

政策两大改变将导致经济和市场波动大幅降低

——2019 年中央经济工作会议点评

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 12 月 13 日

内容提要

本次会议确认了两大政策主线的变化，将导致经济和市场波动大幅降低。第一，政策转向温和，对经济和市场影响的波动在显著降低；第二，政府在管理宏观波动上更为科学，进一步降低了经济 and 市场的波动。

这两个政策的转变在 2019 年相对是成功的，因此这些政策操作会延续到 2020 年。所以，2020 年的股债市场可能仍是窄幅震荡。边际上的机会可能来自于两方面：一是全球经济的超跌反弹，二是国内的改革，特别是国企和资本市场；而更多的机会依然在结构和个股、个券。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济和市场波动将大幅降低

中央经济工作会议最近召开，分析和部署 2020 年的经济工作。“稳”是市场较为一致的解读，但我们认为，更为重要或者最为重要的是，本次会议在某种程度上确认了两大政策主线的变化。一是 2018 年之前大刀阔斧式的政策操作明显转向温和，这使得政策对经济和市场影响的波动在显著降低；二是政府在管理宏观波动上更为科学，这进一步降低了经济 and 市场的波动。

这两个变化从 2018 年下半年开始显现，并在 2019 年下半年体现的非常充分。受此影响，资本市场在 2019 年下半年的表现非常平稳，股债均是窄幅震荡。尤其是股市，尽管经济持续下行，2019 年经济下行幅度并不亚于 2018 年，但 2019 年特别是下半年的股市基本平稳。相比 2018 年下半年，政府在管理宏观波动上有了明显的进步，因此我们预测政府目前的操作大概率会延续。

所以，如果外部环境不出现大幅波动，2020 年的资本市场很可能重复 2019 年下半年的走势，股债整体均是窄幅震荡，边际上的机会可能来自于改革，特别是国企和资本市场；更多的机会依然在结构和个股、个券。

二、大刀阔斧转向绵绵用力

在 2019 年的中国经济五十人论坛上，当时的一位央行成员发言揭示了改革过程中政策落实难的诸多困境。他指出，在过去四十年的改革开放中，我们在增量领域推进快速，而存量改革的进程相对缓慢。很多深层次的问题日积月累，以致要想深入推进改革，亟需大改革战略。

这一发言引起了许多讨论。其实，这一想法由来已久，十年前社会上就有相当的共识。因此，2013 年底召开的中共十八届三中全会上审议通过了《中共中央

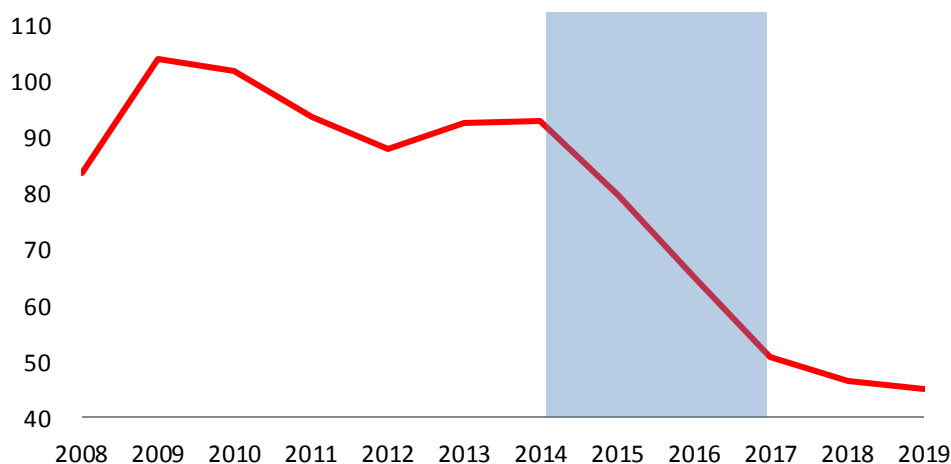
关于全面深化改革若干重大问题的决定》，从顶层设计的角度，拉开了全面改革的序幕。

很多人认为，2013 年之前改革难以推进的一个重要原因是部门利益冲突，因此当时的普遍想法是我们应该做好顶层设计，加强中央权威，强调强力执行。2014 年之后许多改革在这个指导方针下推进，很多改革在短期内取得了非常明显的效果。

在污染治理方面，2015-2017 年，北京的 PM2.5 浓度大幅下降，几乎在三年内减少一半；作为一个对照，美国的污染物排放在 1970 年通过《Clean Air Act》之后的 25 年内才减少 40%。去房地产库存方面，2015-2017 年库存大幅去化；2014 年社会上还在讨论鬼城的问题，2017 年多地已经出现了无房可卖的现象。在许多其他方面，去杠杆、去产能等等，短期成效均非常的显著。

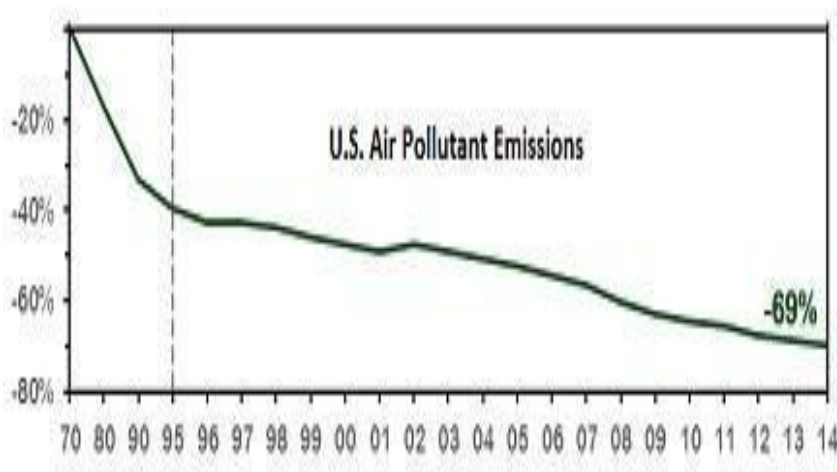
图1: %

PM2.5浓度：北京



数据来源：Wind，安信证券

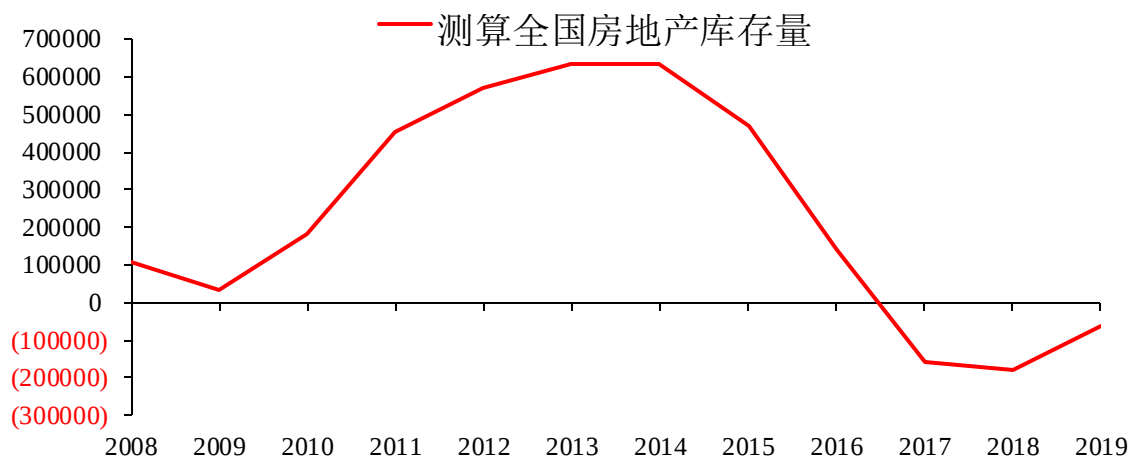
图 2:



数据来源：EPA

但是，在巨大的成绩背后，也有一些不容忽视的代价，有不少是之前没想到的，说明我们在政策全盘考虑和综合影响方面的评估有待加强。比如，房地产去库存非常成功，但房价出现了大幅上涨。因此，本次会议明确提出，“要树立全面、整体的观念，遵循经济社会发展规律，重大政策出台和调整要进行综合影响评估”以及“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”。这些提法是第一次出现，我们猜测，这是对之前工作方法的一个明显的纠偏。

图3: %



数据来源: Wind, 安信证券

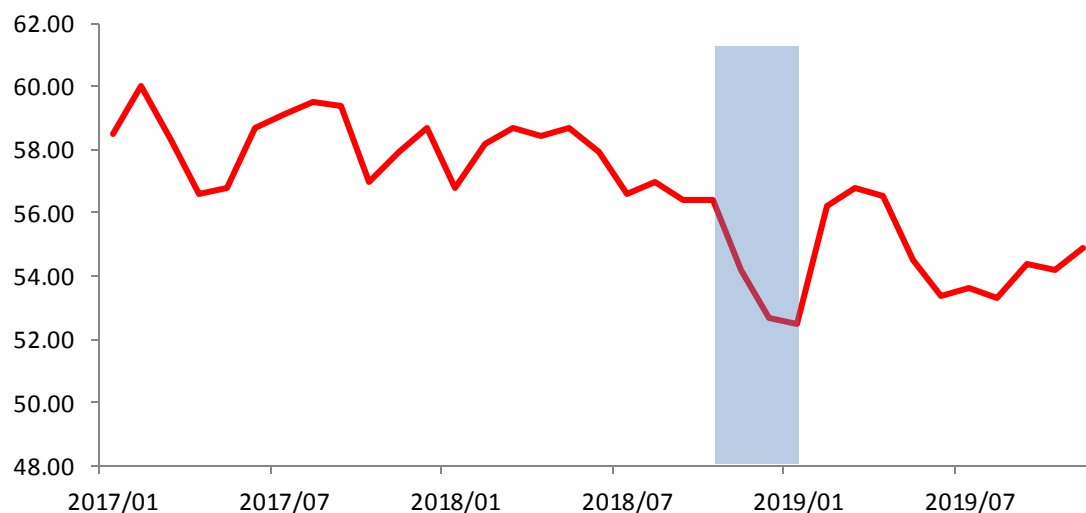
在这种新的指导方针下, 2014-2017 年许多疾风骤雨式的改革从 2018 年下半年起特别是 2019 年出现了较为明显的变化, 变的较为温和; 有一些之前的政策出现了一定的反复。比如, 2018 年底, “煤改气”被环保部紧急叫停, 2018-2019 年 PM2.5 浓度下降的幅度明显比 2015-2017 年减少。这个新的指导方针写入到本次经济工作会议的公开文件上, 说明这种方针大概率将延续。以往较为激进的改革和刺激政策在 2020 年很难发生, 重大改革的推出将会更加谨慎。

三、宏观政策逆周期调节更加成熟

针对 2018 年以来经济下行的问题, 2018 年底的中央经济工作会议提出了要进行“逆周期调节”。这一用词在之后的历次政治局会议上均有提及。2019 年的中央经济工作会议对此有了新的提法, 就是“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。我们猜测, 这一提法有深刻的含义。

图4: %

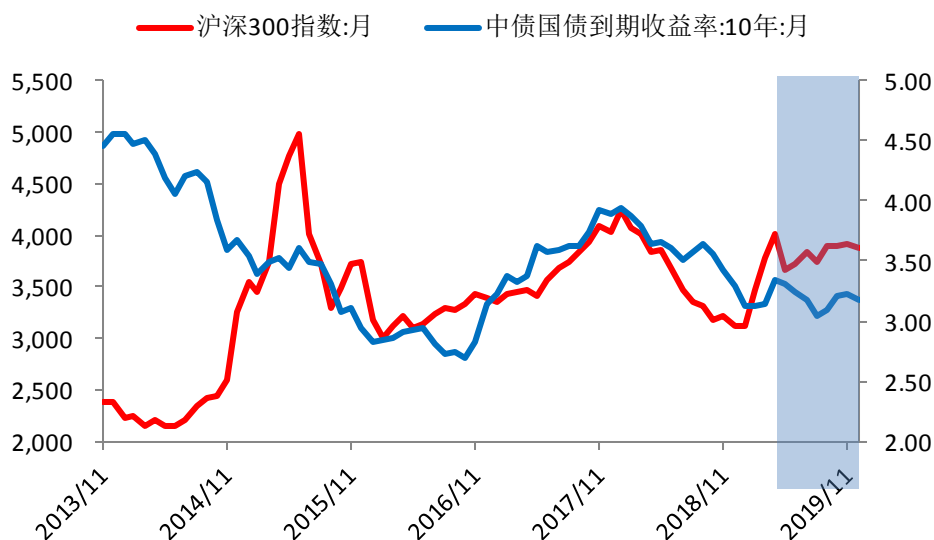
PMI: 生产经营活动预期指数



数据来源: Wind, 安信证券

2018 年以来经济在持续下行, 从 GDP 的数字上看, 2019 年的下行幅度要高于 2018 年, 但 2019 年资本市场的表现以及市场感知却又明显好于 2018 年。2018 年经济单边下行, 但政策的应对可能出现了偏差。2018 年 7 月央行开始转向宽松, 但其他部门并无明显转向, 而且没有形成协同。四季度, 市场信心的大幅向下调整, 最后导致政府用强力逆周期的财政货币政策进行对冲。由于政策足够强力, 股市和市场信心都出现了显著的修复。然而, 政策在 419 政治局会议又出现了明显的转向, 市场又掉头向下。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

然而, 经历了这一轮波折之后, 政策的操作方式发生了较为明显的变化。一个显著的特征是政府的反射弧大幅缩短。一旦经济有下行的苗头或者出现了一些负面的事件, 政府马上会和市场沟通, 并相应出台一些措施, 稳定预期。2019年, 总理、副总理、各大主要部委正副领导频繁和市场密切沟通, 这与2018年形成较大的反差。尽管政府出台的逆周期政策并不强力, 但明显的缓释了市场的忧虑, 稳定了市场, 市场不担心经济有失控的风险。两个标志性的事件是包商银行打破

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_8384

