

对政治局会议的几点理解

证券研究报告
2020年12月12日

作者

对明年经济工作的总体要求——政策相对温和，不至于过度收紧。明年内部处于重要时期、外部环境仍有诸多不确定性，经济政策整体仍然是以从今年疫情时期的“放”向明年疫后时期的“收”为主，但可能也不会过度急于收缩，要控制好节奏和力度。

对明年宏观政策的总体基调——科学精准，化解存量防范增量风险。在经历了3年三大攻坚战后，预计明年防风险的政策强度会相对弱于18年前后的强监管状态。

对明年产业政策的总体布局——与“十四五”规划一脉相承。明年是“十四五”的开局之年，会议对产业政策的整体布局也与《“十四五”规划建议》中的内容一脉相承。

强化反垄断和防止资本无序扩张——关注新型大而不能倒风险。可能涉及三个维度的考量，一是对“效率”和“公平”的再平衡，二是对数据产权等基础制度和标准规范的关注，三是对“新型大而不能倒风险”的关注。

风险提示：防风险政策力度超预期；新冠疫情形势变化超预期；中美关系变化超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

一、对明年经济工作的总体要求——政策相对温和，不至于过度收紧

会议对今年的经济工作成效给予较高评价，认为“我国经济运行逐步恢复常态”。对于明年的经济工作，则要统筹考虑内外两方面内容，一方面“明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，做好经济工作意义重大；确保‘十四五’开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年”，另一方面“新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识”。

因此，考虑到明年内部处于重要时期、外部环境仍有诸多不确定性，经济政策虽然整体仍然是以从今年疫情时期的“放”向明年疫后时期的“收”为主，但可能也不会过度急于收缩，要控制好节奏和力度。相应的，虽然历来年底政治局会议不会提出经济目标增速，但“努力保持经济运行在合理区间”的表述相当于隐含了增速目标范围，降低了政策过度收紧导致信用快速收缩、经济快速下行的概率。

二、对明年宏观政策的总体基调——科学精准，化解存量防范增量风险

对于宏观政策的整体表述，相比于去年 12 月政治局会议要求“宏观政策要稳”、“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”，今年 12 月会议的要求简化为“科学精准实施宏观政策”，可能意味着今年疫情期间总量层面的各项逆周期政策将保持陆续退出并回归常态化的状态。具体来说，“科学”可能与“宏观调控跨周期设计”相对应，涉及在一系列中长期问题的约束下如何用好有限的传统政策空间；“精准”暗示宏观政策将更多使用结构性、直达性工具，类似央行在 3 季度《货币政策执行报告》中提到的“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”，同时配合总量政策的动态微调，类似上个月底超预期投放的 MLF。

对于防风险工作，会议指出“要抓好各种存量风险化解和增量风险防范”。从时间顺序来看，今年是 17 年 10 月十九大首次提出三大“攻坚战”、17 年 12 月中央经济工作会议明确“3 年三大攻坚战”的最后一年。因此，18 年 12 月政治局会议要求“继续打好三大攻坚战”，19 年 12 月会议要求“坚决打赢三大攻坚战，确保不发生系统性金融风险”，今年 12 月会议则指出“三大攻坚战取得决定性成果”。总的来说，在经历了 3 年三大攻坚战后，预计明年防风险的政策强度会相对弱于 18 年前后的强监管状态。

受新冠疫情冲击，出于对稳增长和防风险的统筹考虑，今年部分防风险工作的推进阶段性放缓，例如资管新规过渡期截止日延长至明年年底。因此，对于部分仍然未消除的存量风险要继续化解，对于近来新产生的增量风险要注意防范，具体可能包括：影子银行风险、地方债务风险、国企信用风险、不良贷款风险、新型大而不能倒风险等。

三、对明年产业政策的总体布局——与“十四五”规划一脉相承

明年是“十四五”的开局之年，会议对产业政策的整体布局也与《“十四五”规划建议》中的内容一脉相承。几个重要的表述包括：

“扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”：在这个贯通供需循环的链条中，生产依托于供给侧改革，消费依托于需求侧改革，分配的重点在于税收制度的优化，流通环节的优化则与反垄断有关。

“坚持扩大内需战略”、“形成强大国内市场”，与《“十四五”建议》的“国内市场”部分相契合，背景是近年来外部环境的深刻变化，要求我们必须“形成强大国内市场”以应对潜在的外部冲击。实现强大国内市场的战略基点是“扩大内需”，实现途径是“畅通国内大循环，促进国内国际双循环”，具体措施是“全面促进消费，拓展投资空间”。

“强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力”，与《“十四五”建议》的“自主创新”等部分相契合。《“十四五”建议》明确指出“把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”，自主创新的战略定位进一步提升，成为“百年未有之大变局”下，我国“走更

高水平的自力更生之路”的重要依托。

“促进房地产市场平稳健康发展”，与《“十四五”建议》中的表述相同。对房地产行业的整体发展要求仍然是平稳健康，既不允许过度炒作，也要兼顾下行风险，中长期目标是在不引发系统性风险的前提下逐渐降低实体经济和金融系统对房地产的依赖度。

四、强化反垄断和防止资本无序扩张——关注新型大而不能倒风险

会议指出要“强化反垄断和防止资本无序扩张”，可能有两个维度的考量。

第一，对“效率”和“公平”的再平衡。经济发展的初始阶段更追求“效率”，允许部分主体“先富起来”，形成原始资本积累；随着经济发展进入更高水平的高质量发展阶段，“公平”的权重提升，目的是保居民就业、保基本民生、保市场主体，缩小贫富差距。平台型企业依靠资本优势横向扩张，通过补贴和折扣等方式归垄各类商品和服务的流通渠道，这一过程虽然提高了效率，也冲击了大量传统渠道市场主体的利益；甚至在垄断了商品和服务的流通渠道后，向生产者和消费者两端垄断定价，反而损害了社会总福利。11月10日国家市场监督管理总局发布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，目的正是预防和制止平台经济领域的垄断行为。

第二，对数据产权等基础制度和标准规范的关注。数据具有公共品属性，事关国家安全和公共利益，但数据平台作为虚拟世界的中枢神经系统，对个人信息收集使用、共享转让、过度索权等问题日益明显，因此对数据所有权、使用权和收益权的厘定亟待完善。《“十四五”建议》明确指出，要“建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等基础制度和标准规范；保障国家数据安全，加强个人信息保护；积极参与数字领域国际规则和标准制定”。

第三，对“新型大而不能倒风险”的关注。银保监会主席郭树清12月8日在2020年新加坡金融科技节上表示，要关注新型“大而不能倒”风险，指出部分大型科技公司涉足各类金融和科技领域，跨界混业经营，必须关注这些机构风险的复杂性和外溢性，及时精准拆弹，消除新的系统性风险隐患。

参考海外经验，最近一段时间各主要经济体对于平台企业的反垄断监管都有明显加强。例如美国众议院司法委员会反垄断小组委员会10月发布调查报告，指出谷歌、亚马逊、苹果及脸书等科技公司享有垄断权力，建议国会对反垄断法进行全面改革；欧盟6月对苹果应用商店和苹果支付展开反垄断调查，11月对亚马逊提出反垄断指控，近期可能推出数字服务法案；俄罗斯9月发布了第五个反垄断一揽子计划，禁止数字巨头滥用市场支配地位损害消费者权益。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_896



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn