

2020年12月19日

政策“退潮”已定，前路指向“转型”

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

● **“政策退潮”方向已定，“科学精准”实施宏观政策、兼顾托底性和针对性** 中央经济工作会议提出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，表述较7月政治局会议的“更加积极有为”、“更加灵活适度”出现明显调整，政策“退潮”的大方向已经明确。其中，财政“更可持续”，或指向政府债扩张的可持续问题；货币较前期未释放进一步收紧信号。会议要求“科学精准”实施宏观政策，保持“必要支持力度”、“不急转弯”等，兼顾托底性和针对性，体现“稳中求进”的工作总基调。伴随经济回暖、政策退潮，政策重心向“调结构”偏移，宏观政策为“调结构”创造平稳的经济环境，反映“稳”的一面；同时，财政要“促进科技创新、加快经济结构调整”，货币要加大对“科技创新”的金融支持等表述，表明科技、转型才是“进”的方向。

● **“前路”明确指向经济转型，“科技基础+产业体系”框架下，加快培育新动能** 加快“新经济”培育和新旧动能转换，是当前经济工作的核心重点任务。会议的前两大重点任务便是“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”，前者强调科技基础的发展，后者侧重产业体系的构建。相较以往单纯的产业政策，如今更注重“科技基础+产业体系”框架、为新动能的发展提供支撑。

政策加大新动能的支持，投资方向也相应具有明显结构性。会议明确提出“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”。数字经济（大数据、云计算等）、新型基建（5G、人工智能等）、技术改造（信息化、自动化等）等相关投资，或是政策进一步加大支持的方向。

● **“扩内需”淡化直接刺激，通过民生保障、基础建设等方式，激发消费潜力** 在“双循环”格局下，扩大内需是战略基点。除了以“经济新动能”为代表的“有效投资”以外，“居民消费”也是需求侧管理的重要内涵。会议提出，扩大消费的根本，在于“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”，均指向民生。一定程度上，保民生就是保消费、保内需。

会议要求，“以改善民生为导向扩大消费和有效投资”。和以往通过财政投放来刺激消费不同，政策更加注重激发消费内生动能，比如通过取消“行政性限制”、“建设现代物流体系”、解决“住房突出问题”等，释放消费潜力。在投资层面，乡村建设、老旧小区改造、新型城镇化等基础建设，都是改善民生的重要领域。

● **2021年、“信用收缩”之年，经济从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大** 观点重申：2021年，政策“退潮”过程中，从“加”杠杆到“稳”杠杆，将带来一定的信用“收缩”。疫情影响下，国内外经济修复本身存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，会使得内需和外需形成鲜明对比。在周期性复苏、前期政策刺激下，外需会非常强；国内“信用收缩”冲击下，代表转型方向的新兴产业、传统行业中完成出清过程的行业龙头，受影响较小。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“需求侧”的结构转换》-2020.12.15

《宏观经济点评-财政延续积极，民生仍是发力重点》-2020.12.15

《宏观经济专题-信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》-2020.12.13

目 录

1、 政策“退潮”已定，前路指向“转型”	3
2、 中央经济工作会议对比	4
3、 风险提示	7

图表目录

表 1: 中央经济工作会议定调政策“退潮”，前路明确指向“经济转型”	4
--	---

1、政策“退潮”已定，前路指向“转型”

政策“退潮”方向已定，“科学精准”实施宏观政策、兼顾托底性和针对性。

中央经济工作会议提出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，表述较7月政治局会议的“更加积极有为”、“更加灵活适度”出现明显调整，政策“退潮”的大方向已经明确。其中，财政“更可持续”，或指向政府债扩张的可持续问题；货币较前期未释放进一步收紧信号。

会议要求“科学精准”实施宏观政策，保持“必要支持力度”、“不急转弯”等，兼顾托底性和针对性，体现“稳中求进”的工作总基调。伴随经济回暖、政策退潮，政策重心向“调结构”偏移，宏观政策为“调结构”创造平稳的经济环境，反映“稳”的一面；同时，财政要“促进科技创新、加快经济结构调整”，货币要加大对“科技创新”的金融支持等表述，表明科技、转型才是“进”的方向。

“前路”明确指向经济转型，“科技基础+产业体系”框架下，加快培育新动能。

加快“新经济”培育和新旧动能转换，是当前经济工作的核心重点任务。会议的前两大重点任务便是“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”，前者强调科技基础的发展，后者侧重产业体系的构建。相较以往单纯的产业政策，如今更注重“科技基础+产业体系”框架、为新动能的发展提供支撑。

政策加大新动能的支持，投资方向也相应具有明显结构性。会议明确提出“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”。数字经济（大数据、云计算等）、新型基建（5G、人工智能等）、技术改造（信息化、自动化等）等相关投资，或是政策进一步加大支持的方向。

“扩内需”淡化直接刺激，通过民生保障、基础建设等方式，激发消费潜力。

在“双循环”格局下，扩大内需是战略基点。除了以“经济新动能”为代表的“有效投资”以外，“居民消费”也是需求侧管理的重要内涵。会议提出，扩大消费的根本，在于“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”，均指向民生。一定程度上，保民生就是保消费、保内需。

会议要求，“以改善民生为导向扩大消费和有效投资”。和以往通过财政投放来刺激消费不同，政策更加注重激发消费内生动能，比如通过取消“行政性限制”、“建设现代物流体系”、解决“住房突出问题”等，释放消费潜力。在投资层面，乡村建设、老旧小区改造、新型城镇化等基础建设，都是改善民生的重要领域。

2021年、“信用收缩”之年，经济从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大。

观点重申：2021年，政策“退潮”过程中，从“加”杠杆到“稳”杠杆，将带来一定的信用“收缩”。疫情影响下，国内外经济修复本身存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，会使得内需和外需形成鲜明对比。在

周期性复苏、前期政策刺激下，外需会非常强；国内“信用收缩”冲击下，代表转型方向的新兴产业、传统行业中完成出清过程的行业龙头，受影响较小。

2、中央经济工作会议对比

表1: 中央经济工作会议定调政策“退潮”，前路明确指向“经济转型”

	2019年12月会议	2020年12月会议
经济回顾	面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面…… 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，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化， 科技创新取得新突破 ……“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。	今年是新中国历史上极不平凡的一年……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 ，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障……今年是“十三五”规划收官之年。经过5年持续奋斗，我国经济社会发展取得新的历史性成就，“十三五”规划主要目标任务即将完成。
经验总结	必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度 ，增强微观主体活力，把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程；必须从系统论出发优化经济治理方式， 加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡 ；必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍，激活蛰伏的发展潜能，让各类市场主体在科技创新和国内国际市场竞争的第一线奋勇拼搏；必须强化风险意识， 牢牢守住不发生系统性风险的底线 。	在统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展的实践中，我们深化了对在严峻挑战下做好经济工作的规律性认识：…… 科技自立自强是促进发展大局的根本支撑 ，只要秉持科学精神、把握科学规律、大力推动自主创新，就一定能够把国家发展建立在更加安全、更为可靠的基础之上。
形势判断	在充分肯定成绩的同时， 必须清醒认识到，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 。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。	在肯定成绩的同时，必须清醒看到，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。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。
工作思路	紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展， 坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作 ，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、 保稳定，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 ，得到人民认可、经得起历史检验。	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…… 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 。
政策基调	实现明年预期目标， 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。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力， 确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升 。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。	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。

2019年12月会议

2020年12月会议

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**，**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。

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。**要深化金融供给侧结构性改革**，疏通货币政策传导机制，**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**，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，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，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。

扩大内需 财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，**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”**。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。

坚持扩大内需这个战略基点。……**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**。要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。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。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。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。

要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。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。激发全社会投资活力。**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。**要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系**。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**。

高质量发展 紧紧扭住新发展理念推动发展，把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上。**要把坚持贯彻新发展理念作为检验各级领导干部的一个重要尺度**。**以创新驱动和改革开放为两个轮子**，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。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。**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。要落实减税降费政策，降低企业用电、用气、物流等成本，**有序推进“僵尸企业”处置**。要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的**先进制造业集群**，提升产业基础能力和产业链现代化水平。要大力发展**数字经济**。

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，**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。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。

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……

产业链培育 要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化水平。

增强产业链供应链自主可控能力。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。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。

2019年12月会议

2020年12月会议

社会民生

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**。

民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好关键时点、困难人群的基本生活保障。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**加快补齐民生短板**，有效解决进城务工人员子女上学难问题。要**兜住基本生活底线**，确保养老金按时足额发放，**加快推进养老保险全国统筹**。……

房地产政策

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。

改革开放

要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。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。要改革土地计划管理方式，深化财税体制改革。**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，稳步推进创业板和新三板改革**，……

反垄断等

要充分挖掘国内市场潜力，**以改善民生为导向扩大消费和有效投资**，完善支持社会资本参与的机制和政策，**更加注重民生基础设施补短板，推动新型城镇化和区域协调发展**。要全面推进乡村振兴，抓好农业生产，推进农村改革和乡村建设。要深化重点领域和关键环节改革，推进“放管服”改革，不断优化营商环境。要加强污染防治，不断改善生态环境质量。要做好基本民生保障工作，促进重点群体多渠道就业，持续改善人民生活。

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，单列租赁住房用地计划**，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。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。

要深入实施国企改革三年行动，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。要放宽市场准入，促进公平竞争，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。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，打击各种逃废债行为**。

要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。

强化反垄断和防止资本无序扩张。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。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**

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_743

