十四五开局之年：回归常态化
——2020 年中央经济工作会议前瞻

引言：中央经济工作会议将总结今年的经济工作状况，分析研判当前国际国内经济情况形势，制定来年宏观经济发展规划。2021 年不仅是“十四五”的开局之年，也是两个百年目标交汇与转换之年。我们认为中央经济工作会议的主题是回归常态化，包括经济、政策两方面的常态化。此外，在部署明年经济工作的同时，将更加关注长期问题，致力于推动长远的历史性变革。我们对本次中央经济工作会议做出以下前瞻：

一、预计会议不会提具体的经济增长目标

经济增长回归常态化。但由于基数原因，明年经济增速将达到 8-9%，预计中央经济工作会议不会提具体的经济增长目标。由于今年疫情冲击下中国经济基数较低，在低基数作用下，明年经济增速预计将达到 8%-9%的水平。但这一增速来源于低基数，并不具有可持续性，如果中央经济工作会议简单提出 6%左右经济增长目标，明年实际可实现 8%-9%，则该目标意义并不大。我们预计中央经济工作会议不会提具体的增长目标，在实际工作中，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

二、十四五开局之年，政策更加关注长期问题

明年是十四五开局之年，我们预计在关注短期经济工作的同时，会议将更加关注长期问题。重点包括重视全球货币超发造成的金融不稳定性和构建经济发展新格局两大方面。

- **长期问题之一：重视货币超发造成的金融不稳定性问题。**目前中国不存在货币超发，货币政策力度明显低于金融危机时刻，但仍需重视政策之间的协调。
- **长期问题之二：构建经济发展新格局。主线一：内循环为核心的消费主线。**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。当前正在逐步转向以消费为主的新增长模式；**主线二：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；**主线三：绿色经济，促进新能源革命。**发展绿色经济，提高可再生能源比例，促进新能源革命，提高发展质量。

三、货币、财政回归常态化，房住不炒将再度强调

- **货币政策回归常态化，信用扩张速度有所放缓。**常态化的货币政策即名义 GDP 增速与 M2 相匹配。随着经济继续扩张，政策回归中性，信用增速有望与名义 GDP 增速相匹配，明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（今年预计为 35 万亿元）。
- **财政赤字明显下降，地方专项债规模预计在 3 万亿元左右。**为了应对疫情，2020 年我国出台了大规模的财政托底举措，这些举措更多的是应急之策，而非常态，我们预计明年财政赤字率将降至 3%以下。
- **继续坚持房住不炒，部分城市存在加码收紧可能。**预计中央经济工作会议政府继续坚持房住不炒的定位，考虑到部分城市房地产市场上涨预期相对强烈，为维持房地产市场稳定，部分城市存在加码收紧的可能。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

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

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

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

中央经济工作会议将总结今年的经济工作状况，分析研判当前国际国内经济情况形势，制定来年宏观经济发展规划。2021 年不仅是“十四五”的开局之年，也是两个百年目标交汇与转换之年。我们认为中央经济工作会议的主题是回归常态化，包括经济、政策两方面的常态化。此外，在部署明年经济工作的同时，将更加关注长期问题，致力于推动长远的历史性变革。我们对本次中央经济工作会议做出以下前瞻:

一、预计会议不会提具体的经济增长目标

经济增长回归常态化。但由于基数原因，明年经济增速将达到 8-9%，预计中央经济工作会议不会提具体的经济增长目标。受疫情影响，2020 年全球经济受到严重冲击，据国际货币基金组织(IMF)预测，2020 年全球经济将萎缩 4.4%。但中国经济逆风而上，是今年全球唯一实现正增长的主要经济体。由于今年疫情冲击下中国经济基数较低，在低基数作用下，明年经济增速预计将达到 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[1]计算，2021-2025 年中国潜在增速在 5.6%左右，根据徐忠等[2]研究，2019-2024 年潜在增速平均为 5.5%），如果中央经济工作会议简单提出 6%左右经济增长目标，明年实际可实现 8%-9%，则该目标意义并不大。我们预计中央经济工作会议不会提具体的增长目标，在实际工作中，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

二、十四五开局之年，政策更加关注长期问题

明年是十四五开局之年，我们预计在关注短期经济工作的同时，会议将更加关注长期问题。重点包括重视全球货币超发造成的金融不稳定性和构建经济发展新格局两大方面。

（1）长期问题之一：重视货币超发造成的金融不稳定性问题

从历史规律来看，金融危机的周期一般是十年左右，当前距离 2008 年金融危机已经过去 12 年，未来需关注金融危机的可能性。20 世纪 80 年代发展中国家债务危机、1987 年黑色星期一、1997 年亚洲金融危机、2008 年次贷危机，金融危机平均十年就可能发生一次。从历史上来看，大多数经济危机是由金融系统危机引起的；1929 年美国经济危机之后，世界上几乎所有的经济危机都是金融系统先出问题然后冲击到实体经济。当前经济形势下，中国更要将金融防风险放在金融攻坚战的首位。

重视货币超发带来的金融不稳定。美国实施量化宽松，货币超发已经从通胀转向金融市场的不稳定。美国次贷危机后由于利率调控机制的改革，货币乘数大幅下滑，导致信用货币派生受阻，非常规货币对实体经济的提振有限，更多的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。今年新冠危机爆发后，美国启动了无上限 QE 以及 2 万亿美元的政府救助计划，释放的流动性不

[1] 白重恩,张琼.中国经济增长潜力预测：兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析[J].经济学报,2017,4:1-27.
[2] 徐忠,贾彦东.中国潜在产出的综合测算及其政策含义[J].金融研究,2019,3:1-17.

亚于次贷危机时期。

目前中国不存在货币超发，货币政策力度明显低于金融危机时刻，但仍需重视政策之间的协调。中国吸取了 2009 金融危机和货币超发的教训，5 月以来就通过抬升货币市场利率的方式来压降资金空转套利，较早的开始收缩流动性。向前看，货币政策要更加协调，在货币政策实施时需要加入金融稳定的立法考量，以防止用力过猛。今年以来，央行政策重心从宽货币转向宽信用，下半年货币政策和监管动态表明我们要更加注重金融防风险，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险，如宏观杠杆率抬升、资金空转、房价波动等风险。宏观杠杆率上升得过快，要解决该问题，预计明年将从加杠杆转向稳杠杆。今年 7 月央行宣布将资管新规过渡期延长至 2021 年底，综合考虑了疫情冲击、宏观环境、市场影响、实体经济融资等因素，不涉及资管业务监管标准的变动和调整，资管业务改革方向并未出现变化，可以看到，资管业务管理方面趋严的趋势是相对确定的。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，明年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，后疫情时期，稳杠杆将成为重要任务之一。

（2）长期问题之二：构建经济发展新格局

主线一：内循环为核心的消费主线，促进要素市场对居民部门的倾斜。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。在“供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”，其中消费是需求侧改革的重要方面。当前我国居民消费潜力还有很大的提升空间。未来五年，要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费；促进要素市场均衡发展，降低税率，优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿，使消费在经济增长中发挥更加重要的作用。

主线二：科技创新，提高全要素生产率。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，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。外部来看，中美脱钩、产业转移等问题，也需要加强自身科技能力建设，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。

主线三：绿色经济，促进新能源革命。发展绿色经济，提高可再生能源比例，提高能源质量，促进新能源革命，提高发展质量。从供给端来看，风电、光电成本下降很快，发展潜力很大。从需求端来看，节能潜力更大，需要加强终端用户节能技术研究。当前我国能源结构以煤炭为主，较为不环保，未来将逐步转型。此外，关注新能源革命：第一是向可再生能源发电转型，第二是把建筑转化为微型发电厂，即分布式可再生能源，第三是储能，这是新能源的关键，用氢气、电池等技术来存储间歇式能源，第四是发展能源互联网技术，第五是

电动汽车成为用能、储能并回馈能源终端。

三、货币、财政回归常态化，房住不炒将再度强调

（1）货币政策回归常态化，信用扩张速度有所放缓

随着经济复苏继续延续，货币政策正逐步回归正常化。常态化的货币政策即名义 GDP 增速与 M2 相匹配。今年 5 月，中国人民银行将 M2 增速与名义 GDP 增速的关系定为“基本匹配并略高”；11 月 26 日，2020 年第三季度货币政策执行报告提出“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。体现了随着经济复苏继续延续，我国在逆周期调节中，货币政策正在逐步向常态化迈进。**预计明年信用扩张速度将有所放缓。**展望 2021 年，随着经济常态化复苏，政策回归中性，信贷增速有望与名义 GDP 增速相匹配，明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（今年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10%；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（今年预计为 20 万亿元）。信用环境存在局部市场风险，如弱资质主体、民企主体、尾部城投及部分地产主体可能存在一定的压力和风险，但不会造成系统性金融风险。

（2）财政赤字明显下降，地方专项债规模预计在 3 万亿元左右

为了应对疫情，2020 年我国出台了大规模的财政托底举措，这些举措更多的是应急之策，而非常态，我们预计明年财政赤字率将降至 3%以下。从当前的经济社会形势来看，财政政策将回归正常化，不会延续今年的应急策略。财政政策的积极取向依然保持不变，但力度会有所降低。但由于财政政策一般偏中期性，所以退出所需要的时间比较长。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今年的 3.6%以上降至 3%以下，地方政府专项债券规模也会低于今年的 3.75 万亿元，可能在 3 万亿元左右。

（3）继续坚持房住不炒，部分城市存在加码收紧可能

预计中央经济工作会议政府继续坚持房住不炒的定位，考虑到部分城市房地产市场上涨预期相对强烈，为维持房地产市场稳定，部分城市存在加码收紧的可能。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；另一方面，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，最终都要付出沉重代价。1985-1995 年，日本签订广场协议后，日元迅速升值，股市、房市大幅上涨，泡沫相继破灭，随后 20 多年日本经济长期处于低迷中。在这场泡沫经济的中，资本大量流入房产市场这种非实体经济，日本大小企业接连出现问题，实体经济资金紧张。泡沫经济破灭之后，不良资产大面积出现，银行倒闭，社会资本大幅缩水。对于当下的中国，为避免房地产泡沫，未来将会稳妥推进房地产税立法。预计中央经济工作会议政府继续坚持房住不炒的定位，考虑到部分城市房地产市场上涨预期相对强烈，为维持房地产市场稳定，部分城市存在加码收紧的可能。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH