宏观研究

【粤开宏观】1211 政治局会议释放的六大信号

2020 年 12 月 11 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《消费分析手册》2020-10-12

《【粤开宏观】1-9 月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》2020-10-27

《【粤开宏观深度】五中全会公报解读及 11 月经济展望》2020-10-31

《【粤开宏观】美国大选跟踪及资产配置展望（附回测图）》2020-11-03

《【粤开宏观深度】创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局——十四五规划建议解读》2020-11-05

摘要

此次政治局会议从基调看延续了十九届五中全会的诸多提法，比如加快构建新发展格局、坚持扩大内需战略、强化科技战略支撑以及扩大高水平对外开放等。但是也有新的提法，如首次提出需求侧改革，“强化反垄断和防止资本无序扩张”，“巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接”“”要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。”总体上，政治局会议释放了六大信号。

风险提示：外围环境超预期恶化

目 录

一、1211 政治局会议释放的六大信号 3

图表目录

图表 1： 四季度 GDP 将基本恢复到正常轨道 3
图表 2： 当前经济恢复强劲 4

一、1211 政治局会议释放的六大信号

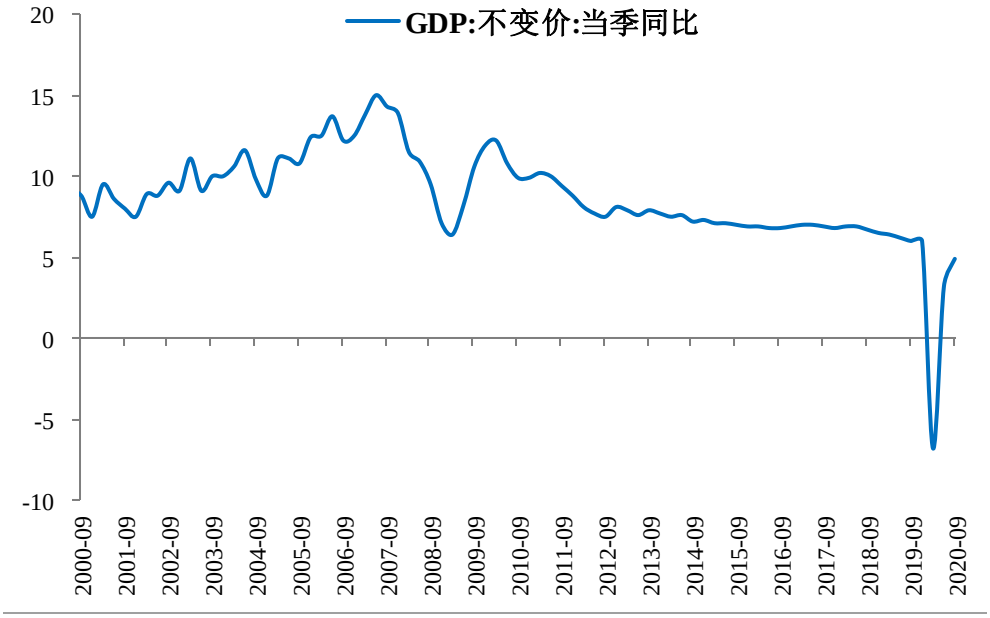
中央政治局一般每个季度召开经济形势分析会议，年底的会议总结当年成绩、不足及定调次年经济工作基调，尤为重要。但是，更具体细化的举措要到中旬靠后时分的中央经济工作会议。

此次政治局会议从基调看延续了十九届五中全会的诸多提法，比如加快构建新发展格局、坚持扩大内需战略、强化科技战略支撑以及扩大高水平对外开放等。但是也有新的提法，**如首次提出需求侧改革，“强化反垄断和防止资本无序扩张”，“巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接”**，要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。”总体上，政治局会议释放了六大信号。

一是对形势的判断较上半年有所缓和，但仍强调不确定性。730 政治局会议认为“经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期”；此次会议认为**“我国经济运行逐步恢复常态”“我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”。**从去年底 1206 政治局会议认为“三大攻坚战**扎实推进**”到此次会议“**三大攻坚战取得决定性成果**”。从去年底“当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变”和今年 730 政治局会议“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，实现稳增长和防风险长期均衡”，到此次会议**“新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性”。**

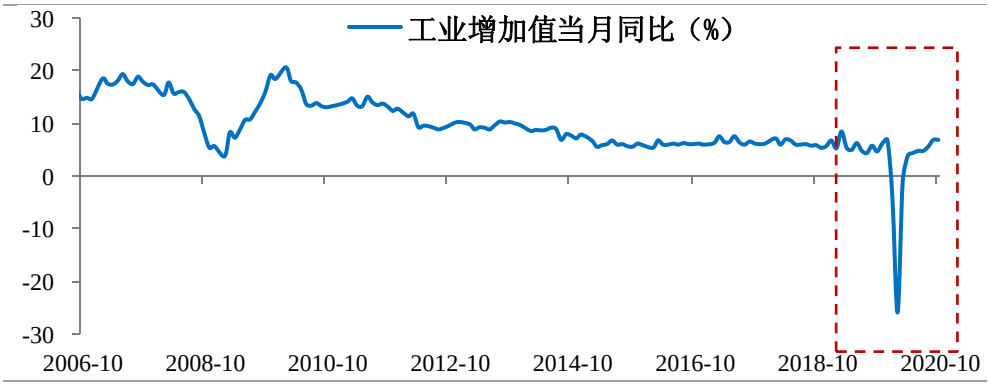
今年一二三季度 GDP 分别为-6.8%、3.2%和 4.9%，逐季上升，四季度将基本恢复到正常轨道。**10 月和 11 月工业增加值、服务指数继续上升，各方面数据反映出当前经济恢复强劲。先行指标 PMI 显示供需两旺、PPI 环比上升同比降幅收窄、产能利用率上升到 76.7%、工业企业利润累计增速转正、出口大幅上升。**经济结构更加均衡：1）供需均衡，需求加快，与强劲的供给平衡；2）需求内部均衡，消费和制造业投资逐步上升，向房地产投资收敛；3）实体与金融均衡；4）工业和服务业均衡，服务业加快恢复，缩小与二产的差距。经济复苏主要源于：1）我国疫情率先控制，提供了生产生活回归相对正常的秩序基础；2）超常规的财政和货币政策刺激；3）改革开放步伐加快，推动要素市场化、加快落实金融服务业对外开放。从驱动力量看，主要是房地产投资和出口超预期，出口超预期源自中国和欧美分别倾向于企业和居民的政策导向，引发中国供给强、欧美需求弱的格局；房地产超预期源自相对宽松的货币金融环境以及房企加快投资、销售回笼资金的自救行为。

图表1：四季度 GDP 将基本恢复到正常轨道



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表2：当前经济恢复强劲



资料来源:wind、粤开证券研究院

二是首次提出需求侧改革，从需求管理和扩大内需战略进一步提高到以改革的方式促进需求。会议提出“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革。”“坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑”。新发展格局的核心是供给端产业升级+需求端扩大，提高供需匹配性畅通循环。1998 年以来扩大需求就频繁出现在我国的党政文件中。1998 年 2 月，《关于转发〈国家计划委员会关于应对东南亚金融危机，保持国民经济持续快速健康发展的意见〉的通知》指出，要“立足扩大国内需求，加强基础设施建设”。且扩大内需不仅仅作为短期政策，更作为长期战略。2008 年我国出台一系列的需求刺激政策，但其后导致产能过剩以及透支耐用消费品需求，短期汽车销售迅速上升，此后连续增速下行。根据乘联会数据，2009-2012 年我国乘用车销量同比分别为 58.3%、30.5%、2.8%和 6.9%。

消费是经济的慢变量，刺激的作用有限，且副作用大，要依靠改革。消费从根本上取决于消费能力（收入）、消费意愿（医疗养老教育等社保体系的完善程度）和供给的适配性，如果这些根本问题不解决，消费很难大幅增加。消费能力要从改革国民收入分配尤其是提高中低收入人群的占比。提高消费意愿需要解决收入差距过大及社保体系、住房问题。高端供给及消费环境的改善则涉及经济发展方式和产业链升级。因此，消费不

能靠刺激，而是改革。**消费是经济发展的目的，而不是工具，经济发展是为了满足居民更好的消费，而不是让消费成为工具。要推动五大改革：**一是要进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体收入在收入分配中的比重。二是要优化财政支出结构，降低财政供养人员和基建支出比例，支出结构从以“物”为主走向以“人”为主。三是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高边际消费倾向。四是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。五是放宽旅游、文化、医疗、养老、教育培训和家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。

三是“强化反垄断和防止资本无序扩张”。十九届五中全会通过的《十四五规划建议》提出“建设高标准市场体系。健全公平竞争审查机制，加强反垄断和反不正当竞争执法司法，提升市场综合监管能力。”改革开放以来，资本与土地、劳动力结合，宏观的改革开放落实到微观是激发企业家的积极性，创造了大量财富。但是，近年来基尼系数上升，资本与劳动的分配比例不均衡，不利于推动共同富裕和加快构建新发展格局。资本无序扩张、漠视监管冲击了经济秩序、金融秩序和社会秩序稳定。部分民企巨头利用垄断和支配地位破坏市场，通过资本影响和干预政策、影响舆论，并呈现出公关智库化、智库公关化的趋势。

四是“促进房地产市场平稳健康发展”。十九届五中全会《十四五规划建议》提出“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”“促进住房消费健康发展”“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。”韩正副总理 12 月 3 日在住房城乡建设部召开座谈会，强调“坚定不移落实房地产长效机制，加强住房保障体系建设，有效扩大保障性租赁住房供给。“时刻绷紧房地产市场调控这根弦”。**未来还将坚持“房住不炒”总基调，更加强调因城施策、市场轨和保障轨双轨各司其职、发展住房租赁市场。随着人口区域分化和都市圈城市群的建设，房地产也会出现明显的区域分化。房地产税并未提及，但是在《十四五规划建议》财税部分提及“健全地方税、直接税体系，优化税制结构，适当提高直接税比重”，考虑到未来的财政形势和税制改革，房地产税从长期看是大势所趋，短期出台时机并不成熟。**

五是“巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。”2017 年十九大报告提出“从现在到二〇二〇年，是全面建成小康社会决胜期。特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。”**此次会议提出“三大攻坚战取得决定性成果，新时代脱贫攻坚目标任务如期完成，全面建成小康社会胜利在望，中华民族伟大复兴向前迈出了新的一大步。”下阶段任务是巩固成果同时继续坚持乡村振兴。三大攻坚战中剩下的污染防治和防范风险依然保留，此次会议提及“持续改善生态环境质量。”“抓好各种存量风险化解和增量风险防范。”**

六是要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。当前国内外形势复杂，必须以内部的确定性和风险防范应对外部不确定性和风险明显提高。明年主要有四大风险：一是政策风险。基数效应带来的经济数据幻觉，可能导致政策突然转向紧缩，进而导致经济从大起到大落。2021 年一季度中国经济增速可能到 10%以上，但这与 2020 年一季度的低基数有非常大的关系，如果政策瞬间转向，对经济会造成较大的冲击。2021 年中国宏观经济政策更多应该从微观角度考虑，多关注政府财政收入的增速、居民收入增速和就业率以及企业盈利增速等。**二是房地产风险。2021 年货币政策收紧可能会引发房地产价格和投资下行的压力。三是财政风险和地方政府债务风险。**要处理好减税降费和财政可持续性的平衡。直达基层的转移支付常态化和制度化可能导致省级政府的积极性弱化、资

金效率低下。专项债越来越呈现一般债的特征，最终给一般公共预算带来压力。**四是外部环境尤其是拜登对华遏制升级的风险。**2021 年进入拜登总统时代，拜登在科技、金融等其他领域可能有更深层次或更高级别对中国的遏制。

当然，在党和政府的坚强领导下，一定能将制度优势转化为治理效能，完全能够应对和化解增量和存量风险。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com