

2021 年宏观经济展望

新平衡，再回归

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

1. 四季度以来，国内经济在加速修复的同时经济增长动能已逐渐从房地产、基建切换至制造业和消费，尤其是制造业边际修复速度明显加快，我们维持四季度 GDP 增速在 5.5%-6% 的判断。

2. 放眼 2021 年，在低基数效应下全年经济增速前高后低、斜率较陡，全年增速预计达 8% 以上。在增长动能上，消费全年增速或升至两位数，投资结构呈现出制造业起、房地产降、基建持稳的跷跷板格局，净出口则随着新冠疫苗的接种和海外经济的逐步复苏呈现为出口维持强势、进口边际修复，总体贸易顺差或逐步收窄。

3. 四季度货币与财政政策：货币与财政政策均将回归常态化，但常态化并不意味着紧缩，只是相对 2020 年有所收敛。当潮水褪去，财政支出偏向民生领域的幅度将缩小，赤字率预计将回到 3% 左右水平，专项债额度或回落至 3 万亿附近，特别国债大概率取消。货币政策方面，利率可能小幅上升，但央行精准呵护、精准滴灌的态度依然保持，社融和人民币贷款会较今年有所收缩，但不会滑坡。

风险点：宏观经济政策的超预期退出 疫苗进展不及预期 中美关系超预期

目录

第 1 章	中国经济：新平衡，再回归	5
第 2 章	供给领先恢复，需求侧改革应运而生	6
2.1.	国内经济修复供给快于需求	6
2.2.	需求侧改革应运而生	6
第 3 章	疫情阴霾渐褪，消费大有可为	8
3.1.	后疫情时代，消费滞后恢复究竟为何？	8
3.2.	疫后重生，消费后来居上	9
第 4 章	制造业接棒地产基建，合理扩大有效投资	12
4.1.	房地产投资下行但不失速，韧性犹存	12
4.2.	寒谷回春，制造业投资温和乐观	15
4.3.	基建投资进入平台期，增速中枢或在 4% 左右	18
第 5 章	复苏错配，贸易顺差趋于收窄	22
5.1.	从中国复苏到海外复苏，出口前高后低	22
5.2.	内需修复推动进口改善，贸易顺差趋于收窄	24
第 6 章	政策回归常态化	26
6.1.	货币政策：稳健中性，灵活适度	26
6.2.	财政政策：略有收缩，回归正轨	29
免责声明		32

图目录

图 2.1.1: 国内工业生产恢复快于美国 (2019 年 1 月=1)	6
图 2.1.2: 除净出口外, 内需中消费投资偏弱 (%)	6
图 3.1.1: 城镇储户问卷调查显示消费意愿仍受压制 (%)	9
图 3.1.2: 居民部门杠杆率高企制约居民消费能力 (%)	9
图 3.1.3: 居民杠杆率的提升主要来源于加杠杆购房 (%)	9
图 3.1.4: 居民收入及消费意愿较疫情前仍有差距 (%)	9
图 3.2.1: 居民消费的恢复一般需要 1-2 年 (%)	10
图 3.2.2: 全国农村可支配收入中财产性收入过低 (元)	11
图 3.2.3: 全国居民人均消费支出累计同比 (%)	11
图 3.2.1: 累计同比看房地产和基建偏强, 制造业偏弱 (%)	12
图 3.2.2: 边际改善看, 制造业>房地产>基建 (%)	12
图 4.1.1: 11 月房地产投资当月同比见顶回落 (%)	13
图 4.1.2: 土地购置面积自 8 月以来持续回落 (%)	13
图 4.1.3: 土地成交价款领先土地购置费半年左右 (%)	15
图 4.1.4: 新开工与竣工差决定未来施工面积 (万平方米)	15
图 4.1.5: 房地产开发投资内容构成 (2020 年 10 月)	15
图 4.1.6: 今年土地购置面积明显回落 (截至 11 月)	15
图 4.2.1: 制造业累计同比与当月同比 (%)	16
图 4.2.2: 出口偏强带动制造业部分回暖 (%)	16
图 4.2.3: 内需回暖带动制造业好转 (%)	17
图 4.2.4: 工业利润修复持续向好 (%)	17
图 4.2.5: 11 月工业增加值分行业当月同比及环比表现 (%)	17
图 4.2.6: 工业企业利润累计同比领先制造业投资增速 1 年左右 (%)	18
图 4.3.1: 基建通常被认为是逆周期缓冲器 (%)	19
图 4.3.2: 今年二季度, 基建复苏速度最快 (%)	19
图 4.3.3: 基建投资增速进入新的平台期 (%)	20
图 4.3.4: 1-6 月专项债资金投向	20
图 4.3.5: 7-10 月专项债资金投向	20
图 4.3.6: 基建三大行业累计同比增速 (%)	21
图 4.3.7: 电力、热力所处行业增速明显高于往年 (%)	21
图 5.1.1: 圣诞效应、防疫物资以及中美关系缓和导致 11 月出口增速大超预期 (%)	22
图 5.1.2: 11 月进出口增速差明显扩大 (%)	23
图 5.1.3: 外需回暖支撑出口强势 (%)	23
图 5.1.4: 我国对美出口大幅回升 (%)	24

图 5.1.5: 医疗纺织类当月出口同比再次抬头 (%)	24
图 5.2.1: 当月同比中, 自东盟和日本进口改善 (%)	24
图 5.2.2: 进口商品结构累计同比呈现两级分化 (%)	24
图 5.2.3: 国内经济向好预期明年进口逐步修复 (%)	25
图 5.2.4: 海外复苏下油价回升减弱对进口的压制 (%)	25
图 6.1.1: 利率于 5 月开始收紧 (%)	26
图 6.1.2: 人民币贷款于 6 月开始逼近往年水平 (亿元)	27
图 6.1.3: 社融于 10 月开始不再明显高于往年 (%)	27
图 6.1.4: M2、社融增速可能回归 2018 年和 2019 年水平 (%)	27
图 6.1.5: 下半年央行公开市场操作频繁 (日)	28
图 6.1.6: 贷款加权平均利率开始上扬	29
图 6.2.1: 财政支出结构 (今年与去年对比, %)	30
图 6.2.2: 近三个月财政支出同样以民生领域为主	30
图 6.2.3: 历年公共财政收入当月同比 (%)	30
图 6.2.4: 历年税收收入当月同比 (亿元)	30
图 6.2.5: 公共财政收入与名义 GDP (%)	31
图 6.2.6: 公共财政收入与工业企业利润 (%)	31

表目录

表 1.1.1: 2021 年主要宏观经济指标预测	5
表 4.1.1: 从全年 GDP 增速角度房地产投资增速测算 (单位: 亿元)	14

第1章 中国经济：新平衡，再回归

1. 2020 年，一季度在疫情黑天鹅的冲击下国内经济被强制冰冻，在上下一心、防控得当、精准施策下国内经济率先走出疫情的阴霾并逐步复苏，三季度 GDP 当季同比实现 4.9%，前三季度 GDP 累计同比实现 0.7% 的正增速，在全球主要经济体中“一枝独秀”。进入四季度，国内经济在加速修复的同时经济增长动能已如预期所料地逐渐从房地产、基建切换至制造业和消费，尤其是制造业边际修复速度明显加快，11 月制造业当月同比快速回升至 12.5% 的高位，经济内生动力明显增强，总体而言我们维持四季度 GDP 增速或处于 5.5%-6% 的判断。

2. 放眼 2021 年，在低基数效应下全年经济增速前高后低、斜率较陡，全年增速预计达 8% 以上。在增长节奏上，一季度在疫情期间的低基数效应下当季 GDP 增速或跃至 18% 以上，随后基数效应减弱，GDP 增速逐季走低、斜率较为陡峭，截至四季度当季 GDP 增速或回归至“十四五”期间的潜在增速附近，2022 年全年 GDP 增速或进一步向潜在经济增速回归。在增长动能上，三架马车将在后疫情时代寻求新的平衡，具体来说消费全年增速或升至两位数以上，投资内部结构呈现出制造业起、房地产降、基建持稳的跷跷板格局，制造业投资接力基建和房地产成为 2021 年投资增速的主力军，净出口则随着新冠疫苗的接种和海外经济的逐步复苏呈现为出口维持强势、进口边际修复，总体贸易顺差或逐步收窄。

3. 货币与财政政策：2021 年货币与财政政策均将回归常态化，但常态化并不意味着紧缩，只是相对 2020 年有所收敛。当潮水退去，财政支出偏向民生领域的幅度将缩小，赤字率预计将回到 3% 左右水平，专项债额度或回落至 3 万亿附近，特别国债大概率取消。货币政策方面，实体经济利率拐点或已到来，但央行精准呵护、精准滴灌的态度依然保持，社融和人民币贷款会较今年有所收缩，但不会滑坡，预计维持在 2018 年和 2019 年的水平

表 2.1.1：2021 年主要宏观经济指标预测

指标	2021F	2020F	2019	2018	2017
GDP (%)	8.8	2.1	6.1	6.7	6.9
CPI (%)	1.3	2.5	2.9	2.1	1.6
PPI (%)	1.7	-1.9	-0.3	3.5	6.3
社会消费品零售 (%)	15.1	-3.8	8.0	9.0	10.2
工业增加值 (%)	8.0	2.6	5.7	6.2	6.6
出口 (%)	7.0	2.2	0.5	9.9	7.9
进口 (%)	9.1	-1.0	-2.8	15.8	15.9
贸易顺差 (亿美元)	4742.3	4843.5	4215.2	3400.0	4225.1
固定资产投资 (%)	7.0	3.0	5.4	5.9	7.2
M2 (%)	9.0	10.5	8.7	8.1	8.2
人民币贷款 (%)	10.9	12.9	12.3	13.5	12.7
1 年期存款利率 (%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1 年期贷款利率 (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
美元/人民币	6.45	6.56	6.98	6.86	6.53

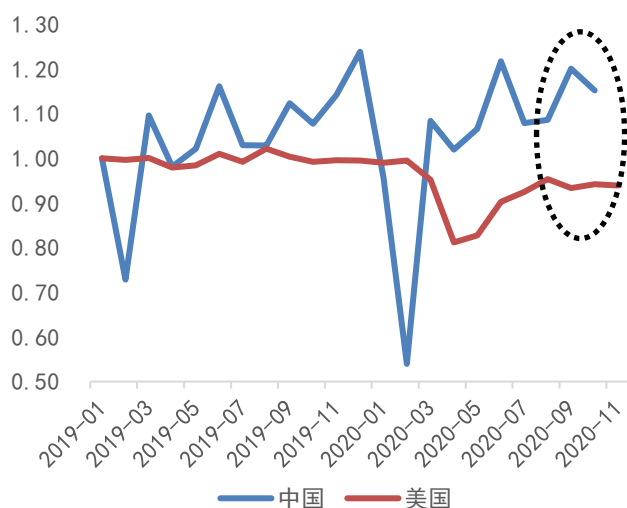
资料来源：Wind 南华研究

第2章 供给领先恢复，需求侧改革应运而生

2.1. 国内经济修复供给快于需求

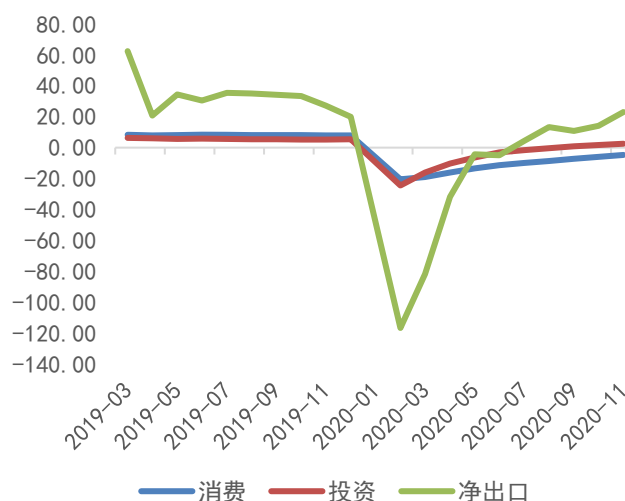
2020 年我国经济领先复苏，由于国内外货币及财政政策刺激的侧重点不同以及海外疫情不断反复，我国工业生产强势复苏，不仅领先于国内需求复苏，更是大幅领先于海外经济体的生产部门的修复，因此形成了国内供给修复快于需求，内需中投资及出口快于消费，国内生产供给国外消费的新格局。但是，疫苗已经在来的路上，海外疫情终将落幕，当潮水退去，未来的国内经济想要寻求长期稳健增长必须注重提质增效、实现增长动能的变轨。

图 2.1.1: 国内工业生产恢复快于美国 (2019 年 1 月=1)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.2: 相比于净出口，内需中消费、投资偏弱 (%)



数据来源: Wind 南华研究

2.2. 需求侧改革应运而生

在国内供给恢复快于需求的当下，内需的回升幅度和空间决定了未来经济增速的空间，激发内需潜能、全面扩大总需求对未来经济增长的意义将格外凸显。

十四五规划和二〇三五年远景目标建议稿中提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，12 月 11 日召开的中央政治局会议中首提需求侧改革，其中关于需求侧改革的表述为“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能”。在当前的经济环境下提出需求侧改革，主要是因为：

1) 今年以来，尽管国内经济“一枝独秀”、率先走出疫情低迷，但主要为工业生产领先修复以及房地产和基建投资带动下实现的复苏，反映经济内生动力的消费却明显偏慢，截至 11 月代表消费的社会消费品零售总额累计同比增速仅为-4.8%，尚未走出负增速，远远落后于当前 GDP 的修复速度；

2) 当然，需求侧改革不只是狭隘的促进消费，其内容涵盖三驾马车。今年以来持续偏强的出口增速进入到 2021 年以后，受疫苗接种之后海外生产复苏的影响，出口三驱动中除传统外需外，防疫物资对冲效应和替代效应在未来并不具备持续性，对经济的拉动作用亦不会像今年这么明显；除消费和出口外，投资还是要继续，但是以往依赖基建和房地产带来的边际效益已经越来越弱，继续扩大投资只能降低效率，传统模式不可持续；

3) 与发达经济体中消费占比相比，我国消费在 GDP 中的占比处于相对低位。正是在这样的大背景下，在国内国外双循环的大格局下，这次政治局会议才提出需求侧改革。

国民经济研究所王小鲁认为，需求侧改革的关键，是恢复货币中性，合理控制政府支出规模，提高政府支出效率，改善收入分配，缩小收入分配差距，在民生优先、普惠式公共服务优先的前提下改善政府支出结构，促进大众消费需求复苏和健康发展。因此，总体而言，需求侧改革为 2021 年乃至“十四五”期间经济增长的重点以及思路和政策都提供了一定的方向。

第3章 疫情阴霾渐褪，消费大有可为

自疫情以来，前 3 个季度看消费整体都是修复偏慢的，原因主要在于疫情改变了以往的消费模式、抑制了居民的消费意愿以及冲击了居民的消费能力。直到 9 月份消费实际增速首次转正，消费修复动能开始边际走强，但截至目前，疫情阴霾对消费的冲击仍未根本性消除。进入 2021 年，预计随着疫苗落地，因疫情激发的货币预防性需求将有所回落，消费倾向较今年有所回升，居民可支配收入延续复苏态势，预计 2021 年消费将加速回升，在低基数效应、经济内生动力增强以及全面促进消费的政策支持等多因素影响下消费或呈现两位数增长。

3.1. 后疫情时代，消费滞后恢复究竟为何？

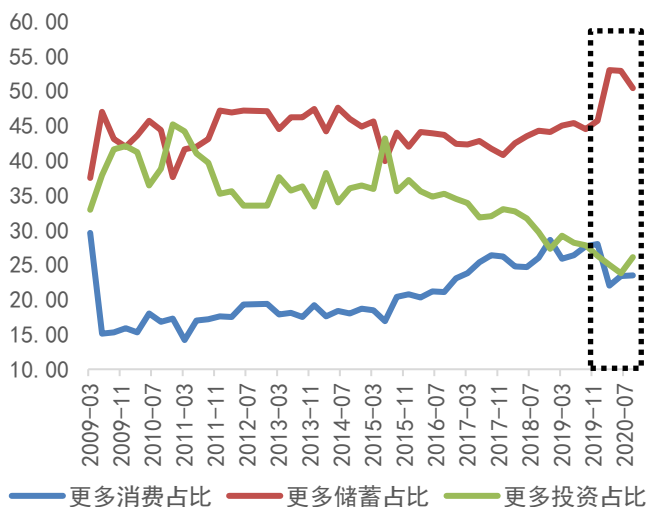
进入四季度后，消费开始逐渐摆脱疫情的阴霾，得益于疫情对消费场景限制的逐渐减弱，继 9 月社零实际增速首次转正后，消费增速出现明显的加速修复的特征。2020 年 11 月，我国社零增速当月同比 5.0%，不仅相较于去年同期的 8.0% 存在较大差距，而且相比较来看，固定资产投资以及工业生产等指标的累计同比均已转正，而 11 月社零累计同比依旧为 -4.8%，消费增长截至目前依旧是三驾马车中恢复程度最弱的一环，未来仍有较大的提升空间。

从消费结构看，截至 11 月，消费端主要呈现出以下特征：1) 疫情对服务消费冲击更大，从恢复情况看商品零售>餐饮收入；2) 限额以上>限额以下，且社零增速低于限额以上消费增速，说明疫情对规模更小、数量更多的限额以下的消费冲击更大。

从复苏节奏看，一季度除必选消费外大部分商品零售及餐饮收入均呈现断崖式下跌，从 4 月份开始，随着疫情防控逐渐放开，商品零售和餐饮收入开始复苏模式，从线上消费开始逐渐延伸至线下消费，三季度开始以影院放开限制为起点，可选消费出现明显的反弹迹象，11 月份餐饮收入更是开始快速追赶商品零售，二者增速差明显收窄。从消费的产品类别来看，自今年 4 月以来，汽车消费在限额以上商品零售额中的占比基本持续稳定在 30% 以上，乘用车当周日均销量同比自今年 6 月底以来更是持续稳定居于高位，可见汽车消费是拉动消费回暖的最主要因素。

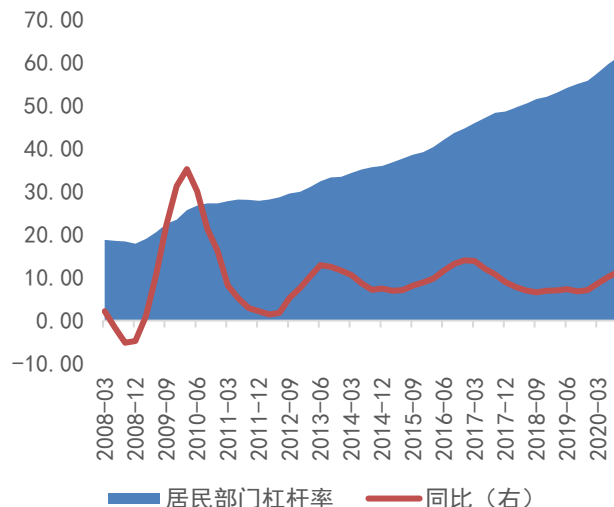
居民消费之所以恢复相对滞后，主要是因为疫情对居民消费倾向、可支配收入的冲击仍未褪去。从城镇储户调查问卷情况看，疫情发生后预防性需求抬头，居民储蓄意愿明显抬升，今年前三季度住户新增存款 9.95 万亿元，创下自 2005 年以来的最高历史水平便是最好的例证，相对而言，2020 年 3 季度消费意愿占比仅为 23.5%，去年同期为 28%，说明疫情对消费倾向的压制仍未消除。除此之外，可支配收入也受到一定冲击，2020 年 3 季度居民可支配收入累计同比已然转正为 2.8%（去年同期为 7.9%），与此同时居民杠杆率升至有记录以来的历史最高位，截至 9 月居民部门杠杆率为 61.4%（去年同期为 55.1%），比去年同期抬升 6.3pcts，从居民资产负债表看居民杠杆率的抬升主要是由购房加杠杆所致（对应到房地产开发资金来源中来自于居民的定金预付款以及个人按揭贷款累计同比自 3 月的低点持续攀升），居民收入受到冲击之余居民杠杆率却升至历史高位，意味着可支配收入受到明显挤压，从而一定程度上制约了消费能力，而且考虑到购房加杠杆的影响是相对长期的，因此疫情对于消费能力的制约将持续存在，短期难以彻底消除。

图 3.1.1: 城镇储户问卷调查显示消费意愿仍受压制 (%)



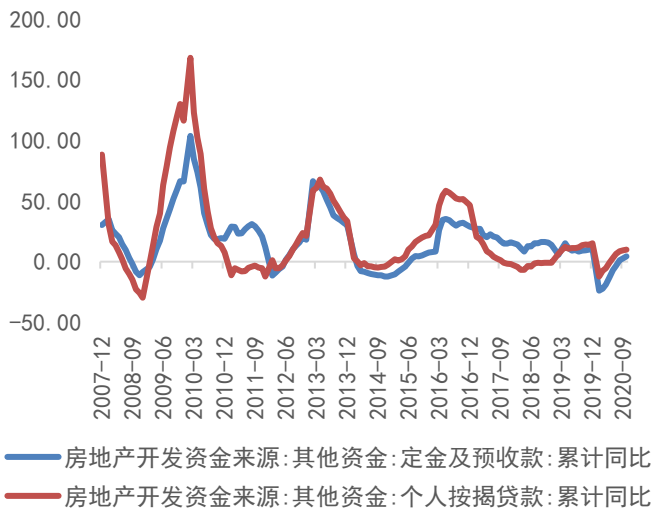
数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.2: 居民部门杠杆率高企制约居民消费能力 (%)



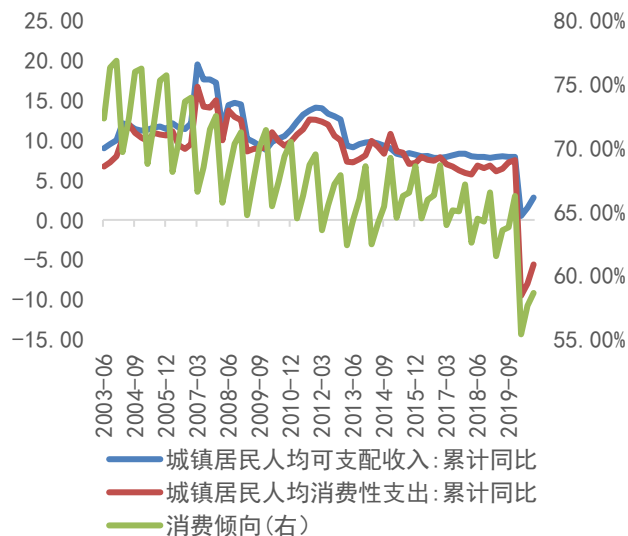
数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.3: 居民杠杆率的提升主要来源于加杠杆购房 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.4: 居民收入及消费意愿较疫情前仍有差距 (%)



数据来源: Wind 南华研究

3.2. 疫后重生，消费后来居上

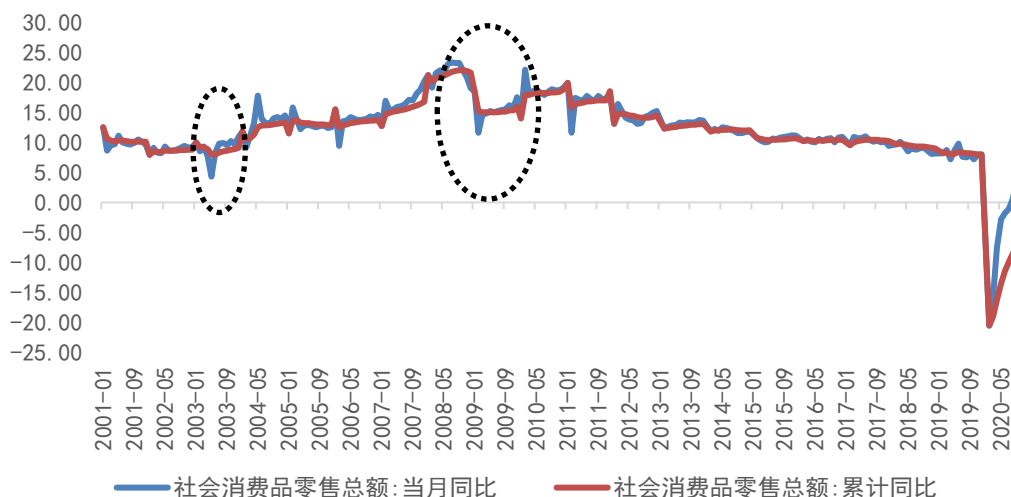
（1）居民消费的疫后重生需要多久？

与欧美直接针对居民需求端的刺激政策不同，我国的经济救助政策主要是针对供给端和企业的，并没有针对居民资产负债表的救助措施，这也导致了我国供给恢复快于需求、三驾马车中居民消费恢复又最为滞后的总特征，以及中国生产、美国消费的全球新

格局。

尽管当前国内对于消费场景的限制基本解除，线下消费和服务消费基本不受到限制，但是海外消费尚没有完全恢复，可以看到无论是可支配收入还是消费倾向都较疫情前存在较大差距，而且由于消费者的恐惧心理以及居民消费本身的内生性特征，居民消费恢复势必是相对缓慢的。通过对比 2003 年非典时期以及 2008 年金融危机后的消费恢复情况看，居民消费的疫后恢复一般需要 1-2 年，这就意味着我国消费增速恢复至正常水平可能至少要到 2021 年 2 季度前后，并且之后消费的边际动能可能有所趋缓。

图 3.2.1：居民消费的恢复一般需要 1-2 年（%）



资料来源：Wind 南华研究

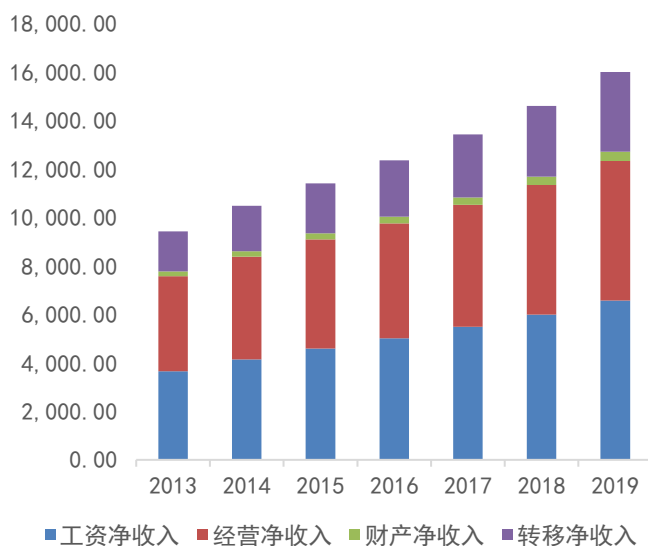
（2）阴霾褪去叠加政策加持，消费增速后来居上

2021 年，疫情阴霾逐渐褪去，在当前消费场景已然解除的基础上，以休闲娱乐为代表的服务型消费和线下消费开始快速复苏，随着明年疫苗落地以及不确定性的大幅降低，消费倾向和居民可支配收入有望逐步恢复，但是居民杠杆率高企对消费能力的制约会持续存在，或对居民消费形成一定掣肘。

“十四五”规划提出“全面促进消费”，针对消费恢复当中的薄弱点，“十四五”规划提出坚定实施扩大内需战略，旨在释放扩大内需活力。根据“十四五”规划的布局，对消费的布局侧重两个方面，一是提高居民的边际消费倾向；二是扩大居民收入，对症下药解决当前消费恢复偏慢的两个根本性问题。在提高边际消费倾向上，强调新供给创造新需求，除继续支持汽车、住房、通讯器材等传统消费的升级外，更加注重对于旅游、文化、体育、康养、家政、托育、养老等新消费的培育，而这部分新消费基本对应于居民人均消费支出当中恢复最为滞后的部分。在强化产品消费的同时，更加注重对配套服务的提升，并将绿色消费理念内化其中。在扩大居民收入上，关注到农村可支配收入中财产性收入占比过低（2019 年全国农村可支配收入中财产净收入占比仅 2.35%），重点关

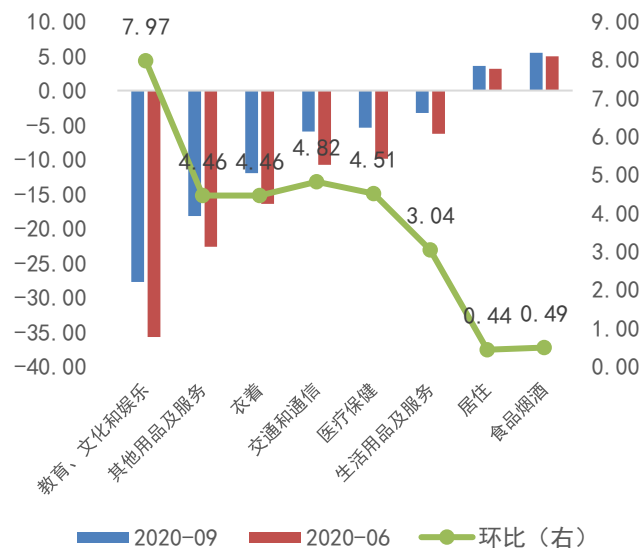
注农地改革带来的农民群体财产性收入的扩张¹。

图 3.2.2：全国农村可支配收入中财产性收入过低（元）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.3：全国居民人均消费支出累计同比（%）



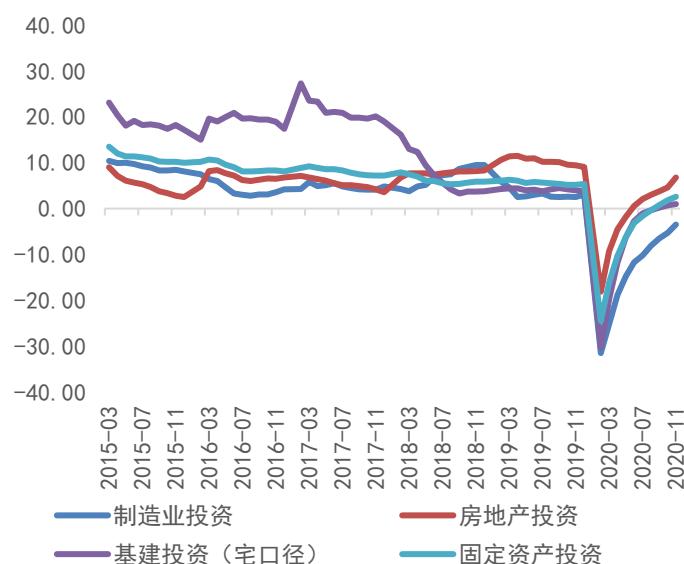
数据来源：Wind 南华研究

¹ 袁野，《“十四五”规划探究之消费投资篇》

第4章 制造业接棒地产基建，合理扩大有效投资

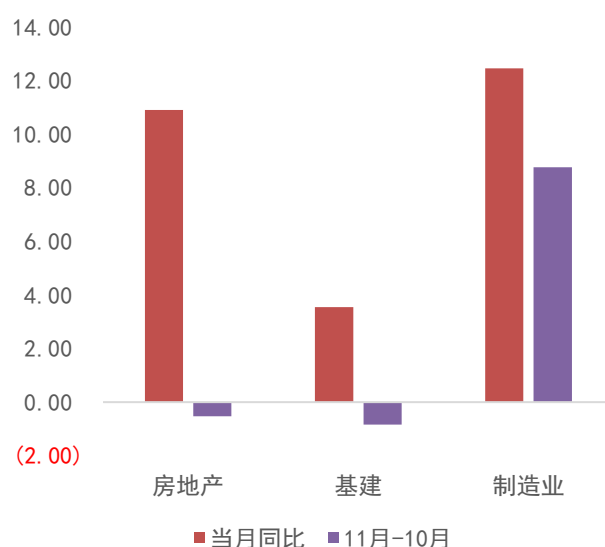
2020 年 1-11 月，全国固定资产投资累计同比增长为 2.6%，其中全国房地产开发投资累计同比增长 6.8%，基础设施投资（不含电力）累计同比为 1.0%，制造业累计同比增速为-3.5%，从绝对表现看依旧呈现出房地产>基建>制造业。从累计同比的边际变化来看，11 月份呈现的投资结构有所改善，具体来看，改善程度从高到低依次是制造业>房地产>基建；从当月同比的环比变化来看，制造业当月同比大幅上涨 8.76pcts，房地产当月同比小幅回落 0.53pcts，相对而言随着逆周期政策的逐步退出，基建投资当月同比小幅下降 0.84pcts，基建回落、房地产趋缓、制造业持续反弹，是当前投资增速的结构性特征，制造业接棒房地产和基建，正在加速成为投资中动能最强的分项。

图 3.2.1：累计同比看房地产和基建偏强，制造业偏弱（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.2：边际改善看，制造业>房地产>基建（%）



数据来源：Wind 南华研究

展望 2021 年，在增长动能上，我们认为随着非常态财政政策的退出以及经济内生动能的逐步增强，制造业将接棒房地产和基建成为明年的投资主线，温和乐观看待 2021 年的制造业投资，相对而言，房地产投资有所下行但韧性犹存，基建虽受制于财政政策回归以及项目相对受限，但“十四五”规划强调合理扩大有效投资，基建投资总体预计增长空间较为有限。总而言之，2021 年投资端将总体呈现出制造业升、房地产降、基建持稳的跷跷板格局。

4.1. 房地产投资下行但不失速，韧性犹存

4.1.1. 政策影响正当时，房地产平稳健康发展

今年房地产投资增速在三大投资中表现较为突出，据统计局公布，截止至 11 月底，全国房地产开发投资累计增速 6.8%，增速比 1—10 月份提高 0.5 个百分点，房地产市场整体韧性较强，是支撑今年经济实现正增长的重要力量。从当月同比看，与 3 季报判断基本一致，11 月房地产投资当月同比如期见顶回落，当月同比为 8.52%，环比下降

2.03pcts，主要受到三道红线融资政策收紧的影响以及房地产投资需求抑制的影响。

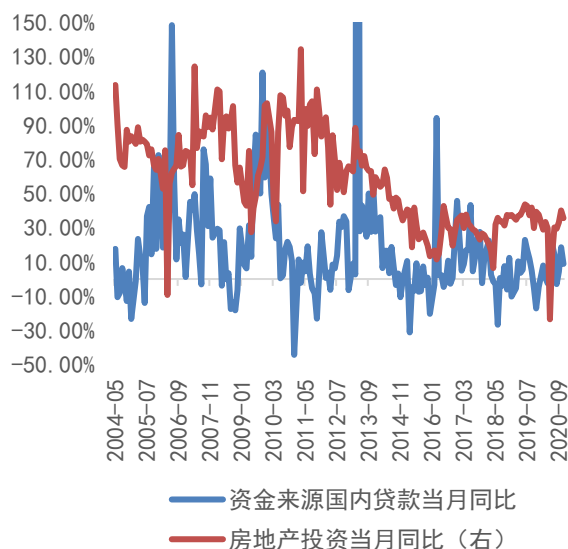
政策层面，继三道红线之后，在央行发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》中，关于地产的相关阐述为，牢牢坚持“房住不炒”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

无独有偶，根据中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》，针对房地产的定位其中提到，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

由此可见，中央政策层面对于房地产市场的调控始终围绕着房住不炒的总基调，这一基调也将延续至“十四五”期间，关键词逐渐演变为“平稳”和“发展”，这意味着房地产市场既不能快速上涨，也不能后退萎靡，仍要保持平稳增速从而对经济起到一定的支撑作用，对应到房价上，我们认为在“三稳”大背景下房价未来将保持稳定，分能级看，预计一线城市稳中小涨，二三线城市或保持平稳或稳中有降的态势。

展望 2021 年，房地产市场虽受政策影响较大，针对房地产企业“三道红线”的紧融资监管政策规则也将正式施行，房地产调控政策将真正面临边际收紧的趋势，房地产投资存在一定的下行压力。但因为房地产既与地方政府财政密切相关（国有土地使用权出让收入占到政府性基金收入的九成以上），又涉及金融体系的系统性风险，政策调控目的主要在于保障房地产市场平稳健康发展，因此，房地产投资虽有下行压力，但不至于失速，稳中下行、韧性犹存是我们对于 2021 年房地产投资的总体判断。

图 4.1.3：11 月房地产投资当月同比见顶回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.4：土地购置面积自 8 月以来持续回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

4.1.2. 明年房地产投资大概在什么位置？

在明年房地产市场的平稳健康发展、稳中下行、韧性犹存的基本判断下，对应到房地产投资增速上大概应该是多少呢？我们从两个角度来大致判断房地产投资增速。

角度 1：从 2021 年全年 GDP 增速预测大致倒推房地产投资增速

在这个测算模式下，我们共有以下三点假设：1. 2020 年全年 GDP 增速为 2.5%，2021

年全年 GDP 增速为 8.0%，2020 年全年房地产投资增速为 7.2%；2. 房地产投资与支出法 GDP 之间的弹性系数大致与疫情之前保持不变，支出法 GDP 与房地产投资的弹性系数为 17.97%；3. 支出法 GDP 与固定资本形成，固定资本形成与固定资产投资，固定资产投资与房地产投资，四者存在相对稳定的比例关系。

在这三点假设下测算出来 2021 年的房地产投资增速为 9.64%，但是明年的实际房地产投资肯定要低于 9.64%，同时也要低于今年预期的 7.2%，主要原因在于：1）尽管今年 GDP 增速较低，但是房地产投资在全年一直处于持续偏强的状态，在前三季度中房地产投资是投资分项中表现最强的、对经济支撑力度最大的动能，因此房地产投资对于今年 GDP 增速的贡献明显高于往年，这也是导致年初房地产投资增速预测值大幅低于实际的原因所在；2）2021 年经济增速在低基数效应下要高于潜在增速，消费和制造业向前，房地产占比有所下降，因此支出法 GDP 与房地产投资的弹性系数要明显小于假设 2，我们将弹性系数下调至 10%~12%之间后测算出的房地产投资增速大概在 5.5%~6.4%之间。

表 4.1.1：从全年 GDP 增速角度房地产投资增速测算（单位：亿元）

假设情景	2020 年 不变价 GDP	2021 年不变 价 GDP 同比 (E)	2021 年 不变价 GDP	2021 年 支出法 GDP	2021 年房 地产投资 额变化	2021 年房 地产投资 额	2020 年房 地产投资 额	2021 年 房地产 投资增 速
基准情景	913937.3	8.00%	987052.2	1026534	13664.3	155376.6	141712.2	9.64%
情景 2	913937.3	8.00%	987052.2	1026534	8364.4 ²	150076.6	141712.2	5.90%
情景 3	913937.3	8.00%	987052.2	1026534	9124.7 ³	150837	141712.2	6.44%

资料来源：Wind 南华研究

角度 2：从房地产开发投资额构成测算房地产投资增速

房地产开发投资按投资内容主要包括建筑工程、安装工程、设备购置并安装以及其他费用四部分，截至 10 月的最新数据看，建筑工程占比 56.60%，其他费用（含土地购置费）占比 38.29%，其中仅土地购置费占比就高达 33.2%，可见房地产开发投资主要由建安工程和土地购置费两部分决定，我们通过简单估算这两部分在明年的增速并按现有权重进行加权来大致测算一下 2021 年的房地产投资增速。

首先来看，建筑工程费用=单位建筑安装费用×施工面积，施工面积又有新开工面积与竣工面积之差来决定，不等同于当年度施工面积。新开工面积由存量土地与新土地购置两部分组成，从今年的拿地情况看，2020 年（截至 11 月）土地购置面积基本处于 2001 年以来的历史低位，受调控影响，开发商拿地热情明显降温，未来房地产开发主要依靠存量土地的开发。而从新开工与竣工增速差来看，以一般 3 年左右的建筑工期看，2019~2022 年将迎来竣工高峰期，但实际上 2019 年竣工累计同比仅为 2.6%，2020 年全年基本也是负增速，因此竣工周期有所延后，明后两年在紧融资政策环境下房企为加速资金回笼或加快施工，预计施工增速会有所回升，粗略估计施工增速将高达 5%以上。

再来看土地购置费，自 2020 年下半年以来，土地购置费累计同比持续在 8.5%上下波动，但是在“三道红线”正式施行的大背景下，房企迫于资金和债务压力预计会优先

² 支出法 GDP 与房地产投资的弹性系数下调为 11%时的房地产投资额变动

³ 支出法 GDP 与房地产投资的弹性系数下调为 12%时的房地产投资额变动

开发存量土地，土地市场将回归理性，土地成交价款累计同比将逐步收敛，半年左右传导至土地购置费上，预计 2021 年土地购置费增速将回落至 4.5% 左右，大致接近于疫情之后 2020 年 4 月的水平。

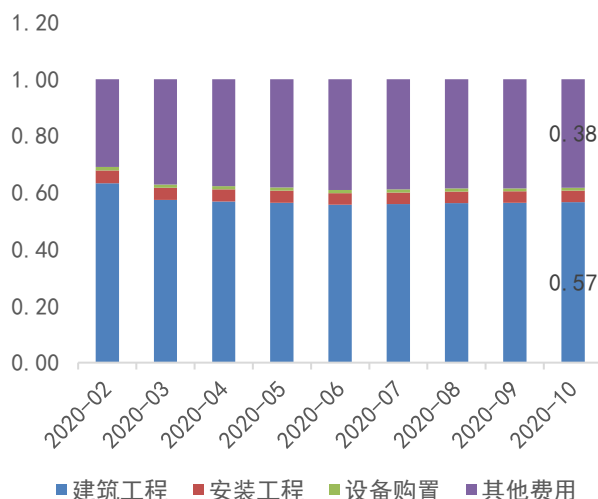
假定明年的单位建筑安装费用增速为 2%（大致与 2021 年 PPI 增速持平），那么建安工程费用增速预计在 7% 以上，再结合土地购置费 4.5% 左右的增速，综合测算下来房地产投资增速预计在 5.6% 左右。

图 4.1.5：土地成交价款领先土地购置费半年左右（%）



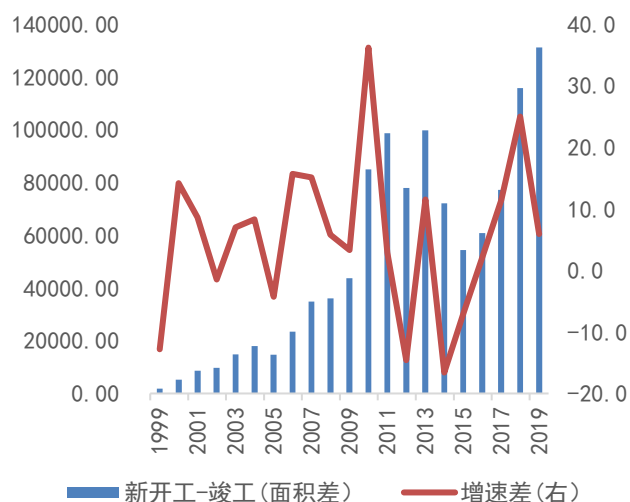
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.6：房地产开发投资内容构成（2020 年 10 月）



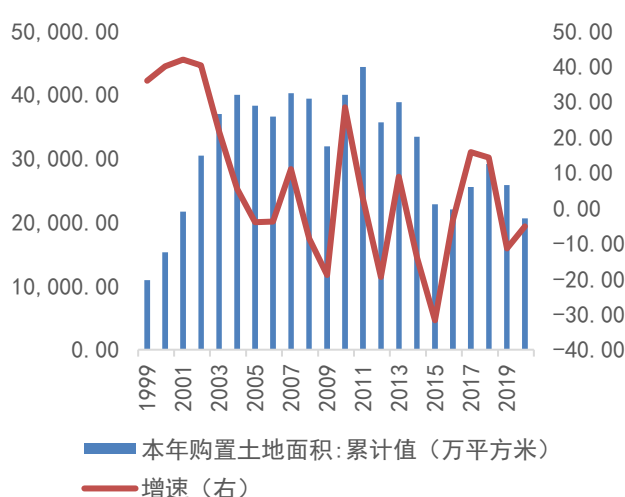
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.7：新开工与竣工差决定未来施工面积（万平方米）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.8：今年土地购置面积明显回落（截至 11 月）



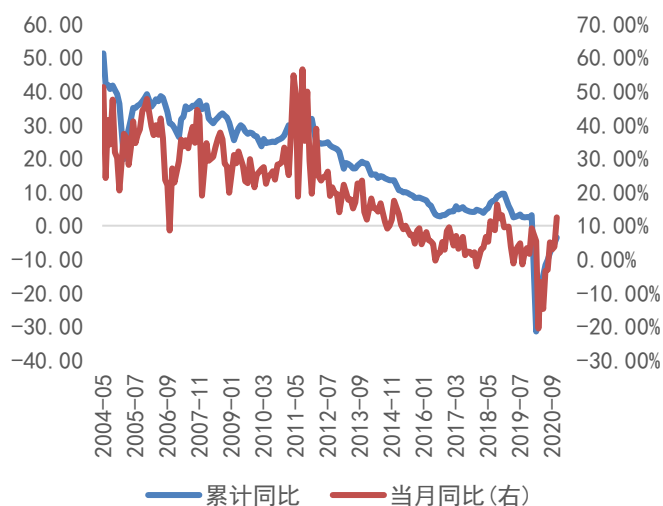
数据来源：Wind 南华研究

4.2. 寒谷回春，制造业投资温和乐观

据国家统计局公布，11 月制造业投资累计同比为-3.5%，较上月改善 1.8pcts，去

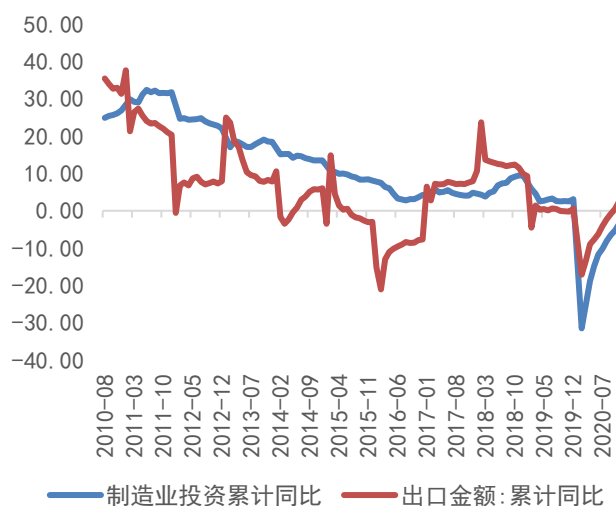
年同期水平为 2.50%，当月同比为 12.46% (+8.76pcts)，去年同期为 9.21%，是所有投资分项中表现最强的。从绝对表现来看，当前制造业依旧是投资乃至整个内需结构中整体进程恢复偏慢的，但从当月同比以及其环比改善程度来看，制造业投资大幅反弹，而且固定资产投资中各分项占比是制造业>房地产>基建，因此制造业将逐渐成为明年中国经济修复的核心支撑之一。

图 4.2.1：制造业累计同比与当月同比 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.2：出口偏强带动制造业部分回暖 (%)



数据来源：Wind 南华研究

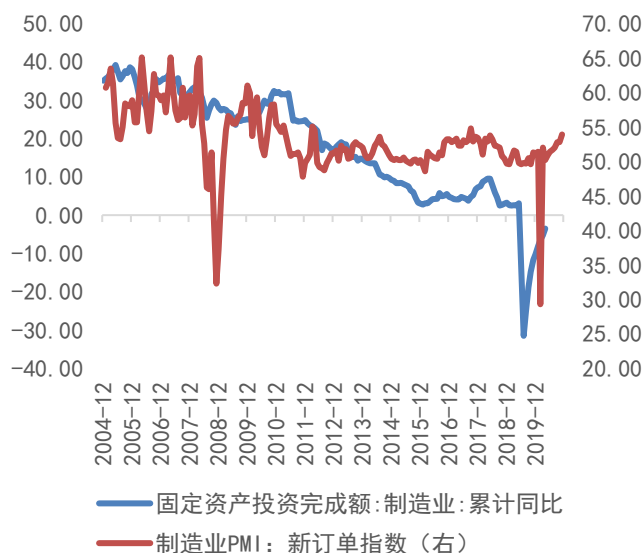
我们知道，决定制造业投资的核心因素是利润以及内外需情况，对于此次 11 月制造业投资大超预期，我们认为主要是基于以下几点：

(1) 低基数效应。去年同期的低基数效应在部分程度上解释了制造业的超预期表现，2019 年 11 月制造业当月同比增速仅为 1.62%。从行业结构看，电器机械、金属制品、医药及汽车依旧是最强的，以医药及电子设备制造业为代表的防疫物资对出口以及制造业的贡献环比明显增加（对应于欧美 11 月疫情封锁期），另外值得关注的是汽车制造，汽车制造业增速与 2019 年增速差在所有工业制造业中最高，因此出口以及防疫物资对制造业的支撑也是导致制造业增速大超预期的原因之一。

(2) 尽管进入 3 季度，作为制造业下游的基建及地产修复斜率出现边际趋缓的迹象，但是制造业投资周期的回升相对具有滞后性，大概滞后于基建与地产复苏期一年左右，因此，今年前三季度的房地产与基建的偏强表现对于制造业投资的支撑仍将缓慢支撑制造业增速回升。除内需外，尽管海外疫情四季度出现反复，但除日本外，主要发达经济体的 PMI 均在荣枯线以上，外需持续回暖是不争的事实，11 月出口当月同比更是高达 21.1%，创自 2018 年 2 月以来的历史高点。

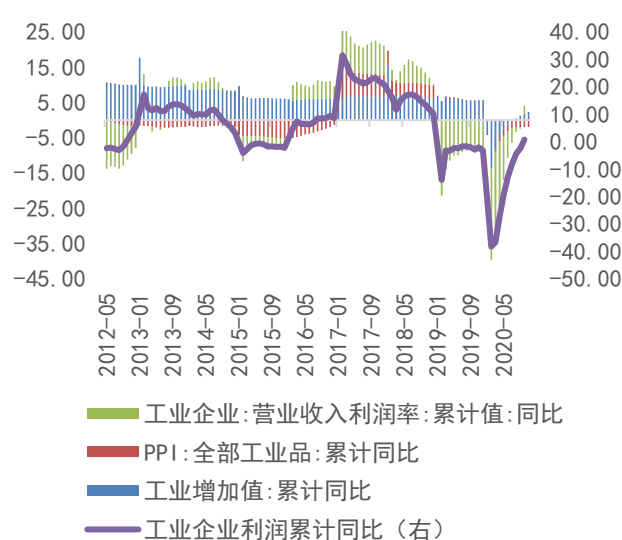
(3) 除此之外，制造业投资也与 PPI 的逐步回升关系十分密切，制造业投资累计同比与 PPI 累计同比基本同步。2020 年 5 月 PPI 当月同比开始触底反弹，截至 11 月，PPI 同比较 5 月底的底部位置已经回升了 2.2pcts。这背后的逻辑主要在于，上游板块的修复带动工业品价格的回暖，进而直接促进了工业企业利润回暖，10 月工业企业利润当月同比 28.20% 的高位，创有记录以来的历史高位，就在一定程度上解释了制造业投资的超预期表现。

图 4.2.3：内需回暖带动制造业好转（%）



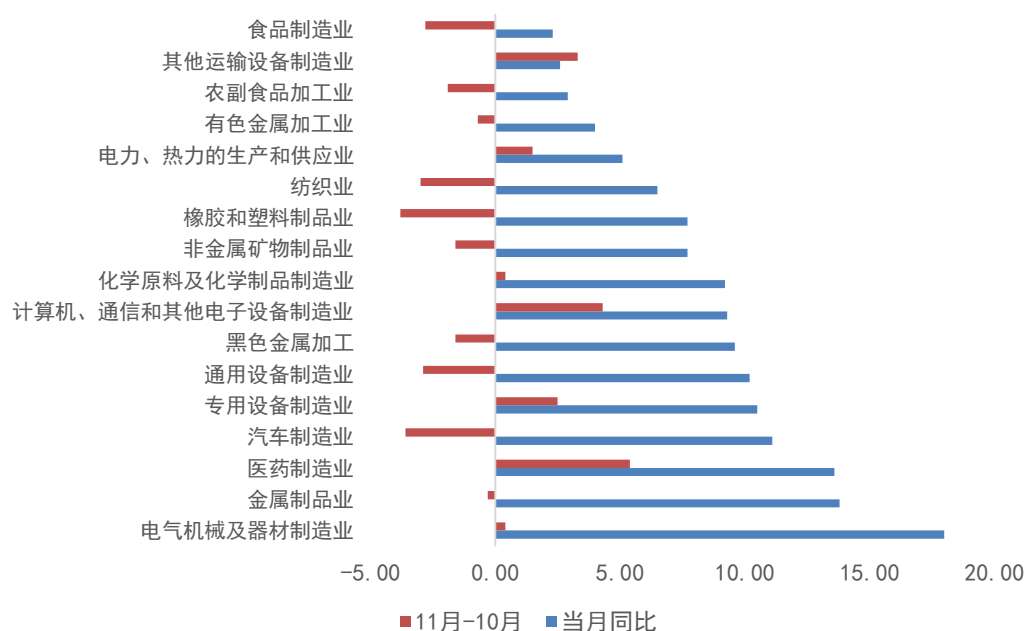
数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.4：工业利润修复持续向好（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.5：11 月工业增加值分行业当月同比及环比表现（%）



资料来源：Wind 南华研究

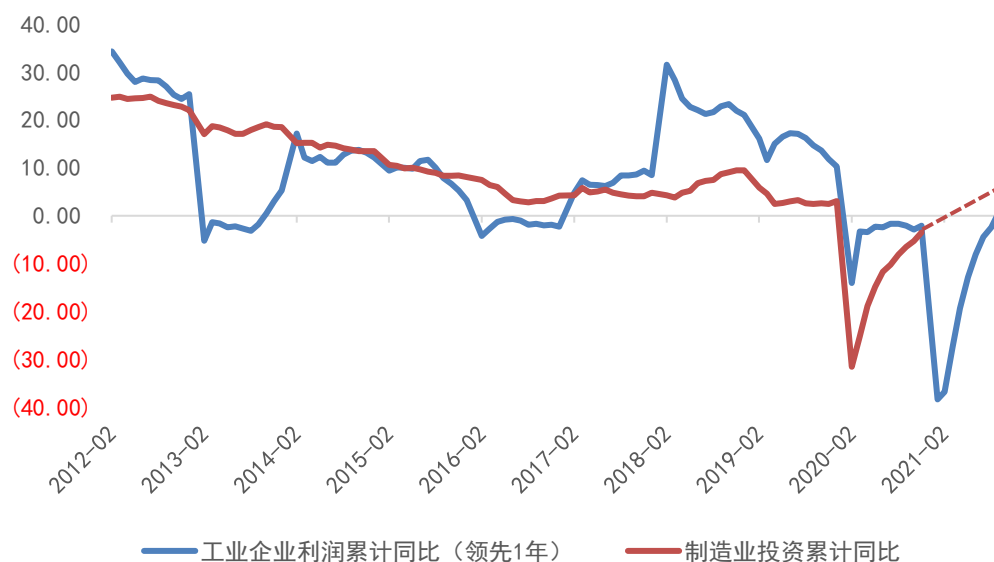
向后看，我们对 2021 年制造业投资增速持温和乐观的看法，全年同比增速或回升至 8%以上，主要理由如下：

（1）低基数效应。截至 11 月，制造业投资累计同比-3.5%，预计 2020 年全年制造业投资都将呈现负增速，在低基数效应下 2021 年制造业投资增速将有不错表现；

(2) “十四五”规划建议提出,要保持制造业比重基本稳定,巩固壮大实体经济根基,这意味着“双循环”新格局下制造业投资的战略地位提升。我国制造业增加值占比从 2006 年的 32.5% 降至 2019 年的 27.2%。尽管制造业占比下降是工业化的规律,但在后疫情时代中美科技“脱欧”、国际关系充满不确定以及“双循环”新格局下,一方面要保持制造业比重基本稳定,同时也要实现制造业“由大变强”、促进制造业高质量发展;

(3) 根据历史经验,工业企业利润累计同比领先于制造业投资增速一年左右的时间,鉴于今年同期工业企业利润累计同比增速持续回暖的走势,且制造业投资周期的回升大概滞后于基建与地产复苏期一年左右,综合以上考虑,我们认为明年的制造业投资增速将较为乐观。

图 4.2.6: 工业企业利润累计同比领先制造业投资增速 1 年左右 (%)



资料来源: Wind 南华研究

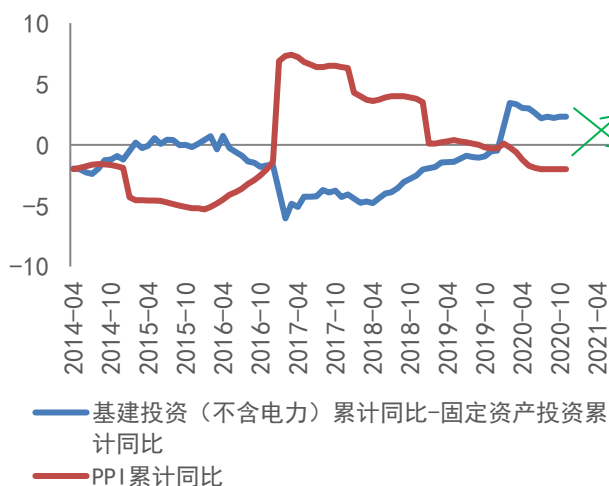
4.3. 基建投资进入平台期, 增速中枢或在 4% 左右

(1) 经济下行风险可控, 传统逆周期对冲意愿不强

在传统观点中, 基建一直被视为逆周期调节工具, 是政府用来对冲经济下行风险的缓冲器。在通缩压力下, 基建投资增速通常高于固定资产投资总增速。今年在新冠疫情影响下, 国内经济于 2 月跌至深谷, 在强烈的稳增长意愿下, 基建如期率先崛起, 二季度复苏斜率明显高于制造业和房地产。

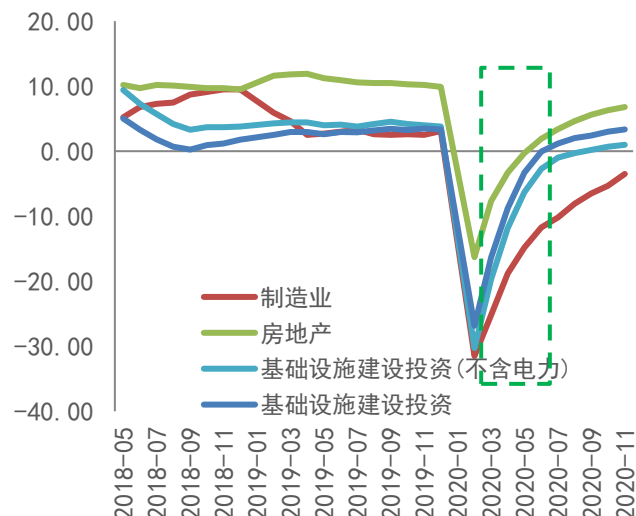
2021 年, 得益于消费、制造业的回归, 逆周期调节必要性大大减弱, 传统基建拉抬经济功能势必也将受到抑制。

图 4.3.1：基建通常被认为是逆周期缓冲器（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.2：今年二季度，基建复苏速度最快（%）



数据来源：Wind 南华研究

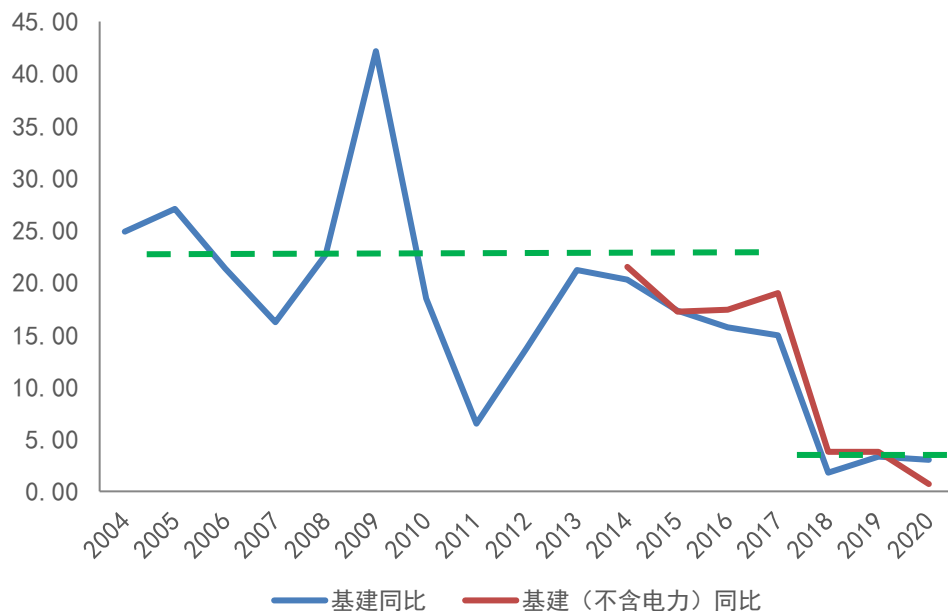
（2）跨周期调节政策思路下，基建逆周期属性更趋弱化

今年 7 月的中央政治局会议首次提出“跨周期调节”。以往的政策取向通常是头痛医头，脚痛医脚，即在经济不好时，基建作为逆周期调节利器大规模上马，在经济转暖时则退居幕后。经历过这么多年的实践后，低效投资、无效投资等基建后遗症已充分暴露。跨周期调节意味着在宏观调控过程中，政策应对不再以经济短周期波动为主，而是着眼于长远效益，更加重视我国经济发展面临的各类中长期问题。可以预见，在跨周期调节政策框架下，基建的逆周期属性将更趋弱化。

事实上，2017 年后，在严监管、去杠杆、紧信用的大背景下，地方政府债务监管问题再次成为重拳出击对象，非标融资、城投债等基建资金来源出现断崖式下滑，导致基建投资增速迅速下降。2018 年和 2019 年基建（不含电力）投资年增速均只有 3.8%，基建（含电力）年投资增速分别为 1.79% 和 3.33%。

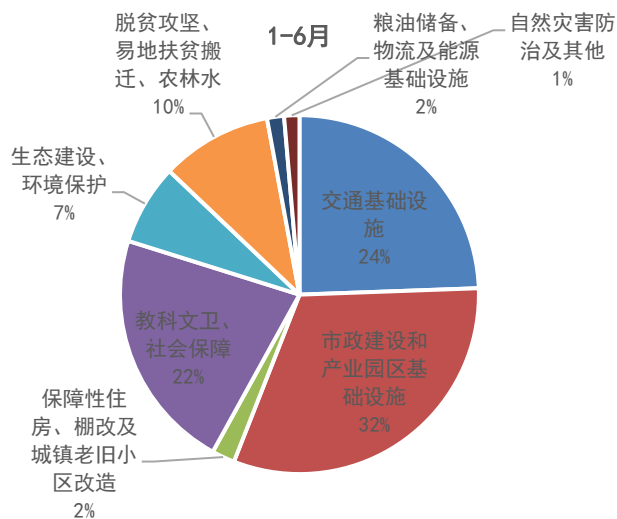
今年因新冠疫情影响，虽然财政支出力度加大（3.75 万亿地方政府专项债+1 万亿特别国债），但三四季度以来基建投资往往不及预期，究其原因，可分为以下三点：1）政府更加注重“六稳”、“六保”，财政支出以民生、社会保障为主；2）作为基建投资的重要资金来源，专项债要求收益自平衡，但基建项目通常收益较低，导致优质项目储备不足，资金淤积；3）下半年，专项债资金用途放宽，被允许投向棚改领域，也可以用来补充中小银行资本金，资金分流严重。截至 11 月，基建（不含电力）和基建（含电力）投资累计同比增速分别仅 1% 和 3.32%。基建增速已进入新平台。

图 4.3.3：基建投资增速进入新的平台期（%）



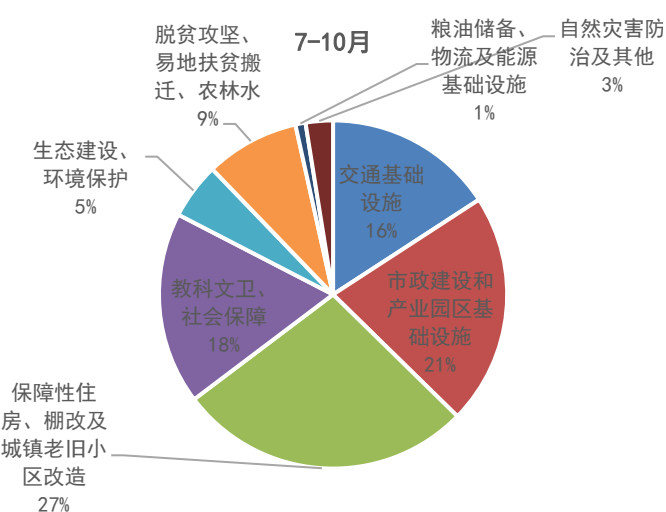
资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.4：1-6 月专项债资金投向



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.5：7-10 月专项债资金投向



数据来源：Wind 南华研究

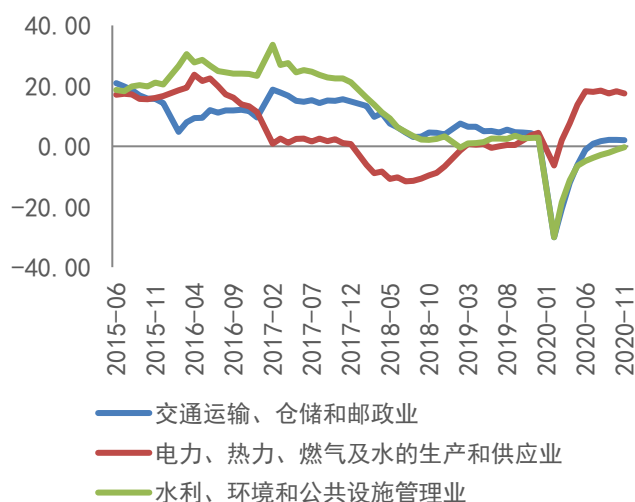
（3）“十四五”规划开局之年，基建投资缺乏亮点但仍有支撑

为应对新冠肺炎疫情引发的经济滑坡，基建再次被市场委以重任，但走传统基建道路容易重蹈覆辙，此时新基建得到前所未有的重视。新基建可划分为 5G 基站、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等七大领域。虽然今年的新基建总体规模不大，但预期未来将占据更大的比重。

从现有基建细分行业的数据来看，新基建已有所发力。如图 2.1.6 所示，电力、热

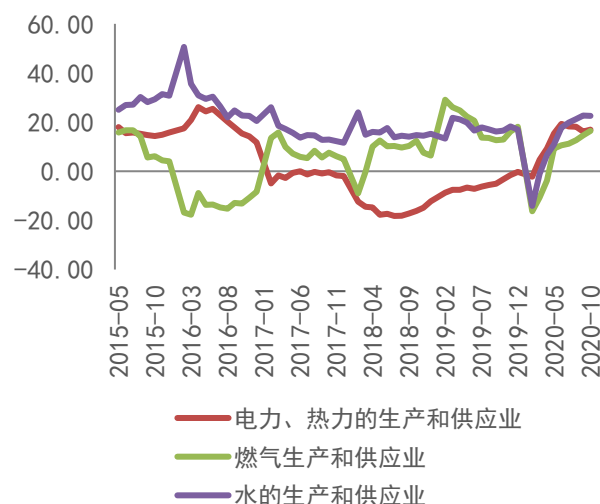
力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速明显高于其他两个行业。在图 2.1.7 中，目前燃气生产和供应业、水的生产和供应业均与 2017 年至 2019 年增速基本保持一致，但电力、热力的生产和供应业累计同比增速已明显高于前三年。电力、热力行业的高增速很可能与新能源汽车充电桩、特高压、5G 基站等新基建扩容有关。

图 4.3.6：基建三大行业累计同比增速（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.7：电力、热力所处行业增速明显高于往年（%）



数据来源：Wind 南华研究

此外，作为“十四五”规划开局之年，新型城镇化，城市群、都市圈建设等大型基建项目依然可待。

综上所述，基建投资已进入新的平台期，增速中枢或在 4% 左右。2021 年，因制造业、消费等领域发力，基建逆周期调节作用减弱。并且，在跨周期调节框架下，基建的逆周期属性将相对更趋弱化。但我们对基建的总体增速并不十分悲观，主要在于“十四五”规划开局之年，新基建、新型城镇化等大型基建项目陆续上马依然可待。

第5章 复苏错配，贸易顺差趋于收窄

据海关总署统计，2020 年 11 月，按美元计价，11 月出口同比增长 21.1%，预期增长 9.5%，前值增长 11.4%；11 月进口同比上升 4.5%，预期增长 4.3%，前值上升 4.7%。贸易顺差 754.3 亿美元，前值 584.43 亿美元，创有记录以来新高。

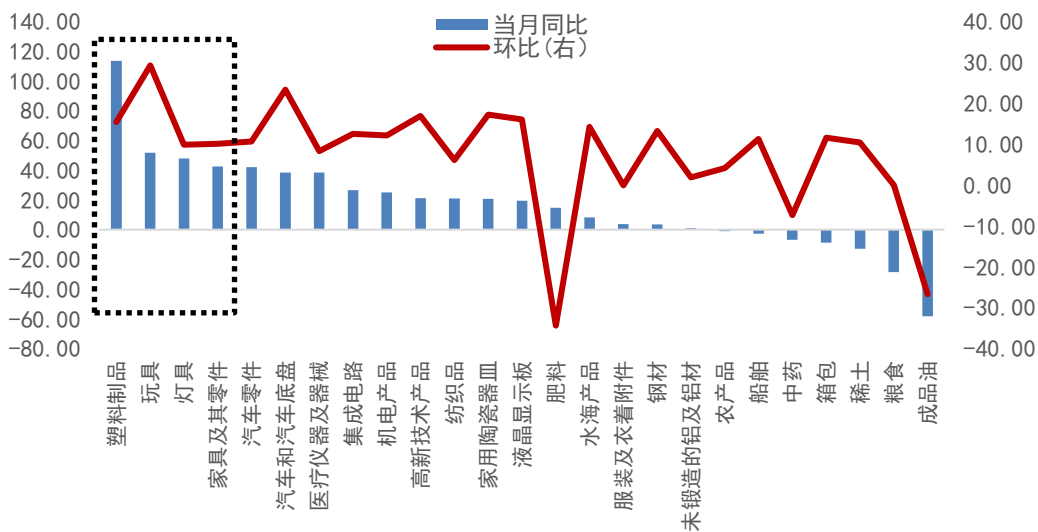
对于 2021 年，我们认为随着新冠疫苗的接种和海外经济的逐步复苏，防疫物资的对冲效应和正向的出口替代效应将逐渐消失或下降，传统外需对出口的支撑将逐渐成为主力。相对而言，进口则在内需进一步释放以及下半年油价复苏预期下逐步修复。总体而言，预计 2021 年贸易顺差或将逐步收窄，全年贸易顺差有望延续，对 GDP 形成正向拉动。

5.1. 从中国复苏到海外复苏，出口前高后低

今年以来，得益于中国供应链的率先修复，我国对外贸易中最超预期的就是出口增速，自 5 月以来出口增速连续回升，11 月出口及贸易顺差增速创有记录以来的历史新高。如何解释 11 月我国出口增速为何再次大超预期，我们认为主要原因在于：

(1) 圣诞节的节日效应。从重点出口商品的当月同比表现来看，11 月当月同比突然大幅提升的产品主要为塑料制品、玩具、灯具等节日类消费品，尤其是玩具，当月同比大幅提升 29.34%。

图 5.1.1：圣诞效应、防疫物资以及中美关系缓和导致 11 月出口增速大超预期（%）



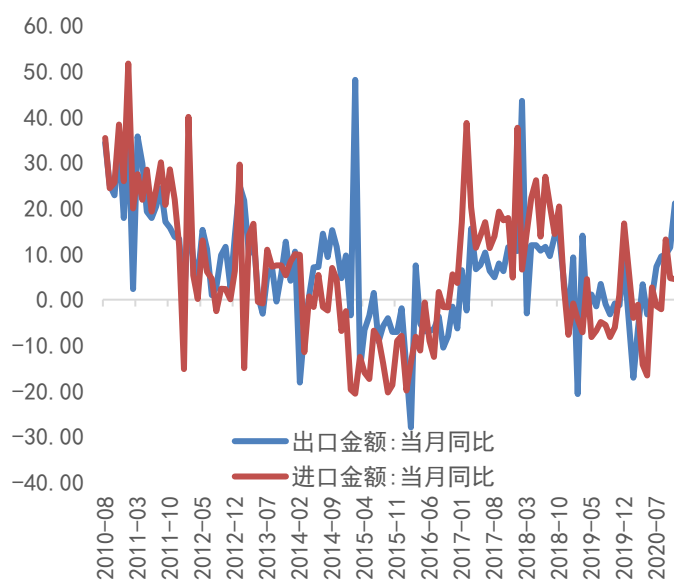
资料来源：Wind 南华研究

(2) 11 月欧美疫情反复，导致防疫物资对出口的贡献开始拐头向上。在三季报中我们曾提到，防疫物资对出口的边际贡献自 5 月以来持续回落，但欧美疫情在 11 月卷土重来、再度恶化，以医疗器械和纺织品为代表的防疫物资当月同比增速在 11 月由降转升，当月同比回升 6.5pcts 至 22.79%，防疫物资的边际贡献再次凸显是导致出口增速超预期的第二原因。

(3) 拜登时代，中美关系缓和之际我国对美出口大幅回升。从出口国别看，随着美国大选落地，进入拜登时代后中美之间贸易逐渐恢复，11 月出口增速主要由对美出口支撑的，对欧、日、韩等主要经济体出口增速均有提升，其中我国对美出口当月同比 46.09%（环比大增 23.63%），除此之外对欧盟（不含英国）出口当月同比回升 15.88pcts，对其余经济体出口增速回升均呈现小幅回升。

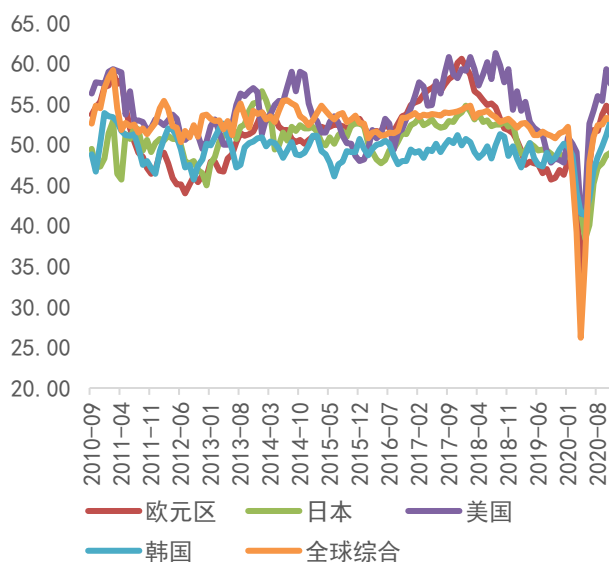
除此之外，从 11 月全球主要经济体的制造业 PMI 来看，除日本外，主要发达经济体制造业 PMI 均在荣枯线之上，说明尽管欧美疫情反复，但疫苗的利好频出抵消了市场的担忧的同时也在推进全球经济的复苏，因此全球经济复苏下传统外需对出口的支撑也是持续存在的。

图 5.1.2：11 月进出口增速差明显扩大（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.3：外需回暖支撑出口强势（%）

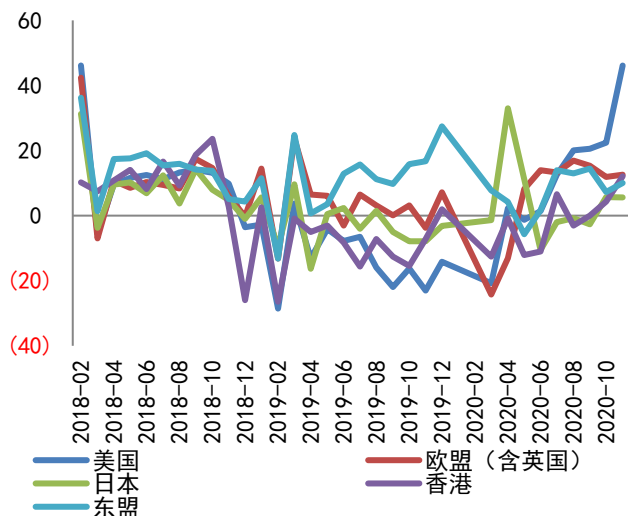


数据来源：Wind 南华研究

向后看，总体而言 2021 年的出口增速在今年一季度的低基数效应以及四季度的高基数效应下全年基本节奏是前高后低，斜率会比较陡峭。我们认为随着海外经济的复苏和疫苗的逐步接种，支撑今年出口增速偏强势的出口替代效应会下降、防疫物资对冲效应会逐渐消失，后复苏时代传统外需对出口的支撑将变成出口增速的主力，具体拐点主要需要考虑疫苗的接种情况，后续主要关注疫苗接种和海外生产的修复程度对我国出口的影响。

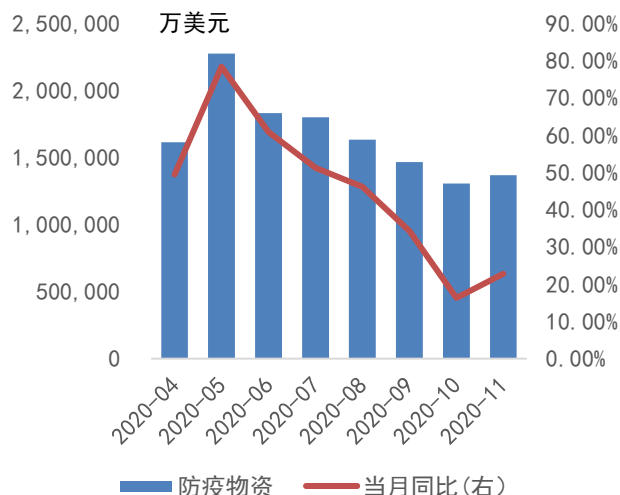
按照当前疫苗的接种计划来看，根据高盛在 11 月 30 日发布的报告中的乐观预计，2021 年年中新冠疫苗接种将推动全球经济增长“急剧回升”。针对疫苗接种的时间线，认为疫苗接种推迟到 2021 年第二季度的可能性非常小，与此同时，还推测美国人从今年四季度开始接种疫苗的概率可能高达 90%，到 2021 年秋季发达市场中将有 70% 以上的人接种新冠病毒疫苗。明年三月，预计英国半数民众将已接种疫苗，美国和加拿大会迟一个月达到这个目标；欧盟、日本和澳大利亚接种疫苗的人数则料会在 5 月份跨越半数人口的门槛。综上考虑，二季度或迎来 2021 年我国出口增速的拐点。

图 5.1.4：我国对美出口大幅回升（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.5：医疗纺织类当月出口同比再次抬头

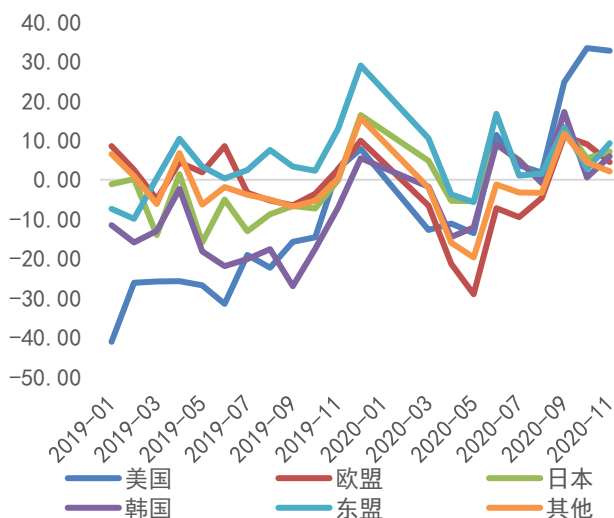


数据来源：Wind 南华研究

5.2. 内需修复推动进口改善，贸易顺差趋于收窄

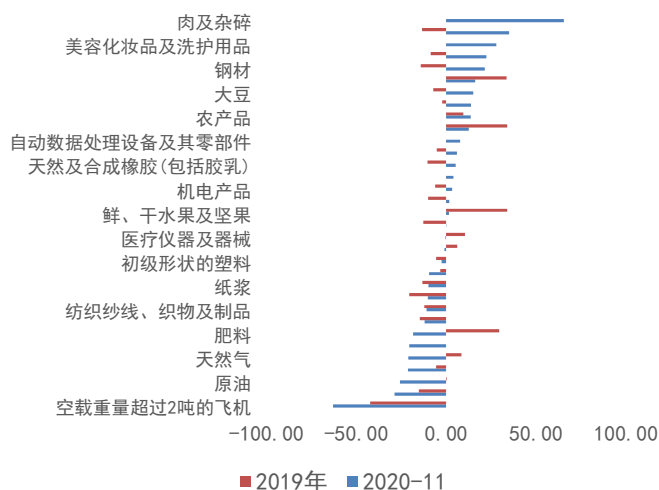
从产品看，2020 年中国进口商品结构呈现出极为明显的强弱分化，进口拉动主要呈现在农产品、钢材等贱金属以及机电产品，主要因兑现中美第一阶段经贸协议以及国内基建地产链条的持续拉动所致。相对而言，进口明显偏弱的主要为载重飞机、能源化工以及医疗器械这几类，主要因为海外疫情拖累原油需求导致油价大跌的影响，另外医疗器械以及纺织品为代表的防疫物资进口疲弱则由于国内率先走出疫情、国内防疫物资产能旺盛导致的供过于求所致。

图 5.2.1：当月同比中，自东盟和日本进口改善（%）



数据来源：Wind 南华研究

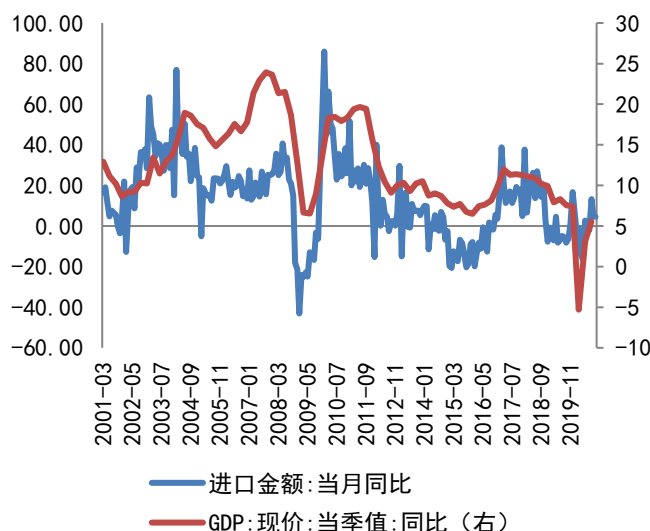
图 5.2.2：进口商品结构累计同比呈现两级分化（%）



数据来源：Wind 南华研究

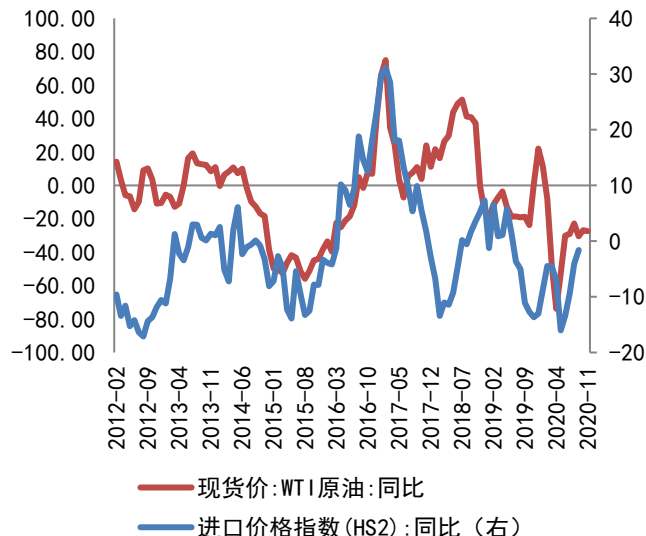
对于中国而言，在发达国家当中，欧盟各国和日本是我国的主要进口国，尤其从进出口差额的口径来看，日本是我国的主要进口国。从国别看，主要进口国家中，我国自东盟、日本和韩国的进口当月同比明显提升，自美国进口略微回落 0.66pcts，但总体自美进口增速依旧是主要经济体中最高的，主要受到中美第一阶段经贸协议兑现的压力。

图 5.2.3：国内经济向好预期明年进口逐步修复（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.4：海外复苏下油价回升减弱对进口的压制（%）



数据来源：Wind 南华研究

进口主要由内需和汇率决定，向后看，我们认为 2021 年进口增速有望逐步修复，主要判断依据如下：

（1）首先看内需，国内经济增速的复苏进程在四季度将会进一步持续，四季度 GDP 有望达到潜在经济增速。对于 2021 年，我国经济修复的重点将从供给端切换至需求侧，内需的进一步释放尤其是消费和制造业的回升将很大程度上带动进口逐步复苏。从反映经济形势的高频数据制造业 PMI 来看，11 月新订单指数为 53.9%，自 2020 年 4 月以来持续攀升。

（2）对于中期人民币升值趋势较为确定，尤其是 2021 年上半年人民币汇率中枢有望升至 6.4 附近，人民币中期升值趋势可以有效抬升进口商品的价格竞争力，对进口增速形成支撑。

（3）另外，随着疫苗接种以及海外经济复苏，进入下半年国际航线复苏或带动油价回升、运输设备需求逐渐回暖，以及进入“拜登时代”中国继续履行中美第一阶段贸易协议的概率依旧较高，届时压制中国进口的因素将明显减弱。

总而言之，我们认为 2021 年的贸易顺差总体呈现前高后低、逐步收窄的走势，拐点取决于疫苗的大范围接种时间点，大概率出现在二季度左右。具体而言，疫苗大面积推广前，出口替代效应、防疫物资对冲效应以及传统外需支撑出口大概率强势，进口弱复苏，贸易顺差或仍处高位。在疫苗接种完毕以及海外经济加快复苏后，出口支撑减少的同时对进口的压制因素明显趋弱，届时或带动贸易顺差趋于收窄。

第6章 政策回归常态化

6.1. 货币政策：稳健中性，灵活适度

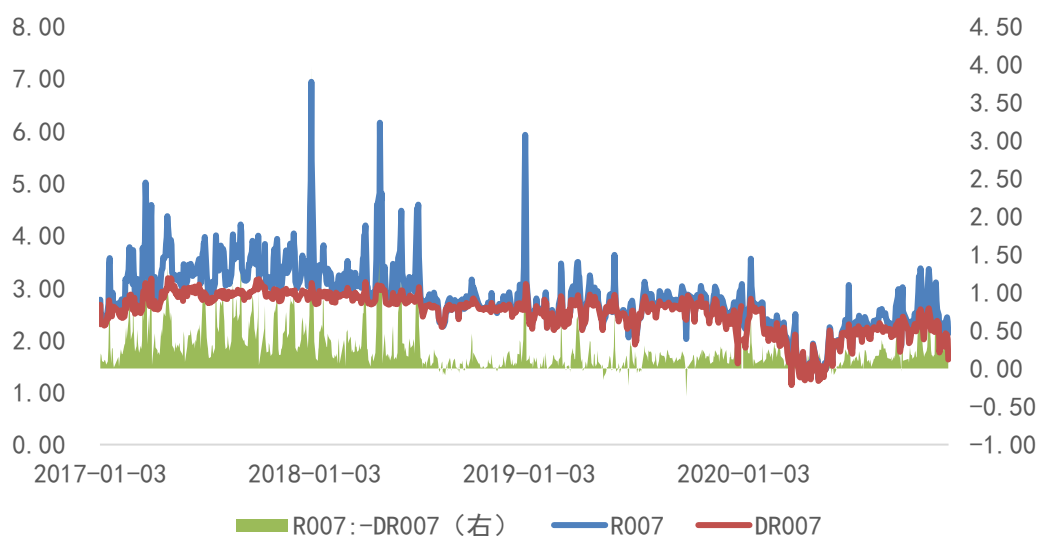
1) 2020 年货币政策相对克制

2020 年 1 月底，新冠肺炎疫情爆发，央行从价格型和数量型政策两方面入手，上半年多次降息⁴，3 次定向降准，并下调超额存款准备金率，又创设直达实体经济的货币政策工具，以支撑实体经济。

然而进入 5 月后，货币政策开始转向，并逐步收敛，首先是利率逐渐向正常化靠拢，6 月开始人民币贷款符合历年走势，10 月开始社融不再明显高于往年。国内货币政策迅速边际收敛与美、欧等西方国家和地区形成鲜明对比，表明货币政策相对克制。

假如 12 月新增人民币贷款和社融走势维持去年同期水平，预计 2020 年全年社融为 35 万亿左右，人民币贷款约 20 万亿左右，符合易纲行长今年 6 月的判断。

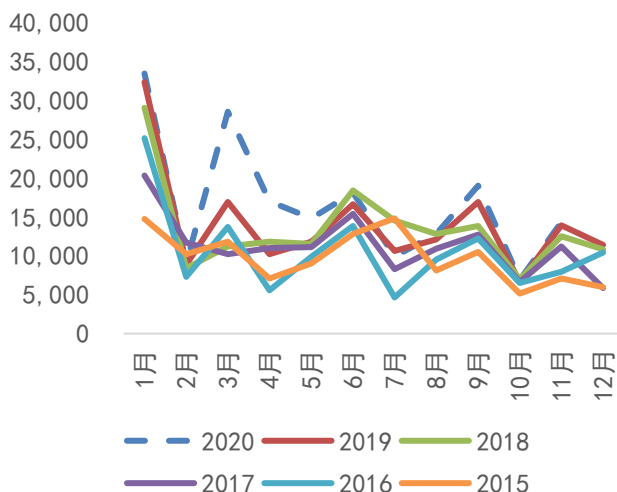
图 6.1.1：利率于 5 月开始收紧（%）



资料来源：Wind 南华研究

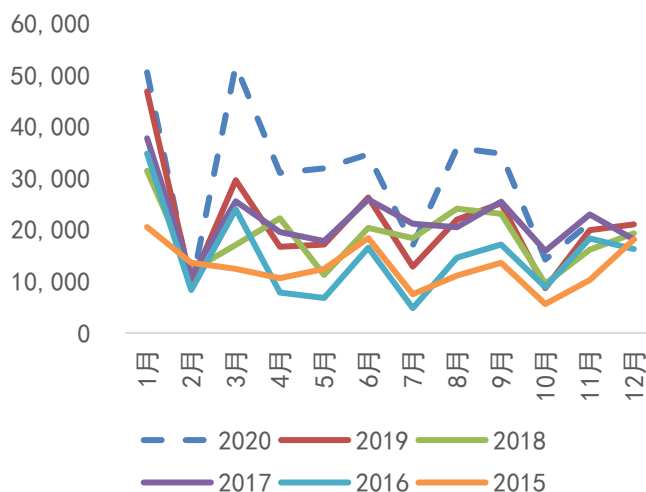
⁴ 2 次 7 天期逆回购利率，2 次 14 天期逆回购利率，2 次 MLF 利率，1 次 TMLF 操作利率，2 次 LPR 报价利率。

图 6.1.2: 人民币贷款于 6 月开始逼近往年水平 (亿元)



数据来源: Wind 南华研究

图 6.1.3: 社融于 10 月开始不再明显高于往年 (%)



数据来源: Wind 南华研究

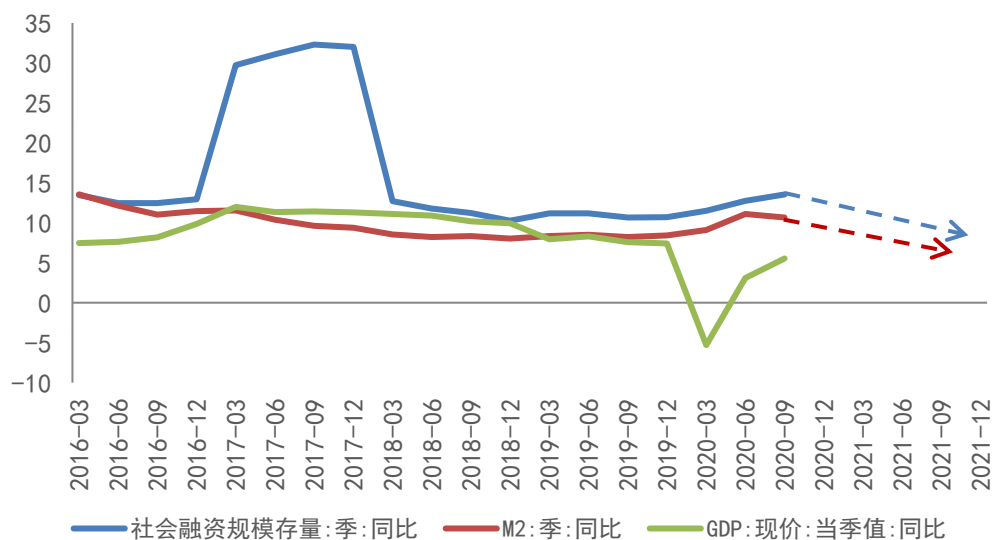
2) 2021 年, 货币政策继续边际收敛, 整体稳健中性

第一, 货币政策将保持收敛态势。

《第三季度货币政策执行报告》重提“货币供应总闸门”，使 M2、社融增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配。“闸门”一词最后一次出现是在《2019 年第二季度货币政策执行报告》，此次再度出现表明货币政策有收敛意图。

另外，今年因疫情原因，M2、社融增速远高于名义 GDP。随着经济逐渐步入正轨，这种现象势必不可持续。我们认为 2021 年的 M2 和社融增速可能重回 2018 年和 2019 年的轨道，即 M2 增速在 8.3% 附近，而社融存量增速在 11.2% 附近。

图 6.1.4: M2、社融增速可能回归 2018 年和 2019 年水平 (%)

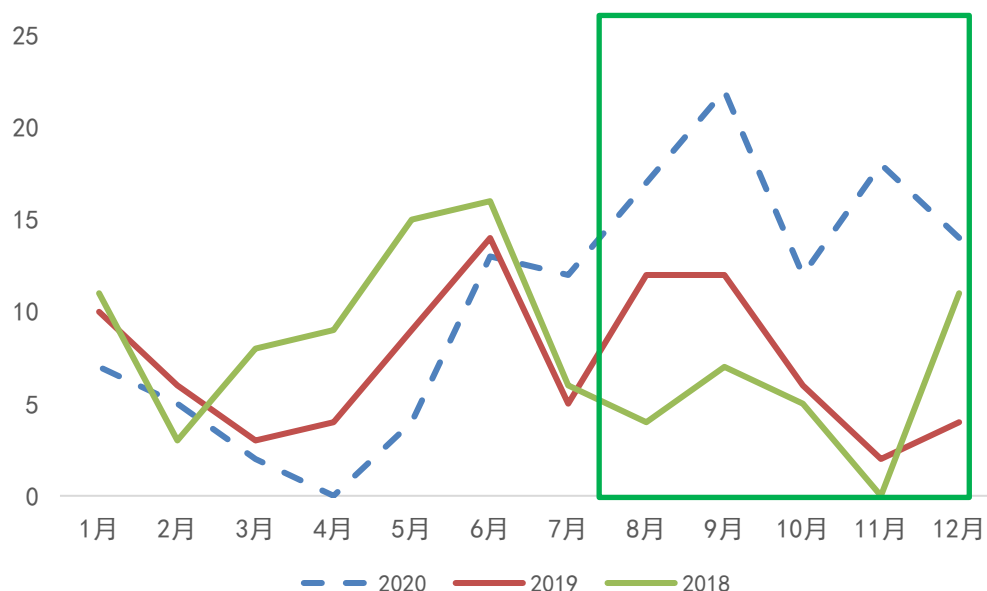


资料来源: Wind 南华研究

第二，保持总量灵活适度，更加精准导向

与过去两年相比，今年 8 月以来，央行公开市场操作次数明显增加，8 月操作 17 次，9 月操作 22 次，即 9 月的每个工作日央行都进行了操作，月度操作频率创近年来新高，10 月后虽总数有所减少，但也明显高于历年，表明央行的操作思路有了转变，更加注重精准滴灌。

图 6.1.5：下半年央行公开市场操作频繁（日）



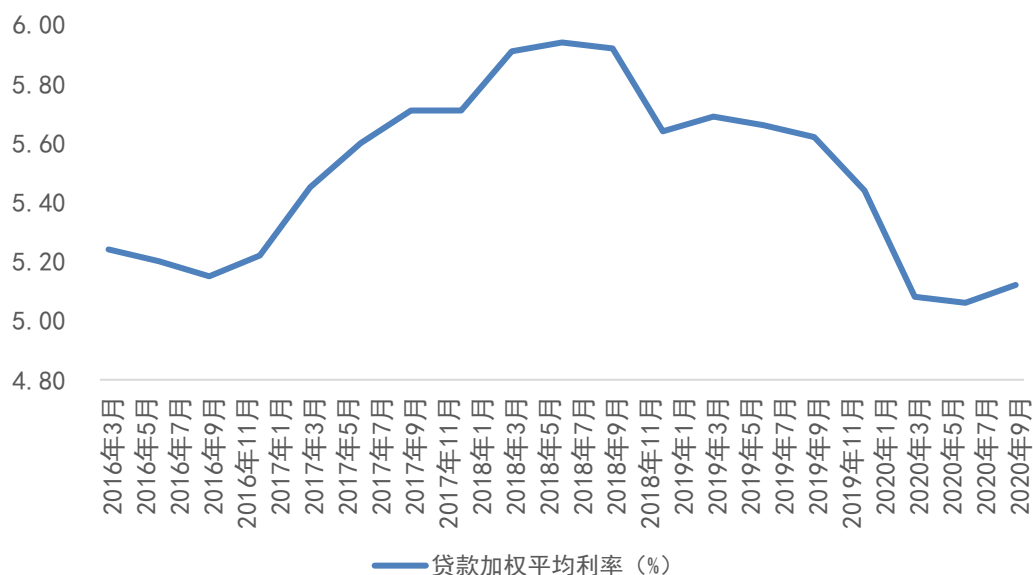
资料来源：Wind 南华研究

此外，在特定事件发生时，央行也表现出了明显的呵护态度，以保持货币总量灵活适度。譬如，在税期高峰，政府债券发行高峰、季末等特殊时点，央行均会加大投放力度以平抑流动性紧张问题，在永煤事件发生后，央行连续多日频繁操作带动资金利率下行，维护市场稳定。

第三，实体经济利率拐点或已到来。

由于 2020 年货币政策相对克制，宽松幅度有限，加之进入下半年后，货币政策就开始呈现边际收敛态势，因而当前整体的货币环境已进入偏稳健状态。从图 6.1.6 可以看到，实体经济的贷款加权平均利率已从去年 12 月的 5.44% 回落至今年 6 月的 5.06%，但 9 月开始又小幅回升至 5.12%，表明实体经济利率的下行空间已经所剩有限，利率拐点或已到来。

图 6.1.6：贷款加权平均利率开始上扬



资料来源：Wind 南华研究

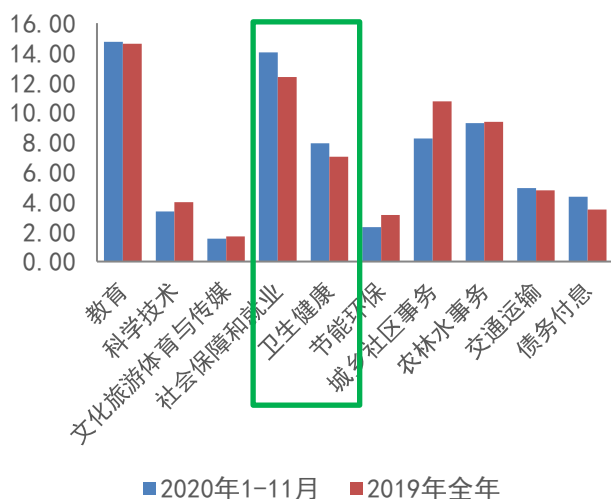
6.2. 财政政策：略有收缩，回归正轨

1) 2020 年财政支出向民生领域倾斜，减税降费效果明显

今年以来，受疫情影响，基层“三保”（保基本民生、保工资、保基层政府运转）压力重大，因此整体财政开支向民生领域倾斜。从图 6.2.1 和图 6.2.2 可以看到，相比于去年，今年社会保障和就业、卫生健康等民生领域开支占比较 2019 年提高，而城乡社区事务等与基建相关的开支占比下降。

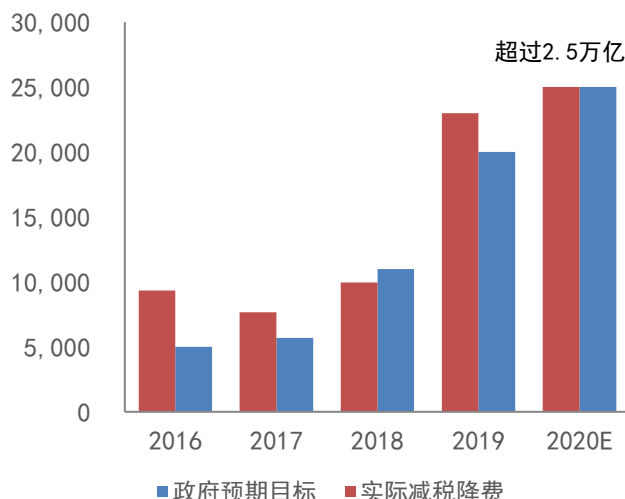
从 2016 年以来，我国持续出台减税降费措施。今年受疫情影响，减税降费力度加大，预计 2020 年全年减税降费额将超过 2.5 万亿，根据财政部数据显示，1—10 月，全国新增减税降费 22301.61 亿元，其中新增减税 7461.12 亿元，新增降费 14840.49 亿元（包括企业社保费新增降费 14335.45 亿元）。

图 6.2.1: 财政支出结构（今年与去年对比，%）



数据来源: Wind 南华研究

图 6.2.2: 近三个月财政支出同样以民生领域为主

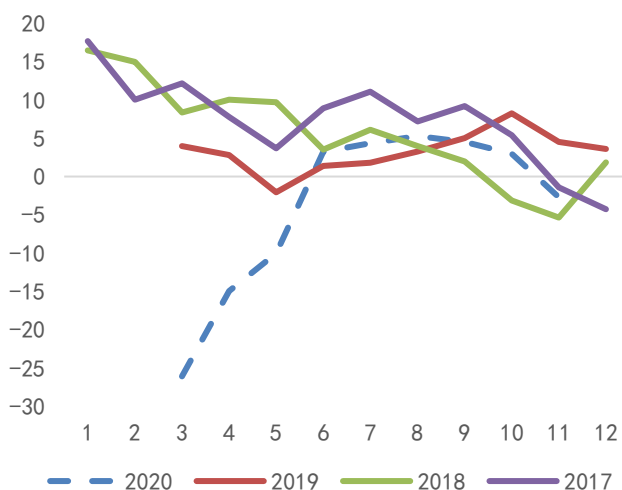


数据来源: Wind 南华研究

2) 2021 年，财政政策可能略有收缩，但不会滑坡

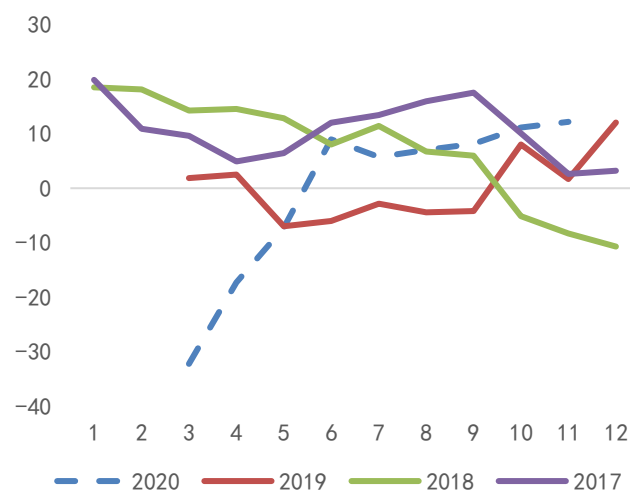
相比于 2020 年，2021 年民生领域开支和减税降费力度均将有所减少。从必要性来看，由于国内疫情控制得当，经济复苏态势良好，在替代效应作用下，以往不被期待的出口持续超预期，进一步拉动国内经济，明年在制造业、消费以及出口（上半年预期出口依然表现突出）的拉动下，国民收入有望上行，企业效益也有望提升，无论是民生支出还是减税降费力度，必要性均将减弱。从实行情况来看，今年部分阶段性减税降费政策将到期，也会整体拖累明年的减税降费力度。

图 6.2.3: 历年公共财政收入当月同比 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 6.2.4: 历年税收收入当月同比 (亿元)



数据来源: Wind 南华研究

财政收入将出现回升。上半年，因疫情原因，企业效益差，加之减税降费力度大，公共财政收入和税收收入降幅较大。但随着企业逐步复工，公共财政收入与税收收入已

明显回升，下半年，基本进入平稳阶段。

2021 年，在工业企业利润回升以及 GDP 同比维持正常水平的情况下，同时，减税降费阶段性措施逐步到期，公共财政收入和税收收入均将出现明显回升。

图 6.2.5：公共财政收入与名义 GDP (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 6.2.6：公共财政收入与工业企业利润 (%)



数据来源：Wind 南华研究

当潮水退去，赤字规模和专项债额度预计也将重回正轨，赤字率预计将回到 3% 左右水平，专项债额度或回落至 3 万亿附近，特别国债大概率取消。

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，如与南华期货股份有限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股份有限公司的立场，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股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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“南华期货股份有限公司”，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：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点