中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观专题报告

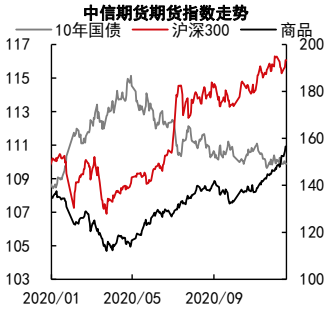
2020-12-20

如何理解“需求侧管理”与“需求侧改革”？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线。中央经济工作会议提出了明年的 8 项重点任务，其中 7 项任务是供给侧改革相关。明年需求侧管理主要是扩大消费和优化投资结构。具体来讲，保持 GDP 合理增长，提高消费意愿，加大新基建力度、扩大制造业更新改造、推进城镇老旧小区改造等。“需求侧改革”是指消费、投资方面的制度性改革，明年需求侧管理包含了部分需求侧改革的内容。



摘要：

一、明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线。中央经济工作会议明确表示“要紧紧扭住供给侧结构性改革**这条主线**，注重需求侧管理”。刘鹤副总理表示“我国经济运行面临的**主要矛盾仍然在供给侧**……在坚持以供给侧结构性改革为主线的过程中，要高度重视需求侧管理”。这些表述均显示我国经济工作主线仍是供给侧改革，而需求侧管理是辅线。中央经济工作会议提出了明年的 8 项重点任务，其中 7 项任务是供给侧改革相关，只有 1 项是需求侧管理。“需求侧改革”的说法引起过度解读。“需求侧管理”的表述相对中性。中央经济工作会议采用这一表述有利于引导全社会将工作主线放在“供给侧改革”上。

二、明年需求侧管理主要有两点，一是扩大消费，二是优化投资结构。扩大消费，主要通过保持 GDP 合理增长、提高消费意愿实现。保持 GDP 合理增长意味着明年宏观政策“不急转弯”，但也会逐步转弯，预计明年社融存量增速较今年下滑 2 个百分点至 11.5%，新增政府债券减少 2 万亿至 6.58 万亿，经济增速维持在潜在水平。提高消费意愿主要通过优化收入分配结构、完善社保、合理增加公共消费从而促进居民消费等途径来实现。**优化投资结构方面，明年发力的投资领域主要是“加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造”等。**房地产的定调是平稳健康发展。

三、“需求侧改革”是指消费、投资方面的制度性改革，明年需求侧管理包含了部分需求侧改革的内容。消费方面主要是优化收入分配结构、完善社保、有序取消一些行政性限制消费购买的规定。投资方面主要是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；加强统一规划和宏观指导，避免新兴产业重复建设。

风险因素：政策变化

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线.....3
（一）明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线.....3
（二）为什么政治局会议提出“需求侧改革”？.....3
（三）为什么中央经济工作会议修改为“需求侧管理”？.....4
二、明年需求侧管理包含哪些内容？.....5
（一）明年需求侧管理主要是“坚持扩大内需这个战略基点”.....5
（二）扩大消费主要通过保持 GDP 合理增长、提高消费意愿实现.....5
（三）优化投资结构主要是新基建、制造业设备更新改造、城市更新等.....7
三、需求侧改革可能包含哪些内容？.....8
（一）“需求侧改革”是指消费、投资方面的制度性改革.....8
（二）明年需求侧管理包含了部分需求侧改革的内容.....8
免责声明.....9

图目录

图表 1： 政治局会议与中央经济工作会议关于明年经济工作的表述.....4
图表 2： 中央经济工作会议与刘鹤副总理关于需求侧管理的表述.....5
图表 3： 中央经济工作会议关于宏观政策的表述.....6
图表 4： 社会融资规模存量增速.....7
图表 5： 各类政府债券新增额度(亿元).....7
图表 6： 中央经济工作会议与刘鹤副总理关于优化投资结构的表述.....7
图表 7： 中央经济工作会议与需求侧改革有关的表述.....8

12 月 11 号中共中央政治局会议首次提出“注重需求侧改革”，一周之后中央经济工作会议的说法修改为“注重需求侧管理”。如何理解这种变化？明年“需求侧管理”又包含哪些内容呢？

一、明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线

（一）明年主线仍是供给侧改革，需求侧管理是辅线

12 月 11 号政治局会议首次提出“同时注重需求侧改革” 并非意味着经济工作从“以深化供给侧结构性改革为主线”转变为供给侧改革与需求侧改革并重。在表述明年经济工作的指导思想时，政治局会议表示“构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线”。很明确，主线仍是供给侧结构性改革。在描述明年工作重点时，政治局会议表示“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”。虽然这里也讲了需求侧改革，但供给侧改革是“扭住”，“供给侧改革”是“注重”，从重视程度来讲，“扭住”是高于“注重”的。

当前和今后一个时期，我国经济工作的主线仍是“供给侧结构性改革”，“需求侧管理”是辅线。政治局会议的新闻稿因为字数有限在表述上相对精简，中央经济工作会议的表述更详细，“**要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理**”，明确强调供给侧改革是主线。11 月 25 号，刘鹤副总理在人民日报发表文章《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》，其中的表述更为具体，“从供给和需求的关系看，要坚持深化供给侧结构性改革这条主线。当前和今后一个时期，我国经济运行面临的**主要矛盾仍然在供给侧……在坚持以供给侧结构性改革为主线的过程中，要高度重视需求侧管理**，坚持扩大内需这个战略基点”。虽然要“高度重视需求侧管理”，但主要矛盾在供给侧。事实上，根据政治局关于“十四五”规划的建议稿，“以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线”会贯穿整个“十四五”期间，不仅仅是明年。

中央经济工作会议提出了明年的 8 项重点任务，其中 7 项任务是供给侧改革相关，只有 1 项是需求侧管理。中央提出的 8 项重点任务是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、解决好大城市住房突出问题、做好碳达峰碳中和工作。其中只有“坚持扩大内需”是需求侧管理，其余 7 项均是供给侧改革相关。

（二）为什么政治局会议提出“需求侧改革”？

政治局会议提出“需求侧改革”是基于“坚持系统观念”的理念，计划适当地开展一些需求侧改革工作，从而促进供给侧改革的推进。供给与需求是密不可分的。基于“坚持系统观念”的理念，适当地开展一些需求侧改革也有利于供给侧改革的推进。这里“需求侧改革”是相对次要的，并非明年工作的重中之重。

（三）为什么中央经济工作会议修改为“需求侧管理”？

“需求侧管理”的表述相对中性，有利于引导全社会将工作重心放在“供给侧改革”上。“需求侧改革”是一个全新的概念。这一表达引起了社会广泛的关注。部分人士误以为我国经济工作将转向供给侧改革与需求侧改革并重。这种误解不利于人们将工作重心放在供给侧结构性改革上。采用“需求侧管理”这种相对中性的表述，有利于凝聚共识，重点深化供给侧结构性改革。

图表1： 政治局会议与中央经济工作会议关于明年经济工作的表述

政治局会议关于明年经济工作指导思想的表述	做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，**构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线**，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，**坚持系统观念**，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年。
政治局会议关于明年经济工作重点的表述	**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。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。
中央经济工作会议关于明年经济工作重点的表述	**构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象**。加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，**要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理**，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。要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。 **明年要抓好以下重点任务。**一是强化国家战略科技力量……二是增强产业链供应链自主可控能力……三是坚持扩大内需这个战略基点……四是全面推进改革开放……五是解决好种子和耕地问题……六是强化反垄断和防止资本无序扩……七是解决好大城市住房突出问题……八是做好碳达峰、碳中和工作……
刘鹤副总理人民日报文章《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》的表述	**从供给和需求的关系看**，要坚持深化供给侧结构性改革这条主线。当前和今后一个时期，**我国经济运行面临的主要矛盾仍然在供给侧**，供给结构不能适应需求结构变化，产品和服务的品种、质量难以满足多层次、多样化市场需求。必须坚持深化供给侧结构性改革，提高供给体系对国内需求的满足能力，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。**在坚持以供给侧结构性改革为主线的过程中，要高度重视需求侧管理，坚持扩大内需这个战略基点**，始终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。

资料来源：中信期货研究部

二、明年需求侧管理包含哪些内容？

（一）明年需求侧管理主要是“坚持扩大内需这个战略基点”

明年需求侧管理主要是“坚持扩大内需这个战略基点”。中央提出了明年的 8 项重点任务，其中只有“坚持扩大内需这个战略基点”是需求侧管理的任务。刘鹤副总理的文章里也讲到“要高度重视需求侧管理，坚持扩大内需这个战略基点”。因此，需求侧管理主要是坚持扩大内需这个战略基点。

扩大内需主要是两部分：一是扩大消费；二是优化投资结构。其中，消费增长快于投资增长。中央经济工作会议关于扩大内需的表述就两部分：扩大消费与增强投资增长后劲。“扩大消费”容易理解，我们理解“增强投资增长后劲”主要是优化投资结构。刘鹤副总理的表述是“发挥投资对优化供给结构的关键作用，拓展投资空间，优化投资结构”。从三驾马车来看，GDP=消费+投资+净出口。忽略净出口，在给定供给(GDP)的情况下，消费增加意味着投资减少。当然，在供给增长的背景下，消费与投资可以都增长，但两者的增速不能都快于 GDP 的增速。我国一直存在消费偏低、投资偏高的特点。在构建双循环的背景下，扩大消费，让消费增长快于投资增长可能是政策取向。

图表2： 中央经济工作会议与刘鹤副总理关于需求侧管理的表述

中央经济工作会议关于扩大内需的表述	三是**坚持扩大内需这个战略基点**。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排。**扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。**要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。**要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用**。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。
刘鹤副总理人民日报文章关于需求侧的表述	（二）**推动供给创造和引领需求，实现供需良性互动**。……要加快培育完整内需体系，完善扩大内需的政策支撑体系。**增强消费**对经济发展的基础性作用，全面促进消费，提升传统消费，培育新型消费，发展服务消费。**发挥投资对优化供给结构的关键作用，拓展投资空间，优化投资结构**，推动企业设备更新和技术改造，推进一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。房地产业影响投资和消费，事关民生和发展。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举、因城施策，完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中信期货研究部

（二）扩大消费主要通过保持 GDP 合理增长、提高消费意愿实现

扩大消费主要从两个方面着手，一是保持 GDP（总收入）合理增长；二是提高消费意愿。消费取决于 2 个因素，一是收入水平，二是消费意愿。扩大消费实际上也是从这 2 个维度入手。

保持 GDP 合理增长意味着明年宏观政策“不急转弯”，但也会逐步转弯，预计明年社融存量增速较今年下滑 2 个百分点至 11.5%，新增政府债券减少 2 万亿至 6.58 万亿，经济增速维持在潜在水平。中央经济工作会议表示“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性……保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯”。因此，明年宏观政策不会转向紧缩性货币财政政策。中央经济工作会议关于货币政策的表述是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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”。这意味着货币政策回归中性。今年为支持经济修复，我国社融存量增速达到 13.5%左右，高于 8%左右的潜在名义 GDP 增速，融资增长相对偏快。我们预计明年社融存量增速同比增长 11.5%，与名义潜在经济增速大体匹配，较今年下滑 2 个百分点。今年为了应对疫情对经济的冲击，政府债券发行规模大幅增加。新增国债、地方一般债、专项债、特别国债合计达到 8.5 万亿，比 2019 年增加 3.6 万亿。中央经济工作会议表示明年“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”。今年为了应对疫情对经济的冲击，我国政府债券发行规模较 2019 年大幅增加 3.6 万亿至 8.5 万亿。这是难以持续的。明年财政政策更可持续意味着增政府债券额度会有所减少。不过，中央也强调要“保持适度支出强度”，这个强度应该是让经济增速维持在潜在水平。我们预计明年财政赤字率回归到 3%的可持续水平，新增国债 23000 亿元、地方一般债 10300 亿元，新增专项债 32500 亿元。合计来看，明年各项新增政府债券合计 6.58 万亿，较今年减少 2 万亿。

提高消费意愿主要通过优化收入分配结构、完善社保、合理增加公共消费从而促进居民消费等途径来实现。中低收入群体的边际消费倾向高于高收入群体。优化收入分配结构，扩大中等收入群体可以在总收入一定的情况下提高全社会的消费意愿，促进消费增长。“合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”可以降低居民在教育、医疗、育幼方面的负担。虽然增加公共消费在一定程度上会挤占居民消费，但由政府提供教育、医疗、育幼服务的成本会比居民直接消费的成本更低，因此总体上是有利于促进消费的。

图表3： 中央经济工作会议关于宏观政策的表述

项目	表述内容
宏观政策	明年宏观政策要**保持连续性、稳定性、可持续性**。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**保持对经济恢复的必要支持力度**，政策操作上要更加精准有效，**不急转弯**，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。
财政政策	**积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，**增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	**稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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**，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

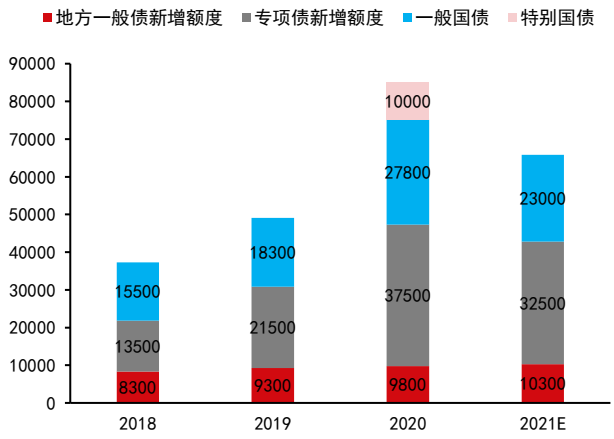
资料来源：中信期货研究部

图表4： 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 各类政府债券新增额度(亿元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）优化投资结构中主要增量来自新基建、制造业设备更新改造、城市更新等

明年发力的投资领域主要是“加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造”等。房地产的定调是平稳健康发展。

图表6： 中央经济工作会议与刘鹤副总理关于优化投资结构的表述

中央经济工作会议的表述	**要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用**。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。要大力发展数字经济，**加大新型基础设施投资力度**。要**扩大制造业设备更新和技术改造投资**。要**实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造**，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。 **七是解决好大城市住房突出问题**。住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，**促进房地产市场平稳健康发展**。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策……
刘鹤副总理人民日报文章的表述	**发挥投资对优化供给结构的关键作用**，拓展投资空间，优化投资结构，**推动企业设备更新和技术改造，推进一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设**。房地产业影响投资和消费，事关民生和发展。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举、因城施策，**完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展**。

资料来源：中信期货研究部

三、需求侧改革可能包含哪些内容？

（一）“需求侧改革”是指消费、投资方面的制度性改革

根据汉语词语解释，改革常指改变旧制度、旧事物。中央经济工作会议表示“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”。这实际上就是需求侧改革的内涵。从国民经济核算的角度讲，储蓄对应投资。因此，我们说“需求侧改革”就是消费、投资方面的制度性改革。

（二）明年需求侧管理包含了部分需求侧改革的内容

中央经济工作会议关于明年扩大内需的表述中有不少关于制度性改革的内容，这些实际上就是需求侧改革的内容。

消费方面，明年与需求侧改革相关的内容主要有优化收入分配结构、完善社保、有序取消一些行政性限制消费购买的规定。

投资方面，明年的需求侧改革相关的内容主要有：1）发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用；2）激发全社会投资活力；3）加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

图表7： 中央经济工作会议与需求侧改革有关的表述

领域	制度	中央经济工作会议表述
消费	收入分配制度	优化收入分配结构，扩大中等收入群体
	社保制度	完善社保
	限购制度	有序取消一些行政性限制消费购买的规定
投资		要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。
	投资制度	激发全社会投资活力。
	投资制度	要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

资料来源：中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com