

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

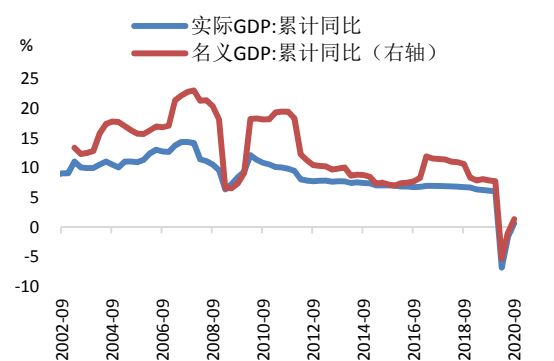
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

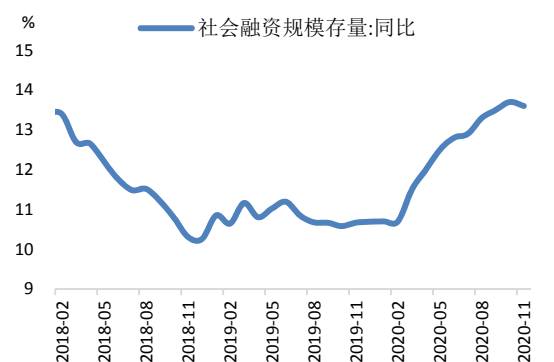
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



资料来源: wind, 国开证券研究部

社融



资料来源: wind, 国开证券研究部

相关报告

1. 《经济修复上行, 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》
2. 《货币政策稳健, 流动性紧平衡》
3. 《政策回归常态 创新行稳致远—2021 年国内宏观经济展望》

宏观政策不急转弯 强化科技创新与提升内需

—— 2020 年中央经济工作会议点评

2020 年 12 月 21 日

内容提要:

未来仍是稳字当头。相较 2018、2019 年会议中稳字分别出现 22 次、29 次, 今年会议中仅出现 13 次, 但是对稳定的要求并不低, 同时总括性的提出了“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”, 体现出稳字当头的总体政策思路。

宏观政策有序回归常态, 保持对经济的必要支持。相较于 2018 年会议提出的“宏观政策要强化逆周期调节”以及 2019 年“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”, 本次会议表述则为“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”, 同时进一步提出“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”。一方面国家对政策过多刺激的后遗症有清醒的认识, 必须把握好政策的度; 另一方面对于“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”亦有充分的认识, 政策回归常态是必须但会循序渐进、不急转弯。

对科技创新的重视再次提升到新的高度。从全文看, 2019 年会议 6 次提及科技而本次会议 14 次提及, 国家经济工作会议对科技创新的重视程度前所未有。

着重笔墨于扩大内需。本次会议着重提出“坚持扩大内需这个战略基点”并作为 2021 年重点任务之一, 同时提出“形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”以及“扩大消费最根本的是促进就业, 完善社保, 优化收入分配结构, 扩大中等收入群体”等相对具体措施, 预计未来将有更多的相关政策出台。

风险提示: 央行超预期调控, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等。

事件：2020 年中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。

点评：

1、稳中求进仍然是主基调

会议提出，做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，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，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年。

未来仍是稳字当头。相较 2018、2019 年会议中稳字分别出现 22 次、29 次，今年会议中仅出现 13 次，但是对稳定的要求并不低，同时总括性的提出了“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，体现出稳字当头的总体政策思路。

2、宏观政策有序回归常态，保持对经济的必要支持

相较于 2018 年会议提出的“宏观政策要强化逆周期调节”以及 2019 年“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，本次会议表述则为“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，同时进一步提出“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”。一方面国家对于“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”有充分的认识，政策回归常态是必须但不急转弯；另一方面对政策过多刺激的后遗症亦有清醒的认识，必须把握好政策的度。

(1) 稳健的货币政策灵活精准、合理适度

货币政策依然稳健。具体表述方面，2017 年为“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门”，2018 年为“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，2019 年为“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，降低社会融资成本”，本次会议则为“稳健的货币政策要

灵活精准、合理适度”。从 2020 年全年货币政策操作看，上半年尤其是一季度为了对冲疫情影响，货币政策采取了应急式宽松，但在二季度经济逐步修复上行后逐步转向稳健。此后，虽然在央行回收部分流动性、专项债供给加大以及四季度同业存单压缩等因素共同作用下，市场预期有所悲观，市场利率持续小幅上行，但在特定阶段/时点上央行均加大了公开市场投放力度予以对冲，这一点从 MLF4-8 月的缩量与 9-11 月的放量以及 12 月的超额续作等方面得到了很好的验证。综合而言，央行或将继续保持稳健操作，未来资金面将保持松紧适度，引导市场利率围绕作为中枢的政策利率平稳运行，而不是推动货币政策转向或抬高资金成本。尤其在全球货币政策仍在边际宽松、国内经济转向高质量发展基础仍需要夯实以及 2021 年通胀水平仍然温和之际，国内货币政策明显转向的时机尚不成熟。本次会议“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”的提法相较于此前央行三季度货币政策执行报告中的“广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”更为缓和，亦与上述结论互为印证。此外，经济结构性问题仍然存在，未来仍将疏通货币政策传导机制，继续采取结构性政策精准发力，降低制造业、民营企业、小微企业融资成本，缓解融资难融资贵的问题。

对于宏观杠杆率，2018 年会议提出“要坚持结构性去杠杆的基本思路”，2019 年会议提出“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，本次会议再次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”，但是今年前三季度较 2019 年末上升 24.7 个百分点，这与前两年有降有升总体小幅上行的大环境是不一样的。根据我们对 2021 年经济数据的预测，名义 GDP（杠杆率公式的分母）增速超过 10% 可能性较大，对于债务规模（杠杆率公式的分子）而言，其边际收缩就可以使得杠杆率稳中趋缓。今年三季度非金融企业杠杆率较二季度环比下降 0.4 个百分点，为“保持宏观杠杆率基本稳定”开了个好头。

（2）积极的财政政策提质增效、更可持续，保持对经济的必要支持

相较于 2017 年会议提出“财政政策要更加积极有效”，2018 年会议提出“积极的财政政策要加力提效”，2019 年提出“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整”，本次会议提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，一方面对过去财政政策提质增效工作给予肯定，另一方面则对财政政策的可持续性更加关注，毕竟地方政府债务率已经偏高，

后续增长的空间将有所压缩。

我们在此前研究报告《政策回归常态 创新行稳致远—2021 年国内宏观经济展望》中提出，2021 年财政政策将回归常态化，赤字率或回归 3% 左右。不过在物价总体温温和的情况下，仍要以充分就业为目标，扩大有效需求，进一步缩小供需缺口，为十四五规划及新战略启动创造良好的宏观环境。一方面会妥善安排抗疫政策（包括特别国债等）和纾困政策的逐步退出；另一方面，政策回归常态并不代表着扩张性财政工具彻底退出（与本次会议提出的“保持对经济的必要支持”是一致的），比如专项债、减税降费等将继续实施。如果说前期政策主要是应对企业流动性与经营问题进行应急式纾困，未来有望在稳定就业市场、增加居民收入以及提高消费者信心方面出台更多政策。比如针对消费中的短板对重点领域如汽车消费等加大政策支出，同时合理增加公共消费，激发居民对如健康医疗、文化娱乐、旅游休闲、低碳生态等高质量必需品的需求。

3、强化科技创新

对科技创新的重视再次提升到新的高度。首先，本次会议提出“科技自立自强是促进发展大局的根本支撑”，延续了五中全会的提法。其次，在来年的重点任务中，本次会议第一条提出的就是“强化国家战略科技力量”并在其中 8 次提及科技，同时在第二条中提出的“增强产业链供应链自主可控能力”与科技也紧密相关；而 2019 年会议中第一条为“坚定不移贯彻新发展理念”，在第五条“着力推动高质量发展”中仅 4 次提及科技。同时，从全文看，2019 年会议 6 次提及科技而本次会议 14 次提及。综合而言，国家经济工作会议对科技创新的重视程度前所未有。

4、对扩大内需着重笔墨

相较于 2019 年经济工作会议只是提及“释放国内市场需求潜力”，本次会议则着重提出“坚持扩大内需这个战略基点”并作为 2021 年重点任务之一，同时提出“形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”以及“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体”等相对具体措施，这与中央此前提出的双循环是一致的。“双循环”理论的提出与中国目前的发展阶段密切相关，其中以国内大循环为主体，扩内需、促消费是关键。而促消费根本上还要提高居民的收入水平。未来在提高中低收入人群收入、提高中产阶级金融资产等非房产资产方面可以预期更多的政策出台，包括减税降费可能会持续推进，以及提高工资收入在初次分配的比重等。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_686

