



中央经济工作会议的变与不变

摘要

整体上看，四季度以来宏观经济下行压力不断加大，所以中央经济工作会议对明年的宏观政策安排做了一些调整，宏观调控重点从“扩内需”向“稳需求”转变，要求积极财政政策更加力提效，同时改善货币政策传导机制；但依然保持了较强的定力和大方向政策的延续性，更加关注长期增长和科技创新，以供给侧改革为主线、打好三大攻坚战以及“房住不炒”的表述没有变。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

中央经济工作会议的变与不变

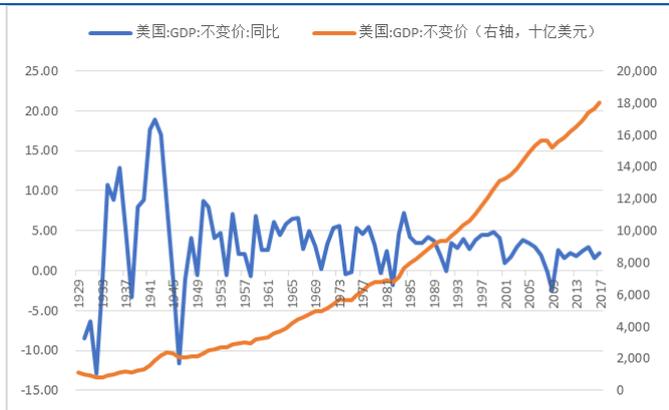
整体上看，四季度以来宏观经济下行压力不断加大，所以中央经济工作会议对明年的宏观政策安排做了一些调整，重点从“扩内需”向“稳需求”转变，但依然保持了较强的定力和大方向政策的延续性，以供给侧改革为主线、打好三大攻坚战以及“房住不炒”的表述没有变。具体而言：

一、更加关注长期增长，而不是短期刺激

会议指出，必须从长期大势认识当前形势，认清我国长期向好发展前景；我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。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；会议强调，我国发展拥有足够的韧性、巨大的潜力，经济长期向好的态势不会改变。

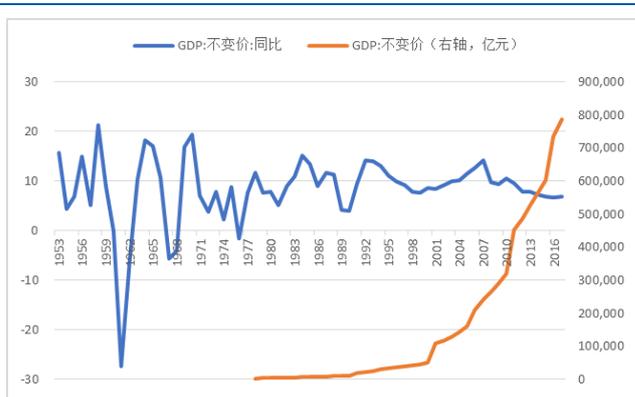
从历史的长河来看，经济周期起起落落非常正常，有繁荣也必然会有衰退，但衰退只是插曲，上升才是主基调，这一点看美国的GDP走势就一目了然。美国经济史上经历过那么多次的衰退和负增长，但并不改变它长期向上的趋势。中国GDP从1977年到现在从未经历过负增长，经济保持快速发展，但也积累了非常多的问题，要想实现长期增长，关键是要解决当下所面临的问题，而不是通过刺激掩盖经济矛盾，导致经济体的痼疾越来越严重。对于投资者而言，如果能多从长期大势的角度考虑问题，不仅会少一些焦虑，或许还能抓住投资的历史机遇。

图 1、美国 GDP 长期走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、中国 GDP 长期走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、更加注重推动科技创新发展

会议指出，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。要善于化危为机、转危为安，紧扣重要战略机遇新内涵，加快经济结构优化升级，提升科技创新能力，深化改革开放，加快绿色发

展，参与全球经济治理体系变革，变压力为加快推动经济高质量发展的动力。

对比 2017 年中央经济工作会议，今年的会议对于科技创新的重视更为明显。2018 年以来特朗普掀起贸易战并对我国高科技企业进行多次打压，使得我国高科技产业发展遇到明显阻力，抓紧高科技研发、加快突破技术瓶颈显得尤为紧迫。而今年中央会议关注科技议题也明显比去年更多，中央财经委员会第二次会议和中央政治局第九次集体学习，主题分别为“提高关键核心技术创新能力”和“推动我国新一代人工智能健康发展”，都是强调高科技的发展。

在具体措施方面也非常详细，在明年的重点任务方面提出：“一是推动制造业高质量发展……要增强制造业技术创新能力，构建开放、协同、高效的共性技术研发平台，健全需求为导向、企业为主体的产学研一体化创新机制，抓紧布局国家实验室，重组国家重点实验室体系，加大对中小企业创新支持力度，加强知识产权保护 and 运用，形成有效的创新激励机制；二是促进形成强大国内市场……我国发展现阶段投资需求潜力仍然巨大，要发挥投资关键作用，加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设。”

三、“稳定总需求”新提法意味着宏观政策着眼点发生改变

会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。

稳定总需求这个提法以前是没有的，以前我们都是讲“稳增长（保增长）、扩内需”，或者扩大总需求、扩大消费需求等等，没有稳定需求这个表述。从三架马车的角度来理解，总需求就是出口、投资、消费，六稳里面稳外贸、稳投资都有了，就是没有稳消费，所以这次再提了一个稳定总需求，这里面有多少重内涵？

六稳是 7 月底中央政治局提的，当时消费增速还算能看，但到了 11 月份，结合双 11 本应季节性走强的历史来看，这个消费数据就太差了。GDP 是一个增量的概念，GDP 增速的下滑，就是增量的减少，我们看今年的投资消费出口数据，从增速上会以为基建是下滑最厉害的，但从增量上看，其实下滑最厉害的是消费，今年基建增量相对于去年的降幅大概在 1.5 万亿左右，但消费品零售增量的降幅可能高达 2 万亿，因为消费占 GDP 的比重是最高的。如果消费持续下滑，明年再下一个甚至几个台阶，宏观经济可能就有崩的风险，下游厂商将面临 20 年来最大规模的库存出清，商品的基本面会彻底逆转，所以现在来看消费的情况比较危险。

因此要稳住，不让它再接着往下掉，但为什么不直接提稳消费，而是稳定总需求，可能是六稳里面再加上稳消费有点啰嗦，另一方面目前消费的下滑已经不是消费自身的问题，有多方面的原因，所以稳住总需求才是首要的。

稳需求与稳增长又有何不同？以前稳增长和扩需求一直是放在一起讲，说明增长和需求不是一回事。2013 年的时候中央提出一个“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”的思路，可见稳增长更多是从宏观、从政府政策自身来

考虑问题，而需求则是侧重于微观和私人部门。

稳增长的行为主体是政府，通过政府的各种扩张性政策来保增长，而需求的行为主体是企业和居民部门，要激发他们的需求或者稳住他们的需求，这在某种程度上也说明，中央调控的思路有种逐渐从宏观深入到微观的感觉。几年前的思路其实就是保持宏观政策的一贯性，让市场主体自行调节，然后进行托底，确保不出现社会问题就行，但现在看来这个思路也不行，因为我们的结构性和制度性问题仍然存在，这时候市场自己调节不了。

从这个角度来看，接下来的东西就很好理解。包括减税降费、改善货币政策传导机制、推行结构性政策、创造公平竞争制度环境等等，都是着眼于如何解决结构性和制度性问题，从而改善企业的投资预期。当然这个思路也有利有弊，弊在于不知道微观主体到底需要什么，特别是货币政策和信贷引导这方面，在不能有效引导的情况下就会产生代替做决策的冲动，这样就容易出问题。

四、明年托底主要靠财政，但供改主线制约财政刺激空间

宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；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；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。

财政政策方面要实现更大规模的减税降费，今年减税主要减的是中央政府的收入，11月份中央收入下滑非常快，明年还要更大规模，则赤字率肯定会上升。减税和增支都是扩张性财政政策，但是增支会直接体现在GDP上，减税则不能；地方专项债较大幅度增加，明年基建应该还是会回暖，但不会回到从前那种高速增长了，今年的新增专项债也就1.35万亿，就算明年翻倍，基建增速最多也只能回到11%左右。但是总的来看，明年财政会比今年更积极，明年托底主要靠财政，但后文再次强调“要坚持结构性去杠杆的基本思路，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度”，可见供改主线制约财政刺激空间，是一个托底而非大规模刺激的思路。

图 3、央地财政收入情况

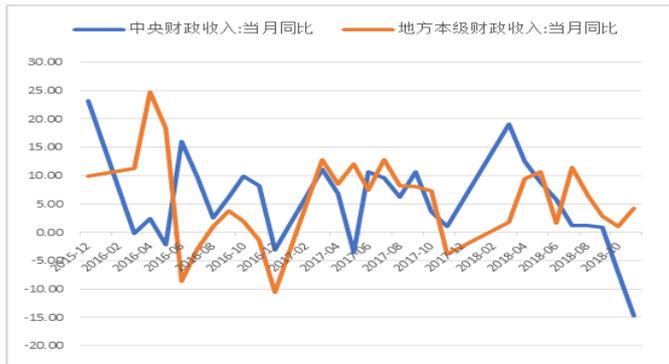


图 4、地方专项债发行情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

货币政策方面要松紧适度，要适应流动性的需要，要改善货币政策传导机制。从流动性的角度来讲，明年外贸和外汇占款是一个较大的变数。今年11月份受欧洲经济下滑影响，对欧出口增速下滑非常厉害，明年若果真如市场所预期的美国经济也会下滑，即使不论贸易战的影响，出口也肯定会比今年差很多。出口一差，外汇占款和流动性就会出问题，货币政策想不宽松都不可能。

事实上，今年我们的货币政策已经是相当宽松的，包括1月份定向降准，4月份、7月份、10月份连续三次全面降准以及12月份创设定向中期借贷便利，可以说今年央行的动作是非常多的。从资金成本来看，特别是下半年以来，短端利率下降非常快，长短期利差不断走高，说明银行间和金融市场并不缺钱，然而新增社融规模增长并没有明显改善。所以，货币的宽松并不等于实体经济融资环境就宽松了，因此才讲关键是要改善货币政策传导机制。为什么改善货币传导机制会上升到中央经济工作会议的议题，就是因为现在的货币政策，不改善传导机制，不能达到服务实体的效果，无论多宽松，都没有实际意义。

图 5、中债收益率和利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、新增社融增速走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

五、供给侧改革为主线没有发生变化

会议认为，我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的，必须坚持以供结构性改革为主线不动摇；要巩固“三去一降一补”成果，推动更多产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施等领域补短板力度……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。

中央政府对于目前宏观经济主要矛盾的判断没有变，依然是高杠杆、高库存和产能过剩问题，去库存去产能现在已经取得阶段性成效了，但从总供给的角度

来讲，低端产能依然是过剩的。当然目前制约最大的还是高杠杆，是三去里面难度最大的，导致需求政策的腾挪空间很小，一刺激需求就会加大杠杆风险。高杠杆本质上体现为地方政府和国企的预算软约束、民营企业融资难，以及楼市问题。楼市的杠杆为什么不能崩，根本在于一是牵涉到地方政府收入，二是银行坏账，三是财富急剧缩减带来的宏观经济冲击。

我们国家的特点，不仅是居民的财产绝大部分集中在房子上，而且有不少企业，中小企业主，他们的财产也有很大一部分是房子，所以房子一暴跌，一定会波及实体经济。这种情况，我们和日本非常相似。日本为什么房价一暴跌，就失去二十年，因为它的居民财富也是集中在房地产上，日本股市对居民财富的提振作用也很小，但不一样的是我们是买了不涨，熊冠全球，日本老百姓是不怎么买股票，所以安倍搞三支箭，日本央行直接进场买股票，不断推高股指，也没有办法增加日本居民财富。美国为什么能从金融危机中较快恢复过来，是因为它的金融市场具有很大的广度和深度，有各种各样不同的衍生工具和对冲手段，所以就算暴跌，也总会有人能挣钱，或者损失没那么大。

从这个角度来讲，要解决金融风险问题，如果地方政府和银行都动不了，那至少可以改善一下财富集中在房地产的问题，情况就会有改观，就会多一些腾挪空间，而办法也很简单，就是要让大家能够在资本市场里面挣到钱，别的资产涨上来了，或者上涨预期比楼市更强，那么资金自然就不会源源不断地流入地产部门。所以为什么今年的会议这么看重资本市场改革，多多少少有点这方面原因吧。

六、房地产调控政策大方向不变

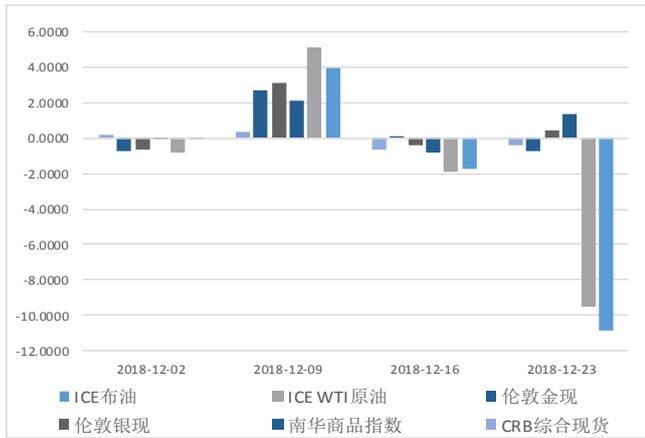
要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

房地产调控这个表述跟以前没什么不同，大方向没什么变化，就是不能涨，也不能跌太凶。未来的主要思路是大中城市中央管，三四线地方自己调节。明年大涨的可能性不存在，三四线不太乐观，目前中央对家庭债务的快速攀升比较担心，刺激房价不可能，但稳住地产投资或至少不让其大幅下滑比较重要，地产融资方面可能会放松一些。

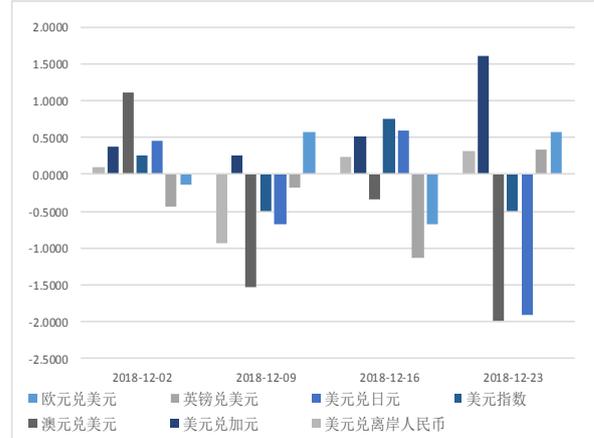
【本周全球大类资产表现】

2018年12月24日

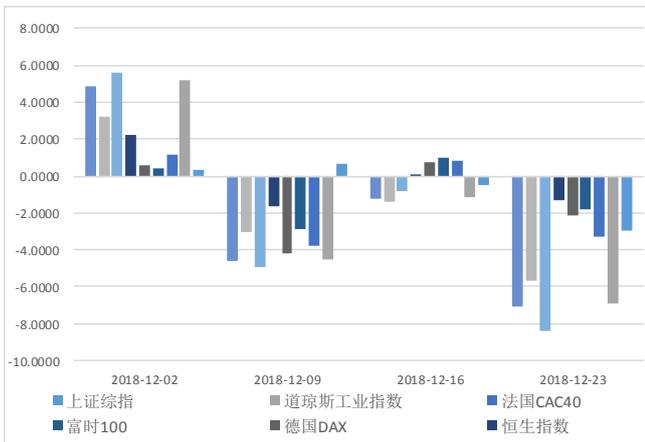
主要大宗商品涨跌幅



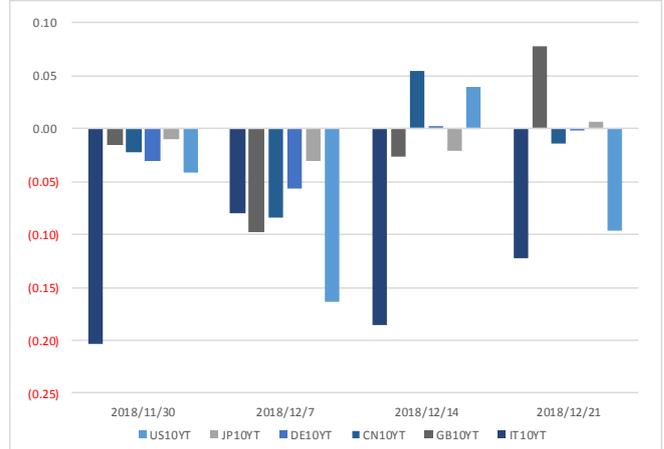
全球主要货币对涨跌幅



全球股指涨跌幅



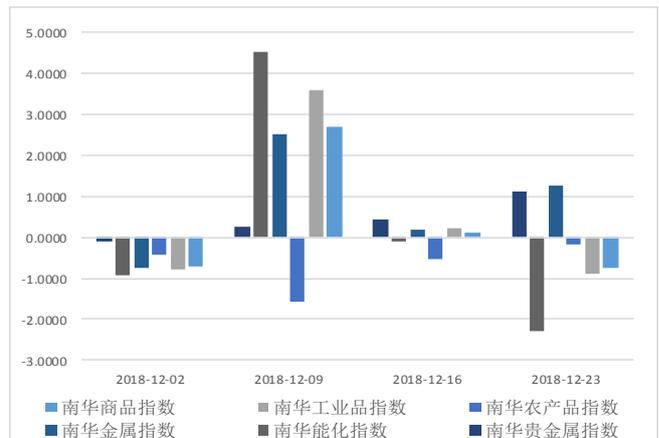
全球债市涨跌基点



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: 0577-89971808

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号
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: 0931-8805351

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室
电话: 010-63161286

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1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

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: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

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8层805室
电话: 0351-2118018

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

济南营业部

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

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号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话: 025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路505号融通商务中心3幢1801室
电话: 0573-89997820

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