



从破走向立——中央经济工作会议精神的变化

摘要

首先，宏观经济指导思路逐渐清晰。继十九大把习近平新时代中国特色社会主义思想作为指导思想之后，17年中央经济会议把以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义思想作为未来中国经济建设的指导思想。

第二，基本特征和根本要求发生变化。17年会议指出，由高速增长阶段转向高质量发展阶段是新时代经济的基本特征，推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。高质量发展集中体现了17年中央经济会议的“立”字。这一论述的变化意味着，2018年的工作重心已经从供给侧结构性改革转移到推动高质量发展上面。除了重要性下降之外，未来供给侧改革的重点也将发生变化。

第三，17年会议中对于“稳”和“进”的关系表述出现了微妙的变化。16年会议指出贯彻好稳中求进的总基调具有特别重要的意义。稳是主基调，稳是大局，在稳的前提下要在关键领域有所进取。可见16年强调稳多一点。而17年则指出“稳”和“进”是辩证统一的，要作为一个整体来把握，把握好工作节奏和力度。再结合明年经济工作重心将发生变化的分析，我们更加确定明年基建投资增长会继续下行或持续低迷的判断，而在围绕高质量发展的八个方面上，步子将会迈得更大。

第四，明年总量政策不会有太大变化，财政赤字不会扩大，货币政策也不会放松，但结构性政策将扮演重要角色。包括棚改、租赁住房、定向降准和各种各样的产业政策等都属于结构性政策，与新的政策体系相伴的是高质量发展的指标体系、统计体系等等，这些都是未来宏观研究需要关注的重要方面。

第五，决胜期和冲刺期是今后三年的重要特点。17年经济会议提出要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，而打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。这三大攻坚战，既是目标，也是底线，特别是与市场关系较大的防控金融风险和环保问题，不宜再出现误判。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

从破走向立——中央经济工作会议精神的变化

对比2016和2017年中央经济工作会议的内容，可以发现，2016年会议内容是围绕供给侧改革展开，而2017年经济会议的指导思想、根本要求和工作重点已经发生重要变化，如果用一个关键字分别概括两年的会议内容，那么16年的关键字就是“破”，17年的关键字就是“立”，从16年到17年，体现了一个从破走向立的过程。另外17年也出现了其他一些新的表述，这些内容对于我们研究和判断未来政策思路和宏观经济方向具有重要意义。

首先，宏观经济指导思想逐渐清晰。继十九大把习近平新时代中国特色社会主义思想作为指导思想之后，17年中央经济会议把以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义思想作为未来中国经济建设的指导思想。

第二，基本特征和根本要求发生变化。17年会议指出，由高速增长阶段转向高质量发展阶段是新时代经济的基本特征，推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求，必须加快形成推动高质量发展的指标体系、政策体系、标准体系、统计体系、绩效评价、政绩考核，创建和完善制度环境，推动我国经济在实现高质量发展上不断取得新进展。高质量发展集中体现了17年中央经济会议的“立”字。

虽然17年会议没有说经济结构已经平衡，但指出经济结构出现重大变革，这与16年会议中指出的“我国经济运行的突出矛盾和问题的根源是重大结构性失衡，要继续深化供给侧结构性改革”有明显的不同。

这一论述的变化意味着，2018年的工作重心已经从供给侧结构性改革转移到推动高质量发展上面。虽然会议也提到要继续深化供给侧改革，但供给侧改革是作为推动高质量发展的其中一个方面，不再是为了供给侧改革而改革，而是为了推动高质量发展而改革。那么，这一变化的具体原因是什么呢？

可以看到，2017年国内经济在破的方面有了很大成效，去产能、去杠杆成果显著，今年冬季北方的空气污染也有了很大的改善，但在立的方面效果仍然不是很明显，具体就是实体经济成本仍然较高、市场主体不是很有活力、新兴产业对国民经济的贡献度仍然不够、区域经济发展仍然很不平衡等等。

除了重要性下降之外，未来供给侧改革的重点也将发生变化。供给侧改革的四大主要方面，就是去产能、去杠杆、降成本和补短板。去产能方面，根据近两年公布的目标和实际进度，在没有新的去产能目标提出的情况下，钢铁和煤炭分别只剩2500万吨和6000万吨的去产能任务需要完成，这意味着总量去产能已经逐渐进入尾声；去杠杆方面，目前工业企业整体杠杆率已降至历史最低水平，但过剩产业杠杆率仍然偏高，持续几年积累的亏损不是一朝一夕就能解决，煤炭钢铁行业仍处于杠杆去化过程当中。但与此同时，去杠杆去的应该是传统行业尤其是那些效益比较差的行业的杠杆，而它暗含的另一面是新兴产业要加杠杆，只有新兴产业的量上去了，经济结构转型才算真正成功，如果全社会的杆杠率都在下降，那宏观经济肯定要往下走的，所以传统和新兴行业的杆杠率，必须是一降一升的关系。通过出清产能，释放被大量占用的金融资源并且引导这些资源流向新兴产业，促使新兴产业不断发展壮大，弥补落后产能出清的缺口，才能最终实

现经济转型的目标。在2016-2017年实施供给侧改革的这两年时间里，我们看到去产能、过剩行业和金融行业去杠杆有比较明显的成效，但是地方政府和国有企业去杠杆不太明显，实体经济降成本也不太明显，甚至原材料和资金成本有所上升，此外新兴产业杠杆没有加上来，私营企业杠杆率在持续下降，民间投资比较低迷，实体经济发展仍存在诸多短板，这是今后一段需要着重解决的问题。

把高质量发展作为根本要求的原因。17年会议指出要推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变。这明显是剑指制造业，综合全篇会议内容，我们可以肯定18年的中央经济工作重点就是推动制造业的高质量发展。那为什么是制造业，而不是服务业？这其实涉及到经济结构发展道路的问题，美国之所以可以制造业空心化，是因为美国是服务输出大国，美国的服务业在全球属于一骑绝尘、遥遥领先，美国的服务出口总额远超其他国家，常青藤高校、好莱坞电影、NBA、金融市场，在源源不断地赚着全世界的钱，但中国的服务业目前在全球还不具备这样的竞争力，中国金融市场尚未完全开放，中国的文化产业还未打开国际市场，中国的教育水平在全世界仍是缺乏吸引力的。既然不具备这样的实力，就得从目前我国的经济结构发展现状出发去看这个问题，也就是制造业和生产性服务业占主导地位的行业结构，所以高质量发展首先是符合我国经济结构现状的现实选择。

与此同时，高质量发展也是由制造业与服务业之间的相对关系所决定的。在现代经济体系当中，农业的占比一定是非常低的，目前我国农业占比仍接近10%，未来还有一定的下降空间，采矿业这种高污染高耗能产业的占比也会不断下降，目前占比不到3%，所以关键还是在于制造业和服务业。目前制造业在我国也是占比最高的一个行业，为30%左右。在制造业发展到了一定阶段之后，无法再吸纳更多的劳动力，甚至随着生产率的提高，制造业吸纳的劳动力会有所减少，此时服务业就显示出很大的优势，但服务业的问题在于其劳动生产率难以提高，只发展服务业而没有高端制造业的依托，全社会生产率必定停滞不前。而且，服务业的发展同样依赖于制造业。全部服务业当中，剔除掉占比大概为15%的金融和房地产业，以及占比为5%的公共管理业之后，剩下的一部分是生产性服务业，这一块服务的主体依然是第二产业，他们和工业、农业之间是协同互补关系，我们可以把他们当成一个整体来看待，占比在50%以上；另一部分是居民服务业，诸如零售、餐饮、教育、卫生、娱乐等等，这一部分占比不到20%，这些行业的发展依赖于居民收入水平的提高，是国民消费能力所决定的，而谁来支撑这种消费能力呢，很明显还是制造业。可见制造业是我国经济的支撑，而高质量是制造业发展的灵魂，只有依靠高质量发展，才能吸引更多的消费，才能有更高的利润不断投入研发和再生产，制造业不断发展壮大之后，才能够给国民经济提供源源不断的动力，并反哺服务业。

在具体工作方面，17年经济会议内容也更为丰富。会议指出：要围绕推动高质量发展，做好8项重点工作。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。这是17年会议中关于“立”的具体内容，其核心就是高质量发展。作为19大之后的首次中央经济

工作会议，此次会议内容对未来几年的经济工作都将有很强的指导意义。

第三，17年会议中对于“稳”和“进”的关系表述出现了微妙的变化。16年会议指出17年贯彻好稳中求进的总基调具有特别重要的意义。稳是主基调，稳是大局，在稳的前提下要在关键领域有所进取。可见16年强调稳多一点。而17年则指出“稳”和“进”是辩证统一的，要作为一个整体来把握，把握好工作节奏和力度。出现这种变化的背景是什么呢？16年经济会议召开的时候正值英国脱欧不久、特朗普刚刚当选美国总统，国际政治经济风云变幻，面临着极大的不确定性，与此同时我国宏观经济增长再创历史新低，国内经济前景也是扑朔迷离，所以16年更强调稳字，并且强调民生政策要兜底、社会政策要托底（17年没有出现兜底、托底字眼），同时指出在稳的前提下要在关键领域有所进取，这个关键领域就是下决心处置一批风险点，而且处置风险点也要注意稳，避免发生金融危机。

而17年以来，国际政治经济形势已渐趋明朗，国内经济也有明显复苏，去产能有了明显成效，金融去杠杆也有了阶段性效果，海内外宏观经济风险有所降低，这时候不再单方面强调稳，当然也没有单方面强调进，而是强调稳和进是辩证统一的，要把握好节奏和力度。这在某种程度上反映了中央对于明年经济工作的乐观态度。再结合上文关于明年经济工作重心发生变化的分析，我们更加确定明年基建投资增长会继续下行或持续低迷的判断，而在围绕高质量发展的八个方面上，步子将会迈得更大，包括会议中提到的国企改革、乡村振兴战略（结合要素下乡和土地承包再延长三十年，预计明年资本下乡会更加如火如荼，农村投资有望进一步增长）、区域协调发展战略（京津冀是重头戏，雄安新区建设明年将逐渐进入落地阶段）、租赁住房市场建设将全面铺开等等。

第四，明年总量政策不会有太大变化，财政赤字不会扩大，货币政策也不会放松，但结构性政策将扮演重要角色。17年会议指出，结构性政策要发挥更大作用，强化实体经济吸引力和竞争力，优化存量资源配置，强化创新驱动，发挥好消费的基础性作用，促进有效投资特别是民间投资合理增长。这是16年没有明确提及的，17年的表述是对近几年实践的总结，并确认为未来一段时间的重要政策方向，这也是会议上提到的高质量发展政策体系的重要内容。从理论上讲，结构性政策主要包括结构性减税、财政结构性支出政策、定向调控货币政策、产业政策、投资政策、消费政策、价格政策等；从现实来看，棚改、租赁住房、定向降准和各种各样的产业政策等都属于结构性政策，这些都是未来宏观需要关注的重要方面。与新的政策体系相伴的是高质量发展的指标体系、统计体系等等，很明显随着经济结构的不断变革，部分宏观经济指标已经出现了不合时宜的情况，只有形成适合新时期发展的指标体系，才能更好地判断经济发展的情况，这也是宏观研究需要密切关注的内容。

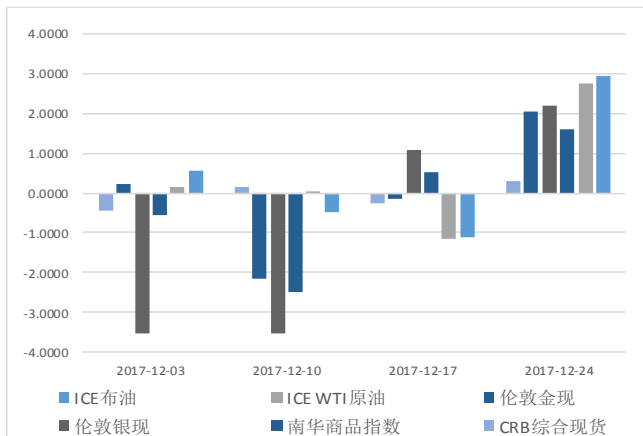
第五，决胜期和冲刺期是今后三年的重要特点。今后三年是全面建成小康社会的决胜期，是一个冲刺阶段，是不允许出现重大问题的时期。在这样的背景下，17年经济会议提出要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，而打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。所以尽管17年会议对于货币政策表述略显温和，但重点防控金融风险这一

块的内容已经决定了未来金融政策的导向，市场切莫再出现误判；精准脱贫方面，十九大报告提出全面建成小康社会一个都不能少，要脱真贫、真脱贫，表明中央解决贫困问题的决心；环保是十八大以来一直强调的内容，17年以来环保工作力度更大、手腕更强、惩罚措施更严，也得到中央的肯定和支持。今年供暖季以来北方空气质量也出现了明显的改善，未来环保政策依然会延续这样的状态。这三大攻坚战，既是目标，也是底线，特别是与市场关系较大的防控金融风险 and 环保问题，不宜再出现误判。

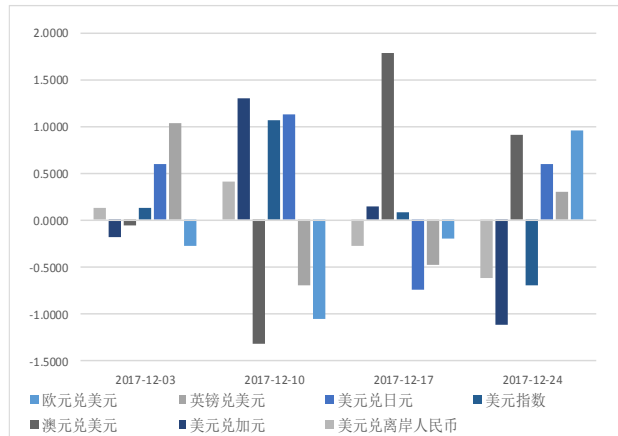
【本周全球大类资产表现】

2017年12月24日

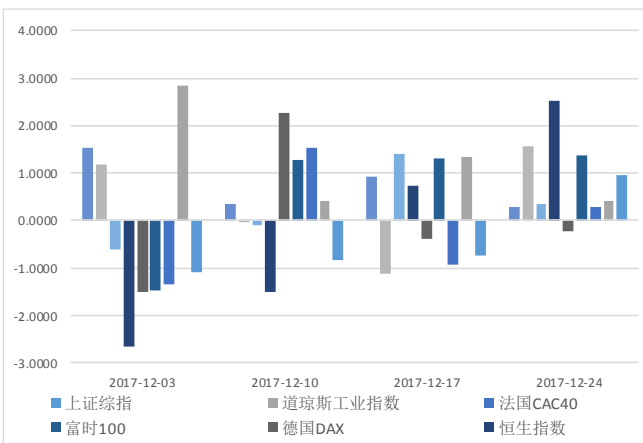
主要大宗商品涨跌幅



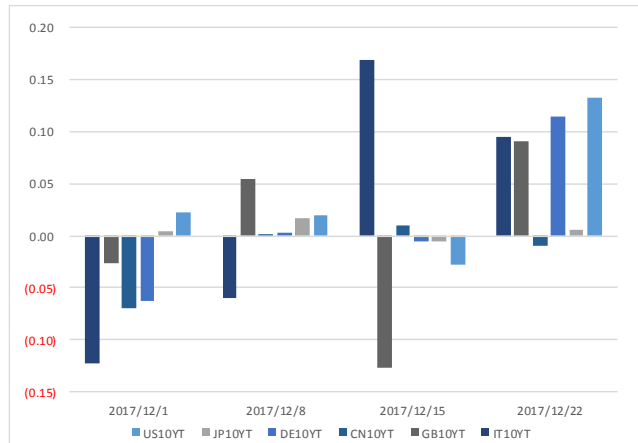
全球主要货币对涨跌幅



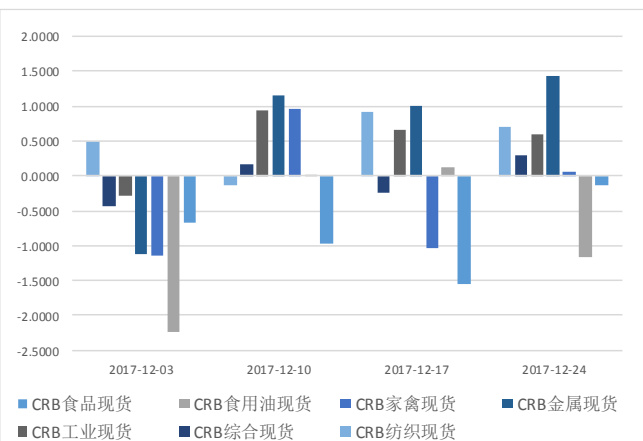
全球股指涨跌幅



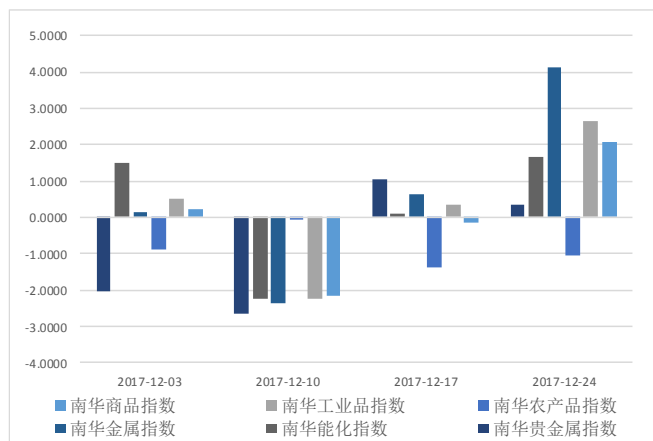
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209
深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609
永康营业部
永康市丽州中路63号11楼

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611626

电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net