

详读中央经济工作会议

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@r.qlzq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资观点

1.2010 年以来，经济增速换挡，宏观政策逆周期调节力度加大。受 2008 年美国金融危机影响，我国 GDP 季度同比增速波动较大，工作任务主要是保持经济平稳较快发展，宏观调控以积极的财政政策和适度宽松的货币政策为主。2010 年 3 月至今 GDP 季度同比增速呈下降趋势，我国 GDP 增速平稳下滑，经济发展进入新常态。

2.扩内需政策在外需表现疲软后开始发力，总结下来，我国经历三轮“扩内需”的刺激。2010 年至今，在进一步强调扩内需政策激励下，投资率及消费率“此消彼长”，最终稳定了经济的平稳增长。当投资率下行比较严重时，扩内需就会重提以稳定经济增长，消费率和投资率反向运行趋势影响较为明显。2009、2011、2015、2018 年中央经济工作会议重点提出扩内需。扩内需伴随的方式有：家电下乡、促进收入、刺激地方基建、创新供给消费、实施减税降费政策等。

3.我国房价指数呈现周期性波动，房地产政策的逆周期调节力度开始加大，房价高企带来居民部门债务压力增大，长期刺激消费及民间投资增速，抑制经济内生增长动力。

市场展望：发令枪已连续开启，积极布局 2020，重视 1 月份行情。

(1) 2020 年，我们判断全球宏观经济仍将处于向下周期，贸易协议有助于缓解我国乃至全球的经济下行压力，但不改变下行的趋势；中央经济工作会议明确逆周期调节的重要性，我们认为逆周期调节是在经济下行趋势中，有利于缓解下行的速度，但不会逆转经济下行的趋势。

(2) 全球货币政策仍然维持持续宽松的态势，降息仍然是必然选择；我国也不例外，LPR 存量改革显示了未来利率水平的趋势性下行，降准降息是 2020 年的标准化趋势。经济下行导致的债务违约越将频繁，导致市场的无风险利率进一步下行。

(3) 2020 年，十三五规划结项和十四五规划的制订将加快改革步伐，大力发展硬科技、加强知识产权保护、加快对外开放、积极保护环境以及遏制贫富差距将是未来改革开放的发展方向。证券法修订提出了注册制改革的方向，我们认为中长期有利于资本市场的健康发展，进一步提升市场风险偏好。然而短期市场认为 A 股市场的供给增加不利于指数的上涨，影响了短暂情绪。

(4) 2020 年权益市场将在流动性和风险偏好的推动下产生结构性行情，风格上，我们更加偏好于以高成长、高弹性、高估值的硬科技板块和新消费板块作为“进攻”方向。2020 年主题投资机会凸显，建议关注国企改革、军品定价改革、金融供给侧改革和区域开放（上海自贸区新片区&深圳先行示范区）

(5) 短期看 1 月份和一季度，由于 11 月以来的经济数据使得市场认为经济进入补库存阶段，宏观经济增长较难证伪，短期存在周期品的交易性机会，建议投资者可以关注。

下周重要数据一览:

- 1、12月31日，中国公布12月官方制造业PMI
- 2、1月2日，德国、法国、英国公布12月制造业PMI；欧盟公布12月欧元区:制造业PMI
- 3、1月3日，德国公布11月失业率:季调(%)、11月失业人数:季调(千人)；美国公布12月制造业PMI

风险提示: 本文分析基于一定的假设条件，结论可能有偏差。国内经济去杠杆，同时与美国贸易谈判，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
本周话题：详读中央经济工作会议.....	- 5 -
一、市场回顾与展望	- 7 -
二、情绪指标跟踪	- 10 -
三、估值指标跟踪	- 11 -
四、下周重要数据一览.....	- 12 -

图表目录

图表 1：2008-2019 年中国 GDP 增长与关键经济政策	- 5 -
图表 2：2008-2018 消费率投资率与主要经济政策	- 6 -
图表 3：百城房价指数与主要地产政策	- 7 -
图表 4：指数与大类行业表现	- 9 -
图表 5：本周行业表现	- 9 -
图表 6：万得全 A 换手率	- 10 -
图表 7：创业板指换手率	- 10 -
图表 8：融资余额变化	- 10 -
图表 9：分级基金	- 10 -
图表 10：涨停家数	- 11 -
图表 11：次新股指标	- 11 -
图表 12：风格转换指标	- 11 -
图表 13：主要指数估值	- 12 -
图表 14：主要行业估值	- 12 -
图表 15：股债相对配置价值	- 12 -

本周话题：详读中央经济工作会议

1.2010 年以来，经济增速换挡，宏观政策逆周期调节力度加大。

受 2008 年美国金融危机影响，我国 GDP 季度同比增速波动较大，工作任务主要是保持经济平稳较快发展，宏观调控以积极的财政政策和适度宽松的货币政策为主。2010 年 3 月至今 GDP 季度同比增速呈下降趋势，我国 GDP 增速平稳下滑，经济发展进入新常态。

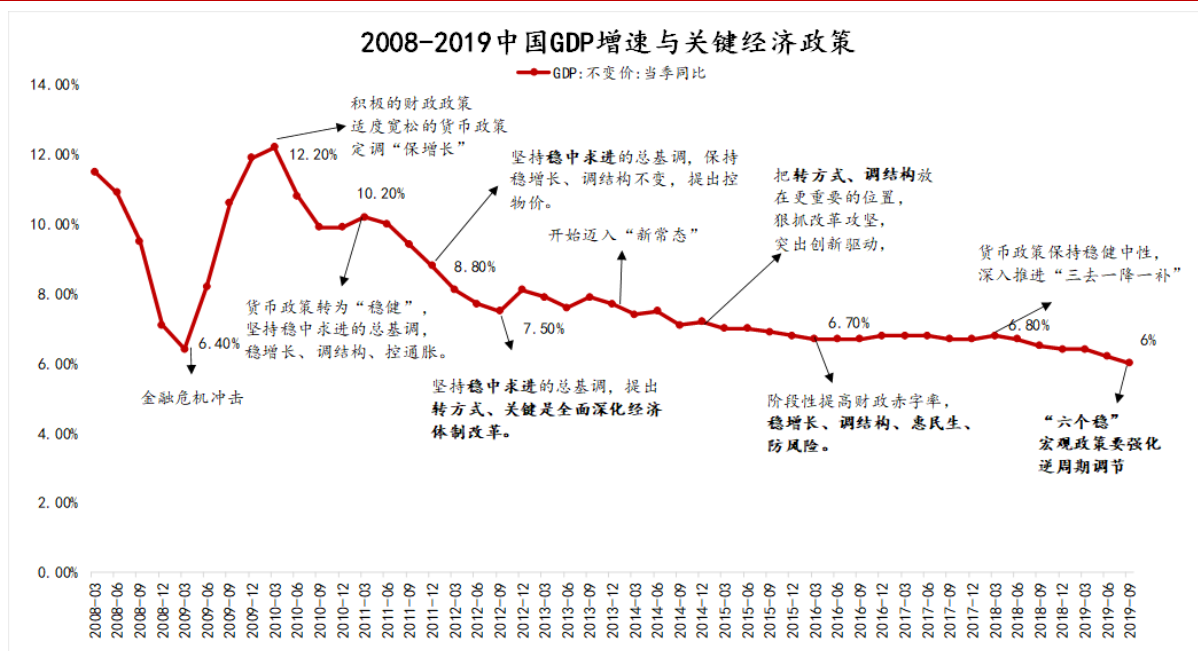
（1）2011 年以来，我国的经济增长一直处于平稳下行的态势中，总任务基调均为稳中求进。

（2）2008-2012 年，经济工作主线是加快转变经济增长方式；2013-2014 年，经济工作主线在转变经济增长方式的基础上，加快适应经济平稳下行的新常态；2015 年至今，供给侧结构性改革一直作为经济工作主线。

（3）2016 年是结构性改革攻坚之年，供给侧结构性改革成效开始显现，同时，根据十三五规划要求，脱贫及高质量发展开始成为经济转型方向。

（4）2018 年，外围风险加大后，去杠杆告一段落。总任务基调变为“六个稳”，宏观经济逆周期调节工具开始不断发力。

图表 1：2008-2019 年中国 GDP 增长与关键经济政策



来源：Wind，中泰证券研究所

2.扩内需政策在外需表现疲软后开始发力，总结下来，我国经历三轮“扩内需”的刺激。

2010 年至今，在进一步强调扩内需政策激励下，投资率及消费率“此消彼长”，最终稳定了经济的平稳增长。当投资率下行比较严重时，扩内需就会重提以稳定经济增长，消费率和投资率反向运行趋势影响较为明显。2009、2011、2015、2018 年中央经济工作会议重点提出扩内需。扩内需伴随的方式有：**家电下乡、促进收入、刺激地方基建、创新供给消费、实施减税降费政策等。**

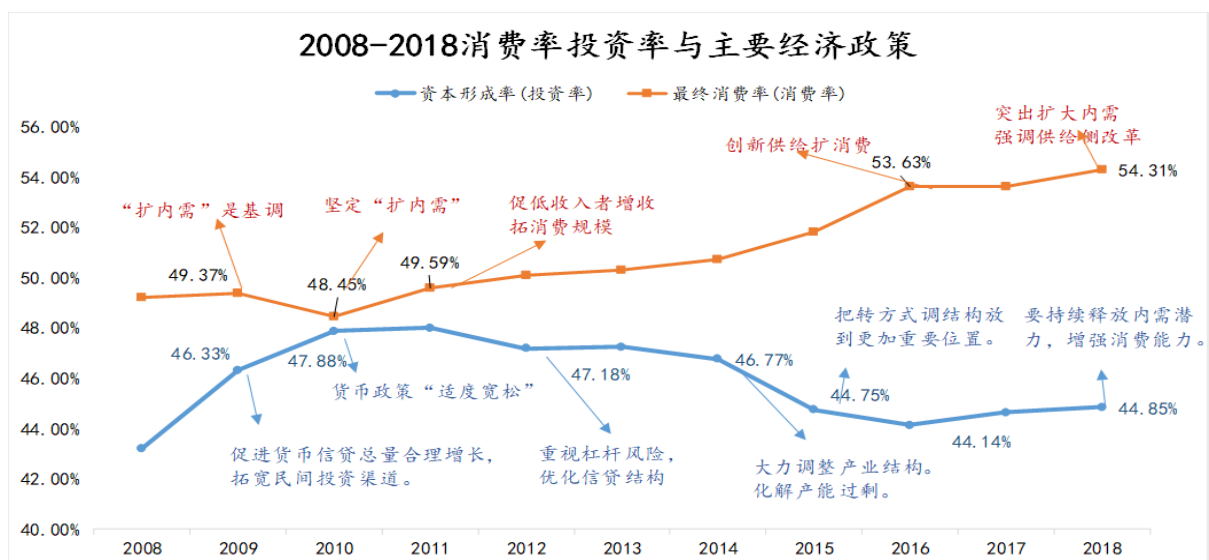
(1) 受 1998 年“东南亚金融危机”冲击，宏观政策加大工业化建设，加大关键领域的投资力度及垄断性行业的国企改革力度，投资率的提升扭转了亚洲金融危机对国内经济的冲击。

(2) 2008 年美国“金融海啸”后的经济低迷，再次实施扩内需政策托底，2008、2011 年，世界范围内正处于货币宽松阶段，低利率为消费提供了良好的刺激环境，同时，叠加家电下行等消费刺激政策，两年摆脱了金融危机的负面冲击。2008-2010 年，宏观经济政策宽松，我国经济发展速度较快，投资率快速攀升；

(3) 2015 年，适度扩大总需求，扩内需主要由基建投资开始发力，同时地方政府、居民部门加杠杆导致了负债率高企。2016 年随后开启了去杠杆之路，强调把转方式、调结构放在首要任务，供给侧结构性改革开始，主基调变为转方式后，大力调整产业结构，过剩产能的化解带来了投资率的下降；

(4) 最近三年投资率有企稳之势，维持在 45% 左右。宏观经济调控以稳健为主。

图表 2：2008-2018 消费率投资率与主要经济政策



来源：Wind, 中泰证券研究所

3. 我国房价指数呈现周期性波动，房地产政策的逆周期调节力度开始加大，房价高企带来居民部门债务压力增大，长期刺激消费及民间投资增

速，抑制经济内生增长动力。

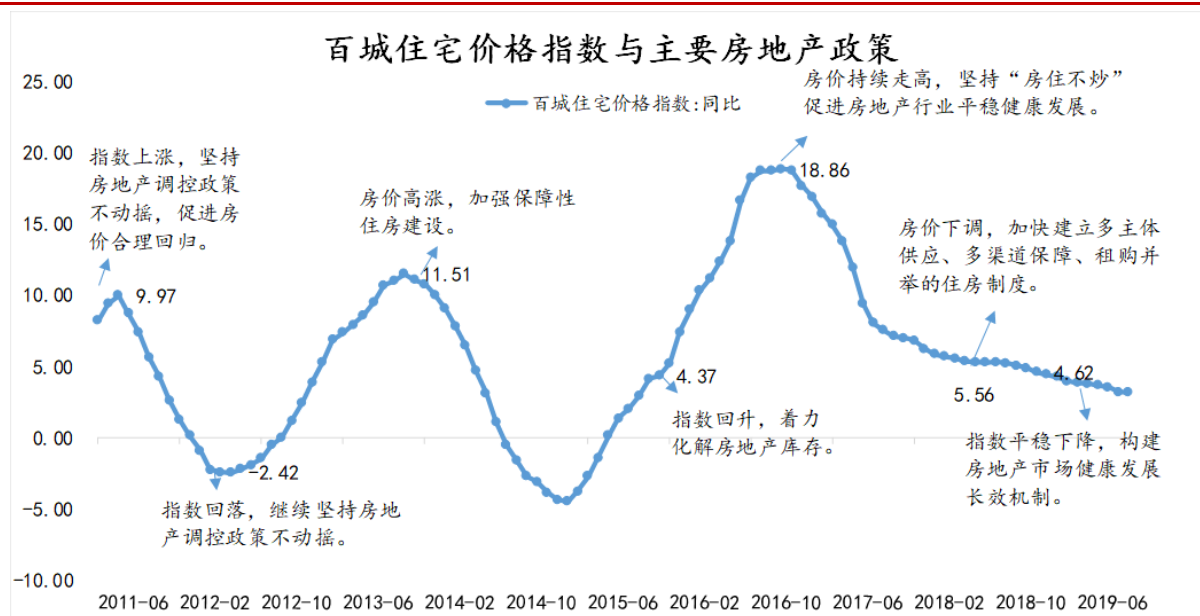
(1) 2010 年房价指数攀升，一二线城市的房价开始上升，中央经济工作会议定调：促进房价回归合理，加强保障性住房建设。但随后两年，一二线城市房价企稳，给三四线城市的上涨带来了空间，伴随房地产的财富效应加大，地产产业链的相关领域的投资和消费也迎来了刺激。

(2) 2014 年 10 月，伴随人口流动及宽松的流动性带来的投机性炒房行为加大，房地产迎来新一轮上涨周期，政策导向开始转变为：化解房地产库存，以求减缓房价上涨速度。政策强调完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。

(3) 2016 末-2017 年，房价指数达到高点，房地产调控迎来最严：房住不炒。房价指数高位回落后开始优化供给端，构建多主体供应等系列措施。

(4) 近两年来外围风险波动加大，总任务变成“六个稳”，房价的平稳与健康发展也是目前重要任务，政策要求“因城施策”，建立稳地价、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。

图表 3：百城房价指数与主要地产政策



来源：Wind，中泰证券研究所

一、市场回顾与展望

一周回顾：风险偏好、赚钱效应双双回升。本周上证指数全周收涨 0.00%、创业板指收跌 0.23%、深证成指收涨 0.04%。全市场日均成交额环比回落，北上资金净流入规模环比下滑，时隔 21 个月融资余额上升万亿以上。20 日平滑后，涨停个股数量持续上升至历史均值以上。风格方面，

创业板领跌，上证 50 领涨。行业与主题方面，本周周期行业表现亮眼，有色、建材领涨。

市场展望：发令枪已连续开启，积极布局 2020，重视 1 月份行情。

(1) 2020 年，我们判断全球宏观经济仍将处于向下周期，贸易协议有助于缓解我国乃至全球的经济下行压力，但不改变下行的趋势；中央经济工作会议明确逆周期调节的重要性，我们认为逆周期调节是在经济下行趋势中，有利于缓解下行的速度，但不会逆转经济下行的趋势。

(2) 全球货币政策仍然维持持续宽松的态势，降息仍然是必然选择；我国也不例外，LPR 存量改革显示了未来利率水平的趋势性下行，降准降息是 2020 年的标准化趋势。经济下行导致的债务违约越将频繁，导致市场的无风险利率进一步下行。

(3) 2020 年，十三五规划结项和十四五规划的制订将加快改革步伐，大力发展硬科技、加强知识产权保护、加快对外开放、积极保护环境以及遏制贫富差距将是未来改革开放的发展方向。证券法修订提出了注册制改革的方向，我们认为中长期有利于资本市场的健康发展，进一步提升市场风险偏好。然而短期市场认为 A 股市场的供给增加不利于指数的上涨，影响了短暂情绪。

(4) 2020 年权益市场将在流动性和风险偏好的推动下产生结构性行情，风格上，我们更加偏好于以高成长、高弹性、高估值的硬科技板块和新消费板块作为“进攻”方向。2020 年主题投资机会凸显，建议关注国企改革、军品定价改革、金融供给侧改革和区域开放（上海自贸区新片区 & 深圳先行示范区）

(5) 短期看 1 月份和一季度，由于 11 月以来的经济数据使得市场认为经济进入补库存阶段，宏观经济增长较难证伪，短期存在周期品的交易性机会，建议投资者可以关注。

风格指数：本周市场有所分化，中证 500、创业板指领跌，中证 200、上证 50 领涨。活跃度方面，各风格指数换手率普遍下滑，中证 100、上

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_8113

