

2021 年宏观二季度展望

当低基数效应褪去

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. 一季度以来，在严重的低基数效应的欺骗下，国内各项经济数据呈现较高增速。但剔除基数效应看，仅房地产投资和出口依旧偏强，消费和制造业投资、基建等出现明显走弱，因此，我们将一季度 GDP 增速预期下调至 18% 以下。

2. 放眼二季度，随着一季度低基数效应的减退，预计二季度 GDP 增速明显将迅速回落至个位数，但并不意味着经济增速快速滑坡，剔除低基数效应后，实则国内经济延续进一步向上修复。在增长动能上，预计二季度消费复苏方向向上，具体力度有待于促消费政策的落实以及居民消费意愿恢复力度的进一步确认，固定资产投资中制造业投资在基本面需求以及政策大力支持的正向反馈下表现比较乐观，房地产投资受到政策压力较大，基建投资整体平淡，但结构性亮点可期，外需中出口在二季度大概率维持强势，进口温和增长，贸易顺差预计小幅收窄。

3. 二季度货币与财政政策：货币及财政政策将进一步向常态模式回归，调控思路较为统一，均为轻总量重结构。考虑到当前经济恢复进程仍不均衡，财政政策积极度大于预期，支持方向仍重点倾斜于民生，结构性对冲大概率抵消总量的收缩。货币政策方面，二季度货币政策坚持稳中求进，整体有保有压，结构性投放特征更加明显，为保持宏观杠杆率基本稳定，预计二季度社融及信贷较一季度将有所收敛，但整体稳字当头，不至于滑坡。

风险点：宏观经济政策收缩超预期 海外疫情发展不及预期
中美关系超预期

目录

第 1 章	中国经济：当低基数效应褪去	3
第 2 章	消费似强实弱，未来表现可期	4
2.1.	消费环比孱弱，但向阳而生、亮点仍在	4
2.2.	消费未来可期	6
第 3 章	投资整体平淡，结构分化显著	9
3.1.	房地产投资势能不减，韧性较强	9
3.2.	制造业投资：短暂下行不改全年乐观态势	11
3.3.	基建投资二季度有望阶段性回暖	14
第 4 章	贸易顺差收窄，重结构轻总量	18
4.1.	多角度验证出口高景气，后续关注结构改善	18
4.2.	进口延续温和回升，贸易顺差趋于收窄	20
第 5 章	政策常态化，调控结构化	23
5.1.	货币政策：稳字当头，轻总量重结构	23
5.2.	财政政策：略有下调，提质增效	25
免责声明		28

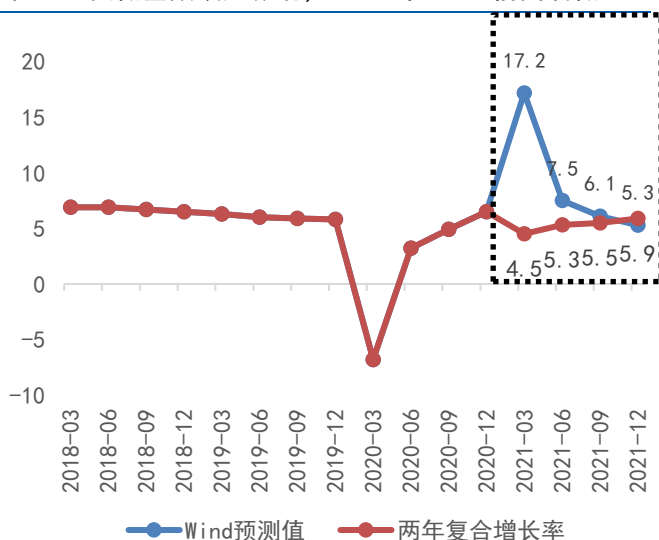
第1章 中国经济：当低基数效应褪去

1. 一季度以来，在严重的低基数效应的欺骗下，国内各项经济数据呈现较高增速。但剔除基数效应看，仅房地产投资和出口依旧偏强，消费和制造业投资、基建等出现明显走弱，因此，我们将一季度 GDP 增速预期下调至 18% 以下。

2. 放眼二季度，随着一季度低基数效应的减退，预计二季度 GDP 增速明显回落至个位数，但并不意味着经济增速快速滑坡，剔除低基数效应后，实则国内经济延续进一步向上修复。在增长动能上，预计二季度消费复苏方向向上，具体力度有待于促消费政策的落实以及居民消费意愿恢复力度的进一步确认，固定资产投资中制造业投资在基本面需求以及政策大力支持的正向反馈下表现比较乐观，房地产投资受到政策压力较大，基建投资整体平淡，但结构性亮点可期，外需中出口在二季度大概率维持强势，进口温和增长，贸易顺差预计小幅收窄。

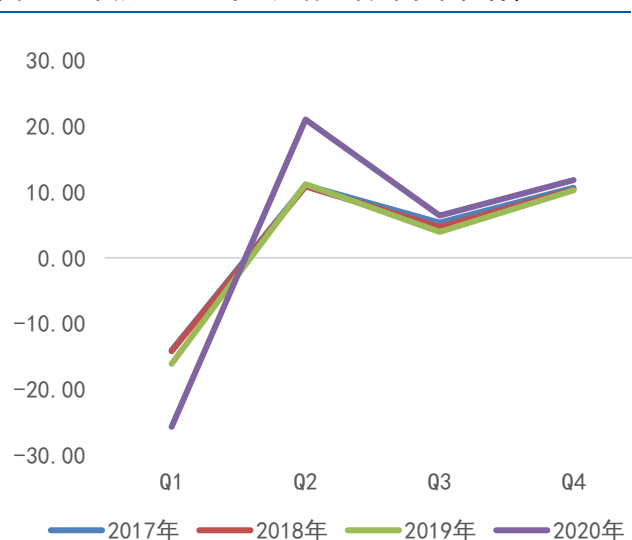
3. 货币与财政政策：二季度货币及财政政策将进一步向常态模式回归，调控思路均为轻总量重结构。考虑到当前经济恢复进程仍不均衡，财政政策积极度大于预期，支持方向仍重点倾斜于民生，结构性对冲大概率抵消总量的收缩。货币政策方面，二季度货币政策坚持稳中求进，整体有保有压，结构性投放特征更加明显，为保持宏观杠杆率基本稳定，预计二季度社融及信贷较一季度将有所收敛，但整体稳字当头，不至于滑坡。

图 1.1：受低基数效应影响，2021 年 GDP 前高后低



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2：实际 GDP 环比具有显著的季节性特征 (%)



数据来源：Wind 南华研究

第2章 消费似强实弱，未来表现可期

3月15日，国家统计局发布数据显示，1-2月份，社会消费品零售总额69737亿元，同比增长33.8%。比2019年1-2月份增长6.4%，2020和2021两年的平均增速为3.2%。

2020年末秋冬疫情的反扑打断了消费持续修复的节奏，2021年开年在低基数效应下消费同比数据飙升至30%以上，但透过幻影可以发现尽管同比数据重回复苏通道，但仍旧低于疫情前水平，而且环比表现较2017-2019年也仍旧偏弱，延续2021年国内宏观经济展望的观点，疫情阴霾对消费的冲击仍未根本性消除。

进入二季度，预计随着天气渐暖、疫苗接种率的抬升，随着接触性消费的放开，预计消费倾向较一季度有所回升，居民可支配收入延续复苏态势，随着低基数效应的减弱，消费同比数据预计略有回落，但剔除低基数效应后的环比表现值得期待。对于2021年全年的预测维持不变，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呈现15%以上的增长。

2.1. 消费环比孱弱，但向阳而生、亮点仍在

对于1-2月的消费数据，需要透过低基数效应这层浮云来理性评判其表现的真实性，我们从环比以及剔除基数效应之后的同比数据两个角度来看。首先来看同比数据，我们以2021年1-2月社零消费相较于2019年同期的同比数据看，2月社零同比表现为6.4%，2020年12月社零同比为4.6%，创下自2020年以来同比最高值，但是仍旧低于2019年2月的社零同比。另外从环比表现看，当下的消费表现依旧偏弱，我们以历年1-2月相较于前一年12月的环比表现来看，2021年1-2月的社零相较于2020年12月的环比增速为71.91%，仍旧低于2017-2019年的平均表现以及各年环比。因此，从环比以及剔除低基数效应之后的同比数据这两个视角都验证了当下消费依旧相对疲弱，究其原因，一方面受到1-2月国内部分地区疫情防控以及就地过年政策的影响，属于暂时性的影响因素，另外也是因为疫情阴霾对于消费的冲击尽管有所缓解、但仍未彻底根除所致。自3月后，就地过年政策这一临时性扰动因素逐渐褪去，对于消费场景和接触性消费的限制逐渐褪去，接下来需要重点关注居民收入以及消费倾向的改善情况。

尽管消费同比拐头回暖，但是相比于同视角下的工业增加值、投资以及出口表现来看，消费仍旧是三驾马车当中的相对弱势板块，今年的提升空间很大。从复苏节奏看，尽管1-2月疫情再度扰动国内消费，但是消费重新拐头向上的趋势已基本明晰，拖累当下消费复苏的主要是餐饮类等接触性消费。

从消费类型看，由于低基数效应的扰动，1-2月的消费同比增速表现出餐饮收入>商品零售，限额以下>限额以上，与自疫情以来的消费特征正好相反，这只是低基数效应带来的假象，剔除低基数效应之后当前的消费依旧延续自疫情以来的特征，即商品零售>餐饮收入，限额以上>限额以下。从1-2月的累计值较前一年12月的环比数据可以看出，当前商品零售环比表现已高于2017、2018年的表现，但仍低于2019年，总体环比表现略低于2017-2019年均值，距离疫情之前的商品零售缺口已经不大，但是放眼餐饮收入，今年1-2月的同比虚高是因为去年更低的低基数效应所致，从环比看，餐饮收入的表现远远低于2017-2019年的环比表现，距离其环比均值至少还有30%的缺口有待回补。从剔除基数效应后的同比数据看，商品零售同比基本追平疫情之前的水准，餐饮收

入当月同比为-3.9%，距离完全恢复还存在较大的空间。

从产品类别看，从剔除基数效应后的累计同比数据看，年初消费中可选消费表现相当亮眼，尤其是体育和娱乐用品、通讯器材、饮料以及金银珠宝和汽车等消费，相对而言属于房地产后周期行业的家具、家电以及装潢等行业，以及防疫物资项下的医药、纺织品等行业均表现出明显的疲态，这与出口端的行业表现相一致。

从消费场景及渠道看，线上线下的商品零售表现均呈现高增速，其中网上消费对比 2019 年同期依旧保持 32.2% 的较高增速，实物消费占社会消费品零售总额的比重从 2020 年 12 月的 24.9% 回落至 20.70%，但较 2019 年同期的 16.5% 仍旧提升了 4.2%。

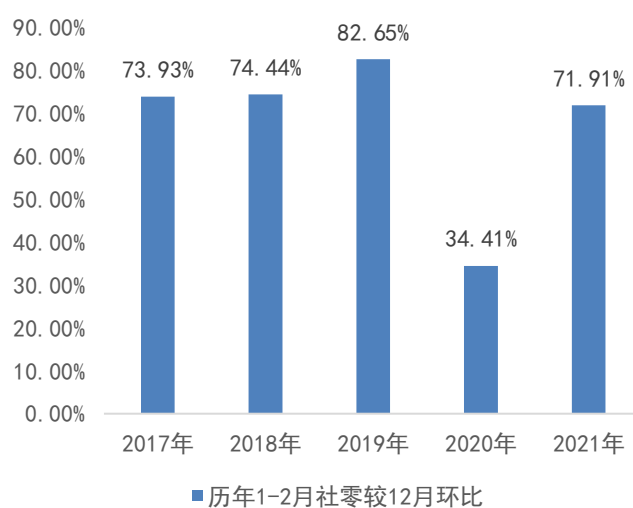
我们在 2021 年全年经济展望中提到，居民消费之所以恢复相对滞后，主要是因为疫情对居民消费倾向、可支配收入的冲击仍未褪去，从 2020 年四季度的相关数据表现看进一步验证了我们这一判断。从城镇储户调查问卷情况看，截至 2020 年 12 月末，受去年冬季疫情再度反复以及就地过年政策限制等导致居民消费倾向出现一定的回落，基于主动以及被动因素导致下的居民储蓄意愿从三季度开始再一次拐头向上，今年前两个月住户新增存款仅低于 2019 年，仍高于 2017-2020 年间的其余年份，2020 年 4 季度消费意愿占比为 23.3%，2020 年 3 季度为 23.5%，去年同期为 28%，说明消费倾向的恢复仍有一定的缺口。除此之外，不仅居民消费倾向受到压制，疫情对可支配收入的冲击仍在。从可支配收入看，在政策以及经济复苏的带动下，尽管居民可支配收入出现一定的改善，但仍不及疫情之前的状态。2020 年 4 季度居民可支配收入累计同比为 3.5%（去年同期为 7.9%），与此同时居民杠杆率却进一步再创新高，截至 12 月居民部门杠杆率为 62.2%（去年同期为 56.1%），比去年同期抬升 6.1pcts，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 2.1.1：1-2 月社零比 2019 年同期增长 6.37%（%）



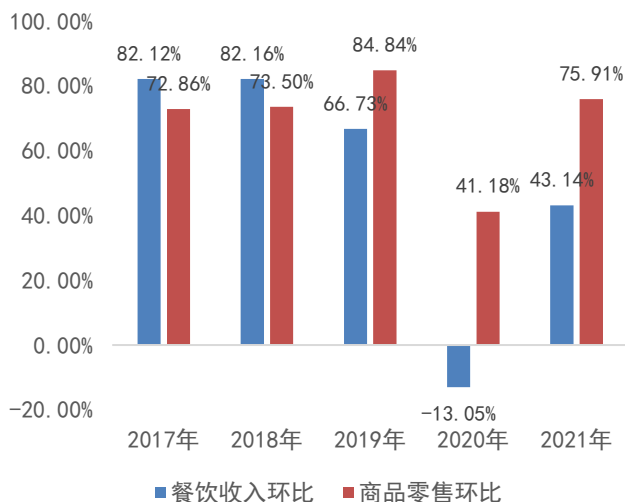
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2：从环比看，当前消费仍明显弱于 2017-2019 年



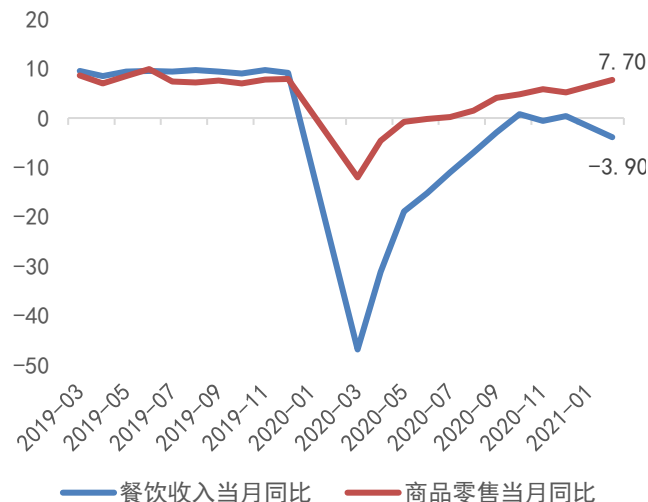
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.3: 从环比看商品零售恢复较好, 餐饮缺口较大(%)



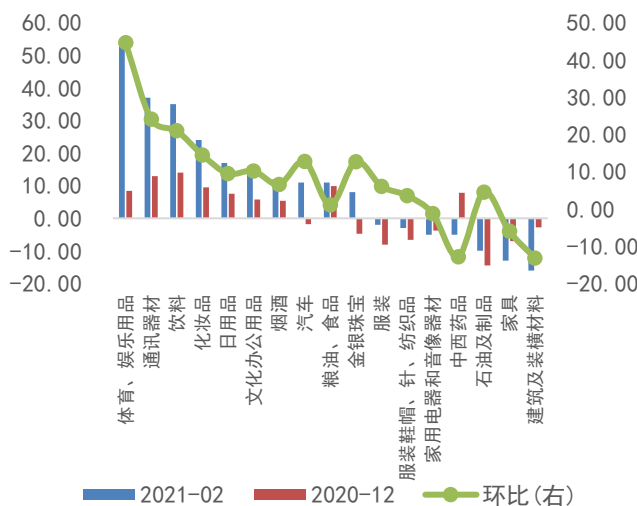
数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.4: 对比 2019 年的商品零售及餐饮收入同比 (%)



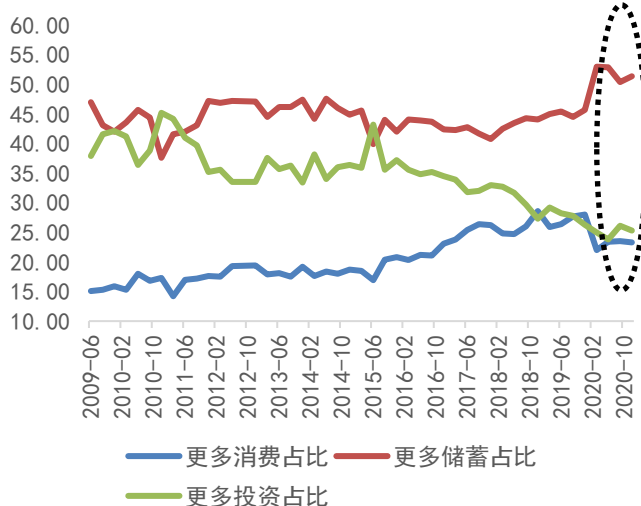
数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.5: 剔除基数效应后可选消费表现仍旧亮眼 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.6: 2020 年四季度居民消费意愿小幅回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

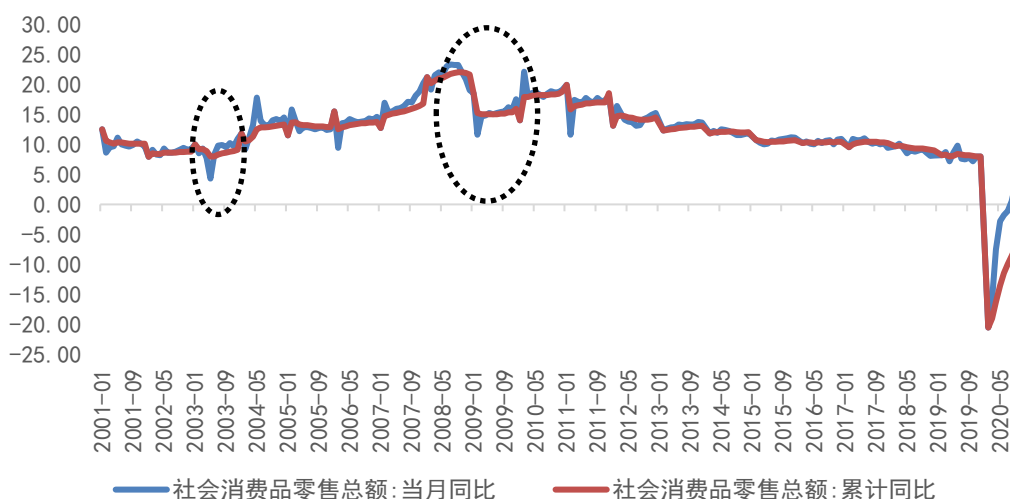
2.2. 消费未来可期

(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 2.2.1：居民消费的恢复一般需要 1-2 年（%）



资料来源：Wind 南华研究

（2）从似强实弱到似弱势强，消费将逐渐晋升为经济增长的主力军

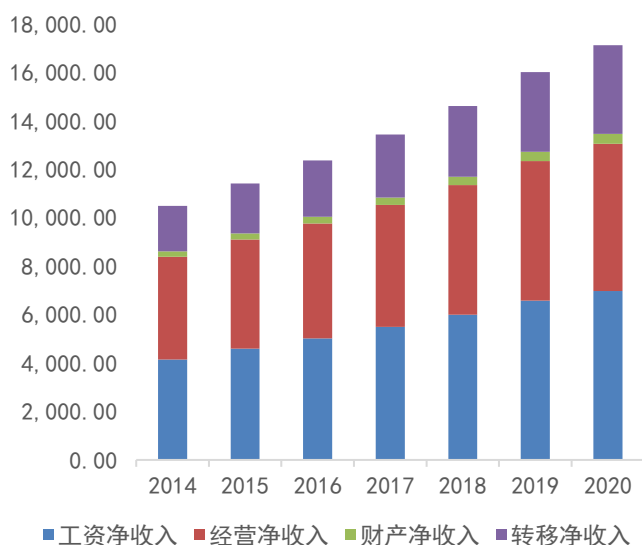
从同比上看，受低基数效应扰动，3 月社零消费同比预计出现回落，但环比及两年同比预计均将进一步向上。进入 2021 年二季度，随着天气渐暖以及国内疫苗接种率的不断提高，以休闲娱乐为代表的服务型消费和线下接触性消费有望快速复苏，二季度消费倾向和居民可支配收入有望进一步得到改善，但是居民杠杆率高企对消费能力的制约会持续存在，或对居民消费形成一定掣肘。总体而言，消费将逐步实现从似强实弱到似弱实强的切换，当阴霾褪去，消费大有可为，重点关注可选消费以及新消费的反弹。

“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（2020 年全国农村可支配收入中财产净收入占比仅 2.45%，尽管较

2019 年上涨 0.1%，但比例依旧过低），重点关注农地改革带来的农民群体财产性收入的扩张¹。

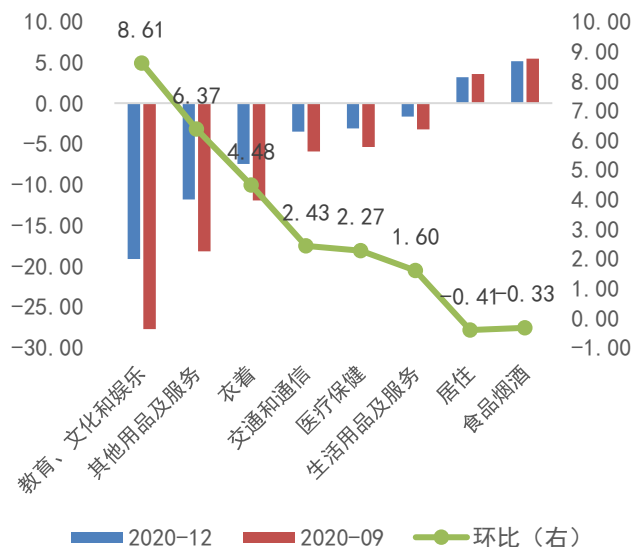
2021 年两会政府工作报告中提及稳定和扩大消费，对于消费的表述为“稳步提高消费能力，改善消费环境，让居民能消费、愿消费，以促进民生改善和经济发展”，基本上也是集中在扩大居民收入和提高消费意愿上，与“十四五”规划的布局基本一致。在具体的消费类型以及产品类别上，侧重于发展健康、文化、旅游、体育等服务消费，稳定增加汽车、家电等大宗消费。除此之外，在消费渠道上，提出推进内外贸产品同线同标同质，为双循环长远化布局，提及“运用好‘互联网+’，推进线上线下更广更深融合，发展新业态新模式，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品”，因此在重点关注的消费领域上，除发展服务消费、稳定汽车及大宗消费外，今年还需要额外关注新业态新模式下的个别消费表现。

图 2.2.2：全国农村可支配收入中财产性收入占比（元）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.3：全国居民人均消费支出累计同比（%）



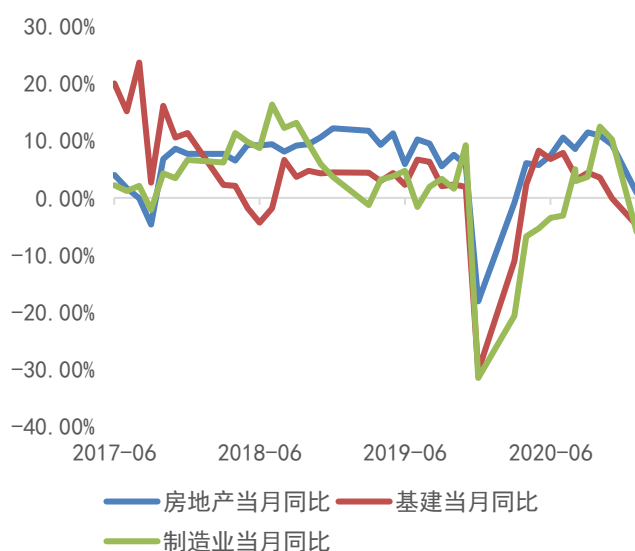
数据来源：Wind 南华研究

¹ 袁野，《“十四五”规划探究之消费投资篇》

第3章 投资整体平淡，结构分化显著

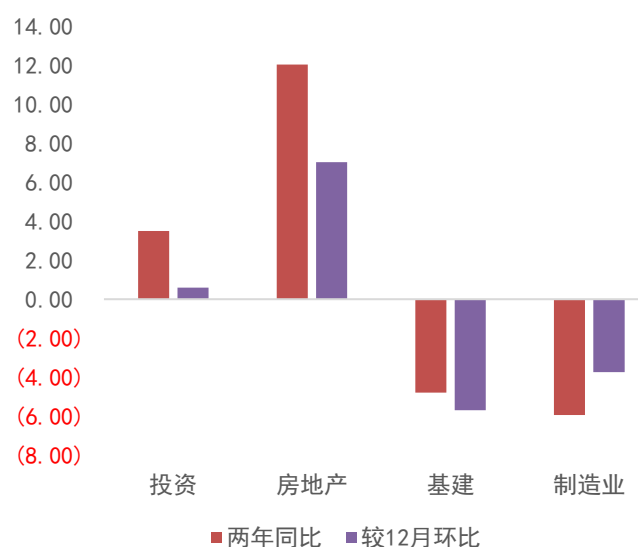
据统计局公布，1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。其中 1-2 月房地产累计同比增速 36.8%，基建投资累计同比增长 36.6%，制造业投资累计同比增速 36.8%。从剔除低基数效应后的两年同比（即对比 2019 年同期表现）数据看，投资整体表现并不是特别弱，从结构看，仅房地产投资两年同比高于整体投资增速，制造业以及基建都呈现负增速，回落较为明显。从两年同比数据较 2020 年 12 月累计同比的环比变化看，房地产投资仍旧是支撑整体投资维持正增速的主力军，基建的回落力度较制造业更加严重。

图 3.1：从两年同比看房地产增长良好，其余回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2：环比增速上，房地产明显强于制造业基建（%）



数据来源：Wind 南华研究

展望二季度，随着基数效应褪去，投资及各分项同比增速将趋于回落。但剔除基数效应后，投资内部动能切换仍将继续，预计基建阶段性回暖可期，房地产投资在强韧性下略有回落，制造业投资将一改颓势，较为乐观。对于 2021 年全年，整体固定资产投资预计增速平淡，节奏呈现前高后低，但内部结构趋于优化。具体而言，房地产投资在政策调控压力与居民购房强韧性之间博弈，制造业全年在政策支持力度以及基本面因素的共振下全年走势较为乐观，基建增速进入平台期但结构性亮点犹存。

3.1. 房地产投资势能不减，韧性较强

3.1.1. 房地产销售投资再超预期

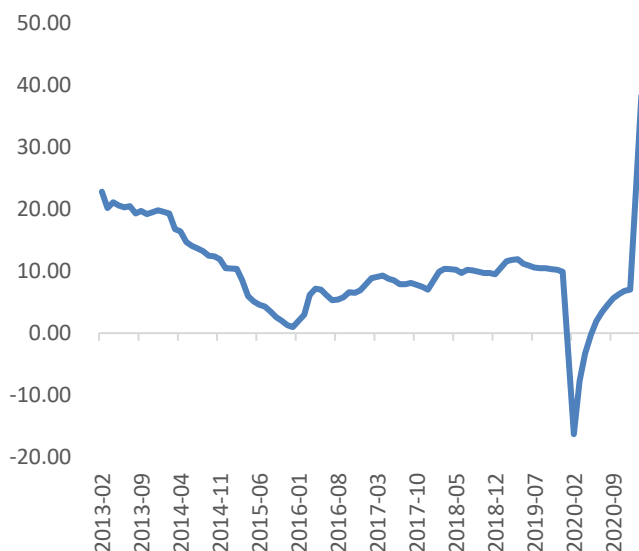
低基数效应下房地产投资高增在预期之内，但剔除基数效应后房地产投资仍属于固定资产投资分项中表现最好、韧性最强的。据统计局公布，2021 年 1-2 月房地产开发投资累计同比 38.30%，对比 2019 年同期的两年同比增速为 15.7%，环比去年 12 月累计同比增速上涨 8.7%，环比 12 月房地产投资当月同比小幅上涨 6.35%，房地产 2019-2021 年两年复合增长率为 7.6%。毫无疑问，房地产投资依旧是支撑投资增速的主力所在。

表 3.1.1: 剔除基数效应后, 房地产投资各分项增速 (%)

指标	房地产投资	销售面积	新开工面积	施工面积	竣工面积
2020 年全年	7.0	2.6	-1.2	3.7	-4.9
对比 2019 年同期	15.7	23.1	-9.4	14.2	8.2
两年复合增长率	7.6	11.0	-4.9	6.9	4.0

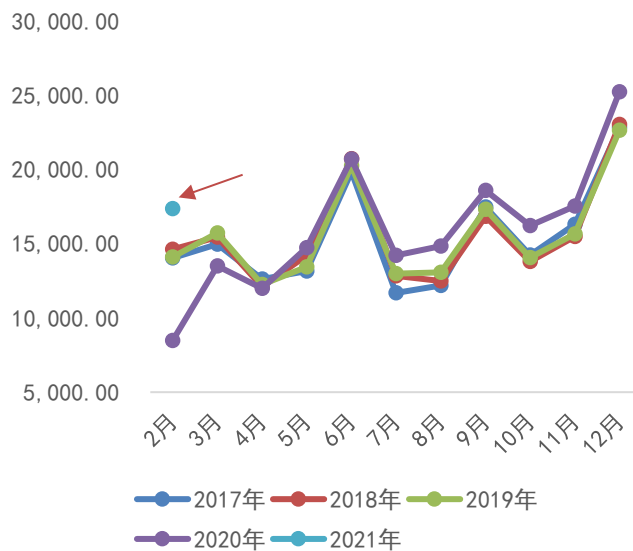
资料来源: Wind 南华研究

图 3.1.1: 对比 2019 年 2 月房地产投资累计同比 15.7 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.2: 房地产销售明显高于往年同期 (万平方米)



数据来源: Wind 南华研究

从销售看房地产销售热度不减, 房地产需求端整体呈现较高的景气度。1-2 月商品房销售面积累计同比 104.90%, 商品住宅销售额累计同比微 143.50%, 对比 2019 年同期累计同比分别为 23.1%和 58.9%, 两年复合增长率分别为 11.0%和 26.1%, 去年 12 月同期累计同比分别为 2.6%和 10.85%。由此可见, 无论从哪个口径出发, 1-2 月的房地产销售表现均呈现明显上涨。但是, 地区之间以及不同能级的城市间分化也较为明显, 相对来说东部地区销售明显好于中西部地区, 一线城市整体强于二三线城市。房地产销售高增的背后, 一方面源于房地产企业希冀通过加快销售回笼资金来改善房企的资金面以及资产负债表, 另一方面其实也是房地产需求韧性较强的表现。关于需求强劲这一点, 我们可以从 1-2 月房地产资金来源中来自于居民端的融资现金流增速得到验证。1-2 月城镇房地产投资本年资金来源中个人按揭贷款累计同比为 63.7%, 对比 2019 年同期增速为 43.5%, 两年复合增长率为 19.8%, 去年 12 月累计同比为 9.9%, 而 1-2 月定金及预付款累计同比 96.3%, 对比 2019 年同期增速为 49.4%, 两年复合增长率为 22.2%, 去年 12 月累计同比增速为 8.5%, 可见居民部门投资房地产的意愿仍旧比较强烈。

剔除基数效应后房地产施工、竣工高增, 新开工有所回落。对比 2019 年同期, 房地产施工、竣工以及新开工累计同比分别为 14.2%、8.2%、-9.4%, 两年复合增长率分别为 6.9%、4.0%、-4.9%, 去年 12 月累计同比分别为 3.7%、-4.9%、-1.2%。即剔除基数效应后房地产施工加快、竣工修复, 而新开工则出现明显的走弱, 1-2 月新开工面积明显低于 2017-2019 年同期水平。对于新开工的明显趋弱, 我们认为一方面是由于年初疫情

反复、农民工提前返乡造成的春节季节性用工紧张，另外则是受到土地热度明显回落下开发商拿地缩量的拖累（从拿地情况看，对比 2019 年同期以及两年复合增长率看，土地购置费、土地购置面积以及土地成交价款累计同比较 2020 年全年均出现了明显的走弱，尤其是反应当期拿地情况的土地成交价款回落力度最大，去年 12 月土地成交价款累计同比为 17.4%，2021 年 2 月对比 2019 年同期增速为-27.1%，两年复合增长率为-14.6%）。

3.1.2. 今年房地产投资存在下行压力，但韧性较强

政策层面，根据今年两会政府工作中对于房地产行业的定位，在贯彻以往房住不炒、因城施策的总基调下，强调稳地价、稳房价、稳预期，解决好大城市住房突出问题，对于房地产市场的调控政策更加趋于精细化，在去年出台的针对居民需求的限购限贷、针对房地产企业的“三道红线”、针对商业银行的“房地产贷款集中度管理”基础之上，今年以青岛为代表的部分城市再推出针对土地供应的“两集中”（即集中发布出让公告、集中组织土地出让），这些政策尽管从短期来看影响并没有显现出来，但是其对于房地产市场的影响其实是相对中长期的，旨在于挤压房地产泡沫，降低土地溢价率稳定土地价格，降低房地产企业的债务风险以防范金融风险等，有利于房地产行业平稳健康发展，整体而言，预计一系列严调控对于房地产投资的影响将会逐步凸显。

向前看，对于二季度以及 2021 全年，我们认为房地产市场虽受政策影响较大，房地产调控政策在边际收紧的趋势下，房地产投资当然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，房地产投资虽有一定的下行压力，但不可低估房地产市场的强韧性，实际增速可能会高于我们的预期，即可能在 5.6%以上。

3.2. 制造业投资：短暂下行不改全年乐观态势

据统计局公布，1-2 月制造业投资累计同比增速 36.8%，不仅低于市场预期，而且前面也提到了不论是剔除基数效应还是对比去年 12 月的环比表现看制造业都出现了较为明显的下行。在针对 2021 年国内宏观经济展望中我们曾提及，制造业投资在 2021 年将逐渐切换为拉动投资增速的主力军，并且较为看好全年的制造业投资增速。那么如何来理解 2 月的制造业增速的回落呢，导致制造业增速回落的因素是什么？到底是暂时性扰动还是会修改我们对于 2021 年全年的制造业增速看法呢？接下来我们将逐一进行分析。

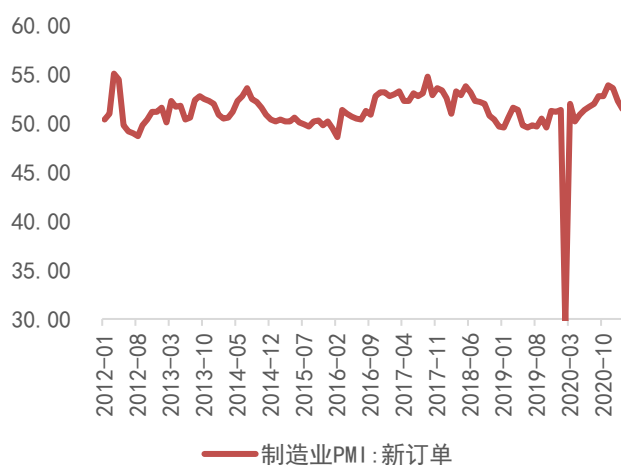
3.2.1. 1-2 月制造业投资明显下滑系季节性以及税收调整导致

首先，从制造业投资的影响因素看，决定制造业投资的除了最为关键的制造业企业利润外，还包括内外需等。从 2 月的制造业 PMI 新订单指数看，新订单指数自 2020 年 11 月以来连续 3 个月回落，该指数作为环比，能够比较真实的反映内需的变化，说明尽管环比景气度回落，但是当前内需仍处于荣枯线之上，不是造成制造业投资回落的因素。而出口以及工业企业利润修复均较为强势，说明造成此次制造业投资回落的因素并非是基本面导致的，很有可能是短暂性的政策性因素扰动所致。

至于具体的因素是什么，排除了内外需因素以及利润的修复情况外，那么可能存在

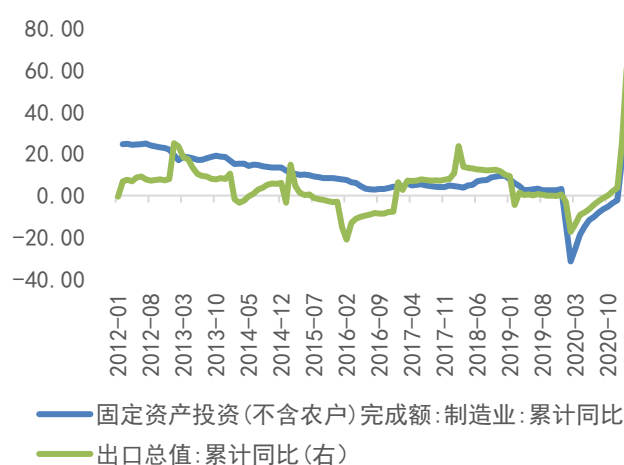
的问题就在于从利润向投资的传导节奏上。对于这一推测，可以从工业企业利润走势与企业所得税之间的背离看出一定端倪，工业企业利润自 2020 年 2 月以来一直呈现持续改善的走势，但是自 2020 年 10 月以后尽管工业企业利润持续向上，但是企业所得税累计同比却出现了短暂的下行，对应的这段时间内制造业投资在 11 月、12 月的当月同比则是出现了明显的加速（2020 年 11 月制造业投资当月同比 12.2%，12 月制造业投资当月同比 10.22%），即在 2020 年 11-12 月期间呈现出利润上升、企业所得税回落、制造业投资明显加速的对应组合，由此我们推断在这段时间内工业企业存在企业设备投资加速确认、导致去年末制造业投资当月同比产生虚高的假象。企业之所以在去年年底加速确认投资设备并进行税前抵扣，主要是出于对财政部及税务总局 54 号文将于 2020 年 12 月 31 日到期的考虑⁴，截至目前，该税收调整政策并未进行延期。

图 3.2.1：制造业 PMI 新订单指数连续三个月回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.2：出口偏强带动制造业部分回暖（%）



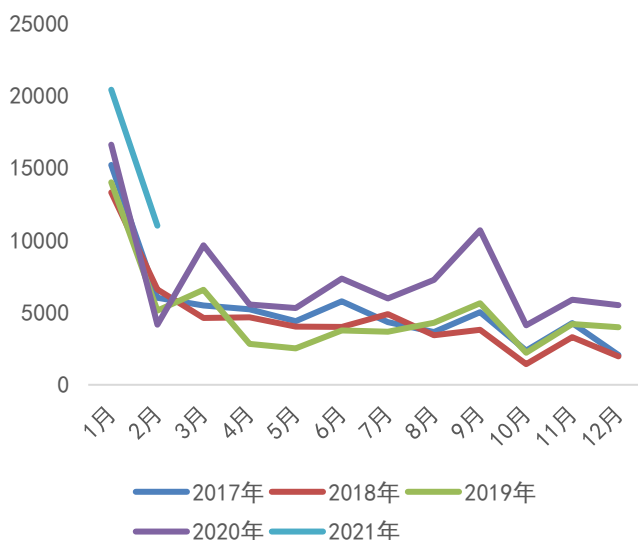
数据来源：Wind 南华研究

经过上述分析，不仅可以基本确认 2 月份制造业投资增速的下行是短暂的，也侧面验证了去年 11、12 月的制造业投资当月同比存在虚高，可能经济动能的切换尤其是投资结构内部的动能切换仍在进行中，有待进一步观察。

从分行业的制造业投资增速来看，考虑到各行业制造业投资累计值数据的不可得，我们采用两年复合增长率来进行去基数效应的比较，经对比，复合增长率低于去年 12 月增速的主要是石化加工业、医药制造业、运输设备制造业等，归根结底还是受到年初疫情反复再度拖累，其余分行业的复合增长率均高于 12 月的累计同比，即延续复苏态势。

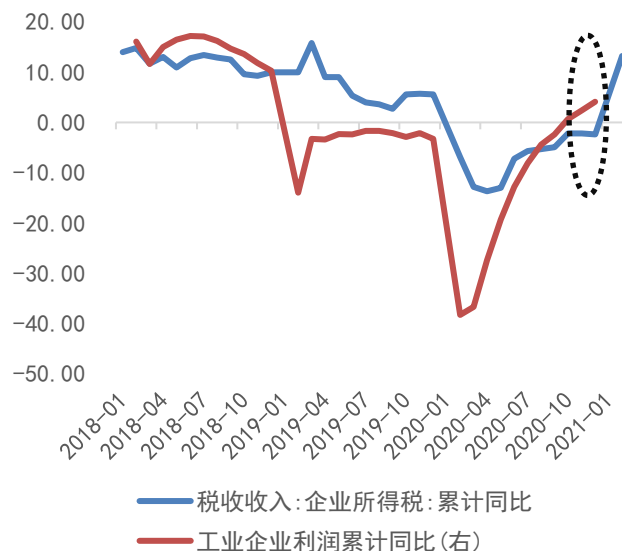
⁴ 张文达, 郭于玮, 鲁政委, 《制造业投资波动溯源：税收政策调整》

图 3.2.3：非金融企业中长期贷款当月值（亿元）



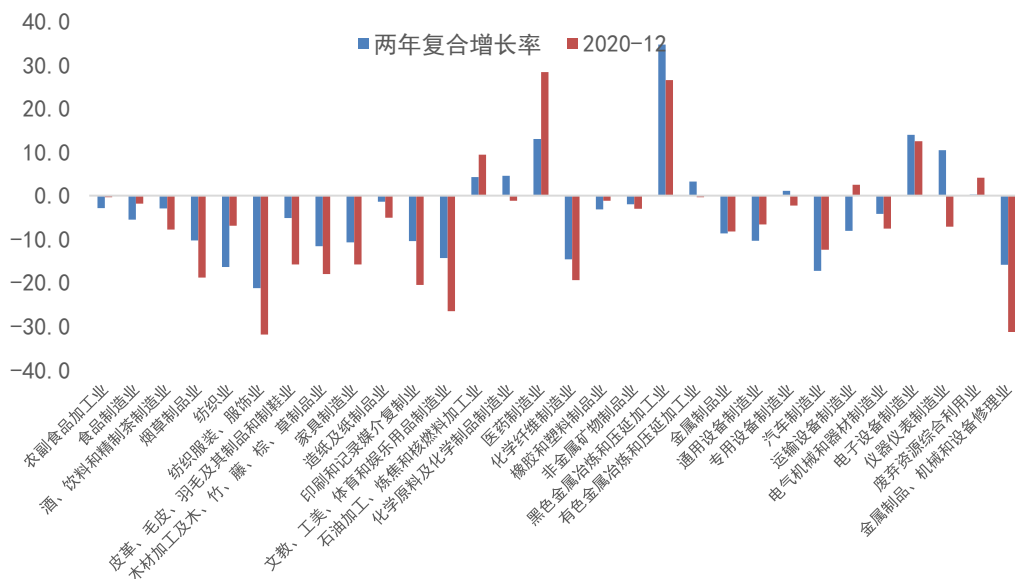
数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.4：工业利润修复持续向好（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.5：分行业看制造业投资两年复合增长率（%）



资料来源：Wind 南华研究

3.2.2. 基本面与政策共振，制造业投资未来较为乐观

对于 2 季度乃至全年的制造业投资增速，我们依旧比较乐观，维持全年同比增速或回升至 8% 以上的判断，主要理由如下：

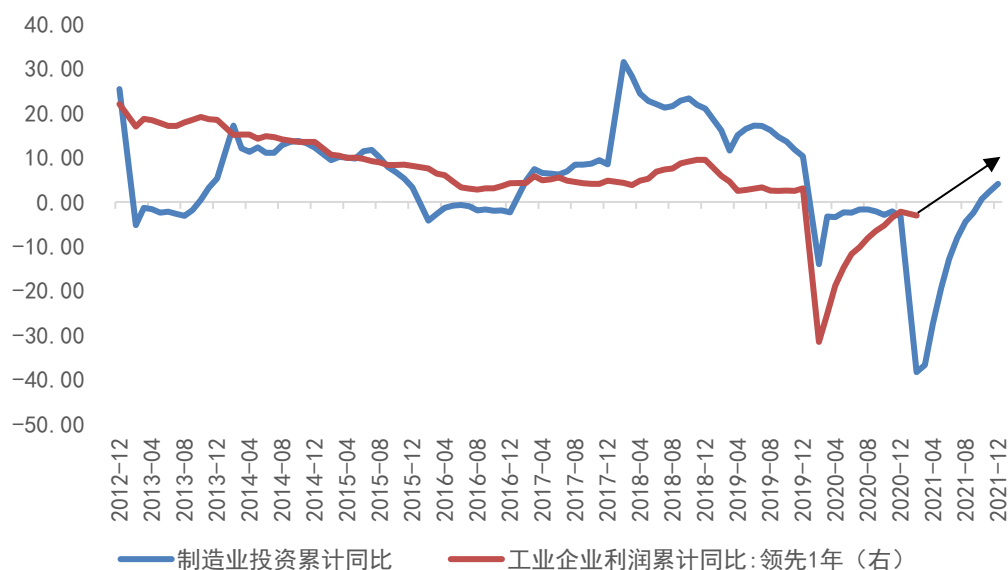
(1) 2 月制造业投资增速的实际下行其实是受税收优惠政策调整的暂时性扰动，企业投资设备的加速确认其实反映了企业家对于未来制造业发展的信心；

(2) 从政策层面看，制造业投资的战略地位明显提升。“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。不仅如此，今年两会政府工作报告中部署 2021 年政府重点工作时提及，“对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资”。在 3 月 24 日召开的国常会上，决定自今年 1 月 1 日起，将制造业企业研发费用加计扣除比例由 75% 提高至 100%，预计可为企业今年新增减税 800 亿元。由此可见，可见**今年政策层面对制造业是有明显倾斜的**。近几年，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，但经过 3.18-3.19 为期两天的中美高层会晤我们已明显的看出，后疫情时代中美科技“脱钩”、中美以及中欧等国际关系不确定较高，因此，在双循环的新格局下，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，鉴于去年以来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仍较为乐观。

图 3.2.6：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

3.3. 基建投资二季度有望阶段性回暖

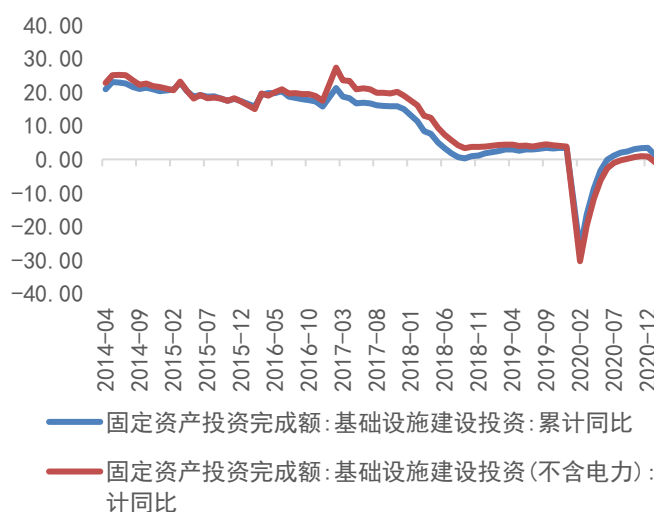
3.3.1. 剔除基数效应后，1-2 月基建投资呈现负增速

在基数效应下，今年 1-2 月多项经济指标均呈现较高增速。统计局公布，1-2 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%。其中，水利管理业投资增长 47.2%；公共设施管理业投资增长 42.3%；道路运输业投资增长 30.7%；铁路运输业投资增长 52.9%。但剔除基数效应后，窄口径下基建投资对比 2019 年同期增速为-4.8%，两年复合增长率为-2.4%，2020 全年窄口径下基建投资增速为 0.9%。从主

要行业的复合增长率看，仅电热燃气及水的生产供应业保持 8.4% 的正增速，交运仓储及邮政业复合增速为-4.3%，水利环境和公共设施管理业复合增速为-0.3%，去年 12 月上上述各行业累计同比分别为 17.6%、1.4%、0.2%，环比均出现不同程度的回落。

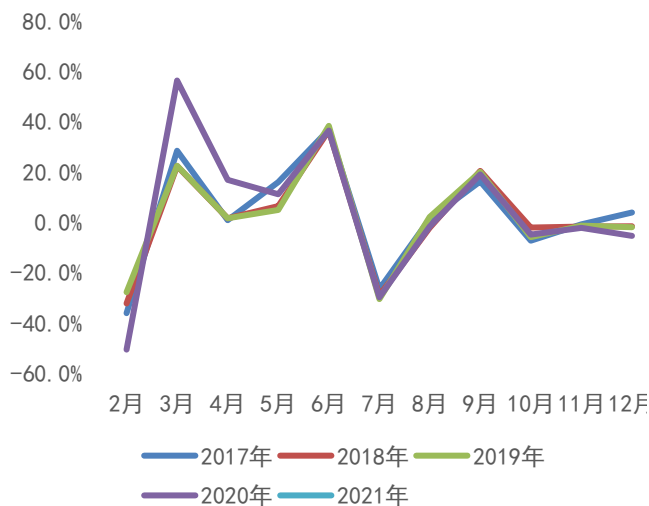
对于 1-2 月基建投资的回落，更多的是属于短暂性的回落。首先，基建投资环比存在较为明显的季节性特征，从近几年基建投资环比看，2 月属于基建投资的淡季，历年 2 月基建投资环比均出现明显的回落，主要是受到气候较冷以及假期因素下用工紧张的扰动，另外自去年 12 月中以来一系列限电断电等措施下的电力供应紧张也对基建投资形成扰动；其次，与以往两年不同的是，或受到去年财政支出扩张较快、资金淤积以及部分项目推进较慢等因素影响，今年 1-2 月地方政府专项债提前批额度始终没有下达，预计基建增速的明显下滑与 2021 年度专项债下达较晚也有一定的关系。

图 3.3.1：从复合增长率看基建投资增速明显回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.3.2：历年基建投资环比存在明显的季节性特征



数据来源：Wind 南华研究

3.3.2. 负增速后二季度回暖可期，全年基建增速仍稳中偏弱

无论是季节性特征还是专项债额度较晚下达，造成 1-2 月基建增速回落力度超预期的因素都是短暂的。从季节性特征看，3 月基建环比增速基本为年内相对高点，且 3 月 25 日专项债姗姗来迟，基建资金缺位的问题得到缓解，预计 3 月基建投资环比将会明显阶段性回暖。另外，就专项债来说，尽管今年专项债发行节奏较 2020 年放缓，但 3 月 25 日专项债迎来首发，考虑到历年专项债额度基本在 10 月、11 月发行完毕，因此 2021 年的专项债下预计集中在二三季度，且由于低基数效应的消退导致一季度后经济增速将呈现明显的下滑，通过专项债进行政策对冲的意愿也较强，预计二三季度基建投资增速有望阶段性回暖。

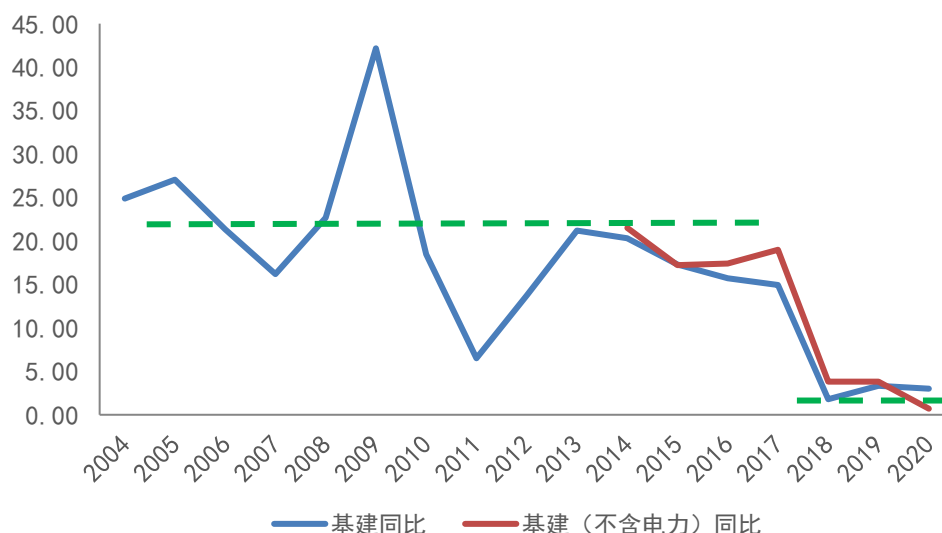
2020 年全口径下基建增速为 3.4%，去年基建增速之所以低于预期，除了受到财政支出重点向民生倾斜外，还存在优质项目不足导致的专项债资金淤积，以及专项债分流等问题（据统计去年下半年棚改类专项债占比高达 30%）。对于 2021 年，根据今年两会政府工作报告的定调，财政政策略有收缩，但赤字率目标 3.2%，新增地方政府专项债额度 3.65 万亿，实际收缩力度小于市场预期，财政支持的重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，在具体支出方向上更加强调结构性和直达性；对于专项债的使

用，预计资金淤积现象有所缓解，但投向基建的资金被分流的问题仍将对资金整体形成拖累。

根据财政部及发改委近日下发的《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》，2021 年新增专项债重点用于①交通基础设施（包括铁路、收费公路、机场、水运、城市轨交、停车场等）、②能源项目（包括天然气管网和储气设施、城乡电网等）、③农林水利（包括农业、水利、林业等）、④生态环保项目（包括城镇污水垃圾处理设施等）、⑤社会事业（包括卫生健康公共设施、教育、养老、文化旅游等）、⑥城乡冷链物流设施、⑦市政（包括供水、供热、供气、地下管廊等）和产业园区基础设施、⑧国家重大战略项目（包括京津冀、长江经济带、“一带一路”、粤港澳大湾区、长三角一体化、海南等重点区域发展建设等）、⑨保障性安居工程（包括城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造等）等领域。相较于 2020 年，今年专项债投向较去年新增了国家重大战略项目以及保障性安居工程这两个领域，对于国家重大战略项目主要是区域上的结构性变化，即 2021 年对于重大战略项目的投向会更加凸显出区域上的侧重，而对于保障性安居工程领域下的棚改以及保障性住房建设，尤其是通知特别强调本次项目梳理不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，即意味着相较于去年棚改和土储对于投向基建的专项债的分流影响要更大。对于专项债用作重大项目补充资本金的规定，尽管保持 25% 的上限比例不变，但去年专项债充当资本金的比例仅为 6.5%，因此在撬动比例上今年仍有一定的上升空间。

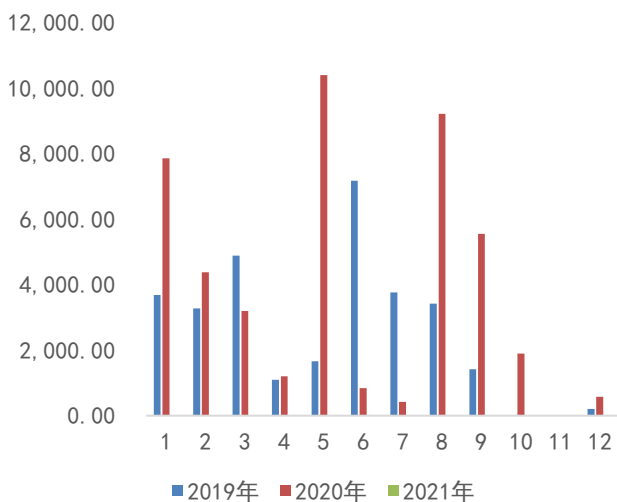
综合以上考虑，对于 2021 年的基建增速，我们在 2021 年经济展望《新平衡，再回归》中就提及到，在跨周期的调节思路下，基建的逆周期属性已经逐渐淡化，后续的基建增速将主要呈现为从长远需求以及供给侧改革出发的结构性增长，整体基建增速预计稳中下行，预计全年增速大致在 3.5% 左右。

图 3.3.3：基建投资增速进入新的平台期（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 3.3.4：2021 年专项债下达较晚（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.3.5：2021 年专项债发行目标略低于 2020 年（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

3.3.3. 2021 年基建投资亮点主要有哪些？

今年两会政府工作报告提出，扩大有效投资，关于基建投资，主要内容有：继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施建设，发展现代物流体系；除此之外，提及推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电；在利用外资上，提及高质量共建“一带一路”，有序推动重大项目合作，推进基础设施互联互通等。

无独有偶，3 月 26 日央行、财政部等五部委发布关于引导加大金融支持力度，促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知。要求商业银行在商业化原则以及风险可控原则的基础上，对于未来有发展前景的可再生能源企业进行一定的适当的政策优待。

因此，对于尽管全年基建增速稳中下行，但是预计“两新一重”、城市群、都市圈建设、风电和光伏等新能源等重点领域将为 2021 年的基建投资增速提供结构性亮点。

第4章 贸易顺差收窄，重结构轻总量

据海关总署统计，按美元计价，2 月份我国外贸进出口 3718.3 亿美元，增长 67%。其中，出口 2048.5 亿美元，增长 154.9%；进口 1669.8 亿美元，增长 17.3%；贸易顺差 378.7 亿美元，去年同期为逆差 619.4 亿美元。按人民币计价，1-2 月出口累计同比 50.1%，进口累计 14.5%。

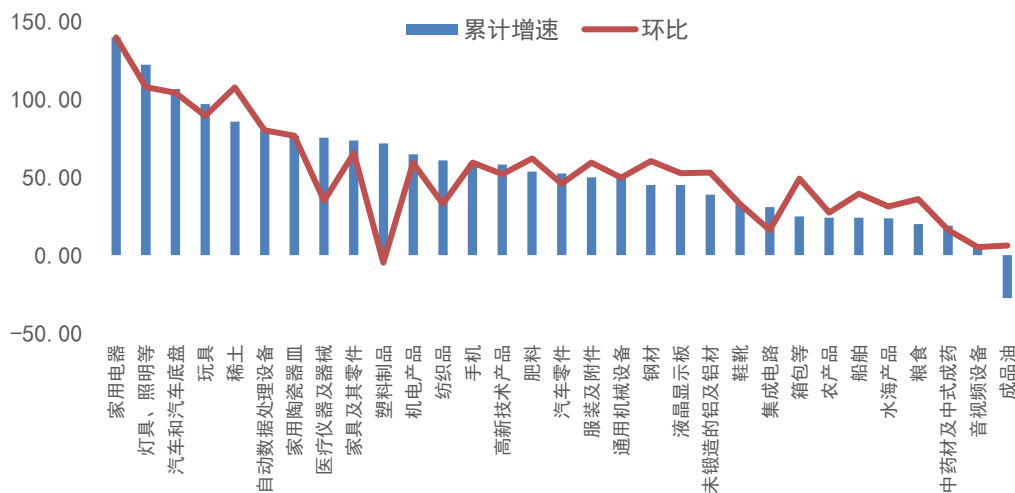
无论从环比数据还是从剔除低基数效应之后的同比数据看，均验证了我国出口增速的持续强势。对于 2021 年 2 季度，我们认为随着疫苗接种的不断普及以及海外复苏的进一步推进，总量上看，出口支撑仍强、结构有所改善，对于进口，短期进口增速超预期上升，但中长期进口增速的演进则与国内扩内需、促消费等政策的落地力度相关。

4.1. 多角度验证出口高景气，后续关注结构改善

2 月出口增速再次印证了没有最高、只有更高的说法，美元口径下的 2 月出口增速大幅飙升至 154.90%，去年同期-40.60%的低基数效应毫无疑问在很大程度上支撑了 2 月出口的高增，但刨掉低基数效应（相比于 2019 年同期）之后 2 月出口同比仍能保持 51.37% 的高增速。除此之外，我们从环比视角进一步来验证当前出口的高景气度，我们以历年 1-2 月累计出口相较于前一年 12 月的出口总额的环比增速看，2021 年 1-2 月出口环比增速仍旧远高于 2017-2019 年，说明即便跑掉低基数效应之后，我国 1-2 月的出口高景气度仍然能够得到较好的验证。对于当前出口的强势，我们认为主要有以下几点原因：

（1）出口结构有所改善。从重点出口商品的 1-2 月的累计同比增速来看，绝对表现偏强的主要有三类：一是以家具、灯具、家具为代表的房地产后周期行业；二是制造业，以手机、汽车和汽车底盘为代表的传统制造业和以自动数据处理设备为代表的高新技术制造业；三是以稀土、钢材为代表的大宗商品；相对而言以服装箱包等为代表的劳动密集型产业增速相对较为平稳，另外以纺织品和医疗器械为代表的防疫物资仍然对出口增速形成较强的支撑。

图 4.1.1：重点出口商品累计同比增速及环比变化（%）

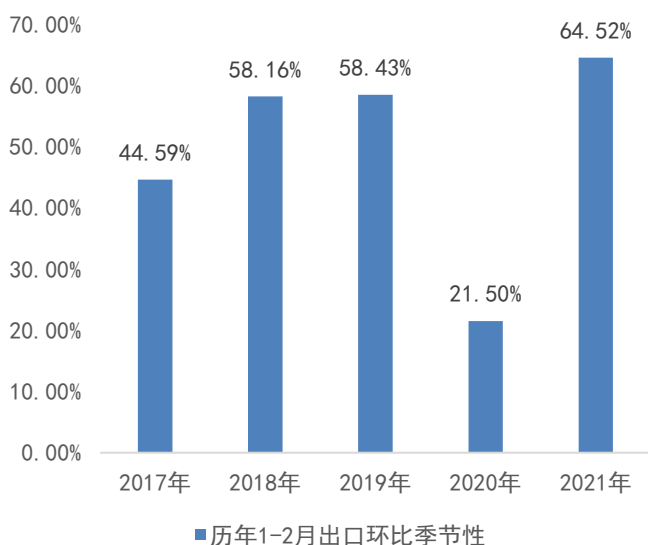


资料来源：Wind 南华研究

从环比指标这一相对变化看，汽车制造、房地产后周期行业、高技术制造业、大宗商品出口等增长势头较为强劲，相对而言，尽管防疫物资依然维持 62.33% 的高累计同比，但增长势头明显趋缓（剔除基数效应后的防疫物资累计同比为 30.56%，相较于 12 月的当月同比以及去年下半年的累计同比均出现明显的回落，印证了防疫物资对出口支撑力度的下降）。

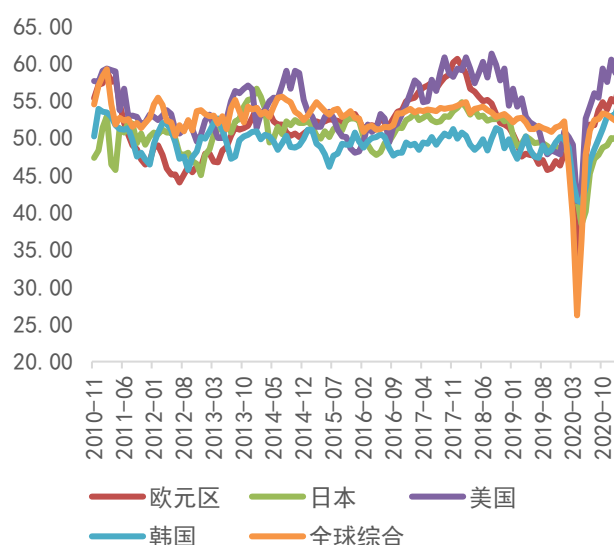
(2) 传统外需逐渐归位，海外经济体持续复苏。随着新冠疫苗接种率的不断提高，海外经济复苏延续进一步向好的态势。从主要经济体的制造业 PMI 来看，美欧日韩以及全球综合 PMI 均在荣枯线之上，尤其是美国，其 2 月份制造业 PMI 进一步上涨至 60.8%，说明在疫苗接种的领先优势下美国整体复苏势头较好，海外经济体的复苏对外需的支撑不断增强。

图 4.1.2：环比视角看 1-2 月出口仍旧维持高景气（%）



数据来源：iFinD 南华研究

图 4.1.3：外需复苏支撑出口强势（%）



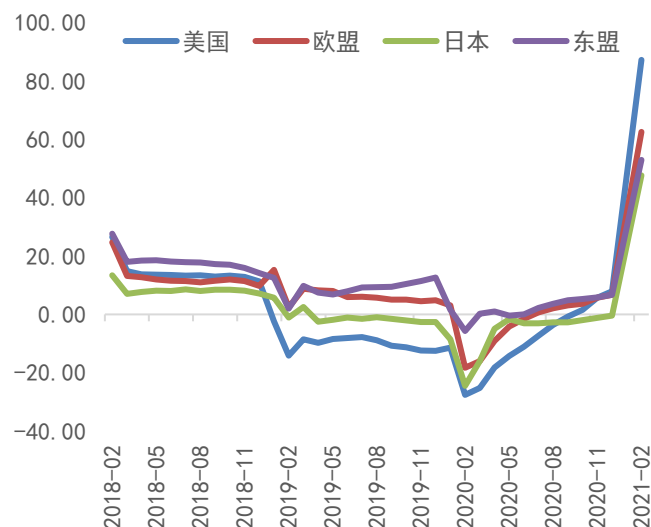
数据来源：Wind 南华研究

从出口国别看，随着外需的修复，我国对主要进口国的出口增速均呈现大幅拉升。从累计同比这一绝对增速看，对美出口的累计同比增速最高（87.30%），其次是欧盟（62.60%）和东盟（53.00%），相对而言对日本的出口累计增速（27.7%）略逊于上述国家或地区。刨除去年同期的低基数效应，参照 2019 年的同期出口金额看，美国、日本、欧盟和东盟的出口累计增速仍分别达到 35.81%、11.76%、13.88% 和 43.88%，即剔除基数效应后我国对东盟的出口增速最高，其次才是美国，可见基数效应对出口增速的高增有很大的影响。

向后看，未来我国出口的走向很大程度上取决于未来海外疫情的发展，鉴于近期欧洲疫情三度反扑，不得不说海外疫情发展仍存在较高的不确定性。在疫情发展不超出预期的前提下，我们延续 2020 年底年报中对于全年出口增速走势和节奏的判断，整体而言在去年的低基数效应下 2021 年上半年整体出口增速维持强势，预计 2 月份为全年出口增速的单月最高点，随后伴随着基数效应的减弱，出口当月同比会出现明显的回落，但仍旧会呈现出较高增速。至于全年出口增速的拐点，以当前的疫苗接种进度看大概率出现在二季度之后，具体拐点的确认还有待于疫苗接种速度的进一步验证。

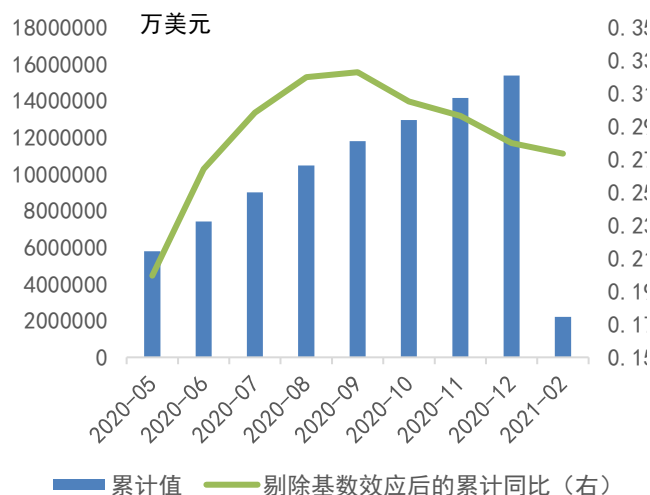
除此之外，上半年出口增速维持强势的同时，更应该关注出口结构上的一些改变。与 2020 年不同的是，防疫物资对应的行业出口增速预计将进入持续的下降通道，而与传统外需相对应的制造业出口、房地产后周期行业的出口预计会有不错的表现，尤其是高技术制造业出口将值得期待。

图 4.1.4：我国对外出口金额累计同比（%）



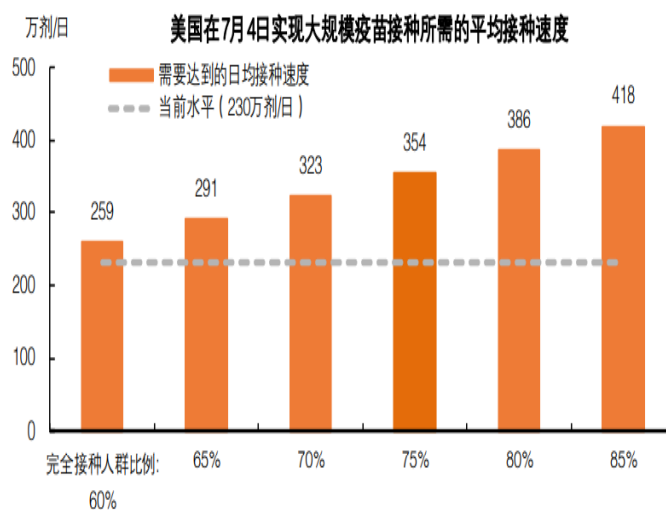
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.6：防疫物资剔除基数效应后累计同比增速趋缓



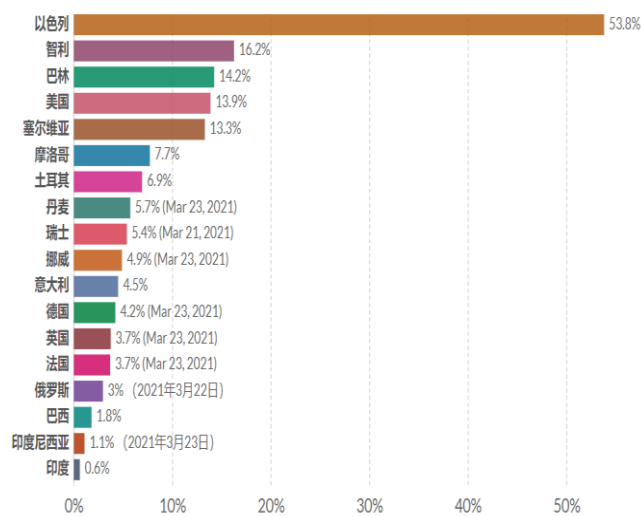
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.5：美国大概率在三季度实现群体免疫



数据来源：公开资料 南华研究

图 4.1.7：完全接种新冠疫苗的人口比例（截至 3.25）



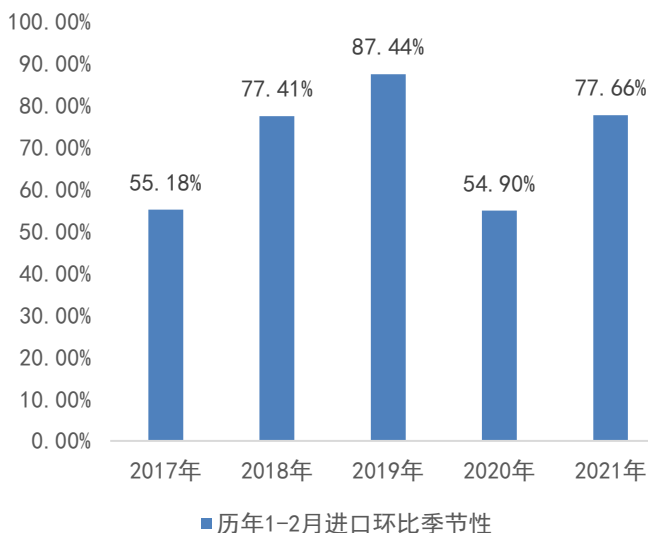
数据来源：Our World in Data 南华研究

4.2. 进口延续温和回升，贸易顺差趋于收窄

相比于出口，1-2 月我国进口增长相对温和，1-2 月累计进口对比 2019 年同期（以人民币计价）增长 11.6%，环比 2020 年 12 月增长 77.66%，基本接近 2017-2019 年的平

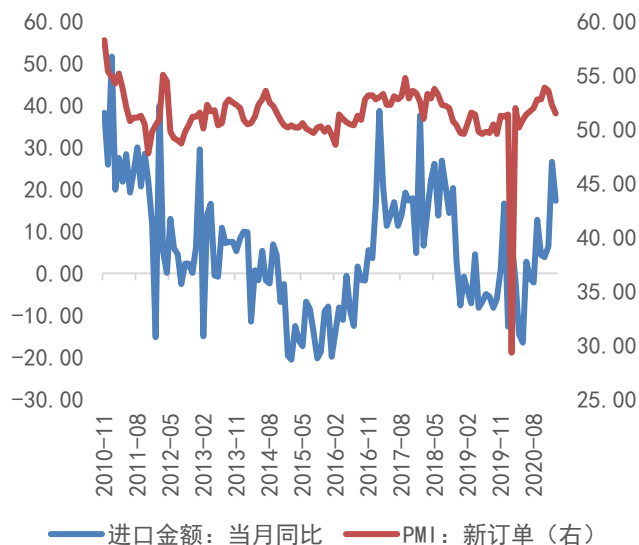
均值。

图 4.2.1：从环比看，1-2 月进口温和增长（%）



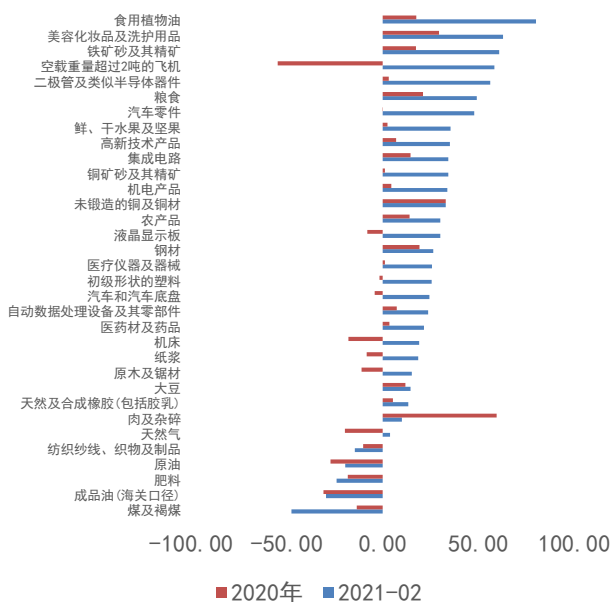
数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.2：内需回落带动进口增速略有下降（%）



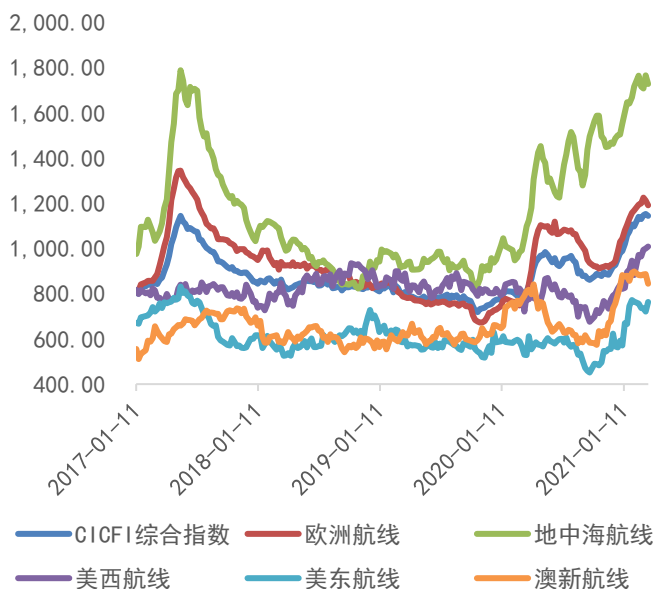
数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.3：除个别外，多数商品较 2020 年进口回升（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.4：高频的进口集装箱指数温和回升



数据来源：Wind 南华研究

对于进口增速环比的小幅回落，其实存在一部分季节性因素，参考往年的进口总值，可见2月向来是各年份进口金额最低的月份，受工作日较少以及春节假期综合作用所致，但从总额看，今年进口增速相较于前几年仍旧呈现明显回升。除季节性因素外，受到年

初国内疫情散发以及就地过年的政策影响，我们以制造业 PMI 新订单指数+在手订单指数-新出口订单指数近似作为内需指数看，我国的内需指数在 2 月出现明显的走弱，从而带动进口增速相较于 1 月环比下行。

从进口结构看，进口回落的主要为煤炭、原油及成品油、纺织品等，绝大多数产品进口增速回升，其中较为明显的除铁矿石、空载重量超过 2 吨的大型飞机外，以集成电路、高新技术产品等为代表的先进制造业进口需求普遍较强。

向前看，预计二季度进口增速将温和回升，近期中国进口集装箱指数呈现温和回升，从其所处位置看已基本接近 2017 年以来的相对历史高位。对于 2021 年，国内经济经过疫情的洗礼已逐步步入正规，全年实际经济增速有望高达 8%以上，在国内经济持续复苏的背景下，预计在消费和制造业为代表的内生需求推动下我国进口增速将呈现温和增长的态势。

第5章 政策常态化，调控结构化

5.1. 货币政策：稳字当头，轻总量重结构

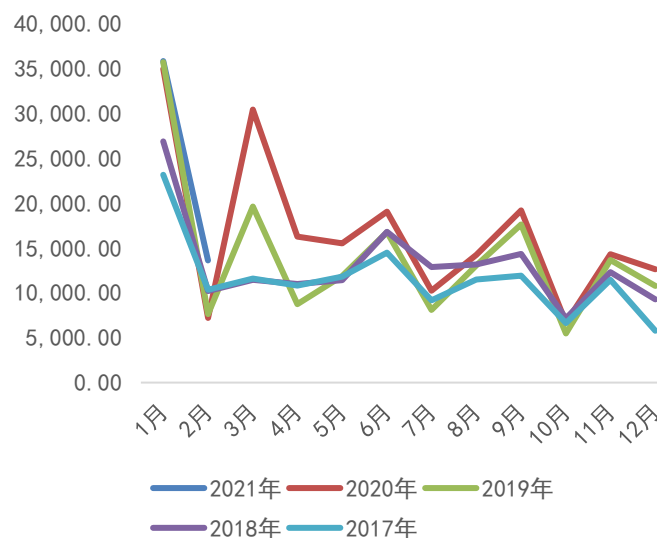
货币政策力度基本与预期相符，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。总量上，强调货币供应量和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定，与预期基本一致。总体而言，对于货币政策的措辞与市场预期基本相符，没有过多篇章。除此之外，强调了科技创新、引导金融系统进一步向实体经济让利等，预计今年货币政策在结构上有望向科技创新、小微企业等领域倾斜。

5.1.1. 一季度货币政策未见明显收紧

尽管自 2021 年 1 月以来，央行通过公开市场持续回笼货币，短端利率中枢出现了明显的上行，但是经过春节后央行通过《金融时报》喊话，称“不应过度关注央行操作数量，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标”，市场预期得到有效沟通，短端利率总体保持平稳，基本围绕在政策利率附近窄幅波动。

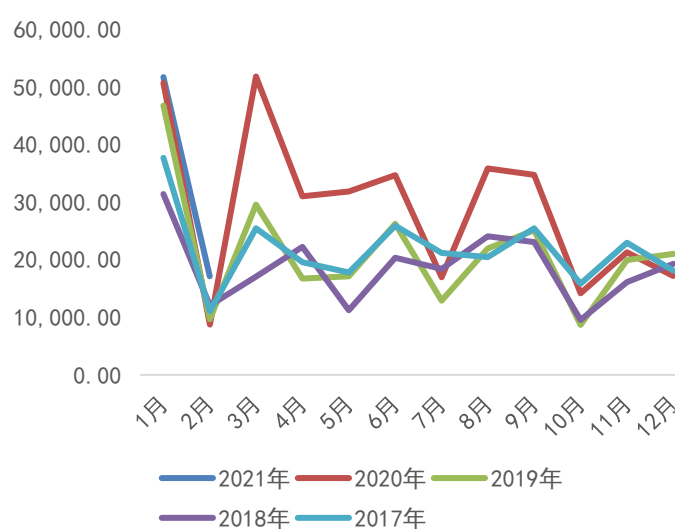
与此同时，从金融信贷数据看，1-2 月信贷和社融数据在显著超出预期的同时也明显较往年偏高。这说明，从量价来看，一季度整体货币政策并没有明显收紧，而且货币政策的边际收紧并没有伤及到实体经济的融资需求。

图 5.1.1: 1-2 月人民币贷款明显高于往年（亿元）



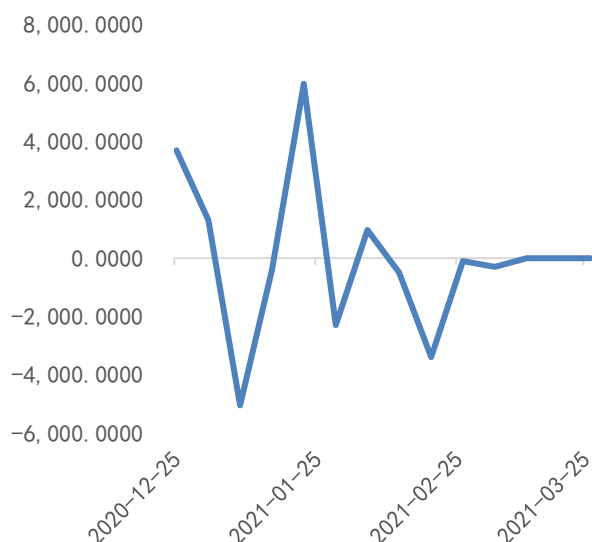
数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.2: 1-2 月社融也未见明显收紧（亿元）



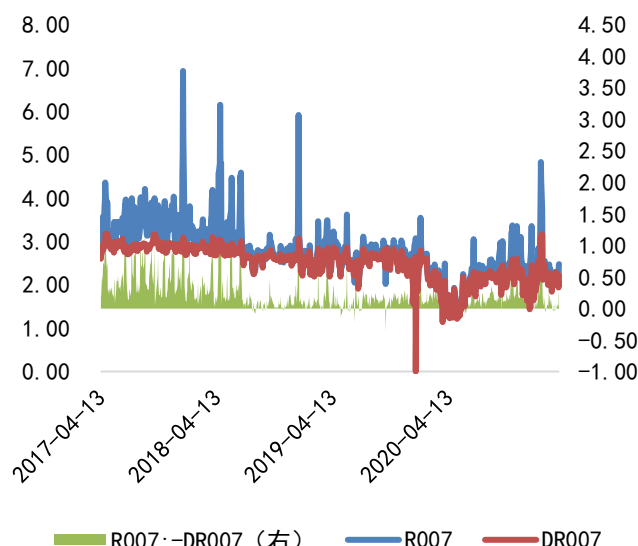
数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.3：一季度公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.4：一季度短端利率中枢未见明显收紧



数据来源：Wind 南华研究

5.1.2. 二季度，货币政策延续边际收敛，稳字当头

第一，货币政策稳字当头坚持稳字当头。

3月24日，货币政策委员会召开2021年一季度例会，提及“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻，要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕。”，并再次重申保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。”

我们延续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%附近这一判断。

第二，更加精准导向，结构性特征更加显著

与2021年两会对于货币政策的论调基本一致，央行货币政策委员会在一季度例会中重提，货币政策虽预期内收敛，但整体有保有压，结构性信贷投放的特征较为明显。

根据例会对于下一阶段货币政策的部署，预计二季度货币政策以及信贷投放主要呈现为三个特征：1. 引导金融机构加大对科技创新、小微企业以及绿色发展等领域的支持。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划至今年年底，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度；2. 推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。相对而言，今年年初信贷投放及社融明显偏高，为保持宏观杠杆率基本稳定，社融及信贷投放总量大概率趋于收敛；3. 例会再提“以促进实现碳达峰碳中和战略目标以完善绿色金融体系”，“引导金融机构增加制造业中长期贷款”，延续两会对于货币政策的结构性论调。

因此，预期二季度货币政策呈现轻总量重结构的特征，在总量边际收敛的同时，信贷结构性投放特征更加凸显，重点支持领域为科技创新、小微企业、绿色发展以及制造

业等。

5.2. 财政政策：略有下调，提质增效

5.2.1. 全年财政积极度高于预期，二季度预计财政支出明显反弹

根据今年两会政府工作报告指定的目标，2021 年赤字率目标定在 3.2%，在历史上仅低于去年同期 3.6% 以上的水平，高于 3.0% 以上的普遍市场预期值。其中今年新增地方专项债为 3.65 万亿元，低于上年的 3.75 万亿元，但仍旧高于市场预期，另外 10000 亿抗疫特别国债取消不再发行，符合市场预期。目标赤字规模为 3.57 万亿元，略低于 2020 年指定的 3.76 万亿的目标，但仍远高于 2019-2020 年赤字规模的均值，总体来看，今年财政政策虽符合向常态化回归的预期，但整体积极程度要强于市场预期。

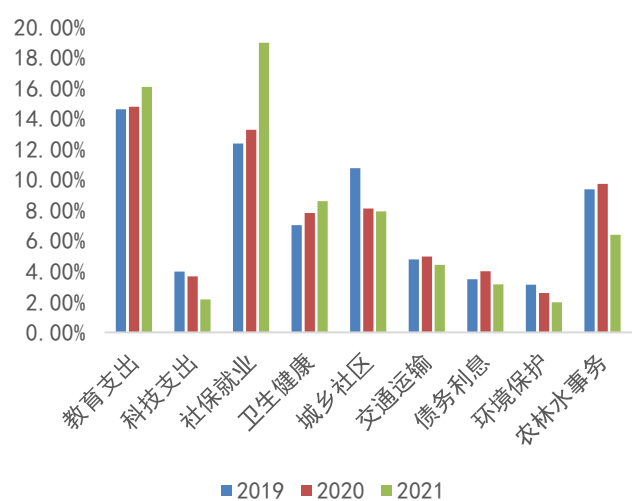
2021 年 1-2 月一般公共预算收入同比增长 18.7%，两年平均增长 3.41%；2021 年 1-2 月一般公共预算支出同比增长 10.5%，两年平均增长 3.6%。对于二季度，我们预计随着气温渐暖，财政收入继续呈现恢复性增长，且财政收入的季节性高点向来出现在二季度，预计较一季度财政收入及环比将有进一步上涨，但受低基数效应影响同比或呈现回落。2021 年年初受专项债下发较晚的影响，财政支出相对偏弱，但二季度财政支出有望迎来明显反弹，主要理由如下：1) 3 月 25 日，2021 年新增专项债首发，按照往年的发行节奏，专项债基本在 10 月底就已发行完毕，因此预计今年的专项债下发主要集中在 Q2-Q3，且去年专项债下发明显前置，预计今年二三季度的专项债额度有望明显超过去年；2) 从季节性上，刨去 2020 年较为特殊不说，2017-2019 年间二季度均为各年间财政支出最高的季度，因此，大概率看二季度财政支出将更加积极。

图 5.2.1：财政略有收缩，但积极程度大于预期



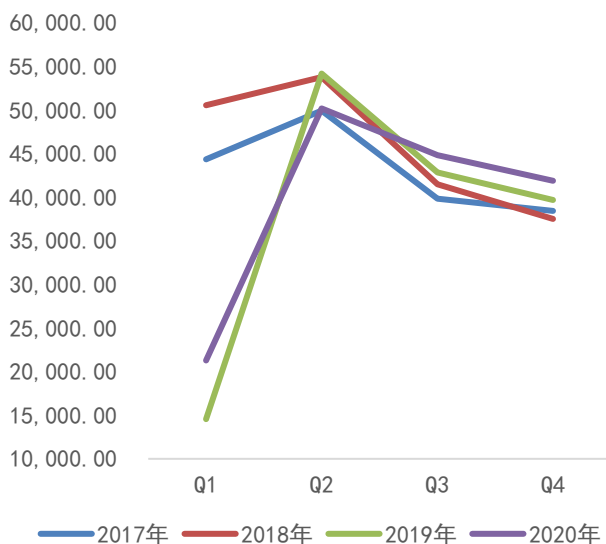
数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.2：2021 年一般公共预算支出仍倾斜于民生



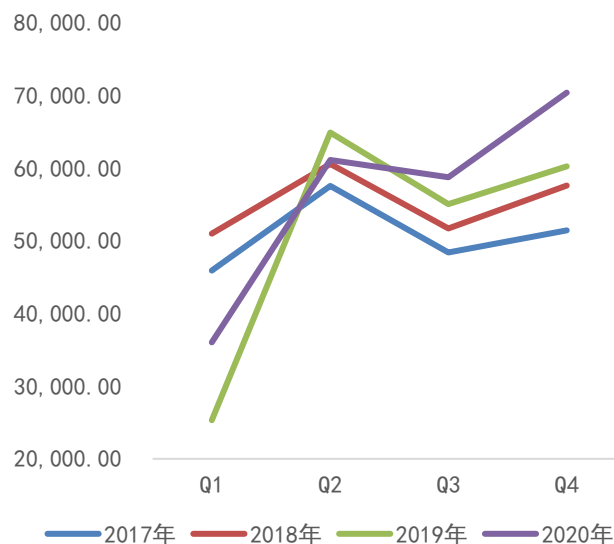
数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.3：二季度财政收入恢复性增长（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.4：二季度财政支出有望明显反弹（亿元）



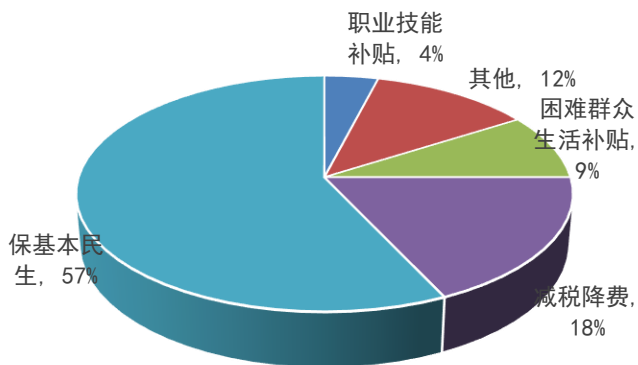
数据来源：Wind 南华研究

5.2.2. 定向调控，更加注重直达性和结构性

2020 年受疫情影响，基层“三保”（保基本民生、保工资、保基层政府运转）压力重大，因此整体财政开支上明显向民生领域倾斜。今年财政支持的结构性重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，根据财政部 2021 年预算草案所披露的数据，2021 年一般公共预算的支出结构中，占比前五从高到低依次是社保和就业（19.0%）、教育（16.1%）、卫生健康（8.6%）、城乡社区事务（7.9%）、农林水事务（6.4%），相较于 2020 年，对于社保就业、教育支出以及卫生健康的占比均进一步提高，可见 2021 年财政支出重点仍将向民生倾斜。

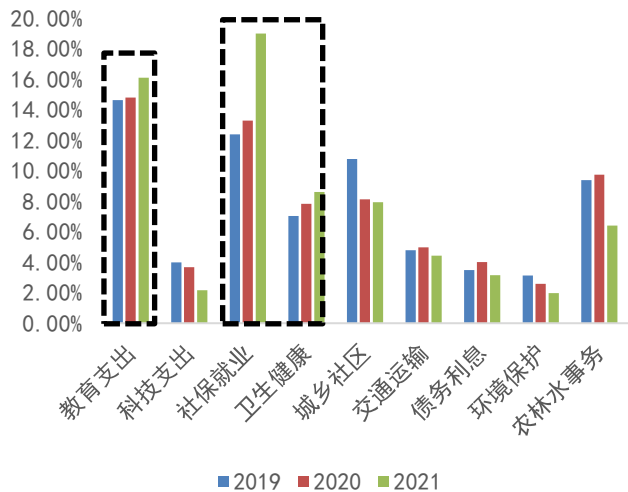
除此之外，进一步扩大直达基层的资金支持规模，政策更加注重定向精准调控。今年两会提及，建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年的 1.7 万亿，为市县基层惠企利民提供更加及时有力的财力支持。根据财政部披露的信息，2020 年实行直达管理的 1.7 万亿财政资金中用于保基本民生的资金达到了 9636 亿元，对中央直达资金的占比高达 57%，其次 12% 用于支持减税降费的落实，而且去年直达资金在 10 月底之前就已基本发放完毕，2021 年直达资金进一步扩容 1.1 万亿，下达节奏预期也将类似于 2020 年，充分凸显财政政策的积极性和直达性，财政政策更加提质增效。

图 5.2.5：2020 年直达资金 57%用于保基本民生（%）



数据来源：财政部 南华研究

图 5.2.6：2021 年一般公共预算支出仍倾斜于民生



数据来源：Wind 南华研究

整体而言，今年财政政策不仅在规模上积极程度高于预期，而且在支持方向上更加强调结构性和直达性，试图从提高结构性的支持力度和财政支出效率来对冲整体财政政策收敛的影响，预计二季度财政积极性将有所凸显。

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