

2021 年国内宏观经济展望

研究结论

- 时至岁末部分经济指标已经回到甚至超出疫情之前，这种复苏目前来看具有较高持续性，也超出了国内复工复产、赶工反弹的时间和力度：我们认为原因有二，首先是上半年的扩张余温仍在，在难得的低利率环境下企业存在扩产动力，第二个原因在于，即使没有疫情的存在，2020 年下半年宏观经济也将出现弱复苏，这是当前景气持续性的根本支撑。因此，对 2021 年进行前瞻，核心就要解决两个问题，一是政策退出是何程度，二是内生修复的动力是否具有延续性。
- **复苏仍需防风险，政策退潮以稳为主，“不急转弯，把握好政策时度效”**：基数对明年增长的影响是主导性的，考虑到疫情防控常态化对经济仍有一定影响，**我们假设 2020-2021 年年化增速 4.9%（即今年的三季度 GDP 增速），则对应 2021 年四个季度增速 17.6%、6.7%、4.9%、4.9%，全年增速 8.2%。**有几点风险不容忽略：一是疫情防控将长期持续，二是政策边际收紧后实体经济反应可能会超出预期，三是金融监管重回轨道，四是高增速背景下消费税征收环节转移等等的改革措施可能迎来重新启动的机会，为市场带来不确定性。在以上潜在风险的背景下，2021 年的财政与货币将走向常态化但不会发生彻底转向，防风险仍然是重要考量。预计赤字率回归 3%，不再设置特别国债，专项债 30000 亿左右；货币政策的角度，LPR 利率大概率维持现有水平不变，但金融监管将较今年加强。
- **即便没有低基数的优势，2021 年在制造业投资、可选消费等方面都存在超预期可能**：（1）整体制造业库存周期已进入相对景气的阶段，以往数据显示具有一定持续性；（2）价格因素有利于投资数据；（3）工业企业利润对投资有较好的指引作用，当前盈利的改善幅度相当大；（4）低利率环境还将持续一段时间，为企业融资提供保障；（5）在疫情可控的情况下，考察居民消费性支出/可支配收入，2020 年（截至三季度）录得了史上最低水平，这一差值有望在 2021 年得到部分补足；（6）2021 年是十四五开局第一年，也是建党百年，需求侧管理预计将成为政策主线，内需（户籍制度改革、促进现代服务业进一步多元化）、创新（揭榜挂帅、产业基础工程的进一步推广）、安全可控等领域的部署有望拉动相关消费和产业链；（7）出口份额回落但全球贸易增速回升。**综上所述我们预测 2021 年固定资产投资增速 6.5%（基建 3%，制造业 8%，地产 5.3%），社会消费品零售总额增速 12%，出口增速（美元计）5%。**
- **CPI 表现温和，PPI 有望冲高**：（1）2021 年的通胀指标将进行每五年一次的基期轮换，调整之后猪肉的权重将低于当前水平；（2）疫苗带动全球复苏预期，能源价格预计攀高；（3）我们判断明年 CPI 同比不超过 2%，高点在二季度，不会为货币政策带来扩张或紧缩的压力；PPI 同比高点则在 5%以上，整体趋势呈现 M 型。
- **社融增速下行但仍高于 2019 年末**：一方面金融监管过渡期即将结束，人民币信贷需要承接回表的那一部分流动性，增速不会太低；另一方面过去两三年中社融债券融资和股票融资细分项都有明显扩张，2021 年料将持续。综合各方面假设，2021 年社融存量增速或下行 2.5 个百分点，仍高于 2019 年末。

风险提示

- 全球范围内疫情防控与疫苗接种不及预期；货币收缩强于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020 年 12 月 20 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

如何解读“需求侧改革”和“强化反垄断”？	2020-12-14
如何看待金融委会议对当前信用事件的定调？	2020-11-25
“十四五”的细节之三：迈向数字乡村 2.0，困难与增量何在？	2020-11-18
“十四五”的细节系列之二：什么是产业基础再造工程？	2020-11-10
“十四五”的细节系列之一：从新型举国体制到揭榜挂帅	2020-11-09

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

当前宏观环境：政策余温与内生修复并行.....	3
复苏仍需防风险，政策退潮以稳为主.....	6
不宜低估防控常态化的影响.....	6
政策转向可能性小，但实体经济反应可能超预期.....	6
金融监管重回轨道.....	7
复苏窗口或为改革契机，引发不确定性.....	9
潜在风险导致政策不会完全转向，余温保障经济平稳运行.....	10
动能切换到内循环，消费、制造向好可期.....	11
库存周期启动激发经济内生增长活力.....	11
制造业投资与消费加快修复.....	12
“房住不炒”仍在坚持，户籍制度改革抬升房地产需求.....	16
需求侧管理成为政策主线，民生关注度提高.....	17
出口份额回落，增速重回个位数.....	18
CPI 表现温和，PPI 有望冲高.....	19
猪肉继续拖累 CPI.....	19
关注基期轮动，猪肉影响将减小.....	19
疫苗带动全球复苏预期，能源价格预计攀高.....	19
CPI 全年表现温和，同比不超过 1%.....	20
经济进一步复苏带动工业品价格.....	20
M1 引领 PPI 向上.....	20
整体 PPI 呈现 M 型，高点有望突破 5%.....	21
社融下行但仍高于 2019 年末.....	22
疫情引发的流动性扩张已到末端.....	22
整体社融增速平稳向下，年末或下滑 2 个百分点.....	22
风险提示.....	24
全球范围内疫情防控与疫苗接种不及预期.....	24
货币收缩强于预期.....	24

当前宏观环境：政策余温与内生修复并行

2020 年的宏观经济被突如其来的新冠疫情打乱，相比改革开放后的历次冲击，这一轮疫情影响范围之广、持续时间之长都是前所未有：一季度 GDP 增速低至-6.8%，投资、消费相关指标均呈现两位数负增长，海外疫情至今仍未受到较好控制。时至岁末，某些方面尤其是旅游、出行，疫情带来的负面影响仍然不容忽视，但也有部分经济指标已经回到甚至超出疫情之前，彰显经济复苏信号：

- 量的角度，1-10 月工业增加值累计增长 2.3%，但单月增速已经反弹到 7%，相当于去年 12 月的单月增长，也高于 2015-2019 各个年份的全年累计增速；三季度 GDP 单季增速 4.9%（去年年末 6%），也较之前低点有明显的改善；
- 价的角度，继年中一轮反弹之后，近期大宗商品价格环比向好仍然明显，11 月、12 月（至今）能源、钢铁、矿产价格指数环比增速均在 3%以上，一些有色金属如铜价一路上行，12 月前两周 LME 铜现货结算价同比上涨超过 26%，触及 2014 年以来的新高，其中蕴含了全球经济进一步复苏好转的预期；
- 盈利能力的角度，疫情之后，工业企业利润率在今年 2 月达到低谷 3.54%，其中利润的萎缩影响较营收的变化更大，之后持续修复，当前单月利润率 6.76%，远超去年全年的累计利润率 5.86%；

值得注意的是，这种复苏目前来看仍具有较高持续性，超出了国内复工复产、赶工反弹的时间和力度：

- 截至三季度，企业贷款需求仍然处在 2012 年 6 月以来的高位，并不能完全由疫情之后对现金的需求解释（一季度受疫情影响最大的阶段，贷款需求已经快速上升但低于当下水平）；
- PMI 持续向上，且其中的生产经营活动预期细分项不断攀高，疫情后的 3-4 月为 54+%，5-7 月为 57+%，8-10 月在 58+%，11 月录得 60.1%，对未来生产经营的高预期有望带来库存或产能的扩张；
- 居民消费尚未完全修复，考察主要城市地铁客运量的数据，目前多数同比负增，包括上海（-11%）、广州（-7%）、南京（-10%）、武汉（-20%）等，意味着明年内需的恢复还存在空间；

为什么疫情能够带来反弹之外的持续复苏？我们认为有两大原因：

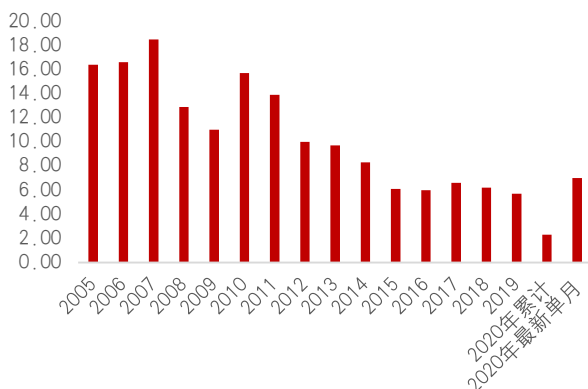
首先，虽然政策逐步走向正常化，但上半年的扩张余温仍在，在难得的低利率环境下企业存在扩产动力，截至三季度，金融机构人民币贷款加权平均利率录得 5.12%，稍高于二季度但仍处在历史低位，其中一般贷款利率今年以来始终低于个人住房贷款利率，这是 2007 年有统计数据以来没有出现过的情形，对实体经济融资来说相当友好，财政方面，赤字、专项债和特别国债合计 8.51 万亿，较去年的财政（4.91 万亿）扩大 73%，多数已经注入实体经济发挥着可持续的刺激作用，此外近一年来对基建、汽车消费、高端制造业的政策利好也对相关行业和整体产业链构成拉动；

第二个原因在于，即使没有疫情的存在，2020 年下半年宏观经济出现弱复苏的可能性也比较大，这是当前景气持续性的根本支撑。在 2019 年末撰写的年度展望《乌云金边——2020 年宏观经济展望》中我们曾提出若干 2020 年下半年经济好于上半年的逻辑，一是竣工对地产后周期消费的拉动（实际上 2019 年末竣工的回升已被疫情打断，今年 1-9 月均为两位数负增），二是汽车低位改

善（考察以往汽车行业固定资产投资、工业增加值与乘用车销量可以发现，生产增速高于投资增速往往意味着销量的回升，而 2019 年末正处于临界状态），三是促基建政策的持续发力，四是库存周期进入相对景气的阶段（上一轮需求下行导致的被动补库或主动去库从 2017 年 11 月开始已经延续足够长的时间）。这几项因素除竣工拉动未能成立之外，都成为了当前经济修复的主要推动力，以及我们认为这种复苏还没有结束，将延续到政策退潮之后。

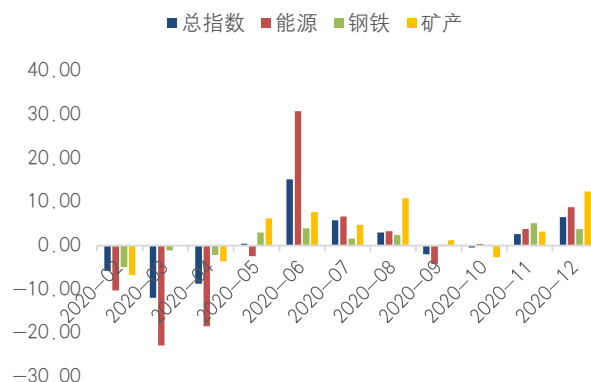
因此，要对 2021 年进行前瞻，核心就要解决两个问题，一是政策退出是何程度，是否会打断复苏的进程，二是内生修复的动力是否具有延续性，在增长推动力上是否还有增量。我们认为，政策退出大概率以政策利率不变、赤字率正常化、金融监管重回轨道的形式出现，可能会有局部地区疫情再现、信用债甚至城投违约、改革带来不确定性、货币政策常态化带来的内生紧缩等等风险，但蔓延的可能性较小；经济增长速度受到基数的影响前高后低，动能逐步从政策拉动切换到制造业投资与居民消费的改善。

图 1：工业增加值增速（%）



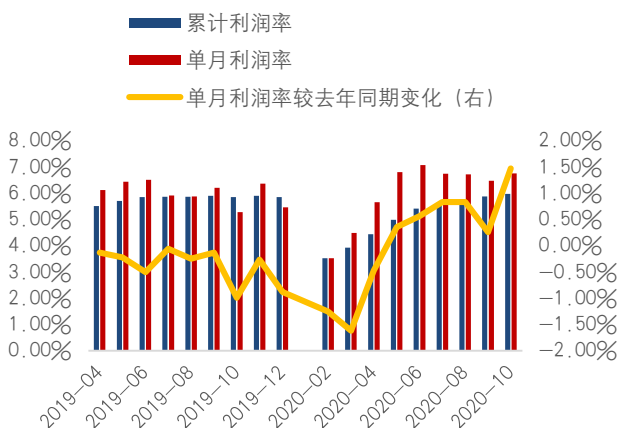
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：大宗商品价格指数环比变化（%）



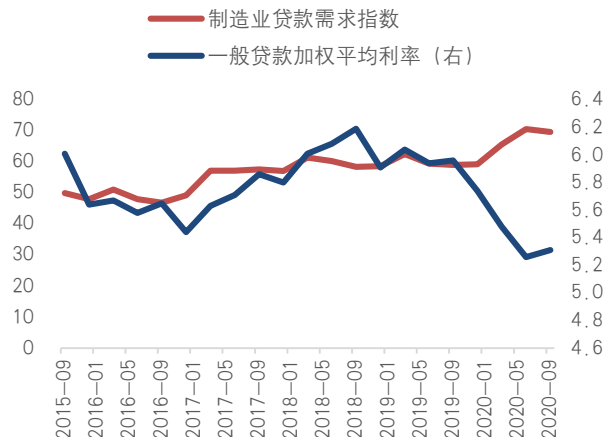
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：工业企业利润率变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：贷款需求与加权贷款利率（%）

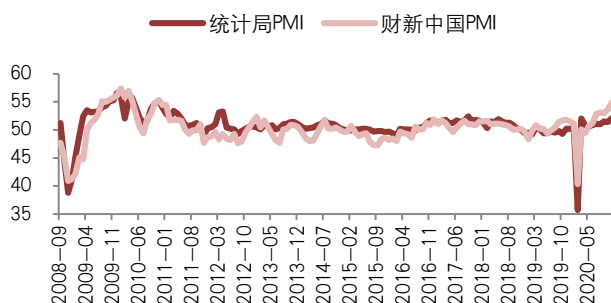


数据来源：Wind，东方证券研究所

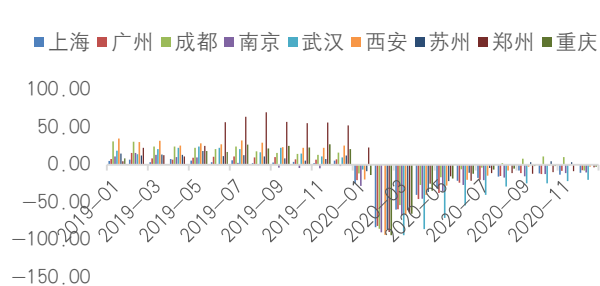
表 1：疫情后主要逆周期政策

政策领域	具体举措
货币政策	节后开市第一天即开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金
	1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
	3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
	4 月 3 日，央行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。除定向降准外，央行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，这是央行时隔 12 年下调超额存款准备金利率
	2 月 20 日最新 1 年期 LPR 为 4.05%，5 年期以上 LPR 为 4.75%。相较上一期分别下降 10 基点、5 基点
	4 月 20 日公布的 1 年期 LPR 为 3.85%，较前值 4.05% 下行 20 个基点；5 年期以上 LPR 为 4.65%，较前值 4.75% 下行 10 个基点
	针对企业设立 3000 亿元专项再贷款，鼓励金融机构以低于贷款利率上限的利率发放贷款，中央财政按企业实际获得的贷款利率贴息 50%，确保企业实际融资成本降至 1.6% 以下
	在之前基础上增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%
	推出两项直达实体经济的政策工具，即推动银行积极办理企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款，标志着央行的政策重心转向调结构
财政政策	财政赤字率拟按 3.6% 以上安排（超去年 2.8% 的水平），其中国债延续去年的 18300 亿元，地方一般债在去年 9300 亿元的基础上增长到 19300 亿元
	发行抗疫特别国债 10000 亿元

数据来源：新华网等，东方证券研究所

图 5：统计局与财新 PMI（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：主要城市地铁客运量同比增速（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

复苏仍需防风险，政策退潮以稳为主

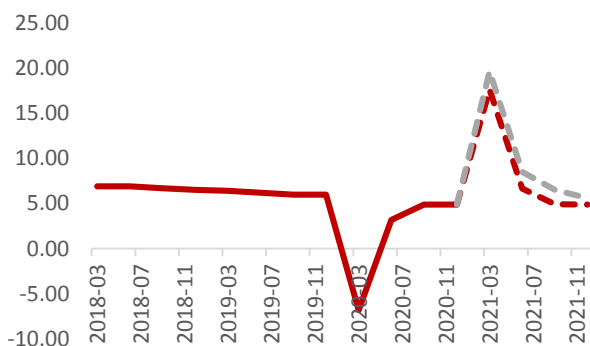
假设今年没有疫情发生，全年增速延续以往稳中略有下降的态势，上半年维持在 6%（与去年年底持平），下半年 5.8%，2021 年全年逐季同比增长 5.6%，则 2021 年（经历疫情但回到原有轨道）全年增速将分别为 19.6%、8.5%、6.5%、5.6%，呈现前高后低的特征，全年增长 9.7%，这一增长实际很难实现因为疫情的影响不可能被完全弥补；考虑到明年疫情防控常态化仍对经济某些部门有一定影响，我们假设 2020-2021 年年化 4.9%（即今年的三季度 GDP 增速），则对应 2021 年四个季度增速 17.6%、6.7%、4.9%、4.9%，全年增速 8.2%。

在基数带来的高增速背后，仍有几点风险不容忽视：

不宜低估防控常态化的影响

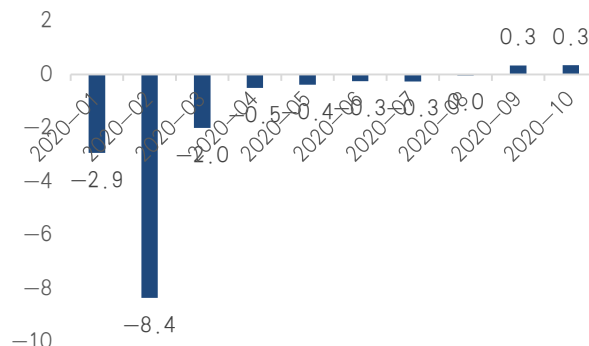
疫情防控常态化还将持续，不宜低估其影响。如果使用工业增加值定基指数衡量疫情期间的损失，且日均增速按去年年末的 5.7% 计算，则 1 月损失 3 天，2 月损失 8.4 天，3 月损失 2 天，4-8 月损失均小于 1 天，9 月开始出现盈余。不难发现，即使在疫情最严重的阶段，损失天数也并没有那么多，这意味着在当前的工业生产增速之下，每损失 1 天就需要 20 天左右的增长红利去弥补，疫情防控常态化对经济增长的影响在 2021 年可能仍然存在，且增速数据对这种影响较为敏感。

图 7：GDP 预测水平（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：工业生产的损失/盈余天数（按照 5.7% 增速）



数据来源：Wind，东方证券研究所

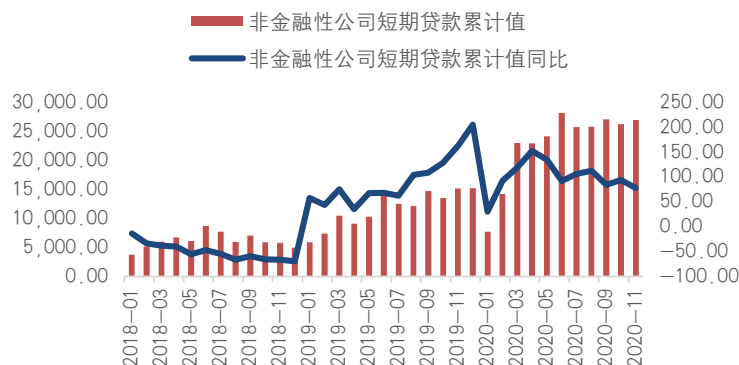
政策转向可能性小，但实体经济反应可能超预期

虽然近期以中央经济工作会议、政治局会议为代表的高层表态都较为积极（如“交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷”），但防风险仍然是监管层的重要考量。11 月 6 日中国人民银行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上指出，下一步有关政策总体上要保持松紧适度，政策调整要基于对经济状况的准确评估，不能仓促，不能弱化金融服务实体经济的效果，要把实体经济服务好，另外也不能出现“政策悬崖”，从而避免政策突然中断造成很多方面无法适应；12 月中央经济工作会议也指出政策要“保持连续性、稳定性、可持续性”、“保持对经济恢复的必要支持力度”、“政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”，以上表态均指向政策的平稳过渡而非完全转向。

尽管政策转向可能性小，边际收紧也可能导致实体经济反应超出预期，违约风险高于今年：从今年的贷款增速来看，短期贷款增速多数在 80% 以上（中长期贷款则在 50% 左右），前者明年即将到

期；同时，信用债市场可能出现的风险也容易导致风险偏好降低、融资环境恶化，带来内生的紧缩：11月金融数据就出现了新增企业债券融资大幅降低的情况（862亿，远低于上月的2522亿和去年同期的3329亿），主因是永煤事件冲击了市场的信心，导致一些债券延后发行。

图9：非金融性公司短期贷款累计值（亿元）及其同比（%，右）



数据来源：Wind，东方证券研究所

金融监管重回轨道

特定领域的风险防控和监管将是明年工作的重点之一。郭树清近期发表的《完善现代金融监管体系》一文、国务院吹风会、银保监会发布的《中国影子银行报告》等等都谈到了影子银行的风险和监管，以及中小银行风险的化解，国务院政策吹风会还强调要将所有金融活动纳入统一管理。

表2：近期监管层关于金融监管的表态

文章/讲话	具体内容
易纲《建设现代中央银行制度》	我们按照金融科技的金融属性， 把所有的金融活动纳入到统一的监管范围
	健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系
易纲第二届外滩金融峰会	央行将加强宏观审慎管理，提高金融监管的专业性和有效性，建好各类“防火墙”，提高防范和化解重大风险的能力，使监管能力与开放水平相适应
郭树清《完善现代金融监管体系》	深刻汲取金融监管的历史经验：货币经济绝不能背离实体经济；将本求利是商业活动的正常状态； 把握好金融创新的边界 ；管好货币总闸门；坚决抑制房地产泡沫；紧紧抓住公司治理“牛鼻子”。
	结构复杂的高风险影子银行容易死灰复燃。银行业不良资产反弹压力骤增。一些中小金融机构资本缺口加速暴露。企业、居民和地方政府债务水平进一步抬升。不法金融机构依然存在，非法金融活动屡禁不止。
	持续完善现代金融监管体系：促进经济社会发展开创新局；建立高效的监管决策协调沟通机制；提高金融

	监管透明度和法治化水平；健全宏观审慎、微观审慎、行为监管三支柱；构建权威高效的风险处置制度安排。
银保监会党委（扩大）会议	前瞻应对不良资产的反弹；有序推进中小银行改革和风险化解； 继续完善影子银行监管制度和风险监测体系；严厉打击非法金融活动；严防外部输入性风险

数据来源：新华网等，东方证券研究所

我们认为监管加强所涉及的领域以及潜在风险包括以下几点：

- **金融机构表外回表压力导致流动性释放不足，**由于疫情，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称“资产新规”）过渡期被延长到 2021 年底，使得“更多期限较长的存量资产可自然到期”，此外根据媒体公开报道，监管与部分银行以窗口指导形式沟通过部分难消化老资产的解决期限问题，如果超过过渡期尚未处置完，可采取一行一策的措施，最晚放宽到 2025 年。但即使时间窗口扩大，压降的持续进行就意味着部分存量资产存在难以回表、借新还旧困难的风险。金融机构表外回表的压力或导致风险偏好降低，从而放大货币政策的边际变化，带来内生的流动性收紧。

以信托新规为代表的资管新规配套文件也在持续落实之中。今年 5 月，作为资管新规的一个重要方面，《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》开始向社会公开征求意见，新规强化了包括限制投资非标债权资产的比例、限制非标债权集中度、限制期限错配、限制非标债权资产类型（明确资金信托不得投资商业银行信贷资产，不得投向限制性行业）等举措，以及要求向上穿透识别投资者资质，向下穿透识别底层资产，不合并计算其他资管产品参与的投资者人数。从以往资金信托的投向来看，信托最主要投资于金融、地产，租赁商务和水利，随着信托监管进一步规范化，这些行业或多或少将受到影响。

图 10：资金信托投向行业（亿元）



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_676

