



2019 年中央经济工作会议 点评

稳定、灵活、质量

中央经济工作会议强调“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”，预计 2020 年宏观政策整体导向以“稳”为主，更为强调经济增长质量的提升，政策取向更为灵活。

- 会议首次提出“保稳定”，预计 2020 年宏观政策整体导向以“稳”为主。“保稳定”一方面意味着稳定预期，防止经济失速；另一方面则意味着守住不发生系统性风险的底线。
- 会议延续了“积极的财政政策和稳健的货币政策”的提法，对财政政策更为强调提质增效、结构调整和重点领域保障。在当前财政收入增速整体趋向下行背景下，受限于地方财政压力和地方政府杠杆率，财政政策难以大幅宽松，而是更多通过专项债等形式保证重点支出。
- 会议对货币政策则更为强调“灵活适度”，明确强调了降低社会融资成本、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和更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题等内容。货币政策的重心仍在于疏通传导机制，服务实体经济。在通胀和宏观杠杆率制约下，预计 2020 年的货币政策整体维持中性。
- 会议指出，“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”。“量的合理增长”意味着对经济下行的容忍度进一步提高，政策“稳增长”力度可能边际减弱，而将政策重心放在经济质量的提升上。会议提出的 2020 年重点工作基本均与提升经济增长质量相关。
- 会议指出“重大政策出台和调整要进行综合影响评估，切实抓好政策落实，坚决杜绝形形色色的形式主义、官僚主义”，政策取向更为灵活，强调因地制宜；对房地产一方面继续强调“房住不炒”的政策定位，另一方面也强调了“全面落实因城施策”。预计 2020 年房地产投资仍有韧性，并继续对经济增长构成支撑。

相关研究报告

《12 月海外宏观动态点评》 20191212

《流动性跟踪》 20191211

《11 月贸易数据点评》 20191208

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

(010) 66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

12月10日至12日，中央经济工作会议在北京举行，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。

“保稳定”是底线

会议指出，“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”，其中“保稳定”是首次提出，预计2020年宏观政策整体导向以“稳”为主。

“稳”的原因一是来自外部冲击，会议指出，“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”，对全球经济的判断依然偏谨慎。二是来自2020年本身也是“十三五”规划和全面建设小康社会目标的最后一年。

我们此前指出，在第四次经济普查上修2018年GDP数据后，完成全面建设小康社会的翻一番目标已经压力不大。那么，“保稳定”一方面意味着稳定预期，防止经济失速；另一方面则意味着守住不发生系统性风险的底线。

从会议对宏观政策的表述看，延续了“积极的财政政策和稳健的货币政策”的提法，同时强调“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。对财政政策更为强调提质增效、结构调整和重点领域保障，包括基层保工资、保运转、保基本民生。我们认为，上述表述事实上更为强调财政政策的托底作用。在当前财政收入增速整体趋向下行背景下，受限于地方财政压力和地方政府杠杆率，财政政策难以大幅宽松，而是更多通过专项债等形式保证重点支出。

对货币政策则更为强调“灵活适度”，延续了“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”的提法，同时明确强调了降低社会融资成本、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和更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题等内容。同时，一方面强调了“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；另一方面则指出“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”。我们认为，上述表述意味着货币政策的重心仍在于疏通传导机制，服务实体经济。近期央行多次在不同场合表态维持中国在主要经济体中货币政策正常化的立场，强调通过改革的方式降低融资成本。在通胀和宏观杠杆率制约下，我们预计2020年的货币政策整体维持中性。

提升经济增长质量是根本

会议指出，“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”。我们认为，鉴于完成全面建设小康社会目标压力已经不大，“量的合理增长”意味着对经济下行的容忍度进一步提高，在经济不出现失速，就业不出现问题的情形下，具体的增长数字事实上并不重要。因此，政策“稳增长”力度可能边际减弱，而将政策重心放在经济质量的提升上。所谓“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，意味着更为强调宏观政策的引导作用而非直接刺激。因此，会议着重强调了财政政策、货币政策同消费、投资、就业、产业、区域等政策的协调。

从会议提出的2020年重点工作看，基本均与提升经济增长质量相关。第五项重点工作为“着力推动高质量发展”，强调“全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设”，并给出了高质量发展的若干方向。而前三项重点工作分别是坚定不移贯彻新发展理念，坚决打好三大攻坚战以及确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善，其中明确提出“把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上”；同样均与经济增长质量的提升相关。而第六项“深化经济体制改革”给出了若干改革方向，可以理解为高质量发展的保障。



政策更为灵活

会议强调“重大政策出台和调整要进行综合影响评估，切实抓好政策落实，坚决杜绝形形色色的形式主义、官僚主义”。我们认为，这一方面意味着政策取向更为灵活，强调因地制宜；另一方面，也隐含着对此前某些政策执行过于“一刀切”的反思。

基于此，会议对房地产一方面继续强调“房住不炒”的政策定位，另一方面也强调了“全面落实因城施策”，“加大城市困难群众住房保障工作”。我们认为，这意味着房地产调控主要目标在于稳定房价，避免房价过快上涨带来的金融风险和对消费的挤出效应。但是，在加强住房保障，存量住房改造等政策指引下，预计 2020 年房地产投资仍有韧性，并继续对经济增长构成支撑。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_8395

