

证券研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001

邮箱

zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009

邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席经济评论

以变应变——2021年中国经济的主线

平安观点:

- 展望 2021 年的中国经济：预计随着新冠疫苗的大面积接种，中美经济的“镜像”表现（美国消费、中国生产）面临转换，中国势必更加需要“坚持扩大内需这个战略基点”（我们认为，扩大内需最主要的就是消费和有效投资）。由于基数原因，2021年中国经济“前高后低”已成共识甚至事实。但我们不仅仅要看同比变化，也要关注环比变化。
- 中央经济工作会议上部署宏观政策“不急转弯”，就是要给企业恢复元气的空间，给居民增加消费的空间，避免中国经济增长动能出现断档。
- 以“变（增长动能转换）”应“变（外部环境不确定性）”，成为 2021 年中国经济的主线，也是构建“新发展格局”的重中之重。

2020年，突如其来的新冠疫情，让中国经济和中国人民都经历了一次刻骨铭心的“压力测试”。众志成城、果断出拳、精准施策之下，中国疫情“先进先出”、中国经济“一枝独秀”、中国制造“兀自岿然”，我们在料峭寒意中守得“春”来！

展望2021年：一方面，预计随着新冠疫苗的大面积接种，中美经济的“镜像”表现（美国消费、中国生产）面临转换，中国势必更加需要“坚持扩大内需这个战略基点”（我们认为，扩大内需最主要的就是消费和有效投资）。另一方面，由于基数原因，2021年中国经济“前高后低”已成共识甚至事实。但我们不仅仅要看同比变化，也要关注环比变化。中央经济工作会上部署宏观政策“不急转弯”，就是要给企业恢复元气的空间，给居民增加消费的空间，避免中国经济增长动能出现断档。以“变（增长动能转换）”应“变（外部环境不确定性）”，成为2021年中国经济的主线，也是构建“新发展格局”的重中之重。

一、中美经济“镜像”转换

2020年，由于在疫情应对政策上，美国侧重于“补居民、保需求”，中国侧重于“补企业、保供给”，因而在全球形成了“美国消费、中国生产”的互补格局。2021年，随着新冠疫苗得到普及（根据美国疫苗接种规划，约在明年年中实现大部分人群接种），美国经济将释放出三大潜能，经济增长的边际势能或将强于中国。

1、美国房地产投资链条启动。美国尽管深陷疫情，但居民人均可支配收入却出现了超高增长，2020年4月同比增速一度高达16.1%，为稳定美国商品消费提供了坚实后盾。在低利率、高收入增长的情况下，加之疫情推升了住宅自有需求，2020年美国房地产销售增速大幅攀升，截至10月已达到26.6%，触及2008年国际金融危机以来高位。同时，美国待售住宅库存快速下滑至历史新低，全美住宅建筑商协会的房价指数快速攀升至历史新高。美国房地产市场景气度大幅提升，对2021年美国的房地产投资及相关产业链都将具有显著带动作用。相反，2020年中国秉持“房住不炒”政策基调，1-11月房地产销售同比仅恢复到1.3%，同时以“三条红线”为代表，房地产融资监管政策进一步升级。

2、美国工业领域也积蓄着“补库存”的后劲。2020年3月海外疫情爆发以来，美国制造业存货量同比增速迅速转负。在美国消费需求旺盛、而制造业供应受阻的情况下，美国工业被动转为“去库存”。到10月，美国零售商库存销售比只有1.23，大幅低于2012年1.34的低点；从批发商库存销售比来看，库存结构出现极大分化，家具及家居摆设、电脑及电脑外围设备和软件、木材及其他建材均处于近10年来最低水平，其它多数耐用品的库存销售比也都处于近10年来30%分位数以下。这意味着，一旦美国具备了复工复产条件，美国工业领域将存在“补库存”的动力。相反，中国工业库存在复工复产初期便已快速累积，目前产成品存货增速趋于回落。从2008年以来库存周期高点渐次回落的趋势来看，2021年中国进一步补库存的空间已经不大。

3、美国服务消费仍有较大回升空间。2020年美国经济的拖累因素集中在服务消费。三季度服务消费对美国GDP同比的拉动为-3.3个百分点，而商品消费对GDP同比的拉动达到1.8个百分点，显著超过疫情前水平。疫情导致服务消费的场景受到约束，这一点中美之间是共通的，但服务消费在美国经济中占比更高，因而对美国的影响更大。而中国则需警惕一段时间内储蓄率持续处于高位的可能性。2020年三季度，在疫情得到控制接近半年后，央行城镇储户问卷调查反映的储蓄倾向依然处于高位，如何提升居民消费倾向可能成为中国面临的一项中长期挑战。

因此，2021年随着新冠疫苗的逐步推广，美国可能出现快速的生产修复（一如今年的中国），同时服务消费也会强劲复苏，房地产市场的高景气度亦会给经济注入更强动能。届时，美国可能出现较为明显的通胀压力。疫情爆发以来，美国经济一直呈现“供不应求”的局面，10月其核心PCE同比已回升到1.4%。尤其是，伴随疫情在主要资源国的蔓延，多种大宗商品的供给受到了比需求更强的影响，导致国际大宗商品价格已反弹超过了疫情之前的水平。美国在今年超高的M2增长之后，

随着疫后经济强劲复苏，可能面临更强的通胀上行压力。中国由于复工复产推进远快于居民消费回升，因而总体呈现出“供大于求”的局面，这对物价水平是个很强的压制。截至 2020 年 11 月，中国核心 CPI 同比仅为 0.5%，PPI 同比仅为-1.5%，均保持低迷。

由于美国积累了相对更强的通胀压力，因而 2021 年内生地需要财政、货币政策有所回撤。但考虑到：1) 民主党并非横扫参众两院，即便拜登在促进跨党合作上有“长袖善舞”的过往经验，耶伦出任美国财长后财政货币政策亦将会有更好的配合，但新一轮财政刺激方案或仅在千亿级别，较 3 月时的 2.2 万亿美元要打个很大的折扣；2) 美联储采纳平均通胀目标制的“改弦更张”，意味着即便面临通胀一段时间的“超调”，美联储也会维持目前利率水平更长时间。因此，2021 年美国货币宽松或将具有比财政刺激相对较强的持续性。

上述美国与中国在经济、通胀、政策上的差异，对大类资产走势有以下含义：1) 美国货币相比财政更积极，这一政策组合有利于美债收益率保持低位（对应于美债实际利率难以转正），从中美利差角度不易形成推动中国利率上行的压力。2) 低实际利率对黄金价格形成支撑。我们对 2021 年（至少上半年的）黄金价格不悲观。3) 由于美国经济复苏边际势能较强，美元指数走弱的幅度可能不会太大，不宜对美元指数报过于悲观的预期。尤其是，从疫苗推广的时间线和全球经济复苏的节奏来看，2021 年上半年有可能出现美国经济相对“一枝独秀”的阶段，在 2020 年美元已经大幅下跌之后，可能会看到美元指数的阶段性回升。4) 基于相对而言中国经济不再一枝独秀，美元指数可能宽幅波动，再考虑到拜登上台之后中美经贸关系更可能做加法，而非做减法，我们认为 2021 年人民币汇率不会呈现单边升值的形态，全年波动区间或在 6.3-6.9。

二、中国经济动能衔接

2021 年，由于基数原因和海外疫苗接种时点，中国经济前高后低的特征将体现得比较明显，下半年对经济“内生增长性”（也就是制造业投资和消费）的依赖度将明显增强。基于“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固”的判断，中央经济工作会议上给出了宏观政策“不急转弯”的部署。

2021 年上半年除基数原因外，中国经济一个很重要的韧性来源仍是出口。2020 年出口是中国经济最超预期的部分，而出口逆势增长的根源在于：1) 中国率先控制住疫情，使得在全球出口市场的份额大幅提升；2) 美国经济复苏逐渐提速，增强了中国出口增长的动能。到 2020 年 11 月份，医疗物资对中国出口的拉动从 5 月时的 4.7 个百分点下降到 1.1 个百分点；机电产品的贡献由负转正，达到 14.8 个百分点；劳动密集型商品和其它类型商品的贡献也均由负转正，分别达到 4 个百分点和 1.1 个百分点。考虑到美国将在 2021 年上半年率先完成疫苗大面积接种，那么在此期间美国经济复苏势头将显著增强。同时，由于中国供应链产业链的稳定性，中国出口市场份额的回落将较为温和。因此，上述两条维持中国出口高景气的逻辑将持续成立，上半年预计出口仍将对中国产生较强拉动。但进入下半年，随着疫苗在全球更广泛地普及接种，全球供应链将得到普遍恢复，其他国家和地区“自产自销”的贡献增强，中国出口市场份额回落的影响亦将趋于明显，因此出口对中国经济的拉动或将逐步减弱。

在出口动能逐渐弱化的过程中，中国经济的增长点需要向内转移。2021 年是“双循环”新发展格局的第一年，要见到新气象，就特别需要在内需方面获得更强动力。

我们认为，制造业投资有望成为 2021 年中国经济的亮点。原因有三：1) 制造业处于新一轮产能周期的起点。观察 2006 年以来中国上市制造业企业的资本开支情况，可以看到稳定的 3-4 年的资本开支周期。2020 年受新冠疫情影响，资本开支周期被拉长，但 2020 年三季度上市制造企业资本开支增速呈现底部回升。参考前几轮周期的节奏，如果宏观背景和信用环境不出现新的负面冲击，2021 年有望进入制造业资本开支快速上行阶段。2) 在经济周期中，制造业投资的启动具有滞后性。2020

年制造业企业盈利大幅好转，1-11月累计同比达到4.2%，已显著高于2019年的-5.2%。企业盈利好转得益于出口高景气、房地产和基建投资的修复。这将成为2021年制造业投资好转的重要驱动力。

3) “扩大制造业设备更新和技术改造投资”进入中央经济工作会议主要工作任务。“十四五”规划纲要提出“提升制造业占比”，这是中美科技“脱钩”威胁下，打造“双循环”体系、提升中长期经济增长潜力的必需之举。

企业家信心进一步提升的空间决定了本轮制造业投资扩张的高度。这需要在市场开放、营商环境改善等方面坚持施策，而这些改革内容在中央经济工作会议上得到了重点强调。需要避免的就是结构性政策的“急转弯”：2020年货币和财政政策给予制造业极大的支持，从融资规模扩大、融资成本降低、再到减税降费等方面都取得了长足的进展。而2021年再贷款、再贴现、两项直达实体的货币政策工具，以及贷款延期政策行将到期；2020年社保缴费政策调整后，多数省份的基本养老保险基金出现了当期收支缺口，2021年也有必要恢复正常。财政货币政策后撤较快，势必造成制造业融资环境“松一年、紧一年”，则可能很难带来企业家信心质的提升。

中央经济工作会议具体部署了2021年扩大消费怎么做：“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕”。其次是“有序取消一些行政性限制消费购买的规定”和“合理增加公共消费”。前者与中长期改革挂钩，除了促进就业以外，其余都是“慢变量”；后者则能够快速见效，但在地方财政压力较大的情况下，公共消费增加力度或许有限。因此，**2021年消费增长仍然要看经济主体的消费意愿能否全面恢复，关键还是取决于就业和企业盈利状况。**

2021年由于基数原因，中国GDP和各项主要经济数据都比较容易实现较高增速（尤其是上半年），但也要认识到：

- 1) 合并2020和2021年来看，如果2021年实际GDP增长在9%，那么两年平均增速也就是5.6%左右，在中国潜在增速水平附近甚至略低，因此2021年实际GDP达到9%是个正常的增速。
- 2) 2021年下半年由于基数抬升和经济复苏势能转弱，三季度GDP可能跌破6%，四季度可能向5%靠近。需对抗疫支持政策逐渐撤出后，市场主体能否恢复元气、居民消费意愿能否明显回升，保持高度敏感性。
- 3) 2021年就业压力仍然较大。教育部预计2021年高校毕业生人数达到909万人（2020年为874万人），还有中等技术学校毕业生400万人。因此，保企业、稳就业仍需保持较大力度。
- 4) 对2021年疫情演进的不确定性（比如英国出现传染性更强的新冠病毒变种）、海外经济复苏的不平衡性、海外经济危机的尾部风险，仍需保持警惕。

基于以上，我们认为，对2021年中国宏观政策的进退、松紧要有结构性认识。2021年抗疫政策势必大部分退出，财政、货币政策的力度势必减弱，金融严监管的要求将进一步巩固。但“构建新发展格局”所须的结构性政策会保持力度，对科技创新、小微企业、绿色发展仍将保持局部宽松；在经济增长动能转弱时，货币政策仍有率先调整的必要和空间。

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_494

