

分析师:周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

恢复基础尚不牢固, 宏观政策不急转弯

——中央经济工作会议解读专题(一)

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年12月21日

相关报告

1 《策略报告: 顺周期热度或下降, 大金融有望王者归来-A股策略》 2020-11-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件: 中央经济工作会议于12月16日至18日在北京召开, 总结2020年经济工作, 分析当前经济形势, 部署2021年经济工作。

● 2020年经济工作成果与经验: 我国经济实现“V型反弹”

中央对2020年度经济工作高度肯定, 我国成为全球唯一实现经济正增长主要经济体, 我国经济在疫情得到有效控制下成功实现“V型反弹”。制度性优势使我国在疫情防控领域得到集中体现, 同时在科技创新领域, 2020年度我国科技创新取得一系列突破。

● 当前及未来经济形势判断: 我国经济恢复基础尚不牢固

经济复苏上, 我国在内外层面上依然存在不确定性: (1) 经济复苏的“基数效应”可能会掩盖一定问题。一方面经济的复苏韧性使我国经济迅速获得正增长, 但也要意识到疫后长期经济发展仍存不确定性, 经济增长内生动能仍需增强; 另一方面疫情期间的比较基期相对低于潜在增速, 可能会形成明年同比数据高增, 因此在衡量明年经济增长状况时, 更应关注经济的环比增速以及潜在增长中枢处在何位置。(2) 在全球主要经济体的宽松宏观政策刺激下, 海外部门的需求优先复苏, 而我国疫情的有效控制使我国供给优先恢复。全球产业链的部分产能缺位使我国在国际循环中迅速夺得先机, 形成了出口“替代效应”, 但伴随海外部门疫情控制对于供给的逐步修复, 我国能否保持产业竞争力持续形成出口外需仍存不确定性。

风险问题上, 伴随政策退出债市可能存在滞后暴露的信用风险问题。宽松的财政环境可能引起政府部门尤其是地方政府部门隐性债务的抬升, 而宽松的信用以及投资环境可能引起企业部门的杠杆率抬升。根据历史经验, 伴随财政以及货币政策退出, 信用环境可能逐步收缩, 城投平台、国企、民企的积压风险可能逐步暴露, 信用违约事件频率随之上升, 伴随而来的是债市收益率上行, 利差走阔, 信用分层现象凸显。

● 宏观经济调控政策基调与展望: 宏观政策不急转弯

从宏观调控政策的运行基调上看“连续性、稳定性、不急转弯”或表示了政策需要逐步退出, 但在退出的时间与力度上仍需相机抉择。结合我国当前的经济形势, 明年经济仍存在诸多不确定性, 货币政策与财政政策或将在经济形势进入稳定区间后再退出。“可持续性”或表示对宏观调控力度的把控应当松紧平衡, 保证积极的财政政策与稳健的货币政策与经济增长相适应, 避免发生财政扩张过度、社会流动性过剩等现象。**整体而言政策退出是大方向: 财政政策退出同时应关注结构提效、风险化解; 货币政策逐步退出同时要关注匹配名义增长、精准稳健。**

风险提示: 国内疫情反复, 宏观经济受到重大政策变化扰动

内容目录

1. 中央经济工作会议对 2020 年经济成果与形势总结	3
1.1. 中央经济工作会议内容结构与历年对比	3
1.2. 2020 年经济工作成果与经验：我国经济实现“V 型反弹”	5
1.3. 当前及未来经济形势判断：我国经济恢复基础尚不牢固	6
2. 宏观经济调控政策基调与展望：宏观政策不急转弯	8
2.1. 财政政策：退出同时应关注结构提效、风险化解	8
2.1.1. 财政政策基调与展望	8
2.1.2. 化解地方隐性债务风险	9
2.2. 货币政策：逐步退出同时要关注匹配名义增长、精准稳健	11
2.2.1. 货币政策基调与展望	11
2.2.2. 货币政策应匹配名义增长	11
2.2.3. 货币政策提效需要精准直达	12
2.2.4. 货币政策的适度才能稳杠杆、控风险	12
3. 经济运行重点主线与展望（专题二）	13

图表目录

图 1：中央经济工作会议内容结构	3
图 2：历年中央经济工作会议总结对比	4
图 3：GDP 增速实现反弹	5
图 4：我国成为唯一正增长全球主要经济体	5
图 5：我国疫情防控取得卓越呈现	5
图 6：我国科技创新取得卓越成效	5
图 7：基数效应或将影响明年同比增长	6
图 8：替代效应褪去或将影响外需	6
图 9：疫情以来我国采取稳健的货币政策提供流动性支持	7
图 10：历史上财政、货币政策的扩张与退出伴随债市收益与利差波动	7
图 11：历史上扩张的财政政策会在经济趋稳后退出	8
图 12：地方财政收支缺口逐年扩大	9
图 13：08 年后城投债发行额迅速攀升	9
图 14：国家审计署地方政府债务调查情况	10
图 15：货币政策在经济复苏后逐步退出	11
图 16：M2 增速与名义 GDP 增速基本相当	12
图 17：M2 与社融存量增速基本相当	12
图 18：15 年以来我国实体部门与金融部门杠杆率得到控制	13
表 1：地方政府债务分类	9
表 2：13 年以来央行的货币政策创新	12
表 3：2021 年经济运行工作主线	13

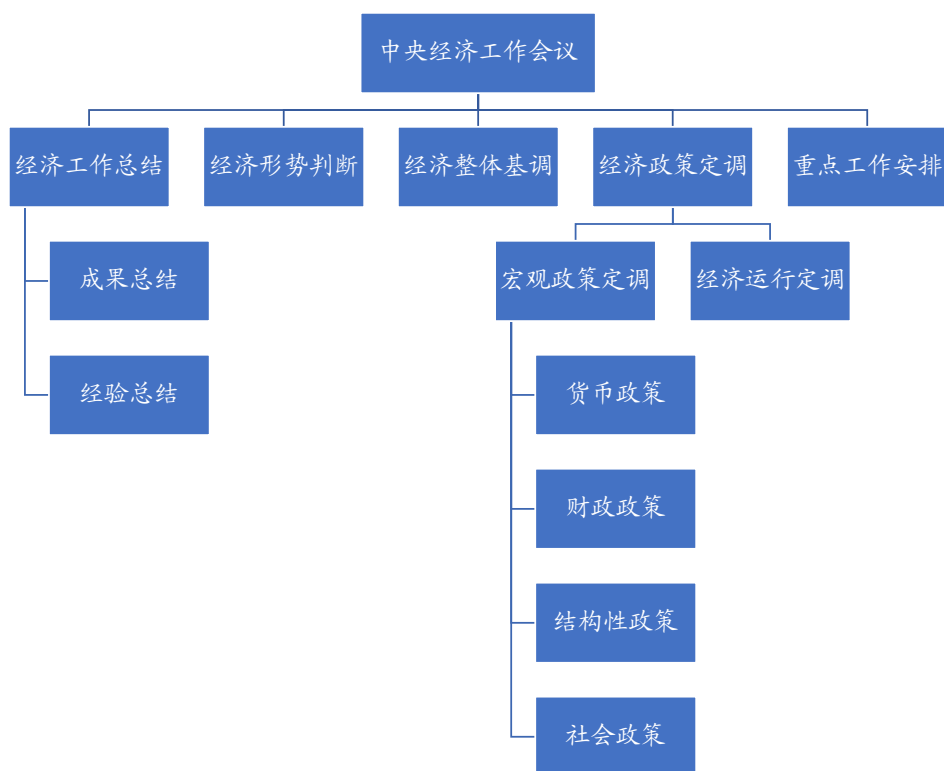
事件：中央经济工作会议于12月16日至18日在北京召开，总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年经济工作。

1. 中央经济工作会议对2020年经济成果与形势总结

1.1. 中央经济工作会议内容结构与历年对比

中央经济工作会议核心内容包括对本年度经济工作的成果与经验总结，当前及未来的经济形势判断，明年经济工作的整体基调，宏观经济政策包括货币、财政、结构性、社会政策的基调，以及经济运行主线的定调，针对以上要求作出明年的重点工作安排。

图1：中央经济工作会议内容结构



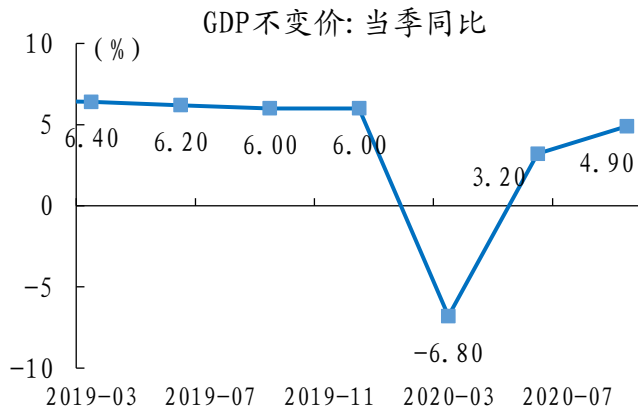
资料来源：根据会议内容整理，中原证券

按照中央经济工作会议的具体结构，我们对2020年中央经济工作会议作出的重点表述部分进行具体解读：

1.2. 2020 年经济工作成果与经验：我国经济实现“V 型反弹”

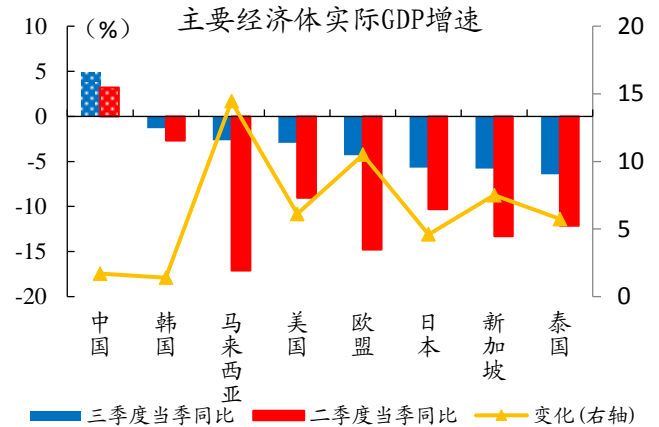
“面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，我们保持战略定力，准确判断形势，精心谋划部署，果断采取行动，付出艰苦努力，交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。”成果角度来讲，中央对 2020 年度经济工作高度肯定，我国成为全球唯一实现经济正增长主要经济体，我国经济在疫情得到有效控制下成功实现“V 型反弹”。

图 3: GDP 增速实现反弹



资料来源: Wind, 中原证券

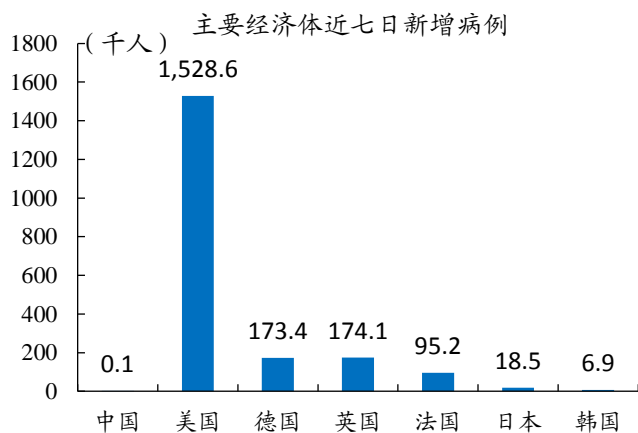
图 4: 我国成为唯一正增长全球主要经济体



资料来源: Wind, 中原证券

经验总结上,不同于往年对于宏观政策以及逆周期调控的着墨,本次会议强调了制度优势、科学决策、科技自立自强。制度性优势使我国在疫情防控领域得到集中体现,充分发挥了集中力量办大事的优势;同时在科技创新领域,2020 年度我国科技创新取得一系列突破,新一年我国将科技自立自强上升为战略支撑,将科技创新摆在各项规划任务的首位。

图 5: 我国疫情防控取得卓越呈现



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 我国科技创新取得卓越成效

日期	科技事件
1月11日	“中国天眼”，500米口径球面射电望远镜正式开放运行
1月12日	中国人民解放军海军055型驱逐舰首舰南昌舰归建入列
5月5日	为我国载人空间站工程研制的长征五号B运载火箭首飞成功
6月23日	我国北斗三号全球卫星导航系统最后一颗组网卫星发射
7月26日	中国自主研制的大型水陆两栖飞机AG600成功实现海上首飞
10月1日	国家航天局发布我国首次火星探测任务“天问一号”探测器飞行图像
11月10日	“奋斗者”号创造10909米中国载人深潜新纪录
11月27日	我国自主三代核电“华龙一号”全球首堆并网成功
12月4日	国家航天局公布嫦娥五号探测器在月球表面国旗展示的照片
12月4日	中国科学技术大学宣布成功构建76个光子的量子计算原型机“九章”
12月4日	我国新一代可控核聚变研究装置“中国环流器二号M”正式建成放电

资料来源: 网络整理, 中原证券

1.3. 当前及未来经济形势判断：我国经济恢复基础尚不牢固

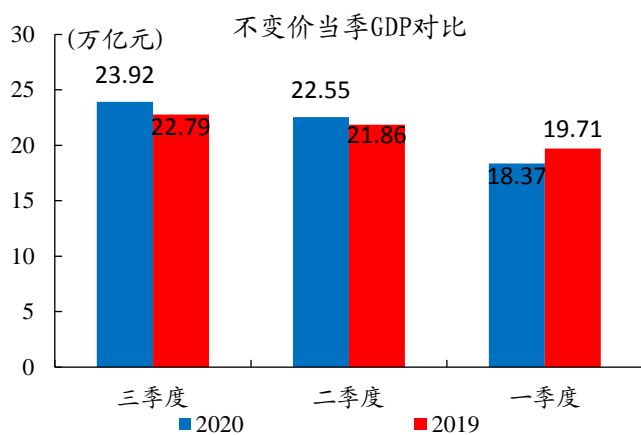
“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”中央从国内国际两个角度对当前经济形势进行了研判，内循环上我国经济恢复尚存在诸多问题以及风险，全球循环上疫情的不稳定性因素以及其他因素对我国外需可能仍存冲击。

经济复苏上，我国在内外层面上依然存在不确定性：

(1) 经济复苏的“基数效应”可能会掩盖一定问题。一方面经济的复苏韧性使我国经济经历了触底反弹期后迅速获得正增长，但同时也要意识到疫情后以及长期的经济发展仍然存在不确定性，经济增长内生动能仍然需要增强；另一方面疫情期间的比较基期相对低于潜在增速，一季度的GDP下滑形成了“比较洼地”，可能会形成明年同比数据的高增，因此在衡量明年年初经济增长状况时，我们更应关注经济的环比增速以及潜在增长中枢处在什么位置。

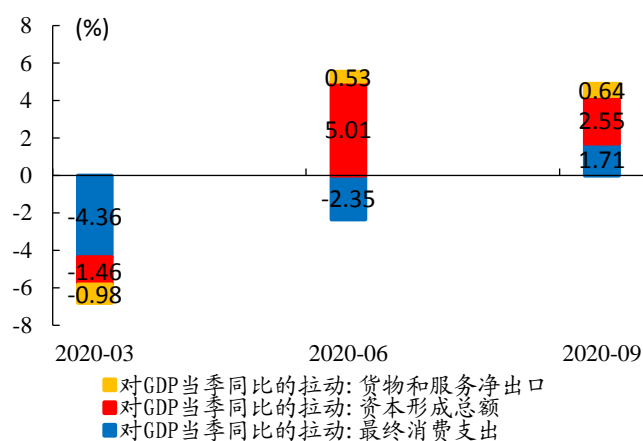
(2) 在全球主要经济体的宽松宏观政策刺激下，海外部门的需求优先复苏，而我国疫情的有效控制使我国供给优先恢复。全球产业链的部分产能缺位使我国在国际循环中迅速夺得先机，形成了出口的“替代效应”，但伴随海外部门疫情控制对于供给的逐步修复，我国能否保持产业竞争力持续形成出口外需仍然存在不确定性。

图 7：基数效应或将影响明年同比增长



资料来源：Wind，中原证券

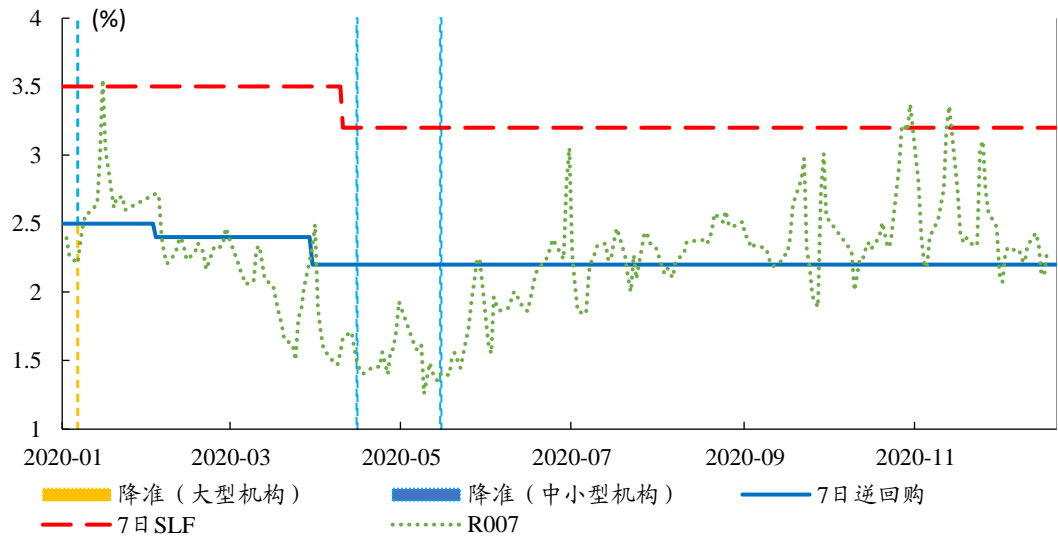
图 8：替代效应褪去或将影响外需



资料来源：Wind，中原证券

疫情期间我国采取了稳健的货币政策，多次下调短期资金政策利率，引导市场利率中枢下行，同时进行了针对大型金融机构以及中小金融机构进行了定向降准。资金面整体比较充裕，为实体经济复苏提供了有力支持。

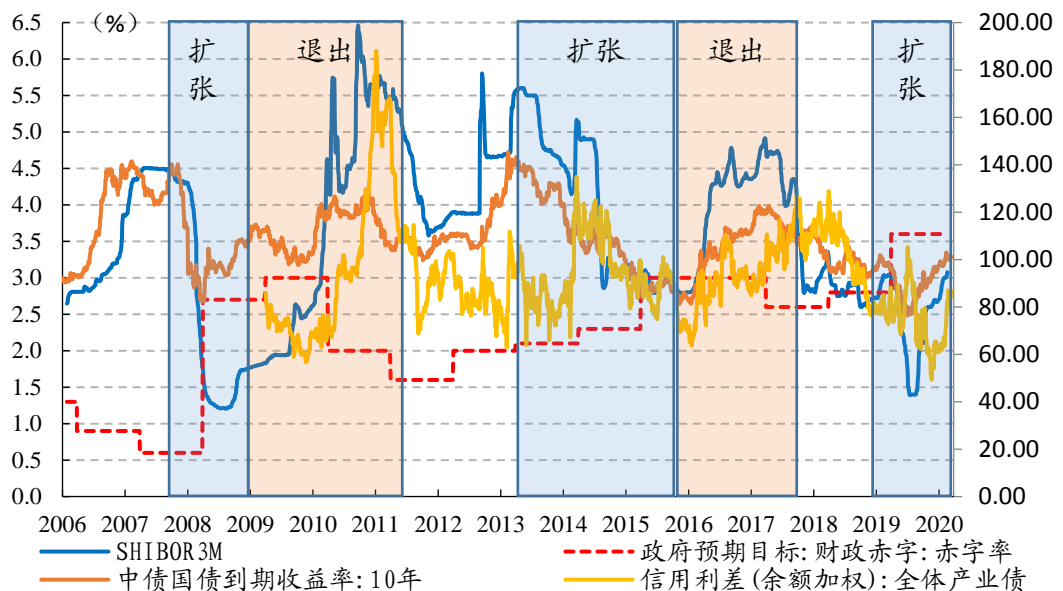
图 9: 疫情以来我国采取稳健的货币政策提供流动性支持



资料来源: 中原证券

风险问题上, 伴随政策退出债市可能存在滞后暴露的信用风险问题。疫情期间, 宽松的财政环境可能引起政府部门尤其是地方政府部门隐性债务的抬升, 而宽松的信用以及投资环境可能引起企业部门的杠杆率抬升。根据历史经验, 伴随财政以及货币政策退出, 信用环境可能逐步收缩, 城投平台、国企、民企的积压风险可能逐步暴露, 信用违约事件频率随之上升, 伴随而来的是债市收益率上行, 利差走阔, 信用分层现象凸显。

图 10: 历史上财政、货币政策的扩张与退出伴随债市收益与利差波动



资料来源: Wind, 中原证券

2. 宏观经济调控政策基调与展望:宏观政策不急转弯

“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。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。”

由于此前的政治局会议没有对宏观经济政策做过多描述，本次中央经济工作会议对于宏观经济政策进行了详细阐释。从宏观调控政策的运行基调上看“连续性、稳定性、不急转弯”或表示了政策需要逐步退出，但在退出的时间与力度上仍需相机抉择。结合我国当前的经济形势，明年经济仍存在诸多不确定性，货币政策与财政政策或将在经济形势进入稳定区间后再退出。

“可持续性”或表示对宏观调控力度的把控应当松紧平衡，保证积极的财政政策与稳健的货币政策与经济增长相适应，避免发生财政扩张过度、社会流动性过剩等现象。

2.1. 财政政策：退出时应关注结构提效、风险化解

2.1.1. 财政政策基调与展望

“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。”

历史上，预算财政赤字率会在经济形势趋稳后逐步下降，因此政策退出是大方向，预计明年预算财政赤字率将会有所下降。如何在有限预算下落实财政政策的“提质增效、更可持续”则需要从结构层面更加关注财政支出的流向问题以及地方政府隐性债务的化解问题，从支出效率以及风险化解上把握财政政策的走向。

图 11：历史上扩张的财政政策会在经济趋稳后退出

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_681

