

热点报告

中央经济工作会议透露出的信号



内容摘要:

昨天中央经济工作会议闭幕。

特别要指出的是，同市场上主流观点不同，我们认为：

1. **“稳增长”依然重要**：积极的财政政策、“去杠杆”的弱化以及对地产融资的放松都是这个方面的重要依据。
2. **明年可能在一定程度上“巧妙”的扩大财政赤字**：可能明年在保持政府赤字率在 3% 红线以下的前提下，更多新发不计入财政赤字的地方政府专项债。

简要解读如下：

相关研究

宏观与策略小组

李项峰

S0120511030002

lixif@tebon.com.cn

8621-68761616-8316

德邦证券股份有限公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 29 楼

<http://www.tebon.com.cn>

1. 打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。
2. 首当其冲的是要防范化解金融风险。未来几年内金融监管将在金融制度建设、风险处置和严厉监管方面一如既往。这是一个大的方向。
3. 更加强调发展的质量而不是速度，但这并不意味着并不追求一定的经济增速，因为“稳中求进”工作总基调是治国理政的重要原则，要长期坚持，坚持底线思维。在经济增速没有突破政府底线的前提下将会更加放任经济的自由发展，但这也同样表明一旦经济增速超出了政府的底线，那么政府仍然有“维稳”的意愿。预估 2018 年政府能够接受的 GDP 增速底线是 6.5%。
4. 财政政策仍然是积极的，财政支出更加注重结构调整。更多新发不计入财政赤字的地方政府专项债。由于地方债是银行的刚性配置品种，专项债的增发加大了债券的供给将对明年的债券市场形成一定的利空影响。
5. 货币政策稳健中性，其核心是要管住货币供给总闸门，表述更加“偏紧”。
6. 更加强调民生和环保。专门将污染防治列入了三大攻坚战中了，这是一个重要的信号。
7. 房地产调控仍然不会放松，租购并举有望成为新常态。分清中央和地方事权，这表明有可能在中央和地方事权以及税收方面进行一定的改动进而更好的去调控房地产市场，从而让地方政府对土地财政的依赖有所下降。
8. “去杠杆”的表述弱化。并未专门提及去杠杆。在我国间接融资为主的金融体系下，社会融资主要以债权融资为主，金融服务实体和降低杠杆率有一定的内在矛盾。
9. 对于地产融资的限制有所松动，“去库存”的提法消失。决策层对于地产融资的口风有所松动，这对于明年的地产投资有一定的正面意义，房地产企业的集中度也有望进一步提升。18 年政府可能不会再推出更强的去库存措施，明年三四线城市地产销售继续超预期的可能性在下降。
10. “去产能”的范围可能扩大。今年没有明确点名“煤炭、钢铁”，未来过剩产能行业的范围将会扩大，内容将从原先的“去产能”转向“调结构”，尤其是相关行业的龙头企业会有进一步的机会。

昨天中央经济工作会议闭幕。

特别要指出的是，同市场上主流观点不同，我们认为：

1. “稳增长”依然重要：积极的财政政策、“去杠杆”的弱化以及对地产融资的放松都是这个方面的重要依据。
2. 明年可能在一定程度上“巧妙”的扩大财政赤字：可能明年在保持政府赤字率在3%红线以下的前提下，更多新发不计入财政赤字的地方政府专项债。

具体解读如下：

1. 此次会议实际上规划了未来3年的任务而不仅仅是18年的任务。具体而言，就是未来3年要**打好三大攻坚战**：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**。
2. 三大攻坚战中首要的是要防范化解重大风险，而其中**首当其冲的是要防范化解金融风险**：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。可以说此次经济工作会议对防范化解金融风险提到了非常高的高度，**未来几年内金融监管将在金融制度建设、风险处置和严厉监管方面一如既往。这是一个大的方向。**
3. 此次会议**更加强调发展的质量而不是速度**，“高质量”九次出现在了报告中，同时连续两年的“适度扩大总需求”表述被删除了，但这并不意味着并不追求一定的经济增速，因为“稳中求进”工作总基调是治国理政的重要原则，要长期坚持，坚持底线思维。我们认为这表明从政府层面确实更加追求高质量的经济发展了，在经济增速没有突破政府底线的前提下将会更加放任经济的自由发展，但这也同样表明了一旦经济增速超出了政府的底线，那么政府仍然有“维稳”的意愿。预估**2018年政府能够接受的GDP增速底线是6.5%**，甚至未来3年的经济增速的底线都是6.5%。正因如此，所以财政政策仍然是积极的。
4. **财政政策仍然是积极的，财政支出更加注重结构调整**：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。之所以仍然要实行积极的财政政策是因为“稳增长”依然是一个重要的任务，一切要在“稳”的基础上进行，没有这个支撑一切都没法谈，包括改革。积极的财政政策可能需要一定程度实质上的扩大赤字，可能明年在保持政府赤字率在3%红线以下的前提下，**更多新发不计入财政赤字的地方政府专项债**。由于地方债是银行的刚性配置品种，专项债的增发加大了债券的供给将对明年的债券市场形成一定的利空影响。
5. **货币政策稳健中性**，其核心是要管住货币供给总闸门，表述更加“偏紧”：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。这个表述比去年经济工作会议的表述要更加“偏紧”，去年的表述如下：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。要在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
6. **更加强调民生和环保**。此次会议的新闻稿虽然比过去的要短，但是关于民生和环保的比重比过去要大很多，并且还专门将污染防治列入了三大攻坚战中了，这是一个重要的信号。
7. **房地产调控仍然不会放松，租购并举有望成为新常态**：加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住

房制度。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**。这段文字中很多人忽略了这句话：**分清中央和地方事权，这表明有可能在中央和地方事权以及税收方面进行一定的改动进而更好的去调控房地产市场，从而让地方政府对土地财政的依赖有所下降。**

8. **“去杠杆”的表述弱化**。从今年各次主要会议来看，有两个趋势值得注意：首先，对于风险的判断更多的集中在宏观杠杆率层面，而且有从金融工作会议上的“降杆杠是重中之重”到政治局会议上转向“稳杠杆”，而在本次七千字通稿中，**并未专门提及去杠杆，去杠杆的受重视程度似乎有所下降。在我国间接融资为主的金融体系下，社会融资主要以债权融资为主，金融服务实体和降低杠杆率有一定的内在矛盾。**

9. **对于地产融资的限制有所松动，“去库存”的提法消失**。通稿指出，促成“金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环”。近期，多家房企公司债获得批准，甚至有消息显示房地产企业 IPO 的审查进度也在加快，可见决策层对于地产融资的口风有所松动，**这对于明年的地产投资有一定的正面意义，房地产企业的集中度也有望进一步提升**。但是去库存的提法消失，考虑到今年三四线城市销量暴涨，在全国范围内地产库存充分去化的情况下，**政府可能不会再推出更强的去库存措施，明年三四线城市地产销售继续超预期的可能性在下降**（8/9 参考：覃汉/肖成哲，《从中央经济工作会议中寻找 2018 年大类资产投资线索》）。

10. **“去产能”的范围可能扩大**。今年对产能的提法是“淘汰落后产能”、“化解过剩产能”，分别和“污染防治攻坚战”、“处置僵尸企业相结合”，并且今年没有明确点名“煤炭、钢铁”，**未来过剩产能行业的范围将会扩大，内容将从原先的“去产能”转向“调结构”，尤其是相关行业的龙头企业会有进一步的机会。**

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。