

宏观研究/动态点评

2020年12月13日

刘雯琪 SAC No. S0570520100003
研究员 SFC No. BIU684
liuwenqi@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：社融增速微降暂时无碍再通胀进程》2020.12
- 2《宏观：PPI显著回升、猪肉拖累CPI暂时转负》2020.12
- 3《宏观：外汇流入与估值效应共同推升11月外储水平》2020.12

前瞻中央经济工作会议：促六保六稳、防范化解风险

年底中央经济工作会议即将召开，会议将确定2021年宏观经济发展基调及政策取向。在经历百年一遇的疫情之后，当前中国经济正以领先全球的势头复苏，而中央经济工作会议将为明年的经济工作和政策指明方向（注：本次会议不会公布2021年的经济增长目标，具体数字可关注明年两会）。我们预计，2021年中国的经济增长将保有韧性，但亦面临诸多不确定性和挑战。货币政策将温和退出、同时注重防风险，财政政策总体保持积极。此外，资本市场改革及对外开放有望继续推进，人民币国际化或将加速。

关注会议对当前经济形势的判断，基调或为谨慎乐观。结合近期政治局会议首提“需求侧改革”，扩内需、保市场主体或将继续成为“六保”主要着力点。2020年受疫情影响，中国未提出全年经济增长目标，强调“六稳六保”。下半年以来，中国自身投资和消费需求持续复苏，明年有望深化。随着中国货币政策温和退出，内需增长环比渐渐走平，全球重启或在明年“错峰”为中国总需求提供支持。但是疫情演变及全球重启节奏存在不确定性，同时中国还面临金融去风险、破刚兑的挑战。我们预计会议对2021年中国经济增长的前景将谨慎乐观，并继续强调扩大内需和稳就业。

宏观调控政策的边际变化将是市场关注焦点。为应对疫情冲击，2020年中国实施了各类“非常规”的疫情纾困政策，明年如何有序退出将成为核心。

1) 预计货币政策将逐步退出宽松但非剧烈紧缩。央行在3季度货币政策执行报告中重提“把好货币供应总闸门”，显示货币政策开始逐步温和退出。我们预计2021年社融同比增速回落至11.5%左右，利率和存款准备金率或维持不变，但加权平均贷款利率可能上行。值得强调的是，融资条件边际收紧并不影响企业盈利和现金流的恢复，不至于对经济再通胀构成阻碍。

2) 实质意义上的财政政策有望保持积极态势。预计2021年中央财政预算赤字率将回到3%，地方债专项债额度回到3万亿左右，合计预算赤字下降约2个百分点。但如我们在2020年11月17日发布的《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》中分析，2020年财政收入随名义增速放缓锐减，“被动”财政赤字扩张近3万亿，财政主动扩张十分有限，但2021年可能反转。因此，虽然表现财政赤字率面临收缩，但政府现金流反而可能较今年好转，“主动”财政扩张幅度甚或超过今年。此外，税费及社保制度改革有可能会继续推进。

经济再通胀背景下，宏观政策将重点防范化解房地产、中小企业及地方政府债务等风险。从“十四五”建议到刚刚召开的政治局会议，政策始终强调促进房地产市场平稳健康发展。预计中央经济工作会议将贯彻这一原则、继续落实房地产长效机制。此外，11月以来，国企信用债违约事件引发关注，而市场亦高度关注城投债“刚兑”是否受到挑战。综合考虑，预计明年政策将继续保持流动性合理充裕，为进一步“挑战”信用债及城投债刚性兑付、有序化解债务风险提供稳定的宏观环境。

以改革做“加法”——政策将从科技力量、金融政策及市场制度等多维度支持绿色经济的发展。金融双向开放和人民币国际化可能“再出发”。2021年是“十四五”开局之年，结构性改革或将加速。一方面，更先进的科技及稳定的融资环境将有助于传统企业向高效能企业转型。另一方面，为配合碳减排和中长期“碳中和”目标，中国将进行一系列制度建设，包括成立碳交易市场并推出更多创新绿色金融产品。同时，金融更高水平的市场化改革和更大程度的对外开放也将继续推进。今年中国在对外投资额度及范围等方面开始逐步放宽，预计未来将继续稳步推进人民币资本项目可兑换和国际化，提高人民币在全球的使用和作为储备货币的比例。此外，10月国务院金融委会议提出将全面推进资本市场注册制，明年有望提速。

风险提示：政策超预期收紧，外部环境波动加大。

免责声明

分析师声明

本人，刘雯琪、易恒，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘雯琪、易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

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_894

