稳杠杆、稳金融，化解地方债务风险

——中央经济工作会议点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

事件

12 月 16 日至 18 日中央经济工作会议在北京召开。此次会议对 2021 年中国经济各项工作提出了一系列新提法、布置了一系列新任务，构建新发展格局明年要“迈好第一步，见到新气象”，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理；积极的财政政策和稳健的货币政策继续，强调“连续性、稳定性、可持续性”。会议布置了明年八大重点任务：强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、坚持扩大内需、全面推进改革开放、解决好种子和耕地问题、强化反垄断和防止资本无序扩张、解决好大城市住房突出问题、做好碳达峰、碳中和工作。

点评

2021 年宏观政策将继续维持相对偏紧的状态。我们需要注意的是，本次经济工作会议对于经济判断从 2019 年的“经济下行压力加大”转向“经济恢复”，宏观政策应对“恢复基础的不牢靠”保持“连续性、稳定性、可持续性”。具体为财政政策为支持科技创新、经济结构调整和调节收入分配，以及化解地方政府隐性债务风险保持持续性的适度支出强度。货币政策从“灵活适度”转为“灵活精准、合理适度”，总量性的宽松降低，货币信贷增速匹配于“名义增速”、杠杆率从 2020 年疫情下的高增转向“稳定”。在扩大内需领域建议关注的结构：县乡消费中的汽车下乡、公共消费中的教育、医疗、养老、育幼等领域投资、新基建投资、设备技术改造投资、城市更新中的建现代物流投资。同时，“需求侧管理”和 12 月政治局“需求侧改革”提法略有不同，意味着 2021 年博弈的焦点可能转向“宝贵时间窗口”中的地方债务风险化解。关注 2021 年相关领域风险的释放。

2021 年关注资本结构的转换带来的风险和机会。经济工作会议中将“反垄断和防止资本无序扩张”作为了全年的重点工作任务，意味着资本结构的转换进入到深化阶段，对应着新一轮产能周期在转换完成后可能进入到扩张阶段。一方面对于地反政府而言，依赖于土地出让收入的财政模式在 2021 年到了抓实化解的阶段，通过整顿租赁市场、增加土地供应向租赁住房建设倾斜等方式，完成这种收入切换。另一方面新一轮基础设施建设过程中，科技资本的扩张对于经济安全带来隐患，资本结构完成转换后的新基建推进更值得期待。此外，作为内循环下的发展模式转变，从传统能源向新能源的转变也是值得期待的领域。2021 年，在总量上将“开展大规模国土绿化行动”进行确权，在结构上将“推动煤炭消费尽早达峰”，或对于新能源商品和传统能源商品将带来结构性的交易机会。而从金融资本的约束向产业资本的转移在金融创新的相对约束下，市场的成长和价值结构将继续切换。

相关研究：

中期展望继续改善，关注短期风险——美联储 12 月议息会议点评
2020-12-17
改革增加需求侧，关注 2021 年存量博弈——12 月 11 日政治局会议点评
2020-12-12
欧央行如期增加宽松，关注美联储行动空间——欧央行 12 月议息会议点评
2020-12-11
适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢——三季度中国货币政策执行报告点评
2020-11-27
利率反弹未结束——国债期货下跌快评
2020-11-19
辉瑞带来对“美联储假设”的改善——美联储金融稳定报告点评
2020-11-10

附：中央经济工作会议举行 习近平李克强作重要讲话

来源：中国政府网[1]

新华社北京 12 月 18 日电 中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平，中共中央政治局常委、国务院总理李克强，中共中央政治局常委栗战书、汪洋、王沪宁、赵乐际、韩正出席会议。

习近平在会上发表重要讲话，总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

点评：对 2020 年经济工作的肯定。

会议认为，**今年是新中国历史上极不平凡的一年。**面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，我们保持战略定力，准确判断形势，精心谋划部署，果断采取行动，付出艰苦努力，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。这些成绩来之不易，历经艰难险阻，是以习近平同志为核心的党中央坚强领导的结果，是全党全军全国各族人民团结奋战的结果。

会议指出，**今年是“十三五”规划收官之年。**经过 5 年持续奋斗，我国经济社会发展取得新的历史性成就，“十三五”规划主要目标任务即将完成。我国经济实力、科技实力、综合国力和人民生活水平又跃上新的大台阶，全面建成小康社会胜利在望，中华民族伟大复兴向前迈出了新的一大步。

点评：经济工作的规律认识：1）党中央权威；2）人民至上；3）制度优势；4）科学决策；5）科技自立。

会议强调，在统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展的实践中，我们深化了对在严峻挑战下做好经济工作的规律性认识：**党中央权威是危难时刻全党全国各族人民迎难而上的根本依靠**，在重大历史关头，重大考验面前，党中央的判断力、决策力、行动力具有决定性作用；**人民至上是作出正确抉择的根本前提**，只要心里始终装着人民，始终把人民利益放在最高位置，就一定能够作出正确决策，确定最优路径，并依靠人民战胜一切艰难险阻；**制度优势是形成共克时艰磅礴力量的根本保障**，只要坚定“四个自信”，坚持集中力量办大事的制度优势，就一定能够使全党全国各族人民紧密团结起来，发挥出攻坚克难、推动事业发展的强大能量；**科学决策和创造性应对是化危为机的根本方法**，只要准确识变、科学应变、主动求变，就一定能够在抗击大风险中创造出大机遇；**科技自立自强是促进发展大局的根本支撑**，只要秉持科学精神、把握科学规律、大力推动自主创新，就一定能够把国家发展建立在更加安全、更为可靠的基础之上。

[1] http://www.gov.cn/xinwen/2020-12/18/content_5571002.htm

点评：战略内收的情况下，提高风险预见能力，应对外部风险的输入。

会议指出，在肯定成绩的同时，必须清醒看到，**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，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。**要增强忧患意识**，坚定必胜信心，推动经济持续恢复和高质量发展。**要办好自己的事**，坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战。**要继续高举多边主义旗帜**，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体。

会议强调，**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、五中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，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，**以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的**，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，**努力保持**经济运行在合理区间，**坚持**扩大内需战略，**强化**科技战略支撑，**扩大**高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年。

点评：宏观政策强调连续性、稳定性和可持续性。总量上维持一定支持力度，结构上更定向（精准），不急转弯（既是对总量而言，更是对精准定向而言）。1）财政政策要可持续性，方向为科技创新、结构调整和收入分配，化解地方债务。2）货币政策要总量上继续适度，货币和信用供给匹配名义增速，杠杆率稳定；结构式精准于科技创新、小微和绿色。

会议指出，**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。**要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新**，以高质量发展为“十四五”开好局。**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。**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。

点评：从政治局会议的表述“需求侧改革”调整为“需求侧管理”，降低了短期博弈风险（见《改革增加需求侧，关注 2021 年存量博弈》）。

会议要求，构建新发展格局明年要**迈好第一步，见到新气象**。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，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。要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。

会议确定，明年要抓好以下重点任务。

一是强化国家战略科技力量。要充分发挥**国家**作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题。要发挥新型举国体制优势，发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量优化配置和资源共享。

点评：重点任务中排第一的是“国家战略科技”，即“要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新”。

要抓紧制定实施基础研究十年行动方案，**重点布局**一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心。要发挥企业在科技创新中的主体作用，支持领军企业组建创新联合体，带动中小企业创新活动。要加强国际科技交流合作。要加快国内人才培养，使更多青年优秀人才脱颖而出。要完善激励机制和科技评价机制，落实好攻关任务“揭榜挂帅”等机制。要规范科技伦理，树立良好学风和作风，引导科研人员专心致志、扎实进取。

二是增强产业链供应链自主可控能力。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。要**统筹推进**补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技。要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。要加强顶层设计、应用牵引、整机带动，强化共性技术供给，深入实施质量提升行动。

点评：扩大内需的几个方面：1）县乡消费，汽车下乡。2）公共消费，在教育、医疗、养老、育幼等领域。3）新基建，数字经济。4）设备技术改造投资。5）城市更新，建现代物流。特别是“促进就业”，未来适当关注社保、收入分配这些领域的硬骨头。

三是坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排。**扩大消费最根本的是促进就业**，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。**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。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。要**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。要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。**要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。要**大力发展**数字经济，加大新型基础设施投资力度。要**扩大**制造业设备更新和技术改造投资。要实施**城市更新行动**，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

四是全面推进改革开放。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。要完善宏观经济治理，加强国际宏观政策协调。要**深入实施**国企改革三年行动，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。要**放宽**市场准入，促进公平竞争，保护知识产权，建设统一大市场，营造市场化、法治化、国际化营商环境。要**健全**金融机构治理，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。要**规范发展**第三支柱养老保险。要**积极考虑**加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。要**大力提升**国内监管能力和水平，完善安全审查机制，重视运用国际通行规则维护国家安全。

点评：种业翻身仗值得重点关注。

五是解决好种子和耕地问题。保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强**种质资源**保护和利用，加强种子库建设。要尊重科学、严格监管，**有序推进**生物育种产业化应用。要开展种源“卡脖子”技术攻关，立志**打一场种业翻身仗**。要牢牢守住18亿亩耕地红线，**坚决遏制**耕地“非农化”、防止“非粮化”，规范耕地占补平衡。要建设国家粮食安

全产业带，加强高标准农田建设，加强农田水利建设，实施国家黑土地保护工程。要提高粮食和重要农副产品供给保障能力。要加强农业面源污染治理。

点评：对应于今年以来对于科技资本的约束进一步加强，规范国家支持下的数字经济发展。而金融创新强调了“审慎监管”，继续保持约束。

六是强化反垄断和防止资本无序扩张。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。**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，健全数字规则。要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，坚决反对垄断和不正当竞争行为。**金融创新必须在审慎监管的前提下进行。**

点评：房地产市场的“房住不炒”基调不变，对于保障性租赁住房建设提高重视程度，土地供应从一次性收入向长效的租赁收入转变。标志之一是蛋壳等的事件。

七是解决好大城市住房突出问题。住房问题关系民生福祉。要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。要高度重视**保障性租赁住房**建设，加快完善长租房政策，**逐步**使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。**土地供应要向租赁住房建设倾斜**，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要**降低**租赁住房税费负担，**整顿**租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行**合理调控**。

点评：能源结构转向在冬季限电等的影响下，预计继续加大对于风能等新能源的投入。用能权和碳排放权市场的建设，需要引起重视。

八是做好碳达峰、碳中和工作。我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。要抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持**有条件的地方率先达峰**。要加快调整优化产业结构、能源结构，**推动煤炭消费尽早达峰**，**大力发展**新能源，**加快建设**全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要**开展大规模国土绿化行动**，提升生态系统碳汇能力。

会议指出，经过几代人一以贯之、接续奋斗，我国即将全面建成小康社会。这是新生活新奋斗的起点，要继续艰苦奋斗。要巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决防止发生规模性返贫现象。要做好**同乡村振兴的有效衔接**，帮扶政策保持总体稳定，分类调整优化，留足政策过渡期。

点评：要依靠创新提升经济发展水平，促进制造业高质量发展。在这个战略内敛的过程中，发展和安全是两件同等重要的大事。

会议强调，要促进经济运行保持在合理区间，**继续做好“六稳”“六保”工作**，合理把握宏观调控节奏和力度，精准有效实施宏观政策。要持续激发市场主体活力，完善减税降费政策，强化普惠金融服务，更大力度推进改革创新，让市场主体特别是中小微企业和个体工商户增加活力。**要依靠创新提升实体经济发展水平，促进制造业高质量发展。**要充分挖掘国内市场潜力，以改善民生为导向扩大消费和有效投资，完善支持社会资本参与的机制和政策，**更加注重民生基础设施补短板**，推动新型城镇化和区域协调发展。要全面推进乡村振兴，抓好农业生产，推进农村改革和乡村建设。**要深化重点领域和关键环节改革**，推进“放管服”改革，不断优化营商环境。要加强污染防治，不断改善生态环境质量。要做好基本民生保障工作，促进重点群体多渠道就业，持续改善人民生活。

会议指出，适应新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局，必须**加强党的全面领导**，善于**用政治眼光观察和分析经济社会问题**，真抓实干把党中央决策部署贯彻到经济工作各

方面。督查、督导等工作要规范进行，讲求实效。**各级领导干部要提高专业化能力**，努力成为领导构建新发展格局的行家里手。要增强补课充电的紧迫感，自觉赶上时代潮流。要抓好**发展和安全**两件大事，有效防范化解各类经济社会风险，**高度重视安全生产和防灾减灾工作**，坚决防范重特大事故发生。要继续深化社会治理，严厉打击各类违法犯罪活动。疫情防控要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”工作，严防死守，**确保不出现规模性输入和反弹**。要安排好“两节”市场供应，确保基本民生，做好困难群体兜底工作。

会议号召，全党同志要紧密团结在以习近平同志为核心的党中央周围，齐心协力、开拓进取，以优异成绩迎接建党100周年，为全面建设社会主义现代化国家、实现中华民族伟大复兴的中国梦不懈奋斗。

中共中央政治局委员、中央书记处书记，全国人大常委会有关领导同志，国务委员，最高人民法院院长，最高人民检察院检察长，全国政协有关领导同志以及中央军委委员等出席会议。

各省、自治区、直辖市和计划单列市、新疆生产建设兵团党政主要负责同志，中央和国家机关有关部门、有关人民团体、中央管理的部分金融机构和企业、中央军委机关各部门主要负责同志等参加会议。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com