

政策护航“告别老路”

——2019 中央经济工作会议前瞻

我们预计中央经济工作会议将于近期召开，会议将定调2020年的增长目标、宏观政策、房地产政策和改革开放举措，我们尝试对此做出前瞻思考。

- **实际 GDP 增速中枢继续下移。**根据当前国内外的经济形势，我们预计2020年实际 GDP 增速目标将被定为6.0%左右。长期视角下，中国经济潜在增速仍存在下行压力；短期视角下，“房住不炒”的主基调进一步确定，地产建安投资以及地产链条相关消费、地产“财富幻觉”消退都将对经济产生较大的短期下行压力。
- **中国经济有望真正告别以往依赖地产、传统基建刺激的“老路”，实现依靠创新和消费驱动的新平衡。**2018年，新经济部门对GDP增长的贡献已经达到16.1%，消费对GDP的贡献也升至76.2%。展望2020年，制造业投资有望企稳回升，地产建安投资可能下滑，基建小幅回升依然“托而不举”（尤其支撑新经济的基建增速有望大幅上升），消费对GDP的贡献保持平稳（政府将通过加大扶贫力度、增加医疗、养老等保障的方式，来提升居民消费率），中国经济有望在6.0%的增速附近企稳，短期实现告别老路、真正实现依靠创新、科技、消费驱动的新平衡，这也是应对中美对抗的方法之一。
- **财政政策更加积极，狭义赤字率上调，广义财政支持力度上升。**预计2020年财政政策的表述为“更加积极的财政政策”，实际效果上预计宽广义财政，具体举措为：上调财政赤字率至3%，加大地方政府专项债、PSL等扩大支出、货币财政化、不计入赤字的广义财政扩张等。
- **货币政策保持边际宽松，疏通货币政策传导，降低实际融资成本。**预计货币政策表述为稳健货币政策，但实际执行过程中预计中性偏松，继续疏通货币政策传导性和改善企业融资环境。一方面，2020年房价等资产价格存在一定的向下压力，货币政策需要保持边际宽松的态势，以防止经济出现“硬着陆的风险”；另一方面，借鉴历史经验，支持创新、营造科技企业加速发展的金融环境，也需要保持相对宽松的货币条件。
- **结构性调整杠杆，监管政策难以大幅收紧。**内部看，监管高压带来的信用收缩，已经对实体经济产生较大影响；外部看，中美贸易摩擦除了直接导致净出口对经济增长贡献下降外，还对预期和信心形成较大影响。因此，我们预计，《资管新规》过渡期结束导致监管风险上升的概率不高。
- **虽然政治局会议未提地产，但房地产政策难以大幅放松，房地产风险可能逐步释放。**房地产政策的主基调是“稳”字，不是进一步大幅上涨，导致泡沫膨胀、实体挤出；也不是大幅下跌。我们预计，房地产调控政策依然是“因地制宜”、“以稳为主”，只有在地产下行压力较大的地区和时点，地产政策才有可能边际放松。
- **改革开放力度进一步提升、节奏进一步加快。**金融开放力度进一步加大，体现在资本项目来和金融业开放两个层面。未来中国的汇率波动幅度将增加，外资银行、券商等在中国设立、入股境内金融机构的许可条件、审批、准入等将逐步完全放开。加快制度建设，构建更加公平、透明、合理、有效的国家治理体系。预计十九届四中全会确定的总基调将逐渐落实，逐步构建更加公平、透明、合理、有效的国家治理体系。

风险提示：1. 货币政策传导依然不够顺畅，导致实体融资成本居高不下；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

引言

中央经济工作会议将在近期召开，届时将定调 2020 年的经济增速、宏观政策、监管政策、房地产政策和改革开放举措。2019 年以来，宏观经济形势发生了较为明显的变化，经济增长下行压力加大、中美贸易摩擦反复、房价下行压力渐显、企业成本亟待下降等问题对政策组合和协调提出了较高要求。展望 2020 年，中国经济下行压力仍存，国内房价下行压力正在加大，全球政治经济环境依然复杂，政府将采取怎么样的政策组合来“稳增长”和“调结构”变得格外重要。因此，市场对本次中央经济工作会议的政策定调变得格外关注，我们尝试对此做出部分前瞻思考。

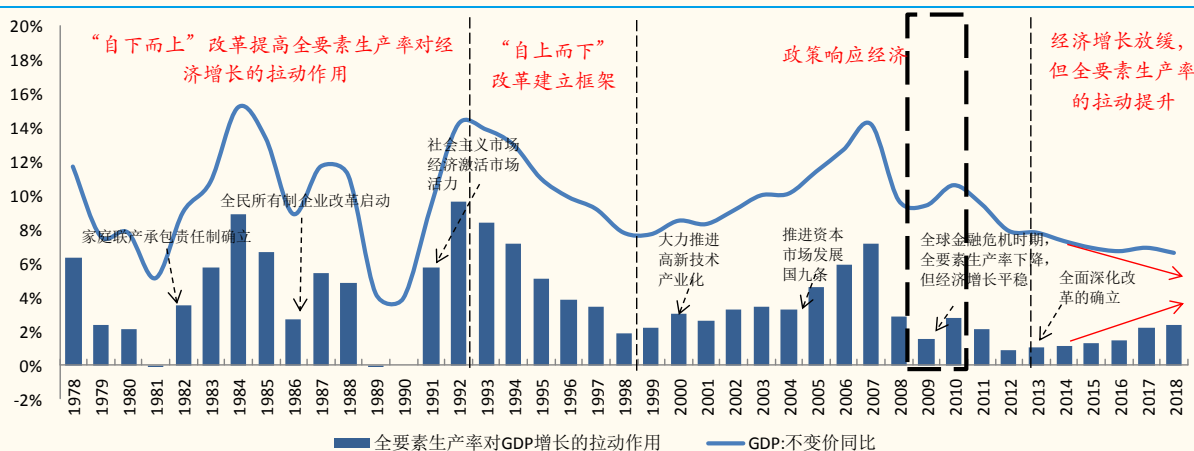
1、实际 GDP 增速中枢继续下移，告别老路、实现新平衡概率上升

根据当前国内外的经济形势，我们预计 2020 年实际 GDP 增速目标将被定为 6.0% 左右。长期视角下，随着人口红利的消退、资本投入边际效率下降、以及全要素生产率难以大幅提升，中国经济潜在增速仍存在下行压力。短期视角下，“房住不炒”的主基调进一步确定，中国不再依赖地产作为刺激短期经济的手段，建安投资以及地产链条相关消费、地产“财富幻觉”消退都将对经济产生较大的短期下行压力。

长期来看，潜在增长率下行决定实际 GDP 中枢仍可能小幅下行，但全要素生产率能否企稳回升值得关注。随着人口红利的消退、全要素生产率的下降以及资本回报率的回落，中国经济的潜在增长率也在逐步下行。但是，随着国家鼓励科技、增加研发投入、加快改革开放等相关举措的实施，全要素生产率出现企稳回升的迹象。从数据来看，相同计算方法口径下，中国的全要素生产率自 2017 年以来已经开始回升，这意味着潜在增长率可能出现阶段性企稳。

短期来看，中国经济有望真正告别以往依赖地产、传统基建刺激的“老路”，实现依靠创新和消费驱动的新平衡。2018 年，新经济部门对 GDP 增长的贡献已经达到 16.1%，消费对 GDP 的贡献也升至 76.2%。展望 2020 年，制造业投资有望企稳回升，地产建安投资可能下滑，基建小幅回升依然“托而不举”（尤其支撑新经济的基建增速有望大幅上升），消费对 GDP 的贡献保持平稳（政府将通过加大扶贫力度、增加医疗、养老等保障的方式，来提升居民消费率），中国经济有望在 6.0% 的增速附近，实现告别老路、真正实现依靠创新、科技驱动的新平衡。同时，真正实现依靠创新和消费驱动的增长方式，也是应对中美对抗的方法之一。

图表 1：全面提高全要素生产率



来源：Wind，国金证券研究所

二、财政政策更加积极，狭义赤字率上调，广义财政支持力度上升

预计 2020 年财政政策的表述为“更加积极的财政政策”，实际效果上预计宽广义财政。从各个部门的杠杆率来看，当前中央政府具有加杠杆的空间和必要性。一方面，地方政府债务率较高，进一步加杠杆空间有限；另一方面，私人部门具有较大的顺周期属性，在经济下行过程中，加杠杆的诉求不高。综合来看，宏观逆周期政策的发力，需要中央政府加杠杆。

我们预计，财政政策的具体举措为：上调财政赤字率至 3%，加大地方政府专项债、PSL 等扩大支出、货币财政化、不计入赤字的广义财政扩张等。2020 年财政政策依然是宏观逆周期政策的主力军。一方面，通过积极财政政策能够有效应对结构化问题、同时约束地方政府隐形负债，通过专项债支持部分区域、高科技领域、产业改造领域的发展。另一方面，相对于地方政府，中央政府加杠杆空间明显更足，预计将宽广义财政方式实现中央政府加杠杆。整体来看，积极财政政策的方向是收入端进一步落实减税降费、支出端“做好地方政府专项债发行”和“挖掘投资需求”等。

三、货币政策保持边际宽松，疏通货币政策传导，降低实际融资成本

预计货币政策表述为稳健，但实际执行过程保持中性偏松，继续疏通货币政策传导性和改善企业融资环境。一方面，对货币政策形成主要掣肘的不是由猪肉等食品价格引发的 CPI 的大幅上涨，而是地产等资产价格的泡沫。从这个角度出发，2020 年房价等资产价格存在一定的向下压力，货币政策需要保持边际宽松的态势，以防止经济出现“硬着陆的风险”。另一方面，借鉴历史经验，支持创新、营造科技企业加速发展的金融环境，也需要保持相对宽松的货币条件。

预计进一步强调疏通货币政策传导，尤其加强对小微企业和民营企业的信贷支持。在经济下行压力加大的背景下，商业银行风险偏好下降，合意信贷需求下降，导致尽管货币政策宽松，流动性相对充沛，但实体融资难度改善程度有限，融资成本居高不下。要改善货币政策传导，一方面，需要通过市场化方式对优质民营企业进行增信，改善信用环境；另一方面，需要提升市场信心，加快利率市场化，不但加快贷款利率市场化，同时需要推进存款利率市场化。

仍有可能进一步降低 MLF 和 OMO 利率。首先，随着利率市场化的推进，银行负债端成本下降概率上升。单纯依靠压低银行息差来降低实际贷款利率的空间有限，也有可能导致银行金融风险上升。未来利率市场化的主线将逐渐转型存量利率市场化、存款利率市场化。其次，当前降息仍存在一定的内部约束。尽管猪肉价格上行引发的 CPI 上升不对货币政策形成主要掣肘，但如果通胀预期上升，仍可能对货币政策形成较大影响。同时，也要防止货币宽松再次推升房价，滋生房地产泡沫。第三，营造合理的利率走廊，需要降低 MLF 利率和 OMO 利率。当前我国的利率走廊过宽，需要通过下调政策利率的方式来收窄利率走廊，以更好的实现利率的调控。

四、结构性调整杠杆，监管政策难以大幅收紧

预计监管政策在“国内外风险挑战明显上升”的背景下，难以大幅收紧。从内部看，监管高压带来的信用收缩，已经对实体经济产生较大影响，进一步的加

大监管力度将可能导致信用风险的加速爆发，从而导致系统性金融风险上升。同时，监管过严在压低表外融资的同时，推升了企业融资成本，导致总体融资需求的下降，对投资形成了较大的下行压力。从外部看，中美贸易摩擦除了直接导致净出口对经济增长贡献下降外，还对预期和信心形成较大影响。预期转向悲观和信心下降背景下，企业的资本开支意愿和居民的消费意愿都存在转弱的担忧，这也对经济形成间接的负面影响。综合来看，监管压力进一步上升的概率不高。

《资管新规》过渡期结束的风险可能相对可控。从《资管新规》的细则来看，实施和执行力度已经有所减轻。2020 年是《资管新规》过渡期的最后一年，预计监管机构会根据国内外经济环境来选择是否延长过渡期，守住不发生系统性金融风险的底线。我们预计，《资管新规》过渡期结束导致监管风险上升的概率不高，整体监管风险进一步大幅收紧的概率不大（尤其是新经济部门加杠杆的背景下）。

五、房地产政策难以大幅放松，房地产风险可能逐步释放

尽管刚刚结束的政治局会议中未提及“收紧房地产”等相关政策，但“房住不炒”、“不把房地产作为短期刺激经济的主要手段”的方向没有发生变化。房地产政策的主基调是“稳”字，不是进一步大幅上涨，导致泡沫膨胀、实体挤出；也不是大幅下跌，导致系统性风险上升。这样的大背景下，我们预计，房地产调控政策依然是“因地制宜”、“以稳为主”，只有在地产下行压力较大的地区和时点，地产政策才有可能边际放松。

当前地产下行风险加大。主要体现在三个方面：第一，房地产投资增速下滑较为确定。从数据看，房地产销售、土地成交等数据的持续放缓，以及房地产融资条件的相对趋紧，意味着房地产投资增速易下难上。第二，房地产企业融资难度增加，融资成本上升。从房地产投资资金来源看，2019 年 1-10 月累计，整体资金来源同比增速降至 7.0%，自筹资金同比增速降至 3.3%。从地产企业经营方式来看，企业加速资金周转，加快资金回笼。从数据上，具体表现为新开工增速与竣工增速有所背离，企业开工拿到预售证后，集中资金完成部分项目加速资金回笼。从地产企业融资成本看，地产企业融资成本明显上升，1-2 年期的房地产信托预期年化收益率从 2016 年底的 6.6%，升至 2018 年底的 8.1%（近期有小幅回落）。第三，房价面临下行压力。主要体现在住宅销售明显转弱和二手住宅价格环比开始回落两个方面。从数据来看，2019 年 1-10 月商品房住宅销售面积累计同比增速降至 0.1%，住宅销售金额同比增速降至 10.8%；同时，从 2018 年 8 月份起，一线、二线和三线城市的二手住宅价格均开始环比回落。

六、改革开放力度进一步提升、节奏进一步加快

金融开放力度进一步加大。金融开放体现在资本项目开放和金融行业开放两个方面。从资本项目来看，未来中国的汇率波动幅度将增加，人民币国际化步伐稳步推进，对外投资和外商对中国投资的限制将逐渐削减。从金融行业开放来看，外资银行、券商等金融机构，在中国设立、入股境内金融机构的许可条件、审批、准入等，将逐步完全放开，金融从业人员的执业限制也将逐渐放开，金融行业的开放程度进一步扩大。

加快制度建设，构建更加公平、透明、合理、有效的国家治理体系。十九届四中全会明确指出，“加快完善社会主义市场经济体制”；“建设高标准市场体系，

完善公平竞争制度，全面实施市场准入负面清单制度，改革生产许可制度，健全破产制度”；“强化竞争政策基础地位，落实公平竞争审查制度，加强和改进反垄断和反不正当竞争执法”；“健全以公平为原则的产权保护制度，建立知识产权侵权惩罚性赔偿制度，加强企业商业秘密保护”；“推进要素市场制度建设，实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平”。

■ 风险提示：

1. 货币政策传导依然不够顺畅，导致实体融资成本居高不下；
2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
3. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

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_8525

