范各种系统性风险,2020 年 12 月份发生的信用债风险在 2021 年可能会更加频繁,这是我国货币收缩的直接结果。我国经济未来要推动高质量发展,以深化供给侧结构性改革为主线,以改革创新为根本动力。这也就是说,传统行业仍然要坚持供给侧改革,实施有计划的管理,这些行业包括钢铁、煤炭、水泥、玻璃、有色以及房地产行业等,信贷要对这些行业有条件发放,防止这些行业过度扩张,带来产能浪费。同时鼓励信贷更多进入科技创新行业。
- **货币政策不会出现断崖式下跌** 我国货币条件在 2021 年会比 2020 年有所收缩,但不会出现断崖式下行,即不会出现 2018-2019 年的激烈去杠杆式出清。经济会议情调政策对经济恢复要有必要的支持力度,政策操作“不转急弯”,意味着政策的退出可能要延续 2-3 年,用发展来消化目前的杠杆率。货币政策方面要“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相匹配”,2021 年名义 GDP 增速可能在 7.5%之上,这是由于 2020 年基数较低的原因。而货币仍然要与名义 GDP 相匹配,与围着 M2 增速和社会融资增速的基本平稳。
- **改革创新是发展的根本动力** 2021 年国家经济工作重点的第一位是强化国家战略科技力量。内部劳动力结构的变化以及我国出口的变化都意味着,我国在传统优势的基础上需要在科技和产业链供应链上更上一层楼才能保证经济的继续发展,才能保证居民收入水平的持续上行。国家经济工作重点的转变也来源于此,这种转变至少会持续未来 10 年,这意味着我国支持我国经济增长的传统产业未来会保持平稳增长,也意味着“钢铁时代”结束。
- **调控房价到调控房租** 房地产市场是我国重点关注的领域,既有民生领域的问题,也关系到系统性金融风险。会议从加强建设、住房隐性福利、土地供应、税费以及打破只有开发商可建设房产的诸多条件来看,政府会全面发展租房市场。会议不再强调强控房价,转为调控房租价格,这是房地产市场工作重点的转变。

12月16日-18日，2020年中央经济工作会议在北京召开。2020年是“十三五”规划收官之年，2020年我国已经完成了“十三五”的主要经济目标。“十四五”规划对我国提出了更高的要求，指标性的任务在减少，定性的任务在增加，说明我国已经从重数量发展转变为重质量发展的阶段。在这一个阶段我国需要对社会基本矛盾、社会生活结构、权利组织形式等根本社会问题进行整改，这是我国在“十四五”以及到2035年面临的根本性问题。

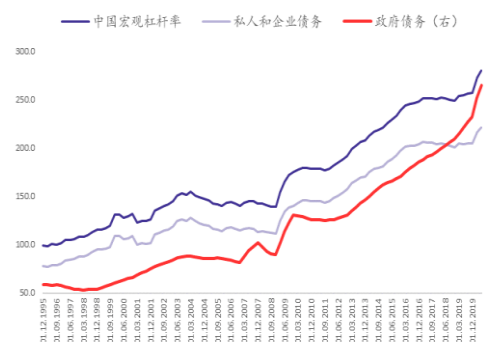
一、经济环境有较大的不确定性

虽然2020年我国经济恢复较快，但是世界经济形式仍然较为严峻，我国复苏的基础并不牢固，仍然隐藏各种风险，尤其是疫情后我国杠杆率迅速上行，积累了系统性风险。加之2021年对房地产企业要实施“三条红线”限制，直接限制了房地产企业的融资，打击了房地产企业的高周转率运行，对经济的冲击仍然在观察中。2021年我国疫情期间的各种政策要逐步退出，尤其是“稳定宏观杠杆率”与“控制货币总闸门”必然会带来信用的收缩，而信用的收缩必然会带来经济的下滑，对经济的冲击要有充分的认识。

我国对2021年的经济运行仍然以稳定为主，防范各种系统性风险，2020年12月份发生的信用债风险在2021年可能会更加频繁，这是我国货币收缩的直接结果，也是稳定宏观杠杆率后面临的灰犀牛。

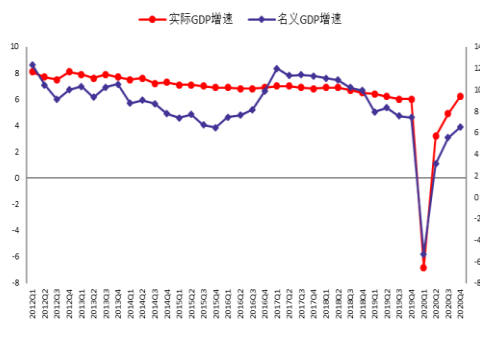
我国经济未来要推动高质量发展，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力。这也就是说，传统行业仍然要坚持供给侧改革，实施有计划的管理，这些行业包括钢铁、煤炭、水泥、玻璃、有色以及房地产行业等，信贷要对这些行业有条件发放，防止这些行业过度扩张，带来产能浪费。同时鼓励信贷更多进入科技创新行业。

图 1：中国宏观杠杆率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：中国 GDP 增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、货币政策退出不会出现断崖式下降

我国货币条件在 2021 年会比 2020 年有所收缩，但不会出现断崖式下行，即不会出现 2018-2019 年的激烈去杠杆式出清。

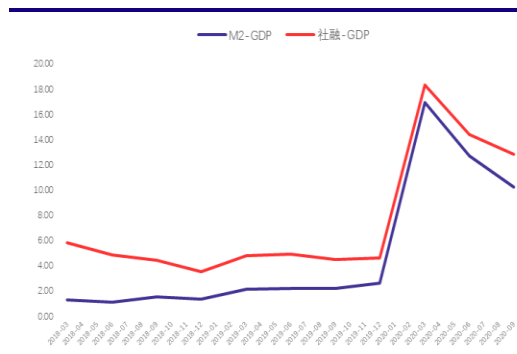
经济会议情调政策对经济恢复要有必要的支持力度，政策操作“不转急弯”，意味着政策的退出可能要延续 2-3 年，用发展来消化目前的杠杆率。财政政策会持续发力，但发力的方向要较为确定，并且未大型项目保驾护航，意味着 2021 年的投资仍然以国家投资为主，主要是铁路、道路、水利等项目，城市基础设施建设会保持合理水平，这就表示地方政府债务的上行速度减缓。

货币政策方面要“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相匹配”，2021 年名义 GDP 增速可能在 7.5% 之上，这是由于 2020 年基数较低的原因。而货币仍然要与名义 GDP 相匹配，与围着 M2 增速和社会融资增速的基本平稳。

央行在提出货币供给总闸门时，下滑最迅速的是新增贷款增速和新增社融增速。M2 和社融存量增速与 GDP 名义增速相匹配是 2019 年经济工作会议中提出，2019 年全年，M2 和 GDP 增速的差值在 2-3 个百分点之间，社融和 GDP 的差值在 4-5 个百分点。假设 2021 年 GDP 增速约在 7.5% 左右，那么合意 M2 增速在 9.5%-10.5% 左右（11 月份 M2 增速 10.7%），社融总量增速在 11.5%-12.5% 左右（11 月份 13.6%）。

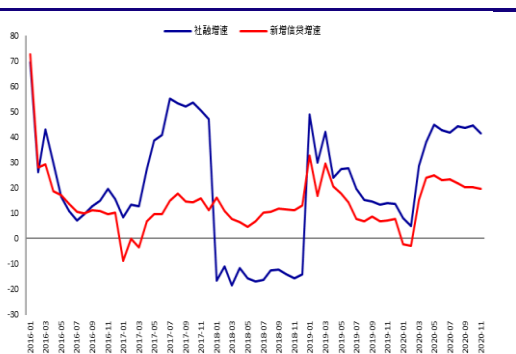
我国新增社融和新增贷款增速已经开始下滑，增速拐点已经出现，M2 增速仍然相对平稳，可以说我国现阶段货币投放仍然以稳为主，出现断崖式下滑可能性较小。2021 年由于 GDP 同比增速会有高增，所以预计 2021 年新增社融总量约在 35 万亿左右，仍然是较高水平，不会有市场所担忧的断崖式下滑。

图 3：M2、社融增速与 GDP 的差值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：新增社融和新增信贷增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、经济工作重点出现转变：科技、产业链和内需

2021 年国家经济工作重点的第一位是强化国家战略科技力量，供应链产业链自主和扩大内需成为第二和第三个工作目标。

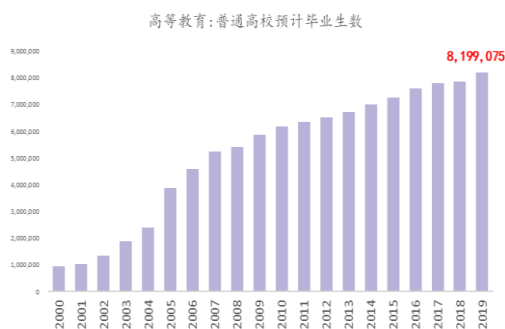
科技和自主创新已经是 2020 年经济工作的重点，这些转变已经在已有的文件和会议中有所体现，尤其是“十四五”规划中已经体现了国家对科技发展和自主创新的雄心。现阶段我国科技创新仍然是以国家投入为主，以领军人制度和高校创新为主，举国体制完成科技创新项目和技术追赶。这种方式对于我国现阶段仍然较为适用，在科技追赶体制下，集中力量做重点突破。但是科技创新对经济增长的贡献需要更市场化的环境才能实现，举国体制的创新和对重点方向的突破需要对经济有所贡献才能获得更大的生命力和延续力。日本大藏省的例子已经说明了举国体制只适合短时间段的科技追赶，而不适用于追求科技领先。

我国经济发展到人均 1 万美元 GDP 的时刻，也需要我国产业升级给与经济更多的活力。首先，我国劳动力结构已经发生根本变化，大学生毕业数量连年上行，2019 年我国普通高校毕业数量是 819 万，高素质劳动力人口的快速上行也改变了我国整体劳动力结构，这种变化需要社会产业的升级，也是我国需要技术升级的根本原因。

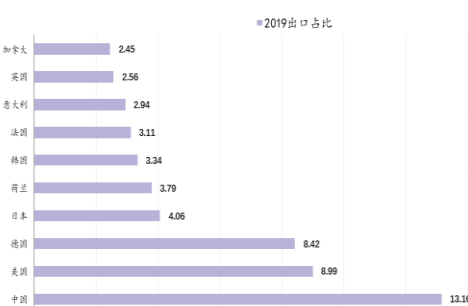
外部环境已经发生变化，我国已经是世界主要经济体，在基本贸易协议下我国在全球所占经济份额已经注定，而进一步的经贸合作需要我国在法律、规章、标准等方面与其他国家进行更紧密的合作，对我国经济发展质量提出更高的要求。中美关系在 2019 年发生巨大的变化，双方冲突多与合作，这就促使我们必须以更大的开放程度、更多的合作伙伴来对冲中美之间冲突的损失。2019 年我国出口占全球出口贸易的 13.2%，进口占全球贸易的 10.5%，我国外贸在 2020 年受到疫情影响仍然在增长，但出口比例极限已经到来。我国对外贸易合作向再进一步需要更深层次的合作，11 月份我国已经签署了 RCEP，这代表着我国与世界主要经济体都有了基本的贸易合作，而未来需要在法律、规章、标准等方面加强合作，产业链深度融合下，我国对外贸易和合作才会进入下一个层次。

图 5：高校毕业生人数上行（人）

图 6：我国出口占全球出口比例（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

内部劳动力结构的变化以及我国出口的变化都意味着，我国在传统优势的基础上需要在科技和产业链供应链上更上一层楼才能保证经济的继续发展，才能保证居民收入水平的持续上行。国家经济工作重点的转变也来源于此，这种转变至少会持续未来 10 年，这意味着我国支持我国经济增长的传统产业未来会保持平稳增长，也意味着“钢铁时代”结束。

四、调控房价到调控房租

房地产市场是我国重点关注的领域，既有民生领域的问题，也关系到系统性金融风险。在对房地产商“三条红线”的控制下，逐步化解房地产市场的系统性风险，同时对房地产市场调控的重点变为对租房市场调控。

会议提出要“保证性租赁住房建设”、“租购住房在享受公共服务上具有同等权利”、“土地供应要向租赁住房建设倾斜”、“企事业单位自有闲置土地建设租赁住房”、“降低租赁住房税费负担”。从对租房市场的表述上来看，从建设、住房隐性福利、土地供应、税费以及打破只有开发商可建设房产的诸多条件来看，政府会全面发展租房市场。会议不再强调强控房价，转为调控房租价格，这是房地产市场工作重点的转变。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。

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_666

