

细读 2018 中央经济工作会议

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2018 年 12 月 28 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 12 月 19 日-21 日，作为是下一年政策之“锚”的中央经济工作会议如期召开，市场机构的解读不断，一致的观点是：强化逆周期调节，稳稳的宽松。
- ◆ 会议通稿全文近 5000 字，在对 2019 年经济关键领域的政策定调上“有松有紧”，明年经济总目标是“在稳总需求的前提下，推动经济高质量发展”。
- ◆ 2019 年经济以“稳”为主，强调在“经济稳”的基础上“结构性去杠杆”。之所以在“去杠杆”加上定语“结构性”，主要强调的是政策执行部门要避免去杠杆中出现“一刀切”的现象。根据实际情况，要分领域、分行业、分企业，灵活选择去杠杆的范围和方式，避免影响宏观经济的稳定。

细读 2018 中央经济工作会议

12月19日-21日，作为是下一年政策之“锚”的中央经济工作会议如期召开，这几天，市场机构的解读不断，一致的观点是：强化逆周期调节，稳稳的宽松。如果单从字面去理解，似乎又回到了2009年、2015年的时候，然而仔细研读会议公报，会发现同样是宽松的背后，有着不一样的内涵和重点。在归纳总结从各市场机构专业解读的基础上，我们对照会议公报进行逐段扫描，形成以下报告。

一、第3-4段，肯定2018年工作成绩

宏观调控目标较好完成	促进经济增长：6.8-6.7-6.5，全年目标6.5 无忧 增加就业：城镇登记失业率3.82%，调查失业率4.9%，全年目标4.5%、5.5% 稳定物价：1-11月CPI2.1%，全年目标3% 国际收支平衡：汇率7以内，外汇储备3万亿以上
三大攻坚战开局良好	防范化解重大风险：总杠杆率较2017年末略有上升，从242.1%上升至242.7%，基本保持稳定。 去杠杆成效：非金融企业和政府部门的杠杆率下降，居民部门杠杆率上升但增速下滑，金融杠杆率持续回落。
供给侧结构性改革深入推进	去产能（2017年基本完成）、去库存（2017年基本完成）、去杠杆（2018年下半年去杠杆--稳杠杆）、降成本（降税降费1.3万亿、放管服）、补短板（环保、监管）
改革开放力度加大	金融业对外开放、海南自贸区、进博会
稳妥应对中美经贸摩擦	中美90天缓冲谈判
人民生活持续改善	三季度，城镇居民累计同比7.9%，高于GDP

二、第5段，指出2018年管理经验

党中央集中统一领导	党政军民学，东西南北中，党是领导一切的
从长期大势认识当前形势	长期处于重要战略机遇期，L形新常态
精准把握宏观调控的度	不搞大水漫灌，不搞强刺激，相机抉择，财政货币协同
及时回应社会关切	主动引导市场预期：股市，金稳会两次辟谣
充分调动各方面积极性	民企纾困、外资保护

三、第6段，2019年发展形势，不好的方面

稳中有变、变中有忧	年中政治局会议首次“稳中有变”，此次首次提出“变中有忧”。 “变”指的是经济运行中的不确定性，既包括好的：消费升级、创新驱动、风险化解，也包括坏的：经济下行、企业困难、风险隐患。 “忧”则说明不确定性中负面的占主导，包括：下行压力、贸易环境。
外部环境复杂严峻	全球经济复苏拐点、中美贸易战下的外部环境复杂严峻
经济面临下行压力	结构性改革过程中主动降低逆周期政策力度，带来国内经济下行压力
有短期的也有长期的	短期：去杠杆阵痛 长期：新常态、动能转换、贸易遏制

周期性的也有结构性	周期：去杠杆、全球复苏拐点 结构：经济、产业、人口结构
增强忧患意识	40 周年讲话：改革开放每一步都不是轻而易举的，未来必定会面临这样那样的风险挑战，甚至会遇到难以想象的惊涛骇浪
抓住主要矛盾	制造业高质量，稳定内需，扩大开放

四、第 7 段，未来发展形势，好的方面

长期处于重要战略机遇期	2002 年江泽民十六大报告：综观全局，二十一世纪头二十年，对我国来说，是一个必须紧紧抓住并且可以大有作为的重要战略机遇期。
世界面临百年未有之大变局	未来 10 年，是世界经济新旧动能转换的关键 10 年，是国际格局和力量对比加速演变的 10 年，是全球治理体系深刻重塑的 10 年
重要战略机遇新内涵	国际 ，市场化、全球化，失衡不平等、全球经济治理体系亟待完善。 国内 ，中国特色社会主义进入新时代，处在从高速增长转向高质量发展的关键时期。
如何化危为机、转危为安	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。

五、第 8 段，2019 年整体基调

相比 2017 年内，新增：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，着力激发微观主体活力，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。	
坚持深化市场化改革	更多运用“市场化、法治化手段”。凡是市场能自主调节的就让市场来调节，凡是企业能干的就让企业干”。
着力激发微观主体活力	居民和企业：减税降费、民企纾困
保持经济运行在合理区间，	2015 年表述“保持经济运行合理区间”，2016 年大宽松，定的是“6.5-7%的区间”，今年重提， 预计 2019 年 GDP 增速的大区间 6-6.5%。
进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期	延续 7.31 和 10.31 政治局会议，稳就业居首
提振市场信心	10 月以来高层喊话资本市场稳定，信心不足是政策机制传导不畅的根源所在
为全面建设小康社会打下决定性基础	十三五前两年的成绩分别是 6.7%、6.9%，如果按照 2018 年 6.6%左右的增速计算，那意味着剩余两年只要保持年均 6.2%左右的增速即可完成目标。 2019 年 GDP 增速小区间是 6.2-6.4%

六、第 9 段，2019 年政策基调

强化逆周期调节	经济下行周期、逆全球化周期的逆调节
稳定总需求	时隔两年重提总需求，与 2015-2016 年“适度扩大总需求”不同 ，一方面，强调了经济绝不能失速下行，另一方面，体现了绝不以经济快速扩张为目标，符合高质量发展的要求。
积极的财政政策要加力提效	赤字率有望从 2.6 提高到 3%。既要走 2015 年扩大赤字、鼓励 ppp 和政府产业基金，也不能再走伪 PPP 违规债务扩张的老路。 一是更大规模的减税降费 ：今年 1.4 万亿，主方向是增值税三挡变两当、加

	<p>大出口退税力度、降低企业非税负担、降低社保费率。</p> <p>二是加大基建投入：增加地方政府专项债券：今年 1.35 万亿，明年 2 万亿，提前到 1 月份发行地方政府债券。</p>
稳健的货币政策要松紧适度	<p>删除中性、货币总闸门、保持货币信贷和社会融资规模合理增长、人民币汇率、多层次市场、不发生系统性风险等“偏紧”提法，新增“保持流动性合理充裕”、“改善货币政策传导机制”、“提供直接融资比重”“解决民营中小企业融资难贵”等“偏松”提法，甚至比 2016、2017 更松。</p> <p>人民币汇率。未提及，以我为主，不排除破七可能。</p> <p>宽货币。2019，降息有可能，但不是首选，全年有 3-4 次 150-200bp 的降准空间，OMO、MLF、再贷款、PSL、TMLF、MPA 考核工具相机抉择。</p> <p>宽信用。改善货币政策传导机制，一是改善短端利率向长端利率的传导，应当表现为期限利差的收窄；二是改善无风险利率向风险利率的传导，应当表现为信用利差的收窄。</p>
结构性政策要强化体制机制建设	<p>深化国资国企改革放在第一位，“强化竞争政府的基础性地位”新提法，预期国企民企关系理顺。</p>
社会政策要强化兜底保障功能	<p>就业优先政策</p>

七、第 10 段，重提供供给侧结构性改革

坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段。“八字方针”	<p>对限产、一刀切等非市场化政策的纠偏，从做减法到做加法，过去几年的供给侧结构性改革是“三去一降一补”，四个都做减法，通过缩减分子的方式来实现杠杆率的降低。今后要做加法，提升高质量的供给水平。</p>
巩固“三去一降一补”成果	<p>“结构性去杠杆”，去化国有企业、地方政府杠杆，居民“适度加杠杆”，非金融企业“稳杠杆”。</p> <p>重点在“一降一补”，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。</p>
增强微观主体活力	<p>发挥企业和企业家主观能动性</p>
提升产业链水平	<p>推动制造业高质量发展放在 2019 年经济工作任务之首</p>
畅通国民经济循环	<p>形成国内市场和生产主体、经济增长和就业扩大、金融和实体经济良性循环。</p>

八、第 11 段，三大攻坚战

防范化解重大风险攻坚战	<p>防范金融市场异常波动和共振，循序渐进的落实资管新规、理财新规，给市场充足的缓冲期和调整期，避免发生重大金融风险。</p> <p>稳妥处理地方政府债务风险，将坚定抑制地方隐性债务无序扩张，显性化地方举债融资渠道，有序推进存量债务置换、化解，适度保持债务融资增长，打破刚兑“遥遥无期”。</p>
脱贫攻坚战	<p>“两不愁三保障”</p>
污染防治攻坚战	<p>避免处置措施简单粗暴</p>

九、第 12-19 段，七项重点工作

除了农村、区域、开放、民生这些每年都重要的规定动作之外，有时还会有一些特别增加的重点，这就是需要关注的。比如 2014 年是近几年唯一一次把稳定经济增长作为首要任务的，所以后来政策宽松力度超预期。比如 2015 年提出了化解产能，所以去产能力度超预期。	
推动制造业高质量发展	解决供给侧的核心技术问题。 技术、新组织形式、新产业集群；共性技术研发平台、产学研一体化创新机制；抓紧布局国家实验室。
促进形成强大国内市场	解决需求侧的市场独立问题。 加快教育、育幼、养老、医疗、文化、旅游等服务业发展；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。
扎实推进乡村振兴战略	解决中国经济增长的长期问题。 加快城乡要素流转是重要途径之一，“继续深化农村土地制度改革”。
促进区域协调发展	京津冀、粤港澳大湾区、长三角，中心城市辐射带动力，长江经济带发展，“督促落实 2020 年 1 亿人落户目标”，城镇化率 58.52%，距离发达国家普遍 80% 以上的水平。
加快经济体制改革	十九大后首提。 国企改革 的基本思路与以往并没有太多的变化，2019 年国企改革可能真正取得突破，铁路改革有大动作。 金融体制改革 的方向（民营银行和社区银行，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源）与目前支持小微、支持民企的方向相符。 资本市场 牵一发而动全身，地位很高，要求上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。 财税体制改革 要求健全地方税体系（指调整中央地方税收分配），规范政府举债的必然要求。
推动全方位对外开放	应加大开放，降低关税、放开行业投资限制、负面清单、国民待遇、加强知识产权保护、尊重并积极参与国际规则制定，凡是对外企开放的都要对民企开放。
加强保障和改善民生	将房地产相关的内容放入民生领域，房地产调控将维持避免房价大起大落的微妙平衡。 写得少往往意味着偏宽松 ，明年会比今年好过，但城市之间差别会加大，就是“夯实城市政府主体责任”。 如经济下行压力继续加大，地产及地产后周期对拉动经济增长有重要支撑作用，预计 2019 年年中房地产政策可能出现边际转向，放松一线和部分二线城市的调控措施，达到兼顾稳增长与保障民生之效。

十、小结

1. 会议通稿全文近 5000 字，在对 2019 年经济关键领域的政策定调上“有松有紧”，明年经济总目标是“在稳总需求的前提下，推动经济高质量发展”；

2. 2019 年经济以“稳”为主，强调在“经济稳”的基础上“结构性去杠杆”。之所以在“去杠杆”加上定语“结构性”，主要强调的是政策执行部门要避免去杠杆中出现“一刀切”的现象。根据实际情况，要分领域、分行业、分企业，灵活选择去杠杆的范围和方式，避免影响宏观经济的稳定；

3. 实施稳健的货币政策，去掉了“中性”二字，表明 2019 年货币政策相较于 2018 年货币政策将更加的灵活，松紧适度，至少 2019 年央行实施“多次降准”可期；

4. 会议中多次提到“积极财政政策”，预计 2019 年“基建”将作为逆周期调节的抓手，更多的作用是“托而不举”。2019 年减税降费仍是大趋势，其中“减税”的重点是对中小微企业（尤其是制造业）减税，2019 年实施“增值税三档并两档，且税率再下调”的概率较大；

5. 在 2019 年我国资本市场的建设与所担负的职能上，会议明确了三类方向，即：引导更多中长期资金进入、推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地以及提高直接融资比重；

6. 房地产一如既往的延续了中央“严调控”的基调，至少在表述上如此，相比去年会议中提到对房价上涨的担忧，今年会议上没有提到（没有提到“加快增加土地供给”等字句），预期调控偏松。

部分市场机构解读报告：

上海证券	工作蓝图展开，政策值得期待
民生证券	转型优先还是增长优先？中央确定转型优先！
华安证券	稳增长护航高质量发展
浙商证券	逆周期政策发力，育新能改革做实
恒大研究院	政策转暖了吗？
中信建投	逆周期政策将发力，结构性优化在路上
华金证券	稳字当头，以进促稳
国开证券	逆周期发力提需求，结构性优化促改革
国联证券	迎难而上，积极财政+稳健货币双组合
广发证券	定调稳增长
华创证券	宏观调控从大写意到工笔画
新时代证券	依靠积极财政政策稳增长
长城证券	如何应对经济运行中的“变中有忧”？
光大证券	变中有忧，但更聚焦供应而非需求
信达证券	“稳增长”诉求进一步提升
中银国际	稳定内需，增强微观主体活力
国海证券	宏观政策取向符合预期，该改的改革有望推进
方正证券	政策扩张力度加大，制造业进入高质量发展阶段
西南证券	周期调节与结构改革并重
财富证券	货币政策松紧适度、财政政策加力提效稳定总需求
川财证券	经济工作会议强调以改革释放活力
天风证券	世界百年未有之变，我们该做什么？
中原证券	改革发力“稳增长”，政策红利可期，
华泰证券	注重逆周期调节，稳定总需求
国盛证券	2019 年政策的变与不变
平安证券	经济变局危机并存，改革开放化危为机
华鑫证券	稳中有变，危中有机
九州证券	应对百年变局的六大“攻防”政策信号！

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。