中央经济工作会议六大关注点

2020 年 12 月 18 日

事件

- 2020 年 12 月 16 日至 18 日，中央经济工作会议召开，总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。

观点

- **如何定义 2021 年经济工作的特殊性？**本次会议强调了“明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年”，从外部环境来看，“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”；从国内环境来看，2021 年要“确保‘十四五’开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年”，因此，在“构建新发展格局明年要迈好第一步”的要求下，“创新”优于“稳定”，“消费”和“安全”比以往更加被强调。绿色发展和新能源依然是重点，本次会议全文 8 次出现“碳”相关表述，而 2019 年从未提及（图 1）。

- **为何“需求侧改革”重回“需求侧管理”？**12 月 11 日政治局会议首提“需求侧改革”，市场普遍预期改革措施包括公共财政、户籍制度、土地、社保等方面。但本次会议重回“需求侧管理”说法，或因具体措施还在酝酿，后续可以关注明年 3 月《十四五规划纲要》如何阐述。

- **“经济运行保持在合理区间”暗含的 2021 年经济增速？**我们认为这个合理区间在 5%-5.5%，对应着“十四五”期间中国经济的潜在增速，但由于新冠疫情冲击产生的基数效应，对于这一合理区间，应将在 2020 年与 2021 年的增速平均来看。因此，这一合理区间下，鉴于 2020 年中国经济增速预计在 2%-2.5%，2021 年中国经济的增速应该在 8%-8.5%。

- **稳健的货币政策更加强调精准和适度。**货币政策保持必要支持力度的“底线思维”，继续维持紧平衡，更多通过逆回购和 MLF 等进行精准调控，降准降息难再出现。“不急转弯，把握好政策时度效”则暗示明年上半年加息的概率较低。市场政策紧缩预期预计降温，长端利率短期见顶的概率进一步上升（图 2）。

- **在稳杠杆的基础上处理好稳增长和防风险的平衡。**除了市场“耳熟能详”的社会融资规模增速同名义 GDP 增速基本匹配外，值得关注的是“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，“打击逃废债”，这说明 2021 年稳定杠杆的重点在有序控制非金融企业部门（尤其是弱资质的地方国企）和政府部门的债务水平，重视防范信用风险（图 3、图 4）。

- **政策退出有度，积极财政政策具有可持续性。**由于 5 年已经连续大规模减税降费 7.76 万亿（图 5），预计 2021 年减税降费规模将明显缩减，抗疫特别国债大概率不再发行，预计赤字率虽开始向“3”靠拢但仍保持在“3”以上，专项债额度的减少也将相当有限（表 1）。

- **风险提示：**政策调整超预期，疫情影响经济复苏进度

证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn

证券分析师　王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

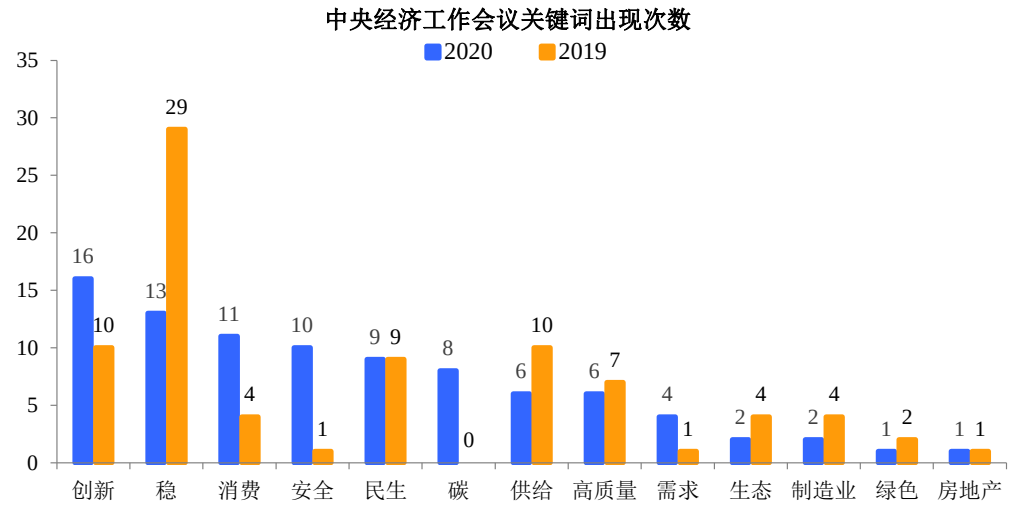
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17
2、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评》2020-12-15
3、《宏观点评 20201215》2020-12-15
4、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11
5、《宏观点评 20201209：信用债遇冷，但社融见顶仍存疑》2020-12-10

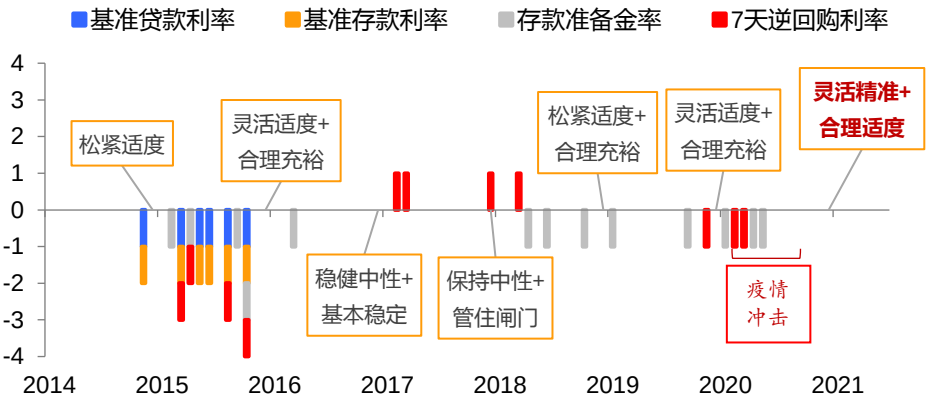
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：“创新”、“消费”、“安全”出现频次靠前



数据来源：新华网，东吴证券研究所

图 2：中央经济工作会议货币政策核心措辞和此后政策操作

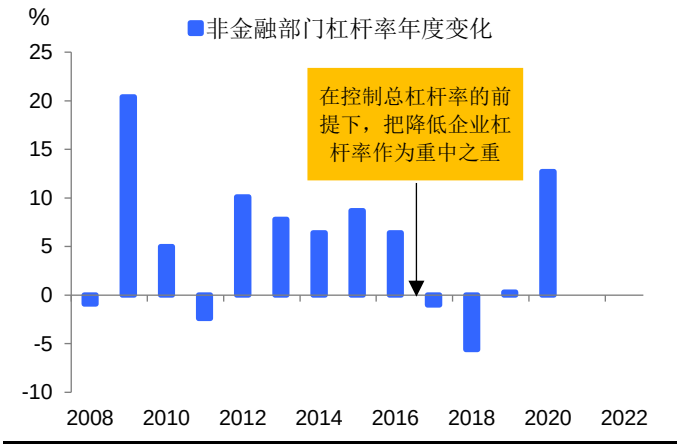


注：上图中加息或是提高存款准备金率记为 1，降息或降准记为-1.

数据来源：Wind，东吴证券研究所

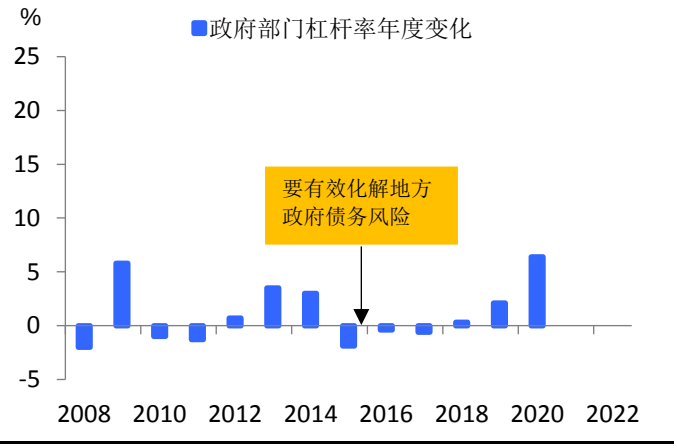
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：稳杠杆下非金融企业杠杆将是工作重点之一



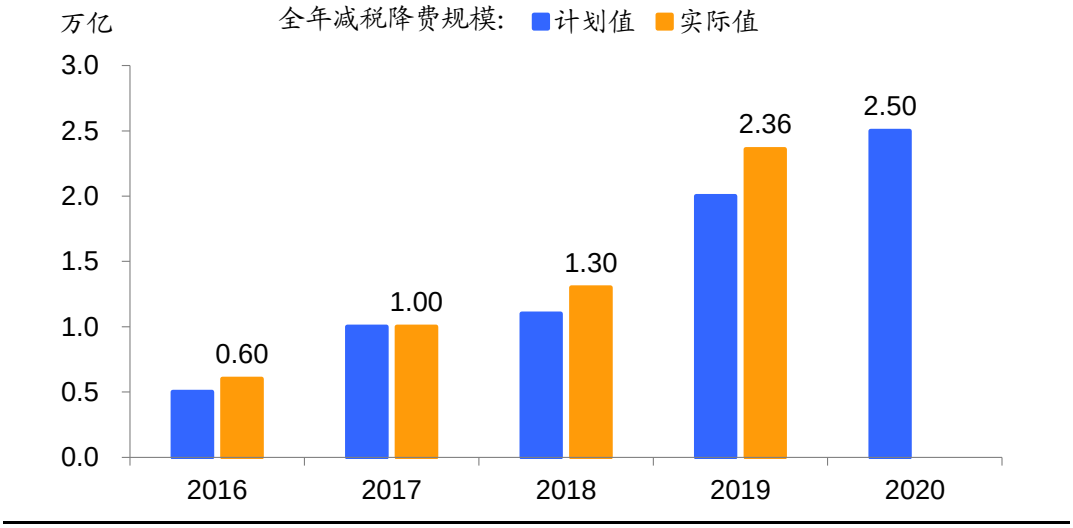
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：稳杠杆下政府部门杠杆将是工作重点之一



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：过去 5 年实际减税降费规模达到 7.76 万亿



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：2021 年广义财政赤字规模及赤字率展望

		2018	2019	2020	2021E
广义财政赤字规模万亿（万亿）	总量	3.73	4.91	8.51	6.8-7.1
	△	0.55	1.18	3.60	(-1.71)-(-1.41)
	狭义财政赤字	2.38	2.76	3.76	3.3-3.6
	地方政府专项债	1.35	2.15	3.75	3.50
	抗疫特别国债	/	/	1.00	0.00
赤字率（%）	狭义	2.6	2.8	3.6+	3.0-3.2
	广义	4.1	5.0	8.4	6.1-6.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

