

## 总量研究

## 两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹

——2021 全国两会点评报告

## 要点

**两会亮点：专项债规模实际将“超预期”，有望推动基建投资强势反弹。**

两会部署赤字率 3.2%，不再发行抗疫特别国债，专项债 3.65 万亿，符合 2020 年底中央经济工作会议定调，并无惊喜。

但是我们认为，一方面，3.65 万亿的专项债并不低于预期；另一方面，去年受制于地方政府项目储备不足，有 1 万亿左右的专项债资金留存在地方。3.65 万亿专项债叠加 1 万亿滚存资金，2021 年实际有 4.65 万亿的专项债资金可供使用，将推动基建强势反弹，支撑经济强复苏。

**经济目标：6%是底线思维，合意水平约为 8%。**

两会提出今年 GDP 增速目标为 6%，低于市场预期。我们认为，6%的增速目标是底线思维的体现，就业目标和赤字率隐含的经济增速，才是合意水平。为实现 1100 万新增城镇就业人口的目标，2021 年 GDP 增速要达到 6.5%；按照 3.2% 左右的赤字率目标，赤字率隐含的经济增速中枢为 7.8%至 8.3%。光大宏观团队认为，在基建强劲反弹，地产稳、出口旺、制造业强的拉动下，预计 2021 年 GDP 增速 8.9%，上半年强复苏，走出“圆弧顶”。

**十四五开局之年，制造业投资将持续上行**

**制造业强：**两会延续执行企业研发费用加计 75%政策，并且将制造业企业加计扣除比例提高到 100%，用税收优惠机制激励企业加大研发投入。制造业设备更新和技术改造投资将拉动制造业投资上行，成为今年推动经济增长的主要动力。

**出口旺：**两会提出要积极采取措施，促进进出口稳定。美国新一轮财政刺激即将通过，需求逐步复苏，支撑中国上半年出口。1 月韩国出口和运价等高频数据显示，1-2 月中国出口依然强劲。但是下半年，随着疫苗接种推进，海外供应链将逐步复苏，出口也存在回落风险。

**房地产稳：**两会坚持房住不炒，因城施策。房地产融资政策自 2020 年下半年以来持续收紧，预计短期不会放松。短期内开发商为实现去库存去杠杆，将加速开工，回流预售资金，对房地产投资带来支撑。

**货币政策：不急转弯，维持紧平衡**

两会提出，货币政策要灵活精准、合理适度，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。今年来看，通胀并不能成为货币政策的制约，一方面，居民消费需求全面回暖之前，通胀都难以出现快速上行；另一方面，美国终端商品的涨价压力大于中国，但美联储通过“平均通胀”框架，维持低利率环境。

**消费：疫情冲击下，消费动能恢复仍需时间**

两会提出，要继续支持实施扩大内需战略，稳定和扩大居民消费。去年年底的疫情多点散发，制约了消费复苏的进程。在气候转暖和国内疫苗完成大规模接种之前，疫情对消费和服务业的压制恐难有改观。

## 作者

**分析师：高瑞东**

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

**分析师：赵格格**

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

疫情冲击 2 月 PMI 数据，但业务活动预期大幅好转——2021 年 2 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-02-28）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021 年春季宏观策略报告（2021-02-23）

先复苏，后通胀，周期王者归来——总量与行业联合研究报告（2021-02-22）

美国版四万亿基建来袭，A 股如何布局——总量与行业联合研究报告（2021-02-21）

春节期间海内外要闻回顾——光大宏观周报（2021-02-17）

房价背后的隐形杠杆有多高？——《见微知著》第一篇（2021-02-09）

美国经济复苏与刺激方案，谁飞得更快？——光大宏观周报（2021-02-07）

疫情影响显现，服务业 PMI 大幅下行——2021 年 1 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-01-31）

## 目 录

一、两会亮点：财政政策超预期，推动基建强势反弹 .....	3
二、经济目标：6%是底线思维，合意水平约为 8% .....	4
三、货币政策：不急转弯，维持紧平衡 .....	6
四、十四五开局之年，制造业投资将持续上行 .....	7
4.1 制造业强：技改投资引领复苏，全球设备更新启动 .....	7
4.2 房地产稳：融资收紧下开发商加速开工，投资强韧 .....	7
4.3 出口旺：上半年依旧强势，为制造业复苏提供契机 .....	9
五、消费：疫情冲击下，动能恢复仍需时间 .....	10

## 图目录

图 1：财政收入承压，但赤字率仍然高于疫情前水平 .....	4
图 2：实际今年可支配专项债资金高达 4.65 万亿 .....	4
图 3：2019 年 11 月，财政部已经提前下达了一万亿专项债 .....	4
图 4：2020 年 3 月份，1 万亿专项债才完成发行 .....	4
图 5：为了实现就业目标，2021 年 GDP 增速要求在 6.52% .....	5
图 6：2019 年，每一个百分点 GDP 对应就业 209 万人 .....	5
图 7：光大宏观预计 2021 年 GDP 增速 8.9%，上半年强复苏，走出“圆弧顶” .....	5
图 8：中国 PPI 中生产资料环比增速明显高于生活资料 .....	6
图 9：美国通胀仍然低于疫情前水平，核心 CPI 在 1 月下行 .....	6
图 10：2018 至 2019 年，技改投资拉动整体制造业投资 .....	7
图 11：2020 年四季度，高技术制造业投资增速再次加快 .....	7
图 12：2020 年下半年以来，房企信用债净融资额持续为负 .....	8
图 13：房地产企业海外债融资规模保持稳定 .....	8
图 14：房地产企业在 2020 年下半年及 2021 年上半年债务到期压力较大 .....	9
图 15：海外供应链尚未恢复，中国机电产品出口强势 .....	9
图 16：1 月份韩国整体出口增速仍然维持较高水平 .....	9
图 17：1-2 月的出口运价指数维持高位 .....	10
图 18：1 月份全国主要港口发货量同比增速继续上行 .....	10
图 19：非制造业 PMI 受服务业的拖累较大 .....	10
图 20：2020 年 12 月核心 CPI 开始下行，2021 年 1 月转负 .....	10

## 一、两会亮点：财政政策超预期，推动基建强势反弹

两会提出，今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，不再发行抗疫特别国债。安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。中央预算内投资安排 6100 亿元，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施。

**专项债规模实际将“超预期”，有望推动基建投资强势反弹。**2020 年 12 月的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，保持适度支出强度。整体来看，今年两会部署的财政政策符合中央经济工作会议定调，并无惊喜。但是，我们认为，一方面，今年下发的专项债规模约为 3.65 万亿，并不低于预期；另一方面，去年有部分专项债资金并未实际支出，留存在地方。2020 年新增专项债额度为 3.75 万亿元，主要投向基建项目。但由于地方储备项目不足，外加地方财政收入受到疫情影响，实际项目的支出进度慢于资金下发进度。我们预计这部分滚存资金规模约为 1 万亿左右。

为何规模在一万亿左右？2019 年 11 月 27 日，财政部提前下达了专项债 1 万亿元，但直到 2020 年 3 月初，1 万亿专项债才完成发行。而今年，财政部迟迟未下达提前批专项债，直到 3 月 4 日，据《21 世纪经济报道》报道，财政部才向省级财政部门下达了 2021 年提前批专项债额度。我们认为，应该是有与 2019 年提前批规模相当的专项债资金留存地方，才会使得 2021 年提前批额度下达时间相比往年略晚。

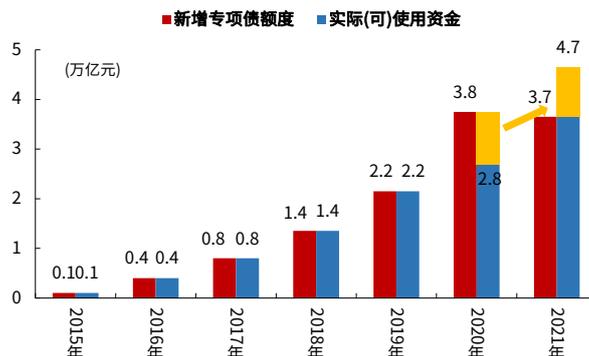
**3.65 万亿专项债叠加 1 万亿滚存资金，将推动基建投资强势反弹。**2021 年，实际上有 4.65 万亿规模的专项债资金可供使用，推动基建强势反弹，支撑经济强复苏。除此之外，两会安排了中央预算内投资 6100 亿元，比全年高 100 亿元。中央预算内投资将继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”等重大工程建设。在财政收入整体承压背景下，中央预算内安排尚未退坡、反而增加，将继续撬动各地推动重大项目。

图 1：财政收入承压，但赤字率仍然高于疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：实际今年可支配专项债资金高达 4.65 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2019 年 11 月，财政部已经提前下达了一万亿专项债



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2020 年 3 月份，1 万亿专项债才完成发行



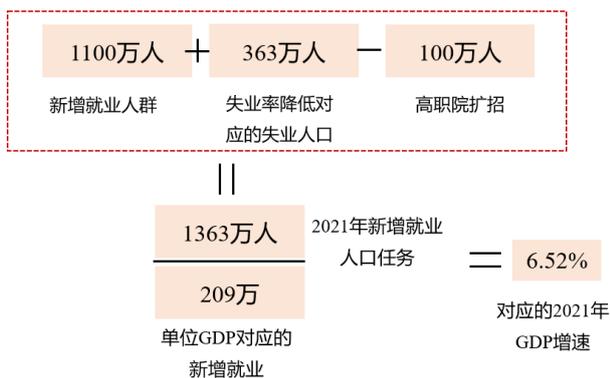
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 二、经济目标：6%是底线思维，合意水平约为 8%

两会提出，今年国内生产总值目标为增长 6% 以上，这一目标明显低于市场预期。我们认为，提出 6% 的目标是底线思维的体现，一方面为了防止地方政府过度追求经济增速；另一方面，“封住下限、不设上限”，也可以给结构性改革留下空间。不过，从失业率、赤字率等角度，可以更好的理解经济增速的合意水平。

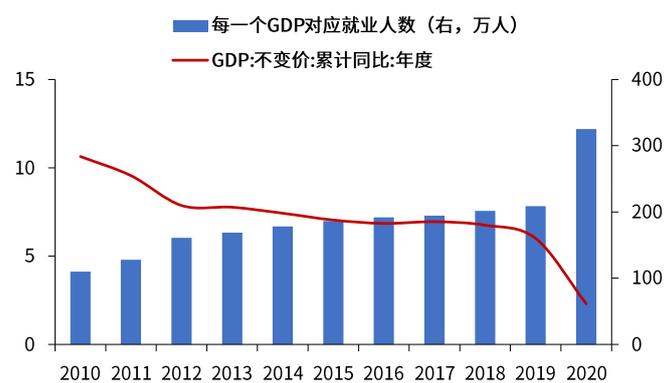
为实现就业目标，2021 年 GDP 增速要达到 6.5%。两会目标提出城镇新增就业 1100 万人以上，2021 年末全国城镇调查失业率降到 5.2%。2021 年新增就业需求 1100 万人，加上城镇调查失业率降低对应的失业人口 363 万人，减去高职院校扩招 100 万人，剩余 1363 万人的任务量。参考 2019 年，单位 GDP 对应的新增就业 209 万，则对应就业目标，2021 年 GDP 增速要达到 6.52%。

图 5: 为了实现就业目标, 2021 年 GDP 增速要求在 6.52%



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 2019 年, 每一个百分点 GDP 对应就业 209 万人



资料来源: Wind, 光大证券研究所

赤字率隐含的经济增速中枢为 7.8% 至 8.3%。两会提出, 今年赤字率拟按 3.2% 左右安排, 2021 年赤字规模为 3.57 万亿元。假设赤字率取 3.15%、3.2%、3.25% 下, 对应名义 GDP 增速分别是 11.6%、9.8%、8.1%。两会提出, 2021 年 CPI 约为 3%。假设 2021 年平减指数为 1.5 及 2 两种情形, 则 3.15%、3.2%、3.25% 赤字率下实际 GDP 增速分别是 [9.6%-10.1%]、[7.8%-8.3%]、[6.1%-6.6%]。

光大宏观预计 2021 年 GDP 增速 8.9%, 上半年强复苏, 走出“圆弧顶”。假设 2019 年四季度和 2020 年四季度 GDP 实际增速接近潜在增速水平, 即为 6.14%, 同时假设 2021 年全年 GDP 实际增速也会恢复至潜在增速水平, 以 2020 年四季度实际 GDP 绝对值乘以 6.14%, 核算出 2021 年四季度实际 GDP 绝对值为 27.99 万亿元。除以四季度实际 GDP 占全年比 (参考 2018—2020 年占比均值为 28.21%), 得到 2021 年全年实际 GDP 绝对值为 99.25 万亿。进而测算得出, 2021 年实际 GDP 增速为 8.9%。2020 年及 2021 年的复合增速 5.5%。

图 7: 光大宏观预计 2021 年 GDP 增速 8.9%, 上半年强复苏, 走出“圆弧顶”

	2019年	2020年单季度增速				2020年	2021年单季度增速				2021年	2020年及2021
	累计增速	一季度	二季度	三季度	四季度		累计增速	一季度	二季度	三季度		
固投	5.4	-16.1	3.6	7.1	8.2	2.9	28.4	9.4	6.2	5.5	9.9	6.4
房地产	9.9	-9.3	6.5	9.2	9.2	5.2	17.4	7.8	5.0	4.5	7.6	6.4
制造业	3.1	-25.2	-4.9	1.6	8.2	-2.2	37.4	14.3	8.6	7.2	12.9	5.1
基建	3.3	-16.4	8.1	6.4	5.7	3.4	31.2	5.1	5.3	4.6	8.1	5.7
社零	8.0	-19.0	-3.9	0.9	4.6	-3.9	29.0	13.9	9.4	7.0	13.7	4.5
出口	5.0	-13.6	-0.2	8.4	16.7	3.6	39.0	25.0	12.0	5.6	18.1	10.7
进口	1.7	-3.1	-9.9	3.0	5.0	-1.1	15.3	21.8	10.0	6.0	12.8	5.6
GDP单季度增速		-6.8	3.1	4.9	6.5	2.3	18.1	7.8	6.3	5.8	8.9	
GDP累计增速	6.0	-6.8	-1.6	0.7	2.3		18.1	12.4	10.2	8.9		

资料来源: Wind, 光大证券研究所

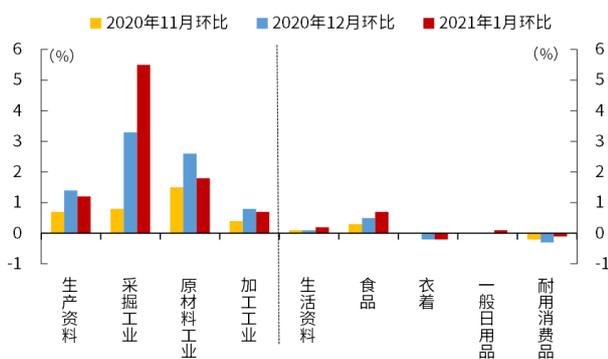
### 三、货币政策：不急转弯，维持紧平衡

货币政策整体符合预期，不急转弯，维持紧平衡。今年两会提议，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。这一表述与2020年12月的中央经济工作会议基本一致。作为对比，2020年政府工作报告，对于流动性的表述为“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。今年两会中也继续提到，要推动实际贷款利率进一步降低，今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。

通胀并不能成为货币政策的制约：先复苏，后通胀；先美国，后中国。在逆周期政策对冲下，投资率先恢复，带动上游周期品涨价，PPI持续上行。但是，居民消费复苏缓慢，使得终端消费品疲软，与上游价格出现“冰火两重天”的走势，核心CPI自2020年12月下行、2021年1月转负。在居民消费需求正式回暖之前，通胀都难以出现快速上行，也并不会成为货币政策的制约。

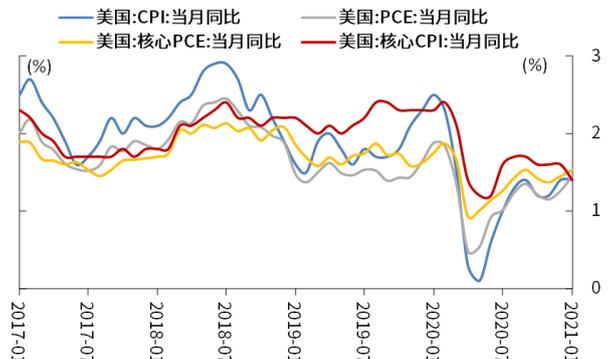
美国通胀压力大于中国，但美联储通过“平均通胀”框架，维持低利率环境。随着疫苗接种推进和新一轮居民直接补贴的下发，美国居民需求将领先于供给复苏，美国终端需求品的涨价压力也会大于中国。虽然美债市场已经反映出对于通胀的担忧，但是美联储官员多次表态，认为通胀上升反映了经济复苏态势，2021年内不会缩表，2023年前不会加息。

图8：中国PPI中生产资料环比增速明显高于生活资料



资料来源：Wind，光大证券研究所

图9：美国通胀仍然低于疫情前水平，核心CPI在1月下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 四、十四五开局之年，制造业投资将持续上行

### 4.1 制造业强：技改投资引领复苏，全球设备更新启动

两会提出，要依靠创新推动实体经济高质量发展，运用市场化机制激励企业创新，延续执行企业研发费用加计 75% 政策，将制造业企业加计扣除比例提高到 100%，用税收优惠机制激励企业加大研发投入，着力推动企业以创新引领发展。同时，两会提出，对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资。

技改将拉动新一轮制造业投资上行，成为今年推动经济增长的主要动力。我国部分产业对外依存度较大，在中美科技竞争加剧背景下，产业基础再造和提升刻不容缓。在产业基础再造和产业链提升政策推动下，高新技术及新兴产业迎来重大发展机遇，引领新一轮的制造业投资。2018 年 12 月，中央经济工作会议明确提出要加大制造业技术改造和设备更新，从而带动制造业持续增长。2019 年以来，电子信息、医药、航空等高新技术制造业固定资产投资增速走高，远超制造业整体。2020 年疫情冲击下，高端设备制造业也率先复苏。

图 10：2018 至 2019 年，技改投资拉动整体制造业投资

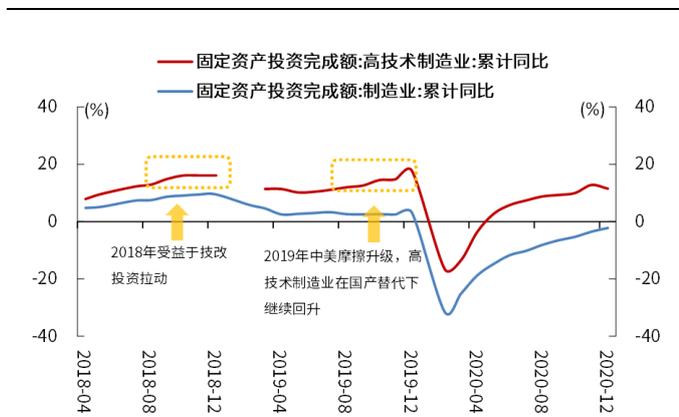
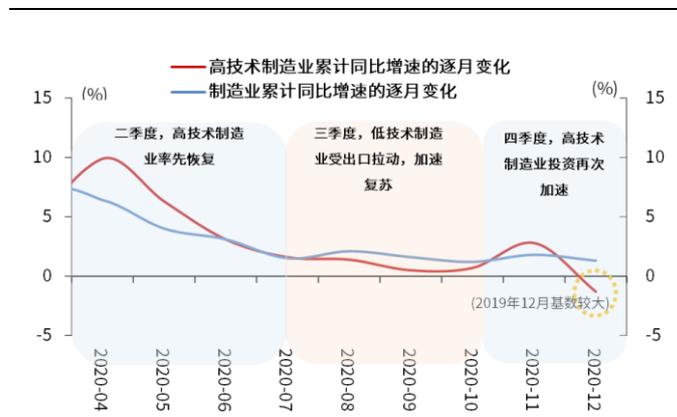


图 11：2020 年四季度，高技术制造业投资增速再次加快



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17714](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17714)

