

宏观金融组

研究员:

周之云

0571-87788888-8552

zzy@zdqh.com

期货从业资格: F3034163

投资咨询资格: Z006586

相关报告

2021 年宏观金融年报

——稳杠杆成为 2021 年的宏观主题

观点摘要:

- 过去的 2020 年是极不平凡的一年，新冠疫情的爆发对于全球经济都造成了严重的影响，也成为了贯穿全年的主线。大类资产价格波动巨大，如果把疫情最严重的一季度类比为 08 年金融危机以来的市场大幅下跌的话，那么二季度的大宗商品价格反弹类似于 09 年四万亿刺激下的市场恢复，这主要是因为今年疫情发生以来海内外市场吸取了 08 年危机时政策输出过慢的教训，在今年同时进行了迅速且积极的政策支持，国内方面主要是积极的财政以及信用扩张方面的大力支持，海外方面主要是极度宽松的货币政策支持。回顾 2020 年的全球经济，唯有中国成为唯一实现正增长的国家，前三季度 GDP 增速分别为-6.8、3.2、4.9，预计四季度 GDP 增速将回到 6%以上，全年实现 2%左右的增长。
- 对于 2021 年的展望，也就是十四五规划开局的第一年，我们可以把最近召开的中央经济工作会议内容作为参考：首先，会议指出明年的宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。特别指出政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。对于“不急转弯”的理解，我们认为政策不会出现马上退出的局面。当然，从方向上来看，政策面最终还是会退出，只是从时间上和力度上会更加地温和有序。具体地，如何体现出政策的连续性稳定性，我们来看第二点。
- 第二，会议强调要保持宏观杠杆率基本稳定。2020 年前三季度由于疫情的因素，宏观杠杆率从此前的 245%附近，快速攀升了约 25 个点，达到目前的 270%附近，上升幅度仅次于 2009 年四万亿时期。由于从 2017 年开始，中央就意识到宏观杠杆率过高的风险性，因此近几年一直在提控杠杆甚至去杠杆。根据中央的预期和指示，明年社融增速将和名义 GDP 增速保持一致，假设明年社融增速大致维持在 11%左右的增速，可推算出明年债务的增速也大致在 11%左右，债务增量将会比今年少约 2 万亿左右。明年总体杠杆率或控制在 260-270%之间。
- 第三，强调积极的财政政策基调保持不变，要“提质增效、更可持续”，结合前面提到的稳杠杆，我们预计赤字率会从 3.6%以上降至往年的均值 3%一带，对应的赤字规模约为 3.46 万亿，相比于今年略微减少 3000 亿左右，同时不再发行特别国债。此外，明年新增专项债额度会有小幅的缩量，从 3.75 万亿元收缩至 3.5 万亿元左右。

目录

观点摘要:	1
目录	2
一、 稳杠杆成为 2021 年的宏观主题	4
1. 固定资产投资保持中速增长, 中枢下移	5
2. 消费将接棒投资和出口成为 2021 的重要支撑因素	9
3. 明年通胀将保持温和增长	9
二、 货币政策和财政政策方面	10
1. 今年货币政策先松后紧, 明年或先紧后松	10
2. 积极的财政政策基调不变, 但力度下降	12
三、 大类资产配置建议	13
免责声明	14
中大期货研究院	14

图表目录

图 1:	宏观杠杆率和 GDP 增速的预测: %	4
图 2:	预计 2021 年宏观杠杆率稳中略有降: %	4
图 3:	财政政策基调不变, 赤字率有所下降: %	5
图 4:	新增专项债额度会略有下降: %	5
图 5:	2021 年工业增加值总体稳定: %	6
图 6:	2021 年出口维持中高速增长: %	6
图 7:	预计 2021 年固定资产投资增速 6.5% : %	7
图 8:	预计 2021 年基建投资增速下降至 5%: %	7
图 9:	预计 2021 年房地产投资增速下移至 6%: %	8
图 10:	预计 2021 年制造业增速回升至 8%: %	8
图 11:	社会消费品零售总额增速回升至 15% 单位: %	9
图 12:	汽车销售继续回暖 单位: %	9
图 13:	预计 2021 年 CPI 为 1.0%: %	10
图 14:	预计 2021 年 PPI 为 2.0% 单位: %	10
图 15:	预计 2021 年信贷增速为 12% 单位: %	12
图 16:	预计 2021 年 M2 增速为 8.8% 单位: %	12
图 17:	预计 2021 年社融增速为 11.1% 单位: %	12

一、稳杠杆成为 2021 年的宏观主题

过去的 2020 年是极不平凡的一年，新冠疫情的爆发对于全球经济都造成了严重的影响，也成为了贯穿全年的主线。大类资产价格波动巨大，如果把疫情最严重的一季度类比于 08 年金融危机以来的市场大幅下跌的话，那么二季度的大宗商品价格反弹类似于 09 年四万亿刺激下的市场恢复，这主要是因为今年疫情发生以来海内外市场吸取了 08 年危机时政策输出过慢的教训，在今年同时进行了迅速且积极的政策支持，国内方面主要是积极的财政财政以及信用扩张方面的大力支持，海外方面主要是极度宽松的货币政策支持。

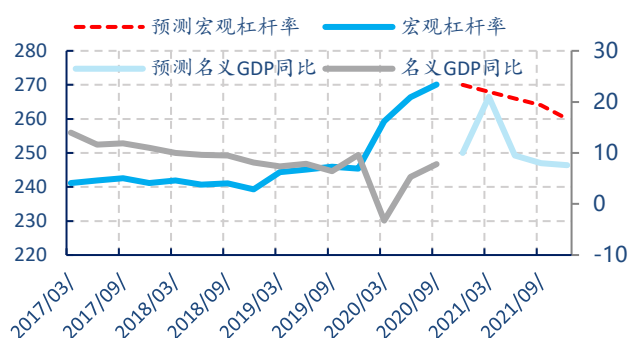
回顾 2020 年的全球经济，唯有中国成为唯一实现正增长的国家，前三季度 GDP 增速分别为-6.8、3.2、4.9, 预计四季度 GDP 增速将回到 6%以上，全年实现 2%左右的增长。

对于 2021 年的展望，也就是十四五规划开局的第一年，我们可以把最近召开的中央经济工作会议内容作为参考：

首先，会议指出明年的宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。特别指出政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。对于“不急转弯”的理解，我们认为政策不会出现马上退出的局面。当然，从方向上来看，政策面最终还是会退出，只是从时间上和力度上会更加地温和有序。具体地，如何体现出政策的连续性稳定性，我们来看第二点。

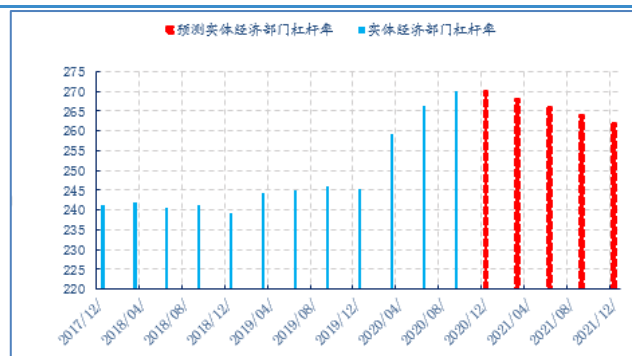
第二，会议强调要保持宏观杠杆率基本稳定。2020 年前三季度由于疫情的因素，宏观杠杆率从此前的 245%附近，快速攀升了约 25 个点，达到目前的 270%附近，上升幅度仅次于 2009 年四万亿时期。由于从 2017 年开始，中央就意识到宏观杠杆率过高的风险性，因此近几年一直在提控杠杆甚至去杠杆。根据中央的预期和指示，明年社融增速将和名义 GDP 增速保持一致，假设明年社融增速大致维持在 11%左右的增速，可推算出明年债务的增速也大致在 11%左右，债务增量将会比今年少约 2 万亿左右。明年总体杠杆率或控制在 260-270%之间。

图 1：宏观杠杆率和 GDP 增速的预测：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

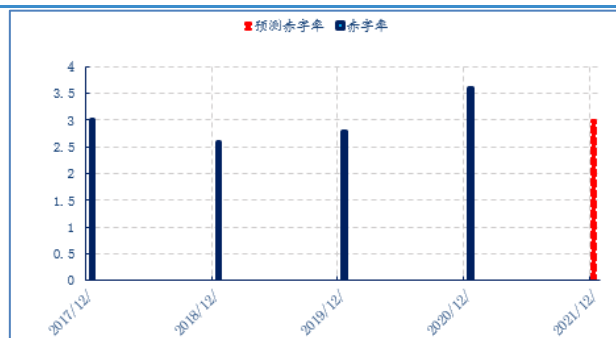
图 2：预计 2021 年宏观杠杆率稳中略有降：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

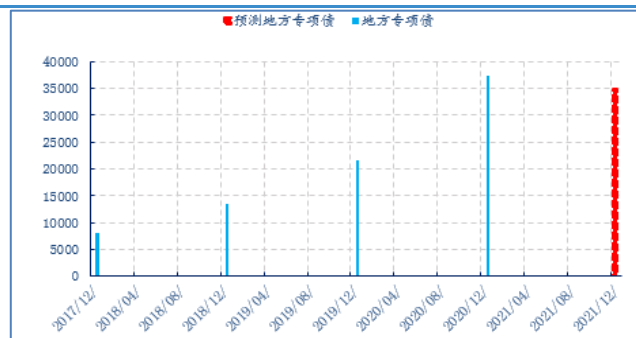
第三，强调积极的财政政策基调保持不变，要“提质增效、更可持续”，结合前面提到的稳杠杆，我们预计赤字率会从 3.6% 以上降至往年的均值 3% 一带，对应的赤字规模约为 3.46 万亿，相比于今年略微减少 3000 亿左右，同时不再发行特别国债。此外，明年新增专项债额度会有小幅的缩量，从 3.75 万亿元收缩至 3.5 万亿元左右。

图 3： 财政政策基调不变，赤字率有所下降：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 4： 新增专项债额度会略有下降：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

因此，基于以上的中性情景假设，我们认为明年一季度经济将延续目前的修复状态，加上今年的低基数原因导致明年一季度经济会达到高点，预计明年第一季度 GDP 增速达到 18.4%；二季度增速大概率仍能维持稳健增长，预计二季度 GDP 为 7.8%；但下半年开始经济增速大概率回落，一方面是因为随着海外疫苗的落地，新兴市场国家恢复对外出口，同时发达国家自身的产能供给也将上来，因此会对国内的出口产生一定的替代，另一方面，宏观稳杠杆意味着地产和基建的增速中枢将回落，因此随着出口和内需的放缓，经济将开始回落，三季度 GDP 或降至 6.0%，到第四季度下滑到 5.8% 左右，全年经济将呈现“前高后低、逐季回落”的基本走势，明年全年 GDP 实际增速预计将达到 8.8% 左右。其中，固定资产投资增速为 6.5%，房地产 6%，基建 5%，制造业 8%，消费 15%，出口 7%。

当然，以上基于中性情景的假设中，最不确定的是明年海外疫苗接种是否能大面积推广以及病毒是否变异导致疫苗失效的问题。我们认为在悲观情景假设下，明年海外疫苗大规模接种可能会推迟到三季度乃至四季度，或者在疫苗接种后出现病毒变异的问题，则此情景下中国全年经济对比中性情景将出现至少 3 个百分点的下移，至 5% 以内。

具体地，我们从以下几块经济基本面来看：

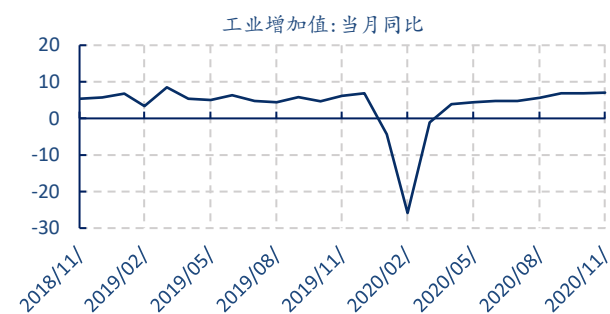
1. 固定资产投资保持中速增长，中枢下移

具体来看，首先是和大宗商品下游需求密切相关的投资这块，截止最新数据，今年 1-11 月的固定资产投资累计同比增速为 2.6%，增速持续回升。从固定资产投资的三大分项房地产、基建、制造业三块来看，恢复程度有所差别。

首先，基建作为政府逆周期调节的主要发力项目，在疫情之后率先保持了较快的增速，5月单月增速一度飙升到10.9%，为国内经济企稳打下了坚实的基础，但6月开始增速中枢逐步下移，目前已回落至单月增速5.87%附近，1-11月基建增速（含电力）累计同比为1%。基建已成为三大投资项中最弱的一项，无论是从增速还是趋势的角度。我们认为主要原因是，随着经济的复苏企稳，政府逆周期调节的必要性下降，再加上今年预算支出进度落后较多，但存续项目质量问题短期未能得到解决。年底临近，诸多新储备项目将留待明年开工。预估2020年的广义财政空间为4.75万亿，包括3.75万亿专项债和1万亿特别国债。

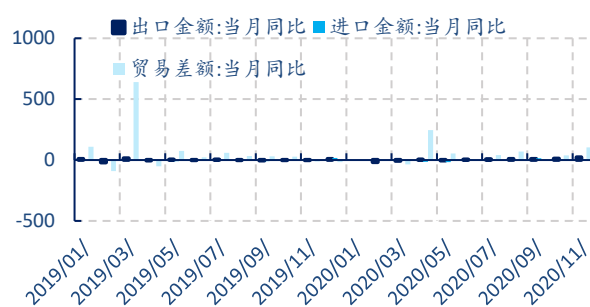
展望2021年的基建投资，广义财政大概率收敛。但基建也不太可能回到2018-2019年的低位增速，2018年当时的基建增速为1.8%，2019年为3.3%。一是因为当时处于去杠杆高峰期；二是因为那个时期因为固定资产投资偏低，经济有失衡现象。我们预估2021年的基建增速可能温和维持在5%左右的增速，相对于今年增速放缓，但总体尚可。方向上，十四五规划建议稿已给传统基建一定的补短板定位。我们的理解是，十四五期间，基建投资将由此前的老基建模式逐步向新基建模式转型，具体而言，就是十四五规划建议稿中提到的系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。进一步的，从本质上说，新基建中的大数据中心为应对5G、人工智能、工业互联网的大数据需求而生，构成了新基建的“基建基础”。目前，我国大数据的应用和服务持续深化，规模不断放大。根据《2020年中国大数据产业发现白皮书》的统计，2019年中国大数据产业规模达5397亿元，同比增长23.1%。该报告预计，2020年我国大数据产业整体规模将达到6670.2亿元。因此，总的来看，一方面明年经济恢复继续保持，基建缺乏加码诉求；另一方面，十四五规划开局预计有重大工程新开工，增速也不太可能降低到和2018-2019年一样的低位，预计总体保持5%左右的温和增长。

图 5： 2021 年工业增加值总体稳定：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 6： 2021 年出口维持中高速增长：%

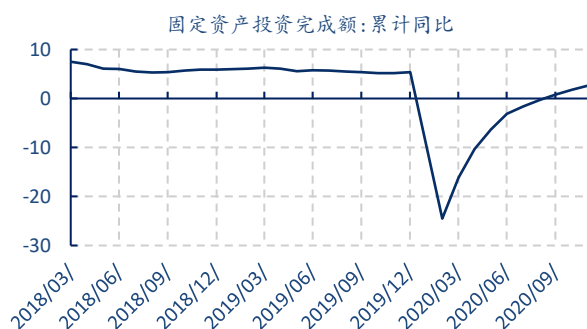


数据来源：Wind 中大期货研究院

再来看市场最关注的房地产投资这块。房地产投资在今年疫情以来的二三季度成为支撑全年经济企稳回升的重要动力，截止到最新数据，1-11月房地产开发投资累计同比6.8%，房地产的韧性仍较强，11月当月增速为10.9%。房地产1-11月新开工累计同比-2%，11月当月增速为4.1%；销售累计同比1.3%，当月增速为

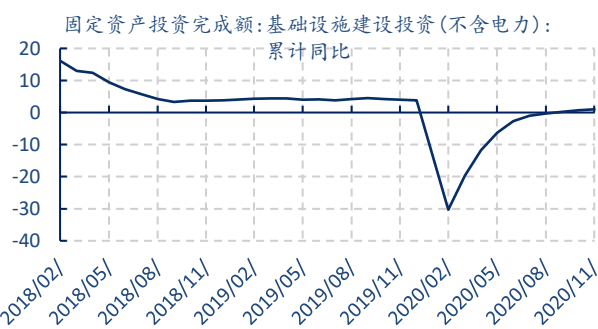
12%，拿地累计同比-5.2%，当月增速跌至-15.2%，在这些指标中，首先，房地产投资已从今年高点的12.7%位置回落至11月的10.9%的位置，预计明年投资将放缓至个位数，原因是，虽然短期来看地产仍有一定韧性，但隐忧渐升：首先，拿地面积增速已连续5个月负增长，这也意味着明年上半年地产投资增速将受到一定的负面影响。地产企业拿地放缓主要和政策调控密切相关，8月份以来，央行和住建部出台了“三道红线”政策以限制开发商融资，其将于2021年1月1日起全行业推行，“三道红线”内容包括：剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1。此外，今年地产回落的速度不快主要还是房贷的支撑，今年房贷增速以及房贷占总贷款的比例已经处于历史高位附近，明年一旦地产调控加大，房贷控制可能会成为重点，包括近期央行已强调要将信贷更多地向实体企业端倾斜。事实上，从年底的中央经济工作会议上，我们看到，“房住不炒”的总基调仍未改变，此外，政府明年的重点是要解决大城市的住房问题，也就是从供应端的扩张上来应对目前的住房难问题，具体的解决方向是在租赁房供应扩大上发力的，主要有三点：一是扩大租赁住房供应，土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划；二是控制租赁住房的成本，比如要降低租赁住房税费负担、对租金水平进行合理调控；三是整顿租赁市场秩序，规范示范行为，这也是对今年下半年租赁市场出的不少负面新闻的回应。明年地产大概率竣工继续维持稳健增长，增速相比于新开工更为稳健可靠，这也意味着明年大宗商品中偏向后端的和消费类相关的品种会强于偏向前端的和投资类相关的品种。总体上，我们认为明年房地产市场稳中有降，全年房地产投资增速或在6%左右。

图 7： 预计 2021 年固定资产投资增速 6.5%：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 8： 预计 2021 年基建投资增速下降至 5%：%

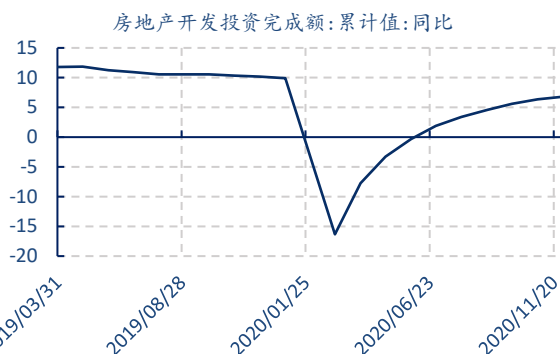


数据来源：Wind 中大期货研究院

我们对于明年的制造业投资恢复表示乐观，从库存位置看，目前的工业企业产成品库存增速位于低位；从“新订单-库存”指标看当前这一指标处于经验高位，即相对于需求来说库存偏低，库存跟不上订单的节奏，这对应着后续继续补库存的需求；再者，从明年海外疫苗落地，以及疫苗落地后的外需回升看，明年至少上半年仍处于典型的补库存阶段。最新数据显示，1-11月制造业投资累计同比-3.5%，降幅收窄1.8个百分点，当月同比12.5%，回升8.8个百分点。民间投资累计增速年内首次实现转正。制造业投资如期加速、弹性偏强，随着地产基建

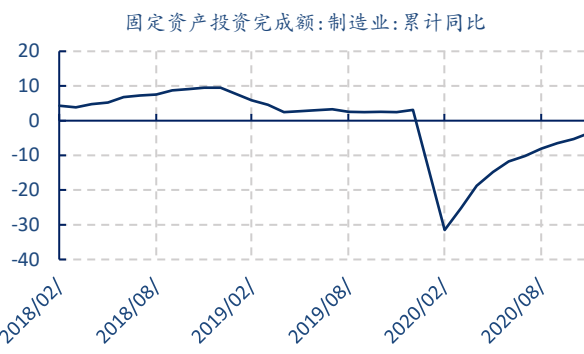
增速放缓，制造业正接棒成为顺周期复苏的重要一环。预计明年制造业有望实现两位数增长。此外，今年制造业中长期贷款持续高增长、下半年盈利快速修复，企业存款不断活化，对于后期制造业投资继续加快形成有利支撑。预计 2021 年制造业投资增速为 8% 左右。

图 9: 预计 2021 年房地产投资增速下移至 6%: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 10: 预计 2021 年制造业增速回升至 8%: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

出口应该是 2020 年拉动经济的三驾马车中非常瞩目的一项。今年 3 月以来，出口表现一直维持强劲态势。疫情对主要发达国家以及发展中国家的工业生产产生了巨大的负面影响，供应端随之大幅缩减。但同时，由于中国这样的制造业大国对于疫情控制得力，出口替代成为了今年中国出口大幅增长的一个重要原因。

从出口替代的品种来看，大致可以分为三类：首先是防疫物资类产品，欧美疫情未得到有效控制反而成为促使防疫物资维持较快增长的重要支撑，包括纺织原料及纺织制品，光学、医疗仪器等；第二，海外一些原本处于制造业产业链上的劳动密集型国家，由于疫情也控制不得当，因此也对中国提高出口份额有利，具体包括玩具、皮革制品、家具、家电等；最后，我们可以看到，虽然到了三季度开始，防疫物资增速开始递减，但出口增速仍能维持两位数的原因是一些中高端制造业的贡献，包括中高端机电、航空器、精密光学仪器等，这一方面和欧美国家疫情控制不得当导致相关中高端制造业开工率低有关，另一方面，近几年中国科技实力的不断提高，此前已经在机电等中高端设备出口上开始扩大自己的份额有关。我们了解到，有相当一部分制造业产品的订单感已经排到了明年一二季度左右。所以，今年外需的旺盛也对不少大宗商品价格的上涨起到了积极的作用。

展望 2021 年的出口，我们仍不悲观，但总出口增速中枢会下移。从需求端看，随着疫苗的出台，加上美国的财政刺激落地，对于明年海外的需求恢复状况较为乐观。但另一方面，随着疫苗的起效，海外居民消费习惯也会发生改变，近两个月厨电、冰箱等产品的出口增速已开始放缓；从供给端看，疫苗落地会对新兴市场的出口产生推动效应，意味着对今年中国部分的替代出口份额有一定的挤压。因此，结合海外供需两端的分析，我们认为出口仍会维持中高速增长，但增速会放缓，预计 2021 年出口维持在 7% 左右的增速。

2. 消费将接棒投资和出口成为 2021 的重要支撑因素

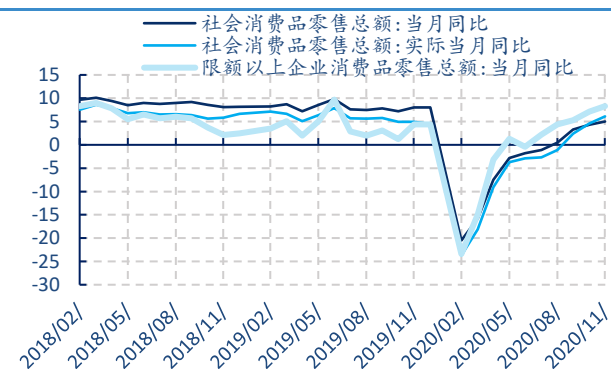
今年疫情以来的消费经历了企稳回升的两个阶段，首先是在二季度随着疫情得到初步控制，复工和出口回升至零增长，必需消费品经历了一轮补偿式消费；第二阶段就是进入三四季度，随着海外需求回升、国内信用扩张释放，耐用消费品（汽车等）进入了快速修复。预计到了明年，随着疫苗的上市，服务业会进入到修复状态中，全球贸易共振和制造业补库存。

11 月社会消费品零售总额当月同比 5%，走高 0.7 个百分点，总体来看，消费继续向好修复，但恢复节奏慢于市场预期。从消费结构可以看出，中低收入群体消费仍相对克制，而高收入群体对应的升级类消费表现亮眼，后者受益于今年股市楼市等资产升值。因此，未来消费端的增长，最根本的就是中央经济工作会议提出的促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕的努力。明年可以期盼的方面是服务类消费的反弹，预计随着疫苗大面积接种后，服务业的约束打开，可能会出现一轮比较集中的补偿性消费，相对应的餐饮、旅游、住宿等会跟上整体消费的复苏节奏。

此外，消费板块中，和大宗商品相关性最高的汽车板块。乘用车已低迷三年，2020 年前 6 个月汽车市场处于负增长状态，进入 7 月份开始汽车市场逐步回暖。根据中国汽车工业协会常务副会长兼秘书长付炳锋的预测：2020 年我国汽车销量有望达到 2500 万辆，同比降幅可能收窄到 2% 以内；2021 年预测汽车总销量 2630 万辆，同比增长 4%；其中乘用车同比增长 7.5%，达 2170 万辆，新能源汽车同比增长 40%，达 180 万辆。

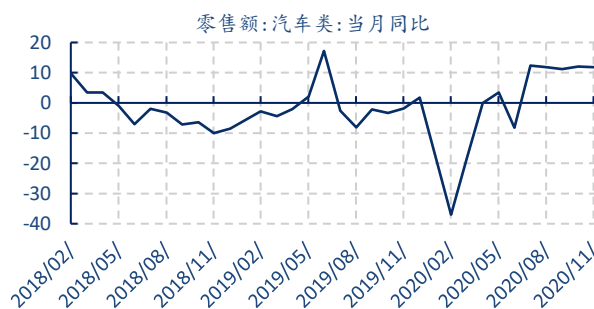
预计明年在服务业和汽车等消费领域的发力下，社会消费品零售总额增速会提高到 15% 左右的增长，消费正接棒投资和出口成为 2021 年经济增长的主要动力。

图 11： 社会消费品零售总额增速回升至 15% 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 12： 汽车销售继续回暖 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

3. 明年通胀将保持温和增长

影响明年通胀的主要因素如下：

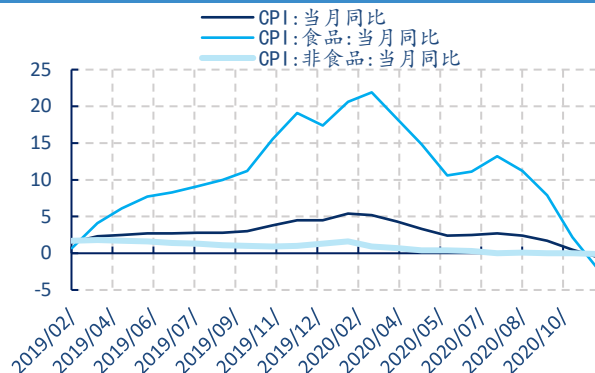
首先，影响通胀最重要的原因之一是原油，在中性情景假设下，明年二季度左右，欧美日等发达国家完成疫苗接种，预计经济脉冲会在三季度左右出现，所以对于原油的中期上行趋势确定性较高。

第二，今年的低基数对明年上半年的 PPI 有较高的推动，本轮大宗商品的底部位于疫情防控最严峻的 3-4 月，因此 PPI 在明年一季度末二季度初会达到高点附近。至于 CPI 方面，随着去年猪周期的开启，生猪补栏的进行，今年猪肉的供需结构已在二季度发生转变，因此对于明年 CPI 的影响，大概率呈现 V 型反转的态势，即 CPI 在一季度末触底然后开始温和反弹。

第三，需要考虑宏观杠杆率对于整体通胀的影响。上文中我们已对明年基建和房地产的增速做了中枢下移的判断，因此整体信用扩张的约束对于通胀有一定的抑制作用。

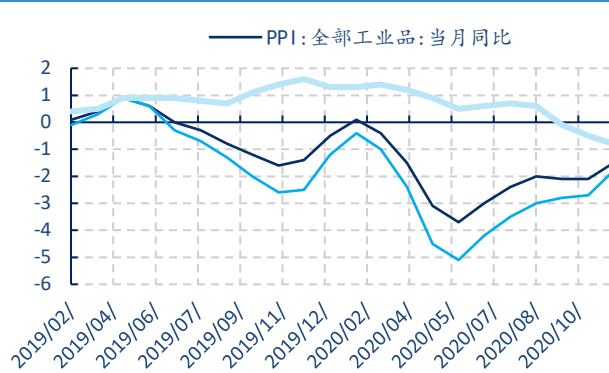
综上，对于明年的通胀预判，我们认为 CPI 维持在 1.0%、PPI 维持 2.0% 左右。

图 13: 预计 2021 年 CPI 为 1.0%: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 14: 预计 2021 年 PPI 为 2.0% 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

二、货币政策和财政政策方面

1. 今年货币政策先松后紧，明年或先紧后松

疫情以来的经济修复离不开信用扩张和货币宽松两方面的强力支持。

从价的角度看，疫情爆发后，银行间流动性大幅宽松，具有代表意义的 7 天期回购利率一度下降了超过 100 个 bp，最低达到过 1.4% 以下。央行也主动将投放的 7D 回购利率下降 20 个 bp 至 2.2%，尽管如此，市场的资金价格还是远低于央行投放的政策利率价格。此外，央行还将一年期 MLF 利率从 3 月份的 3.15% 下降了 20 个 bp 至 2.95%。海外市场更是把货币政策用到极致，美联储一次性将联邦基金利率下降至 0-0.25% 一带。在宽松的货币政策刺激下，市场信心企稳回升。但总的来说，国内央行的货币政策相对更为克制，用央行自己的总结来讲，“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势”，至 5 月起，随着国内

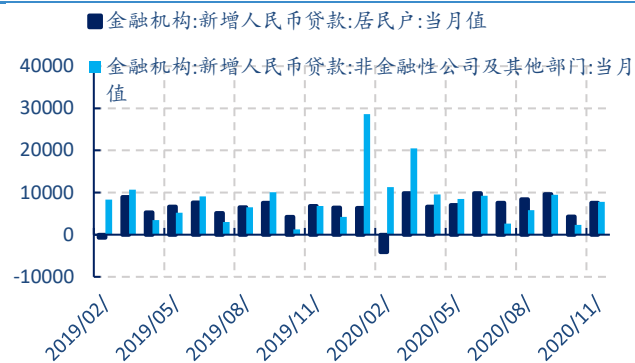
疫情控制得当有效，市场信心恢复，风险偏好直线回升，市场利率也随着经济指标的改善不断攀升。

再从量的角度来分析，相比于货币政策的克制，信用扩张才是此次中国能从疫情中迅速恢复的更为重要的手段。总体来看，央行今年以来已推出涉及 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施，前 10 个月金融部门累计向实体经济让利约 1.25 万亿元。按照央行的预测，2020 年全年人民币贷款将新增 20 万亿元左右，社会融资规模增量超过 30 万亿元。加上上文中我们在基建部分提到的财政政策支持，2020 年财政赤字规模比上年增加 1 万亿元，发行了抗疫特别国债 1 万亿元，安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。在去年财政政策高基数的基础之上，以上三项合计净增加 3.6 万亿元财政支持。此外，还通过减税降费、加大重点领域支出、增强重大项目建设保障支持力度等措施，为经济社会全面恢复发展提供内生动力。

除此之外，我们以社融作为参考指标，疫情以来社融增速从年初不到 11% 的增速，逐步提升至 10 月份 13.7% 的高位。但截止最新的 11 月金融数据公布之后，我们认为信用扩张或已面临拐点附近。新口径下 11 月社会融资规模 21300 亿，社融存量增速从 10 月的 13.7% 微降至 11 月 13.6%。从分项结构来看，政府债券新增 4000 亿，同比多增 2284 亿，国债发行量相比往年仍不少；非标融资下降 2044 亿，同比多减 982 亿，受地产融资政策收紧与年底到期高峰影响，信托贷款创年内最大降幅；企业债券融资 862 亿，同比少增 2468 亿元，主要源于永煤等 3A 级国企信用风险事件对信用债一级市场造成的冲击。因此，明年的信用收缩风险值得关注，原因是一方面政府信用扩张放缓，非常规货币政策面临退出压力。另一方面，永煤违约事件带来的影响不可小觑，借鉴 16 年 2 季度产能过剩行业信用债集中违约之后，企业债融资增速一度从 20% 降至 0，再加上本次违约的主体是国企而非民营企业，考虑到国企信用债规模是民企的 10 倍之多，此次国企信仰刚兑的信仰被打破之后，企业债融资收缩的压力会比以往更大。

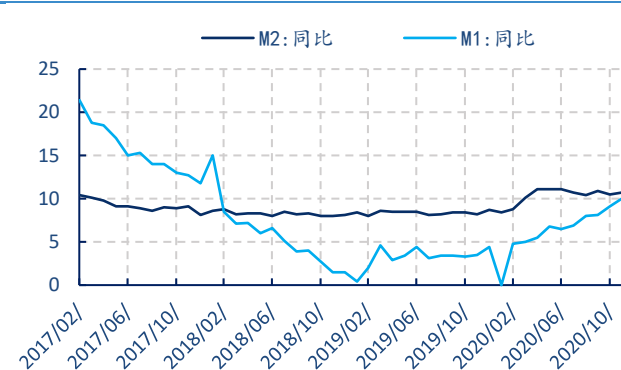
预计 2021 年人民币贷款余额为 12% 左右，社融增速为 11.1% 左右，M2 增速为 8.8% 左右，相较 2020 年分别回落 0.7%、2.3%、1.8%。

图 15: 预计 2021 年信贷增速为 12% 单位: %



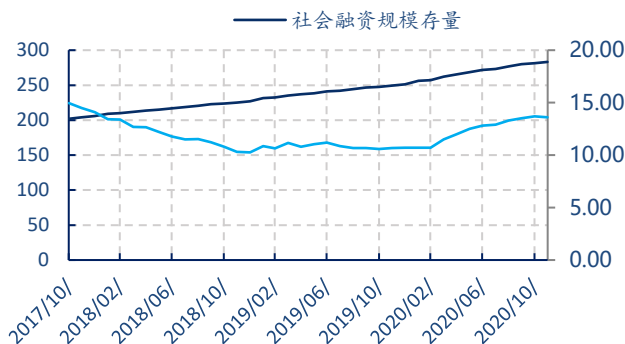
数据来源: Wind 中大期货研究院

图 16: 预计 2021 年 M2 增速为 8.8% 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 17: 预计 2021 年社融增速为 11.1% 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2. 积极的财政政策基调不变，但力度下降

财政政策方面，明年政府逆周期调节的力度会下降。结合前述基建部分的预测，我们预估 2020 年的广义财政空间为 4.75 万亿，包括 3.75 万亿专项债和 1 万亿特别国债。

在此我们主要就 12 月 11 日政治局会议首次提出“需求侧改革”进行分析。会议要求“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。”

我们对此的理解有三点：第一，自 2015 年底供给侧结构性改革推出之后，“三去一降一补”已取得阶段性成就，既然供给侧改革对促进实体经济健康稳定发展具有重要意义，那么接下来中央考虑推出的需求侧改革同样应引起市场足够的重视。

第二个问题就是为什么中央要提出需求侧改革，我们的理解是国内经济从以投资为主的经济体逐步转型为以消费为主的更健康的良性循环的消费为主的经

济体，需要进行需求侧的改革。此前国内的需求侧管理主要是通过居民部门加杠杆买房为主，但负面效应是积累了金融风险且对消费有挤出效应。此外，近几年国家对于需求侧的管理更多的是通过家电、汽车下乡等政策来推动，形式较为单一且一定程度上透支未来的消费。因此需要更加系统性的需求侧改革。

第三个问题是如何进行需求侧改革？我们可以参考11月25日人民日报曾发表的刘鹤副总理《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》一文。其中提到，“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。“再结合中央提出的《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》，我们认为，加快培育完整内需体系，完善扩大内需的政策支撑体系主要是增强消费对经济发展的基础性作用，包括全面促进消费、提升传统消费、培育新型消费、发展服务消费等几方面。此外，为了达到扩大内需这个目的，还应切实做好相关配套工作，包括降低社会租金、推动新型基建建设等。降低社会租金主要指的是降低流通环节的租金，而新型基建建设主要包括5G基站建设、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、工业互联网七大领域。一个很好的案例是，今年疫情以来，新能源汽车的销量一枝独秀，而其销量的增长离不开配套基础设施的发展，根据国家电网有限公司日前发布数据显示，截至今年11月，智慧车联网平台已接入充电桩超过103万个，覆盖全国273个城市。所以，只有新能源汽车充电桩网络的建设密度不断提高，才有助于释放新能源汽车的消费需求。

三、大类资产配置建议

总结下，基于以上宏观基本面的分析，我们认为2021年随着疫苗的落地，经济将逐步修复企稳，货币和财政政策回归常态，预计大类资产波动率降低。

配置上，一季度大宗商品和股指仍将延续目前的领先强势状态，表现好于国债；二季度随着GDP拐点出现，关注股债切换的可能，持续一年的债券熊市或迎来拐点，固收+策略的投资者可积极配置债券类特别是利率类品种。下半年，随着地产增速放缓，大宗商品也可能开始走弱，但结构上或有差异，偏向于后端消费类的商品比如有色、化工等表现或仍不弱，而偏向于前端投资类的商品比如黑色等表现将弱于消费类商品。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，如与中大期货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中大期货公司的立场，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，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼901-910室

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>