证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

2020 年中央经济工作会议点评

2020 年 12 月 19 日

2020 年中央经济工作会议点评：政策不急转弯，关注产业结构变化方向

证券分析师：	李智能	0755-22940456	lizn@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516060001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001
证券分析师：	燕翔	010-88005325	yanxiang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002

事项：

2020 年 12 月 18 日中央经济工作会议内容公布。

评论：

结论：明年疫情影响仍可能存在，国内整体政策倾向难以出现非常大的转变，现有的政策倾向会继续推动产业结构发生变化。财政政策继续维持积极基调，但也强调提质增效，此外还首次提及“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，这或意味着明年地方政府的融资和财政支出会面临更强的监管和限制，明年国内基建投资增速或维持 2018 年以来的低速增长。货币政策方面整体论调接近 2019 年，明确了“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”，考虑到 2021 年国内名义经济增速或达到 11%以上，这或意味着 2021 年国内整体货币政策没有明显收紧的倾向。关于明年经济工作主要任务的内容出现较多新的表述，或反映以下事实：（1）美国对中国的科技封锁倾向已经显著影响中国的产业政策，未来中国会投入更多的资源在相关科技薄弱领域；（2）疫情影响带来的产业链安全问题成为政府高层的关注重点之一，未来政府或努力降低部分产业链环节的对外依赖程度；（3）外部环境的不确定性使得粮食安全问题成为政府高层关注重点；（4）互联网大数据的发展给经济建设带来巨大的规模效应加持，但背后可能存在的垄断问题逐渐浮出水面，未来反垄断可能给同领域的中小企业带来新的机遇；（5）政府抑制房价过快上涨的倾向进一步强化，明年房地产调控政策或难以放松。

■ **困难和挑战：不能忽视疫情变化以及疫情冲击导致的各类衍生风险，整体政策倾向难以出现非常大的转变**

2015 年以来，历年中央经济工作会议均提及重点困难和挑战，而且这些困难和挑战均明显影响了当时的政策倾向。例如 2015 年、2016 年提到产能过剩问题，随后中央推出了供给侧改革；2018 年、2019 年提到世界大变局，中国继续推进“一带一路”以及加强与东盟贸易合作，中国与相关国家的外贸增速明显提升。

2020 年的中央经济工作会议内容中继续提及外部环境的不确定性，这或意味着中国会继续推进“一带一路”以及继续加强与东盟贸易合作，中国与相关国家的外贸增速或进一步提升。

与此同时，2020 年的中央经济工作会议内容中明确提到不能忽视明年疫情变化以及疫情冲击导致的各类衍生风险，这或意味着疫情相关风险明显消退之前，国内整体政策倾向难以出现非常大的转变。

表 1：历年中央经济工作会议提及的重点困难和挑战一览

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
重点困难和挑战	结构性产能过剩比较严重。	产能过剩和需求结构升级矛盾突出，经济增长内生动力不足，金融风险有所积聚，部分地区困难增多。	未提及	世界面临百年未有之大变局，变局中危和机同生并存，这给中华民族伟大复兴带来重大机遇。	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。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。	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。

资料来源:中国政府网，国信证券经济研究所整理

■ 财政政策：继续强调提质增效，首次提及化解地方政府隐性债务风险

2015 年以来，中央经济工作会议对下一年财政政策的定义均为积极的财政政策，但 2015 年、2016 年提到要加大力度，2017 年开始提及压缩一般性支出，2018 年、2019 年、2020 年均提到积极的财政政策要提质增效。2020 年还首次提及“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。

我们在专题报告《宏观经济专题：“十四五”产业发展背后的经济逻辑》中提到，中国金融业增加值占比异常高企，背后隐藏着巨大的地方政府隐性债务，这个局面或已经严重影响到国内金融资源的有效利用，因此 2018 年以来的中央经济工作会议均提到财政政策要提质增效，2020 年继续提及资质增效，同时首次提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，这或意味着明年地方政府的融资和财政支出会面临更强的监管和限制，明年国内基建投资增速或维持 2018 年以来的低速增长。

表 2：历年中央经济工作会议提及的财政政策内容一览

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
财政政策	积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费。	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。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

■ 货币政策：没有明显收紧倾向，增加了对汇率的关注

2020 年中央经济工作会议中关于货币政策的表述与 2015-2019 年相比，整体论调接近 2019 年，明确了“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”，考虑到 2021 年国内名义经济增速或达到 11%以上，这或意味着 2021 年国内整体货币政策没有明显收紧的倾向。与此同时，没有提及“降低社会融资成本”。

此外，2020 年中央经济工作会议中再次提及“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”，上一次中央经济工作会议提及汇率是在实行汇改的 2015 年，2020 年在货币政策相关表述中再次提及汇率反映了高层对今年人民币汇率快速升值的关切，未来央行可能或采取一定措施避免人民币汇率继续过快升值。

今年由于海外持续受困于疫情影响，其生产供应能力被大大削弱，而国内的生产供应能力顺利恢复形成有力的竞争优势，国内出口增速持续创新高，贸易顺差规模明显扩大，带动人民币显著升值，但这个竞争优势随着疫情影响消退也会逐渐弱化，今年这种快速的升值可能给未来人民币汇率带来潜在大幅波动风险。若明年海外仍然受困于疫情影响，其生产供应能力难以恢复正常，那国内的生产供应竞争优势或继续推动国内贸易顺差规模增长，人民币会继续面临升值压力，人民币汇率潜在波动风险进一步加大，央行可能会采取一定措施避免人民币汇率继续过快升值。

表 3：历年中央经济工作会议提及的货币政策内容一览

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，扩大直接融资比重，优化信贷结构，完善汇率形成机制。	货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。	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。	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。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

■ 明年经济工作主要任务：科技、产业链、粮食安全成为新焦点，住房问题重要性升级，反垄断可能给中小企业带来新机遇

2020 年中央经济工作会议中关于明年经济工作主要任务的内容与 2015-2019 年相比，除了全面推进改革开放以外，出现较多新的表述，第一次出现了以下内容：①强化国家战略科技力量、②增强产业链供应链自主可控能力、③解决好种子和耕地问题、④强化反垄断和防止资本无序扩张。

上述第一次出现的内容或反映以下事实：（1）美国对中国的科技封锁倾向已经显著影响中国的产业政策，未来中国会投入更多的资源在相关科技薄弱领域；（2）疫情影响带来的产业链安全问题成为政府高层的关注重点之一，未来政府或努力降低部分产业链环节的对外依赖程度；（3）外部环境的不确定性使得粮食安全问题成为政府高层关注重点；（4）互联网大数据的发展给经济建设带来巨大的规模效应加持，但背后可能存在的垄断问题逐渐浮出水面，未来反垄断可能给同领域的中小企业带来新的机遇。

此外，2018 年、2019 年中央经济会议内容中均是在“加强保障和改善民生”这一主要任务下提及住房问题，而 2020 年首次将“解决好大城市住房突出问题”列为明年经济工作主要任务之一，政府抑制房价过快上涨的倾向进一步强化，明年房地产调控政策或难以放松。房地产价格过快上涨会增加整体经济运行的成本，目前房地产价格过高已经形成了推动国内经济增长的关键瓶颈之一，而要实质性地解决住房价格过快上涨问题，增加住宅土地供应或许是唯一的途径，未来可继续关注国内土地供应相关政策。

表 4：历年中央经济工作会议提及的明年经济工作主要任务内容一览

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
明年经济工作重点任务	第一，积极稳妥化解产能过剩。第二，帮助企业降低成本。第三，化解房地产库存。第四，扩大有效供给。第五，防范化解金融风险。	第一，深入推进“三去一降一补”。第二，深入推进农业供给侧结构性改革。第三，着力振兴实体经济。第四，促进房地产市场平稳健康发展。	一是深化供给侧结构性改革。二是激发各类市场主体活力。三是实施乡村振兴战略。四是实施区域协调发展战略。五是推动形成全面开放新格局。六是提高保障和改善民生水平。七是加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。八是加快推进生态文明建设。	一是推动制造业高质量发展。二是促进形成强大国内市场。三是扎实推进乡村振兴战略。四是促进区域协调发展。五是加快经济体制改革。六是推动全方位对外开放。七是加强保障和改善民生（其中提到要构建房地产市场健康发展长效机制）。	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（其中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位）。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。	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。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

■ 小结：政策不会急转弯，关注产业结构变化方向

明年疫情影响仍可能存在，国内整体政策倾向难以出现非常大的转变，现有的政策倾向会继续推动产业结构发生变化。财政政策继续维持积极基调，但也强调提质增效，此外还首次提及“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，这或意味着明年地方政府的融资和财政支出会面临更强的监管和限制，明年国内基建投资增速或维持 2018 年以来的低速增长。货币政策方面整体论调接近 2019 年，明确了“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”，考虑到 2021 年国内名义经济增速或达到 11%以上，这或意味着 2021 年国内整体货币政策没有明显收紧的倾向。关于明年经济工作主要任务的内容出现较多新的表述，或反映以下事实：（1）美国对中国的科技封锁倾向已经显著影响中国的产业政策，未来中国会投入更多的资源在相关科技薄弱领域；（2）疫情影响带来的产业链安全问题成为政府高层的关注重点之一，未来政府或努力降低部分产业链环节的对外依赖程度；（3）外部环境的不确定性使得粮

食安全问题成为政府高层关注重点；（4）互联网大数据的发展给经济建设带来巨大的规模效应加持，但背后可能存在的垄断问题逐渐浮出水面，未来反垄断可能给同领域的中小企业带来新的机遇；（5）政府抑制房价过快上涨的倾向进一步强化，明年房地产调控政策或难以放松。

其中对银行而言，国信银行组维持年度策略中的判断：一是虽然国内政策难以出现大的转向，但基数效应下社融增速、M2 增速等可能有所放缓，预计银行资产规模的增速也会有所回落；二是虽然资产增速回落，但作为资产的“毛利率”，银行净息差或企稳，从而对冲资产规模增速回落的不利影响。由于部分住房按揭贷款将在明年一季度重定价，从而体现前期 LPR 下降的影响，预计净息差在明年一季度见底；三是银行资产质量已度过最坏阶段，尤其是明年下半年银行资产质量表现或好于上半年，银行总体基本面处于改善通道。结合估值来看，当前银行板块估值处于历史低位附近，充分反映了市场对银行基本面的悲观预期，随着银行基本面向好发展，估值修复行情可期。

相关研究报告

《宏观经济数据前瞻：2020 年 11 月宏观经济指标预期一览》 ——2020-12-01
《宏观经济数据前瞻：2020 年 10 月宏观经济指标预期一览》 ——2020-11-03
《国庆假期国际金融市场事项一览：全球经济缓慢复苏，股强债弱依然持续》 ——2020-10-10
《宏观经济数据前瞻：2020 年 8 月宏观经济指标预期一览》 ——2020-09-03
《宏观经济数据前瞻：2020 年 7 月宏观经济指标预期一览》 ——2020-08-03

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。
证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032