国内宏观经济专题

宏观经济报告

2021 年两会前瞻：稳杠杆和防风险并重

引言：第十三届全国人大四次会议和全国政协十三届四次会议分别于 3 月 5 日和 3 月 4 日开幕，看点包括政府工作报告和“十四五”规划纲要，明确下一阶段经济工作的重点，宏观政策导向和结构调整思路等。对此，我们做如下前瞻：

一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标

今年 GDP 增速受低基数影响，将大幅偏离潜在经济增长率，目标意义不大。近年来经济发展注重提质增效，淡化 GDP 考核、提升增速容忍度是大势所趋。从地方两会来看，31 个省市虽然均设置经济增长目标，其中绝大多数为区间，且增速趋于保守。

二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重

两会期间将发布“十四五”规划纲要，预计与去年中央经济工作会议的目标建议基本一致，部分细节内容和定量指标进行细化。“十四五”期间经济增长目标预计或在 4.7%左右，2035 年 GDP 再翻一番。去年中央经济工作会议提出今年八大任务，主线是扩大内需、科技创新和发展绿色经济，还提出反垄断和发展租赁住房。当前国内经济恢复基础尚不牢固，经济仍需稳增长；去年宏观杠杆率抬升导致债务风险累积，叠加其他疫情衍生风险，长期稳杠杆和防风险诉求增加。

三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛

稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，不急转弯，宽信用收敛保持循序渐进。预计今年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元。虽然总量货币政策逐渐回归中性，但结构性货币政策继续发力；此外，需要关注境外宽松货币政策的溢出效应。

四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落

积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳杠杆诉求下财政赤字规模将有所收缩，去年部分沉淀资金可用于填补今年的财政缺口，预计财政赤字率降至 3%左右。近年来政府性基金调入对预算收支平衡起到重要支撑作用，伴随土地财政收缩，未来财政收支继续承压。

五、扩大内需：经济再复苏依靠需求驱动，扩大居民消费是关键

坚持扩大内需这个战略基点，扩内需是今年经济深化复苏的主要驱动力，重点在于扩大居民消费；然而后疫情时代居民消费能力承压、消费意愿低迷，政策应针对收入分配不均、社会保障制度不完善、居民杠杆攀升等问题做出改进；同时，继续增加公共消费。

六、科技创新：攻克技术“卡脖子”，加速产业升级

科技创新一方面在于攻克技术“卡脖子”领域，摆脱技术依赖地位，重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）；另一方面需要加快制造业转型升级，提高全要素生产率，实现经济高质量发展。

七、房地产政策：坚持房住不炒，约束政策加码

坚持房住不炒定位，大力发展住房租赁市场。考虑到部分城市尤其是一线城市自去年以来楼市上涨预期相对强烈，楼市过热地区政策加码收紧。在“三条红线”、“五个分档”、购房限制等政策压力下，后续房地产投资承压。

八、增长预测：基建地产温和发力，制造业和消费是看点

预计 2021 年全年实际 GDP 增速预计在 8-9%区间。全球总需求扩张带动制造业投资增长，低基数作用下增速或在 10%左右。消费恢复前景不宜过于乐观，预期社零增速为 12%。全年通胀保持温和，CPI 和 PPI 同比中枢分别为 1.1%和 1.7%。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

内容目录

引言 3
一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标 3
二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重 4
三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛 6
四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落 7
五、扩大内需：经济再复苏依靠需求驱动，扩大居民消费是关键 9
六、科技创新：攻克技术“卡脖子”，加速产业升级 11
七、房地产政策：坚持房住不炒，约束政策加码 12
八、增长预测：基建地产温和发力，制造业和消费是看点 13

图表目录

图表 1：经济进入高质量发展阶段，对经济增速放缓的容忍度提升（%） 3
图表 2：受基数和经济复苏节奏影响，今年 GDP 同比冲高回落（%） 4
图表 3：“十四五”规划《建议》主要任务一览 5
图表 4：去年高赤字+宽信用，宏观杠杆率明显抬升（%） 6
图表 5：去年下半年以来，宽信用政策持续收敛（%） 7
图表 6：货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率波动（%） 7
图表 7：去年全国公共财政支出低于预算目标，历史上较为少见（%） 8
图表 8：去年新增专项债大幅增加，部分资金沉淀于城投企业（亿元） 9
图表 9：与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低（%） 10
图表 10：居民收入中位数增速下滑幅度大于人均，居民收入分化加剧（%） 10
图表 11：政府消费在经济总量占据相对较大的比重（%） 11
图表 12：高新技术产业工业增加值增速明显高于整体（%） 12
图表 13：房地产政策收紧，土地购置面积增速趋于回落（%） 13
图表 14：下半年基建地产震荡走弱，制造业走强（%） 14
图表 15：社零环比增速向历史水平靠拢，消费恢复减慢（%） 15

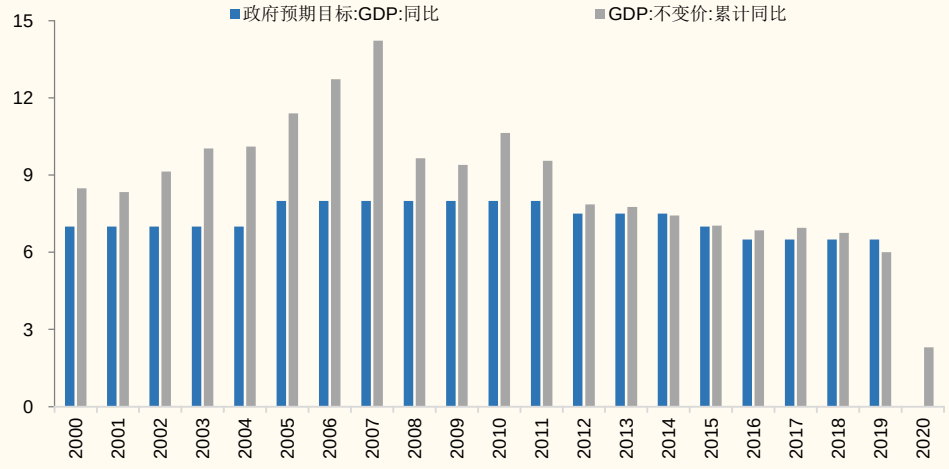
引言

2021 年是“十四五”的开局之年，第十三届全国人大四次会议和全国政协十三届四次会议将分别于 3 月 5 日和 3 月 4 日开幕。两会重点主要有政府工作报告和“十四五”规划纲要，明确下一阶段的经济工作的重点，宏观政策导向和结构调整思路等。结合中央经济工作会议、“十四五”规划建议和近期政府部门表态，我们对今年两会内容做如下前瞻：

一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标

考虑到低基数原因，今年或不会提具体经济增速目标。鉴于去年疫情对经济的冲击程度和延续时间存在较强不确定性，2020 年政府工作报告不设具体的增长数量目标，政策重心是抓好六稳六保和稳住经济基本盘，GDP 增速要求被淡化。虽然今年疫情逐渐在全球范围得到控制，但局势变化和外部环境仍存在诸多不确定性，并伴随境外宽松政策溢出、国内逆周期政策退出、行业及区域分化加剧等 各类衍生风险，六稳六保需继续推进，预计今年将继续淡化经济目标增速。一方面今年 GDP 增速受到低基数影响，将大幅偏离潜在经济增长率，具有迷惑性且不易评估；另一方面，近年来经济发展注重提质增效，淡化 GDP 考核、提升增速容忍度是大势所趋，早在 2019 年就有部分省市把经济增长目标由具体数值调整为区间，目标设置更具弹性。从今年的地方两会来看，31 个省市均设有经济增长目标，其中绝大多数为区间，假如区间目标考察下限，31 个省市有 23 个地区生产总值目标增速低于 8%，整体来看目标设置趋于保守。

图表 1：经济进入高质量发展阶段，对经济增速放缓的容忍度提升（%）

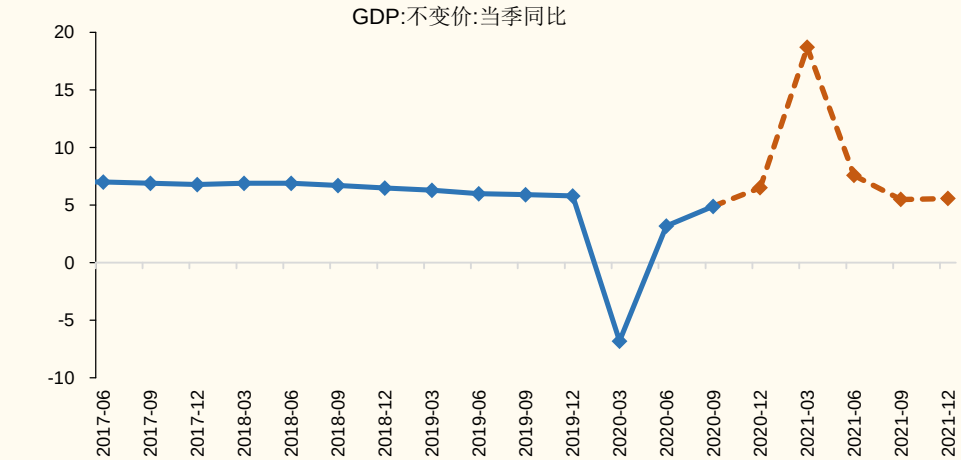


来源：Wind，国金证券研究所

受去年低基数影响，2021 年实际 GDP 增速将达到 8-9%。去年全球经济受到疫情严重冲击，根据最新国际货币基金组织(IMF)估计，2020 年全球经济萎缩 3.5%。但中国经济逆风而上，是去年全球唯一实现正增长的主要经济体，全年实际经济增速录得 2.3%，虽然经济复苏领跑全球，但仍远低于历史常规水平和潜在经济增长率。在低基数作用下，2021 年中国实际 GDP 增速预计将达到 8%-9%的水平。但这一增速来源于低基数，并不具有可持续性（根据白重恩等计算，2021-2025 年中国潜在增速在 5.6%左右；根据徐忠等 研究，2019-2024 年潜在增速平均为 5.5%）。我们预计，政策执行过程中，在重视“供给侧结构性改革”的同时，将更加注重“需求侧改革”，形成需求牵引供给、供给创造需

求的更高水平动态平衡，综合提升国民经济总体效率。

图表 2：受基数和经济复苏节奏影响，今年GDP同比冲高回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重

2021 年是“十四五”的开局之年，今年两会期间将发布“十四五”期间的主要目标任务和重大举措。参考历史经验可知，“十四五”规划纲要大概率与去年审议通过的《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《建议》）基本一致，并对部分细节内容和定量指标进行细化。定量指标可参考《建议》目标方向，以及“十二五”和“十三五”时期的规划情况，聚焦经济发展、科技创新、民生福祉和环保减排等领域，对经济总量增速、城乡居民人均收入、劳动生产率、服务业增加值比重、研发经费投入、城镇化率、城镇新增就业、二氧化碳排放量等指标提出量化要求。

“十四五”规划《建议》主要包含扩大消费内需、科技创新攻坚和发展绿色经济等三大主线。“十四五”规划《建议》明确了十二项主要任务，包括不限于科技创新、产业升级、扩大内需、乡村振兴、绿色发展等。重点包括三条主线：其一是内循环为核心的消费主线。过去依赖出口和地产基建投资的经济增长模式将逐步转型为以消费为主的新增长模式，未来将通过完善收入分配机制、优化升级供给结构、畅通要素流动渠道等方式提升居民消费意愿和消费能力。其二是科技创新，提高全要素生产率。单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式。科技创新重点方向在于集中攻克“卡脖子”领域技术，加快制造业转型升级。其三是发展绿色经济，加速完善绿色政策机制、金融服务和科技创新，确保实现 2030 年前碳达峰，持续改善环境质量。

我们预计“十四五”规划经济增长目标预计在 4.7%左右，2035 年 GDP 总量再翻一番。伴随着潜在增速的回落，经济增长目标逐渐淡化，预计十四五规划会设置一个较低的经济增速目标，而重点将放在内循环和产业的结构性改善。提高城镇化率、促进消费、加大就业、完善社会保障体系、增加科研支出等或将代替经济增长速度，成为下一个五年的重点。预计 2035 规划将隐含 2020 至 2035 年 GDP 翻一番目标，2035 年中国人均 GDP 将达到 3.5 万美元左右，进入世界高收入国家之列。

图表 3：“十四五”规划《建议》主要任务一览

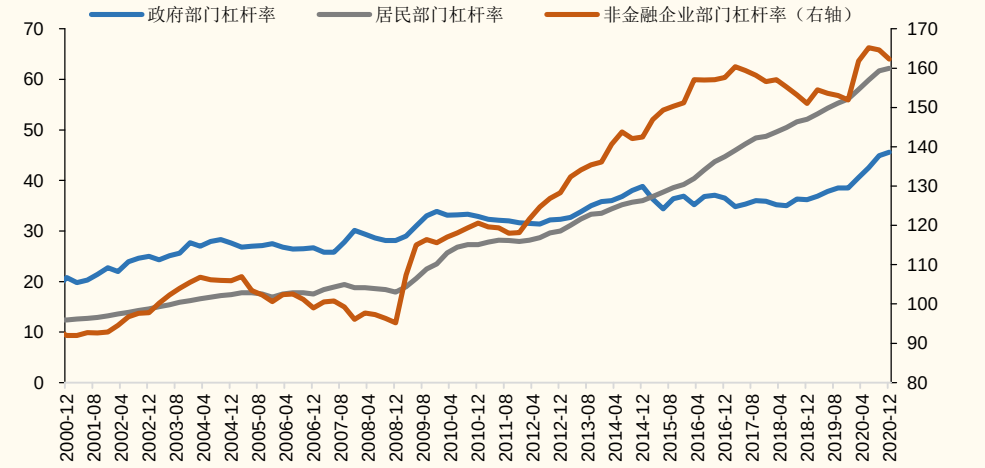
序号	主要任务	相关内容
一	坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势	坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。
二	加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级	坚持把发展经济着力点放在实体经济上，提高经济质量效益和核心竞争力。提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业。统筹推进基础设施建设，系统布局新型基础设施，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化。
三	形成强大国内市场，构建新发展格局	坚持扩大内需这个战略基点，畅通国内大循环，提升供给体系对国内需求的适配性，推动金融、房地产同实体经济均衡发展，破除妨碍生产要素市场化配置和商品服务流通的体制机制障碍。促进国内国际双循环。全面促进消费，拓展投资空间。
四	全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制	坚持和完善社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系，加快转变政府职能。
五	优先发展农业农村，全面推进乡村振兴	解决好“三农”问题，提高农业质量效益和竞争力，保障农产品供给安全，发展县域经济，推动农村一二三产业融合发展，实施乡村建设行动，深化农村改革，实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。
六	优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化	坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制，完善新型城镇化战略，构建高质量发展的国土空间布局和支撑体系。
七	繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力	坚持马克思主义在意识形态领域的指导地位，坚定文化自信，坚持以社会主义核心价值观引领文化建设。提高社会文明程度，提升公共文化服务水平，健全现代文化产业体系。
八	推动绿色发展，促进人与自然和谐共生	坚持绿水青山就是金山银山理念，促进经济社会发展全面绿色转型。加快推动绿色低碳发展，强化绿色发展的法律和政策保障，发展绿色金融，支持绿色技术创新，推进清洁生产，发展环保产业，推进重点行业和重要领域绿色化改造，制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案。持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。
九	实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面	坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，建设更高水平开放型经济新体制，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，有序扩大服务业对外开放，稳慎推进人民币国际化，推动共建“一带一路”高质量发展，积极参与全球经济治理体系改革。
十	改善人民生活品质，提高社会建设水平	健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度，扎实推动共同富裕。提高人民收入水平，完善再分配机制，加大税收、社保、转移支付等调节力度和精准性，发挥第三次分配作用。强化就业优先制度，加快提升劳动者技能素质，建设高质量教育体系。健全社保、商业保险、社会救助等多层次社会保障体系。
十一	统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国	坚持总体国家安全观，把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，防范和化解影响我国现代化进程的各种风险。加强国家安全体系和能力建设，确保国家经济安全，保障人民生命安全，维护社会稳定和安全。
十二	加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一	坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力。

来源：国务院，国金证券研究所

中央经济工作会议提出今年的八大重点任务，在“十四五”规划的基础上，新提出反垄断和发展租赁住房。今年经济目标可参考去年末召开的中央经济工作会议，会议指出今年重要任务包括强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、坚持扩大内需这个战略基点、全面推进改革开放、解决好种子和耕地问题、强化反垄断和防止资本无序扩张、解决好大城市住房突出问题、做好碳达峰和碳中和工作等八大项，其中大部分也是“十四五”目标任务，前两项均为科技创新领域，指向在中国对美国技术高度依赖的背景下，技术封锁叠加疫情扰动已严重阻碍国内高科技产业发展，攻克技术“卡脖子”问题刻不容缓。会议另提到反垄断和城市住房问题，反垄断意在限制互联网巨头一些不正当竞争行为，给行业竞争环境、消费者权益维护和中小平台发展带来利好；会议再次明确“房住不炒”，将加剧推进租赁住房建设，规范发展长租房市场。

今年稳杠杆和防风险并重。虽然当前疫情控制和经济修复稳步推进，但疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固，复苏不稳定不平衡，因此政策操作不急转弯，“六保六稳”工作继续落实，对科技创新、制造业、小微民营企业等重点领域和薄弱环节提供精准支持，逆周期调控政策讲求有序退出，经济稳增长态势延续。但去年超宽松的政策环境引发宏观杠杆率抬升，部分企业债务风险累积，政策退出节奏需谨慎把握以防债务危机，同时，中小银行不良资产正加速暴露，境外超宽松货币政策将导致输入性通胀和资本异常流动，可见今年经济稳增长的同时应重视稳杠杆和防风险。

图表 4：去年高赤字+宽信用，宏观杠杆率明显抬升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

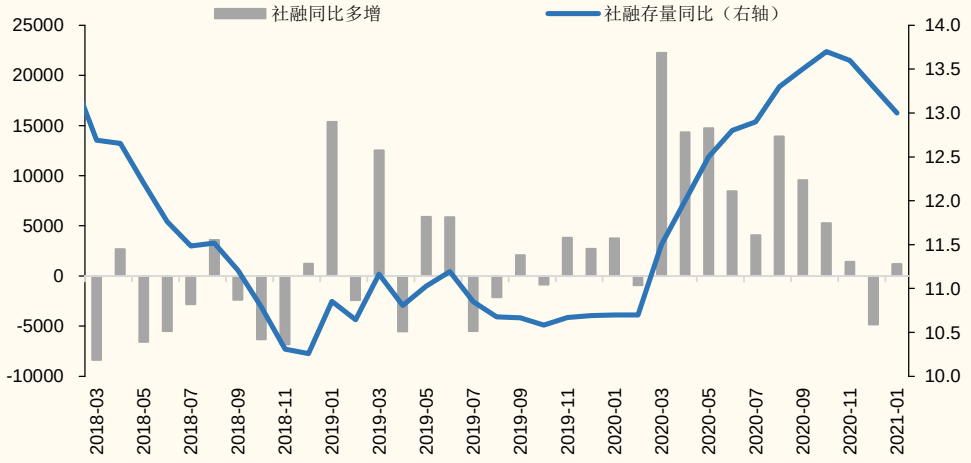
三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛

根据近期央行表态，宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，保持货币供应量和社会融资规模增速同潜在名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。去年央行将 M2 增速与名义 GDP 增速的关系定为“基本匹配并略高”，伴随货币政策逐步回归正常化，自去年下半年以来宽信用力度持续收敛，截至 1 月社融规模增速已回落至 13.3%。从节奏来看，1 月金融数据超出市场预期，与“稳字当头，不急转弯”的货币政策基调保持一致，考虑到当前经济恢复尚不牢固、疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，叠加上半年信用债集中到期，为防范债务风险，宽信用收敛大概率保持循序渐进，市场不必过于担心宽松政策过快退出。需注意的是，1 月 26 日有央行官员表示，去年我国股市指数、房价在货币政策的影响下大幅上升，有些领域的泡沫已经显现，因此货币政策应当适度转向，可见如果后续资产价格继续快速上涨，将推动货币政策转向提速。展望 2021 年，社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元（去年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10%左右；信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元（去年预计为 20 万亿元）。

总量货币政策虽逐渐回归中性，但结构性货币政策继续发力。今年将延续实施普惠小微企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款两项直达实体经济的货币政策工具，继续引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。预计今年普惠小微贷款和制造业贷款规模继续保持较高增速，推动后疫情时代经济均衡复苏。

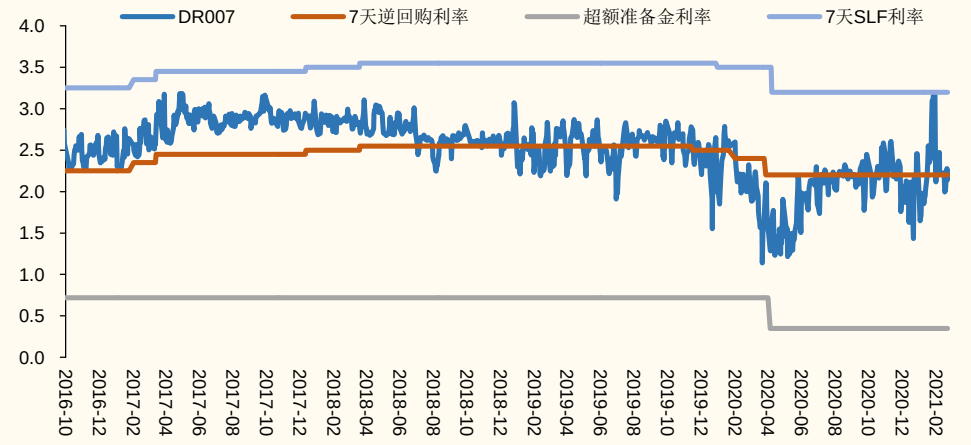
关注境外宽松货币政策的溢出效应。2020 年四季度货币政策执行报告就大国货币政策的溢出效应撰写专栏。去年美、欧、日等发达经济体实施超宽松的货币政策，美国启动无上限 QE 以及 2 万亿美元的政府救助计划，导致境外央行资产负债表规模显著扩张和债券利率下行，而非常规货币对实体经济的提振有限，大量资金流入到房地产和股市等资产投资，加剧了贫富差距，在造成通胀不平等的同时，流动性过剩带来的资产市场非理性繁荣也不断催生资产泡沫。对我国来说，境外货币超发将推动大宗商品价格上涨，进而引发输入性通胀，同时中美利差走扩吸引大量外资流入境内资本市场，资本流动的波动性增大。

图表 5：去年下半年以来，宽信用政策持续收敛（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率波动（%）



来源：Wind，国金证券研究所

四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落

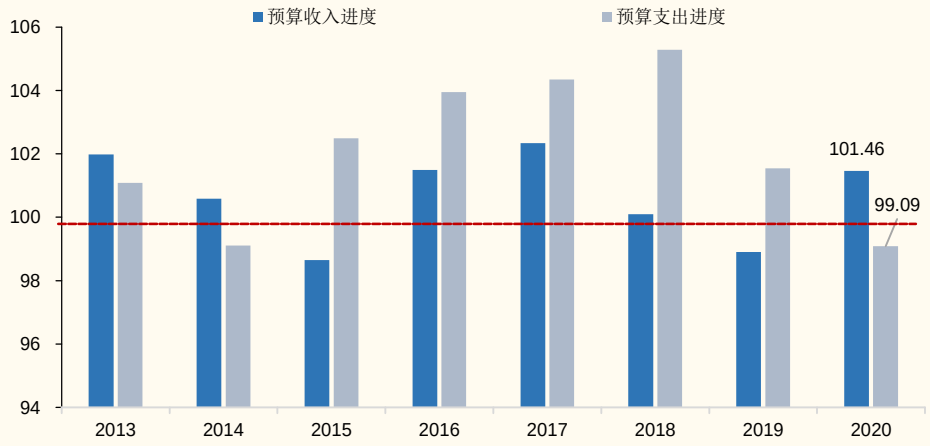
积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳杠杆诉求下财政赤字规模将有所收缩，去年部分沉淀资金可用于填补今年的财政缺口。根据年末中央政治局会议对财政政策的表态和 1 月 20 日刘昆在全国财政工作会议上的讲话，今年政策基调是积极的财政政策要提质增效、更可持续，强调可持续主要从支出规模和政策力度着眼，兼顾稳增长和防风险需要，指向今年赤字规模和财政支出力度

将合理收减；提质增效则主要从优化结构和加强管理着眼，包括继续压降一般性支出、建立实施常态化的财政资金直达机制、加速盘活国有资源资产等方面。刘昆的讲话特别提到跨年平衡，即加强 2020、2021 年预算统筹平衡，节省部分资金用于平衡 2021 年预算，去年大规模发行特别国债和专项债，但由于前期工作不扎实，部分基建项目短期内无法开工，导致资金沉淀于财政存款和城投企业账户，这部分资金有望填补今年的财政缺口。基建投资方面，资金重点用于补齐农业农村、生态环保、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推进“两新一重”等重大工程建设，继续优化投资结构。

去年公共财政支出和政府性基金支出均未完成预算目标，反映出地方结转结余资金余额不足、大量政府性基金调入一般公共预算的困境。去年全年公共财政实际支出为预算的 99.09%，基本完成预算目标，而实际政府性基金支出仅到预算的 93.56%，实际公共财政收入和政府性基金收入均超出预算，反映出在国有资源资产盘活力度有限、地方结转结余资金余额不足的背景下，超收的政府性基金大量调入一般公共预算。2020 年预计政府性基金超收 23170 亿元，去年预算执行报告指出调入资金及使用结转结余 29980 亿元，可见政府性基金调入对预算收支平衡起到重要支撑作用。考虑到近年来地方结转结余资金余额逐步减少，为平衡预算政府性基金面临要么超收要么减支的两难抉择，房地产政策严控使得土地财政难以为继，因此政府需加速盘活国有资源资产以增加收入，未来财政收支将继续承压。

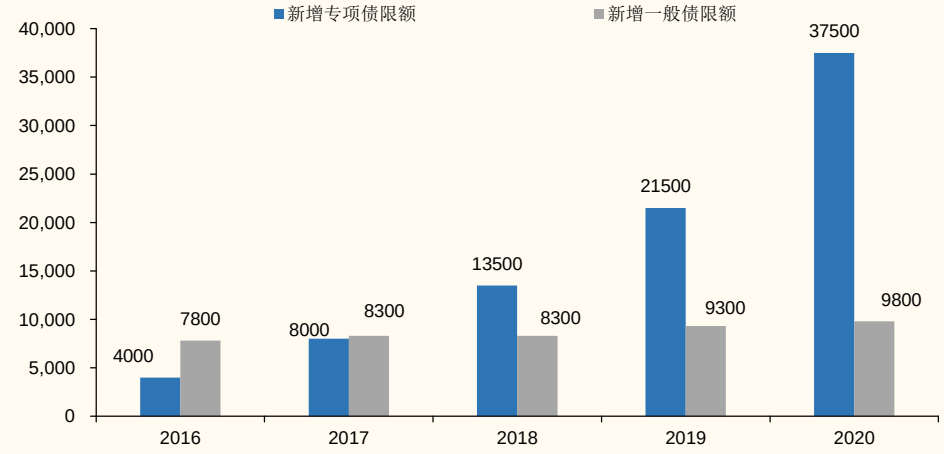
在稳杠杆和预算统筹平衡的要求下，我们预计今年财政预算赤字率将降至 3%左右。从当前的经济恢复情况来看，财政逆周期需求已逐渐减弱，今年不会延续去年的应急策略，但积极取向依然保持不变，力度会有所降低。财政政策一般偏中期性，政策退出所需要的时间比较长，不会贸然转向。今年大概率不再发行抗疫特别国债，在继续实施好现有的减税降费政策下，不会出台新的大规模减税降费新政。我们预计财政赤字率从去年的 3.6%以上降至 3%左右，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右。

图表 7：去年全国公共财政支出低于预算目标，历史上较为少见（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：去年新增专项债大幅增加，部分资金沉淀于城投企业（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

五、扩大内需：经济再复苏依靠需求驱动，扩大居民消费是关键

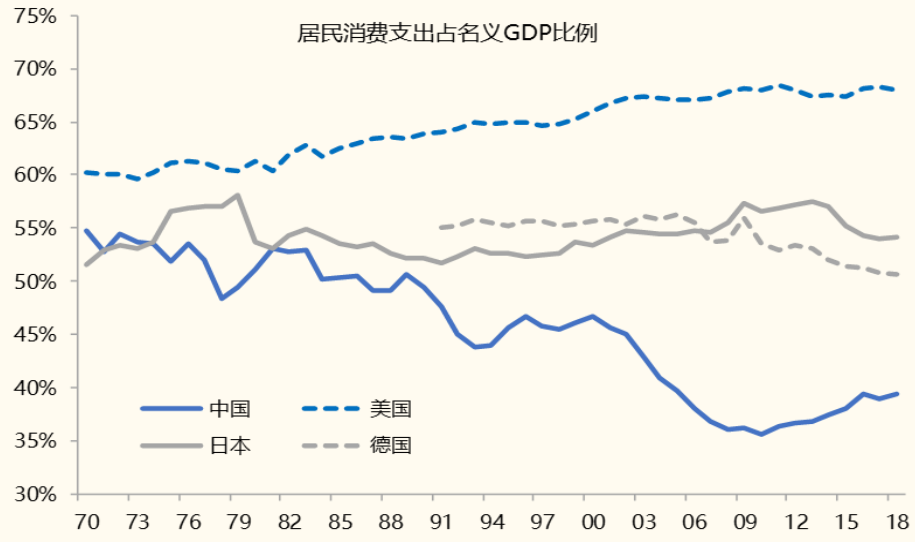
中央经济工作会议指出，要坚持扩大内需这个战略基点，扩内需是今年经济深化复苏的主要驱动力。内需包含居民消费和国内投资两方面，提振消费可通过促进就业、完善社保、优化收入分配结构等方法，扩大中等收入群体，使居民能消费、愿消费、敢消费，充分挖掘县乡消费潜力，同时继续合理增加公共消费。投资要发挥中央预算内投资的引导和撬动作用，激发全社会投资活力，要优化投资结构，投资范围倾向新型基础设施、制造业、高科技产业等外溢性强、社会效益高领域。

扩大内需的重点是扩大居民消费，然而后疫情时代居民消费能力承压、消费意愿低迷。过去中国经济增长依赖出口，基建和房地产等固定资产投资模式，居民消费占 GDP 的比重不高。美国消费占 GDP 的比重维持在 85%到 90%之间，欧盟消费占 GDP 约为 80%，日本约为 76%，而我国则在 50%至 60%徘徊，居民整体消费偏低。后疫情时代内需的恢复程度也明显低于市场预期，一方面财政高赤字未能拉动基建投资快速增长，另一方面居民消费恢复尤为缓慢，社会消费品零售额直至 8 月才实现当月同比增速转正，全年社零累计同比仅录得-3.9%。消费疲软主要源于居民收入增速下滑导致消费能力和消费意愿低迷，截至 12 月城镇居民人均可支配收入累计同比录得 3.5%，低于 2019 年 4.4 个百分点，而人均消费性支出大幅不及可支配收入，同比低至-3.8%，收入与消费支出之间增速差扩大指向居民消费意愿下降。2020 年央行城镇储户问卷调查报告显示，一季度疫情突发导致倾向于“更多储蓄”的居民占比跳升 7.3 个百分点至 53%，而倾向消费的居民占比下降 6 个百分点，截至最新四季度居民储蓄倾向仍较疫情前更高、消费倾向更低。此外，局部疫情反复使得接触性服务行业持续承压，餐饮收入受限。

居民不愿意消费主要源于收入分配不均、社会保障制度不完善、居民杠杆攀升挤出消费等因素。疫情后居民收入差距进一步拉大，2020 年居民收入结构中工资性收入和经营净收入占比明显减少，资产价格高企使得财产净收入占比增加，意味着依赖工资和个体经营收入、而资产持有量少的中低收入人群受疫后经济影响更显著。去年居民人均收入和中位数之间的差距加速拉大，中位数同比降幅大于平均，可佐证居民收入分配不均加剧。虽然中高收入人群财富累积利好

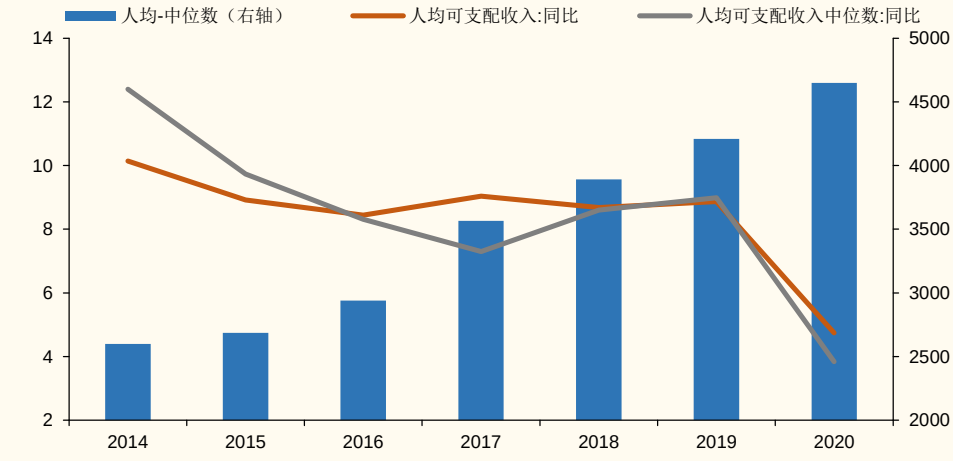
可选消费和高端消费，去年末限额以上可选商品消费已超出疫情前，但居民收入分化加剧会降低整体边际消费倾向，数据显示当前拖累社零的是限额以下企业消费，叠加我国社会保障制度尚不完善，因此中低收入人群压力增加将限制社会整体消费规模增长，不利于限额以下的中小企业销售恢复，对消费造成长远负面影响。同时，居民部门杠杆率高企也对消费挤出效应，去年宽松的货币政策引发大量资金流入房地产市场，楼市火热带动居民部门杠杆率持续增加，居民负担加重对消费形成制约。针对上述问题，后续政策将引导提高人民收入水平，完善再分配机制并发挥第三次分配作用；健全社保、商业保险、社会救助等多层次社会保障体系；解决城市住房问题，推动金融、房地产同实体经济均衡发展，以提高居民消费能力和消费意愿。

图表 9：与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：居民收入中位数增速下滑幅度大于人均，居民收入分化加剧（%）

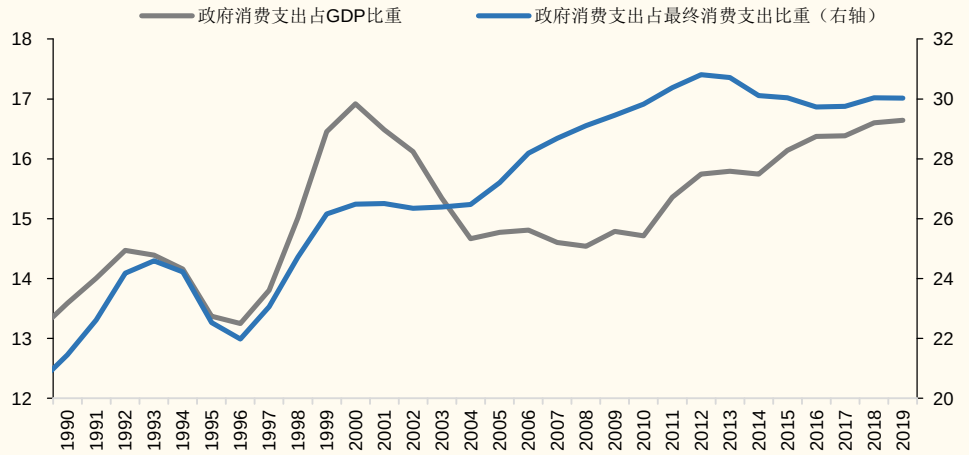


来源：Wind，国金证券研究所

今年将继续增加公共消费，当前我国政府消费在最终消费支出总量中占比接近三成，支出主要集中在社会公共服务方面，可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。公共消费主要包括政府部门在社会性公共服务以及自身行政管

理费用方面的支出，其主要目的是为居民提供基本的社会公共服务并维持政府机构的正常运转。根据 2019 年支出法 GDP，全年实现 GDP 为 99.49 万亿元，其中最终消费支出 55.15 万亿元，最终消费支出中政府支出为 16.56 万亿元，政府消费支出占 GDP 的比重为 16.64%，占最终消费支出比重为 30%。2014 年以来政府消费有所加快，一定程度上起到了稳定消费的作用。由于公共消费主要集中于社会公共服务，包括医疗、教育、养老等方面，有助于降低居民预防性储蓄，进而释放居民消费潜力。在当前疫情不确定性风险仍存、经济转向需求驱动的环境下，今年将继续增加公共消费，预计支出方向将集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。

图表 11：政府消费在经济总量占据相对较大的比重（%）

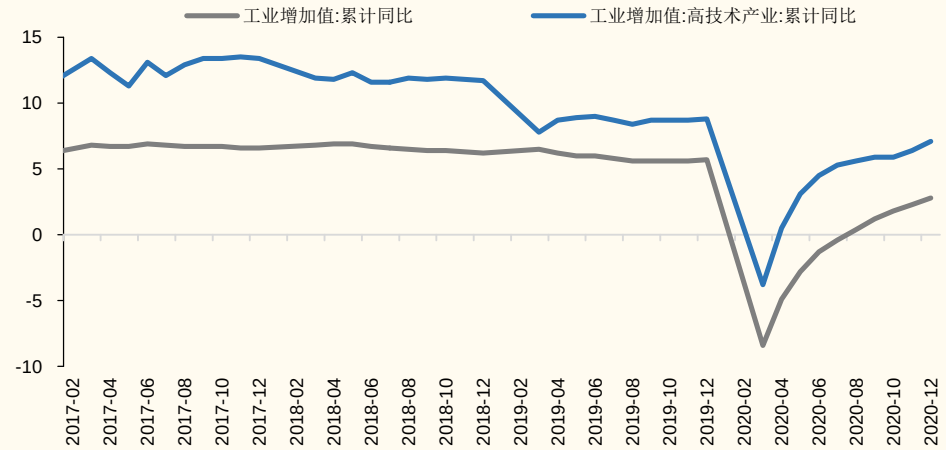


来源：Wind，国金证券研究所

六、科技创新：攻克技术“卡脖子”，加速产业升级

科技创新一方面在于攻克技术“卡脖子”领域，摆脱技术依赖地位，重点支持“四基”领域；另一方面需要加快制造业转型升级，提高全要素生产率，实现经济高质量发展。要集中攻克技术“卡脖子”领域，加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）。加快制造业转型升级，加强自主创新，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。通过国家基础研发体系促进创新驱动发展，增强知识产权保护，为科研人员提供更多激励措施。内部来看，依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式，通过技术进步、劳动者素质提高和全要素生产率改进等方式，促进经济高质量发展。外部来看，中国总体上高度依赖美国技术，处于技术净进口的被动地位。中美科技摩擦近些年愈演愈烈，从 2018 年中兴事件开始，中美科技局部脱钩，中美贸易战加速了中国产业外迁，而高端制造业的转移门槛较高，为我国产业结构转型升级留下时间空间。

图表 12：高新技术产业工业增加值增速明显高于整体（%）



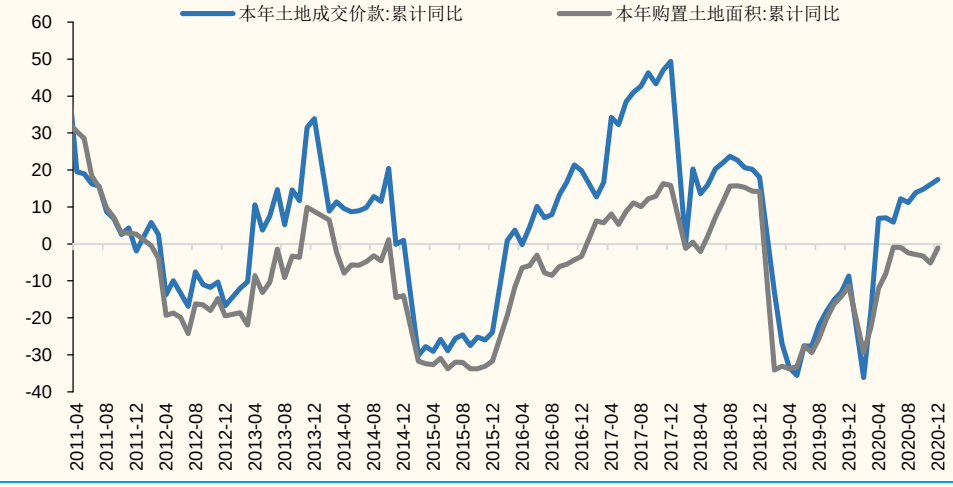
来源：Wind，国金证券研究所

七、房地产政策：坚持房住不炒，约束政策加码

中央经济工作会议继续坚持房住不炒的定位，要求大力发展住房租赁市场，考虑到部分城市尤其是一线城市自去年以来楼市上涨预期相对强烈，为维持房地产市场稳定，楼市过热地区政策正在收紧。疫情以来房地产政策将更多着眼于供给端，通过稳定房地产投资来实现稳就业、稳增长。疫情冲击下我国经济增速大幅下滑，但当前房地产价格依然处于较高位置，部分城市房地产泡沫依然很严重，房地产政策难以放松。如果贸然转向扩张，一方面会对居民消费、投资产生更严重挤出效应；同时，伴随着泡沫的积聚，大幅上涨的房价形成泡沫一旦破裂对经济危害极大。从历史经验来看，过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终资产泡沫破灭导致经济付出沉重代价。对于当下的中国，为避免房地产泡沫，转换房地产投资拉动的经济增长模式，未来将引导房地产市场均衡发展，稳妥推进房地产税立法。

今年房地产行业资金渠道和土地供应均有所收紧，面临房企融资新规即“三条红线”、房地产贷款集中度管理“五个分档”、部分城市购房限制趋严等政策压力，房地产投资承压。去年 8 月 20 日，住建部和人民银行召开重点房地产企业座谈会，明确提出房企融资新规即“三条红线”，推动房地产行业金融去化并逐步降低负债，部分房企高杠杆高周转的经营模式进一步承压，有助于促进房地产市场长期健康发展。去年末出台的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》明确限制银行房地产贷款占比和个人住房贷款占比，去年二季度半年报数据显示建设银行、邮储银行、招商银行等多家银行超出规模上限，后续将面临压降，近期已出现房贷额度吃紧、贷款利率上浮等现象，政策推动房地产市场逐渐降温。

图表 13：房地产政策收紧，土地购置面积增速趋于回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

八、增长预测：基建地产温和发力，制造业和消费是看点

预计 2021 年全年实际 GDP 增速预计在 8-9%区间，主要考虑因素是疫情消退后中国经济增长恢复至潜在增速附近（5-6%），低基数原因导致实际读数较高。伴随经济恢复进入下半程，无论是否剔除基数效应，逐季回落的趋势不变。从季度增速预测来看，一季度 18%，二季度 8.2%，三季度 7.0%，四季度 5.7%。

基建投资温和增长，全年增速在 5%左右。今年财政政策趋于收敛，基建发力空间受到制约。2018 年以来基建投资持续表现疲软，主要与优质项目不足、投资效率低下、地方政府债务管理趋严、非标融资收紧等因素有关，后续高增的概率较低。从十四五规划来看，未来基建投资结构优化，侧重布局新型基建、建设交通强国、建设现代化都市圈等，深化推进传统基建补短板和新型基建促发展，基建项目仍有较大空间。从去年专项债的使用情况来看，前期工作不扎实导致部分项目短期内无法开工，出现资金沉淀，经过一段时间准备或调整资金用途，今年项目落地情况有望更加顺畅。预计今年基建投资增速在 5%左右。

政策推动房地产逐渐降温，但在竣工周期和去年土地成交价款的支撑下，今年房地产投资或仍有较强韧性。在“三条红线”和“五个分档”的监管作用下，房地产融资趋紧和销售承压将降低企业拿地意愿，预计今年土地购置费温和增长；建安工程方面，虽然新开工进度减慢将形成拖累，但当前房屋竣工与过去期房销售之间仍存在较大缺口，对建安投资起到支撑作用。房地产事关经济增长和民生工程，政策出台和执行存在一定弹性，大概率会平稳推进，我们预计今年房地产投资增速在 5-7%区间。

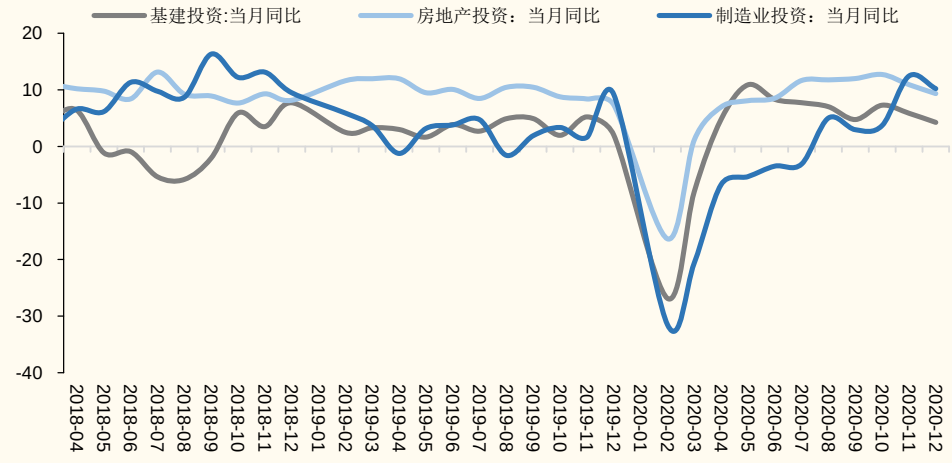
受益于需求反弹和基数作用，今年制造业投资高增速较为确定。后疫情时代三大投资中制造业投资恢复相对最慢，主因制造业投资受终端需求拉动，需求回升伴随价格上涨会吸引企业投资扩产。历史数据显示，制造业投资增速与滞后 3-4 个季度的房地产投资、出口和社零增速走势趋近，今年需求端持续改善利好企业投资。从资金来源考虑，后续 PPI 仍有反弹空间，终端量价齐升助长企业盈利能力，同时政策引导信贷重点投向制造业并推动企业融资成本下行，企业经营利润和融资环境均预期良好。今年制造业投资加速回升较为确定，预计增速在 10%左右。

全球经济复苏态势下，进出口预期良好。出口增速预测可以从全球贸易总量和中国市场份额两方面分析。伴随疫苗接种范围逐渐扩大，全球新冠新增病例数量拐点已现，疫情局势向好使得今年全球经济预期良好，IMF 最新预测 2021 年全球经济增长 5.5%，增速较去年回升约 9 个百分点，经济修复提速带动总需求提升，同时，美国生产端恢复缓慢导致企业库存大幅下挫，今年海外企业补库存意愿较强，整体来看今年全球贸易总量扩张较为明确。中国市场份额方面，首先，去年市场份额增长部分源于出口结构调整而不全是替代效应，近年来电气机械、自动数据处理设备、通用专业设备等新兴优势产业保持较高的出口增速，主要得益于国内产业结构转型升级；其次，新冠疫苗全球分配不均，医疗条件较落后的新兴经济体疫苗接种进度较慢，因此今年新兴市场或仍有一部分市场份额能够留在中国，出口替代效应至少延续至上半年。综上，今年出口增速有望继续保持较高增速，增速或在 7%左右。进口方面，国内需求恢复和价格回升有望带动进口增速有望加速改善，全年进口同比增速或在 8%左右。

居民消费倾向尚未恢复至疫情发生前，消费恢复前景不宜过于乐观。虽然疫情好转和经济恢复促使居民消费意愿和消费能力逐步改善，但从央行四季度城镇储户问卷调查来看，年末居民消费倾向仍明显低于疫情发生前。春节期间城内消费数据良好，存在就地过年因素，对于后续的消费恢复不宜过度乐观。疫情导致居民收入分化加剧，降低整体边际消费倾向，同时去年居民购房需求集中释放、居民部分杠杆率抬升或透支今年的消费能力。低基数作用下，我们今年社零增速在 12%左右，绝对值高出 2019 年约 6.65%（忽略口径调整）。

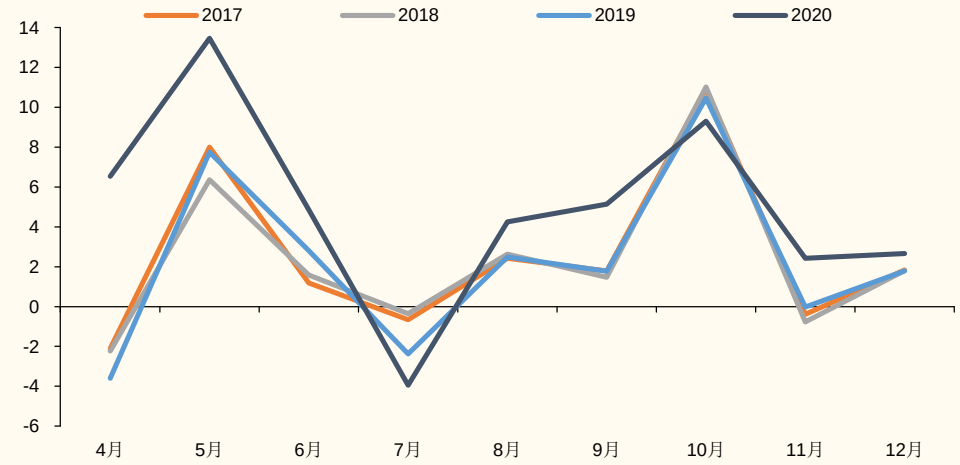
全年通胀保持温和。今年 CPI 同比走势先回升后趋稳，猪价油价和核心通胀是主要驱动因素，近期原油价格高速回升引发市场担忧，驱动因素主要是全球经济预期良好和沙特额外减产，事实上 2 月份国际主流机构已下调 2021 年全球原油需求预测，后续油价表现将根据实际经济恢复情况做出调整，预计上行空间有限，不会对 CPI 造成较大影响。PPI 受油价等大宗商品价格影响较强，参考基数效应和全球经济复苏节奏，PPI 同比或在二季度达到年内高点。预计今年 CPI 同比中枢为 1.1%，PPI 为 1.7%。

图表 14：下半年基建地产震荡走弱，制造业走强（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：社零环比增速向历史水平靠拢，消费恢复减慢（%）



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402