

宏观政策在延续性和适度性中求平衡

——2020年中央经济工作会议点评之一

要点

事件

2020年12月16日至18日，中央经济工作会议在北京召开。

点评

对明年经济形势：强调疫情带来的衍生风险，经济工作的具体目标也适当调整。会议公报强调疫情冲击导致的各类衍生风险，对明年目标方面着墨较多，一些新提法或老提法稍有调整，均是疫情影响下经济社会形势变化带来的目标适度调整，如房地产市场要高度重视保障性租赁住房。

对明年宏观政策：强调政策的连续性、稳定性、可持续性，财政政策仍将维持宽松取向。会议公报中对宏观政策的定位表述为“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”。继续维持积极取向，保持连续性、稳定性，同时兼顾“可持续性”是明年财政政策的总基调，“宽”财政仍会得到延续，而可持续性则使得像今年这样规模的刺激计划明年很难推出：特别国债基本可以排除在明年的财政政策选项中，而国债、地方政府一般债、专项债的总体规模预计与今年相当，同时可能强调赤字总量而淡化赤字率，地方政府一般债新增的规模预计也相对有限；地方政府隐性债务风险化解工作预料会有切实行动。

会议对债券市场的影响偏中性。对疫情衍生风险的关注，说明决策层关注经济发展的不确定性，因此宏观政策将以延续性为导向很难收紧，“宽财政”预计得以保留；对相关风险的关注，又决定了相关监管政策要适时回归。

风险提示

目前境外仍处于快速蔓延过程中，疫苗虽然上市在即，但后续全球经济复苏的不确定性仍然较大；国内经济仍处在恢复性增长进程中，后续演变仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebcn.com

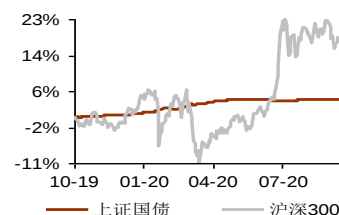
联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016

010-58452065

lishuchuan@ebcn.com

大盘走势图



相关研报

消费修复速度放缓——2020年10月经济数据点评兼债市观点（2020-11-16）

量价齐升，四季度增速有不少不确定性——2020年三季度经济数据点评兼债市观点（2020-10-19）

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020年8月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2020年12月16日至18日，中央经济工作会议在北京召开。此次会议之前11日召开的中央政治局会议提出了“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”、“好各种存量风险化解和增量风险防范”等方面的工作部署，但具体着墨并不多，而明年又适逢中国共产党成立100周年，因此本次会议受到市场高度关注，市场亟待决策层对明年的经济形势的判断和相关政策定位等进行进一步的明确。

2、点评

对明年经济形势：强调疫情带来的衍生风险，经济工作的具体目标也适当调整

会议认为，在疫情的冲击下，今年是“新中国历史上极不平凡的一年”，而我国是“全球唯一实现经济正增长的主要经济体”，成果非常不易。对于明年经济形势的判断，本次会议的用语是“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”，此次表述与去年会议中“结构性、体制性、周期性问题相互交织……经济下行压力加大”相比，提法明显不同，也与过往几年中说法不同。整体来说，由于疫情的特殊性和影响的广泛性，以及尾部风险、衍生风险的多样性，明年经济复苏仍有很多不确定。

与去年相比，此次会议公报对明年目标方面着墨较多，“构建新发展格局”（去年没有此说法）、“以深化供给侧结构性改革为主线”（去年是“以供给侧结构性改革为主线”）、“扎实做好‘六稳’工作、全面落实‘六保’任务”（去年没有‘六保’说法）等或新出或稍有调整的目标，均是疫情影响下经济社会形势变化带来的。而这些目标则与明年具体的重点工作联系在一起：如做好扩大内需工作，这是构建新发展格局的关键；解决好大城市住房突出问题，这是新经济形势下，对房地产市场发展的新要求，具体政策方面，则强调要高度重视保障性租赁住房建设，土地向租赁住房建设倾斜，以及降低租赁住房税费负担，这些都标志着房地产市场向保障性住房倾斜，商品房市场的发展要适当的让位。

对明年宏观政策：强调政策的连续性、稳定性、可持续性，财政政策仍将维持宽松取向

去年中央经济工作会议强调“宏观政策落地见效”，今年会议公报中对宏观政策的定位表述为“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”。

我们认为，可以从两个层面对此进行解读：一方面还是回到对明年经济形势的判断。从最新的经济数据来看，目前经济仍处于恢复性增长阶段，表现为经济先行指标（如PMI、社融增速）明显高于疫情前，同步指标表现参差不齐，而滞后指标（如居民收入、财政收入增速）明显低于疫情前来看。由于目前诸多指标处于单边上行发展模式，疫情冲击下的很多不确定性被掩盖（尤其是公报中提到的“衍生风险”）。因此，短期内政策还需要继续保持一定的延续性和稳定性。

第二个层面是，政策的“可持续性”。在疫情的冲击下，无论是财政还是货币政策都出台了一些非常规的做法，如财政方面的税收减免、相关缴费递延，货币政策方面的贷款延期等等，均是暂时性政策。另外，2020年财政发力明显，提出了8.51万亿美元的财政刺激计划，宽松的财政政策为疫情后经济社会全面恢复发展提供了动力，但是也进一步积累了政府债务。截至11月份，2020年一般公共预算收入同比增速为-5.3%，而支出增速则已经转正，财政收支的缺口进一步拉大。这些都制约了财政后续扩张的空间，也为财政可持续发展增加了风险。

我们认为，继续维持积极取向，保持连续性、稳定性，同时兼顾“可持续性”是明年财政的总基调，这就决定了，“宽”财政仍会得到延续，而可持续性则使得像今年这样规模的刺激计划明年很难推出。结合公报表述“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，党政机关要坚持过紧日子”，以及稳定宏观杠杆率的需要、财政本身的收支缺口出发，我们认为，明年财政政策大致会呈现以下特点：

- 1、特殊时期的政策税费的退出，大规模减税政策也难以出台，加税政策（如房地产税）的概率更小；
- 2、政府债务政策方面，我们认为，特别国债基本可以排除在明年的财政政策选项中，而国债、地方政府一般债、专项债的总体规模预计与今年相当，同时可能强调赤字总量而淡化赤字率，地方政府一般债新增的规模预计也相对有限；
- 3、地方政府隐性债务风险化解工作预料会有切实行动。2019年以前，决策层对地方政府隐性债务进行了摸底统计工作，2019年年底在一些县推出了以政府债券置换隐性债券的试点工作。进入2020年，试点工作让位于经济复苏。我们认为，明年，地方政府隐性债务化解工作可能将有切实行动，这一方面是地方政府隐性债务规模越滚越大的现实需要，另一方面也是防范财政金融混淆不清风险交织的必然举措。
- 4、公报中特别提到“要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用”。这是新的提法。以往，中央预算内投资更加关注基本建设支出，正外部性不强。此次，强调中央预算内投资的外部性，一方面出于财政支出能力的考虑（预计中央预算内投资难有明显增长），另一方面则是让财政更加聚焦，更好的发挥财政资金的效益。

另外，对于目前市场上非常关心的弱资质国有企业信用风险方面，本次公报没有明确着墨，但从对货币政策表述中的“处理好恢复经济和防范风险关系”来看，还是要在经济恢复和风险防范中取得一定平衡。

对债券市场的影响偏中性

对疫情衍生风险的关注，说明决策层关注经济发展的不确定性，因此宏观政策将以延续性为导向很难收紧，“宽财政”预计得以保留；另一方面，对相关风险的关注（如地方政府隐性债务、提出“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”），又决定了相关监管政策要适时回归。

3、风险提示

目前境外仍处于快速蔓延过程中，疫苗虽然上市在即，但后续全球经济复苏的不确定性仍然较大；国内经济仍处在恢复性增长进程中，后续演变仍有不少不确定性。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出

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_735

