

经济实现正增长，内生增长动力加强

——联合宏观信用观察年报（2020 年 12 月）

联合资信宏观研究部

主要经济指标：

（单位：%）

摘要：

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	91.9	98.7	101.6
GDP 增速	6.8	6.0	2.3
规模以上工业增加值增速	6.2	5.7	2.8
服务业增加值增速	8.0	7.2	2.1
固定资产投资完成额增速	5.9	5.4	2.9
社会消费品零售总额增速	9.0	8.0	-3.9
出口增速	7.1	5.0	4.0
进口增速	12.9	1.7	-0.7
CPI 增速	2.1	2.9	2.5
PPI 增速	3.5	-0.3	-1.8
城镇调查失业率	4.9	5.2	5.2
公共财政收入增速	6.2	3.8	-3.9
公共财政支出增速	8.7	8.1	2.8
M2 增速	8.1	8.7	10.1
社融增速	10.3	10.7	13.3
人民币贷款增速	13.2	12.5	13.2

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价；3. 增速均为累计同比增长数，GDP 增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、服务业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，指标值为期末数。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

- 2020 年突如其来的新冠疫情重创全球经济，各国不同程度的封锁措施使经济大幅下滑、失业率飙升，二季度 GDP 跌幅普遍创历史极值，IMF 预测 2020 年全球经济将萎缩 3.5%，2021 年或将实现 5.5% 的正增长。
- 我国经济恢复趋势良好，GDP 达到 101.6 万亿元，历史首次突破百万亿，全年实现 2.3% 的增长，预计是 2020 年全球唯一实现正增长的主要经济体。
- 区域方面，各省经济修复态势与财政收支差异较大。湖北、海南、青海工业修复速度较慢，湖北、天津、黑龙江等省份财政收入降幅较大，政府财政收支压力紧张。
- 行业方面，上游煤炭原油等价格仍处于上升状态，下游房地产、汽车下半年以来销售数据持续向好。
- 2020 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间，通过多项直达工具推动政策的精准滴灌。预计 2021 年宏观政策将保持连续性、稳定性和可持续性，积极的财政政策提质增效、更可持续，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，逆周期政策工具的退出不急转弯，而更加注重节奏与时点。
- 在疫情得到有效控制且经济刺激政策有节奏退出的前提下，预计 2021 年经济将延续向好趋势不变，消费和制造业或将成为 2021 年经济增长的动力引擎，预计 2021 年经济增速或将达到 8.5% 左右，且呈现前高后低的趋势。

风险提示：疫苗推及不及预期，政策退出节奏超预期

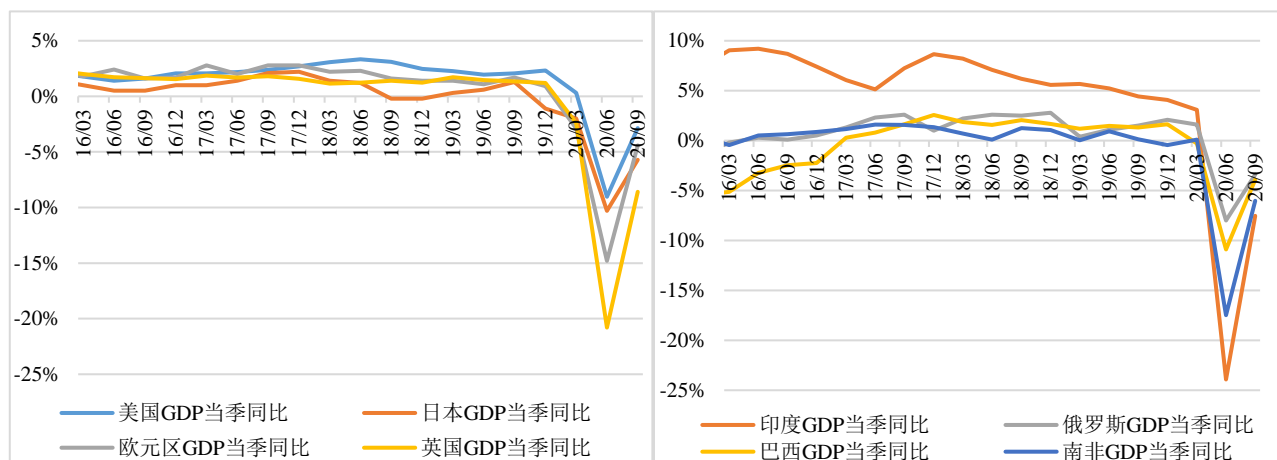
一、2020 年宏观经济运行回顾

1、全球经济负增长

2020 年突如其来的新冠疫情重创全球经济，各国不同程度的封锁措施使经济大幅下滑、失业率飙升，二季度 GDP 跌幅普遍创历史最低值，国际货币基金组织（IMF）2021 年 1 月发布的《全球经济展望》预测，2020 年全球经济将萎缩 3.5%，为上世纪 30 年代大萧条以来最严重的衰退。

疫情对海外经济体的冲击大部分在二季度显现，主要发达经济体美国、欧元区、英国、日本二季度 GDP 均出现不同程度的负增长，三季度开始反弹；从前三季度累计增长看，美国 GDP 同比下降 3.8%，大幅好于欧元区 7.4%、日本 5.9% 以及英国 11.0% 的降幅，主要是由于其他主要发达经济体的刺激政策力度及速度不及美国。新兴经济体中，东南亚新兴经济体疫情虽然不及欧美国家严重，但因为是外向型经济体，与欧美国家经济高度相关，因此除了越南外，经济下滑幅度基本与欧美一致；除中国以外的金砖国家，受疫情影响程度不同，经济集体出现下滑，其中印度经济下滑幅度最大。IMF 预测，2020 年发达经济体同比下降 4.9%，其中美国下降 3.4%，欧元区下降 7.2%，日本下降 5.1%，英国下降 10.0%；新兴经济体下降 2.4%。

图 1:2020 年前 3 季度主要经济体 GDP 增长 (%)



数据来源：美国经济分析局、日本内阁府、欧盟统计局、英国统计局、印度统计局、俄罗斯联邦统计局、巴西国家地理与统计局、南非统计局、Wind，联合资信整理

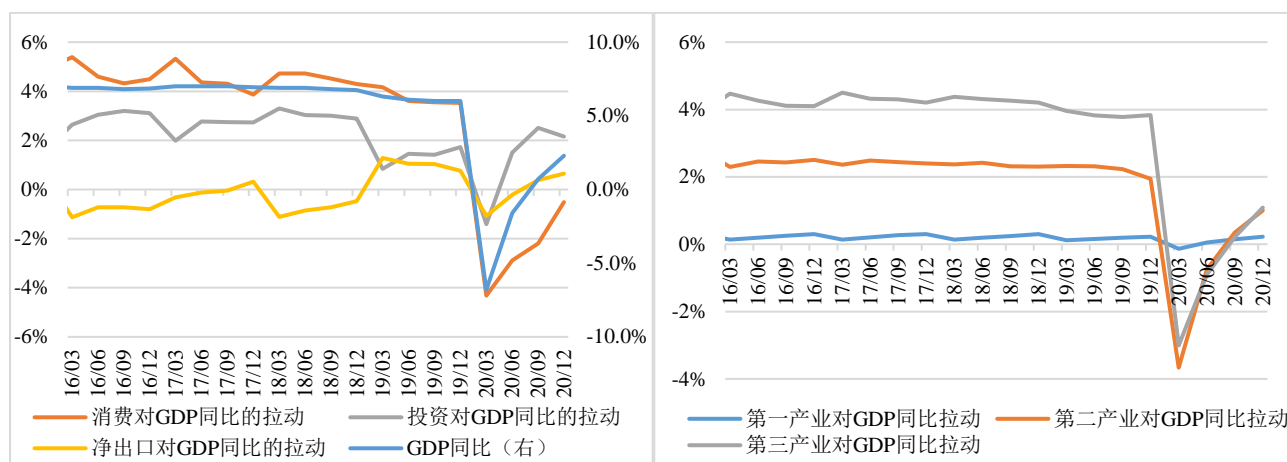
2、经济实现正增长，内生增长动力加强

（1）经济实现正增长，结构逐步优化

2020 年，在面临严峻复杂的国内外环境特别是新冠肺炎疫情严重冲击的背景下，我国 GDP 达到 101.6

万亿元，历史上首次突破 100 万亿，全年实现 2.3%¹ 的增长，经济整体呈现逐季修复的向好态势，预计是 2020 年全球唯一实现正增长的主要经济体。其中，第三产业仍是拉动 GDP 增长的主要因素（贡献度 47.3%），第二产业对于 GDP 增长的贡献度（43.3%）明显上升。从三驾马车看，投资再次成为经济增长的主要驱动力。

图 2：GDP 增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

（2）工业生产逐季回升，服务业稳步恢复

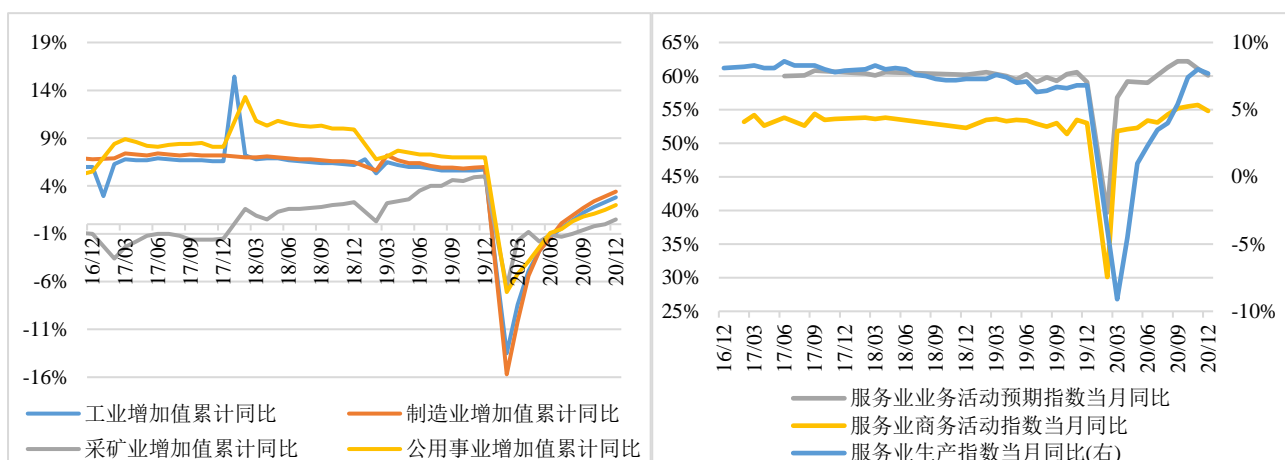
工业生产整体呈现稳步恢复、逐季回升的态势，制造业作为支柱产业对工业的带动作用不断加强。2020 年，我国工业增加值 31.3 万亿元，同比增长 2.4%，规模以上工业增加值同比增长 2.8%，二者增速均较上年腰斩；分季度看呈逐季回升的态势，且四季度已经恢复至正常的增长水平，12 月规模以上工业增加值同比增幅达到 7.3%。分三大门类看，2020 年，制造业增加值同比增长 3.4%，较 2019 年 6.0% 的增速有明显下降，但仍继续发挥支撑工业稳定增长的重要作用，其中高技术制造业和装备制造业增加值分别同比增长 7.1%、6.6%，增速分别较 2019 年下降 1.7 和 0.1 个百分点，成为带动制造业增加值增长的主要力量；另外，采矿业增加值增长 0.5%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值增长 2.0%，分别较 2019 年下降 4.5 和 5 个百分点，降幅明显。

服务业增加值在经历年初的大幅下滑之后，呈现逐季恢复的态势。2020 年服务业增加值 55.4 万亿元，同比增长 2.1%，且增速呈现逐季回升的趋势，已恢复至上年同期水平。从服务业的主要指标看，服务业生产指数、商务活动指数以及活动预期指数同比增速自三季度以来已经逐步恢复至正常水平，但 12 月以来国内疫情区域性的反复对服务业的恢复产生了干扰，三个指数在 12 月均出现不同程度的下降；服务业企业营

¹ 全文提及的 GDP 增速均是指同比实际增速。

业收入同样呈现逐步修复的态势，1-11 月规模以上的服务业企业营业收入累计同比增长 1.6%，虽然已经恢复至正增长，但较正常水平依然有较大的差距。

图 3：工业增加值及服务业指数同比增速

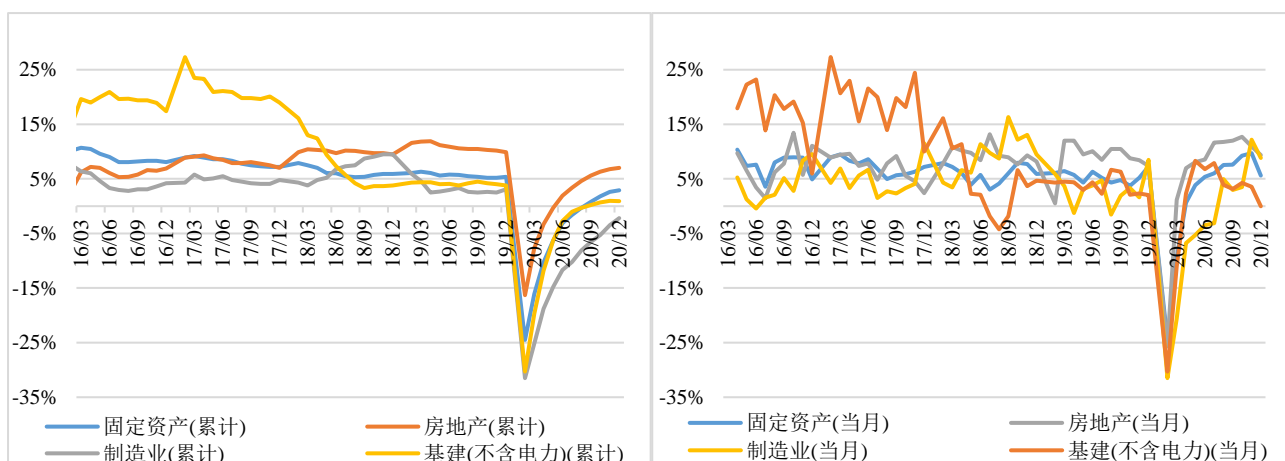


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

（3）投资稳步恢复，呈现“房地产>基建>制造业”的格局

2020 年，我国固定资产投资 51.9 万亿，同比增长 2.9%，增幅较 2019 年下降 2.5 个百分点。受疫情冲击，2020 年 1-2 月全国固定资产投资大幅下降 24.5%，而后降幅逐月收窄并于 9 月转正。从投资结构上看，房地产投资是拉动 2020 年固定投资增速转正的重要力量，呈现“房地产>基建>制造业”的格局。

图 4：固定资产投资增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量。2020 年，我国房地产开发投资 14.1 万亿，同比增长 7.0%，超过固定资产投资整体增速 4.1 个百分点。2020 年房地产投资实现较快的修复速度，主要有三方面原因，一是在流动性整体宽松的环境下，房企融资情况整体较好，全年房企资金来源同比增长 8.1%（2019 年为 7.6%）；二是疫情后前期受到压制的购房需求反弹，叠加信贷政策的宽松，催生了 2020 年房地

产市场销售的阶段性火爆，房企资金周转加快；三是房地产库存处于较低位置，长周期看房企处于主动补库存阶段，同样支撑房地产投资的修复。

图 5：房地产资金来源累计同比增速

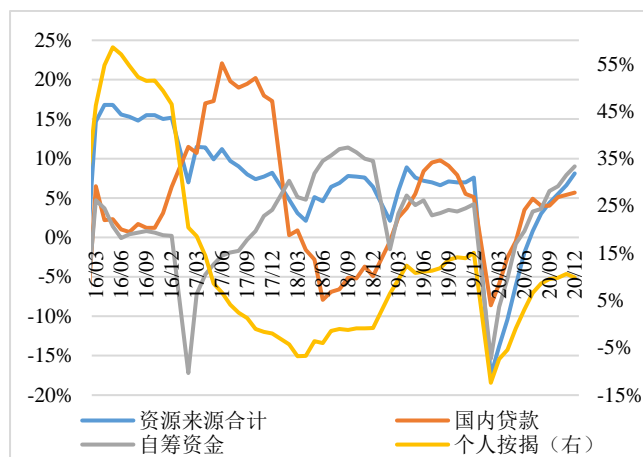
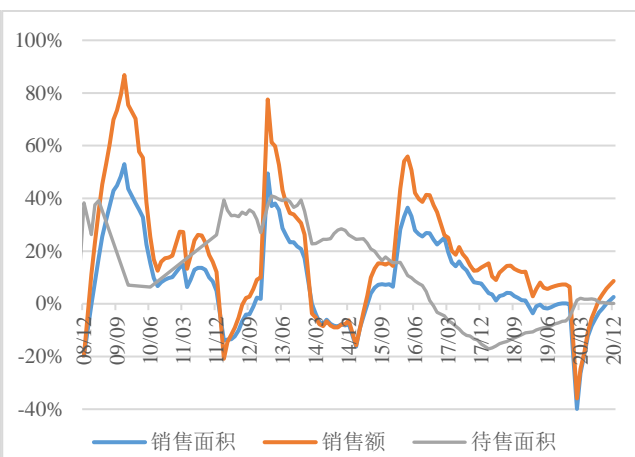


图 6：房地产销售及待售累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

基建投资温和增长。2020年，我国基建投资（不含电力）14.0万亿，同比小幅增长0.9%，这主要有两方面原因：一方面是财政支出投向基建的力度大幅下降，不仅是受财政收入下降的影响，更是由于“保增长、保民生、保稳定”等工作要求财政支出增加；另一方面可能与优质基建项目缺失有关。

制造业投资呈现逐渐修复的趋势，经济内生增长动力不断加强。2020年制造业投资19.4万亿，同比下降2.2%，是三大投资领域中唯一增速尚未转正的。受疫情影响全球需求显著下降，制造业投资经历了深度负增长后缓慢修复，但8月以来制造业修复速度明显上升，且从单月增速看，自8月开始制造业投资增速已经超过了去年同期水平，且在11月超过房地产投资增速。分行业看，2020年医药制造和计算机通讯行业是制造业投资增速修复的两大主要支撑项。

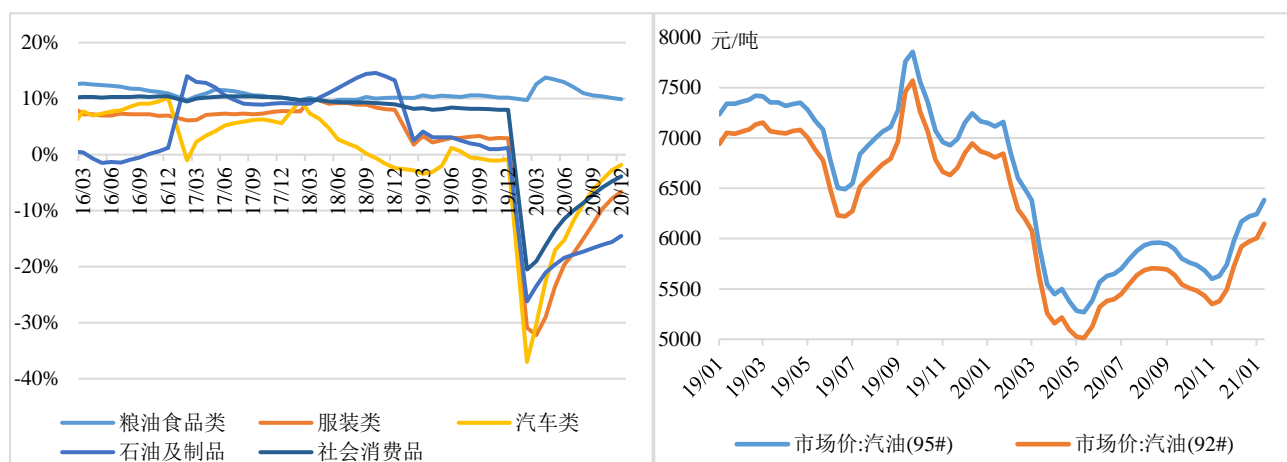
（4）消费尚未恢复至正常水平

2020年我国社会消费品零售总额为39.2万亿元，同比下降3.9%，较2019年8.0%的增幅下降明显，虽逐季修复，但尚未恢复至疫情前水平，呈现需求端修复慢于生产端的特点。拖累2020年消费增速的主要因素有两个：一是疫情防控措施以及消费者对疫情的防范心理导致线下聚集性消费的大幅下滑，2020年餐饮收入累计同比下降16.6%，降幅显著；二是居民收入增速下降且预防性储蓄上升，2020年居民收入实际同比增长2.1%，实际消费支出同比下降4.0%，居民消费支出增速慢于收入增速，与疫情后居民预防性储蓄上升的特征相一致。12月社会消费品零售总额当月同比增速较11月下降0.4个百分点至4.6%，显示了国内疫情散点式的爆发对消费修复产生的抑制作用。

受疫情影响，居家消费需求明显增长，网上消费规模快速增长。2020年，全国网上零售额同比增长10.9%，

其中，实物商品网上零售额增长 14.8%，明显好于社会消费品零售总额负增长的情况；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.9%，占比较 2019 年进一步上升。分行业看，粮油食品等生活必需品在疫情冲击下消费增速有所增长后逐步下降至正常水平，全年增长 9.9%，增幅与 2019 年变动不大，显示了疫情初期居民出于恐慌心理而大量囤积生活必需品；汽车消费在消费政策的支持下快速恢复，全年仅下降 1.8%（2019 年为-0.8%），与其他类消费品相比降幅较小；石油及相关制品的消费全年同比下降 14.5%，并未随着汽车消费的修复而快速回升，一方面是由于汽车销售端的刺激政策集中在新能源汽车，对石油制品的消费需求下降，另一方面与疫情期间油价下降有关。

图 7：社会零售总额累计同比增速

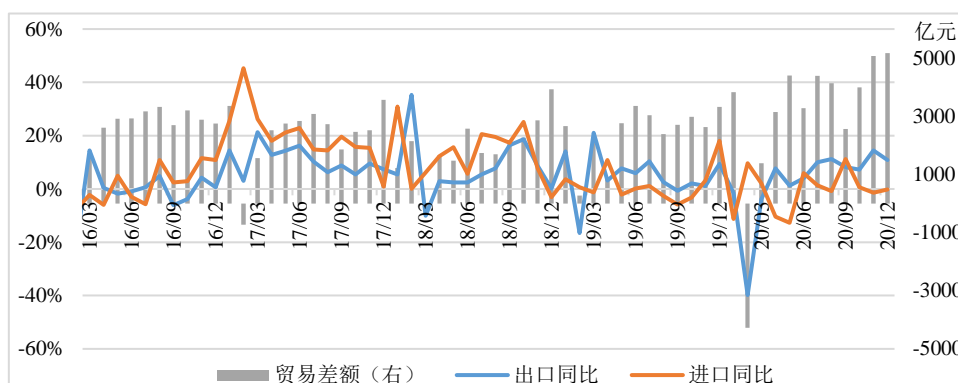


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

（5）外贸好于预期，出口总值创历史新高

2020 年世界经济增长和全球贸易遭受严重冲击，在外需大幅下降的背景下，我国外贸出口明显好于预期值。2020 年全年出口总额 17.9 万亿，较 2019 年增长 4.0%；进口总额 14.2 万亿，较 2019 年下降 0.7%；全年实现贸易顺差 3.7 万亿（2019 年为 2.9 万亿）。分月份看，出口从 2020 年 6 月起连续 7 个月实现正增长，全年出口总值创历史新高，国际市场份额也创历史最好纪录，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。12 月出口增速下降 3.6 个百分点至 10.9%，主要是受海外疫情影响，需求下降；进口增速降幅收窄 1.2 个百分点至 -0.2%，二极管和铜矿砂进口增速大幅上升是进口降幅收窄主要因素。2020 年面对疫情的冲击，我国外贸出口依然实现正增长，主要有两方面原因：一方面是防疫物资和手机、电脑等“宅经济”需求上升，疫情期间，海外国家对防疫物资和“宅经济”产品的需求大增，二者共同拉动整体出口增长 3.2 个百分点；另一方面是出口替代效应，受疫情影响，全球主要经济体的生产均受到影响，我国工业生产率先恢复且门类齐全，成为全球需求的主要供应源。

图 8：进出口累计同比增速



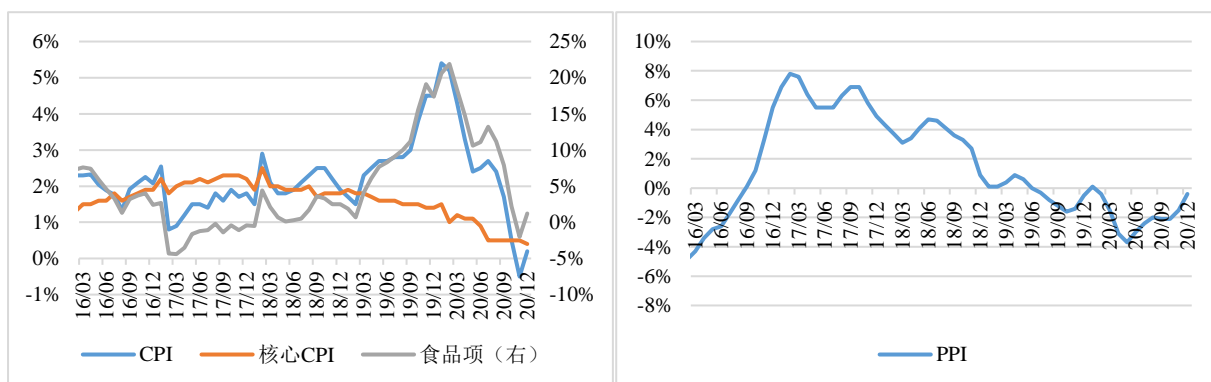
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

（6）CPI 高点回落，PPI 企稳回升

CPI 月度同比前高后低。2020 年，CPI 上涨 2.5%，涨幅比上年回落 0.4 个百分点；其中食品价格上涨 10.6%，影响 CPI 上涨约 2.2 个百分点，是推动 CPI 上涨的主要因素。食品中，在非洲猪瘟疫情、周期性因素等共同作用下，猪肉价格上涨 49.7%，影响 CPI 上涨约 1.6 个百分点，是 CPI 上升的主要原因。随着疫情防控形势持续向好，生猪产能不断恢复，CPI 涨幅逐步回落。12 月，受低温天气、需求增加及成本上升等因素影响，CPI 同比增长 0.2%（11 月为下降 0.5%）。

PPI 整体先降后升。2020 年，PPI 下降 1.8%，降幅比上年扩大 1.5 个百分点。石油、钢材和煤炭等相关行业价格下降，是影响 PPI 下降的主要因素。2020 年，受国际原油价格震荡下跌叠加疫情等因素影响，国内石油相关行业价格总体下行。石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业等石油相关行业价格全年平均降幅在 5.9%-27.4%之间，合计影响 PPI 下降约 1.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭合计影响 PPI 下降约 0.3 个百分点。12 月份，PPI 同比下降 0.4%，降幅比 5 月份的最低点收窄了 3.3 个百分点。

图 9：国内价格指数同比增速

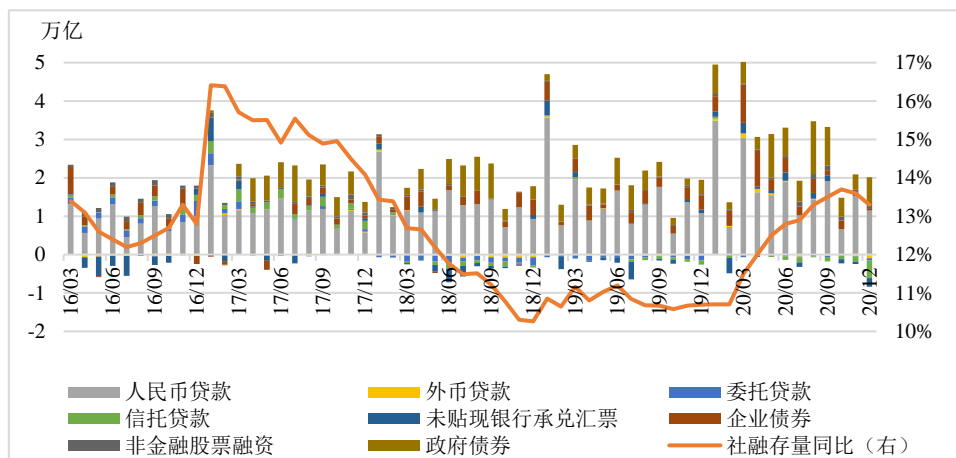


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

(7) 社融增量逐季下降，货币政策边际收紧

2020 年为了对冲疫情的冲击，我国实施稳健的货币政策，全年看，社融累计增量为 34.9 万亿，比上年增加 9.3 万亿元；社会融资规模存量同比增长 13.3%，比上年末高 2.6 个百分点。从社融构成看，政府债券和信贷是支撑 2020 年社融多增的主要因素。具体看，2020 年累计新增人民币贷款 20.0 万亿，完成年初的信贷目标，占全部新增社融的 57%，较上年下降 9 个百分点；新增政府债券 8.3 万亿，占全部新增社融的 24%，较上年上升 6 个百分点。分季看，社融增量呈逐季下降的趋势。12 月新增社融 1.7 万亿，同比减少 4821 亿元，社融增速较上月下降 0.3 个百分点至 13.3%，主要是由于监管要求“2020 年融资类信托规模同比压降 20%”以及表外转表内导致信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 4629 亿元和 2216 亿元。

图 10：新增社融构成及同比增速



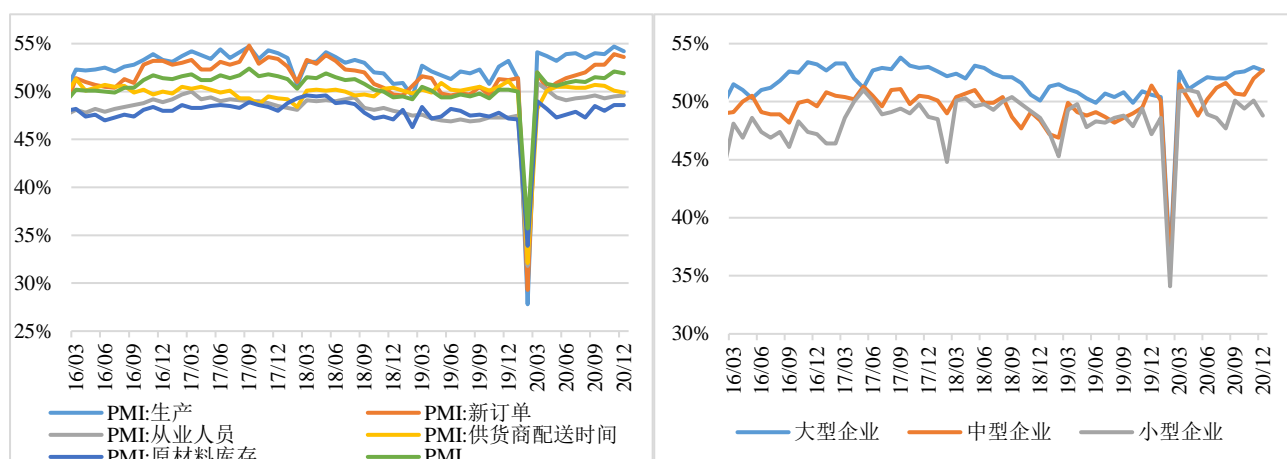
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

(8) 制造业稳步恢复，产需不平衡逐步收敛

2020 年，我国制造业采购经理指数（制造业 PMI）经历了 2 月断崖式下降、3 月“V”形反转后一直处于扩张区间，四季度制造业复苏步伐有所加快。整体看，2020 年以来制造业呈现生产修复快于需求的特点，该趋势自三季度以来逐步收窄；分企业类型看，疫情对小型企业的冲击远大于大中型企业。12 月，制造业 PMI 为 51.9%，虽略有回落，但连续 10 个月保持在荣枯线以上，制造业总体保持稳步恢复的良好势头。

2020 年，我国非制造业商务活动指数自 3 月以来一直处于荣枯线上，其中建筑业商务活动指数受益于房地产和基建投资的带动，快速回升至 60% 上下；服务业商务活动指数也保持较高的景气水平，其中服务业业务活动预期指数自 7 月以来一直位于 60% 以上，表明多数服务业企业对市场稳定恢复持续看好。12 月，非制造业商务活动指数较 11 月下降 0.7 个百分点至 55.7%，但依然位于近 8 年来同期最高值，主要受疫情导致服务业 PMI 下行影响。

图 11：PMI 指数

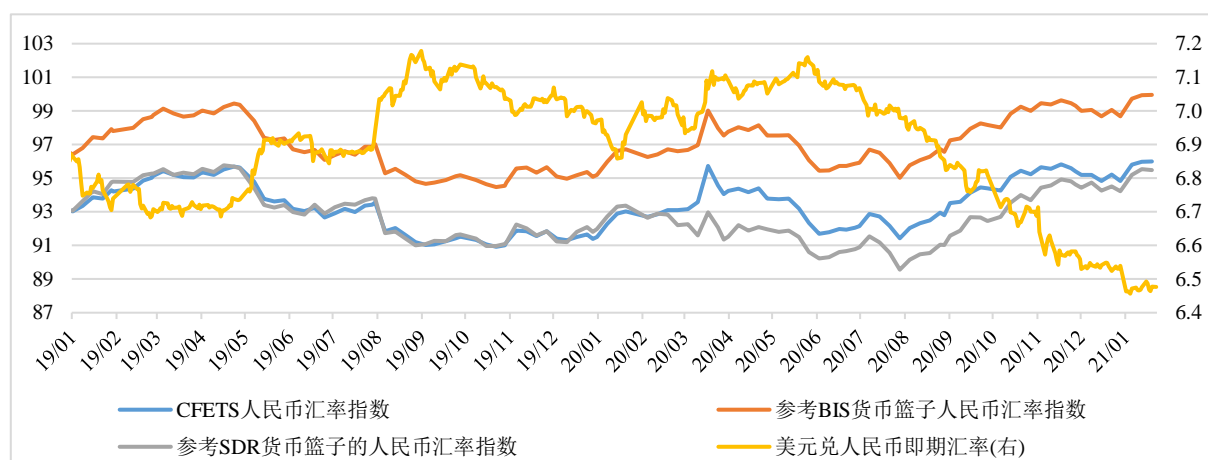


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

(9) 估值因素推动外汇储备增加，人民币兑美元继续升值

截至 2020 年末，我国外汇储备规模为 3.2 万亿美元，较 2019 年末增加 1086 亿美元；较 11 月末上升 380 亿美元，外汇储备波动主要是受汇率折算和资产价格变化估值因素的影响。自 2020 年 6 月开始，人民币兑美元进入升值通道。截至 2020 年末，美元兑人民币即期汇率收报 6.5398，相对 2019 年末升值 6.9%。6 月以来的人民币兑美元升值的因素主要有两方面，一是中美经济修复差异，疫情后我国率先修复，2020 年成为全球唯一实现正增长的主要经济体，而美国经济修复缓慢，尚处于深度负增长区间；二是中美货币政策差异，为对冲疫情的冲击，美国实施了量化宽松政策，与之相比，我国的货币政策更为收敛，且可能是最早退出宽松货币政策的经济体。2020 年参考 BIS、SDR 货币篮子以及 CFETS 人民币汇率指数均同步升值，我国经济领先其他经济体支撑人民币的升值。

图 12：人民币汇率

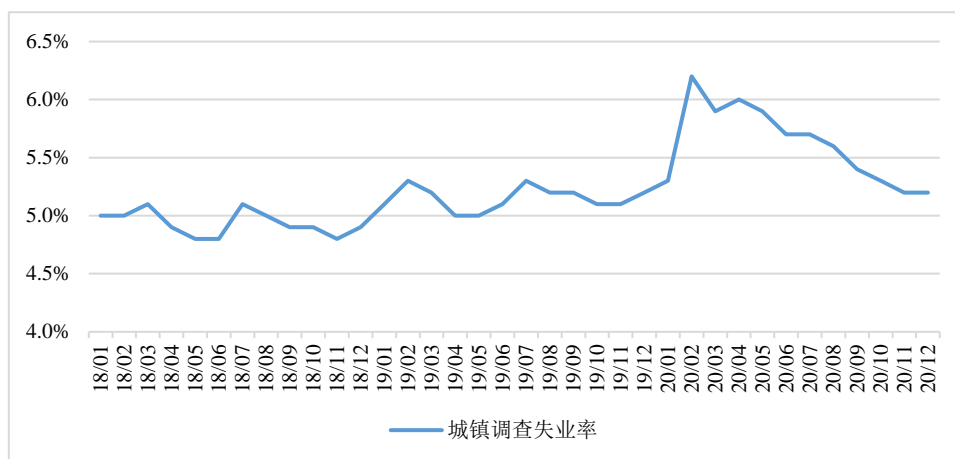


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

(10) 就业形势整体改善

2020 年初，我国在新冠肺炎疫情冲击下，就业市场受到明显影响，随着经济社会秩序持续恢复，各项稳就业政策落地见效，就业形势逐步回稳向好，且结构性问题也得到了改善。2020 年 2 月经济活动受到限制，企业停工停产较多，全国城镇调查失业率升至 6.2% 的年内高点。随着疫情防控取得积极成效，复工复产持续推进，经济逐季修复，就业形势整体改善，失业率逐步走低，2020 年 12 月失业率降至 5.2%，与 2019 年同期持平。

图 13：就业形势改善



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

二、区域和行业运行特征

2020 年，各省经济发展差异较大，财政收支压力突出。**GDP 增速方面**，2020 年，除湖北（-5.0%）外，其余省份均实现 GDP 增长，但内蒙古（0.2%）、辽宁（0.6%）等东北省份增速较小；西藏（7.8%）仍保持较快增长，贵州（4.5%）、云南（4.0%）增速依旧位列全国前列。**工业增加值方面**，2020 年，除湖北（-6.10%）、海南（-4.50%）、青海（-0.20%）工业增加值累计同比仍为负值外，其余省份均呈同比增长态势。其中湖北为新冠疫情国内首发地，导致全省复产复工程度远落后于国内其他省份；海南或因建筑施工投资降幅大导致水泥等主要工业产品产量下挫程度深，使得上述两省份工业修复速度远远落后于全国平均水平（2.80%）。**CPI 方面**，2020 年，青海、新疆 CPI 累计同比增速较低，为 1.50%；云南、四川 CPI 累计同比较高，超过 3.0%。**财政收入方面**，由于部分省份尚未披露 12 月财政数据，因此暂用前 11 月数据初步概览各省 2020 年财政收入变化情况，2020 年 1-11 月，18 个省份财政收入呈累计同比下降态势，其中降幅较大的省份主要集中于湖北、天津、黑龙江等省份，一方面受疫情影响较大，另一方面上述省份也受到经济活跃度下降、产业转型期、人口结构变化等外部因素的影响。**财政支出方面**，2020 年 1-11 月，全国财政支出平均累计同比增速为 0.70%，较上年支出总量基本持平，大部分省份增幅较小，河北、海南等省份累计同比增幅超过 6%，天津、湖南、贵州等省份财政支出同比下降，可以看出，大部分省份在疫情防控的紧张环境下，更注重支出

效率的提升与支出结构的调整，而未因疫情导致支出大面积提升。

表 1：2020 年 12 月区域部分宏观数据（单位：%）

省份	GDP	工业增加值		CPI		PPI	财政收入 (前 11 月)	财政支出 (前 11 月)
	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	累计同比
全国	2.3	7.30	2.80	0.20	2.50	-0.40	-5.30	0.70
北京	1.2	13.30	2.30	0.20	1.70	-1.00	-7.60	-4.08
天津	1.5	5.70	1.60	-0.20	2.00	-1.60	-15.40	-7.47
河北	3.9	11.10	4.70	-0.20	2.10	2.60	0.30	7.93
山西	3.6	13.40	5.70	1.10	2.90	2.60	-7.80	6.05
内蒙古	0.2	9.70	0.70	0.40	1.90	2.40	-4.70	4.45
辽宁	0.6	8.10	1.80	0.50	2.40	-1.30	-1.50	5.36
吉林	2.4	7.90	6.90	0.40	2.30	-0.40	-4.50	1.29
黑龙江	1.0	10.10	3.30	0.60	2.30	-5.60	-11.00	4.69
上海	1.7	13.80	1.70	0.10	1.70	-1.60	-1.50	-7.90
江苏	3.7	12.70	6.10	0.50	2.50	-0.70	3.30	6.46
浙江	3.6	10.20	5.40	1.00	2.30	-1.70	2.80	1.64
安徽	3.9	12.00	6.00	0.40	2.70	0.80	--	0.61
福建	3.3	3.20	2.00	-0.10	2.20	-1.40	0.80	-2.68
江西	3.8	9.30	4.60	0.80	2.60	1.20	0.80	4.33
山东	3.6	9.20	5.00	0.00	2.80	0.00	0.90	0.12
河南	1.3	2.80	0.40	0.80	2.80	0.20	2.60	0.70
湖北	-5.0	7.90	-6.10	-0.20	2.70	-0.40	-25.82	2.32
湖南	3.8	8.40	4.80	0.10	2.30	0.50	-1.20	-7.84
广东	2.3	8.50	1.50	-0.20	2.60	-1.20	1.90	1.37
广西	3.7	7.30	1.20	0.30	2.80	0.50	2.80	6.30
海南	3.5	2.70	-4.50	-1.60	2.30	-4.90	-7.50	7.36
重庆	3.9	8.70	5.80	-0.50	2.30	-0.10	-3.70	-3.01
四川	3.8	8.60	4.50	-0.20	3.20	0.00	4.20	4.55
贵州	4.5	12.10	5.00	-0.40	2.60	0.00	-2.50	-7.19
云南	4.0	-5.80	2.40	0.20	3.60	1.40	2.90	1.08
西藏	7.8	15.10	9.60	1.20	2.20	-0.40	-3.30	-2.73
陕西	2.2	0.90	1.00	0.70	2.50	-2.10	-5.80	0.33
甘肃	3.9	5.10	6.50	0.80	2.00	-4.00	1.20	1.66
青海	1.5	-7.60	-0.20	1.00	2.60	-0.90	5.50	2.30
宁夏	3.9	2.60	4.30	0.50	1.50	1.90	-5.20	2.39
新疆	3.4	8.70	6.90	0.70	1.50	-6.20	-7.90	5.20

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2020 年，煤炭、钢铁修复态势良好，地产、汽车等销售情况转好。上游行业方面，2020 年，煤炭产量同比增长 2.6%，价格同比增长 9.2%，受 12 月以来极寒天气影响，用电量需求提升，部分地区煤炭供需偏

紧，库存持续下降，推动 12 月煤炭价格提升；原油方面，美国原油库存同比上升 6.4%，布伦特原油期货同比下降 22.9%，环比增长 14.2%，油价持续在回升通道；钢铁产量同比增长 10.0%，重点钢企库存及价格均呈继续增长态势，由于库存增幅较大，预期后期钢材价格将有所回落。12 月，水泥价格同比下降 6.6%。**下游行业方面**，2020 年，房地产竣工面积同比下降 4.9%，12 月百城住宅价格维持同比增长 3.5% 的水平（11 月同比 3.34%），房地产销售面积和销售额环比分别实现快速增长，房企促销力度较强，通过销售回款保证资金的快速回笼；汽车产量同比下降 1.4%，但受益国内市场需求持续恢复，叠加地方刺激政策年底到期，12 月汽车销量同比增长 6.4%，年底汽车交易市场较为乐观。

表 2：12 月主要行业运行数据（单位：%）

行业	累计同比		库存			价格指数		
			指标名称	同比	环比	指标名称	同比	环比
房地产	竣工面积	-4.9	累计待售面积	0.1	1.14	百城住宅	3.5	0.3
原油	表观消费量	--	美国原油库存	6.4	-0.88	布伦特原油期货	-22.9	14.2
水泥		2.0	--	--	--	--	-6.6	1.0
钢材	产量	10.0	重点企业库存	21.9	2.19	--	13.2	7.5
煤炭		2.6	炼焦煤库存	-54.7	-16.62	--	9.2	6.1
汽车		-1.4	汽车库存	-5.8	0.20	--	--	--

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

三、2020 年宏观政策聚焦

1、2020 年宏观政策回顾

2020 年，面对新冠疫情对中国经济社会的负面影响，宏观政策发挥了逆周期调节、托底经济、稳定社会的重大作用。

财政政策方面，2020 年，为应对疫情导致的财政收入下滑，收支矛盾突出，积极的财政政策发挥了更加积极有为的财政效力，制定出台了扩大财政赤字、发行抗疫特别国债、新增地方政府专项债券等一揽子政策举措。具体看，**政府债方面**，将赤字率提高到 3.6% 以上，发行 1 万亿元抗疫特别国债，增加 1.6 万亿元地方政府专项债券，积极扩大有效投资。**税费方面**，强化减税降费阶段性政策，重点减轻中小微企业、个体工商户和困难行业企业税费负担，预计全年新增减负超过 2.5 万亿元，同时，对于环保等领域予以支持，包括延长新能源汽车购置补贴政策实施期限、完善可再生能源发电补贴政策等。**支出方面**，设立了财政资金直达机制，推动资金快速精准投放到终端，省级财政既当好“过路财神”又不当“甩手掌柜”，提高资金下达市县基层的效率，同时，为继续贯彻扶贫、涉农、环保等政策，资金向受疫情影响较重地区、挂牌督战地区、涉农及环保生态区等倾斜。

货币政策方面，2020 年，货币政策坚持**总量政策适度、降低融资成本、支持实体经济**三大政策取向。面对疫情的严重冲击，人民银行继续实施稳健的货币政策。央行资产负债表的规模基本保持稳定。在此基础上，货币政策灵活适度、精准导向，比较好地对冲了疫情以来宏观形势的高度不确定性，金融运行保持基本平稳。具体看，**货币信贷方面**，2020 年，人民银行通过三次降低存款准备金率²，为实体经济提供了 1.75 万亿元长期流动性，累计推出 9 万多亿元的货币政策支持措施。**结构优化方面**，加大对实体经济重点领域的精准支持力度，2020 年，制造业中长期贷款余额增长 35.2%，增速比上年提高 20.3 个百分点；重点推出普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达实体经济的货币政策工具，设立 3000 亿抗疫保供专项再贷款、5000 亿元复工复产再贷款再贴现和增加 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度等金融支持抗疫举措，带动普惠小微贷款增长 30.3%，比上年高 7.2 个百分点。**利率市场化方面**，通过 MLF 操作，引导 LPR 下行³，推进并完成存量浮动利率贷款定价基准转换，2020 年末，全国企业贷款加权平均利率为 4.61%，比上年末下降了 0.51 个百分点。**防范化解金融风险方面**，实现 P2P 平台的“清零”，影子银行规模的缩减，同业关联嵌套的减少。**汇率方面**，2020 年，人民币对美元汇率波动，全年人民币对美元汇率均值为 6.90 元，和 2019 年均值持平，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国的对外贸易和经济基本面相符。

2、2021 年宏观政策前瞻

随着我国疫情防控进入常态化，经济运行趋向常态，根据中央经济工作会议部署，**2021 年，是“十四五”规划开局之年，我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，以扩大内需为战略基点，推进高质量发展。**

（1）积极的财政政策提质增效，更可持续

2021 年，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，相较于 2020 年初“更加积极有为”而言，本次会议转变为“**更可持续**”的表述，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。而“**提质增效**”则强调两点，一方面将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面，是强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目

² 2020 年中国人民银行三次下调存款准备金分别为：1 月 6 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）；3 月 16 日，对普惠金融领域贷款占比考核达标银行给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠；4 月 3 日，下调农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率 1 个百分点。

³ 其中 1 年期 LPR 下降 30 个百分点至 3.85%，5 年期以上 LPR 下降 15 个百分点至 4.65%。

的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**总体看**，意味着 2021 年的财政政策会继续应对疫情的冲击而保持较高的水平，但相较于 2020 年，财政政策在边际上同样会有所收紧，同时从支持方向看，会由 2020 年的“支持基层保工资、保运转、保基本民生”转向“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”，短期刺激经济的项目支出将会大大减少。

（2）稳健的货币政策灵活精准、合理适度

2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性，实施稳健的货币政策灵活精准、合理适度，强调政策不急转弯，意味着 2021 年宏观政策会边际收紧。**在总量方面**，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕的同时，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。**在结构方面**，发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施 2020 年针对小微企业的两项直达实体经济工具，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。健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系等，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动建设碳排放权交易市场为排碳合理定价。**利率方面**，完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，健全利率走廊机制，推动货币市场基准利率改革，引导市场利率围绕央行政策利率中枢运行。**汇率方面**，统筹推进金融业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。同时，构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险防控体系。

四、2021 年宏观经济预测

随着疫情的好转以及各国的刺激政策，经济不断修复，IMF 最新发布的报告中预测 2021 年全球经济增长 5.5%。具体看，美国经济增长 5.1%，欧元区经济增长 4.2%，英国增长 4.5%，日本经济增长 3.1%，新兴市场和发展中经济体经济增长 6.3%。

2020 年中国经济逐季向好的态势将延续至 2021 年，且经济结构或将进一步优化。具体看，2021 年随着我国经济的逐步修复，就业压力下降，居民收入增速逐步上升，对消费的抑制作用减弱，消费将继续上升，对经济的拉动作用进一步提升；投资方面，结构将会改善，制造业投资的动力不断加强，或将成为固定投资的主要支撑因素；出口方面，随着全球经济的恢复，海外需求上升，我国出口预计将继续维持高速增长，但同时由于国内需求市场的恢复，进口大概率扩大。整体看，消费和制造业或将成为 2021 年经济增长的动力引擎，预计 2021 年经济增速或将达到 8.5% 左右，且呈现前高后低的趋势。

1、固定资产投资结构进一步优化

2021 年，制造业投资将延续 8 月以来稳步修复的趋势，房地产受限于融资端和销售端房地产贷款的限
制、基建投资由于财政力度减弱，增长动力均逐步走弱，固定资产投资结构将逐步改善。

（1）房地产投资增速大概率放缓

作为固定资产投资的主要支柱，2021 年房地产投资将面临回落压力，但预计整体较为温和，不会出现
骤降的现象。原因如下：第一，从房地产融资角度看，2021 年 1 月 1 日开始实施的“三道红线”，对房企带
来较大的融资压力，同时 2021 年稳杠杆政策下社融增速回落是大概率事件，融资环境的收紧也将对房企融
资产生较大的压力；第二，从房地产需求端也将受到限制，央行、银保监会联合发布《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》，首次明确指出对于 2021 年个人住房贷款占比和房地产贷款占比
不得超过规定上限，会在一定程度上抑制购房行为；第三，2020 年房地产投资增速快速修复，部分是由于
土地购置费分期支付效应的支撑，而自 2020 年 9 月以来，房企拿地热情下降，土地购置面积增速转为下降，
2021 年土地购置费对房地产投资增速的支持力度也将下降。综上分析，受限于融资端和销售端资金来源的
压力，2021 年房地产投资将会面临下行压力，但整体幅度可能较为温和：一方面出于稳定经济和金融市场
的需求，房地产市场不会出现大幅度的波动；另一方面新开工和竣工面积差额位于历史高值，房企面临较大
的交房压力，可能会加快施工进度，对房地产投资形成支撑。

（2）基建或将保持低速增长趋势

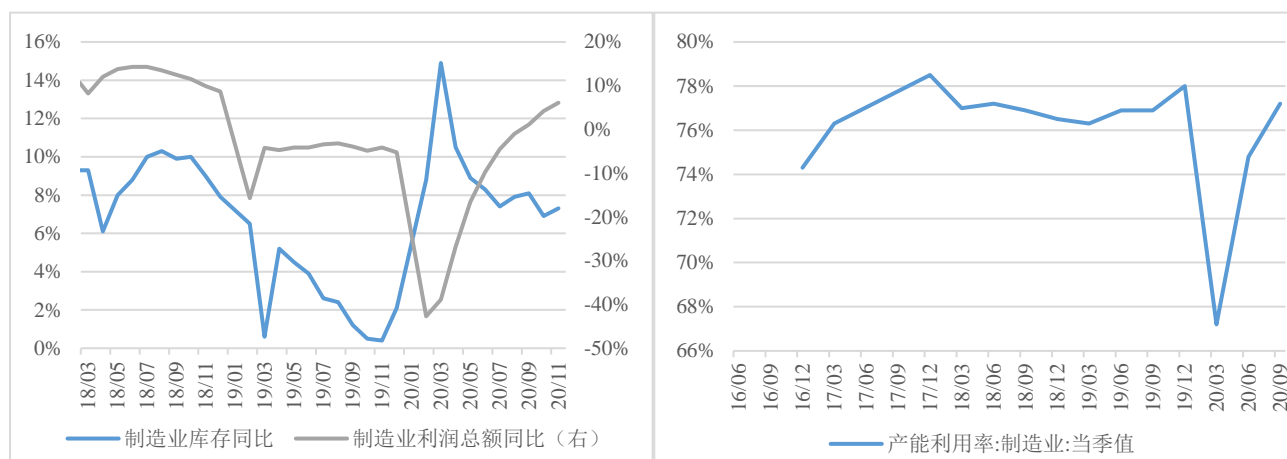
2021 年预计在财政政策力度减小、经济增长内生动力加强的情况下，基建投资或将保持低速增长的趋
势。第一，财政政策的力度将会减弱，2021 年稳杠杆政策下，预计财政赤字率或将由 3.6% 回归 3% 左右，
同时地方政府专项债规模将同步下降；第二，城投等融资难度上升，2021 年是资管新规过渡期的最后一年，
非标资产的压降压力较大，叠加 2020 年信用市场的违约事件对融资造成的影响，城投等融资平台的融资难
度或将上升；第三，2021 年我国经济内生增长动力不断加强，基建作为经济托底手段，再次进行大幅度刺
激的必要性下降。但由于 2021 年地方财政收入好转、对财政支出的制约减弱，基建增速也不会大幅下跌，
预计将会保持低速增长趋势。

（3）制造业投资动力加强

制造业作为顺周期的行业，预计 2021 年在需求、盈利以及政策三大因素的支撑下将延续 2020 年二季
度以来的向好态势。第一，需求扩大：随着全球经济的修复，国内外需求进一步扩大；第二，企业盈利能力
不断修复：2020 年 1-11 月，制造业企业利润总额累计同比增长 6.1%，已经超过 2019 年盈利水平，而 2021

年随着工业生产者出厂价格的上升，企业的盈利能力将进一步提升，从而带动企业的投资热情；第三，政策支持：2020 年经济工作会议强调“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”，并列为重点工作内容。上述三大因素将共同推升制造业企业扩大供给力度。在产能利用率已经达到历史水平的情况下，扩大生产主要通过扩大投资来实现，制造业投资动力加强，支撑 2021 年制造业投资的继续修复。

图 14：制造业利润、库存以及产能利用率情况



数据来源：统计局、Wind，联合资信整理

2、在基数效应下消费会有明显增长

2021 年消费预计将继续修复，且受基数影响，在一季度或将实现较高增速。影响 2021 年消费的主要因素包括：第一，2021 年随着经济的继续修复，就业形势整体改善，居民收入增速逐步上升，消费能力上升，带动消费进一步修复；第二，随着疫苗的普及，旅游、休闲娱乐等线下服务业消费修复斜率或将超过 2020 年下半年，从而带动消费增速的回升；第三，政策方面大力推动扩大消费，2020 年中央经济会议强调要“注重需求侧管理”，2020 年 11 月国常会议强调要扩大汽车消费，鼓励各地优化限购措施，汽车消费在 2021 年或将成为消费政策主要发力点，带动整体消费的回升。综合分析认为，在低基数的基础之上，2021 年消费增速将会有大幅增长。但剔除基数效应后，消费预计仍显疲弱，一方面居民收入增速尚未完全恢复至疫情前的水平，另一方面疫情过后居民储蓄意愿上升，消费支出占比或将下降，且依然存在海外疫情输入的压力。

3、2021 年出口有望继续保持高增长

预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，整体节奏是前高后低。第一，2021 年外需回暖成为影响出口的核心因素。OECD 综合领先指标与我国出口同比增速走势高度一致，而 OECD 综合领先指标目前仍处长期趋势的基准线 100 以下，表明外需仍有提升空间。IMF 预计 2021 年全球贸易额有望增长 8.1%，较 2020 年大幅增长。第二，2020 年大幅提升的出口份额短期内不会骤然下降，受 2020 年 12 月以来疫情的影响，

海外国家生产恢复再次放缓，短期内我国依然是全球需求的主要供应源，支撑 2021 年上半年我国出口。第三，美国新政府上台，中美之间的贸易关税有望取消，同样利于我国出口增速的提升。因此，2021 年我国出口有望继续保持高增长，在基数的影响下，全年呈现前高后低的特点，但需要关注人民币汇率升值对出口造成的负向影响。进口方面，2021 年海外经济体的生产力逐步修复、国内需求进一步扩大，我国进口增速大概率录得正增长。

4、物价基本稳定，社融增速延续下行趋势，人民币兑美元仍有升值空间

通胀方面，预计 2021 年 CPI 在国内需求继续释放的情况下有望保持温和上涨的趋势，同时在基数的影响之下，呈现前低后稳的特点；PPI 在需求以及全球大宗商品价格的带动下，2021 年上半年继续上行。社融方面，积极的财政政策导致 2020 年宏观杠杆快速上升，2020 年四季度央行例会上表示要“保持宏观杠杆率基本稳定”，表明 2021 年稳杠杆再次成为政策目标，社融增速大概率下降。人民币汇率方面，2021 年预计仍有进一步升值的空间，但升值速度将会减缓。