

政策不急转弯，新格局要见新气象

——对2020年中央经济工作会议精神的解读

财信研究院 宏观团队

胡文艳 李沫 陈然

中央经济工作会议12月16日至18日在北京举行，会议总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年八大重点经济工作。针对本次会议透露出的经济和政策变化，我们解读如下：

一、2021年经济形势：外部不确定、内部不牢固

从外部环境看，疫情变化存在不确定性，且各国疫苗接种步伐不同步，将导致明年全球经济复苏不稳定不平衡，另外会议重点强调“疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”，我们认为主要体现在三个方面：

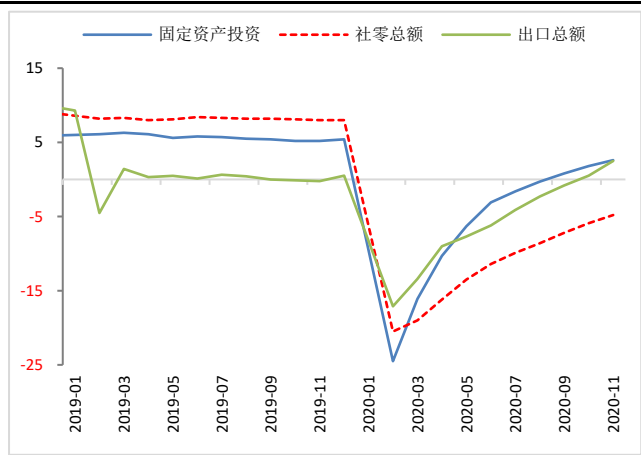
一是部分新兴市场和发展中经济体的债务风险。根据国际组织的预测，受疫情冲击影响，部分新兴市场和发展中经济体2020年经济遭受严重负增长，2021年经济复苏缓慢，导致财政收入减少，但抗疫和经济刺激的财政支出增加较多，债务负担加重，违约风险提高。

二是全球贫富分化加剧。由于疫情对不同行业的影响存在不对称性，对旅游、餐饮、运输等服务行业影响较大，而对数字经济、金融等行业影响相对较小，加上发达经济体宽货币政策的刺激，拥有资本的群体受益资产价格上涨较多，因此疫情加剧了全球贫富分化现象。

三是逆全球化和产业链供应链缩短风险。贫富差距扩大是逆全球化的原因之一，疫情客观上加剧了贫富差距的扩大，强化逆全球化成因。与此同时，疫情冲击下产业链、供应链政治化、武器化风险增加，面临产业链供应链缩短风险。

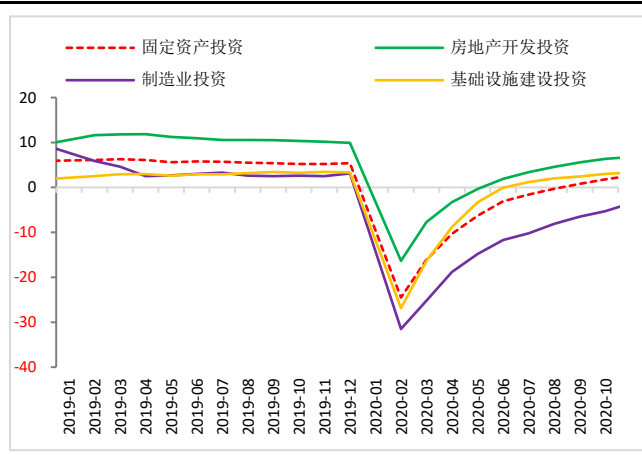
从国内环境看，会议明确指出“经济恢复基础尚不牢固”。一方面，疫后国内经济呈稳定恢复态势，但消费和制造业等经济内生动能恢复持续偏慢，如下半年以来房地产投资、工业增加值、出口等主要供需指标先后转正，而1-11月份社会消费品零售总额和制造业投资仍下降4.8%和3.5%，经济修复平衡性仍有待增强（见图1-2）。另一方面，当前小微企业经营依旧困难，由此带来的就业压力仍不容忽视，理由如下：其一，截止10月末，国内规模以上小型工业企业亏损面（亏损企业数量/企业总数量）达到20.6%，较去年末提高4.8个百分点；其二，今年小型企业制造业PMI有六个月处于荣枯线下方，且6月份以来一直明显低于整体制造业PMI指数；其三，截至9月末，国内城镇登记失业率和调查失业率分别为4.19%、5.4%，较去年末仍提高0.57和0.2个百分点。

图 1: 三大需求修复情况 (累计增速, %)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 2: 固定资产投资: 累计增速 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

二、2021 年经济目标: “六稳” “六保” 与 “开好局”

继续做好“六稳”“六保”工作, 仍是明年经济工作的重点。会议继续强调“扎实做好‘六稳’工作、全面落实‘六保’任务”, 主因在于国内经济恢复基础尚不牢固, 制造业投资和居民消费等经济内生动能恢复仍需必要政策支持, 而“六稳”“六保”目标是经济内生动能恢复的基础, 因此明年“六稳”“六保”主基调不变。对于具体增速目标, 会议延续以往“保持经济运行在合理区间”的表述, 但考虑到今年的低基数效应, 我们预计明年经济约增长 8-9%, 位于高速增长区间几无悬念, 该表述指引性不强。

集中精力推进改革创新, 增强经济内生动力, 确保“十四五”开好局。2021 年要用好宝贵时间窗口, 集中精力推进改革创新, 表明在“六稳”“六保”目标基础上, 明年依靠创新增强实体经济发展动力, 是确保“十四五”开好局、构建新发展格局的关键一步。对于 2021 年宝贵事件窗口的理解, 我们认为有两层含义: 一是我国明年经济增长速度要快于主要经济体, 为我国集中精力推进改革创新、高质量发展赢得了时机。根据 10 月份 IMF 的预测, 明年我国 GDP 增速有 8.2%, 12 月份 OECD 预测数为 8.0%, 均远高于其他主要经济体 (见表 1)。二是我国经济复苏的稳定性和平衡性好于主要经济体。今年下半年以来, 我国需求端与供给端的缺口逐步收窄, 明年这一趋势仍将延续, 但海外主要经济体供给和需求复苏的稳定性和均衡性均逊色于我国。

表 1: 各国际组织对主要经济体 GDP 增速的预测值 (%)

	国际货币基金组织 (IMF, 6 月)		国际货币基金组织 (IMF, 10 月)		经合组织 (OECD, 9 月)		经合组织 (OECD, 12 月)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	-4.9	5.4	-4.4	5.2	-4.5	5.0	-4.2	4.2
美国	-8.0	4.5	-4.3	3.1	-3.8	4.0	-3.7	3.2
欧元区	-10.2	6.0	-8.3	5.2	-7.9	5.1	-7.5	3.6
日本	-5.8	2.4	-5.3	2.3	-5.8	1.5	-5.3	2.3
中国	1.0	8.2	1.9	8.2	1.8	8.0	1.8	8.0

资料来源: 各国际组织官网, 财信研究院

三、2021 年经济工作任务：构建新发展格局见到新气象

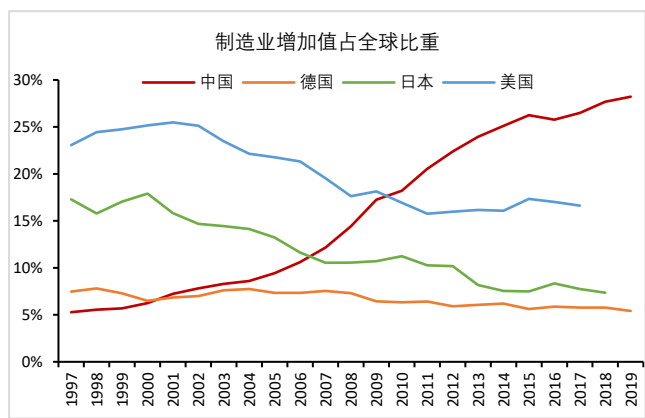
会议部署了明年的八项重点工作任务，涵盖生产、分配、流通、消费各环节，贯彻了创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，总目标任务在于要为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局迈好第一步。如何实现八大任务，会议从供给侧结构性改革和需求侧管理两个方面展开。

从供给侧看，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，重点强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、解决好种子和耕地问题、解决好大城市住房突出问题等任务。

一是科技创新被摆在突出位置。会议将“强化国家战略科技力量”放在八大重点任务第一项，同时强调“科技自立自强是促进发展大局的根本支撑”，表明对科技创新的重视。未来我国经济社会的高质量发展，需要以科技创新催生新发展动能，会议中强调的新型举国体制、基础研究、人才培养将成为提升我国科技创新能力的重要抓手。

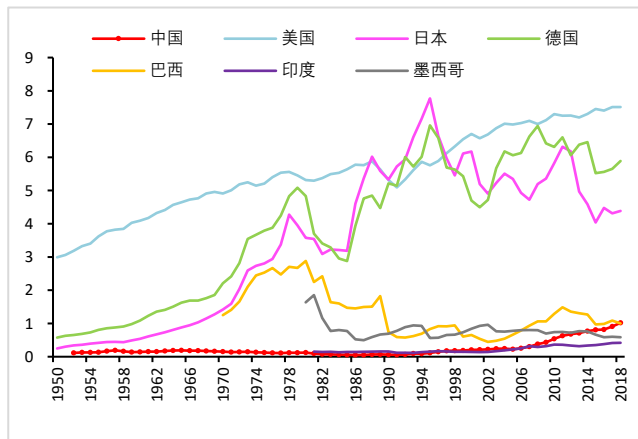
二是产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。我国是全球制造业第一大国，制造业增加值自 2010 年起连续 10 年位居世界第一（见图 3），主要产品产量稳居世界前列。但目前我国制造业成本上升（见图 4），基础工业产业面临收缩和外流压力，且关键核心技术存在“卡脖子”问题，产业链安全仍有隐患。当前疫情加速逆全球化，保护主义、单边主义抬头，传统国际循环明显弱化，全球产业链价值链存在缩短化的风险，在此背景下我国产业链锻长板补短板是当务之急，需“实施好关键核心技术攻关工程”和“产业基础再造工程”。

图 3：中国制造业增加值全球第一



资料来源：联合国工业发展组织，财信研究院

图 4：劳动力成本超过其他新兴经济体(万美元/人)



资料来源：WIND，财信研究院

三是种子是粮食的“芯片”，对于提高农作物的产量极其重要。当前我国种子大量从国外进口或者由国外企业提供，加强种质资源保护和利用，加强种子库建设，有利于保障农业生产用种安全，保证粮食产量。

四是坚持房住不炒，长租房改革或有望提速。近年来国内房地产市场成为吸纳社会

资金的黑洞，对制造业投资、居民消费的挤出效应日渐明显，不利于社会创新，降低了生产效率，同时提高了社会成本和金融风险。会议再次明确“房住不炒”定位，但与去年中央经济会议相比，着重强调“保障性租赁住房建设”。明年房地产政策主要从租赁住房上发力，通过发展租赁住房市场，平衡住房供求关系，降低居民租房成本和购房压力，释放被房地产市场占用的大量社会资金。具体措施包括“完善长租房政策”，“土地供应要向租赁住房建设倾斜”，“降低租赁住房税费负担”等。

从需求端看，国内消费、投资市场潜力和空间均十分巨大，扩内需的关键在于激发和释放这些潜力，因此会议提出“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”，以推动形成强大国内市场。

一是打通“就业-收入-消费”循环堵点，全方位释放消费潜力。消费是我国经济增长的重要引擎，但2012年以来国内社会消费品零售总额增速逐级下台阶，疫后消费修复情况持续不及预期，远未达到常态水平，均反映出扩大消费面临诸多制约。为此，会议从影响消费的根源性因素出发，逐点对症下药，提出了系列制度安排与促消费举措。**第一**，抓住促进就业是扩大消费的根本，高度重视保就业问题，并提出“完善职业技术教育体系”，实现更加充分高质量就业；**第二**，针对贫富分化对边际消费倾向的抑制作用，提出“优化收入分配结构”，预计未来收入分配制度改革有望明显提速（详见报告《高质量、双循环、共同富裕—深度解读十四五规划建议稿》）；**第三**，再次强调扩大中等收入群体、实现共同富裕，从全球历史经验看，保持制造业稳定发展，是提高中等收入群体比重和防止社会撕裂的重要手段之一（详见报告《制造业萎缩与社会撕裂之殇—肺炎疫情评估（二十一）》），因此保持制造业比重基本稳定也是扩消费的重要抓手；**第四**，继续加码促消费政策，释放消费潜力，如会议提到“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”，或指向部分地区汽车限购政策有望迎来新变化，整体上明年促消费政策将为经济护航。

二是拓投资重在“增后劲”。会议指出“增强投资增长后劲”，意味着未来投资将更注重“有效性”，即引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应和调结构作用的先进制造、民生建设、新型基础设施等领域。具体看，一是发挥财政资金的引导和撬动作用，如会议提出中央预算内投资主要投向“外溢性强、社会效益高”的领域，以财政资金激发全社会投资活力；二是明确“增后劲”三大投资领域，即数字经济和新基建、制造业设备更新和技改、新型城镇化；三是为提高资金有效性，要统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

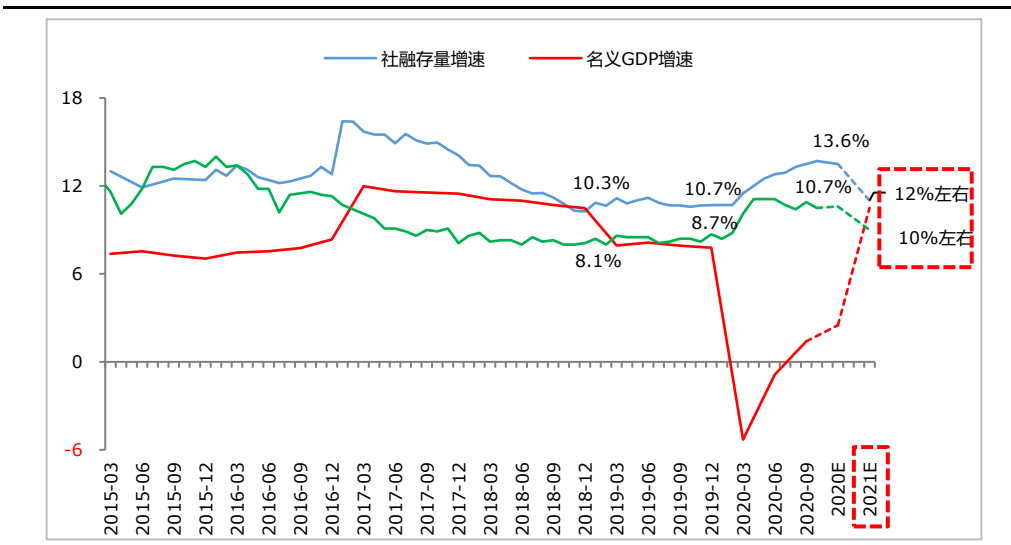
四、宏观政策：不急转弯，把握好时度效

面对明年外部不确定、内部不牢固的经济形势，会议强调宏观政策要“保持连续性、稳定性、可持续性”，同时“保持对经济恢复的必要支持力度”，操作上“不急转弯，把握好政策时度效（时机、力度、效果）”，系列表态均向市场传递了一个信号：宏观政策不会出现断崖，总基调没有市场预期的那么紧。

(一) 货币政策：缓退坡，总基调转向稳健偏宽松

预计 2021 年货币供应量 M2 增速在 10% 左右。会议指出稳健的货币政策要“灵活精准、合理适度”，预示着结构性政策尤其是直达实体经济的政策工具将继续担当重任，以“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”。但值得关注的是，上述货币增速提法与三季度货币政策执行报告相比，将“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”变成了“名义经济增速”，背后传递出两方面的信号意义：一是提高了明年货币供应量 M2 和社会融资规模增速目标，预计明年“名义经济增速”相配的 M2 增速在 10% 左右（见图 5），只比今年略低（11 月 M2 增速为 10.7%），高于三季度货币政策执行报告隐含的 9% 左右的水平；二是为应对明年的不确定性预留出货币政策空间，有预防性政策储备考虑。

图 5：M2、社融增速与名义 GDP 增速



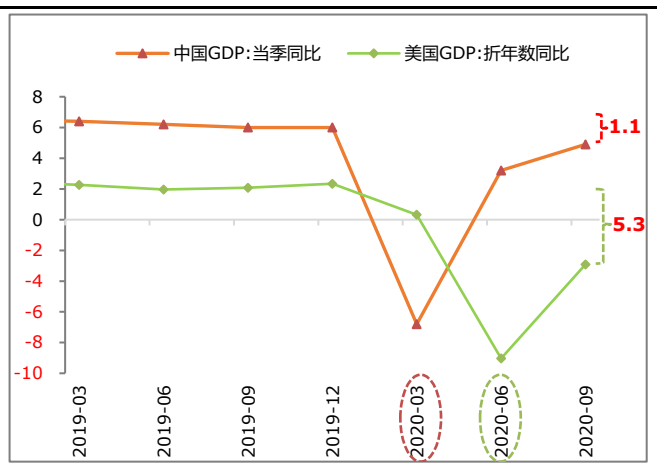
资料来源：WIND，财信研究院

保持宏观杠杆率基本稳定，2021 年仍是化解金融风险重要窗口期。一是 2020 年国内宏观杠杆率大幅提升约 25 个百分点，债务增加较多导致金融风险有所加大，需要货币政策“处理好恢复经济和防范风险关系”；二是明年经济增速较高、通胀水平温和、汇率压力不大，为货币政策处置金融风险留出了绝佳窗口期，预计明年宏观杠杆率的分子债务增速难以超过今年，而分母名义 GDP 增速却大幅提高，有利于杠杆率整体稳定，即使“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”，也不会影响“保持宏观杠杆率基本稳定”的实现；三是 2022 年我国面临的国内外宏观环境或边际转差，需要货币政策提前为其留出一定政策空间，如未来出口、中美关系或均将面临新的不确定性。

人民币汇率升值速度或有望趋缓。今年 6 月份以来，美元兑人民币汇率由 7.13 降至 6.51，人民币升值幅度接近 9%，汇率的波动弹性大幅提升。对于明年人民币汇率走势变化，预计面临中美经济周期错峰、中美利差收窄的冲击影响（见图 6-7）。明年美国经济将在宽松货币财政政策刺激、疫苗注射逐步普及、补库存等因素的共同作用下，下半年经济增速将较快提升，有利于美元走强，因此预计美元指数将先贬后升。会议提出

“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，预计 2021 年人民币汇率存在先升后贬的可能。

图 6：2021 年一季度后美国 GDP 修复弹性将更大



资料来源：WIND，财信研究院

图 7：中美利差面临大幅收窄压力



资料来源：WIND，财信研究院

（二）财政政策：积极总基调不变，重在提质增效助力构建新格局

财政政策积极取向不变，但力度会有所降低。会议强调财政政策要“提质增效、更可持续”，预示着 2021 年财政赤字率和专项债额度会有不同程度的下降，同时“保持适度支出强度”，意味着财政政策整体收缩幅度不大。一是预计明年官方赤字率将调降至 3% 左右，但在名义 GDP 增长 10% 的基准假设下，明年赤字规模或在 3.4 万亿元左右，较今年收缩幅度较小；二是 2021 年专项债券额度大概率收缩至疫情前水平，预计从 2020 年的 3.75 万亿调降至 3.5 万亿左右。整体看，在不考虑特别国债的情况下，2021 年广义财政赤字率（官方赤字率+专项债占 GDP 比重）大概率由今年的 7.3% 左右降至 6.1% 左右，但仍高于 2019 年 5% 左右的水平。

从政策用途看，财政政策重点将由对冲疫情冲击转变为推动高质量发展、由帮扶供给恢复向完善需求管理倾斜。会议指出“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”，意味着未来财政支出结构会根据经济转型需要做出适应性调整，财政资金要切实用到“刀刃”上。一是财政对科技创新领域的支持力度将明显增加，强化国家战略科技力量，着力解决制约国家发展和安全

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_711



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn