政策过快转向担忧缓释，需求侧更将持久全面

报告日期：2020-12-19

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

中央经济工作会议点评

事件：中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日召开，总结了 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。

● **政策过快转向担忧缓释，需求侧更将持久全面**

1、2021 年将是疫情防控与经济发展双巩固的一年。据我们测算 2020 年 10、11 月单月经济增速分别超过 6.5%、7.0%，全年增速有望超过 2.3%。政策不急转弯定调下，**预计 2021 年增速将达到 8-9%水平，全年呈现前高后低节奏，一季度将实现 18-20%的增长，将是未来多年增长的阶段性高点。增长动力方面，主要由消费、制造业投资、出口三方面支撑。**

2、2021 年宏观政策连续稳定，不急转弯的要求将大大缓解市场对政策过快退出担忧。货币和信用量重新回到 2018、2019 年增速与名义经济增速相匹配的提法，预计 2021 年 M2 同比增速将回落至 9.5%左右，社融存量规模增速将回落至 11.5%左右。 财政政策在保持适度支出强度的前提下，聚焦科技创新、经济结构调整、调节收入分配三大领域，预计赤字率、地方政府专项债和特别国债整体规模均调降，继续实施减税降费和压缩一般性公共支出等。

3、需求侧从“改革”向“管理”拓展，将更加全面持久。“改革”是“管理”的一部分，管理的内涵和意义更加全面深远，打消市场对短期运动式举措的顾虑。推测需求侧管理的具体抓手正在酝酿中，消费、投资、净出口作为需求侧的核心内容，具体举措有迹可循。此外，关于强化反垄断和防止资本无序扩张的工作安排，表明 2021 年对互联网平台企业的监管将大大加强，长期有利于行业规范可持续发展，短期建议规避一些投资风险。

● **短期风险偏好提升，2021 年结构性行情关注科技、消费升级和新能源**

1、不急转弯定调有力提振短期情绪，市场上行趋势有望进一步延续加强。

2、2021 年 A 股市场需要乘势待时，对政策节奏和力度的把握与理解以及对高景气、盈利强支撑行业的跟踪尤为重要。一方面刺激政策有序退出，叠加目前偏高的估值水平，且复盘过往行情在退出初期，市场均将面临压力，所以要乘势待时；另一方面 2020 低基数影响，经济强劲复苏为公司盈利提供强有力基本面支撑。这两大因素相互交织，趋势性机会将让位于结构性机会。

3、成长科技、消费升级和新能源是最重要的结构性机会。从消费和制造业支撑 2021 经济走强的自上而下逻辑，从扩大消费与改善人民生活品质结合，科技新产业周期启动及产业链供应链自主可控的自下而上逻辑，投资机会在成长科技与消费升级上交汇，消费升级关注汽车、家电、旅游休闲以及医疗、信息等服务消费，科技关注 5G、集成电路、半导体、电子、高端装备制造。碳达峰行动方案，新能源发展大势所趋，新能源的长期投资机会务必重视。

● **风险提示**：政策理解有所偏差；政策力度及出台时间不及预期；疫情再现大规模爆发；海内外经济复苏不及预期等。

正文目录

1 政策不急转弯， 缓解过快收紧担忧 3

1.1 货币政策过快收紧担忧缓释 3

1.2 财政政策在保持支出强度的前提下聚焦三大领域 4

1.3 需求侧从改革向管理拓展，更加全面持久 5

2 乘势待时，挖掘结构性机会，关注成长科技、消费升级、新能源 6

2.1 短期提振市场风险偏好，2021 年乘势待时，挖掘结构性机会 6

2.2 关注成长科技、消费升级和新能源等行业机会 7

1 政策不急转弯，缓解过快收紧担忧

疫情防控与经济发展双巩固，预计 2021 年经济增速将达到 8-9%的水平，制造业投资、消费和出口将成为核心支撑。2021 年有特殊的重要性，既要为“十四五”开个好局，又要为构建发展格局新气象迈个好步，庆祝建党 100 周年。根据中央经济工作会议指示，2021 年经济社会发展要注重疫情防控与经济发展成果的双巩固：一方面，海外疫情形势仍然严峻，国内不时出现散点爆发，疫情防控成效仍需加以巩固，抓好“外防输入、内防反弹”工作，确保不出现规模性爆发；另一方面，海外经济复苏和国际政治环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础并不牢固，复苏不稳定不平衡的特征明显，明年宏观政策“不急转弯”，保持连续性、稳定性和可持续性，保持经济运行在合理区间。

当前，经济复苏仍在加速，据测算 10、11 月单月经济增长分别超过了 6.5%、7.0%，综合增速超过了 6.7%，**预计四季度将取得 6.5%以上季度增长，全年增速有望超过 2.3%，**在极不平凡的年份里提交了一份让世界瞩目的答卷。**我们预计 2021 年经济增速将达到 8-9%水平，全年呈现前高后低节奏，一季度将实现 18-20%的增长，将是未来多年经济的阶段性高点。增长动力方面，主要由消费、制造业投资、出口三方面支撑。**

1.1 货币政策过快收紧担忧缓释

流动性过快收紧的担忧缓释。货币政策一如既往延续“稳健”主基调，具体操作上要求“灵活精准、合理适度”，与 2020 年 7 月底中央政治局会议“更加灵活适度、精准导向”的要求相比，**一方面更加注重了“合理”的倾向，**即为了应对和减小疫情冲击而实施的临时宽松政策将随疫情冲击减弱而有序退出，重回正常化操作；**另一方面，会议同时强调了宏观政策“不急转弯，把握好政策时度效”，**即尽管货币政策应该退出，但退出的节奏和力度不应发生急转弯、急掉头的巨大变化。从 7 月中旬二季度经济数据超预期开始，市场一直在担心货币政策过快收紧，近 5 个月的表现是，货币政策的确在向正常化回归，宏观杠杆率的抬升速度显著放缓，但并没有出现急转向，最强印证一是 M2 同比增速没有出现单边快速回落，二是 12 月初 MLF 提前续作以及中旬的 MLF 超量续作都表达出呵护流动性平稳过渡的信号，“不急转弯”也确认了 2021 年货币回归正常化的节奏将有序平稳，不会过快转向。

货币供应和社融增速要同名义经济增速基本匹配，以保持宏观杠杆率基本稳定。2020 年 7 月底政治局会议对货币和信用量的表述重新回到了 2018、2019 年的提法，即要求货币供应量和社会融资规模增速要与名义经济增速相匹配，疫情期间“增速明显高于去年”的提法随政策有序回归正常化而退出，中央经济工作会议延续了这

一要求。根据此要求测算，我们**预计 2021 年全年 M2 同比增速将回落到 9.5%左右，较今年回落约 1 个百分点，社融存量规模同比增速将回落到 11.5%左右，较今年回落约 2 个百分点。**会议对宏观杠杆率的要求是保持基本稳定，我们预计将回到 2017、2018 年小幅缓慢抬升的格局，这与货币政策回归正常化、又不急于转向的内涵要求一致。

2021 年货币政策将围绕“控总量、调结构”进行。中央经济工作会议中仍然坚持了货币政策要精准导向的提法，即结构调整将重于总量控制。总量上将合理适度，保持狭义流动性合理充裕，不让市场缺钱，也不会出现大水漫灌；结构上增强货币政策的精准滴灌和直达效果，继续加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，继续深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动社会融资成本下降。

1.2 财政政策在保持支出强度的前提下聚焦三大领域

中央经济工作会议指出 2021 年财政政策重点工作将集中在促进科技创新、加快经济结构调整和调节收入分配上。

在促进科技创新上，提供财政财力支持和出台优惠措施，主要是做好两头工作，一方面是强化基础研究的国家战略科技力量，抓紧制定实施基础研究十年行动方案。另一方面是集中力量解决攻克一批“卡脖子”技术，短板问题尤其是产业链供应链中的薄弱环节，要实施关键核心技术攻关工程，保障产业链供应链的自主可控能力。

在经济结构调整上，除了大力促进改革开放、科技创新驱动外，将注重对现有传统经济结构的升级，继续扩大制造业设备更新和技术改造投资。对新兴产业，中央经济工作会议强调要加强统一规划和宏观指导，统筹产业布局，避免新兴产业重复建设，说明中央也关注到了诸如新能源等某些新兴产业存在过度投资、重复建设的问题，这个问题在未来将逐步得到解决。

在调节收入分配上，做好居民收入分配调节和中央地方税收分配调节。居民收入分配调节方面，完善减税降费政策，促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体；中央地方税收分配调节方面，一是继续做好“六稳”和“六保”保障工作，尤其是财政困难地区保基层工资、保运转、保基本民生的压力仍然较大。二是继续抓实化解地方政府隐性债务工作，这在过去几年的中央经济工作会上并未提过，2018 中央已经完成了对地方隐性债务的摸底和排查工作，并制定了十年化债计划，2020 年突如其来的疫情不仅打乱了原本的化债节奏，还采取了超常规财政扩张，专项债大幅扩张，当前地方政府总体债务矛盾更加突出，2021 年伴随经济企稳、政策回归，隐性债务化解再次成为财政政策的主要主张之一，势在必行。

财政政策仍会保持适度的支出强度。财政政策本次的提法与二季度中央政治局会议“更加积极有为、注重实效”相比，更加注重了提质增效和可持续性，因此类似 2020 年财政大幅扩张的情况不会出现。但由于国内经济恢复的基础还不牢固，2021 年季度间增速变化将大幅波动，经济还未稳定在潜在增速水平，因此财政也需要保持必要适度的支持力度，预计 2021 年的财政政策上：① 宏观赤字率将有所调降，但赤字规模大概率会继续保持；② 地方政府专项债和特别国债整体规模会有所压降；③ 完善减税降费政策，继续实施一定力度的减税降费措施；④ 党政机关坚持过苦日子，预计会继续压缩一般性公共支出。

1.3 需求侧从改革向管理拓展，更加全面持久

需求侧从改革向管理拓展，内涵更加全面，预计短期内不会提出如供给侧结构性改革“三去一降一补”之类的明确抓手。“需求侧改革”在 12 月 11 日中央政治局会议中被首次提出，本次中央经济工作会议将其描述更改为“需求侧管理”。从改革到管理的拓展，一方面其涵义更加全面深远，改革只是作为管理的一部分内容；另一方面，改革通常更突出短期的目标和效果，而管理则是更注重全面长期的协调，因此我们预计需求侧管理有可能正处在顶层设计的酝酿之中，当前并未成型类似供给侧结构性改革的明确抓手，后续方向和措施如何还需进一步等待和观察。

发展格局新气象构建之年，需求侧管理愈发急迫必要。经济工作会议明确提出 2021 年要迈好构建新发展格局第一步，见到新气象，这意味着以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局将在 2021 年起步初建。形成供需互动、良性循环和更高水平的动态平衡对于构建国内大循环格局至关重要、不可或缺。过去五年供给侧改革在很大程度上缓解了供给体系量紊乱和质低下的矛盾，因此在需求侧管理上发力，形成需求牵引供给、供给创造需求的良性互动变得越发急迫和必要。

需求侧管理为扩大内需优化升级，且有望发挥更加持久的效力。本轮扩大内需在 2018 年 4 月中央政治局会议提出，此后两年时间里扩大内需组合力度都比较克制，直到 2020 年 4 月政治局会议上扩大内需组合力度升级成扩大消费和扩大投资的最积极情景。但扩大内需最积极组合通常有两个弊端：一是力度大，持续时间较短；另一个是伴随着较严重的后遗症。这两个弊端既不能满足经济高质量发展的质效要求，也不能对构建新发展格局形成长期支撑。更加全面协调、考虑综合的需求侧管理应声而出，通过贯穿生产、分配、流通、消费各个环节，优化升级扩大内需，达到提升国民经济体系的整体效能。

消费、投资、净出口是需求侧的核心内容，需求侧管理均将围绕这三方面展开，具体来看，2021 年有望在以下方面有所侧重：

扩大消费方面，最根本的是要优化收入分配结构，提高收入，进而实现扩大中

等收入群体规模。扩大消费需要从消费升级着手，改善提升生活品质，取消一些行政性限制消费的规定，挖掘促进县城乡村消费潜力；公共支出上将合理增加教育、医疗、养老、育幼等民生消费。

投资方面，① 财政要保持适当支出强度，增强国家重大战略任务的财力保障，财政支出投向具有重大战略任务的项目集中，而不仅仅是过去的重大工程项目；②强化国家战略科技力量，发挥新型举国体制优势，着力解决制约国家发展和安全的重大难题；③增强产业链供应链自主可控能力。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，实施产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。④ 大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度；⑤ 基础设施注重民生补短板，继续推动新型城镇化和区域协调发展，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系等。

出口方面，核心是构建国内国际双循环相互促进的格局，不断扩大高水平对外开放，放宽市场准入，促进公平竞争，保护产权，营造市场化、法治化、国际化的良好营商环境。继续坚持多边主义环境，参与全球治理，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 CPTPP。

2 乘势待时，挖掘结构性机会，关注成长科技、消费升级、新能源

2.1 短期提振市场风险偏好，2021 年乘势待时，挖掘结构性机会

“不急转弯”定调有力提振短期市场情绪。中央经济工作会议对短期 A 股市场最大的影响在于，定下了宏观政策不急转弯、把握好政策时度效的基调和方向，这解除了一直以来市场对于政策过快收紧的担忧。此外，对于科技和基础研究的重视，对于传统产业升级和民营经济的支持、对于对外开放的态度等在很多方面都做出了回应，给市场吃了定心丸，极大程度上提振了风险偏好。**在目前经济复苏持续强劲的基本面支撑下，投资者担忧得以缓释，市场上行趋势有望进一步延续和加强。**

对于 2021 年 A 股市场走势维持先前年度报告研判，在政策向正常化回归以及整体估值水平偏高的前提下，2021 年市场趋势性机会将让位于结构性机会。一方面，宏观政策整体将有序退出，尽管不会急转弯，但根据我们对 2007、2010、2017 年的市场复盘，政策退出之初，都会给 A 股带来一定的压力；另外一方面，2021 年的经济增长在 2020 年低基数的影响下，将以确定性的方式呈现出一个过去几年和未来

多年的阶段性顶部，在经济强劲复苏的环境下上市公司盈利能力依然会有强有力的基本面支撑。**因此在这两大确定性影响因素的相互交织缠绕下，结构性机会要显著大于趋势性机会。2021 年对政策节奏和力度的把握与理解，对高景气、盈利强支撑行业的跟踪就尤为重要。**

2.2 关注成长科技、消费升级和新能源等行业机会

成长科技、消费升级是最重要的结构性机会。通过自上而下和自下而上两条逻辑去寻找，共同指向了成长科技和消费升级。**自上而下角度**，消费和制造业投资将是支撑 2021 年宏观经济走强的两个最核心因素，这是成长科技和消费升级投资机会最重要最底层的逻辑。**自下而上角度，**消费方面，优化收入分配结构，扩大中等收入群体规模，坚持扩大消费与改善人民生活品质相结合，取消一些行政性限制消费购买规定，都指向了消费升级的路径；成长科技方面，5G 代表的一个科技新产业周期正在缓缓启动，发展潜力正在逐渐显现，科技创新被提高到前所未有的重要地位，同时强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力成为 2021 年重点工作任务等，国产替代持续进行，都预示着成长科技板块存在不容忽视的投资机会。**消费升级重点关注汽车、家电、旅游休闲，以及医疗服务、信息服务为代表的服务类消费；成长科技重点关注 5G 产业链、集成电路、半导体、电子、高端装备制造等。**

新能源的长期投资机会也不可忽视。经济工作会议中专门将做好碳达峰、碳中和工作作为 2021 年的重点任务，要求围绕二氧化碳排放力争在 2030 年前达到峰值，在 2060 年期实现碳中和的长期目标，先抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，加快调整能源结构，推动煤炭消费尽早达峰。此外，大力发展新能源是大势所趋已成共识，新能源发展仍在起步阶段，未来空间巨大。

此外，中央经济工作会议关于加强反垄断和防止资本无序扩张的表述，表明 2021 年，对互联网平台企业的监管将大大加强，长期有利于行业规范可持续发展，短期建议规避一些投资风险。

风险提示：

政策理解有所偏差；政策力度及出台时间不及预期；疫情再现大规模爆发；海内外经济复苏不及预期等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。