

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

稳字当头 改革与创新并举

— 2019 年中央经济工作会议点评

2019 年 12 月 16 日

分析师:

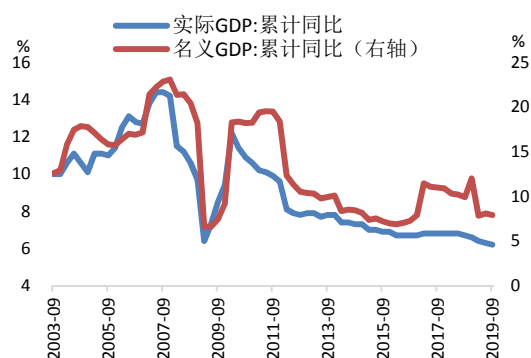
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

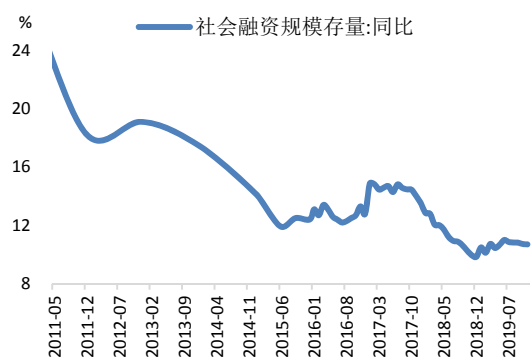
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



社融



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020 年国内宏观经济展望》
2. 《下行压力增大 政策稳中发力—7 月政治局会议点评》

内容提要:

未来稳字当头。2018 年会议内容中“稳”字出现了 22 次，2019 年则出现了 29 次。此外，与 2018 年会议相比，本次会议在六稳之外提出了保稳定，与此前政治局会议提法一致，叠加“确保经济实现量的合理增长”的提法，既体现了经济增长的底线思维，又反映出社会稳定的重要意义。预计 2020 年中国 GDP 增长 6.0% 左右，从而实现全面小康任务。

相较于 2018 年会议提出的“宏观政策要强化逆周期调节”，本次会议表述则为“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，同样反映出未来逆周期调节托而不举的定位。同时，强调“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”，有助于尽可能地发挥政策的协同效应，避免大水漫灌。其中，货币政策总体思路为相机抉择、结构性宽松；财政政策持续积极，更加注重提质增效。

本次会议提出“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，措辞相较 2018 年平缓，仍然体现了稳的思路，亦为逆周期调节保留了一定空间。稳杠杆一方面是总体杠杆率的稳定，另一方面内部会出现结构性变化。分部门并结合当前实际情况，就是降杠杆（非金融企业尤其是国企）、稳杠杆（居民部门）与加杠杆（政府）并存。

短期逆周期调节或是对冲经济下行、稳增长的主要抓手，但未来改革开放与创新将是驱动中国经济的主要动力，从而全面提高国家的科技创新能力和国际竞争力。

风险提示: 经济增速超预期下行，稳增长政策超预期。

事件：2019 年中央经济工作会议 12 月 10 日至 12 日在北京举行。

点评：

1、稳中求进仍然是主基调

会议提出，2020 年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。

未来稳字当头。2018 年会议内容中“稳”字出现了 22 次，2019 年则出现了 29 次。此外，与 2018 年会议相比，本次会议在六稳之外提出了保稳定，与此前政治局会议提法一致，叠加“确保经济实现量的合理增长”的提法，既体现了经济增长的底线思维，又反映出社会稳定的重要意义。预计 2020 年中国 GDP 增长 6.0% 左右，从而实现全面小康任务。

会议还指出，“我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变”，与此前政治局会议表述亦一致，决策层对经济的态度较市场预期乐观，未来托而不举的政策意图或延续。

2、实施积极财政政策和稳健货币政策

相较于 2018 年会议提出的“宏观政策要强化逆周期调节”，本次会议表述则为“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，同样反映出未来逆周期调节托而不举的定位。同时，强调“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”，有助于尽可能地发挥政策的协同效应，避免大水漫灌。短期而言，逆周期调节或是对冲经济下行、稳增长的主要抓手，但未来改革开放与创新将是驱动中国经济的主要动力，从而全面提高国家的科技创新能力和国际竞争力。

(1) 货币政策稳健延续，更加突出精准发力

货币政策依然稳健。具体表述方面，2017 年为“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门”，2018 年为“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，2019 年则为“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，降低社会融资成本”。首先，本次会议没有提“闸门”（近期 M2 增速已经降至 8.2%，和名义 GDP 增速大体相当），这表明 2020

年货币政策总体上或稳健略松，流动性总体稳定。其次，高层已经认识到当前总体流动性偏充裕，但结构性问题突出，因此下一步的重点是疏通货币政策传导机制而非大水漫灌，是精准发力而非全面惠及，是降低制造业、民营企业、小微企业融资成本，解决融资难融资贵的问题，预计 2020 年 LPR 利率有望继续下行。2020 年货币政策总体思路为相机抉择、结构性宽松，避免大水漫灌。

（2）财政政策持续积极，更加注重提质增效

财政政策愈发注重质量。具体表述方面，2017 年为“财政政策要更加积极有效”，2018 年为“积极的财政政策要加力提效”，2019 年则提出“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整”，可能会体现在几个方面：第一，继续减税降费，但幅度或有所缩减。近几年减税降费近 5 万亿元，财政收入下降较多，收支矛盾持续加大，而且政策的效应需要时间观察。第二，地方政府专项债规模或继续增加，2017、2018、2019 年分别为 8,000 亿元、13,500 亿元、21,500 亿元，预计 2020 年或增至 3 万亿元左右。同时，专项债使用的方向性更为明确，对基建投资及固定资产投资的拉动效率将较此前提提高。第三，赤字率或小幅升至 2.8-3.0%，赤字规模相应上升。

3、杠杆率以稳为主

本次会议提出“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，措辞相较于 2018 年的“要坚持结构性去杠杆的基本思路”平缓，仍然体现了稳的思路，亦为逆周期调节保留了一定空间。稳杠杆一方面总体杠杆率的稳定，另一方面内部会出现结构性变化。分部门并结合当前实际情况，可能就是降杠杆（非金融企业尤其是国企）、稳杠杆（居民部门）与加杠杆（政府）并存。

4、防风险取得阶段性成果

本次会议提出“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”，措辞相较于 2018 年会议提出的“打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振”平缓；同时三大攻坚战的排序从防范化解重大风险、扶贫、污染防治变为扶贫、污染防治、防范化解重大风险，表明决策层肯定了近年来金融风险防范化解工作的成绩，2020 年防风险工作以稳为主。

风险提示：经济增速超预期下行，稳增长政策超预期。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，15年证券从业经历，14年宏观经济研究经验，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其

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_8163

