宏观研究

中央一锤定音：不急转弯！

——解读中央经济工作会议

宏观事件点评 | 2020 年 12 月 21 日

报告摘要：

相比一周前的中央政治局会议，这次中央经济工作会议有以下几个看点。

- **第一，中央总结了应对严峻挑战的宝贵经验。**疫情深刻地改变了中国经济和全球经济的格局，产业链不但没有从中国外迁，反而纷纷回流中国，出口超预期成了今年中国经济最大的惊喜。这一切的根源，就在于党中央迅速、果断、高效地应对了疫情带来的严峻挑战。这里的宝贵经验，就是这次会议总结的“五个根本”。

- **第二，中央明确了明年宏观政策“不急转弯”。**伴随中国经济走上复苏之路，宽松政策如何退出的问题，也成了高悬在投资者心中的一把“达摩克利斯之剑”。这次会议明确宣布，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好政策时度效，打击各种逃废债行为。我们的理解是，政策是渐进的正常化，而不是急速的收紧。市场对政策尤其是货币政策过紧的担忧可以放下了。

- **第三，提出注重需求侧管理，但没提“需求侧改革”。**一周前的政治局会议提到“需求侧改革”，引发颇多关注。实际上，需求侧改革也好，需求侧管理也好，无非是“坚持系统观念”的具体体现。供给和需求属于一个系统，从前一个阶段的供给侧改革为主，到新阶段的供给侧和需求侧并举，无疑是更加成熟的做法。

- **第四，提出既要坚持“房住不炒”，也要解决好大城市住房突出问题。**怎么解决？总结起来就是一个字“租”，具体包括规范发展长租房、土地供应要向租赁住房建设倾斜、对租金水平进行合理调控等。房地产调控政策基调没有变，房地产回归居住属性没有变，房地产作为投资品的时代难以卷土重来。

- **一句话，政策不急转弯，对股市债市都是利好！**

- **风险提示：**全球政治经济不确定性加大、政策频繁变动等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

12 月 16-18 日，一年一度的中央经济工作会议如期在北京举行。站在现在这个时点，我国疫情防控有力，经济持续强劲复苏，市场对明年政策取向充满疑问，中央经济工作会议释放的信号自然是备受瞩目。相比一周前的中央政治局会议，这次会议有以下几个看点。

一、中央总结了应对严峻挑战的宝贵经验

2020 年已经走向尾声，如果要用一个关键词总结今年，毫无疑问是“新冠疫情”。想想看，这一场突如其来的疫情，在恍惚之间已经深刻地改变了中国经济和全球经济的格局。1-2 月疫情主要集中在国内，海外疫情尚未发酵，当时国内外普遍担忧疫情会导致中国面临产业链外迁风险。如今来看，中国疫情实现了动态清零，海外疫情却肆虐不止，产业链不但没有外迁，反而纷纷回流中国，出口超预期成了今年中国经济最大的惊喜。这一切的根源，就在于党中央迅速、果断、高效地应对了疫情带来的严峻挑战。这里的宝贵经验，就是这次会议总结的“五个根本”。

——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；
——人民至上是作出正确抉择的根本前提；
——制度优势是形成共克时艰磅礴力量的根本保障；
——科学决策和创造性应对是化危为机的根本方法；
——科技自立自强是促进发展大局的根本支撑。

反观美国总统特朗普，在新冠疫情来临之前四处出击，标榜自己做的比历史上任何总统都多。但疫情爆发，真正的严峻挑战来临之后，他却始终拿不出任何有效的对策，导致疫情在美国泛滥不止，确诊病例雄踞全球第一。也是因为这个缘故，特朗普终于在大选中惨败于拜登，成了少数未能连任的总统之一。

二、中央明确了明年宏观政策“不急转弯”

伴随中国经济走上复苏之路，宽松政策如何退出的问题，成了高悬在投资者心中的一把“达摩克利斯之剑”。从 6 月份陆家嘴论坛上，监管层表态“疫情期间的金融支持政策具有阶段性，要提前考虑适时退出”，到三季度货币政策执行报告中，措辞严厉地重提“把好货币供应总闸门”，加上永煤债违约事件的爆发，市场对于货币政策收紧的担忧达到了极致。表现在利率债走势上，10 年期国债收益率一路从 4 月份的低点 2.48%上升到 11 月中旬的高点 3.32%，完全回到了疫情前的水平。

然而，这种担忧真的是合适的吗？

就在市场担忧情绪最严重的 11 月中上旬，我们推演了未来一年宏观杠杆率的走势及其货币政策含义。结论是明确的：在 GDP 强劲复苏和债务增长稳中有降的局面下，2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程，货币政策没有急剧收紧和持续收紧的必要。12 月 15 日，央行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，对冲 6000 亿元到期量后，净投放仍有 3500 亿元。用央行的话说，“充分满足了金融机构需求”。我们的观点初步得到验证，市场担忧情绪也稍稍有所缓解，10 年期国债收益率小幅下行到了 3.3%下方。

这次会议上，以中央经济工作会议的高规格明确宣布：

——明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；

——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；

——打击各种逃废债行为。

我们的理解是，政策是渐进的正常化，而不是急速的收紧。市场对政策尤其是货币政策过紧的担忧终于可以放下了。这对股市债市都是利好，尤其是债市迎来转机。

三、提出注重需求侧管理，但没提“需求侧改革”

一周前的政治局会议通稿中，有一句话关注度颇高——“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”。

也许，这个表述并没那么复杂，无非就是“坚持系统观念”的具体体现。“坚持系统观念”在中央十四五规划建议中首次提出，12 月政治局会议和本次中央经济工作会议都有提到。供给和需求属于一个系统，从前一个阶段的供给侧改革为主，到新阶段的供给侧和需求侧并举，无疑是更加成熟的做法。所要达到的目的，就是“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”。

供给侧改革仍是主线，需求侧并不是要压倒供给侧成为主线。至于“需求侧管理”提法本身，也不是新提法。在供给侧改革提法出现之前，“需求侧”管理或“需求管理”提法就已经长期使用了。

四、提出既要坚持“房住不炒”，也要解决好大城市住房突出问题

一周前的政治局会议通稿中，没有提及“房住不炒”。当时我们在报告中写道——政治局会议没有提到的内容，不代表就不重要，可能会在稍后的中央经济工作会议上提到，还需持续关注。但是一时间，没提“房住不炒”还是引起了一些市场人士的无端猜想。这次会议重申，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。无端猜想到此结束。

一来，市场其实已经有过同样的教训。2019 年 12 月政治局会议通稿没提“房住不炒”，市场也有猜想出来，但随后的中央经济工作会议就再次强调了“房住不炒”。这个教训，时间过得并不算远。

二来，“房住不炒”已经写入了中央十四五规划建议稿。这个建议稿，是要管五年的。

这次会议针对房地产，也有新的提法，就是“解决好大城市住房突出问题”。怎么解决？总结起来就是一个字“租”。具体包括：

——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；

——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。

房地产调控政策基调没有变，房地产回归居住属性没有变，房地产作为投资品的时代难以卷土重来。

风险提示

全球政治经济不确定性加大、政策频繁变动等。

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。