

回归与重启

——2021 年中国宏观经济展望

相关研究:

1. 《落实改革措施释放长期高质量增长潜力——2018 年宏观经济展望》 2018.01.02
2. 《三箭齐发激活经济内生增长动能——2019 年中国宏观经济展望》 2019.03.20
3. 《外圆内方——2020 年中国宏观经济展望》 2020.01.05
4. 《在防疫和复苏间寻求平衡——2020 年下半年中国宏观经济展望》 2020.07.23
5. 《海外多事之秋，国内复苏继续——2020 年四季度中国宏观经济展望》 2020.10.15

首席经济学家: 李康

执业证书编号: S0500511010013

分析师: 祁宗超

证书编号: S0500519010001

Tel: 021- 68634510- 8370

Email: qizc@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点:

□ 经济复苏回归潜在增速，双循环发展重启新阶段

2020 年在新冠肺炎疫情的冲击下我国经济经历了大起大落，目前我国新冠肺炎疫情基本得到控制，经济在全球范围内也率先进入复苏。预计 2021 年经济能够延续复苏的态势，在低基数和全球复苏共振的影响下，全年经济增速有望录得 8.6%。国际政经环境经历深刻变化的背景下，在新的五年规划的起点上，我国经济也将面临新的挑战。在 2021 年全年经济增长确定性较强的背景下，一方面，宏观政策预计会保持“连续性、稳定性、可持续性”，维护经济复苏的良好环境；另一方面，在中欧投资协定谈判完成后，需要进一步推进优化营商环境、积极寻求加入 CPTPP 等重大改革举措，挖掘内外需潜力，推动产业结构转型升级，寻找促进经济增长新的动力源泉。

□ 海外疫后艰难复苏，宽松政策不急退出

海外主要国家经济在今年 4 月探至底部，随后开始缓慢回升，但是进入下半年以来，经济指标的回升趋势明显放缓甚至出现回落，主要反映了在疫情出现二次攀升的背景下，经济在抗疫和复苏之间艰难平衡、反复纠结的状态。发达经济体的经济主要拉动因素是消费支出，产业结构中也以服务业为主导，而消费活动及服务业在疫情反复期间所受抑制更为明显。疫情中，居民部门的资产负债表受到冲击，居民储蓄率明显上升，整体消费活动的修复显得较为缓慢。明年海外主要经济体的修复节奏仍然取决于疫苗大规模接种的节奏，预计在二季度后复苏节奏才会有所加快，明年全年海外仍有望维持宽松的政策环境。

□ 低基数高增长确定，增长动力结构调整

从今年前三季度经济复苏的情况来看，结构性复苏的情况比较明显。生产端修复快于需求端（工业增加值已经恢复到疫情前水平），第二产业复苏快于其他产业（三季度第二产业 GDP6%，恢复到疫情前水平），投资复苏快于消费（9 月固定资产投资累计同比已经转正）。展望明年，供给端有望在需求复苏和企业盈利好转的背景下进一步扩张。需求端，虽然随着全球疫情逐步控制，我国的产业链替代优势有所减弱，但全球经济复苏有望能够支撑出口维持相对高景气；消费有望随着经济复苏、失业率的下降及居民可支配收入的回升而进一步回升，特别是在耐用品消费方面，将成为明年经济复苏的重要动力；投资方面，制造业投资得益于需求复苏和企业盈利改善将进一步回升，成为明年拉动投资的主要力量，房地产投资和基建投资维持相对温和的增速。

□ 宽松政策且稳且退，改革转型是关键

随着经济复苏的不断推进，疫情期间的宽松货币政策逐渐向稳健中性回归。明年的货币政策会避免在总量上进一步宽松，更多的可能是结构性

地引导实体融资成本下行，强调精准滴灌和直达实体，重心落在支持制造业恢复和保就业及稳增长上，为“大病初愈”的企业提供良好的恢复环境。从明年的通胀情况来看，猪肉供给的改善将对 CPI 产生一定的压力，PPI 则会在全球复苏共振的背景下逐步回升并转正，通胀情况总体表现温和，不会对货币政策构成约束，甚至需要货币政策维持良好的复苏环境。受债务约束，明年的财政政策将相对积极，预计目标赤字率下调至 3%，财政收支增速剪刀差有望进一步收敛，财政政策保持适度支出强度，同时完善减税降费政策，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为。总体而言明年逆周期的调节政策力度不及今年，旨在维护良好的经济复苏环境。

中央经济工作会议中，提出了 2021 年的八项重点工作，其中前四项是宏观经济工作中最重要和根本的方向，可能不仅仅代表了明年的工作重点，也为未来 5 年的经济工作重点指明了方向，分别是：强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、坚持扩大内需这个战略基点、全面推进改革开放。此次中央经济工作会议还提到了积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP），不过短期内 CPTPP 的有关条款对于我国来说可能仍较难达成，需要一定的时间推进。但加入 CPTPP 的表态，显示出我国改革开放充满信心和决心，通过加入高水平的、难度比较大的区域经贸协定，倒逼国内的改革。在 2020 年结束之前，中欧投资协定谈判完成，不仅可以促进中欧两大经济体在疫后的经济复苏合作，促使全球经济更快地走出疫情影响的阴霾，更重要的是使得我国的改革开放的进程继续向前迈进了一步，中欧之间可持续合作的基础，可以为中国进一步开放和中美第二阶段贸易协议等问题提供参考。

2021 年是我们经济经历了疫情的冲击后回归潜在增速的一年，也是我们宏观政策逐步回归常态的一年。经济总体会在低基数和复苏共振的影响下出现高增长，但是整体的复苏环境仍不稳定，国内外存在着一些风险因素。站在新的五年规划的起点上，政策的重点将是以内循环为主体，充分挖掘内需潜力，推动产业创新升级，提高消费质量，完善消费环境等方面。

□ 风险提示：

疫苗效果不及预期，经济复苏力度不及预期，通胀超预期，全球地缘政治风险。

表 1 湘财证券研究所 2020 年主要宏观数据预测

	2018Y	2019Y	2020Q1	2020H1	2020Q3	2020E	2021E
GDP:累计同比	6.75	6.11	-6.80	-1.60	0.70	2.1	8.6
工业增加值:累计同比	6.20	5.70	-8.40	-1.30	1.20	2.7	8.5
固定资产投资:累计同比	5.90	5.40	-16.10	-3.10	0.80	3.3	7.5
房地产开发投资:累计同比	9.50	9.90	-7.70	1.90	5.60	7.1	6
基建投资:累计同比	3.80	3.80	-19.70	-2.70	0.20	1.5	5
制造业投资:累计同比	9.50	3.10	-25.20	-11.70	-6.50	-2	8
社零消费总额:累计同比	8.98	8.00	-19.00	-11.40	-7.20	3.8	11.8
CPI:累计同比	2.10	2.90	4.90	3.84	3.31	2.5	1.5
PPI:累计同比	3.50	-0.30	-0.60	-1.90	-2.00	-2	2
M2:同比	8.10	8.70	10.10	11.10	10.90	10.5	9.5
社会融资规模存量:同比	10.26	10.69	11.50	12.80	13.50	13.5	11.5

资料来源：湘财证券研究所、国家统计局、中国人民银行、Wind

正文目录

1 海外疫后艰难复苏，宽松政策不急退出	7
1.1 疫情反复，艰难复苏	7
1.2 疫苗定节奏，中美缓修复	12
1.3 宽松政策难急退，复苏仍需支持	15
2 低基数高增长确定，增长动力结构调整	17
2.1 生产率先修复，盈利支撑扩张	18
2.2 复苏共振，出口有望维持强劲	20
2.3 消费复苏在路上，需求侧挖掘潜力	23
2.4 结构有所调整，制造业投资接力	25
3 宽松政策且稳且退，改革转型是关键	28
3.1 货币逐步回归稳健，更加精准结构化	28
3.2 预算赤字率下调，调节力度有所减弱	30
3.3 双循环挖内需，需求侧促创新	31
3.4 以发展促合作，以合作促改革	34

图表目录

图 1 主要经济体环比增速剧烈波动 (%)	8
图 2 同比增速艰难修复三季度仍然为负 (%)	8
图 3 全球经济艰难复苏	9
图 4 下半年以来商业航班数量艰难修复	9
图 5 美国 4 月以来失业率逐步回落, 消费者信心震荡攀升	10
图 6 投资领先指标触底后延续回升	10
图 7 欧洲制造业 PMI 持续回升至疫情前水平	11
图 8 欧洲服务业 PMI 受第二波疫情影响持续回落	11
图 9 主要经济体通胀水平仍然低迷	12
图 10 印度构筑第一波平台期, 俄罗斯巴西再度攀升	13
图 11 欧洲部分国家开始进入第二波平台期	13
图 12 美国每日新增确诊突破 25 万例	13
图 13 疫情期间海外主要经济体抗疫政策	15
图 14 主要央行的资产规模今年都出现了大规模扩张	16
图 15 主要发达经济体 10Y 国债收益率	17
图 16 一季度低基数出现高增长, 随后回归至潜在增长水平	18
图 17 工业增加值快速修复至疫情前的水平 (%)	19
图 18 制造业工业增加值率先修复 (%)	19
图 19 服务业生产指数当月同比增速已恢复至疫情前的水平 (%)	19
图 20 工业及服务业企业营收逐步改善 (%)	20
图 21 出口增速持续保持韧性	21
图 22 对主要出口地增速逐步回升 (%)	21
图 23 织物及塑料制品出口维持高增速	22
图 24 失业率持续回落, 可支配收入回升 (%)	23
图 25 企业招工指数持续回升推动耐用品消费修复 (%)	24
图 26 消费复苏仍在路上, 明年有望延续 (%)	24
图 27 投资延续复苏, 房地产投资保持韧性 (%)	25
图 28 商品房销售增速年内首次转正 (%)	26
图 29 地方专项债发行规模 (累计值, 亿)	27
图 30 贷款结构改善, 制造业贷款需求回升 (亿)	27
图 31 制造业利润增速回升伴随着产能利用率接近历史新高	28
图 32 社融增速开始出现回落 (亿, %)	29
图 33 三部门杠杆率受疫情影响攀升	29
图 34 明年通胀无压力, 预计整体表现温和 (%)	29
图 35 目标财政赤字率预计回落至 3 (%)	31
图 36 财政收支缺增速缺口有望继续收敛 (%)	31

图 37 2008 年金融海啸之后我国外贸依存度持续下降 (%)	32
图 38 消费成为拉动我国 GDP 增长的最主要因素 (%)	33
图 39 下半年我国与欧盟贸易额同比增速已转正 (万美元, %)	35
图 40 中欧双边贸易占欧盟外贸比例逐步提升	35

2020 年以一场突如其来的新冠肺炎疫情开局,截止年底从全球视角来看,欧洲一些国家的“二次封闭”才刚刚解除,这场疫情远未能算结束。在疫苗全球范围大规模投入使用前,新冠肺炎疫情仍将是笼罩在全球经济上的一层阴霾。纵观 2020 年全年,全球经济基本上是沿着防疫抗疫这条主线演进的,各个经济体基本都经历了“抗疫停摆和解封复苏”这样比较罕见且剧烈的经济小周期。由于我们国家采取了科学的防疫措施,使我国的经济在这样的小周期中率先进入复苏阶段。展望明年,随着疫情对全球经济的冲击逐渐减弱,疫苗开始逐步投入使用,海外主要经济体的复苏节奏有望加快,向疫情前的潜在增速回归。同时,随着拜登就任美国新一任总统,贸易保护主义的逆风将有所缓解,对于全球贸易而言将是另一种形式的“疫后回归”。作为在这场短暂剧烈经济小周期中的领先者,我国经济将率先回到疫情前的潜在增速,并且在低基数的影响下,出现同比高速增长的现象。相比于经济增速的数字,我们更关心的将是,在新一轮五年规划的起点上,如何寻找新的经济高质量增长动力源泉,推动经济结构性改革。

1 海外疫后艰难复苏, 宽松政策不急退出

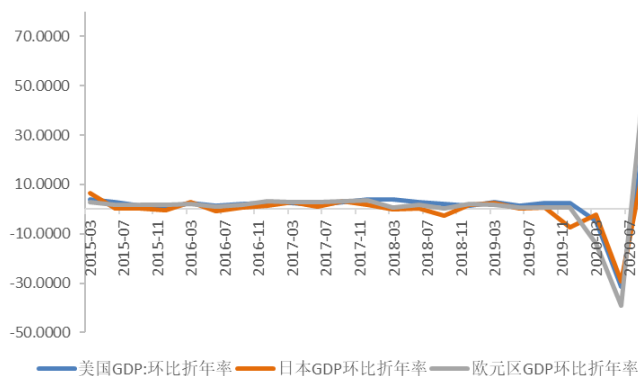
1.1 疫情反复, 艰难复苏

根据世界卫生组织 12 月 9 日公布的最新数据,全球大流行新冠肺炎已经在超过 200 个国家蔓延,确诊病例超过 6700 万人,造成超过 153 万人死亡,对全球经济发展产生了巨大的冲击。事实证明,严格的防疫措施和有效的社交距离对于控制新冠肺炎疫情具有明显的效果。对待疫情采取不同态度及防控措施的国家,其疫情发展及经济修复呈现出不同的节奏:首先进行严格疫情防控措施的经济体,疫情也最先得控制。不过随着年中一些国家的防疫措施逐步放松,疫情的第二波冲击也开始出现,海外经济在疫情的不断反复中艰难复苏。

因为新冠疫情的冲击,海外经济体今年出现了罕见的剧烈波动。美国二季度 GDP 环比折年率下降 31.4%,成为有记录以来的最大季度跌幅,远超 2008 年全球金融海啸时期,随后三季度 GDP 环比折年率数据在二季度极低基数的基础上录得 33.1% 的巨幅增长,但从同比口径来看仍然是负增长:三季度 GDP 同比折年数录得 -2.9%。欧元区二季度 GDP 环比折年率下降 39.2%,创下 1995 年欧盟有统计数据以来的最大降幅,三季度同样在二季度的极低基数下录得 60.0% 的环比折年率,同比口径来看欧元区三季度当季同比也仍

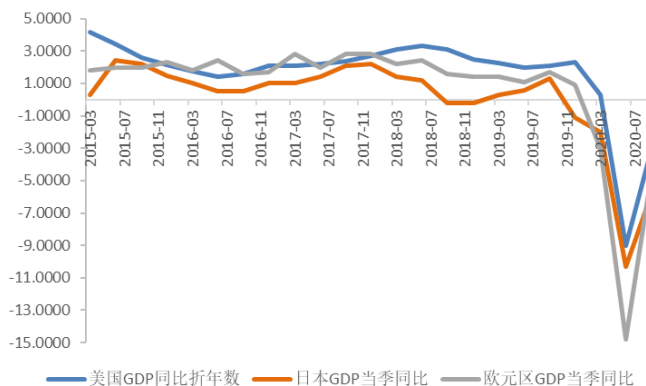
为负，录得-4.3%。日本经济在连续三季负增长后终于环比转正录得 22.9%，但也是建立在二季度经济环比折年率大幅下降 29.2%的基础上的，同比来看当季仍然下降了 5.7%。

图 1 主要经济体环比增速剧烈波动 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 2 同比增速艰难修复三季度仍然为负 (%)



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_485

