

重生

——2021年中国宏观经济展望

报告摘要:

三驾马车中，投资让位于消费，经济动能重新进入切换轨道中，明年GDP增速整体呈现“前高后低”走势，预计全年不变价增速在10%左右。消费、制造业投资有望持续修复，成为明年经济的主要亮点。

1) 制造业投资进入上行通道，但扩张幅度相对有限。供给端，产能利用率逐步回归高位，工业用地面积明显回升；资金端，制造业盈利企稳回升，信贷资金向制造业倾斜度加大；需求端，下半年修复力度或将放缓。不考虑基数效应之外，预计本轮制造业的修复幅度相对有限。但在低基数支撑下，明年全年制造业投资有望达到15%。2) 地产投资上半年韧性仍存，下半年回落速度加快。从土地购置费来看，鉴于土地成交领先于土地购置费，预计明年上半年以前土地购置费增速大概率保持相对高位。从建安支出来看，考虑到销售端表现不弱，房企资金来源快速收紧概率不大，预计明年上半年建安支出高位放缓，下半年对地产投资拖累显现。预计明年全年地产投资增速在9%-10%。3) 逆周期政策退出，基建投资难有起色。一是政府稳增长诉求降低，在稳定杠杆率的背景之下，专项债规模也将回落；二是土地出让金明年处于回落通道内，将制约政府性基金支出；三是信贷增速放缓，对基建的贷款资金支持也将走弱。预计2021年基建增速约在5%左右。

明年消费有望进一步回归常态化，但扩容空间相对有限。考虑到服务业仍在持续复苏，有望带动经济增速再上台阶；居民收入水平修复仍有空间，有利于带动可选消费继续改善；今年下半年以来政府消费的作用逐步凸显，社保、卫生健康支出速度远远高于整体财政表现，但明年存在退坡隐忧；由于收入水平修复有上限、居民高储蓄现状短期内难以改变，都将限制未来消费扩容空间。预计明年社零增速有望提升至15%以上。未来进出口变化的矛盾主要集中在海外生产的修复程度。随着北半球进入秋冬季，海外疫情或将再次反复，后续海外产业链修复缓慢推进。我们预计明年上半年以前，防疫物资和产能替代的路线或将延续，出口大概率仍将保持韧性。而国内需求逐步回归正常轨道，海外供给的修复有望带动进口爬坡。整体而言，我们预计明年将迎来量价同步改善的局面，全年出口同比有望达15%、进口同比有望达16%。

明年CPI中枢或将走低至1%，PPI中枢预计在2%左右。通胀形势整体温和，对货币政策不构成约束。

随着经济回归潜在增长区间，明年货币政策存在进一步正常化诉求。未来宏观杠杆率将趋于平稳，信贷收紧幅度可控，剧烈去杠杆的概率不大，预计经历一轮温和“控”杠杆过程，社融增速或将回落至10%-11%。

风险提示：海外疫情持续反复，货币政策进一步收紧

相关数据

指标	中性	区间
GDP 不变价同比(%)	10	9-11
社融存量同比(%)	10	9-11
CPI 同比中枢(%)	1	0.5-1.5
PPI 同比中枢(%)	2	1.5-2.5
固定资产投资同比(%)	8	7-9
基建投资同比(%)	5	4-6
制造业投资同比(%)	15	14-16
房地产投资同比(%)	8.5	8-9
社零同比(%)	15	14-16
出口同比(美元%)	15	14-16
进口同比(美元%)	16	15-17

相关报告

《淬火后未必重生——2021年海外宏观经济展望》

--20201024

《2021年CPI中枢或将走低至1%》

--20201015

《一切通胀仍是货币现象——致美国终将到来的通胀》

--20201014

《疫情后制造业哪些领域更上一层楼？》

--20200930

《欧洲二次疫情爆发有何影响》

--20200926

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	综述	6
2.	投资：制造业修复可期，地产基建难有起色.....	6
2.1.	制造业投资：步入上行通道，预计呈现一轮弱周期修复.....	6
2.1.1.	总量层面：制造业投资进入复苏通道，但扩张幅度相对有限.....	6
2.1.2.	结构层面：高技术产业领跑，下游消费制造修复加快.....	10
2.2.	房地产投资：上半年韧性仍存，下半年回落速度加快.....	12
2.2.1.	监管加强导致资金收敛，拿地回落制约未来投资上行空间.....	12
2.2.2.	明年上半年建安支出预计高位放缓，下半年对地产投资拖累明显.....	14
2.3.	基建投资：逆周期政策退出，基建投资难有起色.....	15
3.	消费：回归常态化，但扩容空间相对有限.....	17
3.1.	未来消费修复的主线.....	17
3.1.1.	线下服务消费持续向好，未来仍有改善空间.....	17
3.1.2.	可选消费持续改善，消费升级异军突起.....	19
3.1.3.	下半年政府消费的作用逐步凸显，但明年存在退坡隐忧.....	20
3.2.	明年消费有望继续修复，但扩容空间有限.....	21
4.	进出口：出口动能延续，进口持续爬坡.....	22
5.	通胀：CPI 中枢走低，PPI 温和修复	24
5.1.	明年 CPI 中枢或将走低至 1%.....	24
5.1.1.	猪价下行推动后续 CPI 中枢走低.....	24
5.1.2.	非食品价格已在修复通道内.....	26
5.1.3.	明年 CPI 中枢或将走低至 1%.....	27
5.2.	明年 PPI 迎来一轮温和修复.....	29
5.2.1.	从产业链看 PPI 波动规律.....	29
5.2.2.	工业品持续走强动能减弱.....	30
5.2.3.	明年 PPI 迎来温和修复.....	32
6.	货币政策：预计明年迎来温和“控”杠杆.....	33
7.	“十四五”元年，双循环将是政策重心.....	34

图表目录

图 1: 上半年工业用地成交面积回升	7
图 2: 产能利用率快速修复至高位	7
图 3: 制造业投资资金来源结构	7
图 4: 制造业投资资金来源分项同比	7
图 5: 自筹资金一般对应上年企业盈利	8
图 6: 企业利润领先制造业投资 1 年	8
图 7: 企业贷款需求一般领先制造业投资	8
图 8: 今年制造业中长期贷款占比明显改善	8
图 9: 制造业投资新建、改建与扩建结构占比	9
图 10: 制造业投资新建、改建与扩建同比	9
图 11: 今年以来设备工器具购置仍处于低位修复中	9
图 12: 地产与出口对制造业投资拉动更强	9
图 13: 制造业投资各行业权重与其出口	10
图 14: 制造业投资四大行业累计同比	11
图 15: 制造业投资四大行业当月同比	11
图 16: 今年二、三季度制造业投资各行业累计同比	11
图 17: 房地产开发市场回暖速度快	12
图 18: 房地产开发投资市场各项同步增长	12
图 19: 低利率环境对地产销售仍具有支撑力	13
图 20: 销售及信贷资金对房企资金贡献开始走弱	13
图 21: 30 大中城市商品房成交面积回归常态	13
图 22: 房价及商品房销售增速放缓	13
图 23: 7 月后土地市场降温明显	13
图 24: 拿地领先土地购置费	13
图 25: 房企资金、销售与拿地基本同步	14
图 26: 土地成交领先于新开工面积	14
图 27: 新开工与建安支出具有同步或领先性	15
图 28: 明年房地产投资冲高后逐步下台阶	15
图 29: 基建投资与地产投资表现	16
图 30: 基建投资高增对应地方政府加杠杆	16
图 31: 基建投资资金来源结构	16
图 32: 基建投资主要项目当月拉动率	16
图 33: 全国财政支出增速预算数与执行数	17
图 34: 税收收入恢复较慢制约财政支出	17
图 35: 今年财政支出更多投向民生类项目	17
图 36: 今年公共设施管理业拖累整体基建表现	17
图 37: 线下消费修复加快	18
图 38: 9 月全国餐饮收入接近正常水平	18
图 39: 国庆期间旅游收入修复至同期 70%	18
图 40: 酒店入住率逐步回归正常水平	18
图 41: 9 月客运量恢复至上年同期 7 成左右	18

图 42: 9 月电影票房收入修复至上年同期 8 成	18
图 43: 消费升级类商品累计同比	19
图 44: 消费升级类商品当月同比	19
图 45: 30 万以上汽车市场份额逐步提高	19
图 46: 30 万以上汽车销量增速保持高位	19
图 47: 国内外油价联动	20
图 48: 石油消费主要由油价决定	20
图 49: 政府与居民消费	21
图 50: 公共财政向社保卫生等领域倾斜	21
图 51: 收入是居民消费的基础	22
图 52: 居民各项收入修复加快	22
图 53: 居民部门高储蓄率制约消费扩容空间	22
图 54: 我国进出口仍在改善中	23
图 55: 各国/地区在全球货物出口中的份额	23
图 56: 我国主要商品出口金额季度增速	23
图 57: 我国主要进口商品的当月拉动率	23
图 58: 欧洲服务业活动持续放缓	24
图 59: 海外多数国家工业生产指数同比仍未回正	24
图 60: 出栏量和屠宰量是猪价的同比指标	25
图 61: 能繁母猪存栏能较好预测生猪出栏水平	25
图 62: 生猪存栏与出栏绝对水平	25
图 63: CPI 猪肉环比季节性走势	25
图 64: 猪粮比价与猪肉零售价	25
图 65: 明年猪价预测形态	25
图 66: 非食品分项的同比拉动率	26
图 67: 油价与居住及交通同比趋势相一致	26
图 68: 美欧炼油厂开工率修复力度较弱	27
图 69: 美国粗钢产量修复至正常年份 85% 水平	27
图 70: 美国原油库存	27
图 71: 全球原油供需表现	27
图 72: CPI 同比预测	28
图 73: CPI 食品同比预测	28
图 74: CPI 非食品同比预测	28
图 75: 上中下游行业对 PPI 的拉动率	29
图 76: PPI 各分项波动率与权重图	29
图 77: 六大行业 PPI 同比对 PPI 同比拟合效果	29
图 78: 9 月大宗商品价格指数开始回落	30
图 79: 9 月各类商品价格指数环比增速继续回落	30
图 80: 螺纹钢库存季节图	31
图 81: 水泥价格季节图	31
图 82: SMM 铜库存与消费	31
图 83: 铜价与库存水平	31
图 84: 基于高频工业品指标的同比模型拟合效果	32
图 85: 不同假设情境下的同比模型预测	32
图 86: 今年实体部门杠杆率快速抬升	33

图 87: 居民、企业、政府部门杠杆率表现.....	33
图 88: 住户及企业部门贷款增速.....	34
图 89: 历年社融结构.....	34
表 1: 2021 年宏观经济指标预测	6
表 2: 制造业四大行业划分	11
表 3: 明年年底工业品预测依据	32

1. 综述

三驾马车中，投资让位于消费，经济动能重新进入切换轨道中，GDP 增速整体呈现“前高后低”走势，预计全年不变价增速在 10% 左右。消费、制造业投资有望持续修复，成为明年经济的主要亮点；地产投资上半年韧性仍存，下半年回落速度加快；基建投资难有起色；出口上半年韧性仍存，进口有望持续爬坡，后续净出口贡献将有所走弱；预计明年通胀表现温和，整体呈倒 V 形态，CPI 中枢或将走低至 1%，PPI 中枢预计在 2% 左右，对货币政策不构成约束；随着经济回归潜在增长区间，明年货币政策存在进一步正常化诉求。未来宏观杠杆率将趋于平稳，信贷收紧幅度可控，剧烈去杠杆的概率不大，预计经历一轮温和“控”杠杆过程，社融增速或将回落至 10%-11%；明年 A 股慢牛格局不变；上半年货币政策进一步正常化可能会为债市创造更为合适的配置时点，下半年债市转向的确定性机会更大。

表 1: 2021 年宏观经济指标预测

指标	中性	区间
GDP 不变价同比 (%)	10	9-11
社融存量同比 (%)	10.5	10-11
CPI 同比中枢 (%)	1	0.5-1.5
PPI 同比中枢 (%)	2	1.5-2.5
固定资产投资同比 (%)	8	7-9
基建投资同比 (%)	5	4-6
制造业投资同比 (%)	15	14-16
房地产投资同比 (%)	8.5	8-9
社零同比 (%)	15	14-16
出口同比 (美元, %)	15	14-16
进口同比 (美元, %)	16	15-17

数据来源：东北证券

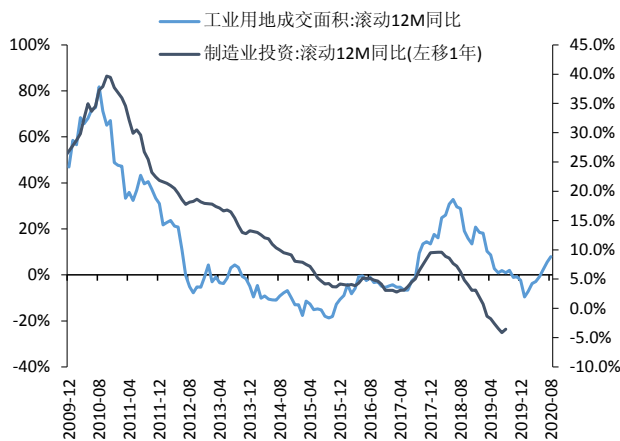
2. 投资：制造业修复可期，地产基建难有起色

2.1. 制造业投资：步入上行通道，预计呈现一轮弱周期修复

2.1.1. 总量层面：制造业投资进入复苏通道，但扩张幅度相对有限

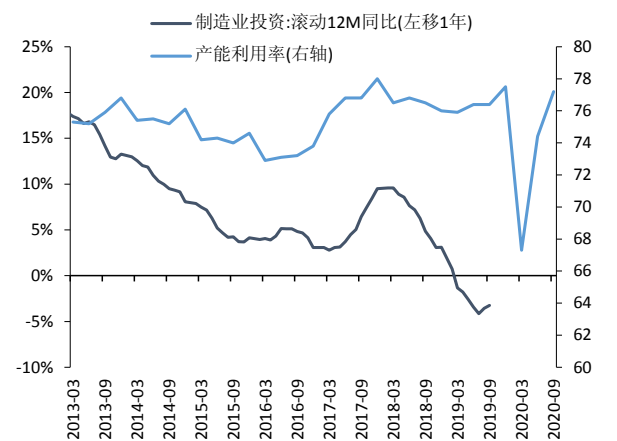
供给端来看，产能利用率逐步回归高位，工业用地面积明显回升，企业主动投资的意愿或将扩张。一般而言，产能利用率领先制造业投资一年左右的时间。至今年 9 月，产能利用率快速提升至 77.2%，接近 2017 和 2019 年的高点，若未来产能使用紧张，对于明年制造业投资的修复释放出积极信号。同时，工业用地成交面积也领先制造业投资一年，今年上半年工业用地成交面积同比出现一轮小幅上行，有利于明年制造业投资的回升。

图 1: 上半年工业用地成交面积回升



数据来源：东北证券，Wind

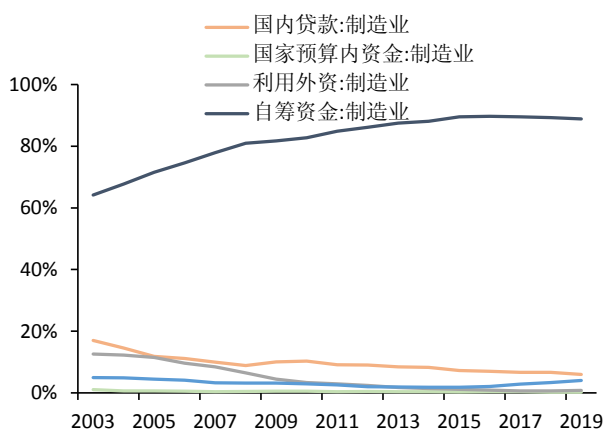
图 2: 产能利用率快速修复至高位



数据来源：东北证券，Wind

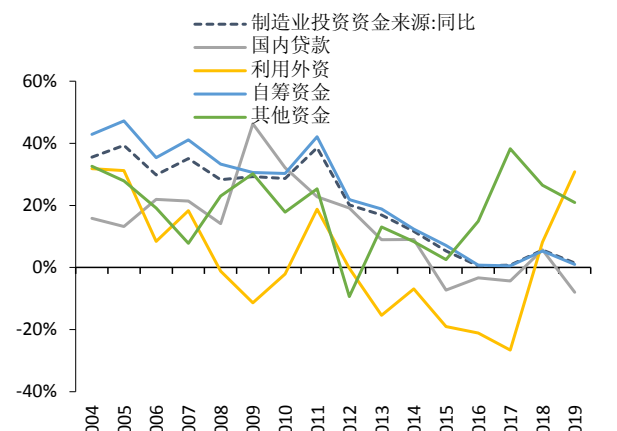
资金端来看，制造业盈利企稳回升，内源性资金增强，今年信贷资金向制造业倾斜度加大，都将提升后续投资端持续修复动能。从过去几年表现来看，制造业投资资金来源中有 90%来自于自筹资金，国内贷款仅占比 6%-7%。而自筹资金主要由企业上年盈利水平决定。自 2012 年以后，随着企业盈利增速的放缓，制造业投资中自筹资金增速也持续走弱。随着供给侧改革的持续推进，中上游利润显著修复，带动 2017 年企业整体利润增速回升，2018 年制造业投资也进入上行通道内。今年 5 月份，工业企业利润总额当月同比转正，8 月份快速提升至 19%的增速水平，由于 PPI 同比明年上半年之前预计仍在回升通道内，叠加生产端仍保持较高景气度，有利于企业盈利的持续改善。一般而言，企业利润领先制造业投资 1 年，意味着明年下半年制造业投资修复速度或将加快。2016 年以来，央行在“稳地价、稳房价、稳预期”目标之下，抑制资金过度流入房地产，取得了比较明显的效果。新增房地产贷款占各项贷款增量的比例从 2016 年最高的 44.8%持续回落至 2019 年的 34%，今年 1-5 月份又降至 25%。相应的，制造业中长期贷款占比自 2018 年的 6%提升至今年 9 月的 13%，增速达到 31%。今年上半年制造业企业贷款需求指数也快速走高至 70.6%。

图 3: 制造业投资资金来源结构



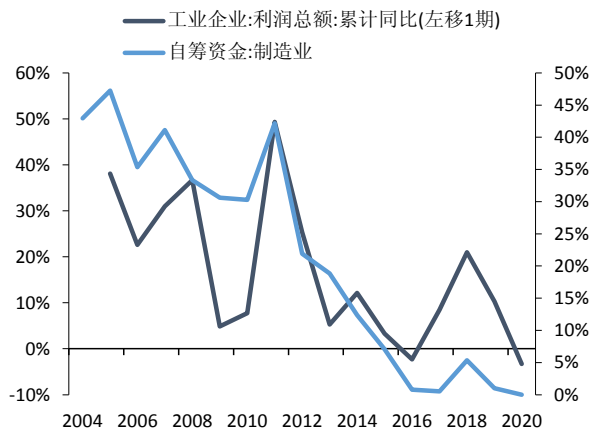
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 制造业投资资金来源分项同比



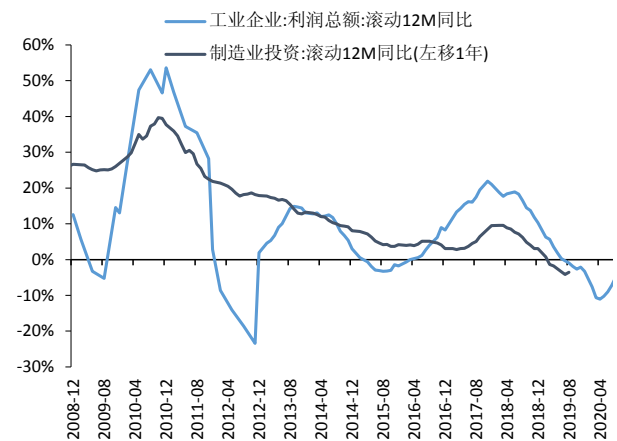
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 自筹资金一般对应上年企业盈利



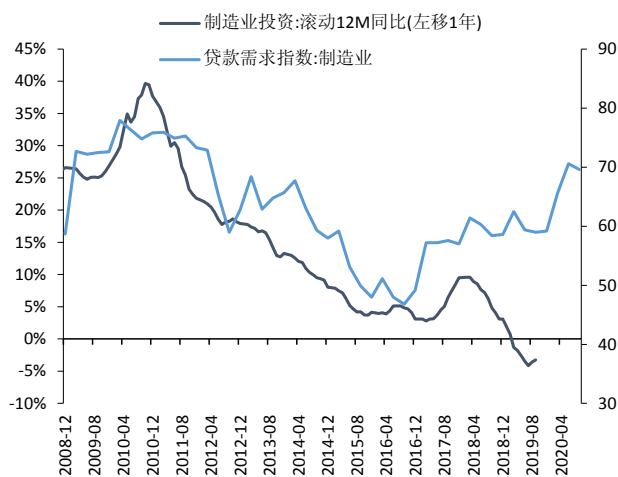
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 企业利润领先制造业投资 1 年



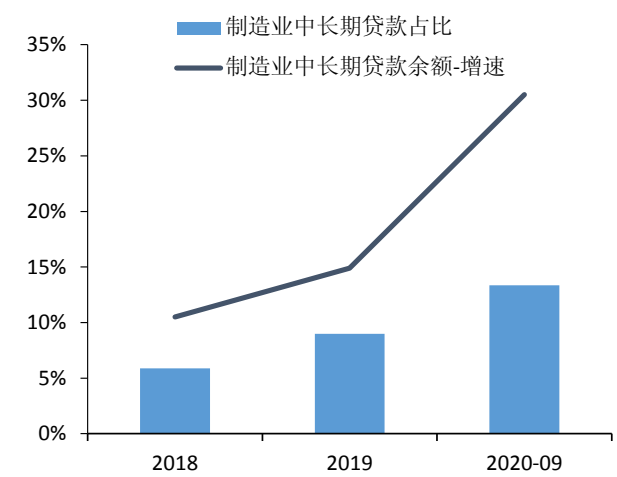
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 企业贷款需求一般领先制造业投资



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 今年制造业中长期贷款占比明显改善



数据来源：东北证券，央行

需求端来看，制造业投资对应基建、地产、消费、出口等终端需求，其中出口和地产是较强的驱动变量。鉴于明年地产、基建投资难有起色，而出口在明年上半年海外产能恢复后也将有所走弱，消费预计上半年回归常态化后扩容空间相对有限，意味着下半年整体需求改善或将走弱，难以支撑新建需求出现明显扩张。因此我们认

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_1796

