



宏观研究

【粤开宏观】2021 方向定了！——中央经济工作会议释放的信号

2020 年 12 月 18 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：吴晓媛

近期报告

《【粤开宏观】该考虑“高收入陷阱”了》
2020-11-23

《【粤开宏观】需求和预期强劲，开启补库存——11 月 PMI 数据点评》2020-11-30

《【粤开宏观】大变局与再平衡：“十四五”的世界与中国经济》2020-12-09

《【粤开宏观】1211 政治局会议释放的六大信号》2020-12-11

《【粤开宏观】让复苏的子弹再飞会儿——11 月经济数据点评》2020-12-15

摘要

每年年底的中央经济工作会议极为重要，分析经济形势定调明年经济工作的安排。会议通稿一般包括六大部分：1）总结当年成绩；2）总结当年党领导经济取得的新的规律性认识；3）指出不足；4）分析未来形势；5）次年总目标和总基调；6）下阶段具体重点工作。在具体重点工作方面，一般包括七个部分：1）财政货币政策基调；2）高质量发展；3）资本市场改革；4）国企改革；5）区域经济协调发展；6）对外开放；7）民生社会保障。

今年的中央经济工作会议对 2020 取得的成绩高度肯定并指出极为不易，使用“新中国历史上极不平凡”“载入史册”等表达，对未来形势的判断依然严峻，强调世界形势和疫情的不确定性和风险。总基调和目标中强调精准施策，注重政策的连续性、稳定性、可持续性，“不急转弯”“更可持续”，宏观调控更加务实，且更注重改革的方式。“保持经济运行合理区间”前首次增加“努力”二字，“坚持底线思维”“我国经济恢复基础尚不牢固”“处理好经济恢复和防范风险的关系”等反映出充分估计了形势的严峻性。

会议通稿的重点工作内容既有前期思路的延续，比如加快构建新发展格局、坚持扩大内需战略基点、强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力；也有诸多亮点，比如强化反垄断和防止资本无序扩张、解决好大城市住房突出问题、解决好种子和耕地问题、做好碳达峰和碳中和工作、要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。总体上随着我国经济持续恢复且均衡性不断提高，政策逐步回归正常化，但会保持政策调控的连续性、稳定性、可持续性以及时效性，给市场主体以稳定的预期。同时，通稿全篇再次强调发展的安全性，即产业链安全、粮食和耕地安全等；强调新发展格局的两个抓手，即供给端产业升级+需求端扩大规模和质量提高。

风险提示：外围环境超预期恶化



目 录

一、高度肯定今年成绩并强调不易，对形势的判断依然严峻	3
二、对党领导经济的规律性认识侧重党中央权威、人民至上、制度优势、科学决策、科技自立自强五个方面	4
三、强调施策的精准性和时效性，“不急转弯”，尤其是增加政策的“可持续性”	4
四、财政政策：基调从“积极有为”重回“提质增效”，且注重“更可持续”，着力点从大规模减税降费到财税体制改革	6
五、货币政策：基调重回“社融与名义 GDP 匹配”，重提“宏观杠杆率基本稳定”，边际趋紧	7
六、强化反垄断和防止资本无序扩张，社会主义市场经济的前提是社会主义和共同富裕，协调公平与效率	9
七、住房问题延续房住不炒、因城施策基调和旧改工作，但强调租赁问题，首提大城市住房问题	10
八、促进资本市场健康发展，防范信用、金融、杠杆风险	11
九、实行高水平对外开放，积极考虑加入 CPTPP	11

图表目录

图表 1：近年来宏观税负持续下行，必须重视减税降费与财政可持续性问题	5
图表 2：社保对一般公共预算的拖累程度提高	5
图表 3：1-10 月全国省市财政收入增速	6
图表 4：政府、居民、非金融企业杠杆攀升	8



每年年底的中央经济工作会议极为重要，会议通稿一般包括六大部分：1) 总结当年成绩；2) 总结当年党领导经济取得的新的规律性认识；3) 指出不足；4) 分析未来形势；5) 次年总目标和总基调；6) 下阶段具体重点工作。在具体重点工作方面，一般包括七个部分：1) 财政货币政策基调；2) 高质量发展；3) 资本市场改革；4) 国企改革；5) 区域经济协调发展；6) 对外开放；7) 民生社会保障。

今年的中央经济工作会议对 2020 取得的成绩高度肯定并指出极为不易，使用“新中国历史上极不平凡”“载入史册”等表达，对未来形势的判断依然严峻强调世界形势和疫情的不确定性和风险。总基调和目标中强调精准施策，注重政策的连续性、稳定性、可持续性，“不急转弯”“更可持续”，宏观调控更加务实，且更注重改革的方式。“保持经济运行合理区间”前首次增加“努力”二字，“坚持底线思维”“我国经济恢复基础尚不牢固”等反映出充分估计了形势的严峻性。

会议通稿的重点工作内容既有前期思路的延续，比如加快构建新发展格局、坚持扩大内需战略基点、强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力；也有诸多亮点，比如强化反垄断和防止资本无序扩张、解决好大城市住房突出问题、解决好种子和耕地问题、做好碳达峰和碳中和工作、要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。总体上随着我国经济持续恢复且均衡性不断提高，政策逐步回归正常化，但会保持政策调控的连续性、稳定性、可持续性以及时效性，给市场主体以稳定的预期。同时，通稿全篇再次强调发展的安全性，即产业链安全、粮食和耕地安全等；强调新发展格局的两个抓手，即供给端产业升级+需求端扩大规模和质量提高。

一、高度肯定今年成绩并强调不易，对形势的判断依然严峻

2020 中央经济工作会议指出“今年是新中国历史上极不平凡的一年。面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击”“一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。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。”百年未有之变局的环境下，“极不平凡”出现在党政文件中频率上升，但是“新中国历史上极不平凡”则鲜见，体现今年面对困难之大和成就不易。十九大报告使用了“极不平凡”，即“十八大以来的五年，是党和国家发展进程中极不平凡的五年。”“载入史册”“决定性成就”等词汇高度肯定成就。

对形势的判断依然强调疫情和外部环境的不确定性和风险，强调“经济恢复基础尚不牢固”“底线思维”“办好自己的事情”。会议指出“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。”

今年我国经济逐季上行，前三季度分别是-6.8%、3.2%和 4.9%，累计 0.7%。从 11 月的数据看，供需两旺、PPI 降幅收窄、就业形势好转，经济恢复从政策驱动转向内生动能，从房地产和出口转向消费和出口。**当前宏观经济形势最重要的是微观主体的行为和预期在改善。**居民部门，新增城镇就业达到 1099 万人，超额完成；城镇调查失业率下降至 5.2%，平均每周工作时间上升到 46.9 小时，这意味着居民部分的收入在持续改善，后续消费有保障。企业部门，1-10 月工业企业累计利润同比增速首次转正，且价格指数在降幅收窄。**但是，问题在于形势仍有不确定性，部分行业如餐饮等恢复较慢，宏观杠杆率大幅攀升，外部产业链“去中国化”和逆全球化甚嚣尘上，产业链升级受阻、扩大内需仍要实施。宏观数据强劲的同时小型企业较为艰难，亏损面大幅上升至 10 月的**



20.6%，且小企业的 PMI 进口、新出口指数和经营预期指数均下滑，小企业融资难融资贵等问题并未根本改善。

二、对党领导经济的规律性认识侧重党中央权威、人民至上、制度优势、科学决策、科技自立自强五个方面

2018 年底的中央经济工作会议对经济工作的规律性认识有：1）必须坚持党中央集中统一领导；必须从长期大势认识当前形势，认清我国长期向好发展前景；3）必须精准把握宏观调控的度，主动预调微调、强化政策协同；4）必须及时回应社会关切，有针对性主动引导市场预期；5）必须充分调动各方面积极性，形成全局工作强大合力。

2019 年底的中央经济工作会议对经济工作的规律性认识有：1）坚持党中央集中统一领导，保持战略定力；2）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；3）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；4）必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍；5）必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

2020 年中央经济工作会议有新的规律性认识：1）**党中央权威**是危难时刻全党全国各族人民迎难而上的根本依靠；2）**人民至上**是作出正确抉择的根本前提；3）**制度优势**是形成共克时艰磅礴力量的根本保障；4）**科学决策和创造性应对**是化危为机的根本方法；4）**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。

三、强调施策的精准性和时效性，“不急转弯”，尤其是增加政策的“可持续性”

会议指出的“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。”“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**。”“构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象。”“处理好恢复经济和防范风险关系”

2019 年的表述是“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”“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。”

上述表述有四大变化：

一是在认清疫情和外部环境仍有风险和瞬息万变的特征后，在“保持经济运行合理区间”目标前增加“努力”二字。

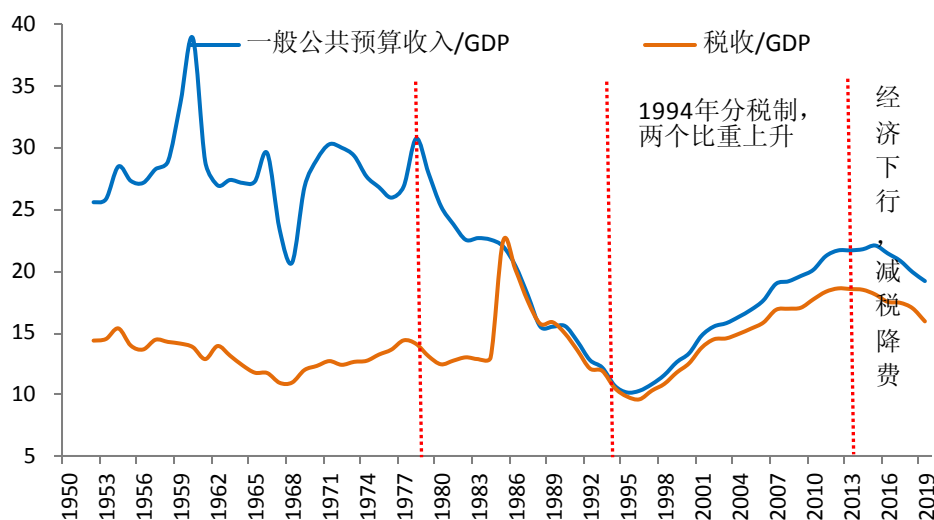
二是强调施策的精准性和时效性，政策的力度、时机都极为重要。

三是更加务实，强调连续性、稳定性、可持续性。连续性和稳定性有利于稳定预期。当前我国经济形势持续恢复，但是在低基数的作用下，明年一季度的 GDP 增速可能高达 15%，这极可能引发误判和政策转向，中央明确提出“不急转弯”稳定了市场预期。



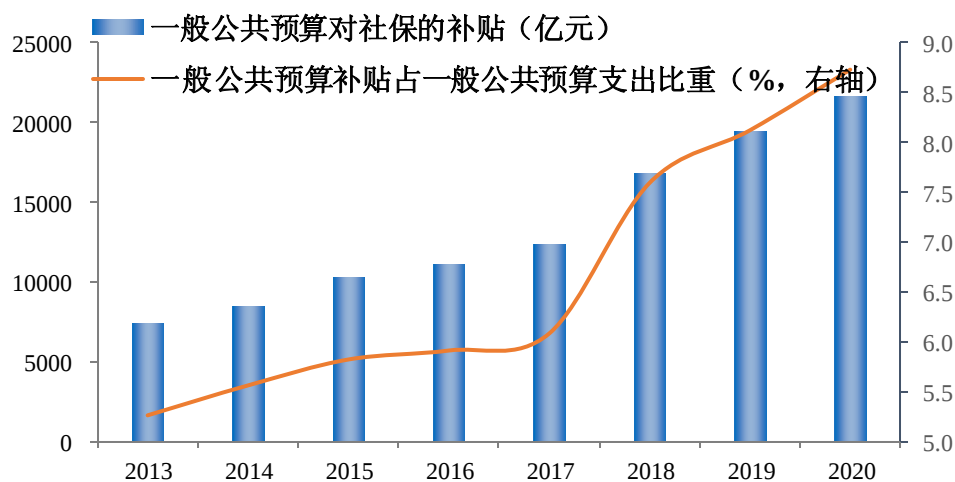
四是此次的亮点在于强调政策的可持续性。与国际主要经济体比较，相较零利率、负利率、高政府债务，我国的政策空间必然比较大，政策工具较多。但是，经过连续大规模的减税降费后，财政税收增速持续下行，2020 年财政收入增速可能在-5%左右，相当于 1976 年的增速（-4.8%）；财政收支差可能创历史新高；社保对财政的依赖度提高；地方财政困难问题逐步凸显；较大的赤字、专项债和特别国债推升政府债务，这些都极大地制约了财政可持续性问题。货币金融方面，宽松的货币政策在今天的非常时期是非常有必要的，但是也推升了宏观杠杆率。2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，政府、居民、非金融企业分别上升 6.4、5.6、12.7 个百分点。

图表1：近年来宏观税负持续下行，必须重视减税降费与财政可持续性问题



资料来源:wind、粤开证券研究院

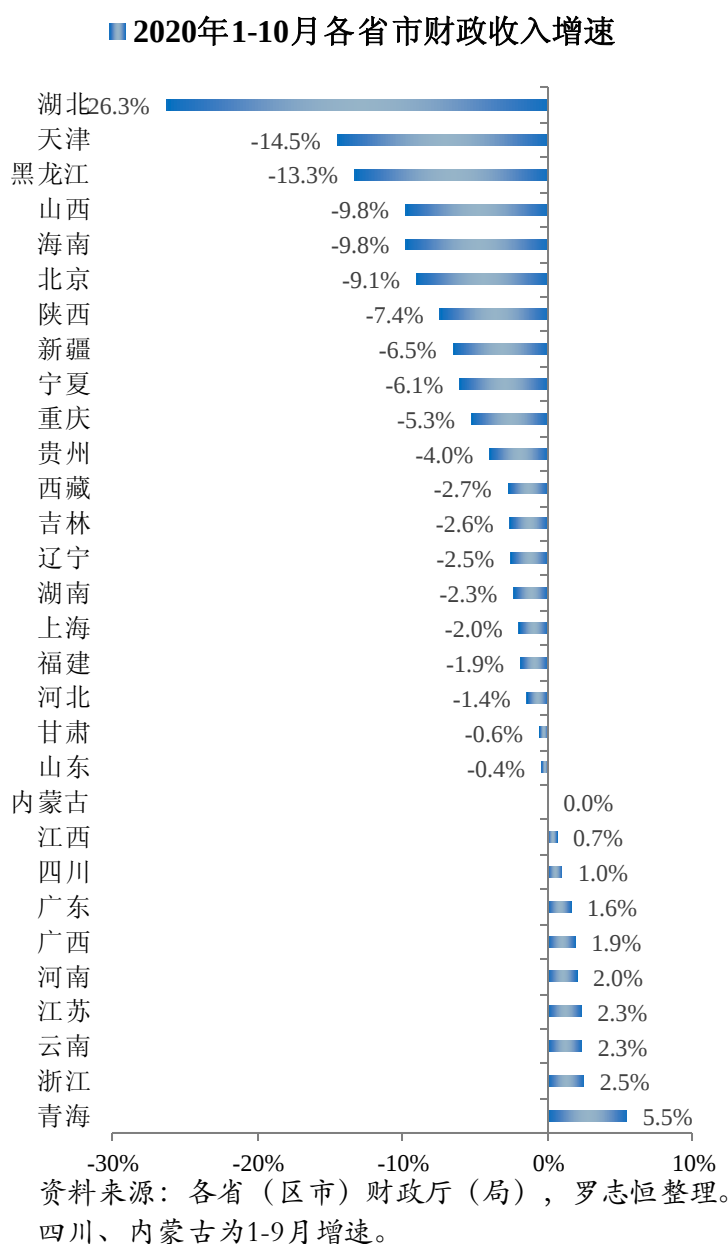
图表2：社保对一般公共预算的拖累程度提高



资料来源:wind、粤开证券研究院



图表3：1-10月全国省市财政收入增速



资料来源:wind、粤开证券研究院

四、财政政策：基调从“积极有为”重回“提质增效”，且注重“更可持续”，着力点从大规模减税降费到财税体制改革

会议指出“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。”“完善减税降费政策”。



2019 年的表述是：“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。”“要巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构”

第一，财政政策基调从“积极有为”重回 2019 年底中央经济工作会议的“提质增效”，且增加“更可持续”，预计赤字率降至 3%以内，与当前经济持续恢复以及经济社会风险下降的形势密切相关。2019 年中央经济工作会议提出“积极的财政政策要大力提质增效”，但是突发的疫情导致经济社会风险急剧攀升，于是转为“积极的财政政策更加积极有为”。当前，中国经济持续恢复，2020 年成为全球主要经济体中唯一正增长的国家，就业形势提前超额完成年度任务，经济的供需之间、消费与投资之间、工业与服务业之间、金融与实体之间的均衡性逐步提高。此种环境下，刺激性的政策必须根据形势变化而退出；同时，近年来我国大规模减税降费叠加经济增速下行，导致财政收支形势紧张，政府债务攀升，必须平衡好减税降费与财政可持续性的问题，因此中央经济工作会议提出“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，增加“更可持续”的表达。

第二，“适度保持支出强度”“增强国家重大战略任务财力保障”“党政机关要坚持过紧日子”，主要是因为当前经济恢复的基础不牢固，落实六稳、六保仍以及推动改革仍需要大量刚性支出。同时，党政机关仍过紧日子，背后是理念的变化和支出结构的优化。党政机关过紧日子，让市场主体过好日子，将有限的财政资金支持六稳、六保和改革。

第三，明年财政政策的着力点将从减税降费转移到财税体制改革以及发挥财政作为国家治理的基础和重要支柱作用，即“推动科技创新、加快经济结构调整和调节收入分配上主动作为”，同时从 2019 年的“要落实减税降费政策”改为今年的“完善降费降费政策”。

其一，减税降费有利地降低市场主体的成本，但是持续减税降费导致边际效应递减，减税降费的效果必须依靠其他结构性改革才能共同起作用。

其二，大规模减税降费导致财力紧张，推升债务，要注重可持续性。

其三，近年来经济发展和宏观调控越发注重运用改革的办法，经济发展短期靠改革，但长期靠改革。减税降费是总量性的政策，财税体制改革是结构性的改革，空间更大，效果更好。

其四，“推动科技创新、加快经济结构调整和调节收入分配上主动作为”意味着要推动相应补贴和税费减免朝着科技创新和高质量发展的领域，个税制度改革以及转移支付必须向中低收入群体倾斜，调节收入分配，减少贫富分化，促进共同富裕。

第四，防范化解风险中的财政风险，“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。财政风险主要体现为地方政府债务风险尤其是隐性债务风险，要通过强化问责、统筹财政资源、压减一般性支出等方式严肃财政纪律、让隐性债务显性化，实现风险可控。

五、货币政策：基调重回“社融与名义 GDP 匹配”，重提“宏观杠杆率基本稳定”，边际趋紧

会议指出“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。”

2019 年中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，首次提出“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”，引导市场利率下行，深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，资金流向方面“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。”

此次中央经济工作会议的提法与最近当局在《三季度货币政策执行报告》的表态接近，重回 2019 年底基调，且重提“宏观杠杆率基本稳定”，主要是因为当前的经济在逐步恢复，经济社会风险下降，刺激性的政策也必须回归；而年初因为疫情《2020 年政府工作报告》对此的提法是“广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，由此可知货币政策回归正常化，边际趋紧；但还是会注重政策的连续性和稳定性。

2020 年 11 月 26 日央行发布三季度货币政策执行报告，一是再提“货币供应总闸门”，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，新增“不让市场缺钱，不让市场的钱溢出来”又坚决不搞“大水漫灌”，货币供应量和社会融资规模由保持“合理增长”改为“同反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配”。二是维持货币政策常态化的长期判断，将防范金融风险放在重要位置，“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定”。三是延续二季度货币政策报告，强调“跨周期”政策设计。

2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，政府、居民、非金融企业分别上升 6.4、5.6、12.7 个百分点，而 2017-2019 年全年分别上升 2.4、下降 1.9，上升 6.1 个百分点。

重提“宏观杠杆率基本稳定”，促进稳增长和防风险的平衡。2018 年 7 月 31 日二季度政治局会议，强调“坚定做好去杠杆工作”。随着经济面临下行压力，2018 年中央经济工作会议由紧变松，调整为“坚持结构性去杠杆”。2019 年经济下行压力加大，年底中央经济工作会议没有再提去杠杆，更加突出稳增长。2020 年中央经济工作会议再次重提“杠杆”，“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”。2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，政府、居民、非金融企业分别上升 6.4、5.6、12.7 个百分点，而 2017-2019 年全年分别上升 2.4、下降 1.9，上升 6.1 个百分点，公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面临严峻挑战。要打好防范化解重大金融风险攻坚战，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，维护金融安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

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_745

