

2021年宏观经济展望：把握复苏先机

分析师：沈彦东
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：shenyd@wanhesecc.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333 (198)
邮箱：panyx@wanhesecc.com

主要观点：

疫苗是影响2021年全球经济预期的修复路径的关键变量。与传统的经济衰退不同，2020年新冠疫情这场公共卫生危机引起的需求陡降是典型的外生冲击，这种情况主要是由供给引起的。所以需求复苏要看供给复苏的速度，控制疫情、提升供给才能从根本上解决问题，安全有效的疫苗是海外生产生活回归正常的希望。在疫苗初期供应有限的情况下，接种的进度决定了摆脱疫情影响的快慢。发达国家具备先发优势，有望在明年二季度步入经济复苏快车道，并在货币政策的刺激作用下保持到2021年下半年。反观欠发达国家，预计到2022年中期才能基本实现大规模接种，导致全球供给端和需求端复苏脱节。

在不依赖疫苗的情况下，中国已率先控制住疫情，为制造业复苏取得了先机。展望2021年，发达国家与发展中国家摆脱疫情的时间存在分化，中国经济将进一步受益。从内部因素来讲，中国经济较疫情前的差距主要在服务业，随着明年内外防疫压力的减弱，主要是防止外部输入的压力减弱，中国的服务业有望加速回暖。外部因素方面，发达经济体复苏预计开启库存周期，有望拉动中国相关产业链出口，随着国际贸易进一步恢复，很可能引起全球贸易共振；同时，由于中低收入国家仍困于新冠疫情，而中国疫情控制良好，出于避险因素转移至我国的出口订单仍将留在中国，支撑出口。中期因素方面，2021年还是“十四五”规划的开局之年，“双循环”框架下多项重点领域部署也将拉动资本开支。简而言之，中国2021年有望保持良好的复苏态势，经济的主要推力在于服务业修复、海外复苏以及在此基础上的海内外制造业补库存。

2021年CPI在猪价的影响下整体将低于2020年，但核心CPI和PPI预期上行。核心通胀方面，疫苗投放后，随着消费场景及就业信心恢复，非食品价格修复，核心通胀预计先低后高，逐渐企稳。PPI方面，明年上半年全球复苏预期强烈，国内工业品价格同步于经济周期经验规律大致成立，海内外补库存周期也会对于工业品价格有一定带动，并且基数效应也不容忽视。原油价格相较去年底仍有25%以上的跌幅，本轮疫后全球定价的商品可能会出现一轮斜率修复，预计PPI同比在一季度转正，或在5月触顶。

2021年政策主线为“稳杠杆”。疫情爆发之后，财政和货币政策实行双宽松。自2020年6月起，央行及多位相关官员在不同场合提及货币政策工具的退出，表明随着疫情影响的消除和经济的渐进修复，前期宽松政策的退出是合理之意。实际上下半年的货币环境已经回到中性。三季度货币政策执行报告强调“把好货币供应总闸门，保持宏观杠杆率基本稳定。”明年随着疫情影响消退和经济修复，宏观经济将进入稳杠杆阶段。考虑到2021年名义GDP增速将超过10%，社融增速或将自然与名义GDP增速大致匹配，意味着宏观杠杆率能够自然维持平稳。中央经济工作会议也强调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。政策操作上要更加精准有效，不急转弯”，所以明年不会出现2017-2018年的去杠杆局

面。从社融看，财政空间预计回归正常区间，我们估计 2021 年狭义赤字率回到 3%左右，专项债回到 3-3.5 万亿左右的水平，信贷政策工具有序退出、房地产融资严监管，信贷供给或边际承压，非标规模收缩幅度将提升。从人民币汇率来看，明年上半年在出口和金融账户顺差的支撑下，人民币仍有上涨空间，下半年预计美元指数企稳反弹，人民币汇率或承压。

2021 年经济进入“紧信用”阶段，先股后债。我们以宏观杠杆率同比变化百分点表示杠杆变化的速率，可以看出今年宏观杠杆率抬升速度为 2009 年以来最高。随着明年宏观政策转为“稳杠杆”，宏观杠杆率增速大概率见顶，债务扩张慢于经济增速，经济呈现“紧信用”格局，宏观流动性偏紧。

从 DDM 模型出发，权益市场取决于企业盈利、无风险利率和风险溢价。如前所述，我们预计 2021 年宏观杠杆率增速进入下行阶段，宏观流动性偏紧，无风险利率上行。由于 2021 年上半年经济处于快速增长阶段，PPI 或于二季度见顶，行业景气度确定性较高的如服务业、中游设备类、出口产业链、有色金属等具备盈利优势，分子端的盈利扩张可以在一定程度上对冲估值下降的影响。而下半年经济增长放缓，权益市场或面临盈利估值均承压的局面，对市场需保持谨慎。

债券机会在下半年逐渐显现。债券价格反映了资金价格，也就是流动性松紧，明年无风险利率上行，尤其上半年斜率较大，逻辑上将对应债券承压，到明年年中的时候，由于经济增速放缓，宏观流动性转为相对宽裕，更有利于债券资产。而由于利率变化会被提前“PRICE IN”，债券机会最早或在明年一季度。

风险提示：疫苗产能、效果、接种范围不及预期；有效需求不足，通胀承压；中美贸易摩擦加剧。

目录

一、2021 年疫情发展：仍将深度影响经济预期和修复路径	5
(一) 2020 年全球经济在新冠疫情的影响下从衰退走向复苏	5
(二) 疫苗是影响疫情走势的关键变量	6
(三) 发达国家领先发展中国家步入复苏轨道	8
二、2021 年经济基本面：总需求有望加速扩张	9
(一) 疫情之后经济三驾马车动力回顾	9
(二) 明年主要推力：海外复苏、服务业修复、制造业补库	12
(三) 核心通胀预期企稳，工业品价格预计回升	16
(四) 中期展望：高质量发展的“十四五”	17
三、2021 年宏观政策面：宏观流动性趋紧	18
(一) 疫情后逆周期宏观政策从“双宽”到趋于中性	18
(二) 财政、信贷政策进一步正常化	20
(三) 人民币汇率仍有上行空间，但动力或减弱	23
四、2021 年大类资产判断：先股后债，关注拐点	25
(一) 权益	26
(二) 债券	26
五、风险提示	26

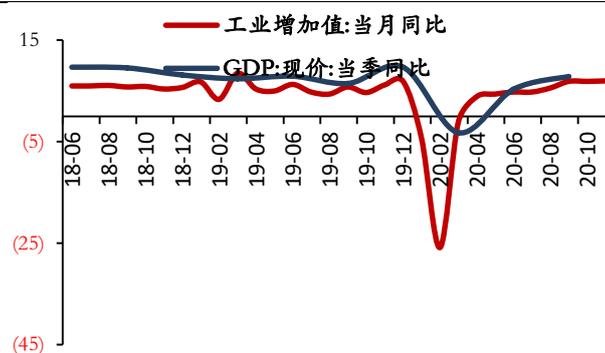
图表 1	GDP、工业增加值增速 (%)	5
图表 2	海外主要经济体制造业 PMI (%)	5
图表 3	进出口增速 (%)	5
图表 4	贸易差额及增速 (亿美元、%)	5
图表 5	美国供给和需求情况 (%)	6
图表 6	主要进入临床 III 期试验的疫苗研制进程及相关公司预计上市时间及产能规划	7
图表 7	发达国家和欠发达国家接种时间示意图 (%)	8
图表 8	投资、消费、出口同比增速 (%)	9
图表 9	固定资产投资完成额累计同比 (%)	9
图表 10	基建投资及相关行业工业增加值 (%)	9
图表 11	基建相关机械设备产量: 同比 (%)	9
图表 12	房地产投资增速 (%)	10
图表 13	商品房销售额增速 (%)	10
图表 14	社零增速: 必选消费累计同比 (%)	11
图表 15	社零增速: 可选消费累计同比 (%)	11
图表 16	出口关键行业: 当月同比 (%)	12
图表 17	中国出口、美国进口金额、库存同比增速 (%)	13
图表 18	美国进口结构拆分 (%)	13
图表 19	下游行业产成品库存增速 (%)	14
图表 20	中游行业库存同比增速 (%)	14
图表 21	库存和 PPI 同比 (%)	14
图表 22	PMI (%)	14
图表 23	GDP 当季同比 (%)	15
图表 24	GDP 当季同比: 服务行业 (%)	15
图表 25	餐饮收入增速 (%)	15
图表 26	民航国内航线总周转情况 (万吨公里、%)	15
图表 27	CPI 同比 (%)	16
图表 28	CPI 环比: 分类别 (%)	16
图表 29	PPI 增速 (%)	16
图表 30	主要工业品价格指数	16
图表 31	新基建框架	18
图表 32	财政赤字、新增专项债限额 (亿元、%)	19
图表 33	货币增速 (%)	19
图表 34	月度新增社融结构 (亿元、%)	19
图表 35	央行在不同场合对货币政策的表态	20
图表 36	新增信贷: 同比多增 (亿元)	20
图表 37	新增社融: 同比多增 (亿元)	20
图表 38	疫情后央行创设的信贷支持工具	22
图表 39	重点房地产企业资金监测和融资管理“三道红线”	22
图表 40	人民币汇率走势	23
图表 41	经常项目顺差、银行证券投资结售汇顺差 (亿元)	23
图表 42	中美国债到期收益率 (%)	24
图表 43	美德国债到期收益率 (%)	25
图表 44	宏观杠杆率及同比增加 (%、百分点 (右轴))	25

一、2021 年疫情发展：仍将深度影响经济预期和修复路径

(一) 2020 年全球经济在新冠疫情的影响下从衰退走向复苏

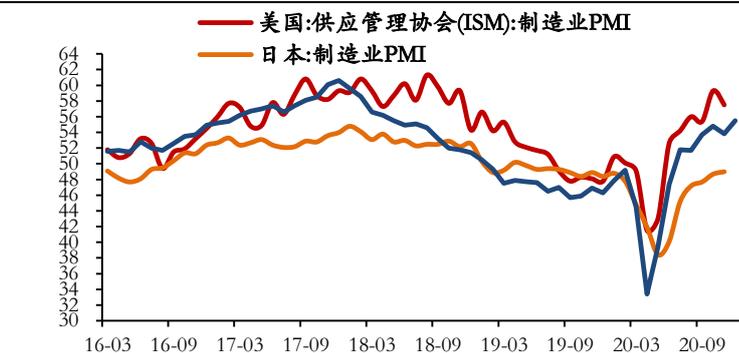
与传统的经济衰退不同，2020 年新冠疫情这场公共卫生危机引起的需求陡降是典型的外生冲击，这种情况主要是由供给引起的。在疫情冲击阶段，企业停工停产、利润下滑、居民收入下降，进而投资和消费下降，全球 200 多个国家和地区在其直接影响迅速陷入衰退。国内工业增加值在 2 月陡降至 -25.8%，一季度名义 GDP 下降 5.3%，之后随着复工复产的推进，在 3 月即走上复苏道路。欧美等主要经济体疫情爆发较晚，经济在 4 月到达谷底之后也陆续复工。复苏阶段的各国防疫效果不一，疫情防控情况决定了供给能力的修复，我国疫情先进先出，拥有完备的产业链和强大的组织能力，在面对全球需求刚性的市场中出口优势显著，即便人民币汇率升值，出口仍然坚挺。

图表 1 GDP、工业增加值增速 (%)



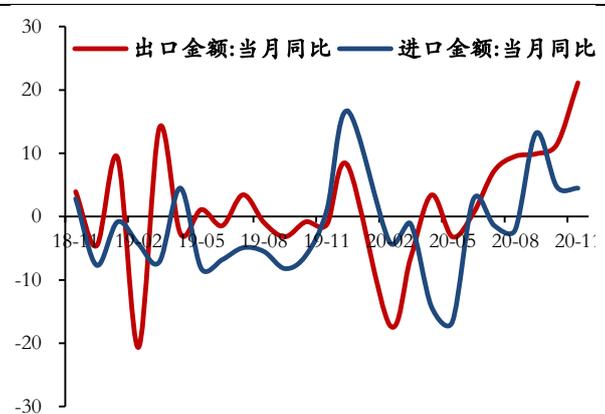
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 海外主要经济体制造业 PMI (%)



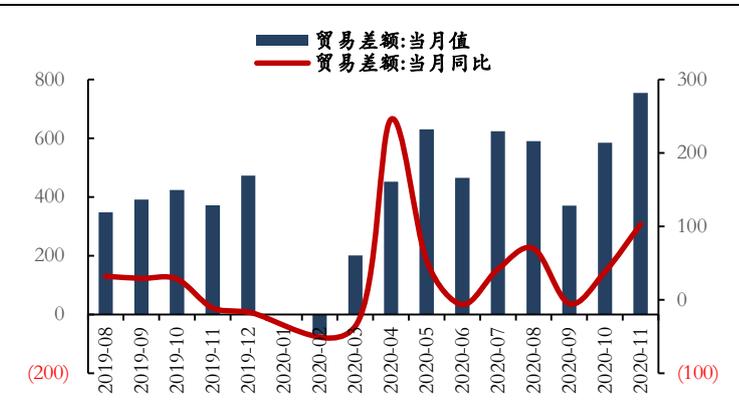
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 进出口增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 贸易差额及增速 (亿美元、%)

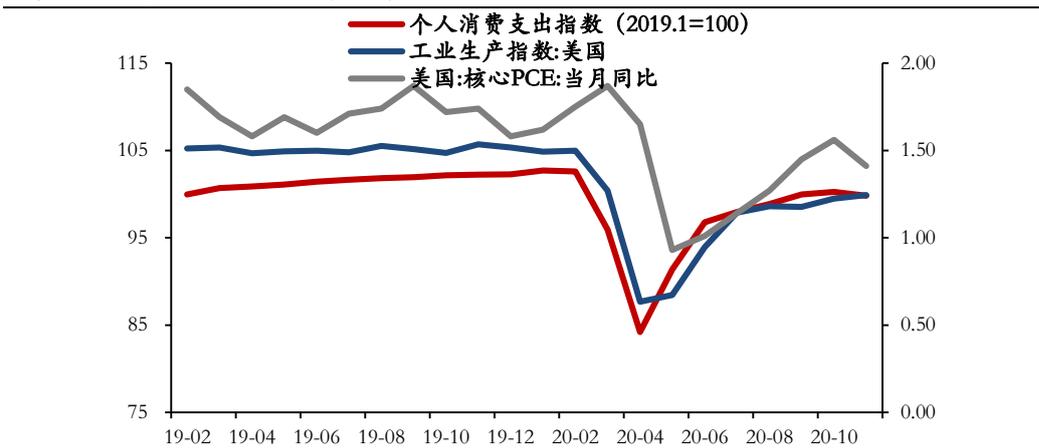


资料来源：Wind，万和证券研究所

全球资本受到严重冲击，控制疫情、提升供给才能提升需求。在疫情中，生

产、用工、物流、供应链、外贸等供给约束均比较明显，员工收入下降，导致投资和消费需求减少，在乘数效应作用下，需求下滑幅度又进一步被放大。疫情之后，各国采取了扩张性的宏观政策，可以一定程度上支撑需求，但在供给端的冲击没有得到很好的控制的情况下，宏观刺激的作用将边际下降。美国疫情控制不力，靠着财政对私人部门的大力支持，居民消费仍有支撑，但供给恢复力度远不及中国，未来的复苏程度可能还是取决于疫情控制的情况，通过供给复苏进一步推动需求回暖。

图表 5 美国供给和需求情况 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

归根到底，需求复苏还是要看供给复苏的速度，控制疫情、提升供给才能从根本上解决问题。所以，我们首先需要判断疫情的演变，然后再结合疫情今年对不同领域供需的影响和为了对冲疫情影响的宏观政策的效果，来展望2021年宏观经济形势以及宏观政策的变化，进而对资本市场走势做判断

(二) 疫苗是影响疫情走势的关键变量

新冠疫苗大规模接种的序幕已经拉开，但上市初期不能满足全球需要。目前看来，中国疫情已得到有效控制，而海外还面临着第二波疫情的冲击。严格的社交隔离在海外许多国家难以推行，有效控制疫情只能寄望于疫苗的大规模接种。目前，已有多家药企预计于2020年底开始陆续上市新冠疫苗，英国和美国于12月先后批准了辉瑞的新冠疫苗紧急使用授权申请，这意味着全球新冠疫苗大规模接种的序幕已经拉开。从各医药厂商疫苗研制进程和产能规划来看，全球疫苗总产能将呈现上升趋势，但在上市初期无法满足全球接种需求。2020年底，海外有统计的疫苗产量仅有7000多万剂，不过到2021年末，海外主要医药厂商（辉瑞、Moderna、Johnson&Johnson、阿

斯利康、Novavax) 累计新冠疫苗产量有望超过 70 亿支, 到那时疫苗供给不足的问题或许将得到缓解。

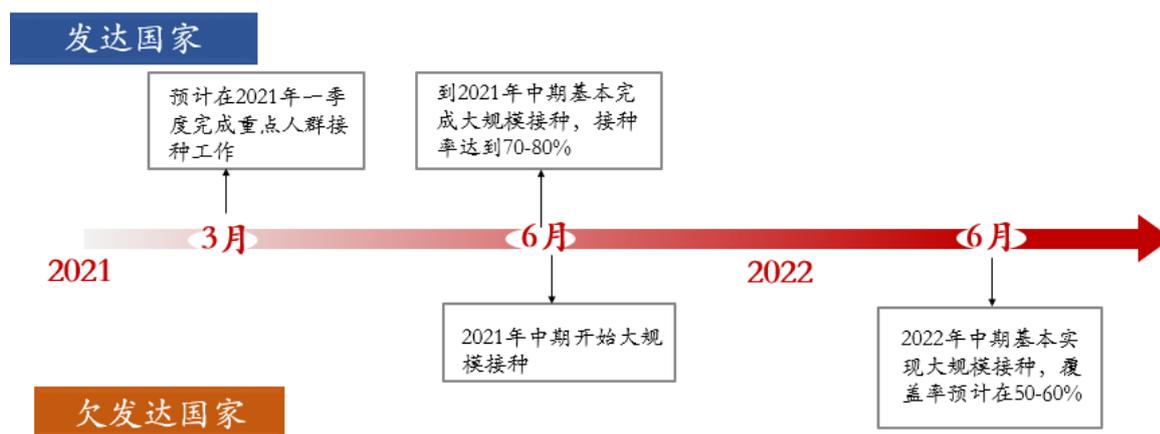
图表 6 主要进入临床 III 期试验的疫苗研制进程及相关公司预计上市时间及产能规划

地区	公司	III 期时点	公司预计上市时间	预计产能
德美	辉瑞/BioNTech	4.23	2020 年底	2020 年底前约生产 5000 万剂。2021 年 4 月前生产 3 亿剂, 年产 13 亿剂
英国	阿斯利康/牛津大学	6.11	2020 年底	声称 2020 年 10 月已经搭建好 30 亿支年产能
中国	科兴	7.06	未公布	2020 年底前生产 1 亿剂, 2021 年产 3 亿剂
中国	国药集团	7.16	2020 年底	2021 年底前生产 10 亿剂
美国	Moderna	7.27	2020 年底	2020 年前生产 2000 万剂, 2021 年底前预期产能 5-10 亿剂
俄罗斯	Gamaleya	8.11	9 月投产	2020 年底前生产 230 万剂
中国	康希诺	9.02	未公布	2021 年起产 3 亿剂
美国	Johnson&johnson	9.05	未公布	2021 年底之前生产 10 亿剂
美国	Novavax	9.28	未公布	2021 年起产能 20 亿剂

资料来源: 阿斯利康, 辉瑞, Moderna, J&J, Novavax, New York Times, 国药集团, 万和证券研究所

发达国家率先获得疫苗, 发展中国家疫苗不足问题或持续到 2021 年底。以辉瑞为例, 2021 年预计产能 13 亿剂, 其中超过 80% 都由美国、英国、欧洲、加拿大和日本通过优先购买协议预订, 估计到 2021 年年中发达国家获得疫苗将超过 20 亿, 基本可以满足高收入国家人口接种。为了保障中低收入国家公平获得新冠疫苗, 流行病防范创新联盟 (CEPI) 牵头建立了“全球新冠疫苗计划” (COVAX), 旨在为中低收入国家提供新冠疫苗, 但 COVAX 计划在 2021 年之前只能提供最多 20 亿支疫苗, 难以覆盖新兴国家本身近 50 亿的人口数量 (不含中国)。中国的国产疫苗也将优先供应国内使用, 对 2021 年海外供应影响有限。我们预计从 2021 年下半年发达国家需求基本满足后, 欠发达国家才开始大批量接种, 考虑到这些国家配套医疗条件及物流条件有限, 预计完成大规模接种将到 2022 年中期。

图表 7 发达国家和欠发达国家接种时间示意图 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）发达国家领先发展中国家步入复苏轨道

由于疫苗接种的时间差异，发达国家 2021 年 1 季度后加快复苏。2021 年 1 季度重点人群接种完成后，发达国家新冠死亡率有望出现明显下降，在接种范围继续扩大的同时，高收入国家生产、生活领域约束将进一步放松，跨期消费、国际贸易趋于活跃，需求有望在乘数效应下加速恢复。进入 2021 年夏季，高收入国家基本实现了群体免疫，生产和社会活动回归正常，此前为应对疫情采取的极为宽松的货币政策的刺激作用预计将开始显现，进一步拉动经济增长。总的来说，发达国家预计在 2021 年 1 季度后加速增长，并且这种增长趋势有望延续至 2021 年下半年。

中低收入国家复苏或落后 3-4 个季度。中低收入国家方面，由于疫苗接种进度落后，使其持续暴露在疫情二次爆发的风险之下，导致这些国家无法完全放弃社交隔离手段，意味着 2021 年发达国家上了经济快车的时候，中低收入国家的经济活动仍然受到抑制，国际进口需求下降使供应链受阻，加之降

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_536

