

中央政治局会议释放的三个信号

报告摘要

● 12月6日中共中央政治局召开会议，分析研究2020年经济工作。对比最近三年12月中央政治局会议内容，并结合今年4月和7月会议的表述，我们认为本次会议主要释放出三个政策信号：

1) “保持经济运行在合理区间”，稳增长信号较为明确。2) 没有提及“去杠杆”和“房地产”，政策或将边际趋缓。3) “加强基础设施建设”“提升科技实力和创新能力”，将成为稳增长的重要抓手。考虑到9月发改委审批项目猛增、地方专项债申报工作提前启动，在一季度基建投资中可能有集中体现，成为支撑经济的重要来源。

● 11月中国以美元计价的出口同比略降至-1.1%，进口同比大幅回升转正至6.4%，呈现出内需显著好转、外需仍显低迷的状态。11月主要地区制造业PMI（Markit口径）普遍回升，下半年以来全球制造业PMI温和好转，就外需环境而言，有一定企稳迹象。近期中美第一阶段协议的进展忽明忽暗，12月15日第二批3000亿美元关税是否启动，是后续一段时间出口增速能否企稳的关键。

● **实体经济主要变化：**1) 六大发电集团日均煤耗量同比在高位进一步上扬，工业生产从10月以来一直保持较高景气度，这可能也与今年暖冬+春节早，延长了年底施工期有关。2) 12月1日当周，100个大中城市土地供应面积继续大幅攀升，年底土地供应规模相比往年并不算弱，能够对后期地方政府收入来源形成支撑。3) 猪肉和鸡蛋价格环比回升，蔬菜和水果价格涨幅扩大，农产品批发价格指数出现跳升，通胀压力再度加大。10月全国生猪存栏量降幅明显收窄，能繁母猪存栏量止跌略微回升，生猪存栏接近见底，预示明年下半年猪价有望回落（按生猪养殖周期180天计算），但对其幅度仍有待观望。

● **金融市场主要变化：**1) 公开市场零投放、零回笼，周五有1875亿MLF到期，央行超额续作了3000亿，但并未调降MLF利率。叠加月初资金面宽松，本周货币市场利率降至7月以来低位。但是，1个月同业存单发行利率大幅上扬，3个月和6个月发行利率继续处于高位，体现市场对跨年资金面仍然谨慎。14日还将有2860亿MLF到期，本月降息的可能性尚不能排除。2) 债券市场波动较小，10年国债收益率上行1bp，主要影响因素是PMI数据、中美谈判消息和MLF续作。考虑到11月通胀和经济数据或将超预期上行，对债市仍构成潜在利空，投资者仍需谨慎操作。3) 人民币对美元汇率主要跟随贸易谈判消息的反复而先贬后升，中美经贸谈判仍然是左右人民币汇率的主线。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、实体经济：	错误!未定义书签。
1、 中央政治局会议释放稳增长信号	3
2、 11月进口大幅反弹，出口依然低迷	4
3、 工业生产仍活跃，猪肉价格再回升	5
4、 流动性趋于宽松，本月仍可能降息	6

图表目录

图表 1： 近三年年底中央政治局会议对比	4
图表 1： 11月中国进口增速大幅反弹	5
图表 2： 11月中国出口的国别分化加大	5
图表 1： 11月全球主要地区制造业 PMI 皆回升	5
图表 2： 11月进口大豆、汽车和谷物增速回升明显	5
图表 1： 本周 6 大发电集团煤耗量同比进一步上扬	6
图表 2： 本周钢材库存止跌企稳	6
图表 6： 土地供应面积季节性攀升且幅度不弱	6
图表 6： 主要农产品价格环比均上扬	6
图表 9： 本周货币市场利率显著走低	7
图表 10： 本周债市小幅下跌	7
图表 13： 本周人民币汇率略微升值	7
图表 14： 本周 CFETS 人民币指数升值较明显	7

1、中央政治局会议释放稳增长信号

12月6日中共中央政治局召开会议，分析研究2020年经济工作。对比最近三年12月中央政治局会议内容，并结合今年4月和7月会议的表述，我们认为本次会议主要释放出三个政策信号。

1、“保持经济运行在合理区间”，稳增长的信号较为明确。“合理区间”的表述也出现在2018年12月的会议中，本次会议还强调了“紧扣全面建成小康社会目标任务”和“运用好逆周期调节工具”，表明政策看重经济增长的底线目标。今年一季度出现的社融井喷、经济超预期向好，就是在2018年12月会议的基调之下，4月政治局会议转向重提“结构性去杠杆”，7月会议也没有再出现“合理区间”的表述。12月会议重现这一提法，表明稳增长政策加力的可能性较大。回顾2018年政治局会议，是从7月才开始出现“合理区间”表述的，而2018年下半年之后货币宽松和民企纾困政策加码的趋向非常明显。

2、没有提及“去杠杆”和“房地产”，政策或将边际趋缓。对比2017年12月的中央政治局会议，可以看到政策基调的明显差别。2017年正值本轮经济景气的高点，在此基础上，当时会议对于经济形势、工作成绩的表述都展现了很强的信心，提出“使宏观杠杆率得到有效控制”“加快住房制度改革和长效机制建设”，从而开启了2018年上半年“去杠杆”政策严厉加码。本次会议与2018年12月的会议一致，都没有提及房地产（2018年7月和今年7月会议也都提到房地产），以一季度的经验来看，房地产调控或将边际上、阶段性地偏向“因城施策”。近期信用暴雷事件频出，本次会议明确“确保不发生系统性金融风险”，而并没有再提杠杆问题，与7月会议一致，金融供给侧结构性改革将更加注重把握力度和节奏。

3、“加强基础设施建设”“提升科技实力和创新能力”，将成为稳增长的重要抓手。这两个表述是本次会议新增的。“加强基础设施建设”，相比于7月政治局会议的“加快推进信息网络等新型基础设施建设”，有更强含义。后续或将在交通、管网等补短板项目上看到更大发力的可能。考虑到9月发改委审批项目猛增、地方专项债申报工作提前启动，在一季度基建投资中可能有集中体现，成为支撑经济的重要来源。“提升科技实力和创新能力”，也比7月政治局会议“提升产业基础能力和产业链水平”的表述更进一步，对于先进制造的支持力度或将加强，从而对制造业投资逐步形成利好。

图表 1：近三年年底中央政治局会议对比

时间	2019/12/6	2018/12/13	2017/12/8
工作成绩	会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标符合预期，全面建成小康社会取得了新的重大进展。	会议认为，今年以来，面对错综复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我们按照党的十九大作出的战略部署，坚持稳中求进工作总基调，落实高质量发展要求，有效应对外部环境深刻变化，迎难而上、扎实工作，改革开放继续深化，各项宏观调控目标可以较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，人民群众得到更多实惠，保持了经济持续健康发展和社会大局稳定，朝着实现第一个百年奋斗目标迈出新步伐。	会议认为，党的十八大以来，党中央准确把握复杂局势，科学判断，正确决策，真抓实干，使我国经济发展取得历史性成就、发生历史性变革。供给侧结构性改革有力推进，经济结构出现重大变革，全面深化改革使经济更具活力和韧性，我国经济再上新台阶，成为世界经济增长的主要动力源和稳定器，对全球经济发展的影响力、对全球治理的话语权大幅度提升。生态文明建设决心之大、力度之大、成效之大前所未有，生态环境状况明显好转，居民收入增长总体快于经济增长，基本公共服务均等化程度不断提高，人民获得感、幸福感明显增强。
政策思路	会议指出，2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年。我们要实现第一个百年奋斗目标。做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神， 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，加快建设现代化经济体系， 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。	会议指出，2019年是新中国成立70周年，是决胜全面建成小康社会第一个百年奋斗目标的关键之年。做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推进高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作， 保持经济运行在合理区间 ，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心，提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。	会议指出，2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放40周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。做好明年经济工作，要全面贯彻党的十九大精神，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导， 加强党对经济工作的领导 ，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念， 紧扣我国社会主要矛盾变化 ，按照高质量发展的要求，统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，大力推进改革开放，创新和完善宏观调控， 推动质量变革、效率变革、动力变革 ，在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展，引导和稳定预期，加强和改善民生，促进经济社会持续健康发展。
工作总基调	会议强调，当前和今后一个时期， 我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变 。我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事。要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性， 运用好逆周期调节工具 。	会议强调，要辩证看待国际环境和国内条件的变化， 增强忧患意识 ，继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期，坚定信心，把握主动， 坚定不移办好自己 的事。要保持战略定力，注重稳扎稳打，加强协调配合， 聚焦主要矛盾 ，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果。	会议强调，稳中求进工作总基调是治国理政的重要原则，要长期坚持。推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求，必须深刻认识、 全面领会、真正落实 。
主要工作任务	明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标， 确保不发生系统性金融风险 。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展， 加强基础设施建设 ，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局， 提升科技实力和创新能力 ，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。	会议指出，明年要继续打好三大攻坚战，按照已确定的行动方案，针对突出问题，打好重点战役。推动制造业高质量发展，推进先进制造业与现代服务业深度融合。促进形成强大国内市场， 提升国民经济整体性水平 。扎实推进乡村振兴战略，巩固发展“三农”持续向好形势。促进区域协调发展，发挥好各地区比较优势。加快经济体制改革， 推动全方位对外开放 。加强保障和改善民生，着力解决好人民群众反映强烈的突出问题。	会议指出，要统筹规划，有序推进，确保打赢三大攻坚战。防范化解重大风险要 使宏观杠杆率得到有效控制 ， 金融服务实体经济能力增强 ，防范风险工作取得积极成效； 精准脱贫要瞄准特殊贫困人口精准帮扶 ，进一步向深度贫困地区聚焦发力，巩固扶贫和扶志、扶智结合起来，激发贫困人口内生脱贫动力，巩固扶贫成果，提高脱贫质量； 污染防治要使主要污染物排放总量继续明显减少 ，生态环境质量总体改善。会议指出，要在统筹推进各项工作的同时， 着力抓好重点工作 ，力争取得明显成效。要深化供给侧结构性改革， 激发各类市场主体活力 ，实施乡村振兴战略， 推进区域协调发展 ， 推动形成全面开放新格局 ，提高保障和改善民生水平， 加快住房制度改革和长效机制建设 ，提供更多优质生态产品。

来源：莫尼塔研究

2、11月进口大幅反弹，出口依然低迷

11月中国以美元计价的出口同比略降至-1.1%，进口同比大幅回升转正至6.4%，贸易顺差387.3亿美元，较上月小幅下降但仍处高位（图表2）。经季调的进出口增速与上述趋势吻合，呈现出内需显著好转、外需仍显低迷的状态。

出口分国别来看，11月中国对东盟和其它地区出口增速进一步提升，而对美国和欧盟的出口增速再度回落，中国出口结构的分化进一步凸显（图表3）。对美出口主要受关税压制，对欧洲出口则主要受累于欧洲经济，而对东盟和其它地区出口则包含了“一带一路”、转口贸易等成分。总体看来，11月主要地区制造业PMI（Markit口径）普遍回升，下半年以来全球制造业PMI温和好转，就外需环境而言，有一定企稳迹象（图表4）。近期中美第一阶段协议的进展忽明忽暗，12月15日第二批3000亿美元关税是否启动，是后续一段时间出口增速能否企稳的关键。

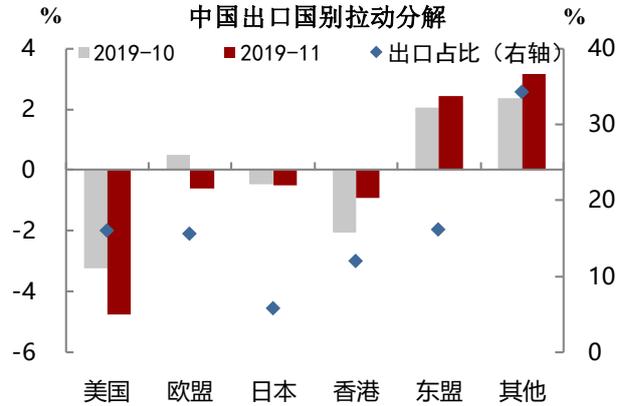
进口方面，11月中国对各个地区的进口增速皆有明显反弹，与高频数据体现的工业生产好转、制造业PMI显著反弹相符，表明内需出现了明显好转。需要注意的是，进口大豆、汽车、谷物增速显著提升，意味着中国向美国释放友好信号、以及进口美国汽车关税豁免12月面临变数，对进口增速反弹也起到了重要作用（图表5）。12月6日，新华社报道，国务院关税税则委员会正在根据相关企业的申请，开展部分大豆、猪肉等商品排除工作，对排除范围内商品，采取不加征我对美301措施反制关税等排除措施，意味着进口美国农产品将继续为进口提供支撑。同时，国务院关税税则委员会决定，自2019年12月15日12时01分起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%关税，从而进口汽车增速的反弹难以持续。

此外，11月中国进口高技术产品和机电产品增速也出现了明显反弹，体现进口的外部环境也有阶段性好转。

图表 2: 11 月中国进口增速大幅反弹

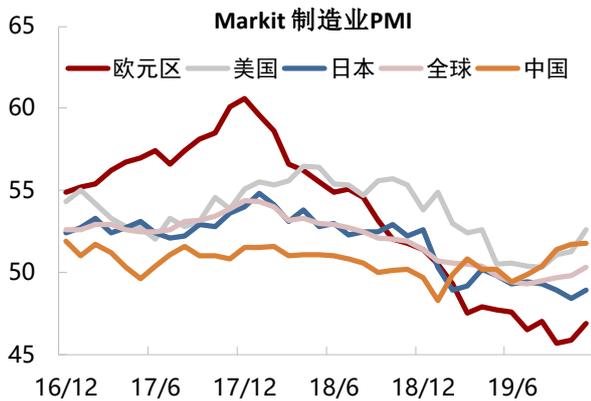


图表 3: 11 月中国出口的国别分化加大

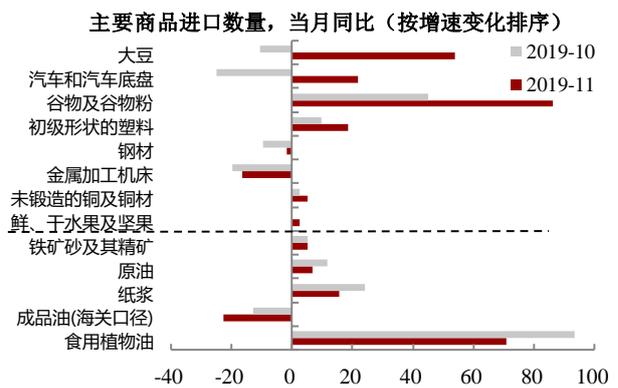


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 4: 11 月全球主要地区制造业 PMI 皆回升



图表 5: 11 月进口大豆、汽车和谷物增速回升明显



来源: Wind, 莫尼塔研究

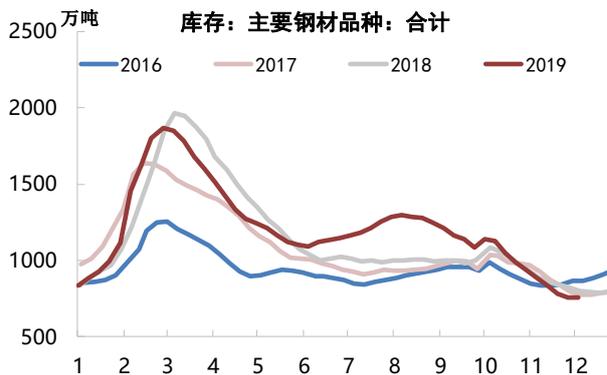
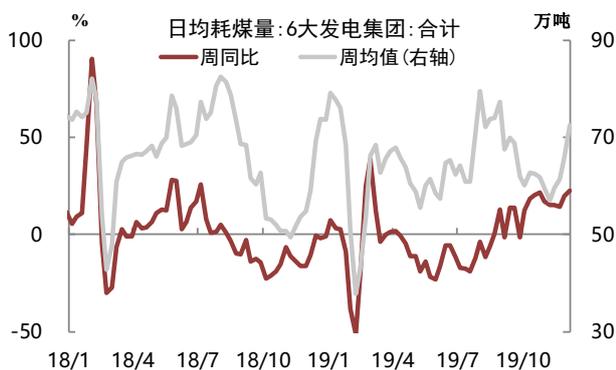
3、工业生产仍活跃，猪肉价格再回升

本周六大发电集团日均煤耗量同比在高位进一步上扬，工业生产从10月以来一直保持较高景气度，这可能也与今年暖冬+春节早，延长了年底施工期有关（图表6）。本周钢铁和玻璃价格小幅回落，而水泥价格继续上涨。高炉开工率持续震荡回升，而钢材库存并未进一步走低，对价格施加了一定压力（图表7）。本周30大中城市商品房成交面积从上周高位回落，房地产销售并未持续回暖。12月1日当周，100个大中城市土地供应面积继续大幅攀升，年底土地供应规模相比往年并不算弱，能够对后期地方政府收入来源形成支撑（图表8）。

本周猪肉和鸡蛋价格环比回升，蔬菜和水果价格涨幅扩大（图表9），农产品批发价格指数出现跳升，通胀压力再度加大。10月全国生猪存栏量降幅明显收窄，能繁母猪存栏量止跌略微回升，生猪存栏接近见底，预示明年下半年猪价有望回落（按生猪养殖周期180天计算），但对其幅度仍有待观望。

图表 6: 本周 6 大发电集团煤耗量同比进一步上扬

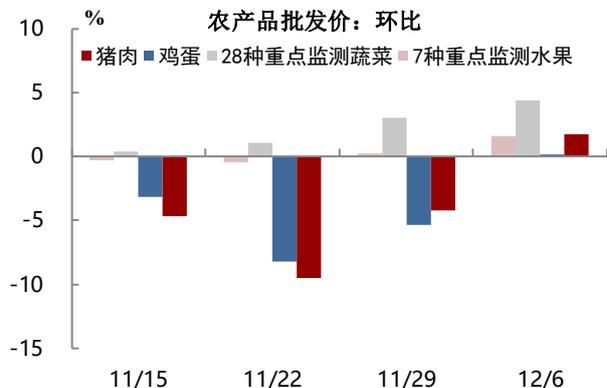
图表 7: 本周钢材库存止跌企稳



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 8: 土地供应面积季节性攀升且幅度不弱

图表 9: 主要农产品价格环比均上扬



来源: Wind, 莫尼塔研究

4、流动性趋于宽松，本月仍可能降息

本周公开市场零投放、零回笼，但周五有1875亿MLF到期，央行超额续作了3000亿，但并未调降MLF利率，驰援中期流动性。叠加月初资金面宽松，本周货币市场利率降至7月以来低位（图表10）。但是，1个月同业存单发行利率大幅上扬，3个月和6个月发行利率继续处于高位，体现市场对跨年资金面仍然谨慎。14日还将有2860亿MLF到期，本月降息的可能性尚不能排除。

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_8530



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>