策略

深化体制改革，构建新发展格局—2020 中央经济工作会议解读

报告原因：政策点评

2020 年 12 月 19 日

策略研究/政策点评

山证策略团队

分析师：

麻文宇

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

分析师&联系人：

李杰 CPA

执业登记编码：S0760520090001

电话：13011288588

邮箱：lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM

电话：13681033618

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **经济形势研判：国内基础尚不牢固，国际形势复杂严峻**

我国经济恢复基础尚不牢固。从经济结构来看，本年拉动我国经济的增长的主要因素是出口和投资。从中长期来看，随着疫情的控制以及贸易保护主义的抬头，出口增速难以维持长期的高增长。而投资的拉动也是暂时的。在国内消费复苏缓慢的情形下，中央对经济的判断务实而谨慎。

外生性因素对经济的影响更大。新冠疫情发生后，世界经济的不稳定性和不确定性进一步加大，疫情和外部环境等外生性问题对我国经济的影响更大。

➢ **经济工作目标：努力保持经济运行在合理区间，以优异成绩庆祝建党 100 周年**

经济重回正常运行轨道，建党百年可对经济适度乐观。与两会的不设定经济目标相比，本次中央经济工作会议再次提到“保持经济运行在合理区间”，预计后续会提出更加具体的经济增长区间。但与去年的表述相比，今年新增了“努力”二字。这也意味着今年保持经济运行在合理区间的压力要明显大于去年。

➢ **宏观政策框架：保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好政策时度效**

从本次会议来看，宏观政策的大方向是以稳定为主，此次着重提到“不急转弯”，也是为了稳定各方预期，便于金融和实体进行合理安排，避免因预期不明而影响微观主体的判断，从而对经济发展造成负面影响。

➢ **财政政策：保持适度支出强度，化解地方政府隐性债务风险**

财政以稳为主，主动作为。值得关注的主动作为的三个方面，即“促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配”。与去年“保工资、保运转、保基本民生”相比，财政更加积极主动。

重提化解隐性债务风险，稳定市场信心。在本次会议中有两处提到债务风险，一是化解地方政府隐性债务风险，二是完善债券市场法制，打击各种逃废债行为。此前的政治局会议中，中央提到“善于从讲政治的高度思考和推进经济社会发展工作”，也是希望地方主官能担负起责任，避免因为局面利益而对整体造成影响。本次中央不仅提到要打击逃废债，并再次重提化解隐性债务风险，这表明中央对于信用风险的蔓延十分警惕，及时出手有利于引导市场预期，稳定投资者信心，避免信用风险蔓延。

➢ **货币政策：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**

维持宏观杠杆率及汇率水平基本稳定。稳杠杆属于预期之内。欧美央行量化宽松投放的货币通过财政端发放给居民来维持消费，流入了实体经济

中。根据美联储指引，短期内美国货币政策并未有退出的打算，人民升值压力犹存。中央表态维持汇率稳定有利于给与汇率市场和外贸商明确预期，稳定信心。

- **供给侧改革&需求侧管理：供给创造需求，推进共同富裕**

供给创造需求，科技行业值得重点关注。传统的经济分析框架认为，需求创造了供给，需求拉动了供给，这对于分析传统行业是有效的。**但对于科技行业则恰恰相反，技术进步诞生新的科技产品，新产品的诞生改变了社会生活，属于供给创造需求的产业，科技创新是经济新的增长点。**从本次会议的来看，宏观政策、组织、考评、激励等多方面均提到要鼓励科技创新，力度之大前所未有。科技行业值得重点关注。

推进共同富裕，规范发展第三支柱养老保险。在实现共同富裕既是党的承诺，也是实现经济健康发展的必由之路。注重公平，降低贫富差距，提高低收入群体的收入，保障居民消费能力，才能使经济形成良性循环，避免出现周期性的经济危机。**本次会议也提到要规范发展第三支柱养老保险，即商业养老保险，该举措利好头部寿险公司。**

- **科技创新&自主可控：重视基础研究，补短煅长继续推进**

重视基础研究，坚持战略性需求导向。本次会议从目的、手段、激励、评价等多方面对于科技创新发展作出了安排。本次会议新增了“坚持战略性需求导向”和“发挥新型举国体制优势”的表述，并提到“要抓紧制定实施基础研究十年行动方案”，基础研究得到更高层级的重视。

实施关键核心技术攻关，增强自主可控能力。解决“卡脖子”问题与科技创新联系紧密，相辅相成。本次会议要加强在“产业优势领域精耕细作”、“实施好产业基础再造工程”以及“强化共性技术供给”，均是为了保障自主可控能力。从投资的角度来看，我们认为利好于科技板块的细分龙头，龙头企业有望得到更多的政策支持来实现产业优势的保持以及提供“共性技术供给”。

- **房地产：房住不炒表述延续，规范发展住房租赁市场**

房住不炒表述延续，调控政策以稳为主。从房地产市场来看，以“房住不炒”、“因城施策”为核心的长效调控机制基本成型。即使部分城市房地产价格出现明显上涨，但也未脱离“因城施策”的范畴，在现有的调控框架下加强调控即可，年初深圳房地产市场价格波动后很快就得到遏制即是例证。综合来看，相关表述与去年并无太大变化，调控政策以稳为主。

规范发展住房租赁市场，解决好大城市住房突出问题。此前中央会议及文件中多次提到“长效机制”，但聚焦点在于购房。本次会议对于发展住房租赁市场着墨很多。其一是推动租售同权；其二是政策支持；其三是首提对租金水平进行合理调控。这些措施也与“解决好大城市住房突出问题”的提法相呼应。租赁市场有望规范化，商业模式有望重塑。

风险提示：

政策落地速度不及预期；国外疫情控制时间晚于预期；外围政局、经济、市场动荡风险外溢；

一、事件回顾

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。国家领导人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。国务院领导人在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

表 1：近期中央重要会议对比

		2019 年中央经济工作会议（2019 年 12 月 10-12 日）	2020 年中央经济工作会议（2020 年 12 月 16 日-18 日）	变化
前期总结		保持**经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，“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新的重大进展。**	**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，“十三五”规划主要目标任务即将完成，全面建成小康社会胜利在望。**	**三大攻坚战，“十三五”主要目标及全面建成小康社会由进行时变为完成时。**
经济形势研判	国内	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，**“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。**	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。**	**影响经济的关键变量由经济内生性问题变为疫情和外部环境等外生性问题。**
	国际	当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，**世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。**我们要做好工作预案。	**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。**	**增强忧患意识，坚持底线思维，新增加了“继续高举多边主义旗帜，构建人类命运共同体”。**
经济工作目标		**紧扣全面建成小康社会目标任务，坚决打赢三大攻坚战，**全面做好“六稳”工作，**保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。**	**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。**	新增“巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果”，“保持经济运行在合理区间”之前新增努力二字。
宏观政策	政策框架	要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，**提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。**	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。**	**新增”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。	
	财政政策	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。	新增”保持适度支出强度“
	货币政策	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。**要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，**增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	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。**	再提”保持宏观杠杆率基本稳定“，新增“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”
供给侧改革&需求侧管理		深化供给侧改革	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。	**首提需求侧管理**
去杠杆		保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任	**保持宏观杠杆率基本稳定**	——
消费		引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。**要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。**	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。	**新增”有序取消一些行政性限制消费购买的规定“。**
投资		要强化民生导向，**推动消费稳定增长，切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力。**	**要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。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。**	新增要“扩大制造业设备更新和技术改造投资”、“避免新兴产业重复建设。”

深化经济体制&改革开放	经济体制	——	构建高水平社会主义市场经济体制。	**新增“构建高水平社会主义市场经济体制。”**
	对外开放	对外开放要继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，加强外商投资促进和保护，**继续缩减外商投资负面清单。要降低关税总水平。**发挥好自贸试验区改革开放试验田作用，**推动建设海南自由贸易港，健全“一带一路”投资政策和服务体系。**要主动参与全球经济治理变革，**积极参与世贸组织改革，加快多双边自贸协议谈判。**	**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。	——
	国企改革	要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。**要制定实施国企改革三年行动方案，**提升国资国企改革综合成效，优化民营经济发展环境。	**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。	——
	市场&知识产权	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。	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。**	——
	资本市场	要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，**稳步推进创业板和新三板改革，**引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。	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。**	**重点由“稳步推进创业板和新三板改革”变为“打击各种逃废债行为“。**
科技创新		要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力，发挥国有企业在技术创新中的积极作用，**健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制，完善科技人才发现、培养、激励机制。**要支持战略性产业发展，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级。	**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。**	**新增**

自主可控	——	**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。**	**首次将自主可控列入中央经济工作会议中**
房地产	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，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。**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。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。**	**1、完善长租房政策，推动租售同权，并在政策尚倾斜保障。** **2、首提对租金水平进行合理调控。**
强化反垄断和防止资本无序扩张	——	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。**	新增”金融创新必须在审慎监管的前提下进行“
农业	要狠抓农业生产保障供给，**加快农业供给侧结构性改革，**带动农民增收和乡村振兴。**要加快恢复生猪生产，做到保供稳价。**	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。	新增
碳达峰、碳中和	——	**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。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。**	新增

		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。	
民生&就业	**要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作，确保零就业家庭动态清零。**要发挥市场供给灵活性优势，**深化医疗养老等民生服务领域市场化改革和对内对外开放，**增强多层次多样化供给能力，更好实现社会效益和经济效益相统一。	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。**要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。**要规范发展第三支柱养老保险。**	——
防风险	必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。	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。	——
疫情	——	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。	——
保障措施	——	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。**	——

数据来源：共产党员网，中央人民政府网站，山西证券研究所

二、事件点评

每年的中央经济工作会议在总结今年经济工作的基础上，会对第二年的经济形势进行预判，给出经济工作目标，宏观调控政策框架，并据此来安排重点任务。与去年相比，本次中央经济工作会议在延续深化供给侧结构性改革、继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务的同时，将更大的篇幅聚焦于后疫情时期的经济发展和中长期经济改革，诸如“需求侧管理”、“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”等中长期经济问题被列入会议中。此外，政治局会议也在财政货币政策、房地产等多方面做出了部署。具体解读如下。

- **经济形势研判：国内基础尚不牢固，国际形势复杂严峻**

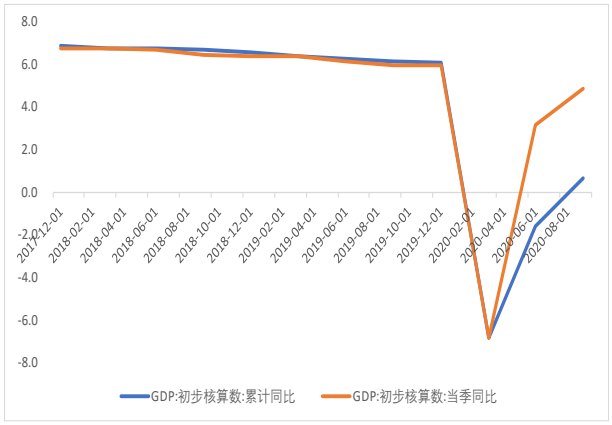
我国经济恢复基础尚不牢固。我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，这是由于我国率先控

制了疫情。但从经济结构来看，本年拉动我国经济的增长的主要因素是出口和投资。我国出口持续超预期是由于其他国家尚未控制疫情，增加了对我国产品的需求。从短期来看，美国的财政货币政策仍维持宽松，短期内出口增速仍有支撑。但从中长期来看，随着疫情的控制以及贸易保护主义的抬头，出口增速难以维持长期的高增长。而投资的拉动也是暂时的。在国内消费复苏缓慢的情形下，中央对经济的判断务实而谨慎。

外生性因素对经济的影响更大。去年的表述是“结构性、体制性、周期性问题相互交织，‘三期叠加’影响持续深化，经济下行压力加大。”而今年的表述是“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性”。这表明影响我国经济发展的关键因素发生了变化，“三期叠加”是经济的内生性问题，去年经济工作的重心也聚焦于我们自身。**新冠疫情发生后，世界经济的不稳定性和不确定性进一步加大，疫情和外部环境等外生性问题对我国经济的影响更大。**

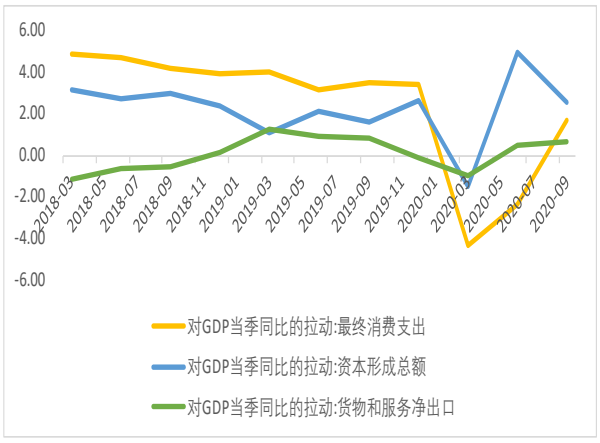
在疫情影响下，风险由经济领域向其他领域扩散。今年和去年都提到了风险。去年的防风险重点在经济领域，“世界经济增长持续放缓”的背景下“全球动荡源和风险点显著增多”。而本次会议认为，当下“经济形势仍然复杂严峻”，此外“疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。在应对国际形势上，去年仅简单提到说“我们要做好工作预案”，而今年提到“要增强忧患意识”、“坚持底线思维”，并重点提及“推动构建人类命运共同体”。结合此前中央提出的“双循环”、“更高水平的对外开放”等表述，我们认为在做好自己事情的同时，我国也将更加积极主动的参与国际事务来降低外部不确定性对我国经济的影响。

图 1：三季度 GDP 累计增速转正



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：投资和出口是经济增长的主要动力



数据来源：Wind，山西证券研究所

➢ **经济工作目标：努力保持经济运行在合理区间，以优异成绩庆祝建党 100 周年**

经济重回正常运行轨道，建党百年可对经济适度乐观。与两会的不设定经济目标相比，本次中央经济工作会议再次提到“保持经济运行在合理区间”，预计后续会提出更加具体的经济增长区间。但与去年的表述相比，今年新增了“努力”二字。这也意味着今年保持经济运行在合理区间的压力要明显大于去年。结合上文来看，疫情和外部环境的不确定性是对经济造成非预期内的冲击的重要影响因素。但总体来看，利好多

于利空，**我们认为对明年经济可适度乐观。**

- **宏观政策框架：保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好政策时度效**

宏观政策延续，稳定市场预期。去年的表述是“**前瞻性、针对性、有效性**”，而今年的是“**连续性、稳定性、可持续性**”。2019 年年底，我国财政及货币政策均维持常态化，并未有大幅调整，故宏观调控要有前瞻性，来更好的熨平经济波动。但今年为应对新冠疫情，我国财政货币力度明显加大。在疫情得到控制后，非常态化的宏观政策面临的首要问题是退出。市场对于财政及货币政策的退出已早有预期，但对于退出的节奏和力度有所争议。从本次会议来看，宏观政策的大方向是以稳定为主，此次着重提到“不急转弯”，也是为了稳定各方预期，便于金融和实体进行合理安排，避免因预期不明而影响微观主体的判断，从而对经济发展造成负面影响。

- **财政政策：保持适度支出强度，化解地方政府隐性债务风险**

财政以稳为主，主动作为。在提质增效的基础上，本次新增了 “保持适度支出强度”。在宏观政策大方向保持连续性的基础上，财政的提法也一脉相承，退出方向不变，力度和节奏放缓。**更值得关注的主动作为的三个方面，即“促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配”。与去年“保工资、保运转、保基本民生”相比，财政更加积极主动。**

重提化解隐性债务风险，稳定市场信心。在本次会议中有两处提到债务风险，一是化解地方政府隐性债务风险，二是完善债券市场法制，打击各种逃废债行为。受经济形势及部分企业自身发展影响，今年以来国企违约事件显著增加，而部分地方政府及国有企业对于债务的不当处理更是引发了信用债市场的动荡，弱化了投资者的信心。此前的政治局会议中，中央提到“善于从讲政治的高度思考和推进经济社会发展工作”，也是希望地方主官能担负起责任，避免因为局面利益而对整体造成影响。本次中央不仅提到要打击逃废债，并再次重提化解隐性债务风险，这表明中央对于信用风险的蔓延十分警惕，及时出手有利于引导市场预期，稳定投资者信心，避免信用风险蔓延。

- **货币政策：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**

维持宏观杠杆率及汇率水平基本稳定。本次会议再次强调了维持宏观杠杆率水平基本稳定，经济持续向好，货币宽松的必要性降低，稳杠杆属于预期之内。值得关注的是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。欧美央行量化宽松投放的货币通过财政端发放给居民来维持消费，流入了实体经济中。根据美联储指引，短期内美国货币政策并未有退出的打算，人民升值压力犹存。中央表态维持汇率稳定有利于给与汇率市场和外贸商明确预期，稳定信心。

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“健全金融机构治理”结合来看，维持金融稳定，提高银行的抗风险能力是补充银行资本金的重要目的。从货币政策的支持对象来看，本次

新增了科技创新和绿色发展，小微企业一如既往，仍旧是货币政策支持的重点。

表 2：2020 与 2019 年中央经济工作会议宏观政策框架对比

		2019 年中央经济工作会议（2019 年 12 月 10-12 日）	2020 年中央经济工作会议（2020 年 12 月 16 日-18 日）	变化
宏观政策	政策框架	要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，**提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。**	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。	**新增”政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。“**
	财政政策	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。	新增”保持适度支出强度“
	货币政策	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。**要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，**增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	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。**	再提”保持宏观杠杆率基本稳定“，新增“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”

数据来源：共产党员网，中央人民政府网站，山西证券研究所

- **供给侧改革&需求侧管理：供给创造需求，推进共同富裕**

供给创造需求，科技行业值得重点关注。在上周的政治局会议中首提“需求侧改革”，并进一步提出要实现“需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。本次会议的“需求侧管理”与此前的提法相呼应。传统的经济分析框架认为，需求创造了供给，需求拉动了供给，这对于分析传统行业是有效的，传统行业在经过多年的竞争后，多数行业都面临着产能过剩的问题，所以需要进行供给侧改革。**但对于科技行业则恰恰相反，技术进步诞生新的科技产品，新产品的诞生改变了社会生活，属于供给创造需求的产业，科技创新是经济新的增长点。**从本次会议的来看，宏观政策、组织、考评、激励等多方面均提到要鼓励科技创新，力度之大前所未有。科技行业值得重点关注。

推进共同富裕，规范发展第三支柱养老保险。在政治局会议提出需求侧改革后，本次会议对于如何实施需求侧改革给出了答案，而“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

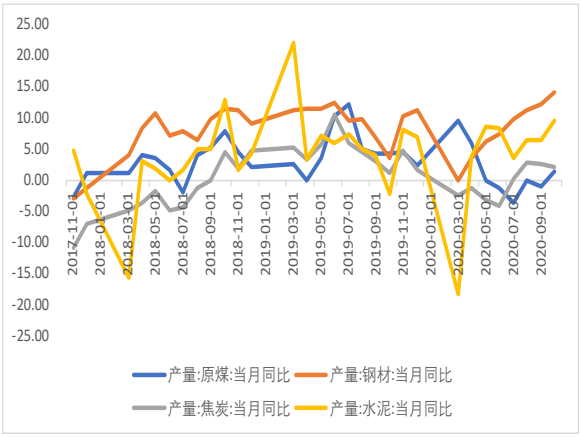
裕”无疑是最根本最核心的一条。实现共同富裕既是党的承诺，也是实现经济健康发展的必由之路。注重公平，降低贫富差距，提高低收入群体的收入，保障居民消费能力，才能使经济形成良性循环，避免出现周期性的经济危机。本次会议也提到要规范发展第三支柱养老保险，即商业养老保险，该举措利好头部寿险公司。

➢ **消费&投资：坚持扩大内需，扩大制造业设备更新和技术改造投资**

有序取消行政性限制消费购买，关注限购政策的边际变化。行政性限制消费措施主要集中在住房、汽车两个领域。从年初至今，由于消费复苏不及预期，在大城市放宽汽车限购措施被多次提及。本次会议提出后，我们认为可关注汽车限购措施是否会发生边际变化，新能源类的汽车是否会率先放开。住房方面，我们认为限购政策变化的可能性不大。其一是从政府部门一贯的表述来看，更倾向于将住房认定为投资而非消费；其二是因城施策的调控手段较为成熟，是否放开限购可由地方政府自行决策，无需从中央层面强调。其三是房地产市场仍旧以稳为主，货币宽松下房地产价格已有上涨动力，放松限购不符合调控的思路。

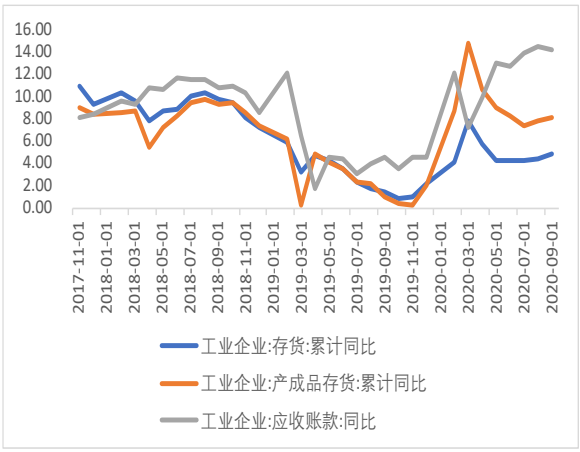
扩大制造业设备更新及技改，补库周期逐步开启。在宏观框架定调上，本次会议提到“要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新”。虽然新冠疫情仍在肆虐，但多个疫苗被确认有效后，世界经济复苏的态势已逐步清晰。中央及时出台政策助力制造业进行更新及技改，其目的在于助力企业抓住盈利改善的窗口期，实现制造业的产业升级，以此来应对之后疫情时代更激烈的竞争。

图 3：主要工业品产量增速回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：工业企业存货下降应收账款回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

➢ **科技创新&自主可控：重视基础研究，补短锻长继续推进**

重视基础研究，坚持战略性需求导向。本次会议从目的、手段、激励、评价等多方面对于科技创新发展作出了安排。本次会议新增了“坚持战略性需求导向”和“发挥新型举国体制优势”的表述，并提到“要抓紧制定实施基础研究十年行动方案”，基础研究得到更高层级的重视。

实施关键核心技术攻关，增强自主可控能力。解决“卡脖子”问题与科技创新联系紧密，相辅相成。本次会议要加强在“产业优势领域精耕细作”、“实施好产业基础再造工程”以及“强化共性技术供给”，均是为了保

障自主可控能力。从投资的角度来看，我们认为利好于科技板块的细分龙头，龙头企业有望得到更多的政策支持来实现产业优势的保持以及提供“共性技术供给”。

- **房地产：房住不炒表述延续，规范发展住房租赁市场**

房住不炒表述延续，调控政策以稳为主。从房地产市场来看，以“房住不炒”、“因城施策”为核心的长效调控机制基本成型。即使部分城市房地产价格出现明显上涨，但也未脱离“因城施策”的范畴，在现有的调控框架下加强调控即可，年初深圳房地产市场价格波动后很快就得到遏制即是例证。综合来看，相关表述与去年并无太大变化，调控政策以稳为主。

规范发展住房租赁市场，解决好大城市住房突出问题。此前中央会议及文件中多次提到“长效机制”，但聚焦点在于购房。本次会议对于发展住房租赁市场着墨很多。其一是推动租售同权，即“逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利”；其二是政策支持，包括保障土地供应（土地供应要向租赁住房建设倾斜）、加强房屋建设（高度重视保障性租赁住房建设）、规范市场发展（加快完善长租房政策、规范发展长租房市场、整顿租赁市场秩序）、给予税收优惠（降低租赁住房税费负担）。**其三是首提对租金水平进行合理调控。**这些措施也与“解决好大城市住房突出问题”的提法相呼应。对于北京、上海等超大城市，房地产市场已经进入存量阶段，多数人群，尤其是年轻人并不具备购房资格及能力，故这些城市的住房突出问题是租赁问题。此前调控政策仅限于房价、本次首提租金，有利于遏制资本进入住房租赁市场后跑马圈地、抬高价格、扰乱市场，从而影响社会稳定。对于大城市来讲，处理好住房租赁问题，发展住房租赁市场的需求更加迫切。租赁市场有望规范化，商业模式有望重塑。

三、风险提示

1、政策落地速度不及预期；

2、国外疫情控制时间晚于预期；

3、外围政局、经济、市场动荡风险外溢；

分析师承诺：

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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336