

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济复苏分化 政策延续稳健

— 2021 年中期国内宏观经济展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021 年 7 月 5 日

内容提要:

疫苗加速接种叠加宽松政策共同推动全球经济持续复苏。自 2020 年 12 月部分国家陆续启动新冠疫苗接种以来,全球疫苗接种呈加速态势,不过接种的公平性、接种的节奏问题以及疫苗对部分变异病毒的有效性值得关注,全球取得抗击新冠疫情最终胜利的时间可能会延后。此外,货币超发、供给受限等因素推涨通胀,未来极度宽松的货币政策和财政政策会如何调整,市场有一定分歧。目前看,部分国家已有所转向,若叠加美联储 2021 年下半年讨论缩减 QE,将对全球市场预期以及流动性产生一定冲击。

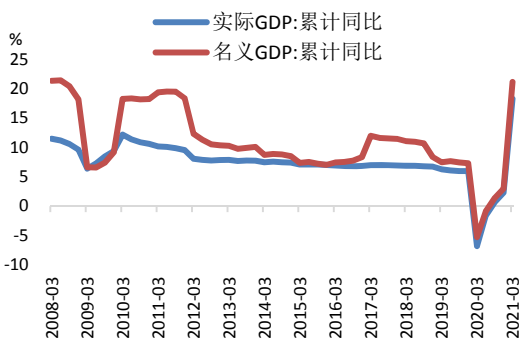
国内经济整体复苏势头良好但分化明显。上半年生产端继续高位运行,消费端温和复苏,投资端逐步加速,出口端增势良好,当前经济仍有韧性。初步预计二、三、四季度 GDP 分别为 8.1%、6.3%、4.8%,全年同比增长 8.8%。财政后置效应将在下半年继续发挥稳定经济的作用。

通胀温和,二季度或是拐点。其中,CPI 温和反弹,工业品价格大幅上涨并未显著传导至 CPI 端,预计全年同比上涨 1.0%;PPI 受全球复苏、部分品种供给收缩以及基数等原因影响加速上行至最高 9%,但下半年趋于回落,预计全年同比上涨 6.4%。短期而言,通胀并非掣肘货币政策的主要因素。

政策稳健,流动性总体平稳。维持流动性总体平稳,继续结构性支持实体经济成为上半年央行的主要工作。从实际操作情况看,央行公开市场以小额回收流动性为主,利率中枢较为稳定。未来央行或将继续保持稳健操作,资金面保持松紧适度。下半年需要密切关注专项债发行节奏,压力将超过 2020 年同期;同时,下半年 MLF 到期规模达到创纪录的 41,500 亿元,届时央行的对冲态度尤为关键,不排除采用(定向)降准的方式予以对冲。

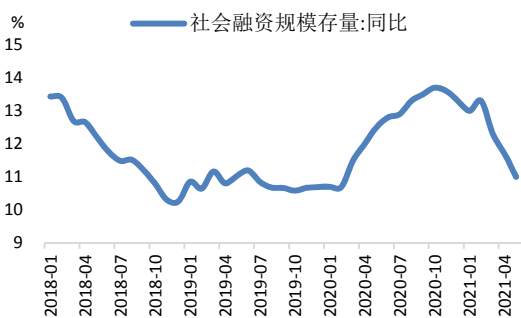
风险提示: 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

GDPG



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

社融



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《工业筑顶投资修复 消费温和经济整固—5 月宏观经济数据点评》
2. 《PPI 冲高筑顶 CPI 温和上涨—5 月物价数据点评》
3. 《生产稳价格降 需求淡季不淡—6 月 PMI 数据点评》

目录

一、全球经济复苏但不平衡性加大	3
1、世界经济持续复苏	3
2、各经济体复苏不平衡性突出	5
3、通胀整体上升，对政策影响增大	6
二、国内经济仍在复苏的轨道上	7
1、经济稳定恢复	7
2、复苏分化明显	8
三、杠杆率稳中趋缓	15
四、通胀上行，二季度或是拐点	17
五、宏观政策稳健，流动性总体平稳，财政后置效应将继续稳定经济	18
1、货币政策稳字当头，流动性总体平稳	18
2、财政收入复苏，支出后置效应将继续稳定经济运行	20
五、主要经济指标预测	22

图表目录

图 1：截至 6 月 19 日全球新冠疫苗接种逾 26 亿剂	3
图 2：全球新冠疫苗接种率持续上升但国家分化明显	3
图 3：IMF4 月上调 2021 年全球经济增长预测 0.5 个百分点	3
图 4：全球 PMI 复苏良好	3
图 5：全球新冠疫情发展存在反复	5
图 6：4 月后除中国外的其他国家疫苗接种速度放缓	5
图 7：一季度主要发达国家中仅美国 GDP 同比转正	5
图 8：一季度部分新兴市场国家 GDP 同比转正	5
图 9：OECD 预计 G20 部分国家人均 GDP 恢复至疫情前水平所需时间较长	6
图 10：大宗商品价格指数已较 2020 年底部值翻倍	6
图 11：LME 基本金属指数创近 10 年新高	6
图 12：全球食品价格指数创近 10 年新高	7
图 13：近期美国 CPI 同比涨幅创 10 多年来新高	7
图 14：今年 GDP 或逐季下行（二季度及以后为预测值）	7
图 15：基数原因下消费对 GDP 贡献率大增	7
图 16：房地产投资率先复苏至疫情前水平	8
图 17：工业企业利润持续保持两位数的复合增速	8
图 18：年初以来工业生产继续保持较快增长	9
图 19：工业产能利用率仍在高位	9
图 20：社会消费品零售总额温和增复苏	10
图 21：餐饮业受疫情等影响缓慢复苏	10

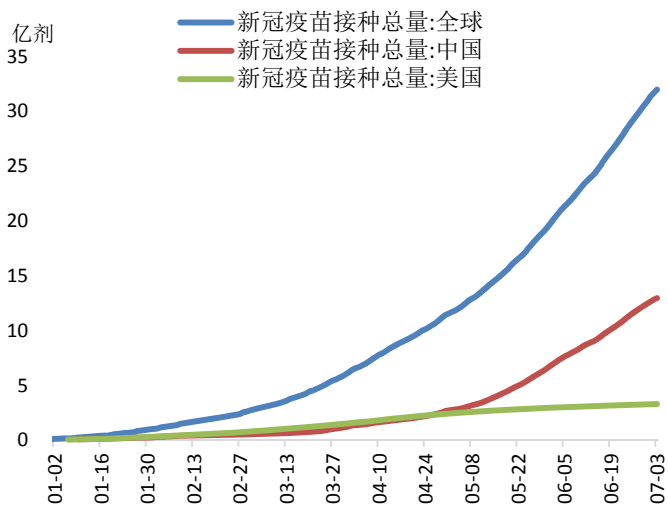
图 22: 居民财产性收入增长持续快于工资性收入	11
图 23: 高净值人群与可投资资产规模快速增长	11
图 24: 房地产投资率先复苏至疫情前水平	12
图 25: 工业企业利润持续保持两位数的复合增速	12
图 26: 疫情后大中型企业复苏情况好于小型企业	13
图 27: 疫情后大型企业生产与订单表现优于疫情前	13
图 28: 国有工业企业利润修复情况好于民营企业	14
图 29: 近 2 年国有工业企业利润占比有所回升	14
图 30: 民企资产负债率仍在上升	14
图 31: 民企融资成本仍然高位徘徊	14
图 32: 1 季度实体部门杠杆率再度上升	16
图 33: 1 季度非金融企业杠杆率再创历史新高	16
图 34: 政府部门杠杆率加快上升	17
图 35: 居民部门连续 33 个季度加杠杆	17
图 36: 今年前 5 个月食品价格大幅弱于季节性特征	17
图 37: 今年 CPI 中枢或在 1% 左右	17
图 38: 大宗商品价格震荡上行	18
图 39: 今年 PPI 中枢或在 6.3% 左右	18
图 40: 上半年 MLF 净回笼而去年为净投放	19
图 41: 今年 3-6 月公开市场地量操作小幅净回笼	19
图 42: 3-5 月 DR007 均值平稳略降, 6 月小幅上升	20
图 43: 3 月以来 R007-DR007 的波动性趋缓	20
图 44: 下半年社融或趋稳	20
图 45: 企业贷款需求旺盛	20
图 46: 今年财政收支矛盾有所缓和	21
图 47: 今年专项债发行节奏较前两年放慢	21
图 48: 今年前 5 个月财政支出进度偏慢	22
图 49: 预算赤字率小幅下降但绝对规模仍高	22
表 1: 多家机构上调 2021 年全球经济增长预测 (单位: %)	4
表 2: 2021 年上半年节假日旅游人数及收入变化情况	10
表 3: 2021 年 1 季度实体部门杠杆率变化情况 (单位: %)	15
表 4: 2020 年国内主要经济指标预测	22

一、全球经济复苏但不平衡性加大

1、世界经济持续复苏

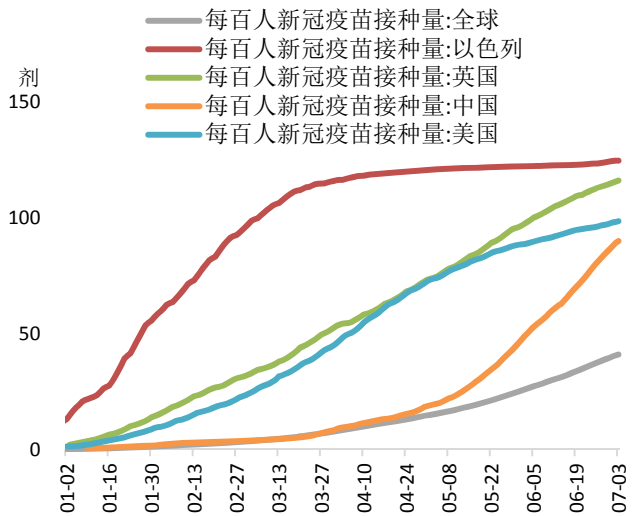
疫苗加速接种叠加宽松政策共同推动全球经济持续复苏。自 2020 年 12 月部分国家陆续启动新冠疫苗接种以来，全球疫苗接种呈加速态势。全球接种总剂数超过 5 亿剂历时约 4 个月，从 5 亿剂增至 10 亿剂历时不到 1 个月，从 10 亿剂增至 15 亿剂历时 3 个星期，15 亿剂增至 20 亿剂仅历时 2 个星期。

图 1：截至 6 月 19 日全球新冠疫苗接种逾 26 亿剂



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

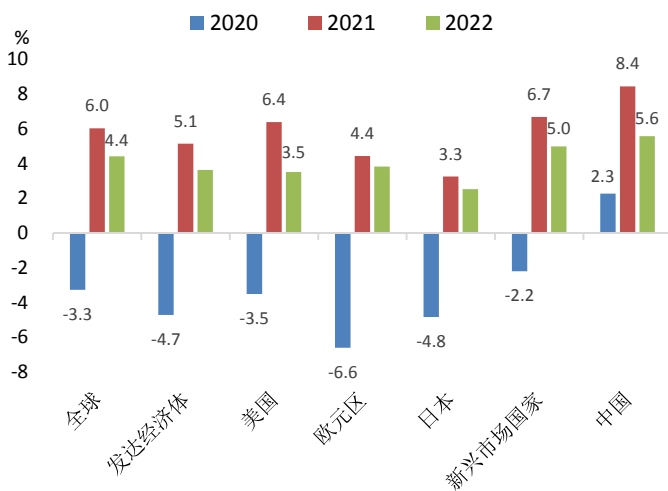
图 2：全球新冠疫苗接种率持续上升但国家分化明显



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

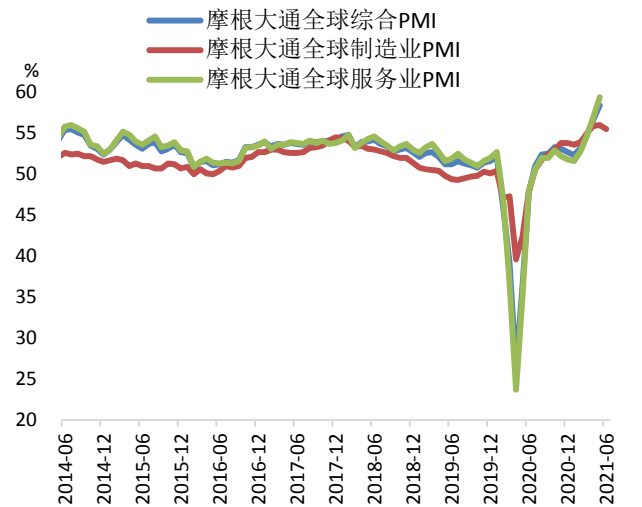
在这种情况下，部分接种较快、防控措施较好的国家迅速重启经济，总体复苏态势良好，由此多家国际机构纷纷上调今年全球增长预期。

图 3：IMF 4 月上调 2021 年全球经济增长预测 0.5 个百分点



资料来源：IMF，国开证券研究与发展部

图 4：全球 PMI 复苏良好



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

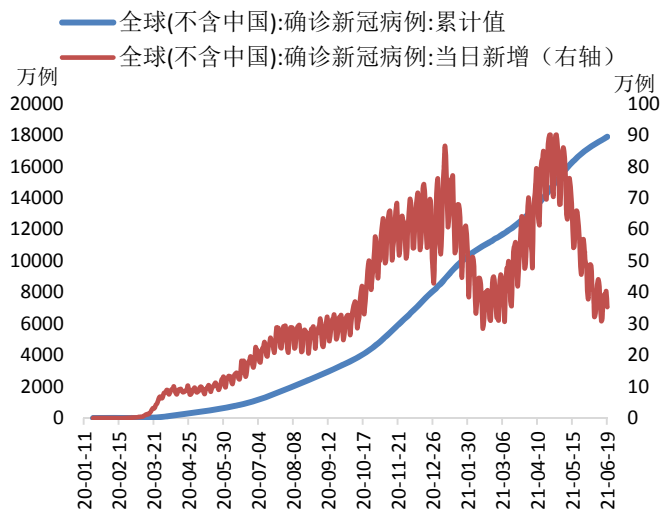
表 1: 多家机构上调 2021 年全球经济增长预测 (单位: %)

	IMF (4 月)	世界银行 (6 月)	OECD (5 月)
全球	6.0	5.6	5.8
发达国家	5.1	5.4	5.3*
其中: 美国	6.4	6.8	6.9
欧元区	4.4	4.2	4.3
日本	3.3	2.9	2.6
新兴市场国家	6.7	6.0	6.2**
其中: 中国	8.4	8.5	8.5

注: *以对 OECD 国家的预测作为替代, **以对非 OECD 国家的预测作为替代
 资料来源: IMF, 世界银行, OECD, 国开证券研究与发展部

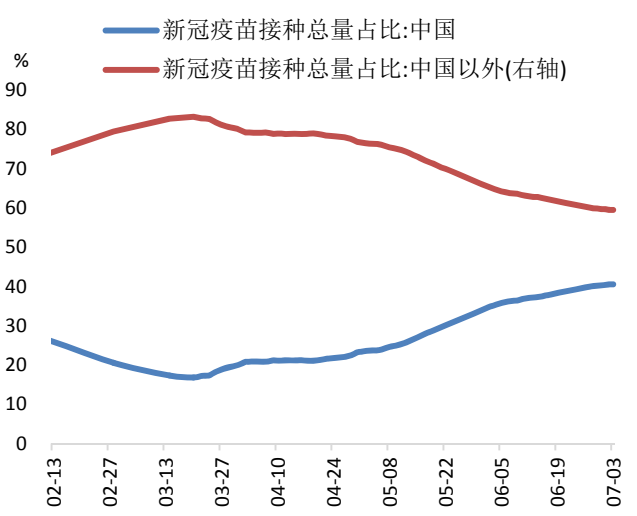
虽然全球新冠疫苗接种率持续上升,但是有三个方面的问题需要关注。其一是疫苗接种的公平性问题。5 月末世卫组织总干事谭德塞指出,全球的疫苗供应极不平衡,当前全球 75%以上的疫苗剂量仅用于 10 个国家,最低收入国家接种的疫苗剂数不到全球总量的 0.5%。外交部发言人赵立坚 5 月 18 日表示,据一些机构和媒体统计,仅占世界人口 14%的高收入国家持有的疫苗量已经超过占 86%人口的中低收入国家持有疫苗量的 6 倍。其中,美国已经抢购约 26 亿剂疫苗,占全球 1/4,远超自身所需。国际商会 1 月发表的研究报告显示,如果发达经济体不为发展中国家提供公平的疫苗接种机会,将给世界造成 1.5 万亿至 9.2 万亿美元损失(引自人民网等媒体)。让全球公平获得疫苗,这是缓解疫情大流行对公共卫生和经济影响的重要途径。其二是疫苗接种的节奏问题,3 月下旬以来中国疫苗接种(剂数)占全球接种比例从 17%左右提升约 1 倍至 5 月末的 33.6%,这意味着除中国外的其他国家与经济体接种速度趋缓,全球取得抗击新冠疫情最终胜利的时间可能会延后。其三是部分变异病毒传播能力增强对人群健康及疫苗有效性的冲击问题。4 月以来印度疫情严重,其变异病毒(delta)传播能力增强,6 月再度发现 delta+变异病毒。此外,越南卫生部长 5 月末表示,越南发现同时有在英国发现和印度发现的变种病毒的特征的“混合变种”,传播性更强。

图 5: 全球新冠疫情发展存在反复



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 4 月后除中国外的其他国家疫苗接种速度放缓



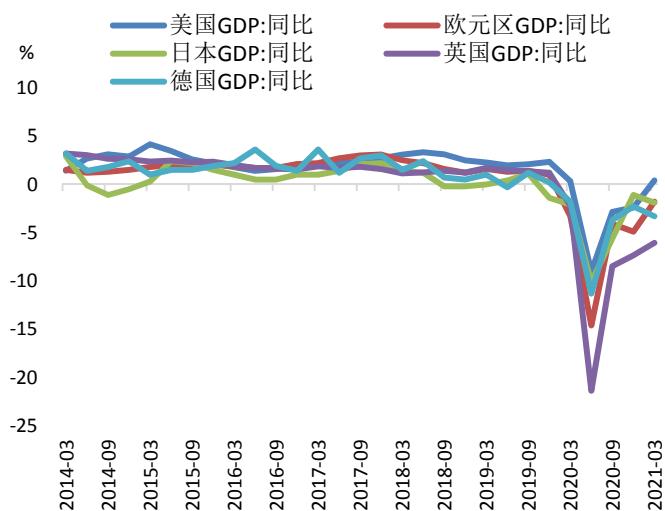
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、各经济体复苏不平衡性突出

为应对疫情, 各国迅速推出规模空前的财政、货币和监管措施, 在维持家庭的可支配收入、保障企业的现金流、支持信贷供给方面发挥重要作用, 多国经济自 2020 年下半年陆续触底反弹, 不过至今多数国家尚未完全恢复至疫情前水平, 而且各经济体复苏分化明显。

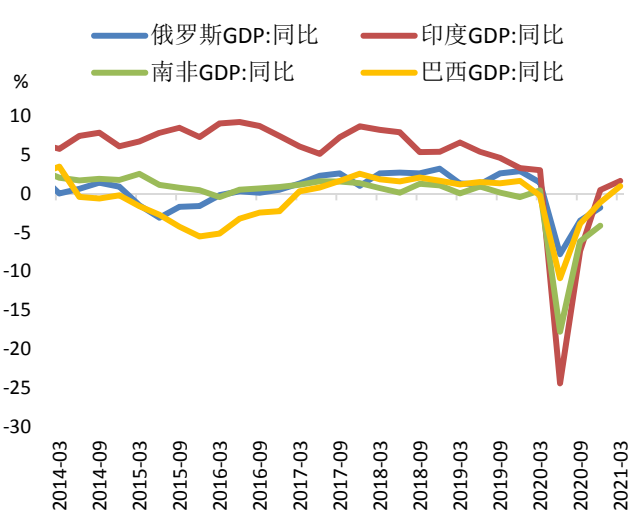
在新冠疫情暴发 1 年多的时间里, 全球经济体中恢复至疫情前经济水平最为迅速的是中国, 只用了半年左右。其他速度比较快的主要经济体为韩国、俄罗斯和美国, 目前已大体上完成经济恢复。而日本、德国、澳大利亚等仍需等到今年年底或明年才能完成经济恢复。

图 7: 一季度主要发达国家中仅美国 GDP 同比转正



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

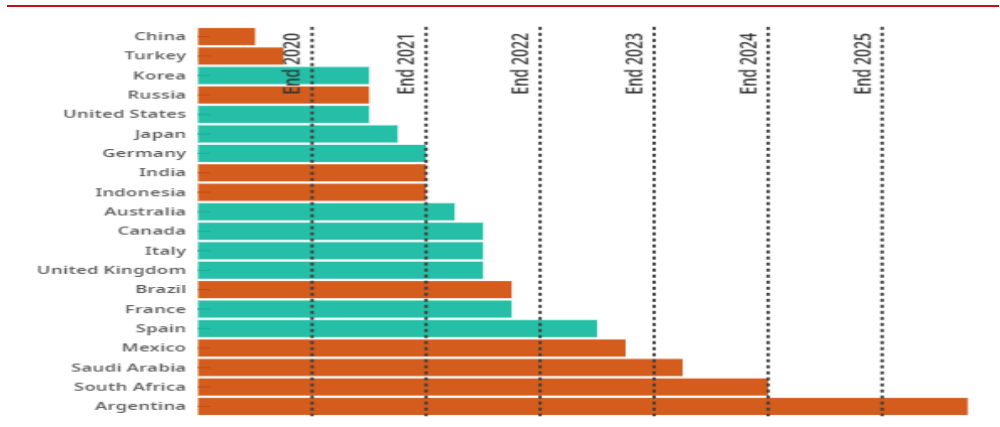
图 8: 一季度部分新兴市场国家 GDP 同比转正



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

OECD 的数据显示，虽然美国、中国等主要经济体的复苏较快，但许多欧洲国家，特别是依赖旅游业的国家，经济发展水平将远低于疫情前。同时，尽管推广疫苗接种让发达经济体逐渐恢复商业活动，但许多新兴市场经济体还在受到疫苗接种部署缓慢和新一轮疫情的拖累。

图 9: OECD 预计 G20 部分国家人均 GDP 恢复至疫情前水平所需时间较长

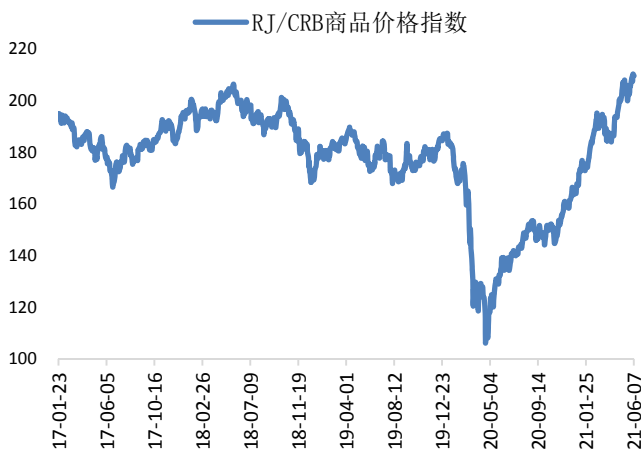


资料来源: OECD、国开证券研究与发展部

3、通胀整体上升，对政策影响增大

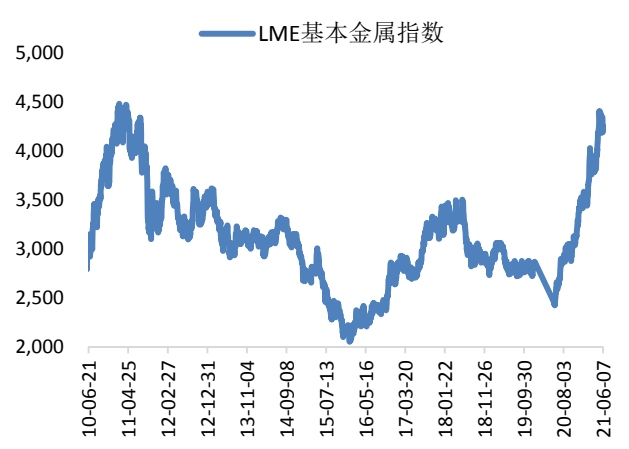
货币超发、供给受限等因素推涨通胀。2021 年全球范围内通胀大幅上涨，5 月 CRB 均值同比上涨 62.4%，较 2020 年 1 月上涨 13.1%。其中，美国 CPI 同比上涨 4.2%，创 2008 年 9 月以来新高，PPI 同比上涨 6.6%，创 2010 年有数据以来新高。在各国经济逐渐重启但疫情控制差异较大，尤其是全球产业链受到严重冲击的背景下，未来通胀走势如何发展，极度宽松的货币政策和财政政策会如何调整，市场有一定分歧。目前看，部分国家已有所转向，叠加美联储 2021 年下半年讨论缩减 QE，将对全球市场预期以及流动性产生一定冲击。

图 10: 大宗商品价格指数已较 2020 年底部值翻倍



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 11: LME 基本金属指数创近 10 年新高



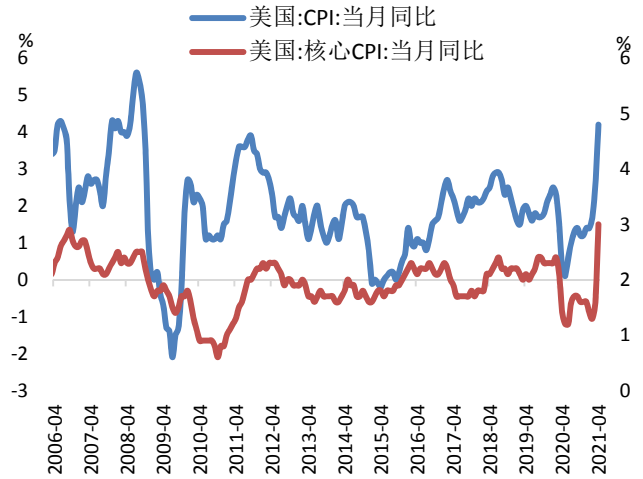
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 全球食品价格指数创近 10 年新高



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 13: 近期美国 CPI 同比涨幅创 10 多年来新高



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

二、国内经济仍在复苏的轨道上

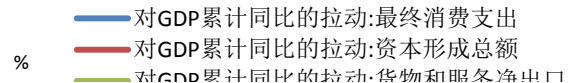
1、经济稳定恢复

一季度 GDP 同比增长 18.3%，比 2019 年一季度增长 10.3%，两年平均增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值同比增长 8.1%，两年平均增长 2.3%；第二产业增加值同比增长 24.4%，两年平均增长 6.0%；第三产业增加值同比增长 15.6%，两年平均增长 4.7%。一方面，一季度国内生产总值同比增速较高，主要是受到 2020 年较低基数、员工就地过年工作日有所增加等不可比因素的影响。另一方面，18.3% 的实际增速略低于市场预期（19% 左右），主要是受到基建投资、制造业投资、消费数据不及预期的影响。初步预计二、三、四季度 GDP 分别为 8.1%、6.3%、4.8%，全年同比增长 8.8%，2022 年单季 GDP 逐步向疫情前水平靠拢。

图 14: 今年 GDP 或逐季下行（二季度及以后为预测值）



图 15: 基数原因下消费对 GDP 贡献率大增



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_21839

