

## 策略

报告原因：政策点评

2020年12月19日

深化体制改革，构建新发展格局—2020中央经济工作会议解读

策略研究/政策点评

### 山证策略团队

#### 分析师：

麻文宇

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

#### 分析师&联系人：

李杰 CPA

执业登记编码：S0760520090001

电话：13011288588

邮箱：lijie@sxzq.com

#### 研究助理：

翟子超 FRM

电话：13681033618

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点：

#### ➤ 经济形势研判：国内基础尚不牢固，国际形势复杂严峻

我国经济恢复基础尚不牢固。从经济结构来看，本年拉动我国经济增长的主要因素是出口和投资。从中长期来看，随着疫情的控制以及贸易保护主义的抬头，出口增速难以维持长期的高增长。而投资的拉动也是暂时的。在国内消费复苏缓慢的情形下，中央对经济的判断务实而谨慎。

外生性因素对经济的影响更大。新冠疫情发生后，世界经济的不稳定性和不确定性进一步加大，疫情和外部环境等外生性问题对我国经济的影响更大。

#### ➤ 经济工作目标：努力保持经济运行在合理区间，以优异成绩庆祝建党100周年

经济重回正常运行轨道，建党百年可对经济适度乐观。与两会的不设定经济目标相比，本次中央经济工作会议再次提到“保持经济运行在合理区间”，预计后续会提出更加具体的经济增长区间。但与去年的表述相比，今年新增了“努力”二字。这也意味着今年保持经济运行在合理区间的压力要明显大于去年。

#### ➤ 宏观政策框架：保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好政策时度效

从本次会议来看，宏观政策的大方向是以稳定为主，此次着重提到“不急转弯”，也是为了稳定各方预期，便于金融和实体进行合理安排，避免因预期不明而影响微观主体的判断，从而对经济发展造成负面影响。

#### ➤ 财政政策：保持适度支出强度，化解地方政府隐性债务风险

财政以稳为主，主动作为。值得关注的主动作为的三个方面，即“促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配”。与去年“保工资、保运转、保基本民生”相比，财政更加积极主动。

重提化解隐性债务风险，稳定市场信心。在本次会议中有两处提到债务风险，一是化解地方政府隐性债务风险，二是完善债券市场法制，打击各种逃废债行为。此前的政治局会议中，中央提到“善于从讲政治的高度思考和推进经济社会发展工作”，也是希望地方主官能担负起责任，避免因局面利益而对整体造成影响。本次中央不仅提到要打击逃废债，并再次重提化解隐性债务风险，这表明中央对于信用风险的蔓延十分警惕，及时出手有利于引导市场预期，稳定投资者信心，避免信用风险蔓延。

#### ➤ 货币政策：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

维持宏观杠杆率及汇率水平基本稳定。稳杠杆属于预期之内。欧美央行量化宽松投放的货币通过财政端发放给居民来维持消费，流入了实体经济



中。根据美联储指引，短期内美国货币政策并未有退出的打算，人民币升值压力犹存。中央表态维持汇率稳定有利于给与汇率市场和外贸商明确预期，稳定信心。

➤ **供给侧改革&需求侧管理：供给创造需求，推进共同富裕**

**供给创造需求，科技行业值得重点关注。**传统的经济分析框架认为，需求创造了供给，需求拉动了供给，这对于分析传统行业是有效的。但对于科技行业则恰恰相反，技术进步诞生新的科技产品，新产品的诞生改变了社会生活，属于供给创造需求的产业，科技创新是经济新的增长点。从本次会议的来看，宏观政策、组织、考评、激励等多方面均提到要鼓励科技创新，力度之大前所未有的。科技行业值得重点关注。

**推进共同富裕，规范发展第三支柱养老保险。**在实现共同富裕既是党的承诺，也是实现经济健康发展的必由之路。注重公平，降低贫富差距，提高低收入群体的收入，保障居民消费能力，才能使经济形成良性循环，避免出现周期性的经济危机。本次会议也提到要规范发展第三支柱养老保险，即商业养老保险，该举措利好头部寿险公司。

➤ **科技创新&自主可控：重视基础研究，补短锻长继续推进**

**重视基础研究，坚持战略性需求导向。**本次会议从目的、手段、激励、评价等多方面对于科技创新发展作出了安排。本次会议新增了“坚持战略性需求导向”和“发挥新型举国体制优势”的表述，并提到“要抓紧制定实施基础研究十年行动方案”，基础研究得到更高层级的重视。

**实施关键核心技术攻关，增强自主可控能力。解决“卡脖子”问题与科技创新联系紧密，相辅相成。**本次会议要加强在“产业优势领域精耕细作”、“实施好产业基础再造工程”以及“强化共性技术供给”，均是为了保障自主可控能力。从投资的角度来看，我们认为利好于科技板块的细分龙头，龙头企业有望得到更多的政策支持来实现产业优势的保持以及提供“共性技术供给”。

➤ **房地产：房住不炒表述延续，规范发展住房租赁市场**

**房住不炒表述延续，调控政策以稳为主。**从房地产市场来看，以“房住不炒”、“因城施策”为核心的长效调控机制基本成型。即使部分城市房地产价格出现明显上涨，但也未脱离“因城施策”的范畴，在现有的调控框架下加强调控即可，年初深圳房地产市场价格波动后很快就得到遏制即是例证。综合来看，相关表述与去年并无太大变化，调控政策以稳为主。

**规范发展住房租赁市场，解决好大城市住房突出问题。**此前中央会议及文件中多次提到“长效机制”，但聚焦点在于购房。本次会议对于发展住房租赁市场着墨很多。其一是推动租售同权；其二是政策支持；其三是首提对租金水平进行合理调控。这些措施也与“解决好大城市住房突出问题”的提法相呼应。租赁市场有望规范化，商业模式有望重塑。

**风险提示：**

政策落地速度不及预期；国外疫情控制时间晚于预期；外围政局、经济、市场动荡风险外溢；

## 一、事件回顾

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。国家领导人在会上发表重要讲话，总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。国务院领导人在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

表 1：近期中央重要会议对比

		2019 年中央经济工作会议 (2019 年 12 月 10-12 日)	2020 年中央经济工作会议 (2020 年 12 月 16 日-18 日)	变化
前期总结		保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。	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，“十三五”规划主要目标任务即将完成，全面建成小康社会胜利在望。	三大攻坚战，“十三五”主要目标及全面建成小康社会由进行时变为完成时。
经济形势研判	国内	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。	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。	影响经济的关键变量由经济内生性问题变为疫情和外部环境等外生性问题。
	国际	当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。	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。要增强忧患意识，坚定必胜信心，推动经济持续恢复和高质量发展。要办好自己的事，坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战。要继续高举多边主义旗帜，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体。	增强忧患意识，坚持底线思维，新增加了“继续高举多边主义旗帜，构建人类命运共同体”。
经济工作目标		紧扣全面建成小康社会目标任务，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。	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。	新增“巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果”，“保持经济运行在合理区间”之前新增 <b>努力</b> 二字。
宏观政策	政策框架	要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。	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。	新增”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。	
	财政政策	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， <b>抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> ，党政机关要坚持过紧日子。	新增”保持适度支出强度“
	货币政策	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。 <b>要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制</b> ，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	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， <b>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</b> ，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持， <b>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。</b>	再提”保持宏观杠杆率基本稳定“，新增“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”
供给侧改革 & 需求侧管理	深化供给侧改革		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， <b>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。</b> 要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。	首提需求侧管理
去杠杆	保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任		<b>保持宏观杠杆率基本稳定</b>	——
消费	引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。 <b>要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。</b>		要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。 <b>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。</b> 要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。	新增”有序取消一些行政性限制消费购买的规定“。
投资	要强化民生导向， <b>推动消费稳定增长，切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力。</b>		<b>要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。</b>	新增要“扩大制造业设备更新和技术改造投资”、“避免新兴产业重复建设。”



深化 经济体制 &改革 开放	经济体制	——	构建高水平社会主义市场经济体制。	新增“构建高水平社会主义市场经济体制。”
	对外开放	对外开放要继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，加强外商投资促进和保护， <b>继续缩减外商投资负面清单。要降低关税总水平。</b> 发挥好自贸试验区改革开放试验田作用， <b>推动建设海南自由贸易港，健全“一带一路”投资政策和服务体系。</b> 要主动参与全球经济治理变革， <b>积极参与世贸组织改革，加快多双边自贸协议谈判。</b>	实行高水平对外开放，推动改革和开放相互促进。要完善宏观经济治理， <b>加强国际宏观政策协调。要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。</b> 要大力提升国内监管能力和水平，完善安全审查机制，重视运用国际通行规则维护国家安全。	——
	国企改革	要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。 <b>要制定实施国企改革三年行动方案</b> ，提升国资国企改革综合成效，优化民营经济发展环境。	<b>要深入实施国企改革三年行动</b> ，优化民营经济发展环境，健全现代企业制度，完善公司治理，激发各类市场主体活力。	——
	市场 & 知识产权	要完善产权制度和要素市场化配置，健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系。	要放宽市场准入，促进公平竞争， <b>保护知识产权，建设统一大市场，营造市场化、法治化、国际化营商环境。</b>	——
	资本市场	要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制， <b>稳步推进创业板和科创板改革</b> ，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。	要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量， <b>打击各种逃废债行为。</b>	重点由“稳步推进创业板和科创板改革”变为“打击各种逃废债行为”。
科技创新	要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力，发挥国有企业在技术创新中的积极作用， <b>健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制，完善科技人才发现、培养、激励机制。</b> 要支持战略性新兴产业发展，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级。	<b>要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题。</b> 要完善激励机制和科技评价机制，落实好攻关任务“揭榜挂帅”等机制。	新增	



自主可控	——	要统筹推进补齐短板和锻造长板,针对产业薄弱环节,实施好关键核心技术攻关工程,尽快解决一批“卡脖子”问题,在产业优势领域精耕细作,搞出更多独门绝技。要实施好产业基础再造工程,打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。要加强顶层设计、应用牵引、整机带动,强化共性技术供给,深入实施质量提升行动。	首次将自主可控列入中央经济工作会议中
房地产	要加大城市困难群众住房保障工作,加强城市更新和存量住房改造提升,做好城镇老旧小区改造,大力发展租赁住房,要坚持房子是用来住的,不是用来炒的定位,全面落实因城施策,稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制,促进房地产市场平稳健康发展。	解决好大城市住房突出问题。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因地制宜、多策并举,促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设,加快完善长租房政策,逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利,规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜。要降低租赁住房税费负担,整顿租赁市场秩序,规范市场行为,对租金水平进行合理调控。	1、完善长租房政策,推动租售同权,并在政策尚倾斜保障。 2、首提对租金水平进行合理调控。
强化反垄断和防止资本无序扩张	——	国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力,支持公有制经济和非公有制经济共同发展,同时要依法规范发展,健全数字规则。要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制,提升监管能力,坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行。	新增”金融创新必须在审慎监管的前提下进行“
农业	要狠抓农业生产保障供给,加快农业供给侧结构性改革,带动农民增收和乡村振兴。要加快恢复生猪生产,做到保供稳价。	保障粮食安全,关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用,加强种子库建设。要尊重科学、严格监管,有序推进生物育种产业化应用。要开展种源“卡脖子”技术攻关,立志打一场种业翻身仗。要牢牢守住 18 亿亩耕地红线,坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”,规范耕地占补平衡。	新增
碳达峰、碳中和	——	我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值,力争 2060 年前实现碳中和。要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。要加快调整优化产业结构、能源结构,推动煤炭消费尽早达峰。大力发展新能源,加快建设全国用能权、碳排放权交易市场,完善能源消费双控制度。	新增



		要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。	
民生&就业	要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作，确保零就业家庭动态清零。要发挥市场供给灵活性优势，深化医疗养老等民生服务领域市场化改革和对内对外开放，增强多层次多样化供给能力，更好实现社会效益和经济效益相统一。	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，扎实推进共同富裕。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。 <b>要规范发展第三支柱养老保险。</b>	——
防风险	必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。	要抓好发展和安全两件大事， <b>有效防范化解各类经济社会风险，高度重视安全生产和防灾减灾工作，坚决防范重特大事故发生。</b>	——
疫情	——	疫情防控要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”工作，严防死守，确保不出现规模性输入和反弹。	——
保障措施	——	适应新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局，必须加强党的全面领导，善于用政治眼光观察和分析经济社会问题， <b>真抓实干把党中央决策部署贯彻到经济工作各方面。</b> 督查、督导等工作要规范进行，讲求实效。各级领导干部要提高专业化能力，努力成为领导构建新发展格局的行家里手。要增强补课充电的紧迫感，自觉赶上时代潮流。	——

数据来源：共产党员网，中央人民政府网站，山西证券研究所

## 二、事件点评

每年的中央经济工作会议在总结今年经济工作的基础上，会对第二年的经济形势进行预判，给出经济工作目标，宏观调控政策框架，并据此来安排重点任务。与去年相比，本次中央经济工作会议在延续深化供给侧结构性改革、继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务的同时，将更大的篇幅聚焦于后疫情时期的经济发展和中长期经济改革，诸如“需求侧管理”、“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”等中长期经济问题被列入会议中。此外，政治局会议也在财政货币政策、房地产等多方面做出了部署。具体解读如下。

### ➤ 经济形势研判：国内基础尚不牢固，国际形势复杂严峻

我国经济恢复基础尚不牢固。我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，这是由于我国率先控



制了疫情。但从经济结构来看，本年拉动我国经济的成长的主要因素是出口和投资。我国出口持续超预期是由于其他国家尚未控制疫情，增加了对我国产品的需求。从短期来看，美国的财政货币政策仍维持宽松，短期内出口增速仍有支撑。但从中长期来看，随着疫情的控制以及贸易保护主义的抬头，出口增速难以维持长期的高增长。而投资的拉动也是暂时的。在国内消费复苏缓慢的情形下，中央对经济的判断务实而谨慎。

**外生性因素对经济的影响更大。**去年的表述是“结构性、体制性、周期性问题相互交织，‘三期叠加’影响持续深化，经济下行压力加大。”而今年的表述是“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性”。这表明影响我国经济发展的关键因素发生了变化，“三期叠加”是经济的内生性问题，去年经济工作的重心也聚焦于我们自身。新冠疫情发生后，世界经济的不稳定性和不确定性进一步加大，疫情和外部环境等外生性问题对我国经济的影响更大。

在疫情影响下，风险由经济领域向其他领域扩散。今年和去年都提到了风险。去年的防风险重点在经济领域，“世界经济增长持续放缓”的背景下“全球动荡源和风险点显著增多”。而本次会议认为，当下“经济形势仍然复杂严峻”，此外“疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。在应对国际形势上，去年仅简单提到说“我们要做好工作预案”，而今年提到“要增强忧患意识”、“坚持底线思维”，并重点提及“推动构建人类命运共同体”。结合此前中央提出的“双循环”、“更高水平的对外开放”等表述，我们认为在做好自己事情的同时，我国也将更加积极主动的参与国际事务来降低外部不确定性对我国经济的影响。

图 1：三季度 GDP 累计增速转正

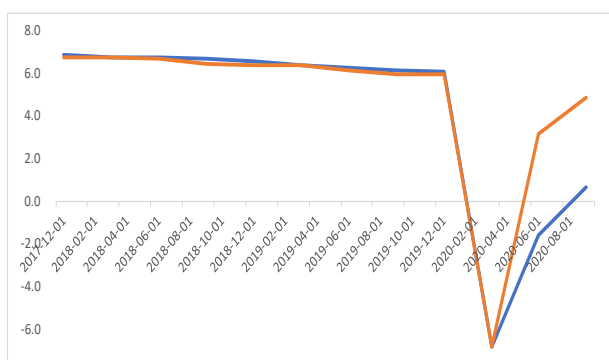
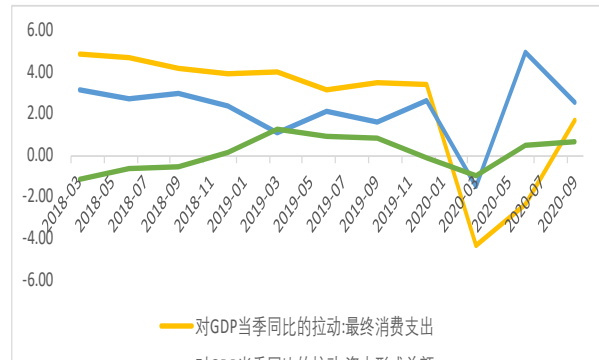


图 2：投资和出口是经济增长的主要动力



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\\_709](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_709)

