

相关研究

- 《百年孤独：拉美是如何落入陷阱的？——收入分配系列之一》2019.12.10
- 《小康社会收官，改革创新发力！——政治局会议点评》2019.12.08
- 《下沉市场，风光无限！——“消费和创新”系列之六》2019.12.04

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

稳字当头，改革创新

——中央经济工作会议点评

投资要点:

● 12月10日至12日，中央经济工作会议在北京举行。我们的解读如下：

● 一、稳：小康社会收官，经济合理区间

● 会议指出，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大，但经济稳中向好、长期向好趋势未变。会议定调，2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，做好经济工作十分重要，要保持经济运行在合理区间，全面做好“六稳”工作，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。会议指出，要坚持稳字当头，宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。

● 二、调：宽财政调结构，稳货币促融资

● 积极的财政政策从去年的“加力提效”升级为“大力提质增效”，更加注重结构调整，重心从去年的“实施更大规模减税降费、增加地方政府专项债券规模”转向“压缩一般性支出，做好重点领域保障”。稳健的货币政策从去年的“松紧适度”微调为“灵活适度”，在“保持流动性合理充裕”的同时，做到“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”。而“疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”，表述也较去年更为积极。会议强调财政、货币形成合力，引导资金投向先进制造、民生建设、基础设施等短板领域。

● 三、新：新时代新矛盾，新理念高质量

● 会议提出六大重点工作，“坚定不移贯彻新发展理念”居首。会议提出要坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念。十九大报告指出，新时代我国社会主要矛盾发生了变化，因而应把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上。新发展理念的贯彻，意味着必须转变发展方式，从高速增长转向高质量发展。会议强调，要以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。具体包括：深化科技体制改革、支持战略性新兴产业发展、实施减税降费政策、健全体制机制、大力发展数字经济，以及解决好“一老一小”问题等。

● 四、保：攻坚脱贫居首，重申房住不炒

● 会议较去年更加重视三大攻坚战，在六大重点工作中排在第二。但顺序有所调整，其中脱贫居首，强调“确保如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战”；污染防治居次，强调“坚持方向不变、力度不减，突出精准治污、科学治污、依法治污”；风险防范仅强调“保持宏观杠杆率基本稳定”，指向防风险压力暂缓，稳杠杆延续。确保民生保障和改善位居第三，包括：做好关键点、困难人群保障；抓好重点群体就业工作；解决进城务工人员子女上学难问题；确保养老金按时足额发放；深化医疗养老市场化改革，以及加大城市困难群众住房保障工作。值得注意的是，会议重提“房住不炒”，强调大力发展租赁住房，全面落实稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制。

● 五、改：深化体制改革，开放推向纵深

● 会议对深化改革、扩大开放着墨甚多，并明确提出“坚持以改革开放为动力”、“依靠改革优化营商环境”。其中，深化经济体制改革主要包括：加快国资国企改革，完善产权制度和要素市场化配置，深化财税体制改革，加快金融体制改革。对外开放要继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，包括：加强外商投资促进和保护，推动对外贸易稳中提质，降低关税总水平，发挥好自贸区试验田作用，主动参与全球经济治理变革等。我们预计，改革将成为2020年的关键词之一，随着各项改革有序推进，制度红利将有望释放。

目 录

1. 稳：小康社会收官，经济合理区间	4
2. 调：宽财政调结构，稳货币促融资	4
3. 新：新时代新矛盾，新理念高质量	5
4. 保：攻坚脱贫居首，重申房住不炒	6
5. 改：深化体制改革，开放推向纵深	7

图目录

图 1	新时代我国发展理念	6
图 2	我国社会主要矛盾变迁	6
图 3	中国经济增长动力转变	8

表目录

表 1	历年中央经济工作会议政策基调对比	4
表 2	历年中央经济工作会议财政、货币政策对比	5
表 3	过去三年中央经济工作会议中对三大攻坚战、房地产的表述	7

12月10日至12日，中央经济工作会议在北京举行。我们的解读如下：

1. 稳：小康社会收官，经济合理区间

首先是会议对经济形势的研判和政策框架的定调。我们认为，核心是“稳”，下行压力加大、保稳定、六稳、稳字当头，无一不与“稳”相关。

经济下行压力加大，长期向好趋势未变。会议强调，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大，但也指出，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。这与政治局会议“风险挑战明显上升，增强必胜信心”基调保持一致。

小康社会收官之年，保持经济合理区间。会议指出，明年是“全面建成小康社会和‘十三五’规划收官之年”，做好经济工作十分重要。会议继续强调“保持经济运行在合理区间”，在“统筹推进”部分新增“保稳定”，并将“六稳”从“进一步”升级为“全面做好”。

政策坚持稳字当头，合理增长稳步提升。与去年相比，今年会议更注重“稳”，明确提出“要坚持稳字当头”，并把去年“宏观政策要强化逆周期调节”调整为“宏观政策要稳”。不过，会议并非一味强调数量的稳定，而更关注质量的提升，明确强调“确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升”。

表 1 历年中央经济工作会议政策基调对比

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
定位	全面建成小康社会决胜阶段的 开局之年 、推进结构性改革的 攻坚之年 。	实施“十三五”规划的 重要一年 、供给侧结构性改革的 深化之年 。	贯彻党的十九大精神的 开局之年 ，改革开放 40 周年，决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的 关键一年 。	新中国成立 70 周年，全面建成小康社会 关键之年 ， 做好经济工作至关重要 。	全面建成小康社会和“十三五”规划 收官之年 ， 做好经济工作十分重要 。
基调	坚持稳增长、调结构、惠民生、防风险，实行宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路，保持经济运行在合理区间， 着力加强结构性改革，在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板 。	坚持以提高发展质量和效益为中心 ，坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路， 坚持以推进供给侧结构性改革为主线 ，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、 促改革 、调结构、惠民生、防风险各项工作。	坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作， 大力推进改革开放，创新和完善宏观调控，推动质量变革、效率变革、动力变革，在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展 ，引导和稳定预期，加强和改善民生，促进经济社会持续健康发展。	坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战， 着力激发微观主体活力 ，创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作， 保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期 ，提振市场信心，增强人民群众获得感、幸福感、安全感。 宏观政策要强化逆周期调节，适时预调微调，稳定总需求 。	紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战， 全面做好“六稳”工作 ，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、 保稳定 ，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，得到人民认可、经得起历史检验。坚持 宏观政策要稳、微观政策要活 、社会政策要托底的政策框架。

资料来源：海通证券研究所整理。注：红色加粗为新增部分。

2. 调：宽财政调结构，稳货币促融资

其次是会议对财政政策和货币政策的表述。我们认为，核心在于“调”，财政政策的亮点在于支出端的结构调整，而货币政策的亮点在于金融支持实体力度的调整。

积极财政提质增效。积极的财政政策从去年的“加力提效”升级为“大力提质增效”，并强调更加注重结构调整。财政政策的亮点在于支出端的结构调整。去年会议强调要实施更大规模的减税降费、较大幅度增加地方政府专项债券规模，而今年会议则强调要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。在财政收支矛盾凸显的背景下，积极财政调整的方向是“提质”，主要体现为调整支出结构。

稳健货币灵活适度。稳健的货币政策从去年的“松紧适度”微调为“灵活适度”，依然要“保持流动性合理充裕”，同时强调降低社会融资成本。货币政策的亮点在于金融支持实体经济力度的调整。值得注意的是，在“深化金融供给侧结构性改革”部分，从去年的“改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”升级为“疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”，表态更为积极，也更为迫切。

政策合力引导资金。此外，与往年不同的是，今年会议明确提出，财政政策、货币政策要同其他政策形成合力，引导资金投向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。

表 2 历年中央经济工作会议财政、货币政策对比

	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，较大幅度增加地方政府专项债券规模。	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。
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。要在增强人民币汇率弹性的同时，保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定。	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，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。	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 。要深化金融供给侧结构性改革， 疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。

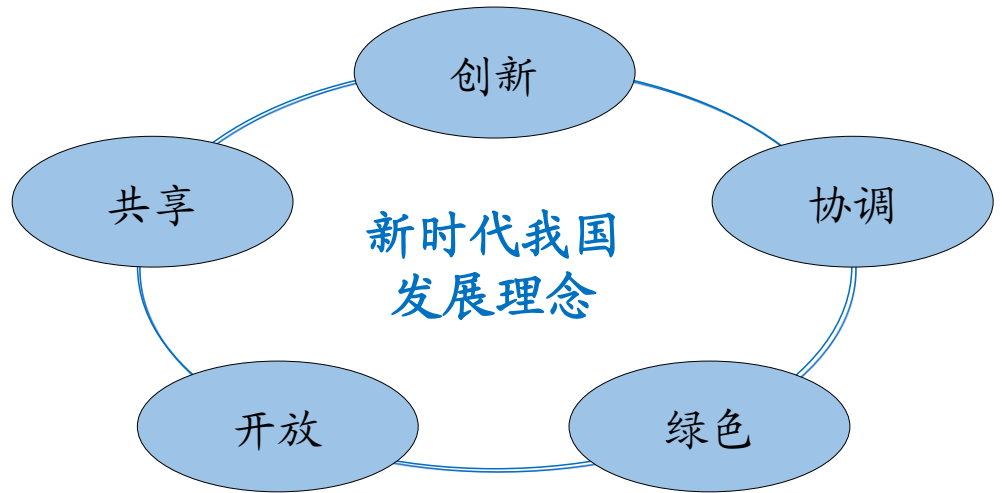
资料来源：海通证券研究所整理。注：红色加粗为新增部分。

3. 新：新时代新矛盾，新理念高质量

今年会议提出六项重点工作，第一项是“坚定不移贯彻新发展理念”，第五项是“着力推动高质量发展”。我们认为，其核心在于“新”，新时代我国社会面临新矛盾，必须贯彻新发展理念，经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段。

首先是贯彻新发展理念。会议提出，“新时代抓发展，必须更加突出新发展理念，坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，推动高质量发展”。十九大报告明确指出，“发展是解决我国一切问题的基础和关键，发展必须是科学发展，必须坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念”。

图1 新时代我国发展理念

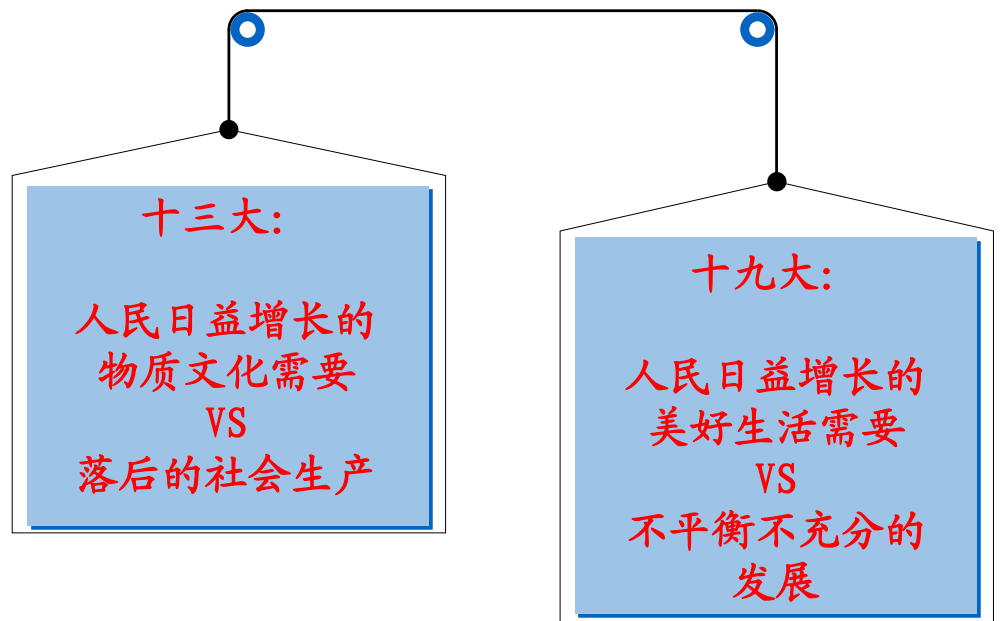


资料来源：海通证券研究所整理

新发展理念提出，缘于新时代我国社会主要矛盾发生了变化。十九大报告指出，新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。而本次会议也明确强调要“把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上”。

新发展理念的贯彻，意味着必须转变发展方式，从高速增长转向高质量发展。如何实现高质量发展？会议指出，要以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。包括：深化科技体制改革、支持战略性新兴产业发展、实施减税降费政策、健全体制机制、大力发展数字经济，以及解决好“一老一小”问题等。

图2 我国社会主要矛盾变迁



资料来源：海通证券研究所整理

4. 保：攻坚脱贫居首，重申房住不炒

在六大重点工作中排第二、第三的分别是“坚决打好三大攻坚战”、“确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善”。我们认为，其核心都是“保”，确保三大攻坚战目标如期完成、确保民生得到有效保障和改善。

三大攻坚战脱贫居首，保持宏观杠杆率稳定。会议较去年更加重视三大攻坚战，在六大重点工作中排在第二。和政治局会议一样，三大攻坚战的顺序也做了调整。脱贫攻坚战居首，且着墨甚多，强调确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战。污染防治次之，坚持方向不变、力度不减，突出精准治污、科学治污、依法治污。值得注意的是，防风险不仅顺序后置，必要性也有所下降，会议指出“我国金融体系总体健康”，并强调要“保持宏观杠杆率基本稳定”，这意味着“防风险”的压力有所缓解，“稳杠杆”的基调没有发生变化。

保障改善民生，重提“房住不炒”。而“确保民生保障和改善”位居第三，具体包括：做好关键时点、困难人群的基本生活保障；抓好重点群体就业工作；解决进城务工人员子女上学难问题；确保养老金按时足额发放；深化医疗养老市场化改革，以及加大城市困难群众住房保障工作。值得注意的是，会议重提“房住不炒”，强调大力发展租赁住房，全面落实稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制。

表 3 过去三年中央经济工作会议中对三大攻坚战、房地产的表述

	2018 年	2019 年	2020 年
三大攻坚战	<p>打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。</p>	<p>打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。</p> <p>打好脱贫攻坚战，要一鼓作气，重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题，加大“三区三州”等深度贫困地区和特殊贫困群体脱贫攻坚力度，减少和防止贫困人口返贫，研究解决那些收入水平略高于建档立卡贫困户的群体缺乏政策支持等新问题。</p>	<p>要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜，落实产业扶贫、易地搬迁扶贫等措施，严把贫困人口退出关，巩固脱贫成果。要建立机制，及时做好返贫人口和新发生贫困人口监测和帮扶。</p> <p>要打好污染防治攻坚战，坚持方向不变、力度不减，突出精准治污、科学治污、依法治污，推动生态环境质量持续好转。要重点打好蓝天、碧水、净土保卫战，完善相关治理机制，抓好源头防控。</p>
房地产相关	<p>打好精准脱贫攻坚战，要保证现行标准下的脱贫质量，既不降低标准，也不吊高胃口，瞄准特定贫困群众精准帮扶，向深度贫困地区聚焦发力，激发贫困人口内生动力，加强考核监督。</p> <p>打好污染防治攻坚战，要使主要污染物排放总量大幅减少，生态环境质量总体改善，重点是打赢蓝天保卫战，调整产业结构，淘汰落后产能，调整能源结构，加大节能力度和考核，调整运输结构。</p> <p>加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。</p>	<p>打好污染防治攻坚战，要坚守阵地、巩固成果，聚焦做好打赢蓝天保卫战等工作，加大工作和投入力度，同时要统筹兼顾，避免处置措施简单粗暴。要增强服务意识，帮助企业制定环境治理解决方案。</p> <p>要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。</p>	<p>我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。</p> <p>要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。</p>

资料来源：海通证券研究所整理。注：红色加粗为新增部分。

5. 改：深化体制改革，开放推向纵深

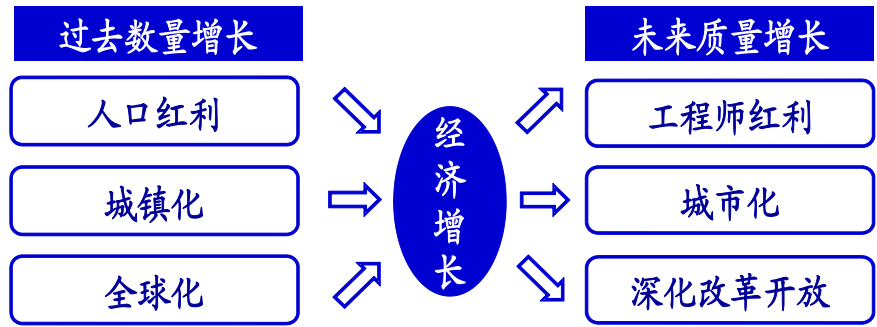
作为六大重点工作中的最后一点，会议对深化改革、扩大开放着墨甚多。我们认为，其核心在于“改”，不仅经济体制改革继续深化，对外开放也将领域更大、层次更深。

会议在展望 2020 年时明确提出，“坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力”，“依靠改革优化营商环境”。其中，深化经济体制改革主要包括：加快国企改革，完善产权制度和要素市场化配置，深化财税体制改革，加快金融体制改革。

对外开放要继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，包括：加强外商投资促进和保护，推动对外贸易稳中提质，降低关税总水平，发挥好自贸区试验田作用，主动参与全球经济治理变革等。

我们预计，“改革”将成为 2020 年的关键词之一，随着各项改革有序推进，制度红利也有望进一步得到释放。

图3 中国经济增长动力转变



资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。