

2020年12月14日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-61981316樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 改革新气象

### ——4季度政治局会议点评

#### 相关报告

- 《11月贸易数据点评：出口大超预期的背后》  
——2020-12-07
- 《《三季度货币政策执行报告》及MLF续作点评：货币政策继续保持稳定》——2020-12-01
- 《11月PMI数据点评：制造业延续复苏势头》  
——2020-11-30
- 《10月财政数据点评：财政支出大幅提升追赶预算进度》——2020-11-20
- 《10月经济数据点评：经济加速复苏》——  
2020-11-17

#### 事件：

中共中央政治局12月11日召开会议，分析研究2021年经济工作。从基调上看，政治局对经济形势相对乐观，从“保持经济运行在合理区间”的表述来看，我们预计明年的政策还是以相机抉择为主。在经济形势相对乐观的情况下，会议的重点主要在改革方面，值得关注的包括需求侧改革、科技领域改革和以及“强化反垄断与防止资本无序扩张”的表述。

#### 投资要点：

##### ■ 经济逐步恢复常态。

虽然仍有对诸多不确定性的常规评述，会议在七月份政治局会议公告中“经济稳步恢复……二季度经济增长明显好于预期”相对乐观表述的基础之上，进一步认可“我国经济运行逐步恢复常态，交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷”。会议没有直接对明年的宏观经济政策做出描述，但从“努力保持经济运行在合理区间”的政策目标来看，我们认为明年政府大概率还会延续积极的财政政策和稳健的货币政策的基调，但是会更加重视依据经济形势做出相机抉择的调控。

##### ■ 会议首提“需求侧改革”。

会议表示“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革……形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。”但是“需求侧改革”的概念则是首次提及。中国的需求结构存在投资占比偏高，消费不足的结构性问题——背后是贫富差距较大、社会保障体系不健全与政府激励机制扭曲偏好投资支出等深层次的问题。我们认为需求侧改革很可能着眼于调整政府支出结构以完善社会保障，调节收入分配来推动我国投资和消费的比例更加协调。实际上，近期财政部长刘昆在《积极发挥财政职能作用 推动加快构建新发展格局》的文章中专门提及十四五期间的财政安排要“健全养老、医疗、教育、社会救助、优抚安置等政策体系，增加中低收入群体收入”。我们认为有关部门已经在做相关部署——当然，改革的挑战也是非常大的。

需求侧改革可能也包括提升投资效率的一系列改革。包括发展都市

圈、放开市场准入限制促进民间投资等等举措。

■ **围绕自主可控，实施科技改革。**

政治局会议也提到“强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力”。我们认为这一表述延续了五中全会提出的“打好科技创新攻坚战”的部署，未来围绕着实现关键领域自主可控，推动重组国家实验室，围绕重大卡脖子技术进行攻关等一系列科技改革措施。

■ **会议提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”引发关注。**

防范科技巨头垄断在发达国家已经有相当的讨论和关注，例如仅仅近期以来，欧盟监管起草“黑名单”，限制名单内公司的市场支配力；美国国会也公布了一份针对四大科技巨头的反垄断调查报告，认定谷歌、苹果、亚马逊和 Facebook 在关键业务领域拥有“垄断权”，滥用了其在市场上的主导地位。在蚂蚁金服突然终止上市之后，这一议题在国内也成为热点话题，近期《人民日报》也评论说“别只惦记着几捆白菜、几斤水果的流量”。未来这一领域可能会有更多的监管措施出台。我们认为科技巨头在诸多领域确实有过度垄断的问题，但是如何监管仍然需要精细的设计。

一些科技巨头确实存在垄断和滥用市场地位的问题，但是情况是比较复杂的。首先，由于互联网的“社交网络效应”，一些商业模式如电商、微信确实存在天然垄断问题。在对相关企业的定价、竞争策略等方面可能需要一定管制——过去这一领域的反垄断是相对欠缺的。其次，对于互联网巨头利用收集到的独有数据引发的垄断，监管部门已经有所关注，例如银保监会郭树清主席近日指出“大型科技公司往往利用数据垄断优势，阻碍公平竞争，获取超额收益。”但是，这个问题是简单的数据垄断还是数据产权的问题目前看有相当不清楚的地方。在一些国家，数据的产权被认为是数据产生者所有的，科技巨头如果需要在使用时对所有者付费是可能降低垄断利润的。一些情况下，数据被认为在经过加密之后（就是除去数据中个体一一对应的关系，而使得数据作为统计资料可以被整体分析）是公共资源，在这种情况下，垄断力量也会大幅下降。当然，如果把数据作为公共品，是可能影响企业搜集数据的意愿。对这个领域的监管需要更多的研究和更精细的设计。最后，一些科技巨头通过大规模补贴，挤垮竞争对手获取垄断地位，然后再利用垄断地位提高价格的行为是明显的倾销行为，现有的反垄断条例就可以对此进行管制，但是在执行层面可能存在漏洞，需要有所改善。

**风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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\\_886](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_886)

