

12月6日政治局会议深度解析

——2020年宏观经济政策展望

宏观策略与大类资产配置

分析师：温晓丽

SAC: S0160517040002

☎: 0571-87620749

✉: wenxl@ctsec.com

2019年12月08日

中共中央政治局12月6日召开会议，分析研究2020年经济工作。12.06政治局会议相较年中7.30政治局会议重点突出要做好明年的经济工作，坚决打赢三大攻坚战，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。宏观调控政策方面，除了强调运用好逆周期调节工具之外，更加强调改革开放和科技创新。

2020年宏观调控仍然会在总需求端进行相应的逆周期刺激，经济增速有望缓中趋稳，全年增速或在6%左右，降速提质，不宜过度悲观。

2020年三大攻坚战中对于“防范化解重大风险”的表述变成“确保不发生系统性金融风险”，同时优先度置后，意味着2020年金融周期以求稳为主。2020年三大攻坚战中的“脱贫”与逆周期发力紧密相关，而“污染防治”对于实体经济的意义是影响供给端的价格弹性(PPI)。

中国经济既有周期性又有结构性问题，但根源是结构性失衡问题。因此2020年在总需求端进行逆周期调节确保经济运行在合理区间的基础之上，供给侧结构性改革仍然是宏观调控的主线。在外部压力倒逼之下，供给侧结构性改革会更加强调增量改革，主要是增加制度供给、推进机制体制改革、通过科技创新提升全要素生产率。

综上，在需求企稳以及价格中枢上移（CPI中枢上移，PPI企稳回升）确定性有所增加的环境下，库存周期和盈利周期也有望回升。这是2020年驱动权益类资产出现结构性机会的主要力量。

一、宏观经济形势分析

12月6日的中央政治局会议对国内外风险挑战的研判由7.30的明显“增多”改变为明显“上升”。

宏观经济面临的内外部风险挑战既有长期性又有短期性，既有周期性的又有结构性和体制性的。外部风险而言，在世界经济和贸易投资格局处于深度调整的过程中，全球经济和贸易增速放缓，同时中美之间的再平衡具有长期复杂性和短期反复性。内部风险而言，国内经济仍处于新旧动力切换的转型期，内生增长动力还相对较弱，周期性和结构性因素共振，经济阶段性下行压力仍然较大。

在内外部风险挑战明显上升的背景下，会议对今年的经济工作给予了肯定，尤其突出了“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，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得了新的重大进展”，这同时也是2020年经济工作的重点任务和目标。

二、宏观调控政策分析

基于会议对内外部风险因素的判断以及对2020年经济工作重点的突出，12.06会议虽然没有像7.30会议中给出具体政策操作和落实细节，但对于宏观调控的战略方向给出了重要指示。

1、总需求政策：逆周期调节力促经济平稳运行

短期来看，当前经济仍然处于收缩期，总需求表现较为低迷，12.06政治局会议多处突出2020年全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官的政治诉求，也强调了“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，保持经济运行在合理区间”。由此，2020年宏观调控仍然会在总需求端进行相应的逆周期刺激，经济增速有望缓中趋稳，全年增速或在6%左右，降速提质，不宜过度悲观。

会议在强调了逆周期调控之后，紧接着强调了2020年要坚决打好

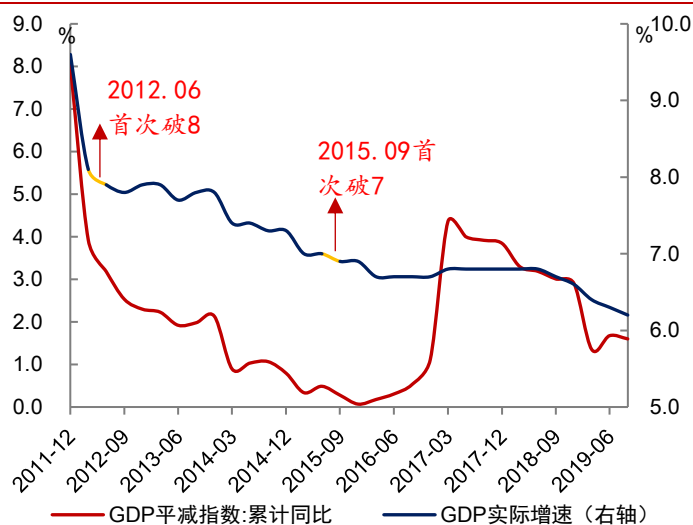
三大攻坚战，“确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险”，三大攻坚战的优先度发生了调整。

2017年10月18日，十九大报告中提出要“坚决打好防范化解重大风险（决胜全面建成小康社会的战略保障）、精准脱贫（决胜全面建成小康社会的底线任务）、污染防治（决胜全面建成小康社会的迫切需要）的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验”。

当时“防范化解重大风险”位于三大攻坚战之首，经过2017年-2018年的努力，宏观杠杆率得到有效控制，资金脱实向虚的一些风险问题有所缓解，金融服务实体经济的能力增强。2020年对于三大攻坚战中的“防范化解重大风险”的表述变成“确保不发生系统性金融风险”，同时优先度置后，意味着2020年金融周期以求稳为主。2020年三大攻坚战中的脱贫攻坚与逆周期发力紧密相关，而污染防治对于实体经济的影响最主要的是供给端的价格弹性(PPI)。

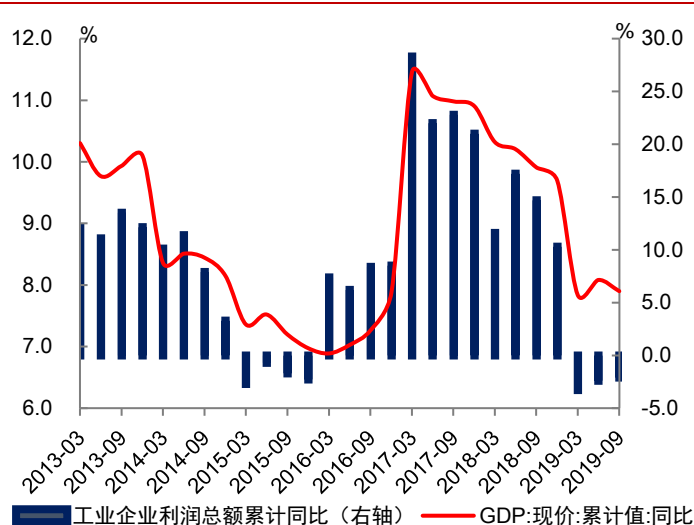
综上政策基调，在需求企稳以及价格中枢上移的确定性有所增加的环境中，库存周期和盈利周期也有望企稳回升。这是2020年驱动权益类资产出现结构性机会的主要力量。

图表 01：实际 GDP 增速平缓，价格波动较大



数据来源：wind、财通证券研究所

图表 02：盈利周期与名义 GDP 相匹配



数据来源：wind、财通证券研究所

2、 供给侧政策：从存量改革到增量改革

通常，需求侧和供给侧是宏观调控的两个基本抓手，需求侧管理重在解决总量性问题，注重短期调控。供给侧管理，重在解决结构性问题，注重激发经济增长动力。中国经济既有周期性问题又有结构性问题，但根源是结构性失衡。因此2020年在逆周期总需求政策调节确保经济运行在合理区间的基础上，供给侧结构性改革仍然是主线。

2015-2017年的“三去一降一补”对于实体经济的供给侧改革主要是存量改革为主，侧重过剩产能去化和国有企业、地方政府和房地产三个部门或领域的资产负债表修复和结构性问题解决；而2018年以及之后，在外部压力倒逼之下，供给侧结构性改革会更加强调增量改革，主要是增加制度供给、推进机制体制改革、通过科技创新提升全要素生产率。

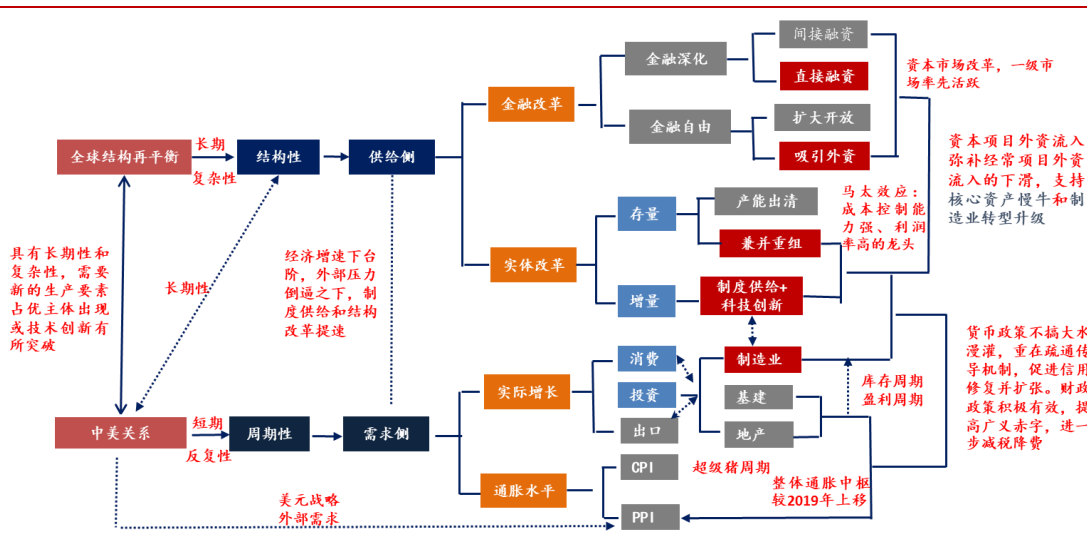
12月6日的政治局会议基本给出了2020年宏观调控在供给侧发力的方向，着重强调了“善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事”。会议指出，“要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制”。

上述政策具体到经济实体领域而言，农业、制造业和服务业仍然是重点发展的基础领域，制造业的方向依然科技创新和转型升级；具有经济稳定器功能的基础设施建设突出区域经济布局，意味着基建的主要方向是城市的大型化和功能的深化；值得注意的是，本次会议中没有提及房地产政策，而7.30政治局会议中提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。这可能隐含了两方面的含义：一是房地产对于经济增长和宏观调控的长期战略定位已经改变；二是短期而言，房地产的韧性仍然存在，对于经济增长和金融系统性风险的影响可控，但后续随着销售放缓、库存的累积，房价若出现不稳定风险，房地产政策空间仍然可能会打开，在保持“房住不炒”和“不将房地产作为刺激经济的手段”的战略决心和定力之下，更可能会因城施策松动需求端的政策限

制。

最后，会议要求，“深入贯彻党的十九届四中全会精神，切实把党领导经济工作的制度优势转化为治理效能，全面做好改革发展稳定各项工作，改进领导经济工作的方式方法，完善担当作为的激励机制”。这主要强调了政策自上而下传导和实施的有效性，解决实际工作中存在的不作为问题。

图表 03：2020 年宏观策略图景



资料来源：财通证券研究所 宏观策略与大类资产配置年度报告：《降速提质，守正出奇》

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_8537



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn