

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

周期的拐点

——2021 年宏观经济展望

相关报告

《宏观专题报告：拜登经济学与中国》——
2020-10-17

《供给冲击还是需求冲击主导？：欧洲二次疫情爆发对中国影响几何？》——2020-10-14

《宏观专题报告：美国对华实施国际清算制裁风险几何？》——2020-09-22

《站在 2025 看中国系列之二：新冷战、半脱钩与双循环》——2020-08-23

《2020 年下半年宏观经济展望：市场风格转换的宏观基础》——2020-07-09

投资要点：

- 虽然十四五规划才提出形成内循环为主的双循环，实际上中国经济当前的对外依存度并不高。中国的宏观出口依存度和进口依存度在过去十年间已经显著下降，在世界前五的经济体中对外依存的脆弱性处于中间水平。但是，投入产出表的数据仍然显示，中国在电子元器件、复合材料等高新技术产品和大宗原材料等方面对外依存较高，存在短板。科研体制改革是解决中国技术方面卡脖子的关键。
- 2021 年海外经济将持续复苏，但是美国的核心通胀上行压力非常有限。在财政货币刺激、疫苗大规模使用等多方面因素的作用下，2021 年美欧经济都会持续复苏，并引发了市场关于美国通胀显著上行的担忧。我们认为疫苗的推出固然会显著提振美国的需求，在更短期反而会首先改善美国的供给并回到疫情前水平。而受到就业、收入恢复需要时间的影响，美国的需求回到潜在经济增速附近目前最早的预测也是在 2022 年。这意味着 2021 年美国通胀特别是核心通胀的压力非常有限，对货币政策也不会产生实质影响。
- 2021 年二季度前后或是中国经济的真实拐点，对大类资产配置的影响需要密切关注。由于基数效应的影响，2021 年中国 GDP 增速将呈前高后低的态势；然而真正影响大类资产配置的因素在于剔除掉基数因素之后的本轮周期性复苏的拐点。我们预计未来一到两个季度中国经济仍将维持当前复苏的态势，而在 2021 年二季度前后，由于三道红线迫使地产公司去库存、海外供应恢复可能逐步冲击中国出口，以及地方政府偿还隐性债务高峰对基建投资的拖累，经济继续扩张的不确定性显著增强。投资者需要关注经济周期拐点来临对各类资产配置的潜在影响。

风险提示：出口地产超预期，政策收紧超预期，中美关系疫情超预期

内容目录

1、 从“两头在外”到以内循环为主的“双循环”	5
1.1、 中国经济整体的对外依存已经明显下降.....	5
1.2、 锻长板与补短板.....	7
1.3、 科技体制改革箭在弦上.....	9
2、 2021年海外经济展望：回归常态，通胀无忧.....	11
2.1、 美国经济持续复苏.....	11
2.2、 2021年美国会有高通胀吗？	12
2.3、 欧洲经济.....	18
3、 2021年中国经济展望：周期的拐点.....	20
3.1、 基数效应主导 GDP、社融和 CPI 同比增速	20
3.2、 经济的真实拐点在二季度前后	22
4、 2021年周期拐点的因素：地产、出口和基建.....	24
4.1、 去库存与地产投资下行.....	24
4.2、 海外供给恢复或冲击中国出口	26
4.3、 基建投资可能存在低于预期的风险	29
5、 稳定经济的因素	32
5.1、 消费需求可能持续回升.....	32
5.2、 2021年制造业投资有望保持平稳增长	33
6、 货币政策收紧的风险有限.....	37
7、 大类资产配置的建议.....	38
8、 风险提示	38

图表目录

图表 1: 全球前五大经济体的出口依存度.....	6
图表 2: 全球前五大经济体的进口依存度.....	6
图表 3: 中国经济的出口依存度和进口依存度 (2010-2019)	6
图表 4: 2017 年 149 行业中中国出口排名前五行业.....	7
图表 5: 2017 年 149 行业中中国进口排名前五行业.....	7
图表 6: 中国出口简单依存度最高的十个行业	8
图表 7: 中国简单进口依存度较高的十大行业	9
图表 8: 美国经济恢复势头良好	11
图表 9: 美国失业率回落, 市场投资信心回升	11
图表 10: 花旗经济意外指数: 美国复苏强度远超欧洲与平均	11
图表 11: 美中欧日核心 CPI 同比	12
图表 12: CRB 指数在 3 月份后大幅下滑	13
图表 13: 美国当月 CPI 同比数据	13
图表 14: 美国当月 PCE 同比数据	14
图表 15: 美国供给需求边际恢复速度不同	14
图表 16: 美国工业产出与零售及食品服务销售额同比	15
图表 17: 美国 CPI 服务: 不含能源服务	15
图表 18: 中国核心 CPI 仍在筑底阶段	16
图表 19: 美国失业人口中暂时性下岗比例	17
图表 20: 通胀一般发生在失业率低于充分就业失业率时	17
图表 21: 2012 年以来核心 PCE 仅在 18 年短暂超过美联储 2% 的目标	18
图表 22: 大宗商品价格与美元汇率呈现负相关	18
图表 23: 名义 GDP 增速与预测值 (%)	20
图表 24: 社融增速同比预测值	21
图表 25: 猪肉价格涨幅与猪肉 CPI 同比 (%)	21
图表 26: 2010 年以来第三轮猪周期猪价下行 (元/公斤)	21
图表 27: CPI 同比及预测值	22
图表 28: 工业部门产出缺口与服务业 CPI 和核心 CPI 同比	23
图表 29: PPI 同比及预测	23
图表 30: 百城土地成交占地面积明显下行	24
图表 31: 10 年期国债滞后 6 个月与商品房销售面积单月同比	25
图表 32: 房地产投资同比增速与名义 GDP 同比增速	25
图表 33: 房地产库存去化周期处于 2012 年以来较低的水平	26
图表 34: 中国机电产品、纺织品、化工产品出口价格指数	27
图表 35: 中国贸易盈余增量的来源	28
图表 36: 中国、东盟六国、印度和墨西哥对美出口增速	28
图表 37: 中国、东盟六国、印度和墨西哥对英国出口增速	29
图表 38: 中国、东盟六国、印度和墨西哥对澳大利亚出口增速	29
图表 39: 国有土地使用权出让收入: 累计同比 (%)	30
图表 40: 城投债的偿债高峰可能在 2021 年	31
图表 41: 中国调查失业率	32
图表 42: 全国居民人均可支配收入和消费支出单季同比	33
图表 43: 央行住户问卷调查: 储蓄意愿 VS 消费意愿占比 (%)	33
图表 44: 工业企业资产负债率	34

图表 45: 工业企业产能利用率.....	34
图表 46: 制造业投资单月同比.....	34
图表 47: 滞后三期的地产与消费对制造业投资的回归结果.....	35
图表 48: 设备制造业增加值与固定资产投资完成额相关性并不显著.....	35
图表 49: 微观制造业机械产销量与固定资产投资走势没有明显关联.....	36
图表 50: 货币市场短端利率与社融增速.....	37

1、从“两头在外”到以内循环为主的“双循环”

改革开放以来特别是加入世贸组织后，我国加入国际大循环，市场和资源“两头在外”，形成“世界工厂”发展模式……近几年，随着全球政治经济环境变化，逆全球化趋势加剧，有的国家大搞单边主义、保护主义，传统国际循环明显弱化。在这种情况下，必须把发展立足点放在国内……要坚持扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，形成国民经济良性循环。

-----习近平《关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明》

“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”是十四五规划最核心的内容。虽然中国的决策层仅仅是在 2020 年下半年以来才开始提出以内循环为主双循环的发展思路，但是实际上，过去十年间中国的国内需求和国内供给已经在整体经济循环中发挥着越来越重要的作用。

1.1、中国经济整体的对外依存已经明显下降

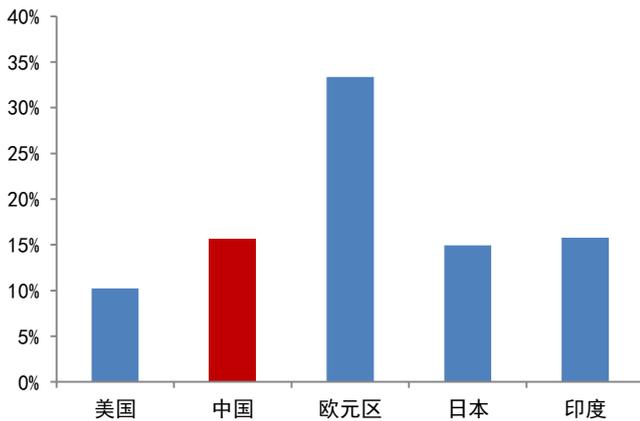
数据显示，虽然中国被视作世界工厂——从海外进口原材料和零部件并且加工出口到海外市场——但是当前中国经济对外依存程度并不显著高于世界主要大型经济体。

- 从投入产出表的角度考虑，我们可以把投资、出口、消费的总和定义为对一个经济体的整体需求，而把出口的占整体需求的比重定义为出口依存度；
- 把国内增加值（劳动者报酬，生产税净额、企业盈余和折旧之和）和进口的总和定义为整体供给¹，把进口占整体供给的比重定义为进口依存度。

从 2019 年的数据来看，中国在全球排名前五的经济体中进出口依存度都只是明显高于世界第一大经济体美国，而与日本印度大体相当，显著低于欧元区。从这个意义上说，中国经济对海外经济的依存程度已经是一个正常的大型经济体的水平。

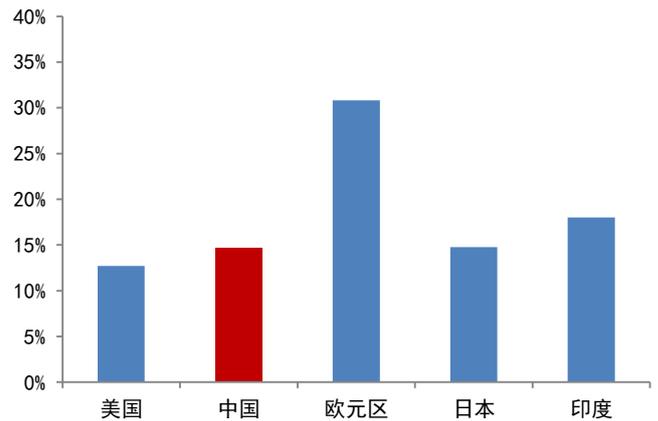
¹ 通过 $GDP = \text{国内增加值} = \text{投资} + \text{消费} + \text{出口} - \text{进口}$ ，可以很容易的推断出： $\text{整体需求} = \text{投资} + \text{消费} + \text{出口} = GDP + \text{进口} = \text{整体供给}$

图表 1: 全球前五大经济体的出口依存度



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 全球前五大经济体的进口依存度

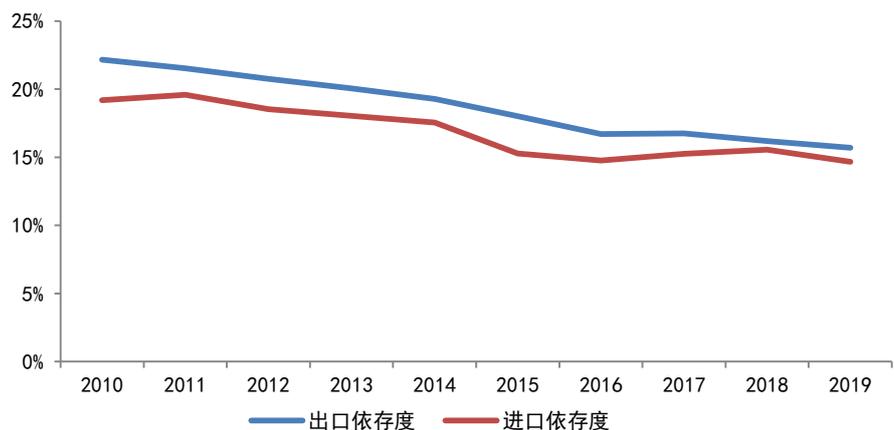


资料来源: Wind, 国海证券研究所

当然,十年前中国经济对外的依存程度大大高于今天——“两头在外”的特征特别明显。一般而言,对于像中美这样幅员辽阔、各个地区资源禀赋差异较大的大国而言,由于各个地区都有自己的特色产出,供给多元,主要依靠国内贸易就可以满足一国整体多样化的需求。但是由于在很多年前国内市场存在各种类型地方保护、条块分割,交易费用较高,许多生产者 and 采购者发现和法治环境较好、讲契约讲诚信的外国做生意反而更省心方便——即使对方间隔一个太平洋——才使得中国经济对外的贸易往来反而比国内各区域之间的联系似乎更加密切。

然而,在中国法制环境、市场环境的改善与电子商务等技术变迁等多方面因素的共同作用之下,国内统一市场逐渐形成;叠加上全球金融危机乃至近些年外部贸易摩擦的影响,过去十年间中国对外贸易的依存度大幅下降。这也意味着今天中国经济整体对外依赖的脆弱性较十年前有了很明显的改善。当然,在形成以内循环为主的双循环的战略支持下,我们预计中国经济的对外依存度还会持续下降。

图表 3: 中国经济的出口依存度和进口依存度 (2010-2019)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.2、锻长板与补短板

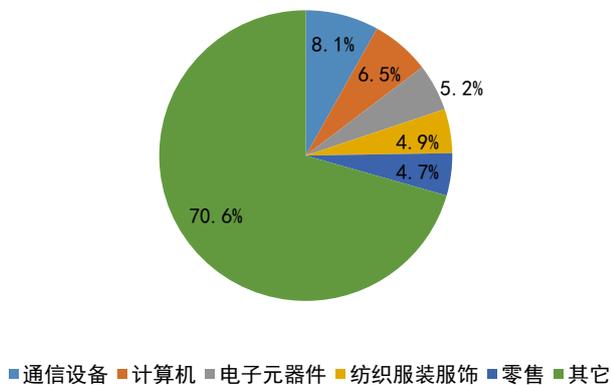
要拉长长板，巩固提升优势产业的国际领先地位，锻造一些“杀手锏”技术……拉紧国际产业链对我国的依存关系，形成对外方人为断供的强有力反制和威慑能力；要补齐短板，就是要在关系国家安全的领域和节点构建自主可控、安全可靠的国内生产供应体系，在关键时刻可以做到自我循环，确保在极端情况下经济正常运转。

——习近平《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》

尽管从总量上看，中国经济“两头在外”的脆弱性已经在过去十年间得到了显著改善，但是面对极端情况下的断供威胁，中国决策层也提出以“锻长板”和“补短板”加以应对。那么中国的长板和短板在哪些领域呢？

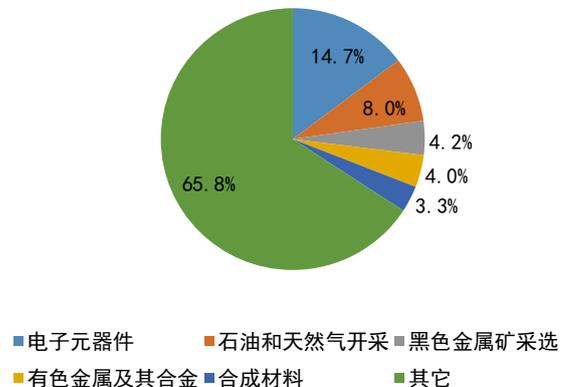
2017 年的中国投入产出表把整个国民经济分为 149 个子行业。根据该表的数据，在 16.4 万亿的货物和服务出口中，排名前五的行业占据了近 30% 的份额，包括通讯设备，计算机，电子元器件，纺织服装等。反过来，在 2017 年 14.9 万亿的货物和服务的进口中，排名前五的行业占据了接近 35% 份额；主要包括一些高技术产品，如电子元器件和合成材料进口，和资源品方面，如原油、铁矿石和有色金属等。

图表 4：2017 年 149 行业中中国出口排名前五行业



资料来源：投入产出协会，国海证券研究所

图表 5：2017 年 149 行业中中国进口排名前五行业



资料来源：投入产出协会，国海证券研究所

投入产出表的数据同样可以让我们粗略估算各个行业的简单出口依存度和简单进口依存度。

- 简单出口依存度指由于一个行业的国内总产出总是被中间投入（投入到其它行业）和最终需求（投资、消费和出口）所全部消耗，其中出口占总产出的比重就是简单出口依存度²——简答的说就是这个行业的总产出有多少比重

² 例如 2017 年中国的制钢行业（这里是较窄口径的钢生产，不包括钢延压产品、铁等钢铁制品）国内总产出（由国内工厂生产的钢的总价值）为 4974 亿元，其中 4947 亿的产品被投入机械、汽车等行业作为中间投入，存货增加和出口等终端需求为 27 亿元，其中出口为 4.5 亿元。所以简单出口依存度为 0.1%（4.5/4974）。称为简单出口依存指的是只考虑了直接的出口，没有考虑通过汽车、机械行业等中间投入的间接出口。

依靠直接出口消化。

- 简单进口依存度指一国获得的一个行业产品的总供给包括了该行业的国内总产出与进口该行业产品价值的总和,其中进口产品占总供给的比重就是简单进口依存度³——简单的说就是国内获得该行业产品中有多少比重依赖直接进口。

从 2017 年中国投入产出表的数据来看,电气机械、通讯设备、计算机、办公器械、纺织品、家具等行业的生产很大程度上是瞄准国际市场的。结合出口金额的排序,我们认为通讯设备、计算机、电气机械等行业可以作为中国供应链上的长板,未来会进一步得到加强。

图表 6: 中国出口简单依存度最高的十个行业

行业	简单出口依存度
其他电气机械和器材	70.7%
广播电视设备和雷达及配套设备	70.3%
通信设备	55.5%
计算机	53.1%
文化、办公用机械	50.4%
纺织制成品	50.4%
工艺美术品	43.6%
家具	39.7%
文教、体育和娱乐用品	36.5%
纺织服装服饰	35.5%

资料来源:投入产出协会,国海证券研究所

数据也同样显示,我国一些高技术元器件和大宗原材料的国内供给比较依赖于进口——包括电子元器件、仪器仪表、合成材料、铁矿石、石油天然气等,与进口金额行业排序的数据高度重叠。毫无疑问,对一些高科技产品的依赖和外部资源的依赖是中国经济的主要短板,需要在未来弥补。

值得关注的是,中国的水上、航空旅客运输、住宿行业的供给也有相当程度依赖国际供给,可能与国内供给不足有关系。实际上,这些行业进口依存度较高和国际旅游的发展且很长时间内中国服务贸易——旅游是主要

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_1266



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn