

# 不急转弯对应的是什么政策环境？

证券研究报告  
2020年12月19日

## 解读中央经济工作会议

作者

形势判断和总体要求——不急转弯，政策会收但不至于过紧；

财政政策——更可持续，保持适度支出强度；

货币政策——灵活精准，保持宏观杠杆率基本稳定；

扩大内需——关于消费和投资的新提法，包括：

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。

要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。对于基础设施建设——“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”；对于传统制造业——“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”；对于新兴制造业——“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”。

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

**风险提示：**防风险政策力度超预期；新冠疫情形势变化超预期；中美关系变化超预期

## 一、形势判断和总体要求——不急转弯，政策会收但不至于过紧

### 1. 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。

疫情方面，进入冬季我国疫情防控压力明显增大，本土疫情多点散发、海外输入风险增长，疫情发展形势仍然有诸多不确定性。

经济方面，虽然 4 季度以来经济在总量层面的复苏强度超预期，但更多是此前政策宽松和海外疫情失控等外生因素的结果，内生性复苏的基础尚不牢固，结构仍需优化。具体来看，投资增速较高但主要是基建和房地产贡献较多，制造业尤其是传统制造业的投资增速仍然处于偏低水平；消费增速仍然明显低于疫情之前的水平，剔除汽车之后较疫情之前的差距更大；出口迎来多年未有的高景气，但主要是国内外的防疫差距带来的短期红利，中长期不可持续。

### 2. 明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。

明年既是“十四五”的开局之年，也是建党 100 周年。根据“两个一百年”的奋斗目标，第一个一百年是要到中国共产党成立 100 年时全面建成小康社会，因此明年可能是确认全面建成小康社会、实现第一个一百年奋斗目标之年，具有特殊重要性。

### 3. 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。

疫情期间各主要经济体都推出了大力的刺激政策，虽然暂时稳住了经济，但也掩盖了不少风险，包括疫情控制政策退坡后可能滞后暴露的信用风险、货币超发后的大宗商品通胀风险、经济衰退财政困境下的新兴市场债务风险等等。

### 4. 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。

“连续性”意味着保持积极的财政政策和稳健的货币政策总体取向不变，尤其在经济恢复基础尚不牢固的情况下，要保持宏观政策对实体经济恢复的必要支持力度。

“稳定性”意味着政策取向在边际调整的过程中力度要相对平稳，不要大起大落、大开大合，不要“急转弯”，否则可能造成经济过度波动、企业预期不稳。

“可持续性”意味着要统筹使用有限的常规总量宏观政策空间，既要适当支持当前发展，又要为以后的政策调整留有空间，同时要提高政策的精准度和有效性。

## 二、财政政策——更可持续，保持适度支出强度

### 5. 积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度。

预计今年一般公共预算支出增长 2.3%，接近名义 GDP 增速；政府性基金支出增长 25%，明显高于名义 GDP 增速。

对于明年，一般公共预算方面，税收增速将随经济增速回升改善，但赤字率可能重新退守“3%红线”，因此虽然预计一般公共预算支出增速高于今年，但将明显低于明年名义 GDP 增速。政府性基金方面，受“三道红线”抑制房企拿地影响，土地出让收入增速料将回落，预计明年特别国债不再安排，新增专项债同比增速锐减，因此政府性基金支出增速可能较今年明显回落。

总的来看，随着广义赤字规模收缩，明年财政支出增速相对名义 GDP 增速将有所下降，这是后疫情时代财政政策回归常态化的体现。但财政支出增速也将维持一定的绝对增速水平，这是保持适度支出强度的体现。

表 1：明年广义赤字规模将较今年减少

		名义 GDP	赤字率	官方赤字	专项债	特别国债	广义赤字	政府融资减少
2020				37600	37500	10000	85100	
2021	偏紧	1131564	2.8%	31684	33750	0	65434	19666
2021	中性	1131564	2.9%	32815	37500	0	70315	14785
2021	偏松	1131564	3.0%	33947	41250	0	75197	9903

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 2：赤字减少后财政支出的相对力度低于今年，但仍保持适度强度

		公共预 算收入	官方 赤字	调入及使用 结转结余	公共预 算支出	支出 增速	政府性基 金收入	专项债+特 别国债	政府性基 金支出	支出 增速
2020		181793	37600	29980	244385	2.3%	88742	47500	114206	25%
2021	偏紧	194518	31684	26000	252202	3.2%	86079	33750	119829	4.9%
2021	中性	194518	32815	29000	256334	4.9%	88742	37500	126242	10.5%
2021	偏松	194518	33947	32000	260465	6.6%	91404	41250	132654	16.2%

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 三、货币政策——灵活精准，保持宏观杠杆率基本稳定

#### 6. 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。

相比于去年经济工作会议的“灵活适度”，今年的会议要求更强调“灵活精准”。“精准”意味着宏观政策将更多使用结构性、直达性工具，同时配合总量政策的动态微调，类似央行在 3 季度《货币政策执行报告》中提到的“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”；“合理适度”一定程度上与 7 月政治局会议“宏观调控跨周期设计”相对应，涉及在一系列中长期问题的约束下如何用好有限的传统政策空间。

#### 7. 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，保持宏观杠杆率基本稳定。

明年名义 GDP 增速可能在 11% 左右，因此“基本匹配”意味着社融增速也大致在 11% 附近，这个增速水平恰好可以满足“宏观杠杆率”基本稳定。如果明年杠杆率降低 1.5%，社融增速约为 10.6%，较今年回落 3%；如果杠杆率走平，社融增速约为 11.2%，回落 2.4%；如果杠杆率微升 1.5%，社融增速约为 11.8%，回落约 1.8%。

节奏上，随着 11 月社融增速见顶回落，可以大致确认本轮信用扩张结束。信用回落的初始阶段力度会相对温和，明年 3 月之后社融增速将会加速下行。一是信贷收缩的同时将面临基数的快速上升，二是广义赤字规模收缩后新增政府债券融资转为负增长，三是资管新规过渡期截止在即将推动压缩表外融资。

动态地看，明年海外疫苗大规模接种之后，内外经济的比较优势会发生相对变化，2 季度之后，我们可能会面临内需和外需同步回落的局面，经济可能重新出现下行压力。因此，明年的情景可能是杠杆率先下后上，最终走平或微幅上升，社融增速可能略高于 11%。

### 四、扩大内需——关于消费和投资的新提法

#### 8. 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。

政治局会议中提到的“需求侧改革”在经济工作会议中落实为“需求侧管理”。相比涉及打破既得利益的“改革”，“管理”可能更侧重于优化分配格局，提高流通效率的行政措施。

没有居民就业、收入、社保为支撑的消费好比无源之水，因此促进就业（稳定收入）、完善社保（降低预防性储蓄）、优化收入分配结构（缩小贫富差距）、扩大中等收入群体（提

升边际消费倾向)才是扩大消费的根本。

#### 9. 要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。

无论是需求侧管理还是扩大内需，投资和消费都是并驾齐驱的两架马车，本身并不存在孰优孰劣的问题，关键是要促进有效投资，规范资金来源。

**对于基础设施建设——“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”。**随着新一轮科技革命和产业变革深入发展，基础设施建设的内涵已经大幅扩展。今年固定资产投资数据的一大特点就是，在占比较高的制造、地产、传统基建之外，部分其他行业的投资完成额高速增长，例如 1-11 月信息传输、软件和信息技术服务业投资同比增长 20.4%，卫生和社会工作投资同比增长 23.7%，这些都是新型基建的范围。

**对于传统制造业——“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”。**按照建设性质划分，固定资产投资包括新建、扩建和改建。新建和扩建主要是扩大产能，对于已经进入成熟期甚至衰退期的传统制造业而言，强调扩大产能的中长期收益有限。相对更重要的是在现有产能基础上更新设备、提升技术，提升产品附加值和国际竞争力，提高全要素生产率。

**对于新兴制造业——“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”。**新兴制造业处于生命周期的成长期，发展过程中会经历一个行业参与者由多到少、集中度由低到高的过程，这个过程中难免会有企业退出和产能淘汰，关键是要合理规划、统筹布局，避免出现“政策支持一哄而上”的情况（例如 2013 年前后的光伏产业），既浪费了财政资源，也不利于行业的长期健康发展。

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\\_720](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_720)

