定了！2021 年这么干！新周期 新基建 新格局！

解读 2020 年中央经济工作会议

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/12/19

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元
fangsiyuan@evergrande.com

研究员：华炎雪
huayanxue@evergrande.com

研究员：梁颖
liangying@evergrande.com

研究员：黄斯佳
huangsijia@evergrande.com

目录

1 中国经济恢复领先全球，但基础尚不牢固 4
2 构建新发展格局，以高质量发展为主题 4
3 宏观政策保持“连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯” 6
4 需求侧管理，扩大消费、投资新基建、优化收入分配 7
5 重申“新基建”，打造中国经济新引擎 7
6 突破关键核心技术，解决“卡脖子”问题 8
7 强化“反垄断”和“防止资本无序扩张” 9
8 全面推进改革开放，积极参与全球治理 11
9 解决“大城市住房突出问题”，坚持“房住不炒” 11
10 处理好恢复经济和防范风险关系，建立金融风险预防、预警机制 12
11 加强资本市场制度建设，重点强调债券市场法制 13
12 应对人口老龄化上升为国家战略：放开生育 13
13 百年未有之大变局：中美贸易摩擦，拜登对华政策展望 14

12 月 16-18 日召开中央经济工作会议，分析当前经济形势，部署明年经济工作安排，意义重大。

会议定调明年宏观经济政策“连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，强调“新发展格局”、“需求侧管理”、“产业链自主可控”、“反垄断”、“防止资本无序扩张”、“新基建”、“租赁住房”、“资本市场改革”等，传递重大信号。

图表：2018-2020 年中央经济工作会议要点

领域	2020	2019	2018
经济形势	**全球唯一实现经济正增长的主要经济体；经济恢复基础尚不牢固、复苏不稳定不平衡、衍生风险不容忽视。**	经济下行压力加大； 稳中向好、长期向好趋势不变。	我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。 经济运行稳中有变、变中有忧。
总基调	要**促进经济运行保持在合理区间，继续做好“六稳”“六保”工作。**	保持经济社会持续健康发展。 **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。**	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推动**高质量发展。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。
宏观政策	连续性、稳定性、可持续性 不急转弯	稳字当头 前瞻性、针对性、时效性	强化逆周期调节
财政政策	积极的财政政策要**提质增效、更可持续，保持适度支出强度，**增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决**压缩一般性支出，做好重点领域保障**，支持基层保工资、保运转、保基本民生。	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的**减税降费**，较大幅度增加地方政府专项债券规模
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，**多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，**货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。**	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，**改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。**
重点任务	一是强化国家战略科技力量。 二是增强产业链供应链自主可控能力。 三是坚持扩大内需这个战略基点。 四是全面推进改革开放。 五是解决好种子和耕地问题。 六是强化反垄断和防止资本无序扩张。 七是解决好大城市住房突出问题。 八是做好碳达峰、碳中和工作。	一是坚定不移贯彻新发展理念。 二是坚决打好三大攻坚战。 三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。 四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 五是着力推动高质量发展。 六是深化经济体制改革。	一是推动制造业高质量发展。 二是促进形成强大国内市场。 三是扎实推进乡村振兴战略。 四是促进区域协调发展。 五是加快经济体制改革。 六是推动全方位对外开放。 七是加强保障和改善民生。

资料来源：中央经济工作会议，泽平宏观

1 中国经济恢复领先全球，但基础尚不牢固

会议首先肯定今年经济成果，“交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。**我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，**三大攻坚战取得决定性成就，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障。”**但同时提出“明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”**

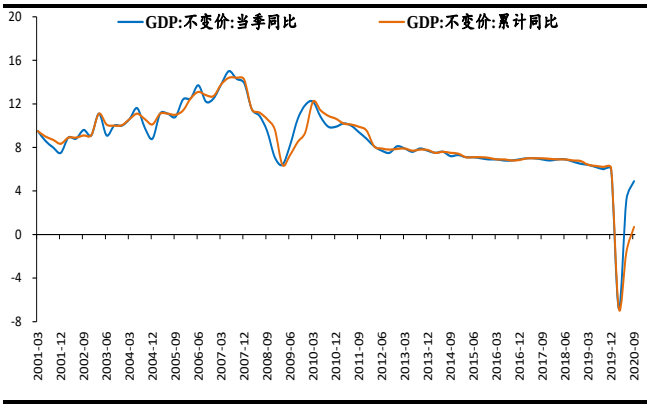
我们此前提出，**中国在控制疫情和恢复生产方面走在全球前面，展现了巨大的体制优势和经济韧性。**1-3 季度 GDP 增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，我们预计 4 季度 GDP 增速在 5.5%左右，基本恢复到经济潜在增长率水平，2019 年 GDP 增速 6.1%。反观欧美疫情持续失控，蔓延时间长，经济大幅负增长，**2020 年“我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”。**

从结构看，中国生产 11 月工业生产增长 7.0%，三季度工业产能利用率为 76.7%，服务业生产指数同比增长 8%，在近几年同期中均属高位。主要受益于疫情有效控制和对内外需恢复；**三驾马车中，**出口、基建和房地产投资是拉动中国经济的主要力量；11 月出口金额（以美元计）同比增长 21.1%，连续 4 个月保持 9%以上的高增速；主要受益于防疫物资、宅经济出口以及对欧美亚等生产替代效应。基建和房地产投资当月同比分别为 5.9%和 10.9%，远超去年水平。

同时，需要清醒地看到，当前经济恢复基础不牢。展望 2021 年，就业、收入和消费低迷，小微企业仍然十分困难，金融风险频发，投资面临回落压力，出口高增难持续。因此，慎勿对经济形势盲目乐观，慎谈货币政策收紧。

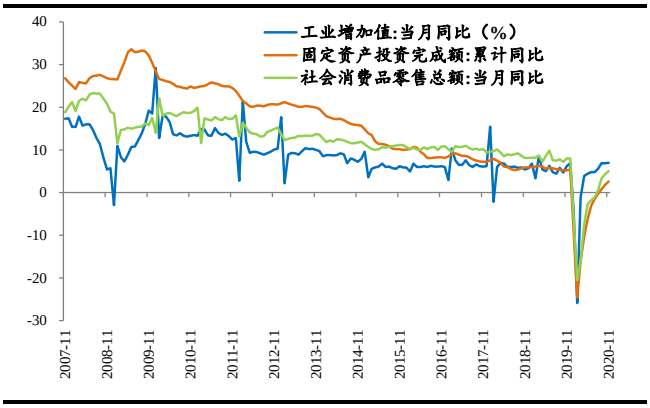
我们在 2019 年下半年提出“拿掉猪以后都是通缩”“充分估计当前经济金融形势严峻性”；在 2020 年上半年提出“新基建”“中国经济复苏将领先全球”；在年底提出“经济持续复苏，但不宜盲目乐观”。

图表：三季度 GDP 累计同比由负转正



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：生产、投资、消费逐步恢复



资料来源：Wind，泽平宏观

2 构建新发展格局，以高质量发展为主题

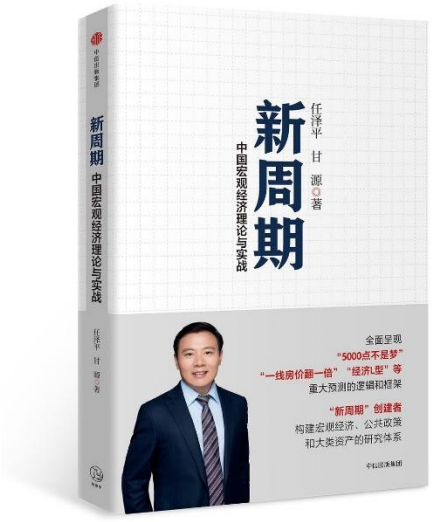
本次中央经济工作会议继续强调高质量发展，“立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，**以推动高质量发展为主题，**以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力”和“要促进经济运行保持在合理区间”。**中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济结构优化和提质增效将是未来五年的工作重点。**

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导读本撰文《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》。新发展格局是适应我国经济发展阶段变化的主动选择，是应对错综复杂的国际环境变化的战略举措，是发挥我国超大规模经济体优势的内在要求。**从六方面全面落实加快构建新发展格局的决策部署：推动科技创新在畅通循环中发挥关键作用；推动供给创造和引领需求，实现供需良性互动；推动金融更好服务实体经济，健全现代流通体系；推动新型城镇化和城乡区域协调发展；推动扩大就业和提高收入水平；推动更高水平的对外开放，更深度融入全球经济。**

我们认为，“双循环”的核心是对内扩大内需、对外提升产业链安全，关键是三大抓手：“新基建”、城市群和放开生育。这是这些年我们在公共政策领域的三大建言和呼吁，但进展不同，新基建已经从学术讨论走向国家战略，城市群逐渐走向社会共识但尚未完全落实到公共政策，而全面放开生育则面临巨大的学术分歧和社会争议。（参见《“双循环”三大抓手：新基建、城市群与放开生育》）

2010 年我们参与研究提出“增速换挡”，2014 年作者提出“新 5%比旧 8%好”“改革牛”，2015 年提出“经济 L 型”。

2017 年提出“新周期”，提出随着供给侧结构性改革与市场自发出清叠加，我们正站在新周期的起点上，新周期的核心是从产能过剩到供给出清、剩者为王、行业集中度提升，行业龙头资产负债表持续修复，新一轮高质量发展周期，新兴经济周期，新 5%比旧 8%好，引发年度史诗般教科书级论战（《站在新周期的起点上：来自产能周期的多维证据》）。最近几年传统行业出清大幅加快，行业集中度明显提升，剩者为王的龙头企业被作为核心资产在资本市场上获得明显溢价以及大幅上涨，同时新基建、新经济、新技术蓬勃兴起。我们 2017 年初提出“新周期的起点”，在市场上一石激起千层浪，出现了宏观研究员一片反对、行业研究员普遍举证、投资者大举买入的盛况奇观。表明“新周期”时代宏观研究要重视微观基础和行业格局的新变化。“新周期”，与其他新生事物和机遇的到来一样，必将经历四个阶段：“看不见”、“看不起”、“看不懂”、最后“来不及”。“在备受争议中，我听到了它坚定坚决，铿锵有力的脚步声。我深信，经过长达六年漫长出清的黑夜隧道，新周期终将走向王座，荣耀加身。那一刻，所有周期的参与者都将为之动容，先知很可能泪流满面。所以，周期不仅是技术过程，背后是人性的轮回，反对者和赞同者共同的宿命。”



3 宏观政策保持“连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯”

会议提出，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。”

我们此前多次提出，**“货币政策谈收紧为时尚早，宜保持观察。**精准把握好力度和节奏，不要人为制造经济的大起大落。**”“财政政策的结构性效果比货币政策好，应继续发力基建尤其是新基建。”**

财政政策方面，会议提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”，**相比去年中央经济工作会议提出的**“大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生”，**此次会议更加强调国家重大战略任务、科技创新、经济结构调整等领域。预计明年财政政策将会结合需求侧管理，加强对于新基建等领域的支持力度，拓展投资空间，优化投资结构。**

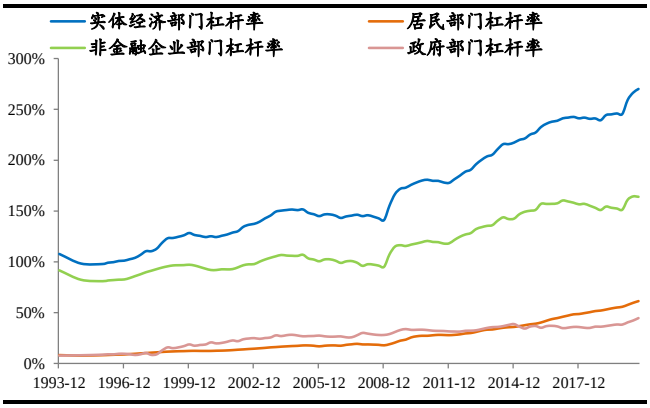
在财政政策力度上，会议提出“保持适度支出强度”。今年受疫情冲击，目标赤字率提到 3.6%以上，新增专项债 37500 亿元，同时发行特别国债 10000 亿元。然而从运用来看，财政资金重点运用在民生领域，旨在减轻中小企业负担，稳定微观企业经营，整体基建投资增速较为缓慢。**预计明年财政政策将会适度调整，在抗疫相关民生支持平稳退出的基础上，明年基建投资、尤其是新基建仍有一定支撑。**

货币政策方面，会议提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金”，“加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持”，与 730 政治局会议、央行三季度货政报告表述一脉相承，明确货币政策不搞大水漫灌，但也不让市场缺钱。相比去年会议提出的“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，**此次会议更加强调货币政策精准导向，重点加强科技创新、小微企业领域金融支持。**

今年处于抗疫特殊时期，我国宏观杠杆率快速上升，截至 9 月末，我国实体经济部门杠杆率已达 270%，较去年末提升 25pct，但明年 GDP 增速回升有助于杠杆率自然回落，在金融监管、房地产审慎管理制度的共同配合下，货币政策进入稳杠杆阶段，类似 2017-2018 年的激烈去杠杆大概率不会重现。**预计未来货币政策回归常态并长期保持正常化，信用扩张周期即将迎来拐点，明年社融、M2 增速将由今年的大幅高于名义 GDP 增速向“名义 GDP 增速+合理加点”回归。**

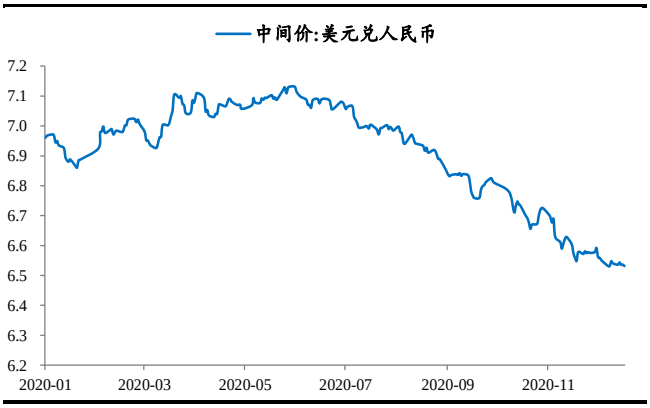
此外，进一步提出“深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。10 月 12 日，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金从 20%下调为 0，10 月 27 日，外汇交易中心发布消息称，“部分报价行主动将人民币对美元中间价报价模型中的逆周期因子淡出使用”，12 月 11 日，央行、国家外汇管理局发布公告称，将金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。**近期陆续出台的相关政策指向监管希望引导人民币汇率在均衡水平附近双向波动，避免人民币过快升值，保持内外均衡。**

图表：宏观杠杆率快速上升



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：人民币继续升值



资料来源：Wind，泽平宏观

4 需求侧管理，扩大消费、投资新基建、优化收入分配

会议强调“要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，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，提升国民经济体系整体效能。”

疫后关于扩大需求和需求侧管理的中央论述较多：327 政治局会议明确定调要**扩大内需**。730 政治局会议提出“**要持续扩大国内需求**”，“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”和“积极扩大有效投资”。五中全会继续提出“**坚持扩大内需这个战略基点**，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”。

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导读本撰文《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》指出：“**要加快培育完整内需体系，完善扩大内需的政策支撑体系。增强消费对经济发展的基础性作用，全面促进消费，提升传统消费，培育新型消费，发展服务消费。发挥投资对优化供给结构的关键作用，拓展投资空间，优化投资结构，推动企业设备更新和技术改造，推进一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。**”

具体做法上，一是扩大消费，**通过促进高质量就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体。**有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力；完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业；合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。二是要增强投资增长后劲。**大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度；**扩大制造业设备更新和技术改造投资；实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系；发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用；激发全社会投资活力。

5 重申“新基建”，打造中国经济新引擎

中央经济会议再次强调“大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。”

我们在 2021 年初倡导新基建，提出应对疫情和经济下行最简单有效的办法是新基建，长期打造中国经济新技术、新经济、新引擎，加大新一代信息技术、人工智能、新能源汽车、数据中心等领域投资（《是该启动“新”一轮基建了》《中国新基建研究报告》）。全网数亿阅读，引起学术界广泛讨论，并走向社会共识和国家战略，写入“两会”政府工作报告，成为 2020 年最大的政策发力点和资本市场最大的投资机会。这次“十四五”规划和中央经济工作会议文件再次强调“新基建”，意味着“新基建”已经上升到长期国家战略层面，2021 年乃至“十四五”期间继续接着干。

“新基建”兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用。疫后中国经济恢复，基建投资是主要拉动力量之一。5 月基建投资增速达 10.9%，此后基本维持 5%以上增速。长期看，新基建能够培育新经济、新技术和新产业，打造中国经济新的增长点。

新基建包括 5G 基建、大数据中心、人工智能、新能源汽车充电桩等科技领域的基础设施，教育、医疗等民生领域的基础设施，以及营商环境、服务业开放、多层次资本市场等制度领域的基础设施，这些领域发展空间巨大，增长迅速，经济社会效益显著，对上下游行业带动性强，在未来经济社会发展中将起到担大任、挑大梁的重要角色。

新基建带来的未来应用场景和商业模式价值惊人。以 5G 为例，未来 5G 将以万亿美元级的投资拉动十万亿美元级的下游经济价值，中美两国将决战新一代信息技术。新型信息基础设施为智能经济的发展和产业数字化转型提供了底层支撑。5G 与云计算、大数据、物联网、人工智能等领域深度融合，将形成新一代信息技术的核心能力。

6 突破关键核心技术，解决“卡脖子”问题

会议强调，“强化国家战略力量，增强产业链供应链自主可控能力。”

受中美贸易摩擦影响以及自身发展战略需要，近年科技自立自强和产业链供应链安全被频繁提及。

5 月 14 日中共中央政治局常务委员会会议提出，**“要实施产业基础再造和产业链提升工程”“要发挥新型举国体制优势，加强科技创新和技术攻关，强化关键环节、关键领域、关键产品保障能力”**。730 政治局会议提出，**“要提高产业链供应链稳定性和竞争力”**。五中全会将**“关键核心技术实现重大突破”**列入二〇三五年远景目标，**把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。**

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导文章中指出，**“加快科技自立自强是畅通国内大循环、塑造我国在国际大循环中主动地位的关键。”**

我们认为双循环的关键就是对内扩大内需、对外提升产业链安全，突破关键核心技术，解决“卡脖子”问题。

科技是第一生产力，是国家实力的关键，是大国竞争的制高点；科技是历史的杠杆，是世界霸权更迭的根源，是大国崛起的支点。**中美贸易摩擦本质是霸权国家对新兴大国的战略遏制，打着贸易保护主义的旗号，剑指中国经济崛起和产业升级，尤其是对中国高科技领域的战略遏制。**2018 年 3 月的《301 报告》和 5 月的美方要价清单多次提及“中国制造 2025”计划；2019 年 5 月 16 日，特朗普签署总统令，试图切断华为供应链；美国频频以“国家安全”为由对我国高科技企业发起制裁，不仅逐渐扩大打击手段和范围，且不断泛化制裁标准。

中国要发展核心技术，攻关“卡脖子”技术。有效地实施产业政策，重点在于支持基础领域、而非补贴特定企业，组建研发联盟攻克技术难关。加快科教体制改革，建立市场化、多层次的产学研协作体系。切实提高科研人员与教师的收入待遇,加大海外高端人才引进力度。(参见《中美科技战：国际经验、主战场及应对》)

当前中国制造业及高科技产业在全球产业链领域缺乏主导权，对产业链供应链高端环节缺乏控制力，在关键环节和核心零部件方面基础较为薄弱。以 5G 为例，在发展过程中，我国通讯行业遭遇了美国为首的相关国家以 5G 安全问题进行的全方位打压。2018 年 4 月，美国禁止中兴购买美国公司敏感产品，中兴业务一度陷入停摆，随后美国又多次对华为进行打压，对其 5G 设备进行封杀。中国只有在 5G 技术积累、设备制造以及终端操作系统、技术标准等方面取得优势，才能在层层重压下保证 5G 产业链的安全，赢得 5G 产业正常、稳定发展的环境。

11 月 26 日下午，看到任正非送别荣耀的讲话，悲壮。像是送别即将闯荡世界的爱子，万般殷切叮嘱。这不是一个阵地、一个城池的胜败。作为中国高科技旗舰企业，面对美国的打压，华为在炮火中挺进，没有被打垮。这次我们不仅没被打垮，反而被打醒了。“中美贸易摩擦具有长期性和严峻性”，“这是打着贸易保护主义旗号的遏制”。科技自立自强，解决“卡脖子”难题，拥抱全球化。任总是一代英雄，华为和荣耀的员工是和平年代的战士，为家园和荣誉而战。没有伤痕累累，哪来皮糙肉厚，英雄自古多磨难。除了胜利，我们已经无路可走。

7 强化“反垄断”和“防止资本无序扩张”

中央经济工作会议中重提“强化反垄断和防止资本无序扩张”。

一是监管目的：“反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。”习总书记曾多次强调：“我国经济发展获得巨大成功一个关键因素，就是既发挥了市场经济的长处，又发挥了社会主义制度的优越性。”“防止资本无序扩张”的表述，强调了社会主义市场经济的底线，历史经验表明行业集中化使得竞争减少，制约自由创新、改善就业和维持总体经济健康发展的能力，加剧贫富分化，导致社会阶层流动放缓，不利于社会稳定和人民幸福。当前全球经济增速放缓，主要发达经济体陷入超低利率陷阱，增量市场拓展趋缓，垄断和滥用市场支配地位的行为将会对市场效率造成损害，不利于推动高质量发展。

二是监管态度：“国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展；金融创新必须在审慎监管的前提下进行；‘坚决’反对垄断和不正当竞争行为。”一方面，我国平台经济发展迅猛，为社会创造价值，互联网金融科技依托大数据优势让金融惠及更多长尾客户，移动支付方便我们的日常生活，二维码、小程序等的开发在疫情期间为行程监控提供了支持，居家办公、线上教学等相关技术的开发维持了人民工作和学习的稳定；但是，新经济在移动互联网技术和大规模资本的支持下，形成自然垄断速度更快，涉及面更广，用户粘性更强，由平台垄断造成的危害消费者权益、榨取剩余价值、挤压小企业生存空间等负外部性可能更大，出现消灭竞争、侵害消费者权益、甚至“大而不能倒”绑架金融系统安全。金融科技是把“双刃剑”，创新必须在审慎监管的框架下进行，充分发挥金融科技对社会和市场效率的支持，同时树立监管底线，才能保证金融科技发展行稳致远。

三是监管思路：“健全数字规则；完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范；要加强规制，提升监管能力。”此前银保监会主席郭树清在“十四五”规划辅导文章《完善现代金融监管体系》中提出，“对金融科技巨头，在把握包容审慎原则的基础上，采取特殊的创新监管办法，在促发展中防风险、防垄断”。说明目前高层已经开始形成相对成型的监管思路，未来执法落实将主要聚焦于数据确权、准入资质和标准管控、杠杆控制、资本充足及风控、操作风险、信息安全等方面，新金融呼吁新监管，既要保持创新活力，又要防止打着“金融创新”的旗号割韭菜，防止金融业务“无照驾驶”导致监管失效。

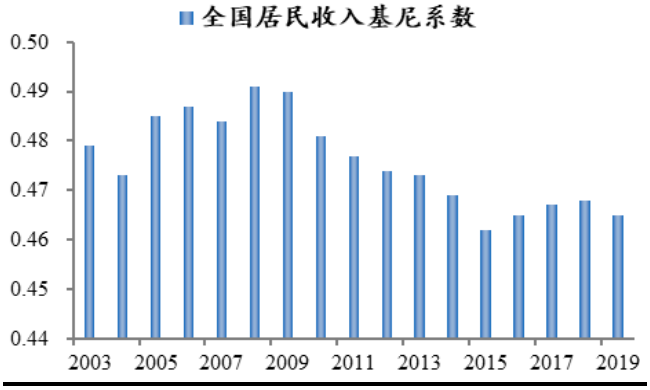
无论传统行业或新兴行业均可能形成垄断，新经济在移动互联网技术和大规模资本的支持下，形成自然垄断速度更快，涉及面更广，用户粘性更强，由平台垄断造成的危害消费者权益、榨取剩余价值、挤压小企业生存空间等负外部性可能更大。一是消灭竞争，长期以来互联网企业以“融资-补贴-扩张-再融资”的范式，在购物、外卖、出行、社区生鲜等多个民生领域跑马圈地，资本成为资源配置的风向标，流量变现成为核心商业模式，小企业逐步退出竞争；**二是侵害消费者权益，**诱导过度消费、会员之上再收费、“大数据杀熟”、捆绑销售、隐私数据被贩卖等侵害消费者权益的问题屡见不鲜；**三是“大而不能倒”酝酿系统风险，**例如互联网消费贷、现金贷等产品规模巨大，通过助贷和联合贷等方式获得银行大比例出资，信用审核、风险控制等职能由平台管控，一旦平台风控出现问题，风险将向银行端转移。

防止资本无序扩张是为防止实体经济过度资本化，防止企业利用融资圈钱“割韭菜”等。

大型互联网企业应将数据和技术优势，不应局限在商业模式和流量变现的竞争中，更应放眼全球大国市场博弈，承担起推进科技创新排头兵的责任，着眼攻克更长远的前沿技术难题，突破“卡脖子”的关键技术，与国家战略相契合，也能产生巨大的创新势能，增强企业的核心竞争力。华为之所以值得尊重，是因为华为是中国高科技旗舰企业，数万工程师是和平年代的战士，捍卫了国家的科技荣誉并造福社会。

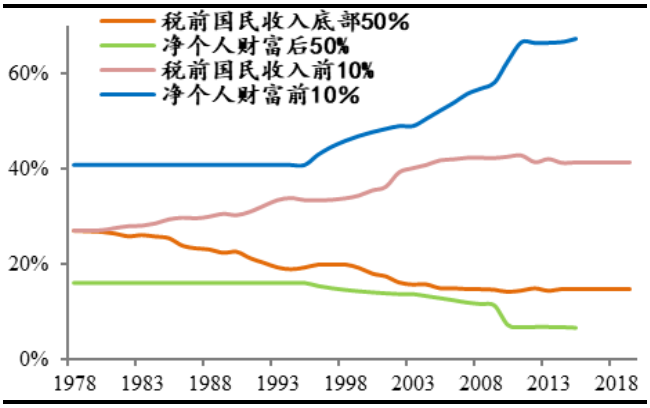
垄断和资本无序扩张加剧贫富分化，导致社会阶层流动放缓，不利于社会稳定和人民幸福。我国近十年来也出现社会财富向头部集聚、收入分配差距拉大等问题，基尼系数由2015年的0.465上升至2018年0.468，税前收入前10%的人群收入所占比重由2000年的35.56%提高至2019年的41.43%，个人财富排名前10%的人群占社会财富的比重由2000年的47.75%迅速攀升至2015年的67.41%，分配不均的结构性问题显现，不利于于提高资源配置效率，实现社会公平和共同富裕。

图表：2015年后我国基尼系数攀升



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：财富向头部人群集聚更显著



资料来源：Wind，泽平宏观

8 全面推进改革开放，积极参与全球治理

会议提出，“构建新发展格局，必须构建高水平社会主义市场经济体制，实行高水平对外开放，推动改革和开放相互促进。”

在国企改革方面，会议提出“要深入实施国企改革三年行动”，与730政治局精神、去年中央经济工作会议精神一致。今年是落实三年行动方案的第一年，随着一系列具体政策出台，明年多领域国企改革将有新突破，其中包括分层分类多路径推进混改，国有经济布局优化和结构调整提速加力，国有资本投资公司、运营公司试点扩围升级，而资本市场将是重要平台，红利将加速释放。

在民营经济方面，会议提出“优化民营经济发展环境，健全现代企业制度，完善公司治理，激发各类市场主体活力”，相比去年“要完善产权制度和要素市场化配置，健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系”，“优化民营经济发展环境”，今年会议更加强调公司治理，激发各类市场主体活力。

参与全球治理方面，“要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”，CPTPP在RCEP签署前是亚洲最大自贸协定，在其框架下成员国之间要达到99%货物零关税（日本为95%）、零市场准入壁垒、零补贴的三零标准，在知识产权、劳动和环境、竞争、国有企业、互联网规则和数字经济等规则均设定了高标准，且不存在10年的过渡期，有利于我国深入推进区域和全球经贸合作。

我们长期呼吁，面对中美贸易摩擦，最好的应对是顺势以更大决心更大勇气推动新一轮改革开放（类似1960-1980年的日本、1960-1990年德国产业升级应对模式），推动供给侧结构性改革、放开国内行业管制、降低制造业和部门服务业关税壁垒、加强知识产权保护的立法和执行、下决心实施国企改革、改革住房制度、建立房地产长效机制、大规模降低企业和个人税负、改善营商环境、发展基础科技的大国重器等。

9 解决“大城市住房突出问题”，坚持“房住不炒”

此次会议继2017年后，再度将房地产列为八项重点工作之一。再次提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。”“解决好大城市住房突出问题”。

在租赁住房方面提法更加细化，包括“完善长租房政策”、“土地供应要向租赁住房建设倾斜”、“单列租赁住房用地计划”、“降低租赁住房税费负担”。

“旧改”也被提及，“要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造”。近日，十四部门印发的《近期扩内需促消费的工作方案》提出，“加快落实支持城镇老旧小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造个人支付部分的政策。鼓励各地对城镇老旧小区有条件的楼栋加装电梯。”

“十四五”规划提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。深化户籍制度改革，完善财政转移支付和城镇新增建设用地规模与农业转移人口市民化挂钩政策，强化基本公共服务保障，加快农业转移人口市

民化。优化行政区划设置，发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。”

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导读本撰文《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》指出：“房地产业影响投资和消费，事关民生和发展。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举、因城施策，完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展。”

我们在业内提出了经典分析框架“房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融”。在此框架基础上提出“房地产长效机制的关键是金融稳定和人地挂钩”。（参考专著《房地产周期》《全球房地产：住房制度决定房地产市场》）

10 处理好恢复经济和防范风险关系，建立金融风险预防、预警机制

此次会议提出，“疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”“要提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战”“处理好恢复经济和防范风险关系”。

随着疫情期间的逆周期政策逐步退出，部分风险开始暴露。11 月永煤事件持续发酵，对债券市场造成剧烈冲击，信用债一级发行大量取消，弱资质地方国企信用利差上行，非银与银资金利差拉大。目前爆发的金融风险个案，虽有个体主观行为因素，深层次来看是周期性、体制性因素叠加的结果。

郭树清 11 月 22 日在《求是》发文《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》，提出，“2008 年国际金融危机爆发后，国际经济金融形势更加复杂多变，我国经济周期性、结构性、体制性问题叠加碰头，金融风险形势复杂严峻。随着国际收支状况逐渐好转，国内企业、政府、居民部门杠杆率快速上升，金融产品和市场结构日趋复杂、透明度较差，金融体系内部资金自我循环、脱实向虚倾向愈演愈烈，一些不法金融集团和违规金融活动野蛮生长，金融系统内部的腐败和违纪违规行为持续蔓延。如果放任自流，势必酿成系统性风险，产生颠覆性影响，严重危及经济持续发展和国家政治安全。”

展望明年，主要存在两大风险点：一是逆周期政策退出后，可能产生增量风险。受疫情冲击，2020 年政府信用扩张加速，杠杆率提升，推动地方政府、基建、建筑业等领域杠杆率较快上升。而当前部分领域存在较多历史遗留问题，同时相关领域涉及地方就业问题，且在地方 GDP 占比较高，若政策过快退出则可能造成较多新增风险点，从而引发连锁反应。**二是存量风险处置仍需稳步推进。**当前存量金融风险主要为金融资产盲目扩张、影子银行层层嵌套规避监管隐蔽风险、问题股东恶意操控甚至掏空金融机构、打着互联网金融创新的旗号“无照驾驶”“遍地开花”、房地产金融化泡沫化、大中型“僵尸企业”债务违约风险股权质押风险、地方政府违规大规模举债形成隐形债务风险、金融不服务实体经济空转套利等。

未来的关键是让金融服务实体经济、服务科技创新，政策需关注微观企业和结构性问题，精准把握好货币政策的力度和节奏，避免经济大起大落，加快金融供给侧结构性改革，尽最大可能提早处置不良资产，防止高风险影子银行反弹回潮，及时处置不同类型机构风险，稳步扩大金融业对外开放，切实加强金融消费者教育和保护，进一步加强党对金融工作的领导。

11 加强资本市场制度建设，重点强调债券市场法制

此次会议提出，“要促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“完善债券市场法制”。

刘鹤副总理在“十四五”规划辅导文章中指出，“推动金融更好服务实体经济，健全现代流通体系。金融是实体经济的血脉。坚持以服务实体经济为方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，完善金融支持创新的政策，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用，提升金融科技水平。”

在股票市场方面，近年来，科创板、创业板、新三板改革相继启动，《证券法》修订，大幅提高退市力度和违法成本，提升上市公司质量，逐步释放资本市场政策红利。10 月 31 日金融委专题会议提出“增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。退市方面，自 2019 年推行注册制改革以来，退市标准方面逐步淡化盈利指标，取消暂停上市和恢复上市程序，2019 年至今 A 股退市公司数量共 32 家，超过过去 5 年退市数量总和。执法方面，新《证券法》已将财务造假处罚上限从 60 万大幅提高到 1000 万，并给集体诉讼留下操作空间，但仍然不足以震慑动辄上亿元的证券欺诈案件，建议推动《刑法》联动修订，将“违规披露、不披露重要信息罪”的主体认定从单位扩大到个人，刑期上限从 3 年提升到 25 年。

在债券市场方面，信用债风险事件显著冲击债券市场，未来债市基础制度建设将提速。11 月 21 日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）主任刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，会议指出，近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。**会议要求，一是提高政治站位，切实履行责任。**金融监管部门和地方政府要从大局出发，按照全面依法治国要求，坚决维护法制权威，落实监管责任和属地责任，**督促各类市场主体严格履行主体责任，建立良好的地方金融生态和信用环境。二是秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序。要依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。**

12 应对人口老龄化上升为国家战略：放开生育

五中全会提出，实施积极应对人口老龄化国家战略。“十三五”时期的表述是“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动”。应对人口老龄化已上升为国家战略，原因很简单，**“十四五”时期的人口老龄化压力比“十三五”时期要大得多。**

人口因素变化缓慢但势大力沉，中国少子老龄化问题已日趋严峻，若不抓紧调整将严重影响民族复兴和大国崛起。我们长期呼吁，尽快全面放开并鼓励生育，积极应对人口少子化老龄化。中国出生人口持续下降，生育意愿大幅降低，老龄化加速到来。2019 年中国出生人口降至 1465 万，65 岁及以上人口占比达 12.6%，总人口突破 14 亿，根据趋势估计中国人口将在“十四五”时期进入负增长。

考虑到当前各界对是否全面放开生育争议较大，建议在“十四五”时期可从尽快放开三孩开始逐步推进并观察效果。之前放开“单独”二孩和全面放开二孩，生育效果均不及预期，并大幅低于反对放开生育派的预测数据。先放开三孩既符合民意、给予家庭更大的生育自主权，也可缓解保守派对全面放开生育导致人口暴增的担心，符合中国渐进式改革、增量式改革的传统智慧。(参见《建议先放开三胎：中国人口报告 2020》)



13 百年未有之大变局：中美贸易摩擦，拜登对华政策展望

会议再次强调“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。**明年世界经济形势仍然复杂严峻，**复苏不稳定不平衡。”

五中全会指出，“当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。”

2018 年初，中美贸易摩擦刚爆发，主流媒体和市场出现严重误判，“中美关系好也好不到哪儿去，坏也坏不到哪儿去”“中美贸易摩擦对中国影响不大”等观点流行。

但是，**我们在一开始就鲜明提出三大判断，与市场流行观点不同但被后续形势演化所不断验证：“中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性”“这是打着贸易保护主义旗号的遏制”“我方最好的应对是以更大决心更大勇气推动新一轮改革开放，坚定不移。对此，我们要保持清醒冷静和战略定力”。**

拜登与特朗普对华思想的异同：特朗普改变了奥巴马时期的外交政策，拜登将予以纠正。但在中国崛起的背景下，拜登必然会维护美国利益，在避免冷战、脱钩的基础上制衡中国。拜登与特朗普均将中国的崛起视为对美国的挑战。但拜登与特朗普在对华策略上有区别，核心在于拜登反对特朗普的单边遏制、逆全球化的思想，希望通过联合盟友制衡中国。

具体来看：1）贸易方面，拜登反对特朗普的广泛关税战、中美“第一阶段”贸易协定，呼吁建立盟友统一战线利用现有贸易法律规则制衡中国。2）科技方面，拜登强调团结盟友并制定行业标准，以管理高技术的全球使用，并打压中国高科技。3）地缘政治方面，拜登强调增加美国在亚太地区军事部署、重振美国亚太主导地位、恢复和重构盟友关系。4）人才方面，美国可能会恢复在文化教育、公共卫生等非敏感领域人文交流，但在科技等敏感领域可能继续限制或监督。

2018 年以来，在市场陷入悲观情绪时，**我们明确提出中国经济发展潜力巨大，如果推动新一轮改革开放，“未来最好的投资机会就在中国”。**中国有全球最大的统一市场（14 亿人口），有全球最大的中等收入群体（4 亿人群）；中国的城镇化进程距离发达国家仍有约 20 个百分点的空间，潜力大；中国的劳动力资源近 9 亿人，就业人员 7 亿多，受过高等教育和职业教育的高素质人才有 1.7 亿，每年大学毕业生有 800 多万，人口红利转向人才红利；中国的新经济迅速崛起，独角兽数量仅次于美国；新一轮改革开放将开启新周期，释放巨大活力。（参见《最好的投资机会就在中国》）

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。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，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail:	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com