政策不急转弯，新格局要见新气象

——对 2020 年中央经济工作会议精神的解读

财信研究院 宏观团队

胡文艳 李沫 陈然

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行，会议总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年八大重点经济工作。针对本次会议透露出的经济和政策变化，我们解读如下：

一、2021 年经济形势：外部不确定、内部不牢固

从外部环境看，疫情变化存在不确定性，且各国疫苗接种步伐不同步，将导致明年全球经济复苏不稳定不平衡，另外会议重点强调“疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”，我们认为主要体现在三个方面：

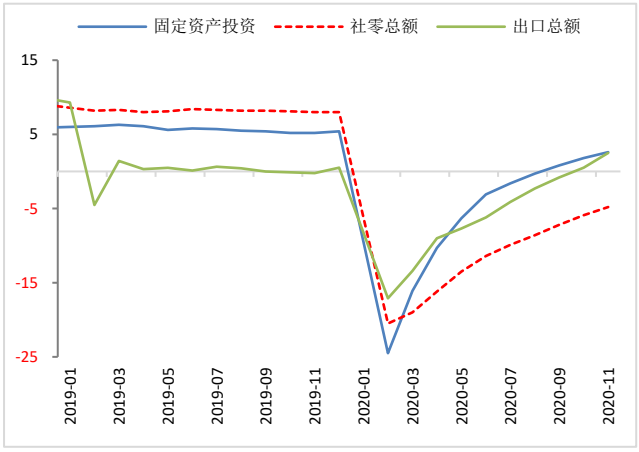
一是部分新兴市场和发展中经济体的债务风险。根据国际组织的预测，受疫情冲击影响，部分新兴市场和发展中经济体 2020 年经济遭受严重负增长，2021 年经济复苏缓慢，导致财政收入减少，但抗疫和经济刺激的财政支出增加较多，债务负担加重，违约风险提高。

二是全球贫富分化加剧。由于疫情对不同行业的影响存在不对称性，对旅游、餐饮、运输等服务行业影响较大，而对数字经济、金融等行业影响相对较小，加上发达经济体宽货币政策的刺激，拥有资本的群体受益资产价格上涨较多，因此疫情加剧了全球贫富分化现象。

三是逆全球化和产业链供应链缩短风险。贫富差距扩大是逆全球化的的原因之一，疫情客观上加剧了贫富差距的扩大，强化逆全球化成因。与此同时，疫情冲击下产业链、供应链政治化、武器化风险增加，面临产业链供应链缩短风险。

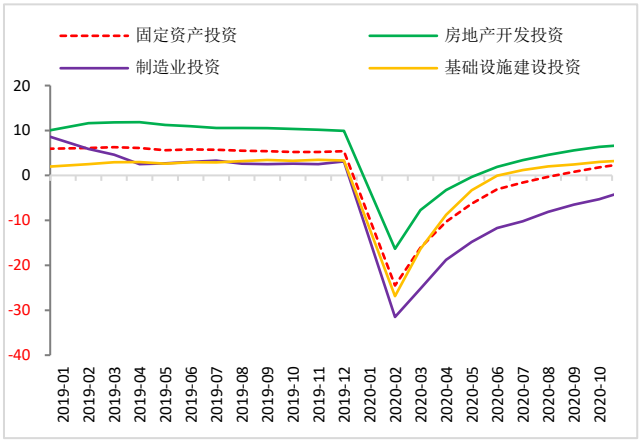
从国内环境看，会议明确指出“经济恢复基础尚不牢固”。一方面，疫后国内经济呈稳定恢复态势，但消费和制造业等经济内生动能恢复持续偏慢，如下半年以来房地产投资、工业增加值、出口等主要供需指标先后转正，而 1-11 月份社会消费品零售总额和制造业投资仍下降 4.8%和 3.5%，经济修复平衡性仍有待增强（见图 1-2）。**另一方面，**当前小微企业经营依旧困难，由此带来的就业压力仍不容忽视，理由如下：其一，截止 10 月末，国内规模以上小型工业企业亏损面（亏损企业数量/企业总数量）达到 20.6%，较去年末提高 4.8 个百分点；其二，今年小型企业制造业 PMI 有六个月处于荣枯线下方，且 6 月份以来一直明显低于整体制造业 PMI 指数；其三，截至 9 月末，国内城镇登记失业率和调查失业率分别为 4.19%、5.4%，较去年末仍提高 0.57 和 0.2 个百分点。

图 1：三大需求修复情况（累计增速，%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：固定资产投资：累计增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

二、2021 年经济目标：“六稳”“六保”与“开好局”

继续做好“六稳”“六保”工作，仍是明年经济工作的重点。会议继续强调“扎实做好‘六稳’工作、全面落实‘六保’任务”，主因在于国内经济恢复基础尚不牢固，制造业投资和居民消费等经济内生动能恢复仍需必要政策支持，而“六稳”“六保”目标是经济内动能恢复的基础，因此明年“六稳”“六保”主基调不变。对于具体增速目标，会议延续以往“保持经济运行在合理区间”的表述，但考虑到今年的低基数效应，我们预计明年经济约增长 8-9%，位于高速增长区间几无悬念，该表述指引性不强。

集中精力推进改革创新，增强经济内生动力，确保“十四五”开好局。2021 年要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，表明在“六稳”“六保”目标基础上，明年依靠创新增强实体经济发展动力，是确保“十四五”开好局、构建新发展格局的关键一步。对于 2021 年宝贵事件窗口的理解，我们认为有两层含义：一是我国明年经济增长速度要快于主要经济体，为我国集中精力推进改革创新、高质量发展赢得了时机。根据 10 月份 IMF 的预测，明年我国 GDP 增速有 8.2%，12 月份 OECD 预测数为 8.0%，均远高于其他主要经济体（见表 1）。二是我国经济复苏的稳定性和平衡性好于主要经济体。今年下半年以来，我国需求端与供给端的缺口逐步收窄，明年这一趋势仍将延续，但海外主要经济体供给和需求复苏的稳定性和均衡性均逊色于我国。

表 1：各国际组织对主要经济体 GDP 增速的预测值（%）

	国际货币基金组织（IMF，6 月）		国际货币基金组织（IMF，10 月）		经合组织（OECD，9 月）		经合组织（OECD，12 月）	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	-4.9	5.4	-4.4	5.2	-4.5	5.0	-4.2	4.2
美国	-8.0	4.5	-4.3	3.1	-3.8	4.0	-3.7	3.2
欧元区	-10.2	6.0	-8.3	5.2	-7.9	5.1	-7.5	3.6
日本	-5.8	2.4	-5.3	2.3	-5.8	1.5	-5.3	2.3
中国	1.0	8.2	1.9	8.2	1.8	8.0	1.8	8.0

资料来源：各国际组织官网，财信研究院

三、2021 年经济工作任务：构建新发展格局见到新气象

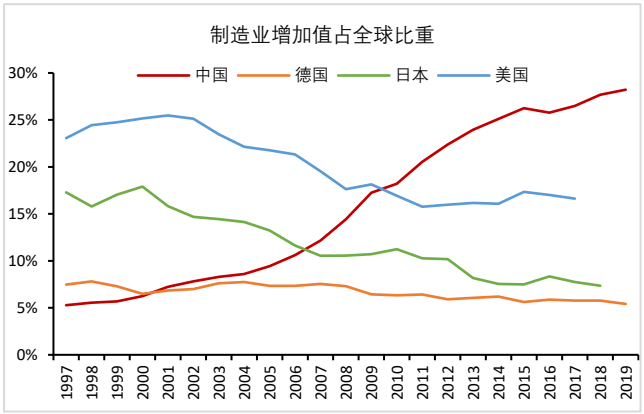
会议部署了明年的八项重点工作任务，涵盖生产、分配、流通、消费各环节，贯彻了创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，总目标任务在于要为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局迈好第一步。如何实现八大任务，会议从供给侧结构性改革和需求侧管理两个方面展开。

从供给侧看，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，重点强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、解决好种子和耕地问题、解决好大城市住房突出问题等任务。

一是科技创新被摆在突出位置。会议将“强化国家战略科技力量”放在八大重点任务第一项，同时强调“科技自立自强是促进发展大局的根本支撑”，表明对科技创新的重视。未来我国经济社会的高质量发展，需要以科技创新催生新发展动能，会议中强调的新型举国体制、基础研究、人才培养将成为提升我国科技创新能力的重要抓手。

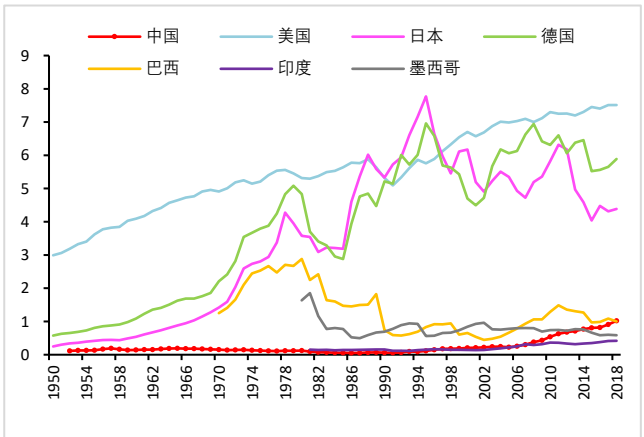
二是产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。我国是全球制造业第一大国，制造业增加值自 2010 年起连续 10 年位居世界第一（见图 3），主要产品产量稳居世界前列。但目前我国制造业成本上升（见图 4），基础工业产业面临收缩和外流压力，且关键核心技术存在“卡脖子”问题，产业链安全仍有隐患。当前疫情加速逆全球化，保护主义、单边主义抬头，传统国际循环明显弱化，全球产业链价值链存在缩短化的风险，在此背景下我国产业链煅长板补短板是当务之急，需“实施好关键核心技术攻关工程”和“产业基础再造工程”。

图 3：中国制造业增加值全球第一



资料来源：联合国工业发展组织，财信研究院

图 4：劳动力成本超过其他新兴经济体(万美元/人)



资料来源：WIND，财信研究院

三是种子是粮食的“芯片”，对于提高农作物的产量极其重要。当前我国种子大量从国外进口或者由国外企业提供，加强种质资源保护和利用，加强种子库建设，有利于保障农业生产用种安全，保证粮食产量。

四是坚持房住不炒，长租房改革或有望提速。近年来国内房地产市场成为吸纳社会

资金的黑洞，对制造业投资、居民消费的挤出效应日渐明显，不利于社会创新，降低了生产效率，同时提高了社会成本和金融风险。会议再次明确“房住不炒”定位，但与去年中央经济会议相比，着重强调“保障性租赁住房建设”。明年房地产政策主要从租赁房上发力，通过发展租赁住房市场，平衡住房供求关系，降低居民租房成本和购房压力，释放被房地产市场占用的大量社会资金。具体措施包括“完善长租房政策”，“土地供应要向租赁住房建设倾斜”，“降低租赁住房税费负担”等。

从需求端看，国内消费、投资市场潜力和空间均十分巨大，扩内需的关键在于激发和释放这些潜力，因此会议提出“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”，以推动形成强大国内市场。

一是打通“就业-收入-消费”循环堵点，全方位释放消费潜力。消费是我国经济增长的重要引擎，但 2012 年以来国内社会消费品零售总额增速逐级下台阶，疫后消费修复情况持续不及预期，远未达到常态水平，均反映出扩大消费面临诸多制约。为此，会议从影响消费的根源性因素出发，逐点对症下药，提出了系列制度安排与促消费举措。**第一，**抓住促进就业是扩大消费的根本，高度重视保就业问题，并提出“完善职业技术教育体系”，实现更加充分高质量就业；**第二，**针对贫富分化对边际消费倾向的抑制作用，提出“优化收入分配结构”，预计未来收入分配制度改革有望明显提速（详见报告《高质量、双循环、共富裕—深度解读十四五规划建议稿》）；**第三，**再次强调扩大中等收入群体、实现共同富裕，从全球历史经验看，保持制造业稳定发展，是提高中等收入群体比重和防止社会撕裂的重要手段之一（详见报告《制造业萎缩与社会撕裂之殇—肺炎疫情影响评估（二十一）》），因此保持制造业比重基本稳定也是扩消费的重要抓手；**第四，**继续加码促消费政策，释放消费潜力，如会议提到“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”，或指向部分地区汽车限购政策有望迎来新变化，整体上明年促消费政策将为经济护航。

二是拓投资重在“增后劲”。会议指出“增强投资增长后劲”，意味着未来投资将更注重“有效性”，即引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应和调结构作用的先进制造、民生建设、新型基础设施等领域。具体看，一是发挥财政资金的引导和撬动作用，如会议提出中央预算内投资主要投向“外溢性强、社会效益高”的领域，以财政资金激发全社会投资活力；二是明确“增后劲”三大投资领域，即数字经济和新基建、制造业设备更新和技改、新型城镇化；三是为提高资金有效性，要统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

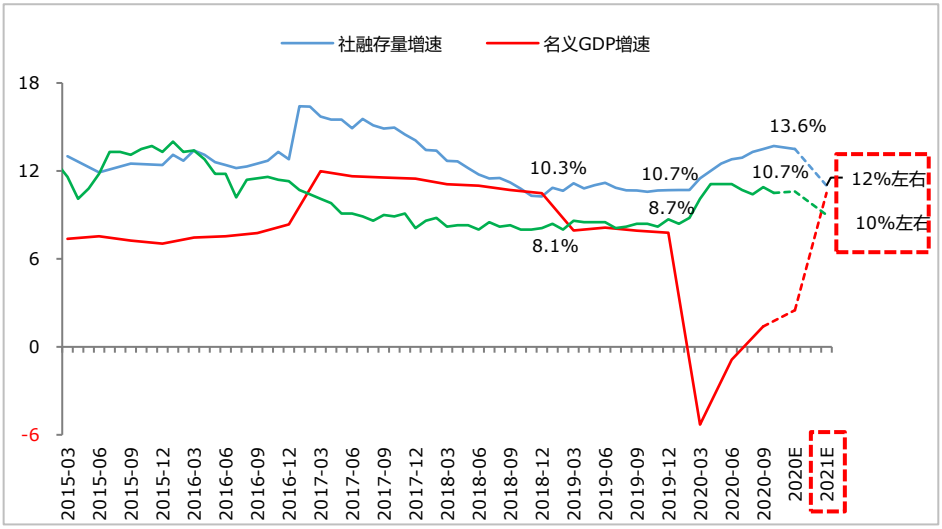
四、宏观政策：不急转弯，把握好时度效

面对明年外部不确定、内部不牢固的经济形势，会议强调宏观政策要“保持连续性、稳定性、可持续性”，同时“保持对经济恢复的必要支持力度”，操作上“不急转弯，把握好政策时度效（时机、力度、效果）”，系列表态均向市场传递了一个信号：宏观政策不会出现断崖，总基调没有市场预期的那么紧。

（一）货币政策：缓退坡，总基调转向稳健偏宽松

预计 2021 年货币供应量 M2 增速在 10%左右。会议指出稳健的货币政策要“灵活精准、合理适度”，预示着结构性政策尤其是直达实体经济的政策工具将继续担当重任，以“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”。但值得关注的是，上述货币增速提法与三季度货币政策执行报告相比，将“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”变成了“名义经济增速”，背后传递出两方面的信号意义：一是提高了明年货币供应量 M2 和社会融资规模增速目标，预计明年“名义经济增速”相配的 M2 增速在 10%左右（见图 5），只比今年略低（11 月 M2 增速为 10.7%），高于三季度货币政策执行报告隐含的 9%左右的水平；二是为应对明年的不确定性预留出货币政策空间，有预防性政策储备考虑。

图 5：M2、社融增速与名义 GDP 增速



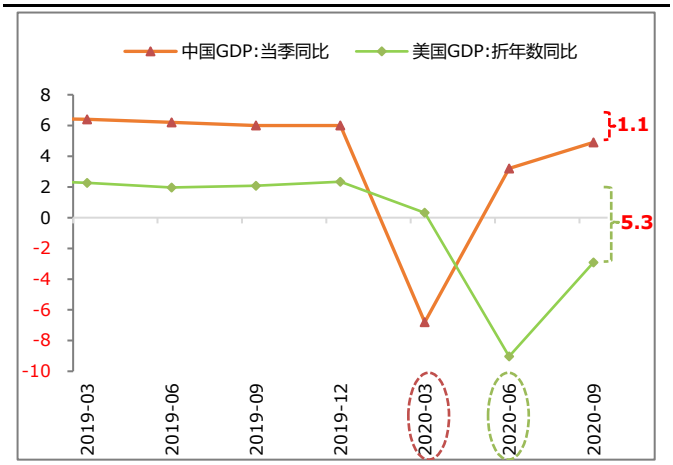
资料来源：WIND，财信研究院

保持宏观杠杆率基本稳定，2021 年仍是化解金融风险重要窗口期。一是 2020 年国内宏观杠杆率大幅提升约 25 个百分点，债务增加较多导致金融风险有所加大，需要货币政策“处理好恢复经济和防范风险关系”；二是明年经济增速较高、通胀水平温和、汇率压力不大，为货币政策处置金融风险留出了绝佳窗口期，预计明年宏观杠杆率的分子债务增速难以超过今年，而分母名义 GDP 增速却大幅提高，有利于杠杆率整体稳定，即使“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”，也不会影响“保持宏观杠杆率基本稳定”的实现；三是 2022 年我国面临的国内外宏观环境或边际转差，需要货币政策提前为其留出一定政策空间，如未来出口、中美关系或均将面临新的不确定性。

人民币汇率升值速度或有望趋缓。今年 6 月份以来，美元兑人民币汇率由 7.13 降至 6.51，人民币升值幅度接近 9%，汇率的波动弹性大幅提升。对于明年人民币汇率走势变化，预计面临中美经济周期错峰、中美利差收窄的冲击影响（见图 6-7）。明年美国经济将在宽松货币财政政策刺激、疫苗注射逐步普及、补库存等因素的共同作用下，下半年经济增速将较快提升，有利于美元走强，因此预计美元指数将先贬后升。会议提出

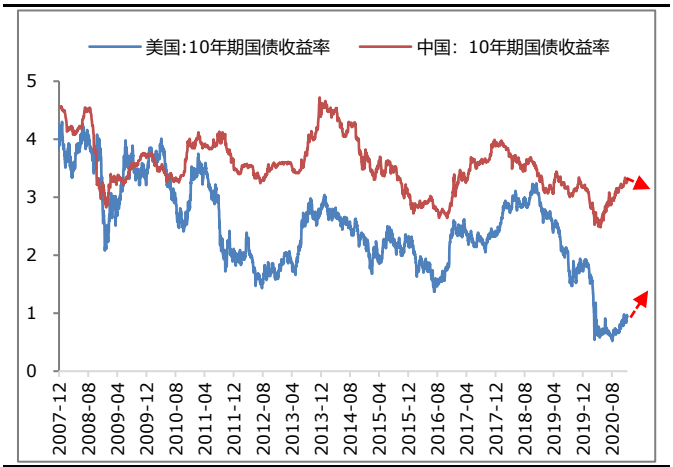
“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，预计 2021 年人民币汇率存在先升后贬的可能。

图 6：2021 年一季度后美国 GDP 修复弹性将更大



资料来源：WIND，财信研究院

图 7：中美利差面临大幅收窄压力



资料来源：WIND，财信研究院

（二）财政政策：积极总基调不变，重在提质增效助力构建新格局

财政政策积极取向不变，但力度会有所降低。会议强调财政政策要“提质增效、更可持续”，预示着 2021 年财政赤字率和专项债额度会有不同程度的下降，同时“保持适度支出强度”，意味着财政政策整体收缩幅度不大。一是预计明年官方赤字率将调降至 3%左右，但在名义 GDP 增长 10%的基准假设下，明年赤字规模或在 3.4 万亿元左右，较今年收缩幅度较小；二是 2021 年专项债券额度大概率收缩至疫情前水平，预计从 2020 年的 3.75 万亿调降至 3.5 万亿左右。整体看，在不考虑特别国债的情况下，2021 年广义财政赤字率（官方赤字率+专项债占 GDP 比重）大概率由今年的 7.3%左右降至 6.1%左右，但仍高于 2019 年 5%左右的水平。

从政策用途看，财政政策重点将由对冲疫情冲击转变为推动高质量发展、由帮扶供给恢复向完善需求管理倾斜。会议指出“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”，意味着未来财政支出结构会根据经济转型需要做出适应性调整，财政资金要切实用到“刀刃”上。一是财政对科技创新领域的支持力度将明显增加，强化国家战略科技力量，着力解决制约国家发展和安全的重大难题；二是财政对民生社保领域的支持力度不减，助力低收入群体提高消费意愿，扩大消费需求；三是政府投资结构将继续调整优化，未来财政资金将更多的向新基建和新型城镇化等领域倾斜。

另外，会议还强调“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”。意味着明年财政纪律不会出现放松，防范化解隐形债务风险、守住不发生系统性风险的底线仍是地方财政工作的重中之重。

附录:

表 1：近两年中央经济工作会议内容对比

		2020 年中央经济工作会议	2019 年中央经济工作会议
宏观经济	今年工作总结	我国成为全球**唯一实现经济正增长的主要经济体**，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**。	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，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破……**“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。**
	经济形势分析	**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。**	我国正处在转变发展方式……“三期叠加”影响持续深化，**经济下行压力加大**。 **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……**全球动荡源和风险点显著增多。**
	明年工作目标	定调：**明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年** 思路：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……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；**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。	定调：要实现第一个百年奋斗目标……实现全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务是明年全党工作的重中之重。 思路：紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调……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**
宏观政策	总方向	**宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性**。 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。	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。
	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。
	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。**
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**	把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程。在深化供给侧结构性改革上持续用力。坚持巩固、增强、提升、畅通的方针.
扩内需		坚持**扩大内需这个战略基点。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；**要增强投资增长后劲，**继续发挥关键作用。	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。**
房地产		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**	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。
重点工作任务		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。

资料来源：中国政府网，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。